證券投資人及期貨交易人保護中心
委託專案研究

證券詐欺案件損害賠償計算方式之研議

期末報告

共同主持人　：朱德芳、洪秀芬、蔡英欣

研究人員　　：林書賢、翁禎翎、陳一鳴、
劉奕伶、鄧珮妤、賴佳宜

2022 年 3 月

目錄

第一章緒論.....1

第一節 研究目的 1

第二節 研究方法 3

第三節 研究架構 3

第四節 預期成果 3

第二章 我國法就證券詐欺案件損害賠償計算方式之規範、法院判決與學者見解.....4

第一節 概說 4

第二節 財報不實 5

第三節 公開說明書不實 112

第四節 操縱行為 118

第三章 美國法就證券詐欺案件損害賠償計算方式之規範與法院判決.....135

第一節 概說 135

第二節 財報不實 137

第三節 公開說明書不實 199

第四節 操縱行為 212

第四章 日本法就證券詐欺案件損害賠償計算方式之規範與法院判決.....219

第一節 概說 219

第二節 財報不實 223

第三節 公開說明書不實 250

第四節 操縱行為 261

第五章 歐盟及德國法就證券詐欺案件損害賠償計算方式之規範、法院判決與學者見解.....263

第一節 概說 263

第二節 次級市場的資訊不實 266

第三節 公開說明書不實 290

第四節 操縱行為 298

第六章 中國 299

第一節 概說 299

第二節 財報不實 301

第三節 公開說明書不實 362

第四節 操縱行為 380

第七章 結論與建議.....393

第一節 我國與各國比較 393

第二節 建議 414

第三節 結論 445

參考文獻.....447

期中會議記錄.....457

期末會議記錄.....464

詳目

第一章 緒論.....1

第一節 研究目的.....1

第二節 研究方法.....3

第三節 研究架構.....3

第四節 預期成果.....3

第二章 我國法就證券詐欺案件損害賠償計算方式之規範、法院判決與學者見解.....4

第一節 概說.....4

第二節 財報不實.....5

第一項 法規.....5

第二項 法院判決.....9

第三項 評析.....97

第四項 小結.....107

第三節 公開說明書不實.....112

第一項 法規.....112

第二項 法院判決.....114

第三項 小結.....117

第四節 操縱行為.....118

第一項 法規.....118

第二項 法院判決.....121

第三項 評析.....131

第四項 小結.....134

第三章 美國法就證券詐欺案件損害賠償計算方式之規範與法院判決.....135

第一節 概說.....135

第二節 財報不實 137
第一項 法規 137
第二項 損害賠償之計算 141
第三項 法院判決 150
第四項 評析 186
第三節 公開說明書不實 199
第一項 法規 199
第二項 法院判決 204
第三項 評析 208
第四節 操縱行為 212
第一項 法規 212
第二項 法院判決 215
第三項 評析 218
第四章 日本法就證券詐欺案件損害賠償計算方式之規範與法院判決 219
第一節 概說 219
第二節 財報不實 223
第一項 法規 223
第二項 法院判決 228
第三項 評析 243
第四項 小結 246
第三節 公開說明書不實 250
第一項 法規 250
第二項 法院判決 255
第三項 評析與小結 260
第四節 操縱行為 261
第一項 法規 261
第二項 評析與小結 262

第五章 歐盟及德國法就證券詐欺案件損害賠償計算方式之規範、法院判決與學者見解.....263

第一節 概說 263

第二節 次級市場的資訊不實 266

第一項 法規 266

第二項 法院判決 277

第三項 小結 285

第三節 公開說明書不實 290

第一項 法規 290

第二項 賠償金額之計算 296

第三項 小結 297

第四節 操縱行為 298

第六章 中國 299

第一節 概說 299

第二節 財報不實 301

第一項 法規 301

第二項 法院判決 309

第三項 評析 340

第三節 公開說明書不實 362

第一項 法規 362

第二項 法院判決 367

第三項 評析 375

第四節 操縱行為 380

第一項 法規 380

第二項 法院判決—恒康醫療案 383

第三項 評析 388

第七章 結論與建議.....393

第一節 我國與各國比較 393

第一項 財報不實 393

第二項 公開說明書不實 404

第三項 操縱行為 410

第二節 建議 414

第一項 財報不實 414

第二項 公開說明書不實 440

第三項 操縱行為 441

第三節 結論 445

第一項 財報不實 445

第二項 公開說明書不實 446

第三項 操縱行為 446

參考文獻.....447

期中會議記錄.....457

期末會議記錄.....464

第二章我國判決詳目

第二節 財報不實 5
第二項 法院判決 9
第一款 勁永案 9
第二款 訊碟案 12
第三款 金雨案 15
第四款 聯豪案（原告係私募之部分） 17
第五款 雅新案 18
第六款 久津案 23
第七款 邰港案 25
第八款 新泰伸案 27
第九款 博達案 33
第十款 和旺案 36
第十一款 正義案 39
第十二款 名鐘案 42
第十三款 聯豪案 46
第十四款 宏億案 48
第十五款 科風案 52
第十六款 欣煜案 56
第十七款 興航案 58
第十八款 智盛案 60
第十九款 綠能案 63
第二十款 邦泰案 66
第二十一款 駿熠案 69
第二十二款 協和案 71
第二十三款 仕欽案 72
第二十四款 歌林案 73
第二十五款 宏傳案 76
第二十六款 豐達案 79
第二十七款 遠航案 85
第二十八款 普格案 88

圖目錄

圖 2-1 案例一 109
圖 2-2 案例二 110
圖 3-1 Household 損益相抵操作示意圖 145
圖 3-2 美國和解實務採用的損益相抵作法 146
圖 3-3 美國和解實務採用之損益相抵示意圖 147
圖 3-4 美國實務採用以名目損失作為損害賠償上限之情況 149
圖 3-5 美國實務採用以名目損失作為損害賠償上限釋例 150
圖 3-6 先進先出與後進先出比較 176
圖 3-7 案例一 191
圖 3-8 案例一：美國判決實務累積型操作示意圖 191
圖 3-9 案例一：美國判決實務交易型操作示意圖 192
圖 3-10 案例一：美國和解實務操作示意圖 193
圖 3-11 案例二 195
圖 3-12 案例二：美國判決實務累積型計算示意圖 195
圖 3-13 案例二：美國和解實務計算示意圖 197
圖 3-14 美國 1933 年證券法 Section 11 操作釋例 210
圖 5-1 案例一 286
圖 5-2 案例二 288
圖 6-1 中國大陸虛假陳述損害賠償基準日之確定 305
圖 6-2 中國大陸發行市場與交易市場虛假陳述之損害賠償範圍 308
圖 6-3 中國大陸證券交易市場虛假陳述損害賠償之計算方式 309
圖 6-4 中國大陸實際成本法操作釋例 311
圖 6-5 中國大陸先進先出加權平均法操作釋例 322
圖 6-6 中國大陸直接加權平均法操作釋例 328
圖 6-7 中國大陸移動加權平均法操作釋例 334
圖 6-8 案例一 353
圖 6-9 案例一：中國大陸實際成本法操作示意圖 354
圖 6-10 案例二 356
圖 6-11 案例二：中國大陸實際成本法操作示意圖 356
圖 6-12 中國大陸「第一筆有效買入」模擬案例 358
圖 6-13「第一筆有效買入」模擬案例 359
圖 7-1 純粹淨損益法操作釋例 423
圖 7-2 調整式毛損益法操作釋例 426
圖 7-3：增資操作釋例 427
圖 7-4：減資操作釋例 1 432
圖 7-5：減資操作釋例 2 435
圖 7-6：財報不實案件涉及多名被告時，被告間責任分配釋例 439

表目錄

表 2-1 財報不實計算方式之判決統整表 92
表 2-2 財報不實採取先進先出計算之判決統整表 95
表 2-3 財報不實採取損益相抵、與有過失之判決統整表 96
表 2-4 學者見解之損害賠償額計算表 101
表 2-5 學者見解之損益相抵表 105
表 2-6 學者見解之與有過失表 106
表 2-7 公開說明書不實之判決比例統整表 116
表 2-8 操縱市場之判決比例統整表 130
表 2-9 操縱市場之損益相抵及與有過失適用統整表 130
表 2-10 操縱市場之學者見解統整表 133
表 3-1 指數比較法釋例－詐欺期間之rMarket和rIndustry的數據結果 158
表 3-2 指數比較法釋例－計算真實價值線的結果 158
表 3-3 事件研究法釋例─不實資訊影響期間市場與產業預期報酬率的結果 161
表 3-4 事件研究法釋例－計算真實價值線的結果 162
表 3-5 Bricklayers 案的中，原、被告財務專家對於事件研究法模式設計與數據解讀之交鋒 171
表 3-6 美國法下資訊不實之民事賠償責任比較表 203
表 3-7 Section 11 與 Section 12（a）（2）比較表 210
表 4-1 日本證券詐欺各請求權基礎要件比較表 221
表 6-1 中華人民共和國證券法修正對照表 301
表 6-2 大福控股案，原告於虛假陳述期間買賣證券交易彙整表 314
表 6-3 海潤光伏案，原告買賣證券交易彙整表 332
表 6-4 恒順眾昇案，投服中心之損失核定意見書－系統風險扣除比例 338
表 6-5 恒順眾昇案，原告於虛假陳述期間買賣證券交易彙整表 339
表 6-6 中國大陸司法實務計算買入證券平均價格之四種做法比較表 345
表 6-7 中華人民共和國證券法修正對照表 362
表 6-8 中華人民共和國證券法修正條文對照表 381
表 6-9 中國大陸操縱市場行為案件整理表 389
表 7-1 各國有關財報不實（不實利多／隱匿利空類型）損害賠償計算之比較 397
表 7-2 各國有關財報不實（不實利空／隱匿利多類型）損害賠償計算之比較 402
表 7-3 各國有關公開說明書不實損害賠償計算之比較 407
表 7-4 各國有關操縱行為損害賠償計算之比較 412
表 7-5 證券市場價格變化表 435

第一章 緒論

第一節 研究目的

按證券詐欺事件（除內線交易類型外）之損害賠償金額計算方式（財報及財務業務文件不實類型並包含持有人及買受人之損害），因無法律明文規定，證券投資人及期貨交易人保護中心（下稱「投保中心」）過往起訴時，就善意買受人部分，曾採用之計算方式包括：

一、毛損益法：

係認投資人乃因誤信不實財報或受股價操縱行為誤導等而買入標的公司有價證券，並因不法情事爆發或操縱行為結束後股價下跌致蒙受損失，而以於不實財報或股價操縱期間內買入標的公司有價證券，且該等有價證券於不法情事爆發或操縱行為結束後始出售或現仍持股者為適格條件，並以投資人「買進價格」減去不法情事爆發或操縱行為結束後「賣出價格」之差額計算損害金額，倘若於不法情事爆發或操縱行為結束後仍持有股票，則以「買進價格」減去「持股現值」計算。

二、（有交易配對之）淨損益法：

投保中心原係先於操縱股價類型採此方式計算投資人損害，嗣因最高法院於 102 年 7 月 10 日作成 102 年台上字第 1294 號民事判決，投保中心乃於部分財報不實類型案件亦嘗試採行此一損害計算方式排除市場因素以為因應，此方式之適格條件與毛損益法相同，惟於損害計算方式中納入真實價格之概念，而以不實財報或股價操縱期間內投資人「買進價格」與系爭股票於不法情事爆發或操縱行為結束後之「賣出價格與真實價格孰高者」之差額計算，倘若於不法情事爆發或操縱行為結束後仍持有股票，則以「買進價格」減去「真實價格」計算。

三、純粹淨損益法：

係認投資人於不實財報公告後或於股價操縱期間內買入標的公司有價證券時，即因其股價遭不實資訊或股價操縱行為墊高扭曲而蒙受損失，故

以於不實財報或股價操縱期間內曾買入標的公司有價證券者為適格條件，其損害之計算則須擬制標的有價證券於不實財報或股價操縱期間未受詐欺行為影響的「真實價格」，再以投資人「買進價格」減去「真實價格」之差額計算損害金額，又如投資人於不實財報或股價操縱期間內有賣出股票而獲利之情形（不論所賣出者是否於期間內購入），亦因股價遭不實資訊或股價操縱行為墊高而獲有利益，故應為損益相抵。

至於財報不實類型中之持有人，過去曾以自 95 年 1 月 13 日起至第一期不實財報公告前 1 日買入有價證券，且該等有價證券持有至不法情事爆發後始賣出或仍持有者為適格條件，近年則以於不實財報公告前買入或取得股份，且該等股份之一部或全部持有至不法情事爆發仍未賣出者（以第一期不實財報公告前 1 日之餘額，扣除於不實財報期間賣出之總股數後仍有剩餘者）為適格，惟其損害計算方式目前實務似尚無一致之見解。

以上各種損害賠償之計算方式各有優劣。毛損益法的優點在於投資人股票之「買進」與「賣出」價格明確；惟此計算方式須進行股票交易配對以確認是否符合適格條件，故期間內如遇有減資、除權息之情況，將造成股數還原計算調整之困難，此外，亦面臨如何設定「持股現值」，及嗣後股價如有波動，是否及如何調整等問題。純粹淨損益法則有「真實價格」應如何擬制，及涉有多期不實財報或操縱股價期間較長時，各期間真實價格是否及如何分別認定計算之爭議。

綜上，就證券詐欺案件（除內線交易類型外）之損害賠償計算方式，究應如何計算始為適當（包括買受人、出賣人及持有人之適格條件、計算方法、是否及如何損益相抵、如採真實價格如何擬制等），亟需進行研究，故擬借鏡美國、德國、歐盟、日本及中國等相關實務見解，與我國實務為比較分析，輔以各該國及我國實務判決中就損害賠償計算方式之整理及分析，並將團體訴訟之特性納入考量，俾利未來研議投資人保護措施及訴訟之參考。

第二節 研究方法

本研究計畫將透過整理分析證券詐欺案件損害賠償計算方式之我國法規、判決以及學說見解，以及美國、日本、德國與歐盟，以及中國大陸之相關法規及法院判決，並研擬我國投資人保護措施及訴訟之參考。

第三節 研究架構

本研究案預計分為七章，擬規劃如下：

一、 緒論

二、 我國法就證券詐欺案件損害賠償計算方式之規範、法院判決與學者見解

三、 美國法就證券詐欺案件損害賠償計算方式之規範與法院判決

四、 日本法就證券詐欺案件損害賠償計算方式之規範與法院判決

五、 德國法與歐盟法就證券詐欺案件損害賠償計算方式規範與法院判決

六、 中國大陸法就證券詐欺案件損害賠償計算方式之規範與法院判決

七、 結論與建議

第四節 預期成果

本研究計畫之預期成果如下：

一、整理並分析我國實務就證券詐欺案件損害金額計算方式之認定。

二、整理並分析美國、德國、歐盟、日本及中國就證券詐欺案件損失金額計算之相關學說見解及重要實務案例分析。

三、對我國證券詐欺案件適合採用之損失金額計算方式之具體建議及分析。

第二章 我國法就證券詐欺案件損害賠償計算方式之規範、法院判決與學者見解

第一節 概說

我國證券交易法第 1 條「為發展國民經濟，並保障投資，特制定本法。」故於本法中制訂多條證券不法行為之規範，目的乃係在保障證券市場健全運作和防免有心人士濫用資訊造成投資人損失，其中包括第 20 條之證券詐欺、財報不實、第 32 條之公開說明書不實、第 155 條之操縱市場和第 157 條之 1 的內線交易等，而違反規範者於現行法規下將面臨有相關刑事和民事損害賠償責任。

於上述多項證券不法行為中，除內線交易於第 157 條之 1 第 3 項有明文設有損害賠償具體應如何計算外，其他證券不法行為對於投資人受有損害時，應如何計算損害賠償之金額均未有所規範，故我國學說和實務上參考各國立法例發展出多種計算方式，如毛損益法、淨損差額法等，其間關於淨損差額法之「真實價格」應如何認定，又存在多種看法，惟無論實務或學說皆尚未有一定之定論。

故本文以下針對現行證券交易法下未明文設有損賠計算方式之證券詐欺類型進行相關討論，亦即除內線交易外，針對財報不實、公開說明書不實、操縱市場分別先行介紹各該法規架構和有關責任類型，之後再整理我國實務判決之見解，選取近十年有提及損害賠償計算方式之判決以及委託單位要求彙整之案例，按最終審裁判日期由舊到新排序，並整理學說上之看法，以了解我國法界目前對此議題的觀點。

第二節 財報不實

第一項 法規

第一款 條文規範

證券交易法第 20 條第 2 項規定「發行人依本法規定申報或公告之財務報告及財務業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。」若違反該條規定，除依同法第 171 條第 1 項第 1 款負刑事責任外，另依第 20 條之 1 負民事責任。第 20 條之 1 第 1 項前段之規定，「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」。由此可知，該條所規範的文件包含第 20 條第 2 項之財務報告及財務業務文件，以及第 36 條第 1 項公告申報之財務報告。而主要內容應為足以影響投資人的判斷決定之重要內容。

第二款 責任性質

證券交易法第 20 條之 1 的賠償性質因承襲第 20 條第 3 項而來，而關於第 20 條第 3 項之民事賠償性質之認定，在 1988 年修法以前尚有契約說、侵權行為說、獨立類型說之爭議，但在修法後，在第 20 條第 3 項修法理由中明文賠償義務人為侵權行為人，一般認為本條係侵權行為性質。惟有學者認為係侵權行為之特別規定[1]，或為獨立之法定責任[2]。

第三款 賠償義務人

證券交易法第 20 條之 1 規定之賠償義務人有：

---

[1] 參閱賴英照，最新證券交易法解析：股市遊戲規則，頁 694-95，三版，2017 年 9 月。認為應優先適用證交法第 20 條；未規定部分，則適用民法第 184 條及相關規定；參閱鄭婷嫻，論對市場詐欺理論於美國法制動態與我國實務運用更迭，東海大學法學研究，58 期，頁 150-51，2019 年 9 月。認為不應一律適用民法上侵權行為構成要件規定，必要時，得排除民法規定。

[2] 參閱莊永丞，證券交易法第二十條證券詐欺損害估算方法之省思，臺大法學論叢，34 卷 2 期期，頁 151，2005 年 3 月。認為性質上實為一獨立之法定責任，避免以一般侵權行為構成要件標準檢視，終致原告難以獲取應有賠償之窘境。

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簽章者。

三、 簽證會計師。

第四款 責任要件

證券交易法第 20 條之 1 第 2 項規定，「除發行人外，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」；同條第 3 項規定，「會計師辦理第一項財務報告或財務業務文件之簽證，有不正當行為或違反或廢弛其業務上應盡之義務，致第一項之損害發生者，負賠償責任。」可依身分而區分為三種責任要件：

一、 無過失責任：對「發行人」採無過失之結果責任，即便不具故意或過失仍應負賠償責任。

二、 推定過失責任：發行人之董事、監察人、經理人等公司負責人與職員，曾在財務報告與財務業務文件上簽章者，須有過失始需負責，惟原告無須先證明被告有過失，而是由被告證明自己已盡相當注意，且有正當理由可合理確信其內容無虛偽隱匿，始能免負賠償責任，為推定的過失責任。

三、 過失責任：簽證會計師負一般過失責任，即善良管理人之注意義務。原告須證明該會計師有不正當行為或廢弛其業務上應盡之義務，使內容有虛偽或隱匿，致原告發生損害。惟有學說認為針對會計師應採用「過失責任」或「推定過失責任」 有探討之空間[3]。

第五款 賠償請求權人

證券交易法第 20 條之 1 規定，請求權人為：

一、 有價證券之善意取得人或出賣人：在不實財報或其他文件公布後，

[3] 參閱劉連煜，新證券交易法實例研習，頁 378，十五版，2018 年 9 月。

在未更正前之期間內，因為信任該財報或文件，而善意買入或賣出之人。

二、 有價證券之善意持有人：在未公布不實財報或文件前，即已買入證券，但因信任該財報或文件，而善意未賣出之人。依該條規定，主張看到不實財報而未買進證券者，因未持有該證券，故非本條之請求權人。

第六款 因果關係

一、 交易因果關係

交易因果關係（reliance, or transaction causation），係指原告因被告虛偽、詐欺或其他引人誤信的行為，或相信被告所發佈的財報為真實，因而做成買賣證券的決定[4]。係源自美國法中，如以詐欺請求賠償時，應證明交易因果關係。而後，聯邦最高法院[5]採用詐欺市場理論（fraud on the market theory）推定交易因果關係，即公司發布不實資訊，係對整體市場的欺騙，個別投資人因信賴市場，進而以市價交易，推定該買賣與不實資訊間，具有因果關係。

我國法就財報不實求償，是否應證明交易因果關係？有無詐欺市場理論之援用？因證券交易法並未明文規定，法院見解不一，惟法院受到上開詐欺市場理論的影響，多數以民事訴訟法第 277 條作為依據，推定原告買賣證券與不實財報之間具有交易因果關係[6]。

二、 損失因果關係

美國法就證券詐欺求償時，應證明「原告之損害」與「被告虛偽不實陳述」之間具有因果關係，此為損失因果關係。然法院之標準不一，原告所需證明的程度有寬嚴之分，有推定損失因果關係與嚴格證明標準，各有

[4] 參閱賴英照，同前註 1，頁 719。
[5] Basic Ivc. V. Levinson, 485 U.S. 224 （1988）.
[6] 參閱賴英照，同前註 1，頁 736。

優劣之處，僅是立法政策之選擇[7]。

我國證券交易法第 20 條之 1 第 1 項所規定之「因而所受之損害」，可知不實財報之行為與被害人的損害間需具有因果關係，惟實務上法院認定損失因果關係之標準不一[8]，學說上有學者認為應採推定損失因果關係[9]，亦有提出折衷之見解[10]，即原告須證明（1）該不實資訊或詐欺行為造成股價灌水。（2）該不實資訊已未支撐該股票之市場價格而導致股價下跌，即便未明顯下跌亦可證明損失因果關係。

第七款 損害賠償之計算

證券交易法第 20 條之 1 未明文規定如何計算損害賠償金額，大致上可分為兩類，一為毛損益法，另一為淨損差額法。毛損益法為「按投資人買進與賣出的差額，不論該差額是不是因證券詐欺所致，被告均應賠償該跌價之差額」；而淨損差額法則為「被告僅需要針對該證券詐欺所致之損害負責即可，為投資人買進或賣出與真實價格間之差額」。而淨損差額法就該「真實價格」之計算方式，有類推內線交易以「消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額」計算、以 90 天之平均股價，此兩種方式皆是因為市場對於該證券詐欺更正之事實需要一定時間反應，以此推估未有該詐欺時之真實價格；另還有以類股指數比較法為計算真實價格之方式，指數比較法係以利用市場模型，以揭露消息時的股價，利用相關產業的指數，來推估股票若被告無違反證券交易法時，該股票真實之價值[11]；另尚有事件研究法，係指股票之真實價值與市價皆維持一定程度的係數關係，因而股票之真實價值將隨著市價變動而有所調整[12]。

---

[7] 參閱張心悌，證券交易法專題研究系列之一／從美國最高法院 Dura 案思考證券詐欺之損失因果關係，月旦法學雜誌，155 期，頁 226，2008 年 3 月。

[8] 參閱賴英照，同前註 1，頁 742-46。

[9] 參閱莊永丞，由美國 Dura v. Broudo 案反思證券投資人之損害因果關係，東吳法律學報，22 卷 4 期，頁 40-41，2011 年 1 月。

[10] 參閱張心悌，同前註 7，頁 226-27。

[11] 參閱莊永丞，同前註 2，頁 130。

[12] 參閱劉連煜，財報不實損害賠償之真實價格如何認定及投資人是否與有過失問題－最高法院

第二項 法院判決

以下就法院判決整理如下：

第一款 勁永案

一、 案件事實[13]

被告甲係勁永國際股份有限公司（下稱勁永公司）董事長、被告丙係勁永公司會計部經理兼主辦會計及被告丁○○係勁永公司之會計，三人共同憑虛偽不實之採購單、轉帳傳票、統一發票、出貨單、驗收單等相關會計憑證，而分別於 2004 年 3 月 26 日、2004 年 3 月 31 日、2004 年 8 月 31 日、2004 年 10 月 28 日、2005 年 5 月 4 日，據以編製並公告不實之勁永公司 2003 年第 4 季、2004 年第 1 季、第 2 季、第 3 季、第 4 季之財務報告書，足以生損害於投資大眾及勁永公司暨主管機關對於證券交易管理之正確性之事實，業經本院依職權調取本院 94 年度金重訴字第 5 號刑事判決在卷可憑。

二、 損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下：

（一） 原告主張:揭露後所賣出之價格減去揭露後 10 日之平均價格計算。

原告主張於民國 2005 年 3 月 2 日及同年月 8 日分別買進勁永公司之股票 30 張及 20 張，惟因勁永公司於同年月 16 日爆發假交易之情事後，原告則於同年 4 月 6 日及 7 日分別賣出勁永公司之股票 23 張及 7 張。自 94 年 3 月 16 日勁永公司爆發假交易之日起算 10 日之股票平均價格為 17.615 元 ，乘以原告賣出之張數後，總金額為 52 萬 8,450 元，而原告實際賣出之金額為 12 萬 5,227 元，兩相扣除後價差為為 40 萬 3,223 元，而原告實際受有之交易損失為 21 萬 882 元，另受有精神上損害 42 萬 1,7643 元，利息 2 萬 1,088 元之損害，三者合計為 65 萬 3,734 元，再依據證券交易法第 171 條之規定提高 3 倍，則被告應賠償原告 199 萬 1,202 元。

一○二年度台上字第一二九四號等民事判決研究，月旦法學雜誌，232 期，頁 6-7，2014 年 09 月。

[13] 參閱臺灣新北地方法院 96 年金字第 2 號判決。

為此，依據侵權行為之法律關係（證券交易法第 20 條之 1 之規定），請求被告給付 199 萬 1,202 元。

（二） 被告主張：原告並未因被告違反申報及公告虛偽之財務報表而受有任何損害

依原告 2007 年 5 月 31 日民事損害賠償起訴狀所附金鼎綜合證券股份有限公司土城分公司之客戶成交資料，以原告買進與賣出勁永公司股票金額之價差觀之，原告自 2004 年 12 月 20 日起至 2005 年 4 月 7 日止買進勁永公司股票總價格為 284 萬 4,500 元，出賣之總價格為 299 萬 8,630 元，尚獲利 15 萬 5,130 元，則原告請求被告賠償損害，自屬無據。

退一步言，縱使原告證明其受有損害，然不法行為與損害間須有相當之因果關係存在，為侵權行為成立之要件，而勁永公司之股價自 2004 年 12 月起至 2005 年 5 月間雖有波動，但係因不法集團（即俗稱「股市禿鷹」）放空勁永公司股票所致，與被告之行為毫不相干。因此，原告購買勁永公司股票倘受有損失，係因張錫寬、林一宏及陳俊吉等 4 人於 2004 年 12 月間至 2005 年 3 月間涉嫌勁永公司內線交易案件，及陳令軒於 2005 年 1 月 28 日起至同年 3 月 5 日止涉嫌操縱勁永公司股價案件之影響，與被告之行為間並無相當因果關係存在。

此外，原告起訴主張之金額除損失金額外，另請求被告賠償 3 倍之懲罰性違約金，嗣於 2007 年 5 月 31 日擴張請求數額，變更為除損失金額外，另請求 2 倍之精神賠償云云，惟均未敘明請求權及計算基礎，顯屬無據。

三、 法院判決理由

（一） 地方法院[14]：被告買賣勁永公司股票結果仍有獲利，依損益相抵，原告不得請求損害賠償，原告之訴駁回。

原告因被告編製不實財報所受之損害，應以受不實財報影響期間（即

[14] 同前揭註。

自 2004 年 3 月 26 日起至 2005 年 3 月 16 日止）內買賣勁永公司股票所受買賣股票總虧損金額為計算基準，已詳述如前。而原告自 2004 年 3 月 26 日起至 2005 年 3 月 16 日止買賣勁永公司股票之情形可製表如附表一交編號①至⑪所示，有金鼎綜合證券股份有限公司土城分公司所提供客戶成交資料明細表 1 件在卷足憑，則原告雖於 2005 年 3 月 16 日勁永公司編製不實財務經報紙揭露後尚持有 3 萬股之勁永公司股票尚未賣出（依先進先出法計算，尚未出賣之 3 萬股勁永公司股票，為原告於 2005 年 3 月 8 日以每股單價 19 元購入之 2 萬股股票，及 2005 年 3 月 11 日以每股單價以 23 元購入之 1 萬股股票），嗣於 2005 年 4 月 6 日以每股單價 8.78 元賣出 2 萬 3,000 股，及於同年月 7 日以每股單價 8.17 元出賣 7,000 股，依先進先出法計算，原告上開 3 萬股股票之買賣固受有 35 萬 870 元之損害，但原告自 2004 年 3 月 26 日起至 2005 年 3 月 16 日之買賣勁永公司之股票，則分別受有 4 萬 5,000 元、5,000 元、與 45 萬 4,500 元之獲利（細目參閱附表一所示），則虧損與獲利相抵，原告於被告製作不實財報期間因買賣勁永公司之股票實際上係獲利 15 萬 4,130 元，並未因被告編製不實財務而受有損害。

縱上所述，原告並未因被告編製不實之財務報告書而受有損害，否則，如認原告因信賴不實財務報告書交易所獲得之利益不必從損害額中扣除，無異認原告自 2004 年 12 月 20 日起至 2004 年 3 月 16 日止買賣勁永公司股票已獲利達 50 萬 5,000 元，猶可再請求被告賠償 35 萬 870 元，實屬保障過度，則原告於已有獲得之情形下仍請求被告賠償損害，於法自屬無據。並未因被告違反申報及公告虛偽之財務報而受有任何損害：依原告 2007 年 5 月 31 日民事損害賠償起訴狀所附金鼎綜合證券股份有限公司土城分公司之客戶成交資料，以原告買進與賣出勁永公司股票金額之價差觀之，原告自 2004 年 12 月 20 日起至 2005 年 4 月 7 日止買進勁永公司股票總價格為 284 萬 4,500 元，出賣之總價格為 299 萬 8,630 元，尚獲利 15 萬

5,130 元，則原告請求被告賠償損害，自屬無據。

（二） 高等法院[15]：同地院見解，駁回原告之上訴。

上訴人（原告）是否因被上訴人（被告）所為之不實財務報告書致買賣勁永公司股票受有損害，自應以受不實財報影響期間內， 即自 2004 年 3 月 26 日起至 2005 年 3 月 16 日止， 所買賣之全部勁永公司股票為計算基礎，並依上述損益相抵之規定，將該期間內交易所獲之利益自所受之損害額中扣除後，始為上訴人所受之損害。

上訴人自 2004 年 3 月 26 日起至 2005 年 3 月 16 日止買賣勁永公司股票之情形如附表一編號①至⑪所示，有金鼎綜合證券股份有限公司土城分公司所提供客戶成交資料明細表在卷足憑，上訴人於此期間所買入之勁永公司股票共 175,000 股， 金額共 2,844,500 元；所賣出之勁永公司股票共 175,000 股，金額共 2,998,630 元，二者相抵，上訴人尚獲利 154,130 元，足證上訴人並未因被上訴人編製不實財務而受有損害。

第二款 訊碟案

一、 案件事實

訊碟公司自 2002 年 4 月 30 日起所申報公告之 2002 年度第一季至 2004 年度上半年度之財務報告有 1.隱匿為 Cyberlead 公司擔保借款、假以貸款方式取得資金證明以隱匿公司資產不足、發行可轉換公司債卻未實際收足認購款項，利用發行可轉換公司債轉換成股票套取現金，於 2004 年度財務報告虛構投資海外基金 Gold Target Fund。2.虛設行號，以不實交易虛增營業額。3.透過孫公司購併美國，Mediacopy 公司。除 1250 萬美元匯入出售人帳戶外，其餘買賣款項資金流向不明，等虛偽不實情事。

二、 損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下[16]：

（一） 原告主張：應採毛損益法計算。

[15] 參閱臺灣高等法院 96 年金上易字第 2 號判決。
[16] 臺灣新北地方法院 94 年金字第 12 號判決。

計算方式為購買之金額減去出賣之金額或持股之價值。2005 年 1 月 4 日起訊碟公司股票停止交易，同年 6 月 28 日恢復交易，恢復價格後之平均價格為 2.22 元，以該價額計算原告持股價額，被告應連帶賠償授與附表一所示之訴訟實施權授與人如附表一所示之求償金額。

（二） 被告主張：原告應舉證有因果關係存在，未對計算方式主張。

原告依據證交法第 20 條規定請求被告訊碟公司賠償，然原告依此規定請求賠償必須證明其對於被告之不實表示有信賴之事實，及被告之行為與原告之損害間具有因果關係存在。

三、 法院判決理由

（一） 高等法院更審[17]：淨損差額法，以公開消息後 10 個營業日平均收盤價 3.378 元為擬制價格。

1. 損害賠償之計算方式：

本院審酌修正前證券交易法第 20 條第 3 項損害賠償之規定，既未就財務報告不實所致損害之損害額計算及認定標準為規範，則其損害賠償方法，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。又損害賠償之目的在於填補所生之損害，其應回復者，並非「原來狀態」，而係「應有狀態」，應將損害事故發生後之變動狀況考慮在內（最高法院 96 年度台上字第 172 號判決意旨參照）；本件投資人自 2002 年 4 月 30 日(即公告 2002 年第 1 季不實之財務報告）至 2004 年 8 月 31 日（即不實財務報告消息爆發前）之期間內，於公開市場上買受被上訴人之股票，因其股價受被上訴人不實財務報告之影響而呈現虛漲之狀態，投資人於前開期間買進股票之當時，即受有「市價」與「真實價格」（true value）間價差之損害。

2. 真實價格之計算：

參酌證券交易法第 157 條之 1 關於內線交易計算損害賠償之規定，以

[17] 臺灣高等法院 99 年金上更（一）字第 1 號判決。

不實消息公開揭露後 10 個營業日收盤平均價格 3.378 元，擬制作為本件真實價格，並據以計算本件投資人損害賠償金額為 22 億 0261 萬 3688 元（詳附表所示）為當。故上訴人主張被上訴人應與呂學仁等五人連帶賠償投資人計 22 億 0261 萬 3688 元，核屬有據，應予准許。

3. 與有過失之計算：

按損害之發生或擴大，被害人與有過失者，法院得減輕賠償金額或免除之，民法第 217 條第 1 項定有明文。此項規定之目的在謀求加害人與被害人間之公平，倘受害人於事故之發生亦有過失時，由加害人負全部賠償責任，未免失諸過酷，是以賦與法院得減輕其賠償金額或免除之職權。惟所謂被害人與有過失，須被害人之行為助成損害之發生或擴大，就結果之發生為共同原因之一，行為與結果有相當因果關係，始足當之。倘被害人之行為與結果之發生並無相當因果關係，尚不能僅以其有過失，即認有過失相抵原則之適用（高法院 95 年度台上字第 2463 號判決意旨參照）。

（二） 最高法院[18]：對於真實價格之計算有疑，發回臺灣高等法院更審。

財報資訊不實期間，於公開市場買進上訴人股票之投資人，受有「市價」與「真實價格」間價差之損害，應以「淨損差額法」即投資人買進股票之市價與當時「真實價格」之差額計算之，始為合理，為原判決認定之事實。果爾，是否上訴人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？真實價格亦會與時調整？參以附表所示各投資人係在不同時期、以不同價格買入上訴人股票，則各投資人各買入時之真實價格是否一致無異？並非無疑，自有釐清之必要。原審未區辨各投資人買入股票之時點及市價差異，即概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 3.378 元，作為計算各投資人損害之真實價格，不無疏略，失之速斷。

（三） 高等法院更審[19]：撤回第一審之訴。

[18] 最高法院 102 年台上字第 1294 號判決。
[19] 臺灣高等法院 102 年度金上更（二）字第 5 號判決。

第三款 金雨案[20]

一、 案件事實

金雨企業股份有限公司（下稱金雨公司）係向K公司購貨後，轉賣予其子公司T公司，嗣T公司再銷售予夆典公司，夆典公司再賣回給K公司，藉此虛增及美化金雨公司之營業額，並足使金雨公司 2005 年度之各期財務報告（包括季報、半年報及年報）內容虛偽不實，直至金雨公司於 2006 年 8 月 31 日 2006 年第二季財報揭露該公司真實財務業務狀況，股價因此下跌，故本案投資人既係於金雨公司 2005 年第一季財報公告之翌日即 2005 年 5 月 2 日起至 2006 年 8 月 30 日因誤信不實財報為真實而善意買進金雨公司股票者，並因 2006 年第二季財報公告揭露該公司真實財務業務狀況後股價下跌，方行賣出或仍持有金雨公司股票者，自得就其等所受有股價之損害對不法行為人請求損害賠償。

二、 損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下[21]：

（一） 原告主張：授權人損害賠償之金額應採毛損益法計算。

（二） 被告主張：無論採「毛損益法」或「淨損益法」計算，均應扣除同類股之跌幅。

三、 法院判決理由

（一） 高等法院更一審[22]：採毛損益法計算。

關於股價損害，雖有「淨損益法」及「毛損益法」之分，前者係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，所謂股票之真實價格無論係參考我國證券交易法第 157 條之 1 第 2 項關於「內線交易」損害賠償的規定，以不實財報公開後「10 個營業日平均收盤

[20] 臺灣臺中地方法院 98 年金字第 21 號民事判決。
[21] 臺灣高等法院臺中分院 104 年金上更（一）字第 1 號民事判決。
[22] 同前揭註 21。

價格」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」作為計算依據，均屬虛擬之價格，未必能反應真實之價格，且徵諸證券損害賠償訴訟之被告非難性高，有關股價之實際損失如何計算，客觀上難以具體、特定，且授權人因不實財務報告之誤導而投資買進股票，客觀上即受有相當於股價之損害，其等若知財報不實當不致進場，若採「毛損益法」，因係以買進股票之價格扣除股票於起訴時之市價或真實資訊揭露後出售價格之差價作為計算之依據，當較符合民法第 216 條所揭示填補損害之原則，況本件依「淨損益法」計算之求償總額均高於「毛損益法」之求償金額，故本院認投保中心主張以「毛損益法」計算授權人損害賠償之金額，對於賠償義務人並無不利，應足採信。至被告池啟光固又抗辯：無論採「毛損益法」或「淨損益法」計算，均應扣除同類股之跌幅，然同類股票之漲跌，有時係因受消息面之影響，未必符合市場之正常價格，再慮及國內證券交易市場每日交易價格設有漲跌比例限制，因跌停價受有限制，即便真實資訊揭露後，當日該股票之交易市價亦無法正確反應股票公平價格，甚至短時間內均無法充分反應完畢，是投資人縱欲出售股票，亦往往因股票連日跌停且無交易量，而無出售股票之機會，故若要求扣除同類股之跌幅，對投資人之保障恐有不周，故為本院所不採。

如何計算其求償之股數，投保中心主張：應採「先進先出法」之配對銷除方式得出其求償之股數，已為對造當事人所不爭執；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，是本件有關授權人買進金雨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，亦即先買進之股票先行賣出，依此配對計算其等求償之股數，自屬合理。

（二） 最高法院[23]：部分廢棄原判決，發回臺灣高等法院，目前已和解[24]。

廢棄發回意旨係針對原審判決兩位董事應負全部連帶給付責任部分，就原審採取毛損益法計算賠償額並未表示不當

第四款 聯豪案（原告係私募之部分）

一、 案件事實[25]：

原告（台灣優力流通事業股份有限公司）主張被告於 2007 年至 2008 年間，擔任立康生醫事業股份有限公司（原名聯豪科技股份有限公司）董事長，明知該公司財務狀況不佳，竟以不實銷貨虛增營收編製 2007 年第 1 季財務報表，使伊陷於錯誤，致以私募方式認購該公司股份 500 萬股，而於 2007 年 7 月 19 日給付股款，因而受有損害。

二、 損害賠償應如何計算？本案兩造未對計算方式主張。

三、 法院判決[26]：將市場價格以比例方式換算私募價格，並以此計算私募所受損害。

立康公司於 2008 年 5 月 1 日揭露財報不實訊息後，其公開市場股價下跌金額為每股 2.8 元【計算式：2008 年 4 月 30 日收盤價每股 21 .35 元－2008 年 5 月 3 日收盤價每股 18.55 元＝2.8 元】，而原告於 2007 年 7 月 19 日經依私募方式以每股 11.3 元購入系爭股票，當時立康公司股票之公開市場股價為每股 24.8 元，足見原告係按公開市場股價之約 45.56％價格取得系爭股票【計算式：11.3 元÷24.8 元＝45.56％】。準此，原告因立康公司揭露財報不實所受系爭股票價格下跌之損失金額，應為 6,378,400 元【計算式：2.8 元×45.56％×5,000,000 股＝6,378,400 元，元以下四捨五入】

[23] 最高法院 105 年台上字第 2294 號民事判決。
[24] 臺灣高等法院臺中分院 106 年度金上更（二）字第 1 號民事案件。
[25] 參閱最高法院 108 年台上字第 1937 號民事判決。
[26] 參閱臺灣高等法院 105 年重訴更（一）字第 3 號民事判決。

第五款 雅新案[27]

一、　案件事實

被告雅新實業股份有限公司（下稱雅新公司）於 2006 年度第 1 至 3 季財報虛增營收、不實調整營業成本、不實沖銷應收帳款之情事，而未允當表達，且已達重大性之程度，並經由公開交易市場反應於股價上，投資人信賴該股價而買進雅新公司股票，足以推定買賣或持有雅新公司股票與該公司 2006 年第 1 至 3 季財報不實間之交易因果關係存在。而雅新公司股價下跌之損失與系爭財報不實間具有損失因果關係。

二、　損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下[28]：

（一）　原告主張：應採毛損益法。

應採毛損益法，以投資人購買之金額減去賣出之金額或持有雅新公司有價證券之價值計算，因雅新公司有價證券已於 2007 年 5 月 7 日起停止交易，並於 2008 年 1 月 11 日終止上市交易，投資人無法依循正常管道於證券交易市場售出股票，且雅新公司業已破產，刻正進行破產程序中，故雅新公司有價證券已喪失其表彰之價值，應以 0 元作為起訴時之市價計算。

（二）　被告主張：應採淨損差額法。

應以「淨損差額法」為當，以防止投資人獲有不當利得、違反損害賠償之原理。又投資人係於不同時間點買入雅新公司有價證券，於各買入時點，受有「市價」與「真實價格」間價差之損害究應為何，各授權人買入時之真實價格是否一致無異等情，均涉及各授權人之實際損害額。且雅新公司分別於 2006 年 8 月 14 日就持有雅新公司之股東每股配息 0.99959 元，並於 2006 年 8 月 31 日每股配股 0.49979 股，此等配息配股，均屬各授權人於持有雅新公司有價證券時所「獲得之利益」，基於損益相抵之原則，應自各投資人請求之損害數額中扣除。

再者，雅新公司於 2008 年 1 月 11 日終止上市交易，亦僅係不得由上

[27] 臺灣士林地方法院 98 年金字第 3 號民事判決。
[28] 臺灣高等法院 104 年金上字第 14 號民事判決。

市公司之有價證券交易方式進行買賣而已，並非已無法買賣有價證券，上訴人（原告）以雅新公司下市即認雅新公司有價證券價值為 0 元，顯屬無據。

三、　法院判決理由

（一）　地方法院[29]：應採用淨損差額法，真實價格以更正後 90 日平均股價之價差 21.56 元計算。

1. 損害賠償之計算方式：

原告主張之毛損益法係認為雅新公司現已破產，表示淨值為零，各授權人當初購買雅新公司股票所投入之金錢已經全部損失，故應全部列為損害。但雅新公司於 2007 年 4 月 3 日發佈重大消息更正財報內容後，其交易價值並非立刻下跌至零，在 2007 年 5 月 7 日停止交易前，其市場交易價格，亦非以每日無量跌停之方式下跌，足見其經更正財務報表後，仍有市場所認同之交易價格。此外，雅新公司在宣告破產前，亦曾經過長達近二年之重整階段，足認其在破產前仍有重整價值。倘逕以毛損益法計算各授權人損害，等同重整失敗因素，所造成之損害，均向前歸咎由僅對財報不實負損害賠償責任之被告負責，如此不僅有失公平，亦不符證交法第 20 條之 1 之法律文義。

淨損差額法，係指原告授權人買賣股票時之市價與標的股票真實或實際價值之差額。此項計算方法之目的在於限縮損害之因果關係，使原告之損害僅侷限於與被告不實財報有因果關係之損害，如由市場因素或其他系統性風險等非被告不實財報所造成之股票價值損失，被告無庸負責。因此，淨損差額法原則較能避免原告藉由證券訴訟之提起，將所有投資損失之風險，全部移轉給被告承擔。本件損害賠償之計算方式應採用淨損差額法為適當。

[29] 同前註 27。

2. 真實價格之計算：

淨損差額法須求得標的股票之真實價值，並據以計算請求權人買賣時市價與真實價值之差額。而此真實價值應係指倘當初財報如實公告時，市場對於標的股票之交易價格從未真實存在過，僅能以人為方式模擬求得其存在，而模擬真實價值之方法，在本件辯論中有：財報不實更正後 10 日平均股價、90 日平均股價、類股指數比較法等方法。以財報不實更正後 90 日之平均股價，較能充分正確消化財報不實更正之消息，並可消弭短期間內財報更正對於市場價格之過份扭曲影響。是本件應採取財報不實更正後 90 日平均股價作為標的股票之真實價格。

本件中較須特別處理的情形在雅新公司於 2007 年 4 月 3 日更正財報後， 旋於同年 5 月 7 日即停止交易，以致並無財報更正後完整 90 日之平均股價可供計算。為求衡平計，應由兩造共同承擔事實不明之不利益，亦即停止交易後之股價應以停止交易前最後一日之收盤價半價計算。除以半價擬制計算部分外，以上平均股價，均指以收盤價格平均計算，90 日則指實際交易日，不含例假休息日，應併此指明。故雅新公司於 2007 年 4 月 3 日更正財報前後 90 個交易日之每股平均收盤價差為 21.56 元作為損害計算基礎。

（二） 高等法院[30]：採毛損益法計算。

1. 損害賠償之計算方式:

雅新公司於 2007 年 4 月 3 日 19 時許發佈重大消息更正財報內容後，至 2007 年 5 月 7 日停止交易止，僅有 21 個營業日，原審判決將 90 日之其餘 69 日均以最後一個營業日每股平均收盤價 5.96 元之半數 2.98 元計算「真實價格」，實乏依據。無論原審判決所採用更正財報消息公告前後 90 日平均股價差額計算；或僅按前述方法中更正消息公告後 90 日之平均股

[30] 同前註。

價計算真實價格，均難憑採。然真實資訊揭露後，市場及投資人主觀對於此事件之可能反應，尚有各種變因，並非機械性之公式所能計算，且投資人若係在不同時期買入標的股票，卻均以同一標準之「真實價格」計算「真實」之買價，亦非妥適，尤其在真實資訊揭露後，該公司股價或因而連日無量跌停，甚至股票遭停止交易或終止上市，如仍認為投資人僅得請求美化資訊造成之交易價格與真實價值間之差價，無視於真實資訊揭露後對股價之衝擊，實乃低估投資人之損害，過度限縮不法行為人賠償範圍。準此，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、回復損害發生前之「應有狀態」之理論，並斟酌雅新公司之不實資訊於 2007 年 4 月 3 日揭露後，自 2007 年 4 月 4 日起股價連續下跌，旋於 2007 年 5 月 7 日經證交所公告停止上市，並於 2008 年 1 月 14 日終止上市。其在證券交易市場最後交易價格並無法充分反應該公司股票真實價值，投資人亦無充足機會售出股票縮小虧損等一切情狀，認本件損害賠償金額之計算應採毛損益法，即以投資人不當交易之價格即買入價格與起訴時之市價或真實資訊揭露後出售價格之差價作為投資人得請求損害賠償之計算基礎，較符合本案實際情況及公平原則。

依毛損益法計算附件二授權人所受損害之計算方式如下：附件二授權人買進雅新公司股票期間為自 2006 年 1 月 11 日即雅新公司 2005 年度 12 月份營業收入公告日翌日起至 2007 年 4 月 3 日即雅新公司發佈 2006 年財務報告有重大錯誤之重大消息公告日止，而各該授權投資人於買進雅新公司有價證券後，迄今仍持有或於 2007 年 4 月 3 日雅新公司發佈該公司所公告之財務資訊有虛偽不實情事之重大訊息後，方賣出持股，則其等所受損害之計算，應以其等在上述期間買進雅新公司股票之金額減去其等自 2007 年 4 月 3 日以後賣出該公司股票之金額，兩者相減所得，即為其等得請求之損害賠償金額；而附件二授權人買賣雅新公司股票如有多筆交易時，

則以先進先出法（先購入者先出售）認定損害賠償金額。至於附件二授權人買進雅新公司股票後迄今仍持有者，應以 0 元作為起訴時之市價。

2. 損益相抵之計算：

按損益相抵，係指損害賠償之債權人基於與受損害之同一原因事實並受有利益，其請求之賠償金額，應扣除所受之利益而言，此觀民法第 216 條之 1 規定自明。債權人倘非基於與受損害同一原因事實並受有利益，自無上開規定之適用（最高法院 92 年度台上字第 803 號判決要旨參照）。

(1) 被上訴人抗辯上訴人授權人於 2006 年 1 月 11 日至 2007 年 4 月 3 日期間，買賣雅新公司股票，如有獲利，應否自其得請求損害賠償之數額中扣除？查附件二授權人於 2006 年 1 月 11 日至 2007 年 4 月 3 日期間，當時財報不實及營收虛增等消息未經揭露，故其等於此段期間內買賣雅新公司股票，無論買價或賣價，均同受財報不實之影響，其等在買進或賣出兩個時點的股價均因財報不實而被墊高，墊高部分相抵銷後，其等之獲利乃因不實財報以外之其他因素所造成，與一般未涉及不實財報之股票也會漲跌之情形相同，故附件二授權人在不實財報未被揭露、股價遭灌水期間買進並賣出股票，不論獲利或損失，均與不實財報損害賠償之請求無關。亦即附件二授權人買進雅新公司股票時，該股票股價已因不實財報而被灌水，則其等之購入成本已被墊高，嗣後在不實資訊尚未被揭露前將部分持股亦係以灌水股價賣出而獲利，則其等在股價灌水期間買賣股票而獲利，乃導因於市場或產業其他因素，並非因財報不實所致，不應予以扣除。

(2) 雅新公司分別於 2006 年 8 月 14 日就持有雅新公司之股東每股配息 0.99959 元，並於 2006 年 8 月 31 日每股配股 0.49979 股，此等配息配股，均屬附件二授權人於持有雅新公司股票時所「獲得之利益」，基於損益相抵之原則，應自各授權人請求之損害數額中扣除云云。惟查，附件二授權人中於除權基準日前買進雅新公司股票而取得無償配發股息或無償配股，係

因具備雅新公司股東身分而獲配股息或配股，此與其等因雅新公司申報或公告之財報內容不實所受之上開損害，並非基於同一原因事實。且投資人雖自發行公司獲配股息紅利，然其股票於除權除息後在市場上交易價格亦相對有所減損，故不應將股息紅利逕自認為授權人受有利益。再者，前述雅新公司配發股票股利部分，上訴人並未計入本件求償張數，亦無扣除之理。是揆諸前揭說明，自無損益相抵原則之適用。

3. 與有過失之計算：

被上訴人（被告）辯稱更正財報消息公告後，附件二授權人未及時出售所持有之雅新公司股票，致損害擴大，為與有過失云云。惟查，無任何法律規定受害之投資人有於一定期間出售持股之義務，蓋股票為投資、儲蓄工具之一，投資人於公開市場購入股票後，原得長期持有股票以分配股息及儲蓄，並無因上市公司內部舞弊事件而有於任一時點賣出股票降低其損失之義務，是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。況且，系爭財報及營收資訊不實之相關情事爆發後，雅新公司股價即連續下跌，連續 12 個營業日皆跌停，並約於一個月後即遭暫停交易，附件二授權人縱有意求售，亦難成交；再者投資人實無從判斷何時出售，蓋未來股價可能漲也可能跌，亦即投資人若及時出售持股，雖可能減少損失（股價續跌），也可能使損失擴大（股價回漲，例如雅新公司覓得足夠資金挹注，使重整程序得以順利進行等），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。因此，被上訴人前開所辯，實屬無據。

第六款 久津案[31]

一、 案件事實

[31] 臺灣臺北地方法院 94 年金字第 18 號民事判決。

久津實業股份公司（下稱久津公司）自 2001 年 9 月間起至 2003 年 3 月止，由郭保富（董事長兼總經理）等人以虛偽交易虛增營業額，並將虛增營業實績持續登載於前開財務報告及公開說明書之上，致財務報告內容虛偽不實，久津公司將開不實財務報告對外公開，在交易市場投資購買久津二公司債之投資人，其等均非公司內部人員，顯不知其內容為不實，是其等因而誤信久津公司財務及營業狀況正常，並為錯誤之投資判斷，購入久津二公司債，應已認其兩者間有因果關係存在。

二、　損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下[32]

（一）　原告主張：應以公司債現值 0 元計算，但同意扣除股票淨值計算。

各投資人損害額之計算，因久津公司股票已於 2003 年 5 月 12 日下市，其現值應以 0 元計算，公司債現值原應以 0 元計算，不過股票淨值嗣經計算為每股 1.99 元，則關於公司債之淨值，原告亦同意按此數值計算，各投資人購入之價格扣除淨值後，再扣除與會計師達成和解而受償 810 萬元（股票及公司債之各授權人依比例扣除）結果。

（二）　被告主張：抗辯因果關係成立與毛損益法。

大多數被告係爭執因果關係是否成立，僅證券商抗辯，影響有價證券集中交易市場及櫃檯買賣交易價格漲跌因素甚多，原告主張系爭股票及轉換公司債之買進與出售之價差，全數為其所受之損失，並不足採。

三、　法院判決理由

高等法院更審[33]：公司債之真實價格應以股票價值推斷，非以 0 元計算。

本件計算方式，應為各投資人購入價格減去該公司債真實價格之差額，以計算賠償金額，始為合理。久津二公司債於投資人買受後，久津公司因違約交割、股價大跌，於 2003 年 5 月 12 日終止上市，同年 6 月 18 日下

[32] 臺灣高等法院 104 年金上更（一）字第 7 號民事判決。
[33] 同前註。

市，致使該公司債無法在交易市場流通交易，事後久津公司復向法院聲請重整獲准，更讓該等公司債完全喪失在交易市場交易之價值，則該等公司債於 2005 年起訴時之價值，應可認為無價值即以 0 元計算。惟久津公司事後經重整完成，依該公司 2009 年至 2011 年度之財務報告，其股票每股淨值分別為 31.27 元（2008 年度）、10.9 元（2009 年度）、4.48 元（2010 年度）、1.99 元（2011 年度）等情，有久津公司之 2009 年至 2010 年全年財務報告可按，足見久津公司之股價在 2011 年度每股尚有淨值 1.99 元，上訴人據而主張於計算系爭久津二公司債之債權人所受損害額時，每股公司債可扣除 1.99 元。

1. 與有過失之計算：

惟久津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，何況久津公司之股價自 2003 年 3 月 6 日發生違約交割事件之收盤價為 26.8 元，並開始遽跌，至 2003 年 5 月 9 日僅剩 1.4 元，期間內股票成交筆數自 2003 年 3 月 7 日起至 5 月 9 日僅些微少數，並於同年 5 月 12 日終止上市，同年 6 月 18 日下市，顯見久津公司股票在郭保富操縱股價、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公司債，以減少損失，難認其負有過失責任。被上訴人此部分抗辯，自不足採。

第七款 邰港案[34]

一、 案件事實

被告邰港科技股份有限公司（下稱邰港公司）董事長方祖熙、總經理方祖豪偽造技術授權契約、不動產買賣契約、不法虛增 2007 年營業收入、

[34] 臺灣臺北地方法院 99 年度金字第 37 號民事判決。

公司資產價值影響財報及公開說明書中被上訴人公司營業收入之正確性，推定投資人與財報間有交易因果關係，被上訴人公司財務真實情狀披露後，價格巨幅滑落，旋停止在證券商營業處所買賣，投資人因受財報及本件公開說明書中重要不實資訊影響買進各該附表所示被上訴人公司股票，與渠等所受損害間，有損失因果關係，被告應負損害償責任。

二、　損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下[35]：

（一）　原告主張：應採毛損益法計算。

至被上訴人公司之股票於 2008 年 11 月 7 日發生存款不足退票、財務真實狀況揭露後，價值旋即大幅下跌逾 7 成，同年月 18 日並停止買賣，投資人已無賣出持股機會，且被上訴人公司累積虧損超過實收股本，現仍處在嚴重虧損狀態中，營運前景亦不佳，股票淨值每股僅約 0.51 元，停止交易前五日每股交易價格跌至 0.29 元，自應以 0 元計算被上訴人公司股票真實價格。

（二）　被告主張：應採淨損差額法計算。

本件主要以未有交易因果與損失因果關係作為抗辯，亦主張股票非無價值之抗辯被上訴人公司迄今仍持續營業，年營收逾 1 億元，虧損逐年減少，2013 年度已有盈餘，不動產價值亦逐年上漲，股票非無價值等語，資為抗辯。

三、　法院判決理由

（一）　高等法院[36]：未明示，應為毛損益法，扣除賣出金額，股票價額以 0 元計算。

1.　損害賠償之計算方式：

邰港公司之股票既無任何價值，則附表之投資人因受財報及本件公開說明書中重要不實資訊影響買進各該附表所示被上訴人公司（邰港公司）

[35] 參閱臺灣高等法院 103 年金上字第 4 號民事判決。
[36] 同前註。

股票，所受損害之數額，應以渠等買受各該附表所示被上訴人公司股票所支出之價款，扣除 2008 年 11 月 6 日被上訴人公司財務真實情狀披露後售出各該附表所示股票所得價金計算（如未出售者則無庸扣除）。

2. 價格之計算：

邰港公司之股票於財務真實情狀披露後，在公開市場之最低成交價即為每股 0.1 元（2008 年 11 月 11 日），2010 年 1 月 25 日、4 月 16 日被上訴人公司股票 10 萬股、56 萬股之出賣價格仍為每股 0.1 元，成交價格僅為股票面額百分之一，其後 5 年餘更未見任何買賣，亦即每股 0.1 元亦無人願意投資、買受，上訴人主張被上訴人公司之股票已無任何價值、價值為零，不因被上訴人公司堅持持續經營而有不同，非無可採。

（二） 最高法院[37]：廢棄原判決，發回臺灣高等法院更審中[38]。

被告主張原購土地價格固有高估，然現已增值，公司迄今尚正常營運，系爭股票仍得藉由股份轉讓方式出脫，股東亦得分配紅利，股東權益並非為零等語，並提出 2010 至 2012 年度營業稅申報資料、2008 至 2013 年度財報資料、營運資料等為證。參諸原審亦認定系爭股票於 2010 年 4 月 16 日出售價格為每股 0.1 元等情，上開抗辯，是否毫無足取，非無研求之餘地。原審未就此查明，逕認系爭股票價值為 0 元，進而以之作為計算邰港公司等 11 人應付賠償額之依據，自欠允洽。

第八款 新泰伸案[39]

一、 案件事實

被告新泰伸科技股份有限公司（下稱新泰伸公司）於 2007 年 8 月 1 日發布存款不足遭退票之重大消息，致股價下跌，嗣於 2007 年 8 月 6 日

[37] 最高法院 106 年台上字第 322 號民事判決。
[38] 臺灣高等法院 108 年度 金上更一 字第 4 號民事判決。
[39] 臺灣士林地方法院 100 年金字第 5 號民事判決。

停止櫃檯買賣，2008 年 4 月 10 日終止櫃檯買賣，林正清（新泰伸公司實際負責人）等人為不法行為使新泰伸公司對外發布之系爭財報有虛偽、隱匿關係人交易之不實情形，致投資人誤信新泰伸公司經營狀況良好，進而以不真實之價格買進新泰伸公司股票或選擇繼續持有該公司股票，因而蒙受日後股價下跌之損失。

二、 損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下[40]：

（一） 原告主張：應採毛損益法計算

本件損害賠償額之計算，以授權人購入有價證券之價額減去出售之價額，現仍持有者，則減去該有價證券之現值，因被告新泰伸公司之持股現值為零，故以 0 元計算。

（二） 被告主張：應採淨損差額法計算

應採淨損差額法計算，並以不實消息更正日起算 90 日平均價格差額為原則之損害賠償計算規定，認為毛損益法會將相關稅費成本及非可歸責於財報不實因素之跌價損失均計入損害賠償範圍。縱以毛損益法計算，持股價值不應以零計算，可參考採用之價值二：第一，2007 年 7 月 31 日之收盤價格，即 4.5 元；第二，新泰伸公司經重編後之 2007 年第二季財報（即 2007 年 6 月 30 日）之公司淨值，即 2.062 元。

三、 法院判決理由

（一）地方法院[41]：採毛損益法，每股價值以 0 元計算。

1. 損害賠償之計算方式：

對於財報不實事件之損害賠償計算，原應採取淨損益法，使損害之計算僅侷限於與被告不實財報有因果關係之損害，如由市場因素或其他系統性風險等非不實財報所造成之證券價值損失，被告應可無庸負責。惟採取淨損益法之前提，必須財報不實之訊息，已經於市場充分揭露（即更正財報，揭露原先未揭露之財報內容），使得市場得以反映財報不實對於證券交

[40] 臺灣高等法院 105 年金上字第 6 號民事判決。
[41] 同前註 39。

易價值之落差，倘財報不實之訊息始終未曾揭露，市場無從反映財報不實對於證券交易價值之落差，此時究竟如何認定或推估純粹由財報不實所造成證券交易價格之扭曲膨脹或壓抑，即存有現實上之困難。

新泰伸公司公告 2005 年度至 2007 年度第一季之各季財務報告中，關於關係人交易部分（即新泰伸、翊琳、進巨、中碁公司均由林正清所控制，其彼此間之交易為關係人交易），有隱匿之情事，已經本院明確認定如前，惟新泰伸公司在此之前，從未就此有充分揭露之情事（即揭露新泰伸、翊琳、進巨、中碁公司均由林正清所控制，其彼此間之交易為關係人交易；被告直至本院於 2015 年 5 月 8 日進行第一階段中間判決前，仍否認有何財報不實之情事，自無揭露更正可言）。因此，此項隱匿未揭露所造成交易價格之扭曲膨脹，市場根本無從加以反映，故而在本件欲採淨損差額計算損害賠償，並不具可行性。

本判決理由對於系爭財報不實重大性之認定，新泰伸公司 2005、2006 年度之營業收入淨額，有 3 成左右是來自於完全可以經由安排之交易，而非實際市場需求，此項事實未於財報中揭露，將嚴重影響憑藉系爭財報對於公司未來營收狀況評估之正確性，進而具有影響理性之人投資購買新泰伸公司股票信心之實質可能性。此外，此等經由安排而發生之交易，其應收款項可收回性之評估，亦不能與實際市場交易之應收款項等同視之，對理性投資人而言，將發生須額外評估此等應收款項完全無法收回之風險。而此風險實現時， 對於新泰伸公司 2006、2006 年公司淨利之最大影響，分別為 46.65%、1,406.30%。由上揭財報不實重大性之嚴重程度觀之，系爭財報不實不僅造成證券交易價格之扭曲膨脹而已，實足以影響理性投資人之投資意願。在此情形下，採取毛損益法計算損害賠償，即具有其合理基礎。換言之，倘新泰伸公司如實於財報中揭露上開關係人交易情事，理性投資人將無投資購買新泰伸公司股票之意願，也不會因此承受市場因素或系統性風險因素所帶來之證券價值損失。是在計算損害賠償時，自可將

此市場因素 或系統性風險因素帶來之證券價值損失，劃歸由對財報不實應負損害賠償責任之人承受。

惟如在求償交易期間前，原告授權人已有買入交易(即期初老股)，則在求 償交易期間有賣出交易時，依照先進先出法(本件兩造對於求償交易期間有賣出交易時，應採取先進先出法沖銷配對，並無爭執)，自應可以期初老股加以配對沖銷。

2. 價格之計算：

(1) 新泰伸公司於 2007 年 12 月 31 日之每股淨值為 1.196 元（見新泰伸公司 2007 年度經會計師查核之財務報告，本院卷 7 第 76 頁，計算式：636,054,000÷ 532,000,000=1.196）。

(2) 新泰伸公司於 2011 年 12 月 31 日之每股淨值為-6.054 元（見新泰伸公司 2012 年度經會計師查核之財務報告，本院卷 6 第 68 頁，-3,220,604,000÷532,000,000= -6.054）。

根據上開推估結果，新泰伸公司於起訴時之淨值已為負值，但新泰伸公司為股份有限公司，股票投資人購買股票之最大損失為全部投入之價金，倘公司於淨值以外，再有虧損，股東並不負其責。是新泰伸公司於起訴時之淨值，應以 0 計算，是其每股持股價值，依前所述，應折半計算，亦為 0 元。

（二）高等法院[42]：毛損益法，每股價值以 0 元計算。

1. 損害賠償之計算方式：

新泰伸公司隱匿關係人交易及虛偽交易編製不實財務報告至其公開揭露真實財務及業務狀況及停止交易、下櫃之前，股票交易市場無從加以反映其公司股價，即無從以淨損差額法計算股票投資人所受損害，故投保中心主張授權人之損失，以毛損益法計算，應可採取。

2. 價格之計算：

[42] 同前註 40。

本件新泰伸公司股價於 2007 年 7 月 31 日之收盤價為 4.5 元，經該公司於 2008 年 3 月 7 日公告重編後之「2007 年第二季財報」，公司淨值計算股價為 2.062 元，然新泰伸公司於 2007 年 8 月 1 日在股市開盤前公告退票，該日股價即下跌，同年 8 月 6 日停止交易，至櫃買中心公告新泰伸公司已發行之有價證券自 2008 年 4 月 10 日起終止櫃檯買賣，均無法買賣成交，而依會計師 2007 年度查核報告新泰伸公司在 2007 年 12 月 31 日每股淨值為 1.96 元，至 2011 年 12 月 31 日每股淨值為負 6.054 元，為兩造所不爭執，是該公司股價於停止交易後，至 2011 年 12 月 31 日為負值 6,054 元，以此推估新泰伸公司於本件 2011 年 4 月 19 日起訴時之淨值應為負值，然新泰伸公司為股份有限公司，股票投資人購買股票之最大損失為全部投入之價金，倘公司於淨值以外再有虧損，股東並不負責，是新泰伸公司之股價於起訴時之淨值應以 0 元計算。

3. 各投資人之計算：

(1) 「持有人」：

存款不足退票消息公告後（即 2007 年 8 月 1 日）後已賣出者：「於 2006 年 1 月 13 日（含）至 2006 年 4 月 27 日（即新泰伸公司公告系爭不實財報之前一日）（含）期間買進新泰伸公司股票之金額」減去「2007 年 8 月 1 日（含）以後賣出該公司股票之金額」，即為損害賠償金額。授權人買賣新泰伸公司股票如有多筆交易時，則以先進先出法(先購入者先出售) 認定損害賠償金額。 2007 年 8 月 1 日存款不足退票消息公告後仍持有者：「於 2006 年 1 月 13 日（含）至 2006 年 4 月 27 日（含）期間買進新泰伸公司股票之金額」減去「2007 年 8 月 1 日之後仍持有該公司股票之持股價值」，即為損害賠償金額。至所謂「持股價值」，因新泰伸公司已於 2008 年 4 月 10 日終止櫃檯買賣，無法於集中交易市場交易，該持股價值以零計算。

(2) 「善意買受人」：

存款不足退票消息公告後（即 2007 年 8 月 1 日）後已賣出者：「於 2006 年 4 月 28 日（含）至 2007 年 7 月 31 日（含）期間買進新泰伸公司股票之金額」減去「2007 年 8 月 1 日（含）以後賣出該公司股票之金額」，即為損害賠償金額 。投資人買賣新泰伸公司股票如有多筆交易時，則以先進先出法(先購入者先出售)認定損害賠償金額。於存款不足退票消息公告後（即 2007 年 8 月 1 日）後仍持有者：「於 2006 年 4 月 28 日（含）至 2007 年 7 月 31 日（含）期間買進新泰伸公司股票之金額」減去「2007 年 8 月 1 日之後仍持有該公司股票之持股價值」，即為損害賠償金額。至所謂「持股價值」，因新泰伸公司已於 2008 年 4 月 10 日終止櫃檯買賣，無法於集中交易市場交 易，該股票對授權人而言已無任何價值，故持股價值以零計算。授權人買賣新泰伸公司股票如有多筆交易時，則以先進先出法（先購入者先出售）認定損害賠償金額。

(3) 為確認系爭財報期間內買進或繼續持有之適格股票，須扣除不實財報期間內買進又賣出之股數。惟於系爭財報期間內賣出之股票可能為求償區間前已買入之老股。故本件損害計算，需先確認求償區間前一日各授權人系爭股票之「期初餘額」，再以「先進先出法」配對，剔除求償區間內買進又賣出之股票後，始為適格之求償股數：即①善意持有人：計算「期初餘額」之日期為 2006 年 1 月 12 日（即為證交法增訂第 20 條之 1 施行日之前一日）。②善意買受人：計算「期初餘額」之日期為 2006 年 4 月 27 日（即新泰伸公司 2005 年第 4 季不實財務報告公告日前一日）。③將求償區間內賣出之股數以先進先出法與老股配對剃除後，求償區間內買進之股數再與該區間內剩餘賣出之股數以先進先出法配對剔除。

4. 損益相抵之計算：

損益相抵係指損害賠償之債權人基於與受損害之同一原因事實並受有利益，其請求之賠償金額，應扣除所受之利益而言，此觀民法第 216 條

之 1 規定自明。債權人倘非基於與受損害同一原因事實並受有利益，自無上開規定之適用（最高法院 92 年度臺上字第 803 號判決要旨參照）。投保中心之授權人於不實財報期間縱有買賣新泰伸公司股票而獲利，係出於其就股票交易市場及投資理財規劃等之判斷，且其等獲利原因係基於買賣及處分股票所得對價利益而產生，並非直接基於本件不實財報之同一原因事實所引起。又授權人於除權基準日前買進新泰伸公司股票而取得無償配發股息，係本於新泰伸公司股東身分獲配股息，與因新泰伸公司不實財報所受損害，亦非同一原因事實，故本件無損益相抵之適用。

（三）最高法院：案件上訴到最高法院審理中。

第九款 博達案[43]

一、 案件事實

被告博達公司自 1999 年 12 月 18 日起在證交所上市買賣，於 1999 年起至 2004 年 6 月止，透過科拓公司、Emperor 公司等人頭公司進行虛偽循環交易，以虛增營業收入淨額及淨利，並於該公司 1999 年度至 2004 年度第 1 季財務報告記載虛偽進銷貨，未據實揭露銀行往來等相關金融商品操作內容不實，致博達公司 1999 年度至 2004 年度第 1 季財務報告，及 1999 年度上市公開說明書、2000 年度現金增資公開說明書、2001 年度現金增資暨發行可轉換公司債公開說明書、2003 年海外可轉換公司債公開說明書隱匿不實，致投資人在交易市場買入有價證券而受有損害，應負賠償之責。

二、 損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下[44]：

（一） 原告主張：應採毛損益法計算

本件損害賠償額之計算，係以投資人購買被告博達公司股票或公司債遭受之價差損害為基礎，亦即以投資人購入有價證券之價額減去出售之價

[43] 臺灣士林地方法院 93 年度金字第 3 號民事判決。
[44] 同前註。

額，現仍持有者，則減去該有價證券之現值，因被告博達公司股票業已下市而全無交易價值，另公司債無力償還，故以 0 元計算現值。

（二） 被告主張：應採淨損差額法計算

博達公司自 1999 年上市以來，每年平均股價分別 108.25 元、183.11 元、71.82 元、39.71 元、15.52 元、13.45 元，連年下降，可知股價下跌並非與被告博達公司提供不實財務報告相關，而係股票市場之交易風險所致，原告不得將投資人投資股票市場之交易風險轉嫁予被告等承擔。又原告計算各授權投資人投資損失方式並不正確，應以原告交易時市價減去該股票真實價值所得差額即淨損益法計算損害賠償，且被告博達公司股票於聲請重整時仍有一定價值，應以消息揭露後市場對於不實消息反應之股價為計算基礎，非以現在被告博達公司股價為計算標準。且計算損害時應先扣除各授權投資人於同時間買進賣出獲利及配股配息獲利部分。

三、 法院判決理由

（一） 高等法院[45]：毛損益法

國內證券交易市場每日交易價格設有漲跌比例限制，因跌停價受有限制，即便真實資訊揭露後，當日該股票之交易市價亦無法正確反應股票公平價格，甚至短時間內均無法充分反應完畢，且欲出售股票之投資人，恐因該股票連日跌停無交易量而苦無出售股票之機會，則倘逕以真實資訊揭露時之市價與交易價格間之差額為計算基礎，對投資人保障尚有不周。至於淨損差額法雖係以市場模型及預期報酬率或實際報酬率推估股票真實價值，建立在假設之基礎上，然真實資訊揭露後，市場及投資人主觀對於此事件之可能反應，尚有各種變因，並非機械性之公式所能計算，尤其在真實資訊揭露後，該公司股價或因而連日無量跌停，甚至股票遭停止交易或終止上市，如仍認為投資人僅得請求美化資訊造成之交易價格與真實價

[45] 參閱臺灣高等法院 106 年度金上更（一）字第 4 號民事判決。

值間之差價，無視於真實資訊揭露後對股價之衝擊，實乃低估投資人之損害，過度限縮不法行為人賠償範圍。準此，本院基於證券詐欺投資人之非難性高，尚無限縮不法行為人賠償範圍之必要，與其耗費勞力、時間、費用以財務理論去計算全然假設性且恐有爭議之真實價格，不如回歸傳統侵權行為乃填補損害之理論，並斟酌博達公司之不實資訊於 2004 年 6 月 15 日揭露後，連續跌停 5 日，成交量劇烈萎縮，旋於 2004 年 6 月 24 日停止交易，並於 2004 年 9 月 8 日終止上市。其在證券交易市場最後交易價格並無法充分反應該公司股票真實價值，投資人亦無充足機會售出股票縮小虧損等一切情狀，認應以投資人不當交易之價格即買入價格與起訴時之市價或真實資訊揭露後出售價格之差價作為投資人得請求損害賠償之計算基礎，較符合本案實際情況及公平原則。

1. 買入成本之計算方式：

投資人買受有價證券之買入成本，均係依照先進先出原則，剔除已售出先買進之部分，認定庫存有價證券買入成本。

2. 公平價格之認定：

(1) 投資人於 2004 年 6 月 15 日以後已售出有價證券者：投資人之損害賠償額，應以買入價格與起訴時之市價或真實資訊揭露後出售價格之差價作為計算基礎。

(2) 投資人未出售之有價證券部分：該公司負債超過實際資產現值約 84 億元。本院斟酌博達公司上開帳面資產負債不實，實際負債應大於資產，股東權益暨每股淨值為負數，參以博達公司已無營運，可預見之未來無恢復營運之可能，且股票已終止上市，投資人無法依循正常管道於證券交易市場售出股票，認博達公司有價證券已喪失其表彰之價值，公司債亦無受償之可能，而應以 0 元作為起訴時之市價。

3. 損益相抵之計算：

按損益相抵，係指損害賠償之債權人基於與受損害之同一原因事實並受有利益，其請求之賠償金額，應扣除所受之利益而言，此觀民法第 216 條之 1 規定自明。債權人倘非基於與受損害同一原因事實並受有利益，自無上開規定之適用(最高法院92年度台上字第803號民事判決要旨參照)，蓋損益相抵原則旨在避免債權人受不當之利益。查，本件授與上訴人訴訟實施權之投資人受有之損害，乃基於博達公司進行虛偽循環交易與虛偽財務規劃，未據實揭露於財務報告上，以致投資人誤信不實資訊而為投資決定，則無論投資人為買入或賣出之投資決定，均屬受詐欺之交易行為，倘投資人購入虛漲之有價證券後又以虛漲價格賣出，其買入與賣出二行為本身與詐欺行為間均有交易因果關係，僅係上開二行為均無經濟上損失，而不納入損害求償範圍而已，尚不能認為受有利益，自無從與其他受有經濟上損失之交易行為進行損益相抵。另博達公司自 1999 年 12 月 18 日上市後，於 2000 年度每仟股無償配發 220 股、2001 年度每仟股無償配發 400 股、2002 年度每仟股無償配發 250 股、2003 年度每仟股無償配發 20 股。是博達公司未曾配發現金股利，無扣除配息之餘地。至於配發股票股利部分，並未納入附表 1 至 10 所示之庫存張數求償，且博達公司股票起訴時市值為 0，業經認定如前，尚無扣除配股利益之理。是本件尚無可得損益相抵之情形。

（二） 最高法院[46]：部分廢棄發回，未論及損害賠償之計算方法。

第十款 和旺案

一、 案件事實[47]

被告和旺公司為公開發行公司，劉永祥原為和旺公司之董事長。劉永祥、梁嘉豪、張梅英等 12 人共同於 2013 年 3 月 25 日起至 2015 年 4 月 21 日止，為操縱和旺公司股價獲利，分別於 2013 年 3 月 25 日至同年 8 月 30

[46] 最高法院 109 年台上字第 2202 號民事判決。
[47] 參閱臺灣臺北地方法院 108 年度 金更一 字第 1 號判決。

日（下稱第一段期間）、2013 年 9 月 9 日至同年 10 月 31 日（下稱第二段期間）、2014 年 11 月 7 日至 2015 年 4 月 21 日（下稱第三段期間），先囤積並整理市場籌碼，製造交易活絡假象，復運用相對成交、開盤尾盤作價等方式拉抬股價，使和旺公司之股價偏離真實價格及市場走勢，自每股約 20 元虛漲至 70 元，致本件授權投資人以超過股票真實價格之金額買入股票，受有溢價購股之損害，上開被告應依證交法第 155 條第 3 項、民法第 185 條規定，負連帶賠償責任。

被告先以前揭操縱股價手段墊高和旺公司股價，嗣以財報不實之行為不當撙壓股價，共同致和旺公司股價失真，且致本件授權投資人以超過股票真實價格之金額買入股票，受有溢價購股之損害，上開被告應依民法第 185 條就本件授權投資人之損害負連帶賠償責任，或依證交法第 20 條之 1 第 5 項依比例責任負賠償責任。

二、　損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下：

（一）　原告主張：類推適用證交法第 157 條之 1 規定，以操縱市場前 10 日收盤均價 20.335 為真實價格。

被告操縱股價之期間為 2013 年 3 月 1 日起至 2015 年 4 月 22 日止，財報不實期間則為 2014 年 8 月 13 日財報公布次日至 2015 年 4 月 30 日不實財報遭揭露之日止，和旺公司股票真實價格應仿證交法第 157 條之 1 規定，以 2013 年 3 月 1 日前 10 日收盤均價 20.335 元為真實價格。惟因上開財報不實，致和旺公司股價於 2015 年 5 月 13 日跌至 13.45 元後即於次日下櫃，上開真實價格與下櫃前之股價差額 6.885 元，即屬投資人因財報不實所生之損失。

（二）　被告主張：須排除其無關操縱股價之其他因素之股價漲跌。

本件原告主張和旺公司股票之真實價格為每股 20.515 元，除欠缺理論基礎及適法性之依據外，亦偏離同期間營建類股本益比，有高估和旺

公司股票合理價格之情，其以每股 20.515 計算損害賠償金額，顯有不當；況本件授權投資人倘於原告主張操縱股價及財報不實期間，有買入復賣出和旺公司股票而獲利之情，應依民法第 216 之 1 第 1 項損益相抵之規定，自其請求之金額中扣除等語為辯。

三、 法院判決理由

（一） 地方法院：操縱行為開始前或財報公布前 10 個交易日收盤平均價為計算基礎，且因按各階段期間分別擬制真實價格 ，再以各該授權投資人買進股票之價格與上開真實價格之差額，計算各該授權投資人所受溢價購股之損害[48]。

證交法就違反上開規定應負損害賠償之計算方式，雖無明文規定，惟目前實務見解則多以操縱期間外一定期間之平均價格，擬制作為市場未受操縱行為干擾時該股票應有之真實價格，再以真實價格與買賣價格間之差額，計算善意投資人所受損害。

真實價格之認定，實務上有採類推適用內線交易的賠償計算方法，以操縱行為開始或財報公布前 10 個交易日收盤平均價，或以消息公開後 10 個交易日收盤平均價為計算基礎，亦有採美國法所定的方法計算，以操縱行為結束或資訊起 90 個交易日收盤平均價為計算基礎。本院審酌 90 日之期間甚長，可能介入影響股票價格之因素過多，於我國法亦未明文採用消息公開後 90 日均價作為計算基準之情況下，尚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。又依證交法第 157 條之 1 第 3 項規定，顯示我國立法者認為在內線交易之情形，於我國證交所之交易現實下，於消息揭露後 10 個交易日內，該事件之影響即可趨於平靜，該 10 個交易日之平均收盤價可認業已充分反映該事件影響後之真實股價，然採消息公開後 10 個營業日平均價格為計算基礎之方式，因操縱行為結束後

[48] 未明示，但應為淨損差額法。

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

經查，附表一編號 1 至 3 所示被告分別於各該期間操縱和旺公司之股價，致附件一至三所示授權投資人受有損害；和旺公司 2014 年度第 4 季財報因隱匿為他人背書保證事項而有財報不實之情，致附件四、五所示授權投資人受有損害等節，業經本院認定如前。揆諸前揭說明，應依各該階段操縱股價或財報不實之影響期間，分別擬制該期間內之真實價格，始符前揭說明之意旨。例如，第一段操縱股價期間為 2013 年 3 月 25 日至 2013 年 8 月 30 日，該段操縱行為開始前 10 個交易日為 2013 年 3 月 11 日至 2013 年 3 月 22 日，上開期間平均收盤價即真實價格為每股 20.515。承前所述，本院應以各該授權投資人買進股票之價格與上開真實價格之差額，計算各該授權投資人所受溢價購股之損害。

（二） 高等法院：目前上訴審理中。

第十一款　正義案[49]

一、　案件事實[50]

被告查正義公司獲准於 1995 年 5 月 22 日將股票上櫃買賣，正義公司自 1992 年起歷年來財務報告及上櫃公開說明書內援引之財務報告有關財務及業務主要內容有虛偽不實情事，投資人不知而善意買進股票，上開虛偽記載遭揭露後正義公司股價大幅下跌，投資人已舉證證明其因上開財務

[49] 臺灣臺北地方法院 87 年重訴字第 1347 號民事判決。
[50] 臺灣高等法院 96 年金上字第 1 號民事判決。

報告及公開說明書之虛偽記載而受有買受之正義公司股票價格下跌之損失。

二、　損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下：

（一）　原告主張：應採毛損法，現值以 0 元計算。

損害賠償之計算應採毛損益法，即以於正義公司 1995 年 5 月 22 日掛牌上櫃至跳票消息爆發之 1996 年 11 月 8 日間，買進正義公司股票之金額（平均買價）減去於 1996 年 11 月 9 日正義公司跳票消息爆發後賣出股票金額；如持股未賣出，係因起訴時淨值為負數，持股價值為零計算。又如以多筆方式買賣股票者，則以先進先出法計算損害賠償金額。

又第一上訴人在正義公司財務狀況遭揭露後，並無賣出持股之義務，自無與有過失之問題。縱令第一上訴人中或有將正義公司股票持股出售而獲益，並非基於不實財報及公開說明書之因素，對造不得依民法第 216 條之 1 規定主張損益相抵。

（二）　被告主張：應以淨值 10.73 計算。

原告主張之損害乃投資股票之跌價損失，純屬經濟利益之損失，並非權利之損害，應審酌事實審言詞辯論終結前被害人實際所受之損害予以填補，依正義公司 2008 年度股東權益變動表顯示至 2008 年 12 月 31 日止，正義公司共計 2,400 萬股，股權淨值餘額 257,439,963 元，每股股權淨值 10.73 元，不應以 0 元計算，如投資人得請求全額賠償，又能繼續享受股權升值之利益，顯然重複獲利，顯失公平。

又有主張正義公司其後經法院准許重整而得再生，其股票並非無價值，第一上訴人按「買入價格成本扣減售出價款方式計算損害額」，有所錯誤，正義公司之股票尚有淨值應予扣除云云抗辯。

三、　法院判決理由

（一） 高等法院[51]：採毛損益法，應扣除事實審言詞辯論終結前每股淨值10.73 元計算。

1. 損害賠償之計算方式：

本院斟酌股票交易在每 1 分甚或每 1 秒之交易價額均有差異，此項損害之計算，如仍責由原告舉證證明其確實數額顯有重大困難。且正義公司自 1992 年間起財務報告內容就存貨及可轉讓定存單之記載均虛偽，每月有虧損 2,000 萬至 2,500 萬元不等（每年虧損約 3 億元），於 1996 年 11 月 5 日開始跳票，其後有鉅額退票而於 1997 年 2 月 1 日遭停止買賣，均肇因於該公司歷年來財務及業務狀況不良，1992 年起歷年來財務報表之財務及業務主要內容均虛偽不實相關，依般客觀情形判斷，正常理性之投資人若知悉正義公司真實之財務及業務狀況且已發生虧損情形者，應無任何意願作成買受正義公司股票之舉措，因認：應採毛損益法計算損害，始符公允。

2. 價格之計算：

本院自應斟酌至事實審言詞辯論終結前調查所得之事證，因透過重整，正義公司股票業已具有每股 10.73 元之淨值，自應計算並予扣除，始符公允，否則第一、二上訴人一方面得主張執有正義公司股票之權益，另一方面於本訴中請求應負賠償責任者負全部買進股票之損失，將有得利之嫌，故應有損益相抵原則之適用。該金額係依該公司 2008 年度業經會計師查核簽證之財務報告記載：「股東權益為 257,439, 963 元」、「全部股本 240,000,000 元（每股 10 元），即 24,000,000 股」，可知正義公司股票每股淨值為 10.73 元。（257,439,9 63÷24,000,000=10.726 ，小數點第 2 位以下四捨五入成為 10.73 ）

[51] 同前註。

（二） 最高法院[52]：發回更審，但贊同高等法院所採之毛損益法之見解。

正義公司自 1992 年間起財務報告內容就存貨及可轉讓定存單之記載均虛偽依一般客觀情形判斷，正常理性之投資人若知悉其事者，應無任何意願買受正義公司股票，故應採取毛損益法計算第一、二上訴人損害，始符公允。

（三） 高等法院更審[53]：採毛損益法，每股淨值 10.73 元計算。

與原高院相同理由採毛損益法，且前審判決認定正義公司股票具有每股 10.73 元之淨值，自應計算並予扣除，應有損益相抵原則之適用乙節，而為被上訴人不利之判決，亦未據被上訴人聲明不服，已經確定。

第十二款　名鐘案

一、 案件事實[54]

原告主張被告等人（董事長陳昌福等 7 人）虛增營收、美化名鐘公司財務報表使名鐘公司提前認列銷貨收入，造成該公司對外公告之營收資訊分別為虛增 2008 年 3 月、4 月份營業收入，亦造成名鐘公司對外公告 2008 年第 1 季財報中，關於：㈠資產負債表「資產」項下之「應收帳款」。㈡損益表之「營業收入」、「營業成本」、「營業毛利」、「營業淨損」、「每股淨損」不實，並經刑事庭判決有罪在案。而其對外公告之不實營收資訊及季報，已嚴重誤導投資大眾對該公司財務、業務狀況之判斷，使授權人善意買入該公司股票或公司債，直至 2008 年 7 月 21 日爆發該營收虛增消息後，授權人方賣出或持有至今而受有損害。

二、 損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下[55]：

（一） 原告主張：採毛損益法

[52] 參閱最高法院 101 年台上字第 1695 號民事判決。
[53] 參閱臺灣高等法院 101 年金上更（一）字第 1 號民事判決。
[54] 參閱臺灣新北地方法院 98 年金字第 1 號民事判決。
[55] 同前註。

以購買股票或可轉債所遭受之價差，分別計算為：

1. 以各該授權人購入時之價額，減去 97 年 7 月 21 日名鐘公司財報遭灌水消息揭露後，賣出價額所得之差額計算之。
2. 另部分迄今尚未賣出而仍持有者，因名鐘公司股票及可轉債目前尚在市場上交易，爰以 98 年 5 月份之成交均價作為授權人迄今仍持有之損失計算標準，故有關股票部分將以每股 3.136 元、名鐘公司債部分則以 89 元計算現仍持有名鐘公司有價證券之價額。

（二） 被告主張：採淨損差額法

按損害賠償之目的在於填補所生之損害，其應回復者，並非「原來狀態」，而係「應有狀態」，自應將非可歸責於債務人之變動狀況考慮在內，而影響股票市場之價格因素甚多，股票大盤漲跌乃市場趨向，難謂必與不實訊息之公告有關，而買賣股票，本來即有盈有虧，端視自己之靈活運用，應為任何投資股票之人已有之認識，故此市場股票大盤之漲跌自應由股票買受人自行承擔， 始為合理。

三、 法院判決理由

（一） 地方法院：[56] 採淨損差額法

本件授權人自名鐘公司 2008 年 4 月 10 日公告不實資訊之翌日即同月 11 日起，至同年 7 月 21 日系爭不實財務報告消息爆發前之期間內，於公開市場上買受名鐘公司之股票、公司債，因其股價受系爭不實營收資訊及財務報告影響而呈現虛漲之狀態，投資人於前開期間買進股票之當時，即受有「市價」與「真實價格」（true value）間價差之損害。故本件應負賠償責任之被告所賠償範圍，既係以回復投資人至未有侵害事實之應有狀態，則本件損害賠償計算方式，應採「淨損差額法」即以投資人購買價格減去該股票真實價格之差額，以計算賠償金額始為合理。

又，所謂「真實價格」（true value），係指若無詐欺因素的影響，股票

[56] 同前註。

所應有的價值；亦即將詐欺因素的影響從股價抽離，還原其本來的價值。參以西元 1995 年美國國會通過私人證券訴訟改革法（Private SecuritiesLitigation Reform Act of 1995）對於財務報告不實所生股票交易差額之損害賠償案件，設定賠償金額的上限，即原告求償金額係以其「購買有價證券的價格（或賣出價格）」，與「更正不實消息之日起 90 天，該證券平均收盤價格」之間的差額為上限；故本院參酌前開美國法例，以不實消息公開日起 90 日平均價格作為計算投資人損害基準之規定，擬制為「真實價格」，則本件自以不實資訊及財務報告消息揭露（即 2008 年 7 月 21 日）後 90 個營業日（即至 2008 年 11 月 26 日止）收盤平均價格計算，其真實價格為 3.696 元，擬制作為本件真實價格，並據以計算本件損害賠償金額，應較為合理且適當；原告主張僅依名鐘公司 2008 年 5 月間成交均價 3.136 元計算，並不可採。

證券交易法第 20 條及第 20 條之 1 證券詐欺與資訊不實之情形，法律賦予善意取得人有價證券者損害賠償請求權之規範目的，即在於保障公司之不實資訊揭露後因股價急遽下跌，因恐慌性賣壓，急欲出脫其持股以減少損失之投資人，因為股價爾後是否會回升本不得而知，甚且公司將來亦可能結束營業或破產，導致其股票無價值，故投資人欲立即出脫持股係屬常情。惟事實上通常此類公司遭掏空、虧損、財報不實等消息揭露後，公司之股價急遽下跌，甚或無量下跌（嚴重者遭證交所、櫃買中心處以停止交易或下櫃、下市），市場上鮮有投資人願意買受其股票，其股票於公開交易市場賣壓沉重且成交量大幅萎縮，因此大部分投資人無法於不實資訊揭露後即時出脫其持股。再者，如課予投資人適時出售其持股之義務，亦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，蓋事實上本無任何條文規定受害之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。因為投資人實無從判斷何時出售，蓋未來股價可能漲也可能跌，亦即投資

人若及時出售持股，雖可能減少損失（股價續跌），也可能使損失擴大（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。從而，被告辯稱授權人未於合理期間出售股票以減少損失，應負與有過失責任云云，即無可採。

名鐘公司系爭不實資訊及財務報告之公告，致授權人誤信買進股票、公司債因而受有損害，其損害賠償計算方式，採淨損差額法為當，已如前述，則本件授權人自 2008 年 4 月 11 日至同年 7 月 21 日止，於公開市場上買受上開有價證券，因其股價受系爭不實資訊及財務報告之影響而呈現虛漲之狀態，授權人於前開期間買進股票之當時，即受有「市價」與「真實價格」間之價差損害，此與授權人有無繼續持有或事後有無賣出獲利、或大盤平均股價是否有下跌，均無關聯，亦即損害債權確定後，嗣後標的物之價值如有貶損或漲跌，與已發生之損害賠償之債權無關。是以，投資人賣出股票或持續持股，均與損害之計算無涉，被告上開扣減金額等抗辯，並不可採。

按損益相抵，觀民法第 216 條之 1 規定自明。債權人倘非基於與受損害同一原因事實並受有利益，自無上開規定之適用。蓋損益相抵原則旨在避免債權人受不當之利益。本件授權人受有之損害，乃基於名鐘公司虛增營收、美化公司財務報表，未據實揭露於公開資訊及財務報告上，以致投資人誤信不實資訊而為投資決定，則無論投資人為買入或賣出之投資決定，均屬受詐欺之交易行為，倘投資人購入虛漲之有價證券後又以虛漲價格賣出，其買入與賣出二行為本身與本件應負賠償責任之被告詐欺行為間均有交易因果關係，僅係上開二行為均無經濟上損失，而不納入損害求償範圍而已，尚不能認為受有利益，自無從與其他受有經濟上損失之交易行為進行損益相抵。被告此部分抗辯，委不足採。

（二） 高等法院：[57]

[57] 參閱臺灣高等法院 102 年金上字第 2 號民事判決。

原告上訴無理由，未提及損害賠償之計算。

（三） 最高法院：[58]

廢棄發回更審，然未提及損害賠償之計算。

（四） 高院更一審：[59]

認具交易因果關係與損害因果關係，然未提及損害賠償之計算。

（五） 最高法院：

案件目前上訴到最高法院審理中。

第十三款 聯豪案

一、 案件事實[60]

被告等人（聯豪公司董事長、經理人、財務副理、會計人員） 自 2007 年 11 月 9 日起為規避聯豪公司庫存存貨跌價損失之提列，藉虛偽循環交易方式美化聯豪公司 2007 年第 1 至 3 季財務報告。又 2007 年第 2 季，聯豪公司為掩飾大陸地區工廠營收下滑之事實，被告等人乃基於使發行人聯豪公司為虛偽循環交易，而填製不實會計憑證並申報及公告虛偽內容財務報告，致誤導市場投資人之投資判斷。

二、 損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下[61]：

（一） 原告主張：採取毛損益法

由原告所主張之「以各該授權人購入聯豪公司股票之金額減去賣出之金額或持有聯豪公司有價證券之價值」。

（二） 被告主張：採取淨損差額法

認損害填補應以回復應有狀態為主，由於導致證券價值下跌原因甚多，計算損害賠償應以淨損差額法，排除證券詐欺行為以外導致證券價格下跌之因素計算真實價格，再與個人投資個別價格加減。

---

[58] 參閱最高法院 105 年台上字第 2202 號民事判決。
[59] 臺灣高等法院 106 年金上更（一）字第 1 號民事判決。
[60] 參閱臺灣士林地方法院 99 年金字第 10 號民事判決。
[61] 同前註。

三、　法院判決理由

（一）　地方法院[62]：採毛損益法

若參以西元 1995 年美國國會通過私人證券訴訟改革法，原告求償金額係以其「購買證券的價格（或賣出價格）」，與「更正不實消息之日起 90 天，該證券平均收盤價格」之間的差額為上限；然若採前開美國法例，以不實消息更正日起 90 日平均價格作為計算投資人損害基準之規定，擬制為「真實價格」，則本件 2008 年 5 月 1 日消息揭露後，同年 5 月 2 日成交 7,000 股，同年月 5 日成交 4,000 股，股價分別為 19.9 元、18.55 元，然其之後即無成交數量；2008 年 5 月 6 日起至 6 月 3 日止、2008 年 12 月 10 日起至 12 月 28 日止均無成交量亦無成交價格，且 2008 年 5 月 2 日、5 日之成交數量急速萎縮，數量過低，其成交價格不具有指標性參考價值，若以 2008 年 5 月 2 日、5 月 5 日價格計算，顯非公允，是以聯豪公司股票無法依更正不實消息後 90 日該證券之平均收盤價格計算之，甚至亦無法以更正不實消息後之 10 日之平均價格計算之。原告以 2009 年 9 月股票均價 4.42 元方式作為聯豪公司股票股價之計算堪稱允當，否則以 2011 年聯豪公司股票均價僅有 1 、2 元計算，有 2011 年 1 月至 7 月之成交資訊可參，或甚至其他類似案件中以每股價值 0 元計算，對於被告更為不利，是原告以聯豪公司 2009 年 9 月股票均價認定為持有價值，以授權實施人購入聯豪公司之股票之金額減去賣出之金額，或減去持有聯豪公司股票之價值，即為所受之損害，較為妥適。

被告固抗辯本件訴訟實施權授與人於 2008 年 5 月 1 日財報不實遭揭露後，已有合理機會賣出，卻仍決定繼續持有股票，其就損失發生與擴大顯然與有過失云云。惟證交法第 20 條所規定善意取得人、持有人損害賠償請求權之規範目的，即在於保障公司之不實資訊揭露後因股價急遽下跌，因恐慌性賣壓，急欲出脫其持股以減少損失之投資人，因股價爾後是否回

[62] 同前註。

升本不得而知，日後恐發生破產或結束營業等情，故投資人欲立即出脫持股固屬常情，惟事實上因此類公司遭掏空、財報不實等消息揭露後，公司之股價急遽下跌甚至遭停止交易，市場上鮮有投資人願意買受其股票，其股票於公開交易市場賣壓沉重且成交量大幅萎縮，實難期待投資人能在不實資訊揭露後之特定期間內出脫其持股，且無任何規定要求受害之投資人有於一定期間出售持股之義務，況投資人事實上亦無從判斷何時出售，故僅需投資人係善意且受損害即受保護，不因未及時出售即減輕對其之保護；又本件聯豪公司於 2008 年 5 月 1 日財報不實消息遭揭露後，僅餘個位之成交筆數，之後即無成交量，尤難認本件訴訟實施權授與人能即時判斷並出脫其持股以減少損失。被告此部分（與有過失）抗辯，仍無憑採。

（二） 高等法院[63]

因投保中心就授權投資人所受損害已與聯豪公司以 3500 萬達成和解，而聯豪公司對本件授權投資人應負絕對、全部賠償責任，而投保中心既對應負絕對、全部賠償責任之聯豪公司就超過 3,500 萬元部分之損害賠償請求權既已拋棄，其效力應及於就同一損害應負推定過失比例賠償責任之董事戴東生等 5 人，故就損害之計算方式即未再加以審究。

（三） 最高法院[64]

針對高等法院認董事戴東生等 5 人毋庸給付賠償金額廢棄發回，惟未針對損害賠償如何計算有所闡述。

第十四款　宏億案

一、　案件事實[65]：

被告宏億公司主要係從事 DRAM 及 DRAM 模組測試與買賣業務，其至 2007 年 9 月底為止，晶圓次級品之原料成本、半成品，及外購之 DARM

[63] 參閱臺灣高等法院 104 年金上字第 12 號民事判決
[64] 參閱最高法院 108 年台上字第 132 號民事判決
[65] 參閱臺灣新北地方法院 98 年金字第 3 號民事判決。

成品存貨成本，總計需提列 5 億 5887 萬 3000 元之備抵存貨跌價損失。惟被告宏億公司竟未依照 2007 年 11 月 29 日修訂前之財務會計準則公報第 10 號有關存貨續後評價之規定，於系爭 2007 年度第 3 季財務報告中之存貨項目下提列之，而係以「淨變現價值」方式評價其晶圓原物料，亦即依其存貨呆滯損失提列政策，僅提列存貨呆滯損失 1081 萬元，已然造成財務報告中有關存貨評價部分有虛偽不實之情事。又依 2007 年 11 月 29 日修訂之「財務會計準則公報」第 10 號有關存貨之會計處理準則第 12 條規定，系爭晶圓原物料之淨變現價值應等於重置成本，即其價值應等同於以「重置成本」法加以評價，自應提列 2 億 3754 萬 2000 元之跌價損失，惟被告宏億公司竟僅提列 400 餘萬元，顯然違反上開規定，且占該公司實收資本總額之 33.9%，係重大之財報不實事由。

二、 損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下[66]：

（一） 原告主張：採毛損益法

其損害計算方式係依原告買進股票所支出之金額，扣除日後賣出股票得款之金額，核算其差額作為原告所受之損害金額。至投資人買進股票後迄今仍持有者，因宏億公司之有價證券已無法再於證券市場流通交易，其股票已無價值，故其股價應以零元計算之

（二） 被告主張

未就損賠計算方式提出進一步抗辯。

三、 法院判決理由

（一） 地方法院[67]：採毛損益法

被告宏億公司竟在如此短暫期間內接續發生跳票、甚至停業股票下櫃等情事，顯然肇因於該公司財務及業務狀況不良，財務報表之財務主要內容虛偽不實相關，依一般客觀情形判斷，正常理性之投資人若知悉被告宏億公司真實之財務及業務狀況且有隱匿備抵存貨跌價損失情形者，應無任

[66] 同前註。
[67] 同前註。

何意願作成買受被告宏億公司股票之舉措，是以本院認為本件原告等授權人之損失應採取毛損益法計算損害，始符公允。

投資人買賣宏億公司股票如有多筆交易時，則以先進先出法（先購入者先出售） 認定損害賠償金額。

於證交法第 20 條及第 20 條之 1 證券詐欺與資訊不實之情形，法律賦予善意取得人、持有人損害賠償請求權之規範目的，即在於保障公司之不實資訊揭露後因股價急遽下跌，因恐慌性賣壓，急欲出脫其持股以減少損失之投資人，因為股價爾後是否會回升本不得而知，甚且公司將來亦可能結束營業或破產，導致其股票無價值，故投資人欲立即出脫持股係屬常情。惟事實上通常此類公司遭掏空、虧損、財報不實等消息揭露後，公司之股價急遽下跌，甚或無量下跌（嚴重者遭證交所、櫃買中心處以停止交易或下櫃、下市），市場上鮮有投資人願意買受其股票，其股票於公開交易市場賣壓沉重且成交量大幅萎縮，因此大部分投資人無法於不實資訊揭露後即時出脫其持股。再者，如課予投資人適時出售其持股之義務，亦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，蓋事實上本無任何條文規定受害之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。因為投資人實無從判斷何時出售，蓋未來股價可能漲也可能跌，亦即投資人若及時出售持股，雖可能減少損失（股價續跌），也可能使損失擴大（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。故被告辯稱原告未於合理期間出售股票已減少損失，應負與有過失責任云云，即無可採。

（二） 高等法院[68]：採毛損益法，與地方法院見解相同。

宏億公司在如此短暫期間內接續發生跳票、甚至停業、股票下櫃等情事，顯然肇因於該公司財務及業務狀況不良，財務報表之財務主要內容虛

[68] 參閱臺灣高等法院 101 年金上字第 7 號民事判決。

偽不實相關，依一般客觀情形判斷，正常理性之投資人若知悉宏億公司真實之財務及業務狀況且有隱匿備抵存貨跌價損失情形者，應無任何意願作成買受宏億公司股票之舉措，是本院認為第一類授權人因系爭財報不實所受股價下跌之損失應採取毛損益法計算損害，始符公允。

第一類授權人係自 2007 年 11 月 1 日(即系爭財報於 2007 年 10 月 31 日公告翌日) 起至 2008 年 3 月 9 日止，買進宏億公司股票，而於 2008 年 3 月 10 日(即宏億公司於 2008 年 3 月 9 日公告發生退票訊息翌日) 始賣出或仍持有宏億公司股票之人，則第一類授權人所受損害之計算，應以渠等在上述期間買進宏億公司股票之金額減去渠等自 2008 年 3 月 10 日以後賣出該公司股票之金額，兩者相減所得，即為渠等得請求之損害賠償金額；而第一類授權人買賣宏億公司股票如有多筆交易時，則以先進先出法（先購入者先出售）認定損害賠償金額。至於第一類授權人買進宏億公司股票後迄今仍持有者，因宏億公司於 2008 年 3 月 9 日公告發生退票訊息，2008 年 4 月 18 日經櫃買中心停止該公司普通股在證券商營業處所買賣，2008 年 6 月 4 日終止上櫃，則其股票已無任何價值，應以零元計算股價。

與有過失部分同地方法院認為無此適用。查宏億公司於 2008 年 3 月 9 日公告發生退票訊息後，其股價自 2008 年 3 月 10 日之收盤價 10.95 元開始下跌；而宏億公司股票自 2008 年 3 月 10 日起 10 個營業日收盤平均價格雖仍有 8.35 元，然該股票成交筆數自 2008 年 3 月 11 日起至同年 3 月 27 日止均為個位數字，其後股價持續下跌至 2008 年 4 月 17 日之收盤價 1.72 元，並於 2008 年 4 月 18 日經櫃買中心停止股票買賣等情，顯見宏億公司股票於退票訊息、財務不良、財報不實等消息揭露後，該公司股票於公開交易市場之成交量大幅萎縮，市場上鮮有投資人願意買受宏億公司股票，自無從期待第一類授權人於不實資訊揭露後即時出脫其持股以減少損失。

（三） 最高法院[69]：

最高法院認是否具損失因果關係仍有待查證，而原審未遑詳查究明，復未說明就此防禦方法之取捨意見，遽引詐欺市場理論，依毛損益法計算損害金額而為被告不利之判斷，自屬可議。惟未進一步提及損害賠償應如何計算。

（四） 高等更一審法院[70]：

被告不具財報不實之情事，故未論及損害賠償之計算。

（五） 最高法院：案件目前繫屬中。

第十五款 科風案

一、 案件事實

被告科風股份有限公司（下稱科風公司）之董事長壬○○和財務協理丑○○，竟共同為美化科風公司財報，詐欺投資人，以下詳述之。

（一） FL 歐倉交易部分：

Furness Logistics 倉庫（FL 歐倉），為科風公司海外倉庫，民國 2011 年前 3 季財報於公告時不實，營造太陽能產品穩定成長之假象，而隱藏太陽能部門營收大起大落之真實情形，影響投資人對於科風公司所面臨風險與機會之評估。

（二） 關係人交易及資金貸與部分：

科風公司 100%轉投資之科風國際股份有限公司（下稱科國公司），自 2009 年 8 月至 2011 年 10 月陸續匯款共計 933 歐元至 Powercom 公司(由科風公司 55%出資成立)，再由 Powercom 公司匯款予 Powercom SA 公司（由 Powercom 公司 100%轉投資設立)及 YUR POWER 8 家(由 Powercom SA 公司 100%轉投資設立）電廠，實係科風公司出資供 YUR POWER8 家電廠興建電廠之用，而主觀上科風公司亦期待此筆款項最終應返還予科風

[69] 參閱最高法院 104 年台上字第 225 號民事判決。
[70] 參閱臺灣高等法院 104 年金上更（一）字第 2 號民事判決。

公司且確實有部分款項已返還，並將此列帳科目為「預付貨款」及「存貨科國委外加工料」等，然實際上科風公司並無自科國公司或其他公司取得任何之貨物或服務，顯然非「預付款」而僅係科風公司隱匿關係人借貸之手法。

（三） 應收帳款未如實提列呆帳部分：

科風公司一再發生就客戶逾期之應收帳款，違背公司呆帳提列政策，造成科風公司 2011 年前 3 季財報之資產負債表中「應收帳款」高估、損益表中之「呆帳損失」低估，並影響公司每股盈餘，而有財報不實。

（四） 循環假交易部分：

科風公司與子公司科冠能源科技股份有限公司（下稱科冠公司）、合晶科技股份有限公司（下稱合晶公司）等公司間虛偽交易，實際上並無貨物進出，係屬刻意造假之物流、金流，以虛增母公司科風公司之營收，美化科風公司之財報，影響科風公司對外公告財報真實性。

二、 損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下：

（一） 原告主張：採淨損差額法

為降低其他市場因素干擾，以科風公司於 2011 年 11 月 5 日對外公告前開重大消息後起算 90 個交易日之日平均收盤價(「擬制之真實價格」)（18 元），以授權人買進股票之價格減去「擬制之真實價格」（18 元）再乘上其所購買之股數為其所得請求賠償之總額。惟若授權人於財報不實真相揭露後，實際賣出股票之價格高於「擬制之真實價格」即以其買進之價格減去其實際賣出之價格之差額計算損害，作為調整。若投資人實際賣出價格低於擬制之真實價格，則以買進價格與「擬制之真實價格之差額」計算損害，作為調整。

（二） 被告主張：採淨損差額法

因影響市場股價之原因眾多，單純以「買進與賣出價格之價差」作為損害賠償計算方法，必然無法實際反應投資人之損害發生時點，將引發不

公平之結果；及授權人於科風公司財報涉有不實之消息釋出之前或之後，或因授權投資人主觀環境或其他因素，而遲延出脫持股者，此基於授權投資人自身因素未適時獲利了結所造成之損害，實無由令被告負擔賠償。

三、　法院判決理由

（一）　地方法院[71]：採淨損差額法

本院審酌證交法第 20 條第 3 項、第 20 條之 1 第 1 項，均未就公司營收資訊及財務報告不實所致損害額之計算及認定標準為規範，則其損害賠償方法，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。又損害賠償之目的在於填補所生之損害，其應回復者，並非「原來狀態」，而係「應有狀態」，應將損害事故發生後之變動狀況考慮在內。

本案中科風公司之股票，因其股價受系爭不實營收資訊及財務報告影響而呈現虛漲之狀態，投資人於前開期間買進股票之當時，即受有「市價」與「真實價格」（true value）間價差之損害。故本件應負賠償責任之被告所賠償範圍，既係以回復投資人至未有侵害事實之應有狀態，則本件損害賠償計算方式，應採「淨損差額法」，即以投資人購買價格減去該股票真實價格之差額，並參酌美國法例，以不實消息公開日起 90 日平均價格作為計算投資人損害基準之規定，擬制為「真實價格」，本件自以不實資訊及財務報告消息揭露（即 2011 年 11 月 5 日星期六）後起算 90 個營業日收盤平均價格計算，其擬制真實價格為 18 元，並據以計算本件損害賠償金額，應較為合理且適當。……又原則上，以授權人買進股票之價格減去「擬制之真實價格」（18 元）再乘上其所購買之股數為其所得請求賠償之總額，惟若授權人於財報不實真相揭露後，實際賣出股票之價格高於「擬制之真實價格」即以其買進之價格減去其實際賣出之價格之差額計算損害，作為調整，若投資人實際賣出價格低於擬制之真實價格，則以買進價格與「擬制之真

[71] 參閱臺灣新北地方法院 102 年金字第 11 號民事判決。

實價格之差額」計算損害，作為調整。

美國法例中關於不實財務報告致投資人購買股票所生之損害計算方式，其中採淨損差額法（out- of-pocket method；即謂被告僅賠償因詐欺因素所造成的損失，亦即證券的「真實價格」與「買價或賣價」之間的差額，其餘部分係因詐欺以外之因素所造成，被告不負賠償責任），其賠償原則，對於投資人損害發生之時點，係以投資人為證券交易時為計算基準日，再以其交易日股票之「市價」與「真實價格」相較，作為損害賠償，以符合完全填補投資人經濟上損失之目的，並可避免苛求賠償義務人賠償非其行為所造成之損害。科風公司系爭財報之公告，致授權人誤信買進股票、公司債因而受有損害，其損害賠償計算方式，採淨損差額法為當，已如前述，則本件授權人於系爭財報公告至 2011 年 5 月 1 日重大消息曝光前，於公開市場上買受上開有價證券，因其股價受系爭不實財報之影響而呈現虛漲之狀態，授權人於前開期間買進股票之當時，即受有「市價」與「真實價格」間之價差損害，此與授權人有無繼續持有或事後有無賣出獲利、或大盤平均股價是否有下跌，均無關聯，亦即損害債權確定後，嗣後標的物之價值如有貶損或漲跌，與已發生之損害賠償之債權無關。是以，投資人賣出股票或持續持股，均與損害之計算無涉，被告上開扣減金額等抗辯，並不可採。又按損益相抵觀民法第 216 條之 1 規定自明。債權人倘非基於與受損害同一原因事實並受有利益，自無上開規定之適用。本件授權人受有之損害，乃基於科風公司系爭財報，未據實揭露於公開資訊及財務報告上，以致投資人誤信不實資訊而為投資決定，則無論投資人為買入或賣出之投資決定，均屬受詐欺之交易行為，倘投資人購入虛漲之有價證券後又以虛漲價格賣出，其買入與賣出二行為本身與本件應負賠償責任之被告詐欺行為間均有交易因果關係，僅係上開二行為均無經濟上損失，而不納入損害求償範圍而已，尚不能認為受有利益，自無從與其他受有經濟上損失之交易行為進行損益相抵。又授權人於除權基準日前買進科風公司股票而取得

無償配發股息，係本於科風公司股東身分獲配股息，與因科風公司不實財報所受損害，亦非同一原因事實，故本件無損益相抵之適用。

（二） 高等法院：案件目前繫屬中。

第十六款 欣煜案

一、 案件事實[72]

欣煜公司係一上市公司，該公司董事長申○○、被告丑○○、午○○、庚○○等人自 2002 年 11 月間起，故意使欣煜公司與 Kobian 集團旗下公司為虛偽循環交易，藉此美化欣煜公司帳面，該等人並自 2002 年 10 月間起，故意使欣煜公司虛偽轉投資 Effective Scores Ltd .（下稱「E-S」公司）、Ace Pinnacle、Apex Venture、Top Beyond、Invision 公司，且被告丁○○亦故意幫助申○○等人透過欣煜公司子公司購得「E-S」公司股權，致欣煜公司受有重大損害，申○○、午○○等人復於 2003 年 8 月間及 2004 年 5 月間故意使欣煜公司 2 次虛偽發行 ECB ，且在財務報告上為虛偽不實之記載。嗣欣煜公司為隱匿上開虛偽情事，故意製作不實之 2002 年財務報告、2003 年半年度財務報告、2003 年財務報告、2004 年半年度財務報告，誤導市場投資人之投資判斷。另欣煜公司 2002 年 6 月 17 日刊印之公開說明書之主要內容有虛偽隱匿情事，且未依計畫將資金挪作他用，誤導市場投資人之投資判斷。

二、 損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下：

（一） 原告主張：採毛損益法

（二） 被告主張：採淨損差額法

應區分「各季/ 各年度之財務報告」計算擬制該期間之真實價格近似值，並以淨損差額法計算損害。

三、 法院判決理由

[72] 參閱臺灣士林地方法院 95 年金字第 22 號民事判決。

（一） 地方法院：採毛損益法

倘依淨損差額法，賠償義務人僅賠償因不實財報因素造成之股價損失，即股票「真實價值」及「買價或賣價」間之差額，至於市場因素造成之股價下跌不在賠償範圍。然而，淨損差額法中所謂「股票真實價格」究應如何決定，法無明文規定，本院爰審酌股票交易在每 1 分甚或每 1 秒之交易價額均有差異，此項損害之計算，如仍責由系爭授權人舉證證明其確實數額，顯有重大困難，且系爭財報有明顯虛偽不實情形，正常理性之投資人若知悉欣煜公司真實之財務及業務狀況且有上開重大虛偽不實交易等情者，應無任何意願買受欣煜公司股票，暨欣煜公司等 5 人均為故意不法行為人等一切情況，認系爭授權人因系爭財報所受股價下跌之損失，應採取毛損益法計算損害，始符公允。

與有過失民法第 217 條第 1 項、第 2 項分別定有明文。而上開規定，必以被害人就損害之發生或擴大與有可歸責之過失者，始得稱之。本件欣煜公司所為系爭財報不實之加害行為，致系爭授權人受有損害，該項系爭財報不實顯非可歸責於系爭授權人之過失行為所致，且本件損害之擴大在於欣煜公司之股價繼續下跌，然影響其股價繼續下跌之因素，與受害之系爭授權人無必然關連，且系爭授權人亦難預知其股價走勢，每個人均可能在是否出售上有不同之判斷，而欣煜公司復未具體論證何以其等之加害行為會導致系爭授權人需擔負必須於一定期間內出售持股之義務（違反自我保護之不真正義務），是本件自難認系爭授權人有何助成損害之發生或擴大之與有過失行為存在。

於求償期間若系爭授權人 A 有賣出交易，須以賣出交易配對沖銷買進交易，經配對沖銷者，因屬系爭授權人 A 盈虧自負範圍，即非適格之求償交易。為確認求償期間內買進之適格股票，須扣除求償期間內買進又賣出之股數。惟於求償期間內賣出之股票可能為求償期間前已買入之老股（期初老股），是本件之損害計算，需先確認求償期間前 1 日系爭授權人 A 已

買進欣煜公司股票之「期初餘額」，以「先進先出法」配對沖銷，剔除求償期間內買進又賣出之股票後，始為適格之求償股數，即：計算「期初餘額」之日期為 2003 年 5 月 1 日（即 2002 年財報公告日前 1 日），並將求償期間內賣出之股數以先進先出法與期初老股配對沖銷後，求償期間內買進之股數再與求償期間內剩餘賣出之股數以先進先出法配對沖銷。

第十七款　興航案

一、　案件事實：

復興航空於 2016 年 11 月 17 日由董事長即被告林明昇代表與訴外人葉大殷律師簽訂系爭信託契約，信託目的為「消費者退票、退款」、「員工薪資、資遣費及退休金等」，同日並移轉信託財產新臺幣（下同）12 億元予信託財產專戶，前開系爭信託契約之內容及信託金額顯對復興航空之財務、業務及股東權益有重大影響，復興航空卻遲至同年月 22 日方於公開資訊觀測站公告部分資產交付信託事宜，未敘明信託目的與內容，明顯違反證交法第 36 條應於事實發生之日起二日內公告之規定；又復興航空隱匿其將停航停業之消息，甚至公告虛偽之重大訊息誤導市場上之投資人，致投資人因誤信公司仍將繼續經營而買進復興航空股票或可轉換公司債。復興航空除隱匿簽訂系爭信託契約之訊息，更於同年月 21 日發布否認停業之虛偽重大訊息，顯已致投資人未能及時接收正確資訊而誤認公司仍正常營運中。

二、　損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下：

（一）　原告主張：未有所主張。

（二）　被告主張：未有所主張。

三、　法院判決：

（一）　地方法院見解[73]：

[73] 參閱臺灣臺北地方法院 106 年金字第 78 號民事判決。

1. 損害賠償之計算方式：淨損差額法。(純粹淨損益法)[74]

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

又淨損差額法需求得標的股票之真實價值，並據以計算請求權人買賣時市價與真實價值之差額。而此真實價值應係指倘當初財報如實公告時，市場對於標的股票之交易價格。顯然，此一交易價格根本從未為真實存在過，僅能以人為方式模擬求得其存在。本件復興航空應於 2016 年 11 月 17 日簽訂系爭信託契約之事實發生之日起 2 日內公告其簽訂重大契約之重大訊息卻隱匿之，致復興航空之有價證券於市場上之價格遭扭曲而未如實反映其應有之價格，即復興航空之股價及可轉換公司債價格於 2016 年 11 月 21 日係扭曲、失真，被告於 2016 年 11 月 22 日公布復興航空為因應停業解散，故而將財產信託一事後，自 2016 年 11 月 23 日起 10 個營業日（2016 年 11 月 23 日至同年 12 月 6 日）收盤平均價格為 3.383 元，前開期間可轉讓公司債僅 11 月 29 日、11 月 30 日及 12 月 6 日有成交紀錄，而有成交紀錄之 3 日收盤平均價為 57.866 元，以此作為擬制之真實價格，係建立在市場對於財報不實更正之消息，需要一定時間加以傳遞、消化及沈澱之事實前提，固應經一定固定期間之平均股價，始能顯現其價值，故原告主張以此推估股價之真實價值，應屬可採。

故本件原告之授權人受應公告而未公告之不實資訊影響，致於 2016 年 11 月 21 日以高於真實價格買進復興航空股票及可轉換公司債，是授權人以遭失真之不實價格影響買入股票時，損害應已發生，則其所受損害之計

[74] 公開判決中無法確定是否為純粹淨損益法，此處係以投保中心提供的資訊。

算方式，即以「投資人買入價格與不實財務資訊期間內系爭股票真實價格之差額」為據，故以授權人於 2016 年 11 月 21 日買入復興航空股票及可轉換公司債之「買進價格」，減去「真實價值」計算其所受之損害。

2. 與有過失之計算

證交法第 20 條之 1 請求損害賠償之投資人，其所指善意取得人、持有人損害賠償請求權之規範目的，即在於保障公司因不實資訊揭露後、或因揭露正確資訊後，因股價急遽下跌，因恐慌性賣壓，急欲出脫其持股以減少損失之投資人，因股價爾後是否回升本不得而知，日後恐發生破產或結束營業等情，故投資人欲立即出脫持股固屬常情，且事實上若公司已發布可能即將停業之消息，市場上鮮有投資人願意買受其股票，其股票於公開交易市場賣壓沉重且成交量大幅萎縮，實難期待投資人能在此情況下仍出脫其持股，且如課予投資人適時出售其持股之義務，亦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，又在無任何規定要求受害之投資人有於一定期間出售持股之義務，況投資人事實上亦無從判斷何時出售，故僅需投資人係善意且受損害即受保護，不因未及時出售即減輕對其之保護，從而，被告辯稱授權人未於合理期間出售股票以減少損失，應負與有過失責任等語，即無可採。

第十八款　智盛案[75]

一、　案件事實

被告智盛全球股份有限公司（下稱智盛公司）、朱兆杰、劉秀鳳等自 2008 年間起，帳列主要機器設備供應廠商為 New England、Sun Pro、Top、Star、OPTO 等五間公司，帳列主要銷貨廠商則為 Cunning 公司。而上開六家公司皆為紙上公司，並未實際營業，智盛公司之帳列進貨、貨情形，皆與實情不符，以致 2008 年至 2012 年第二季揭示之各份財務報告當中，資

[75] 臺灣新竹地方法院 104 年度金字第 4 號民事判決。

產負債表之機器設備科目及損益表之營業收入淨額科目，皆有虛增，而於2013年2月7日公告公司存款不足退票為揭露真實財務狀況之日，使因信賴該財報及公開說明書而購買股票之投資人受有損害。

二、　損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下[76]：

（一）　原告主張：應採毛損益法計算

2013年2月7日，智盛公司公告存款不足致支票退票，及即將撤銷股票公開發行之重大訊息，於2013年3月6日股票最後一日公開交易，次日起停止櫃檯買賣，股票下櫃至今。附表甲授權人係於智盛公司2010年第2季公告翌日即2011年1月12日後買進智盛公司股票，附表乙授權人則係認購智盛公司現金增資發行新股之股票，均係於2013年2月7日公告公司存款不足退票揭露真實財務狀況之日後賣出或仍持有股票之善意投資人，其等因信賴系爭財報及公開說明書而購買智盛公司股票，智盛公司於起訴時，負債遠大於資產，股票真實價格為0，計算授權人之損害。

（二）　被告主張：應採淨損差額法計算，股票價額非0元。

部分授權人於2013年2月7日公告即將撤銷股票公開發行及公司存款不足退票之重大訊息後出售持有股票，故部分授權人請求金額為購買時價格減去出售價格之金額，非全部均以股票價值0元計算，堪認於公告撤銷股票公開發行後，智盛公司股票仍具有交易價值，並非上訴人所主張之0元。伊主張應採用「淨損差額法」計算，智盛公司股票價值至少應以智盛公司股票於2013年2月6日至同年2月20日之平均價3.02元計算，此價格方為智盛公司真實價格，故上訴人請求之賠償金額應以購買時價格減去3.02元計算之。另有主張應以投資人購買價格減去該股票真實價格（2013年2月7日至2月20日止平均價3.22元）之差額計算之。

[76] 參閱臺灣高等法院 106 年金上字第 6 號民事判決。

三、　法院判決理由

（一）　高等法院[77]：毛損益法，股票價額以 0 元計算。

1.　損害賠償之計算方式：

淨損差額法所謂「股票真實價格」究應如何決定，法無明文規定，本院斟酌股票交易在每 1 分甚或每 1 秒之交易價額均有差異，此項損害之計算，如仍責由請求權人舉證證明其確實數額，顯有重大困難；且智盛公司自 2008 年起即開始從事假交易，系爭財報虛增之營收均占該半年報或年報八成以上，2010 年度甚至達 99.4%，扣除該 8、9 成以上之虛增營收後，智盛公司每年營收不到 5000 萬元，任一正常理性之投資人倘若知情，應無任何意願買受智盛公司股票，是本院認為附表甲、乙所示授權人因系爭財報及公開說明書不實所受股價下跌之損失應採取前開毛損益法計算損害，始屬公允。

2.　價格之計算：

附表甲所示授權人係自各該財報公告翌日買進智盛公司股票，而於 2013 年 2 月 7 日後始賣出或仍持有智盛公司股票之人，其等所受損害之計算，應以在上述期間買進智盛公司股票之金額減去其等賣出股票之金額，兩者相減所得即為損害，如有多筆交易時，則以先進先出法認定損害賠償金額；至買進智盛公司股票後迄今仍持有者，因智盛公司於公告跳票後，股價隨即大幅下跌，難以賣出，至 2013 年 3 月 7 日下興櫃後，投資人更難以出售股票。而授權人馮燕得於 2013 年 8 月 8 日以 3.89 元之價格轉讓智盛公司股票係因其與資林公司間之情誼等其他原因，而屬特例，尚不得以此例外認定所有投資人均可以同樣之價格出脫股票。況依前述最法院判決意旨，本件應以上訴人起訴時智盛公司股票之市價作為計算授權人損害之依據，而智盛公司於 2015 年間經聯貸銀行強制執行已無結果，則上訴人主張於 2015 年 5 月 21 日起訴時仍持有智盛公司股票之授權人所持股票應以

[77] 同前註。

0 元計算其價值，自屬可採；被告等人辯稱：部分授權人於 2013 年 2 月 7 日後仍得以出售股票，足見智盛公司股票仍具交易價值，並非上訴人所主張之 0 元云云，並不可採。

（二） 最高法院[78]：部分廢棄原判決，發回臺灣高等法院更審中[79]。

智盛公司之股價重挫與該不實資訊之因果關係究竟何在，尚有不明，自待推研釐析；投資人買進之股價與真實財務狀況揭露時下挫之股價，斟酌有無非可歸責於智盛公司之變動狀態，予以核算授權人所受之損害。原審不察，逕依毛損益法（即不問損害額係不實財報引起或其他市場因素所造成）及起訴時智盛公司已無資產，其股價為 0 元，據以計算授權人之損害額，而為上訴人不利之判斷，自有可議。

第十九款　綠能案[80]

一、 案件事實

被告綠能科技股份有限公司（下稱綠能公司）、林蔚山（董事長）、林和龍（總經理）於 2011 年間有遲延更新財務預測之情形，知悉綠能公司原公告簡式財務預測之重要基本假設均已變動，且發生鉅額虧損，應更新財務預測之重大利空消息，卻未及時更新，被告隱匿應公告之財務預測，而讓原財測繼續於市場上誤導投資人，使本件授權人因誤信而於 2011 年 6 月 21 日（含）起至 2011 年 8 月 29 日（含）止以高於真實價格之股價買入綠能公司股票，授權人因而受有更新財測後股價下跌之損失，導致本件投資人受有損害，請求被告負連帶賠償責任。

二、 損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下：

（一） 原告主張：應採淨損差額法(純粹淨損益法)，真實價格以更新後 10

[78] 最高法院 108 年台上字第 1417 號民事判決。
[79] 臺灣高等法院 109 年度金上更一字第 5 號民事判決。
[80] 臺灣臺北地方法院 104 年金字第 25 號民事判決。

個營業日收盤平均價格 50.06 元計算。

以「投資人買入價格與不實財務資訊期間內系爭股票真實價格之差額」為據，故以投資人於 2011 年 6 月 21 日(含)起至 2011 年 8 月 29 日(含)止期間買入被告綠能公司股票之「買進價格」減「真實價格(true value)」，乘上其所購買股數之總額計算其所受損害。授權人於不實資訊期間有賣出被告綠能公司股票者，則以期間內各筆賣出之價格減去真實價格，乘以賣出股數之總額與前述損害互抵，兩者之差額即為本件授權人所得請求賠償之數額。真實價格則以不實財務資訊消息爆發日（即更新日）後 10 個營業日（即 2011 年 8 月 30 日至同年 9 月 13 日，下同）收盤平均價格 50.06 元為準。

（二） 被告主張：應採淨損差額法，真實價格縱認為係更新後 10 個營業日收盤平均價格，應還原受除權、除息影響而下跌之價格，以 52.80 元計算。

原告主張損害額所據以計算之真實價格，以「本件擬以不實財務資訊消息爆發日後 10 個營業日收盤平均價格，....作為擬制之真實價格」，實未能合理說明及憑據，其計算方式之合理性亦未敘明，無從類推適用證交法第 157 之 1 條第 3 項，以消息公開後 10 個營業日收盤平均價格為該證券應有之真實價格。縱認真實價格為更新日後 10 個營業日收盤平均價格 50.06 元，惟被告綠能公司於 2011 年 9 月 7 日、8 日、9 日及 13 日之股價，係受除權、除息影響而下跌，與同年 8 月 29 日公告更新簡式財務預測之事實並無因果關係，產生之價差損失應予扣除。而將 2011 年 9 月 7 日、8 日、9 日、13 日之股價，還原權息後，股價分別為 48.55 元、50.23 元、49.61 元、47.26 元，消息公開後 10 個營業日收盤均價應為 52.80 元（計算式為《62.40+58.10+57.70+54.50+51.60+48.00+48.55+50.23+49.61+47.26》/10=52.80 ）。

三、　法院判決理由

（一）　地方法院[81]：採淨損差額法(純粹淨損益法)，真實價格以更新後 10 個營業日收盤平均價格 50.06 元計算。

1. 損害賠償之計算方式：

股價下跌之損害賠償，究應如何計算，證交法除於第 157 條之 1 就內線交易損害賠償之計算定有規定外，其餘就同法第 20 條之 1 因財報不實之損害賠償範圍、數額計算，均無明文。採毛損益法者，係不論差額是因不實財務報告引起或其他市場因素所造成，賠償義務人均應承受股價下跌之結果而負賠償責任，已有要求行為人就非其造成之損害負責之虞，本件綠能公司目前既仍持續經營，原告之授權人仍為公司股東，股東權益仍存，股票仍有經濟價值，故本院認以毛損益法計算本件損害，並不合理。至於淨損差額，意指原告買賣時之市價與標的股票真實或實際之差額。此項計算之方法之目的，在於限縮損害的因果關係，使原告的損害侷限於與被告不實財報行為有因果關係的損害，若非被告不實財報行為所致之損害，如由市場因素或其他系統性風險所造成的股價下跌，被告無庸負責。因此淨損差額法原則較能避免原告藉由證券訴訟之提起，將所有投資損失之風險，全部移轉給被告承擔。……至該投資人於上開不實財務資訊期間內，若有以高於真實價格賣出綠能公司股票者（不論該等股票是否係於上開不法行為期間內買入），其賣出價格與真實價格間之差額，則予以扣減。

2. 真實價格之計算方式：

真實價值應係指倘當初財報如實公告時，市場對於標的股票之交易價格。顯然，此一交易價格根本從未為真實存在過，僅能以人為方式模擬求得其存在。本件財務預測更新後 10 個營業日收盤平均價格 50.06 元作為擬制之真實價格，係建立在市場對於財報不實更正之消息，需要一定時間加以傳遞、消化及沈澱之事實前提，固應經一定固定期間之平均股價，始能

[81] 同前註。

顯現其價值，故原告以此推估股價之真實價值，應屬可採。

（二） 高等法院[82]：採淨損差額法(純粹淨損益法)，真實價格以更新後 10 個營業日收盤平均價格 50.06 元計算。

本件被上訴人主張所謂真實價值係指綠能公司即時更新系爭簡式財務預測時，市場對於該公司股票之交易價格。惟因該交易價格從未為真實存在過，故僅能以人為方式模擬求得其存在。而系爭簡式財務預測更新後 10 個營業日，綠能公司收盤平均價格為 50.06 元作為擬制真實價格等語。經查被上訴人係以淨損差額法計算本件授權人之損害，其前提為證券交易市場已消化更新後之系爭簡式財務預測，亦即已排除其他影響股價因素後之真實價格，避免將所有非因系爭簡式財務預測未更新所造成之跌價由上訴人承擔，應屬可採。上訴人雖辯稱：綠能公司於 2011 年 9 月 7 日、8 日、9 日及 13 日之股價下跌，係受除權、除息影響所致，與 2011 年 8 月 29 日系爭簡式財務預測更新無關，因此產生之價差應予扣除，然查除權、除息並未影響綠能公司股東權益，除權、除息後股價亦非必然下跌，是上訴人此部分所辯，並不足採。……至該投資人於上開不實財務資訊期間內，若有以高於真實價格賣出綠能公司股票者（不論該等股票是否係於上開不法行為期間內買入），其賣出價格與真實價格間之差額，則予以扣減。

（三） 最高法院[83]：以綠能公司是否應負未更新原財測之損害賠償責任，有再詳加探求之必要之理由，將原判決廢棄，目前發回台灣高等法院更審中[84]。

第二十款　邦泰案

一、 案件事實

被告邦泰公司於 2006 年間在大陸成立尚邦光電有限公司（下稱尚邦

[82] 臺灣高等法院 106 年金上字第 17 號民事判決。
[83] 最高法院 108 年台上字第 1496 號民事判決。
[84] 臺灣高等法院 109 年度金上更一字第 4 號民事判決。

光電)，依經濟部發布之對大陸投資相關法規，被告邦泰公司彼時所餘對大陸地區之許可投資額度顯然不足，其董事長紀敏滄遂決定不依規定向經濟部投資審議委員會（下稱投審會）申報，而逕行以邦泰公司轉投資成立之MASTERCORP 名義，於 2006 年 8 月 11 日全額轉投資設立尚邦光電，嗣並以 MASTERCORP 之名義，以邦泰公司為保證人進行擔保；又自 2007 年 7 月間起，另透過邦泰公司海外子公司等將款項匯入 MASTERCORP 帳戶以清償借款，嗣再由邦泰公司以借款清償、轉呆帳方式沖銷相關應收帳款。而被告等人為避免上情事遭揭露，未依規定申報並於財務報告內隱匿邦泰公司投資尚邦光電、借貸保證等重要訊息，後經臺中地檢署以涉犯證券交易法第 20 條第 2 項、第 171 條第 1 項第 1 款之編製不實財務報告罪嫌提起公訴並判決確定。[85]媒體於 2014 年 6 月 6 日揭露後，邦泰公司之股價乃自該日每股新臺幣(下同)9.08 元下跌至同年月 30 日之每股 8.26 元，下跌 0.82 元，跌幅約 9%。原告乃針對尚未罹於時效之邦泰公司 2010 年第 4 季至 2012 年第 2 季財務報告有虛偽隱匿之情事，提起本訴訟而為損害賠償之請求[86]。

二、　損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下[87]：

（一）　原告主張：採毛損益法

原告主張以毛損益法為計算方式，即「以其買進價格減去其賣出之價格，為其損害之數額」。

（二）　被告主張：採淨損差額法

主張採取毛損益法無異使被告等人全數承擔證券詐欺以外之市場因素所生之損失，對被告等人顯屬不公，應採取淨損差額法

影響股票交易盈虧之因素甚多，包括市場供需、競爭環境、產業結構與發展、政府政策、全球經濟現況等，故上市上櫃公司之股價，於交易時

[85] 參閱臺灣臺中地方法院 105 年度 金 字第 2 號判決。
[86] 參閱臺灣高等法院 臺中分院 108 年度 金上 字第 1 號判決。
[87] 參閱臺灣臺中地方法院 105 年度 金 字第 2 號判決。

間內均處於變動之狀態，並非單一因素所造成，倘認被告等人應負損害賠償責任，應採「淨損差額法」計算授權投資人之合理跌價損失數額始屬公平。

原告主張應以一定期間之平均收盤價作為計算股票現值，然證券交易法第 157 條之 1 第 3 項規定內線交易以「消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額」作為計算損害賠償股價之依據，無非係以證券市場對已公開之資訊之合理消化時間為據，此於財報不實案件中亦可作為計算虛假訊息所需消化時間之參考。原告擅以邦泰公司涉有虛假交易之消息於證券市場公開之日（2014 年 6 月 6 日）15 個月後（2015 年 9 月 ）之月平均收盤價作為股票現值，卻未說明何以證券市場需要 15 個月這麼長之時間才能消化消息，其主張顯屬無據，亦不足採。

三、 法院判決理由

（一） 地方法院[88]：原告之訴無理由，未論及損害賠償之計算。

（二） 高等法院[89]：採毛損益法

法院採取毛損益法，而持有者之損害賠償以實際賣出價格或投保中心辦理該求償案之公告受理日之前一個月平均收盤價格為擬制價格計算損害。

損害賠償額之認定，應以授權投資人所受之損害即「股票之跌價損失」，故本件授權投資人於財報不實消息揭露後而賣出股票情形，則以實際賣出價格為準；惟若未賣出而仍持有股票者，則以「擬制之市場價格」為準，即以原告（投保中心）辦理邦泰公司求償案之公告受理日之時，作為授權投資人請求賠償之時點，且考量股票價格每日漲跌不一，經常處於變動狀況，則以公告受理前一個月即 2015 年 9 月收盤平均價 6.62 元作為本件授權投資人之「持股價值」。

因「毛損益法」係以買進股票之價格扣除股票於起訴時之市價或真實

[88] 同前揭註 85。
[89] 同前揭註 86。

資訊揭露後出售價格之差價作為計算之依據，符合民法第 216 條規定所揭示填補損害之原則，且實務上就損失因果關係採事後觀點之毛損益法所在多有，故經本院審酌前揭理由後，認上訴人所主張之「毛損益法」作為計算本件損害賠償之方法，洵屬有據，應堪可採。

（三） 最高法院：尚在繫屬中。

第二十一款駿熤案[90]

一、 案件事實

被告駿熤電子科技股份有限公司（下稱駿熤公司）於 2011 年 9 月 29 日登錄為上櫃公司，2015 年 4 月至 6 月月營收資訊有虛偽不實情事，致投資人誤信系爭月營收資訊而善意買進或繼續持有該公司股票，嗣因被告高英昶等人不法行為遭檢調單位調查之消息爆發後，該公司股價並因此下跌，致本件授權人受有股價下跌之損失。

二、 損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下[91]：

（一） 原告主張：依照毛損益法，股票現值以 29.66 元計算。

本件投資人所受損害之計算方式即月營收不實期間買進駿熤公司股票之金額減去在前述月營收不實遭揭露後賣出股票之金額之差額，即為本件授權人之損害額；如係於月營收不實遭揭露後仍持有股票者，則以公告受理登記日（即 2016 年 7 月 6 日）前 1 月（即 2016 年 6 月）之平均收盤價每股 29.66 元計算股票現值，其買進駿熤公司公司股票之金額間之差額，即屬其等所受之損害。此外，本件授權人買賣駿熤公司股票如有多筆交易時，則以先進先出法（即先購入者先出售）認定損害賠償額。

（二） 被告主張：應採淨損差額法計算

原告請求「損害賠償之計算」，縱原告請求有據，被告所應負之賠償範圍應是以回復投資人至未有侵害事實之應有狀態，而非以不得以出售價額

[90] 臺灣新北地方法院 106 年金字第 6 號民事判決。
[91] 同前註。

或是以 2016 年 6 月份平均收盤價為計算基礎，否則顯等同於縱非因原告所稱財務報表不實而致股價波動之因素，均責由被告負責，顯非屬公允，亦未符合損害填補原則；且倘若採原告起訴狀所載之計算方式，被告當可以本件授權投資人並未於適當期間將其所購買之駿熤公司發行之股票出售致受有損害，自應依民法第 217 條規定，負與有過失之責任。

三、　法院判決理由

（一）　地方法院[92]：毛損益法

1. 損害賠償之計算方式：

而關於股價下跌之損害賠償，固有依毛損益法或淨損差額法計算之不同，然審酌股票交易價格瞬息萬變，此項損害之計算，如仍責由起訴狀附表 1 所示之授權人舉證證明其確實數額顯有重大困難,而依一般交易常情,正常理性之投資人若知悉駿熤公司真實之財務、業務狀況，且該公司為虛偽交易，申報不實月營收資訊等，應無意願買受或持續持有駿熤公司之股票，故原告認為本件授權人因系爭月營收資訊不實，致渠等受有股價下跌之損害，應採取毛損益法計算損害始符公允。

2. 價格之計算：

係於月營收不實遭揭露後仍持有股票者，則以公告受理登記日（即 2016 年 7 月 6 日）前 1 月（即 2016 年 6 月）之平均收盤價每股 29.66 元計算股票現值，其買進駿熤公司公司股票之金額間之差額，即屬其等所受之損害。此外，本件授權人買賣駿熤公司股票如有多筆交易時，則以先進先出法（即先購入者先出售）認定損害賠償額。

（二）　高等法院：案件上訴到高等法院審理中。

[92] 同前註。

第二十二款協和案

一、　案件事實

被告等人在無實際銷貨交易之情況下，自 1999 年 11 月起，與其他國內外公司為虛偽交易、製作假帳，以虛增營業數額及盈餘等方式，使協和公司帳面上獲利能力能達上市標準，於協和公司上市後，更對投資大眾隱瞞協和公司獲利不佳情事及為使股價上揚，而與相關廠商配合為假銷貨之行為。

二、　損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下：

（一）　原告主張：　採毛損益法

以投資人購入時之價額減去 2004 年 3 月 18 日股票停止交易後，以零元計算協和公司股票之殘餘價額。

（二）　被告主張：採淨損差額法

主張計算應考量市場上其他跌價因素。

三、　法院判決理由

（一）　地方法院：　採毛損益法[93]

本院斟酌股票交易在每 1 分甚或每 1 秒之交易價額均有差異，此項損害之計算，如仍責由本件投資人舉證證明其股票「真實價格」與「買價或賣價」間之差額顯有重大困難，且協和公司於 2004 年 3 月 18 日協和公司股票停止公開交易，均如前述，依一般客觀情形判斷，正常理性之投資人若知悉協和公司真實之財務及業務狀況，應無任何意願作成買受協和公司股票之舉措，且協和公司亦自承下市後至今從未交易過，是本院認為本件投資人因系爭公開說明書及財務報告不實所受股價下跌之損失應採取前開毛損益法計算損害，始符公允。

（二）　高等法院：採毛損益法[94]，同地方法院見解。

本院斟酌股票交易價額瞬息多變，此損害之計算，若令投資人舉證證

[93] 參閱臺灣士林地方法院 95 年金字第 19 號民事判決。
[94] 參閱臺灣高等法院 103 年金上字第 6 號民事判決。

明其股票「真實價格」與「買價或賣價」間之差額，顯有重大困難，且協和公司股票於 2004 年 3 月 18 日停止公開交易，既如前述，依一般客觀情形判斷，正常理性之投資人若知悉協和公司真實之財務及業務狀況，應無任何意願買受協和公司股票，且協和公司亦自陳下市後至今從未交易過，是本件投資人因系爭財報不實所受股價下跌之損失，應採以前開毛損益法計算損害，較為適當公允。

第二十三款 仕欽案[95]

一、 案件事實

仕欽科技企業股份公司（下稱仕欽公司）編製、公告系爭不實財報（含仕欽公司 2006 年度第 3 季季報、年度財務報告、年報、2007 年度第 1 季、第 3 季季報、半年報、年度財務報告、年報），誤導投資人誤認仕欽公司營收良好，而買入仕欽公司股票等情，而仕欽公司 2006 年第 3 季財報係於 2006 年 10 月 31 日 19 時 33 分公告，致於 2006 年第 3 季財報公告前買入仕欽公司股票或可轉讓公司債，因信賴仕欽公司 2006 年第 3 季不實財報而繼續持有；與因信賴系爭不實財報而買入仕欽公司股票或可轉讓公司債，或因信賴系爭不實財報而繼續持有之投資人受有損害。

二、 損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下[96]：

（一） 原告主張：應採毛損益法。

仕欽公司於 2009 年 8 月 6 日起停業，故本件投資人之損害應採「毛損益損害賠償計算方式」，即授權人買入股票迄今仍持有者，因其股票價值應以 0 元計算。

（二） 被告主張：未對此做抗辯。

被告係爭執因果關係是否成立，未針對損害賠償計算方法主張。

[95] 臺灣新北地方法院 99 年金字第 2 號民事判決。
[96] 臺灣高等法院 107 年金上更一字第 3 號民事判決。

三、　法院判決理由

高等法院更審[97]：採淨損差額法，但以買入股價與停止交易當日股價 1.49 元之價差計算。

仕欽公司於證交所之分類屬於電腦及週邊設備業類股，該類股及大盤股價自 2008 年 6 月 13 日（媒體揭露系爭不實財報之日）起至 2008 年 7 月 14 日（仕欽公司公告停止交易之日）期間並無明顯漲跌，惟仕欽公司自 2008 年 6 月 13 日起至 2008 年 7 月 14 日股價呈現無量下跌，並自 3.46 元跌至 1.49 元。此項損害之計算，如仍責由上訴人舉證證明其確實數額，顯有重大困難，而上訴人已在客觀上可能之範圍內提出證據，而依上開證物，足見仕欽公司股票上開期間股價急遽下跌，股價下修程度遠逾同業與大盤，並呈無量下跌狀態，投資人於該期間事實上顯無法出脫其股票，則本件授權人應各受有其買入股價與 1.49 元價差之跌價損失，且此一損害應與系爭不實財報間具有因果關係，堪以認定。至逾此部分之損害上訴人並未能舉證證明，則其主張本件損害應採「毛損益損害賠償計算方式」、以股票價值應以 0 元計算價差云云，即嫌無據，不應准許。

第二十四款 歌林案

一、　案件事實：

歌林公司董事長等於 2001 年 9 月間虛增歌林公司長期投資利益以美化財務報告；以不實虛增存貨、降低銷貨成本而提高營業毛利的方式，達到提高盈餘目標而於 2005 年 1 月間至 2006 年 2 月間，虛增歌林公司 2004 年、2005 年年度盈餘，並編製及公告不實之 2004 年年報至 2005 年年報；又於 2005 年至 2008 年 6 月間以不實調整帳載存貨方式，虛減東莞新林公司之虧損，並於 2005 年 7 月至 2007 年 12 月間將東莞新林公司存貨虛偽

[97] 同前註。

銷售予東莞元采公司，致使歌林公司虛減按權益法認列對子公司之當期虧損；又與東磅公司、呈榮公司為虛偽循環交易；又自 2004 年 12 月起至 2008 年 4 月 29 日止，陸續以東磅公司、呈榮公司名義出口貨物至南中國公司（負責人為被告陳漢榮），合計銷貨淨額為 11 億 9 仟餘萬元，該等交易流程隱匿實際銷貨對象而虛偽記載應收帳款。嗣並為避免提列呆帳或備抵呆帳而不實沖銷前開應收帳款。

二、　損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下：

（一）　原告主張：毛損益法

以各投資人之「購入股票或公司債價格」作為損害額之計算基礎。

（二）　被告主張：淨損差額法

投資人本即應就市場中之投資風險自負其責，倘如原告所主張，逕以各投資人之「購入價格」作為損害額之計算基礎，如此將導致全數投資成本及風險轉嫁由被告等承擔，如此分配，實非事理之平。且於財報不實之損害賠償案件中，投資人所受損害，應為受財報不實影響，所生「市價」與「真實價格」間之價差。況於 2008 年 7 月 14 日前，歌林公司價跌部分，顯與歌林公司財報不實無關，自不得認屬財報不實所致生之損害，而應以「淨損差額法」，減去「真實價格」計之，始屬公允。

三、　法院判決

（一）　地方法院見解[98]：

1.　損害賠償之計算：採毛損益法

我國實務多數見解，基於損害填補法理，多採毛損益法作為損害計算方法作為計算方法。本件歌林公司股票於 2008 年 7 月 14 日公告重大消息後，同年 9 月 11 日停止交易、11 月 6 日終止上市，投資人所持有之股票已無交易市值可言。再慮及國內證券市場每日交易價格設有漲跌比例限制，即便真實資訊揭露後，當日該股票之交易市價亦無法正確反應股票公平價

[98] 參閱臺灣台北地方法院 99 年度金字第 22 號判決。

格，甚至短期間亦無法充分反應完畢，投資人縱欲出售股票亦易因股票連日跌停且無交易量而無出售之機會。故本院衡酌上述各情，認本件損害金額之計算應採毛損益法，以訴訟實施授與權人買入未出售股票之價格，與起訴時之市價或真實資訊揭露後出售價格之差價作為其得請求損害賠償之計算基礎，較符合實際情況及公平原則。而歌林公司於 2009 年 3 月 27 日開始重整程序，實際負債應大於資產，且股票已終止上市，股東權益暨每股淨值為負數，訴訟實施授與權人無法依循正常管道於證券交易市場售出股票等一切情狀，認歌林公司之股票已喪失其表彰之價值，而應以 0 元作為起訴時之市價。

2. 損益相抵之計算

訴訟實施權授與人於系爭財報不實期間內有多筆買進或賣出股票時，係依先進先出法進行配對銷除，亦即訴訟實施權授與人於系爭財報不實期間內買進、復於期間內賣出的股票，並未列入本件求償範圍，本件據以求償的股票與已於系爭財報不實期間內賣出的股票，並非同一張股票，自無再予扣除賣出股票價額。況投資人買進或賣出係分屬不同投資決定，投資人賣出股票行為與不實資訊欠缺內在關聯性，亦即投資人於系爭財報不實期間內賣出股票，係有別於買進行為之另一個獨立自主處分財產行為，並非同一原因事實自無損益相抵原則之適用。

3. 與有過失之計算

又訴訟實施權授與人於公開市場購入股票後，原得長期持有股票以分配股息及儲蓄，並無因上市公司內部舞弊事件而於任一時點賣出股票降低其損失之義務。況投資必有風險，但原告並無出售持股以減輕損害之義務，只要訴訟實施權授與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，故被告等抗辯訴訟實施權授與人未能及時賣出股票，亦難歸責被告云云，亦不可採。

第二十五款 宏傳案[99]

一、　案件事實

被告宏傳電子股份有限公司翁兩傳（董事長）、廖連信（總經理）等人為製造宏傳公司年度財報獲利假象，藉虛偽進銷貨製造獲利假象及擅自變更被告宏傳公司發行公司債所募得款項用途等方式，致使宏傳公司 93 年度第 1 季、第 3 季及上半年之財務報告不實。又按詐欺市場理論，原告授權投資人之交易因果關係可受推定。且宏傳公司財報不實情形遭揭露後，有大幅下跌終至下市之情形，可認為有損失因果關係。"損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下[100]：

（一）　原告主張：應採毛損益法計算。

至本件損失因果關係，應採「毛損益法」計算損害賠償金額，較符合本案實際情況及公平原則，即不論宏傳公司股價差額係因不實財報所引起，或其他市場因素造成，均應由賠償義務人承擔股票跌價之結果。

（二）　被告主張：應採淨損差額法計算。

本件投資人所受損失應以淨損差額法計算，是投保中心應就投資人買入宏傳公司股票時之真實價格為舉證。

二、　法院判決理由

（一）　高等法院更審[101]：毛損益法，扣除賣出金額，股票價額以 0 元計算。

1. 損害賠償之計算方式：

淨損差額法雖係以市場模型及預期報酬率或實際報酬率推估股票真實價值，建立在假設之基礎上，然真實資訊揭露後，市場及投資人主觀對

[99] 臺灣臺北地方法院 95 年金字第 10 號民事判決。
[100] 臺灣高等法院 104 年金上更（一）字第 6 號民事判決。
[101] 同前註。

於此事件之可能反應，尚有各種變因，並非機械性之公式所能計算，尤其在真實資訊揭露後，該公司股價或因而連日無量跌停，甚至股票遭停止交易或終止上市，如仍認為投資人僅得請求美化資訊造成之交易價格與真實價值間之差價，無視於真實資訊揭露後對股價之衝擊，實乃低估投資人之損害，過度限縮不法行為人賠償範圍。本院基於證券詐欺訴訟之投資人非難性高[102]，尚無限縮不法行為人賠償範圍之必要，與其耗費勞力、時間、費用以財務理論去計算全然假設性且恐有爭議之真實價格，不如回歸傳統侵權行為乃填補損害之理論，並斟酌宏傳公司之不實資訊於 2005 年 1 月 21 日揭露後，自 2005 年 1 月 24 日起成交量劇烈萎縮，旋於 2005 年 2 月 22 日經法院裁定禁止股票轉讓，並於 2005 年 11 月 13 日終止上市。其在證券交易市場最後交易價格並無法充分反應該公司股票真實價值，投資人亦無充足機售出股票縮小虧損等一切情狀，認應以投資人不當交易之價格即買入價格與起訴時之市價或真實資訊揭露後出售價格之差價作為投資人得請求損害賠償之計算基礎，較符合本案實際情況及公平原則。

2. 價格之計算：

至投保中心於 2006 年 2 月 15 日起訴時之市價部分，本院斟酌宏傳公司上開帳面資產負債不實，實際負債應大於資產，股東權益暨每股淨值為負數，參以宏傳公司已無營運，可預見之未來無恢復營運之可能，且股票已終止上市，投資人無法依循正常管道於證券交易市場售出股票等一切情狀，認宏傳公司之有價證券已喪失其表彰之價值，而應以 0 元作為起訴時之市價。

3. 損益相抵之計算：

按損益相抵，係指損害賠償之債權人基於與受損害之同一原因事實並受有利益，其請求之賠償金額，應扣除所受之利益而言，此觀民法第 216 條之 1 規定自明。債權人倘非基於與受損害之同一原因事實而受有利益，

[102] 此段判決理由應為被告的非難性高，應有誤植。

自無上開規定之適用。金昌民、林志隆、第一聯合會計師事務所雖辯稱：多數投資人因於除權基準日前買進宏傳公司股票，因而獲得宏傳公司無償配發之股息而受有利益，應自本件請求金額中扣除云云。惟查，投資人係因具備宏傳公司股東身分而獲配股息，此與彼等因宏傳公司申報或公告之財務報告內容不實所受之上開損害，並非基於同一原因事實，揆諸前揭說明，自無損益相抵原則之適用。是金昌民、林志隆、第一聯合會計師事務上開所辯，亦不足取。

4. 與有過失之計算：

按損害之發生或擴大，被害人與有過失者，法院得減輕賠償金額或免除之；民法第 217 條第 1 項固定有明文。惟所謂損害之發生，被害人與有過失者，須其過失行為亦係造成該損害發生之直接原因，始足當之。如損害之發生，因加害人一方之不法行為引起，被害人縱未採取相當防範措施或迴避手段，不能因此認被害人對損害之發生亦與有過失，而有前揭過失相抵之適用（最高法院 98 年度台上字第 2157 號民事判決意旨參照）。本件如原判決附表三所示之授權投資人，迄 94 年 1 月 22 日宏傳公司財務狀況異常之重大消息揭露後，始賣出股票或持有迄今，而受有如該附表三所示之損害，業如前述。雖金昌民、林志隆、第一聯合會計師事務所抗辯：部分以融資買進宏傳公司股票之投資人，未設定停損點適時出售其股票；另有部分投資人不顧已公開之資訊，仍勇敢買進宏傳公司股票，就損害之發生與有過失，應減免伊等之賠償責任云云。惟查，個別投資人對其持有股票將來是否繼續下跌或可能上漲之不同投資判斷，可能影響其繼續持有或賣出股票之決定，投資人並無於特定時點出售持股以減輕損害之義務，尚不得以投資人未適時出售股票，遽指為損害擴大之直接原因。又宏傳公司雖於 2005 年 1 月 21 日揭露「監察人依公司法第 218 條已委託律師、會計師組成查察小組，調查公司業務及財務狀況」之重大訊息。惟在調查結果出來之前，實情如何尚不明瞭，而原判決附表三所示授權人至遲於 2005

年 1 月 21 日以前業已買進宏傳公司股票，尚難認其有何過失。是金昌民、林志隆、第一聯合會計師事務所此部分抗辯，自不足取。

（二） 最高法院[103]：部分廢棄原判決，發回臺灣高等法院更審[104]。

對原審判定不需負損害賠償責任之數名董事與監察人，最高法院認為尚非無疑，而發回更審。

（三） 高等法院更審[105]：未論及損害賠償計算，僅就最高法院發回部分審理。

第二十六款 豐達案

一、 案件事實：

被告豐達公司發佈之 2001 年度財務報告、2002 年度至 2004 年度第 3 季各期財務報告有虛列對美國 PENN ENGINEERING & MANUFACTURINGCORP.之應收帳款、虛列與依洛克公司、創矩公司等人頭公司交易應收帳款、銷貨收入及營業成本、虛列存出保證金，並於 2002 年第 3 季至 2004 年上半年度各期之財務報表虛列「現金或約當現金」、2002 年度財務報告虛列未完工程 32,000,000、2003 年第 3 季起至 2004 年半年度財務報告隱匿為 NAFCO investment 公司設質及提供背書保證之事實等等之不實記載情事。

二、 損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下：

（一） 原告主張：採毛損益法。

以買價減原告受理求償登記之 94 年 8 月豐達公司平均股價 2.5 元，依毛損益法計算

（二） 被告主張：不應採取毛損益法。

英美法上僅針對故意或重大過失之被告適用毛損益法計算其賠償責

[103] 最高法院 106 年台上字第 2428 號民事判決。
[104] 臺灣高等法院 108 年度金上更二字第 14 號民事判決。
[105] 同前註。

任，被告潘婉玲並無重大過失，原告主張以毛損益法計算，並無理由。又證券交易市場之股價瞬息萬變，影響股價之因素眾多，並非單一因素，本不宜以原告授權人買價與賣價之差額認定為原告損害，否則不僅對被告有失公平，賠償金額亦將因原告出售股票之時點不同，而發生變動。而原告所提不實資訊揭露後 90 個營業日收盤平均價，為美國私人證券訴訟改革法之規定，於我國並不適用，且美國法依此計算之結果亦係賠償金額之上限，而非賠償金額，是縱認本件損害金額之計算有該規定之適用，計算原告授權人之損害時，亦應扣除財報不實期間之自然跌價損失，始為合理且適法。

三、　法院判決

（一）　地方法院見解[106]：

認採毛損益法已有要求行為人就非其造成之損害負責之虞，故採淨損差額法，並參考美國法以「更正不實消息之日起 90 天該證券平均收盤價格」定賠償金額之上限。

關於物之喪失或損害，請求金錢賠償，因損害賠償之目的在於填補所生之損害，其應回復者，並非原來狀態，而係應有狀態，亦即被害人所給付之對價與真正之消息在交易時為市場所知悉時之證券應有之真正價值之差距，方為被害人所得請求填補之損害。真實價格乃指若無詐欺因素影響，股票原應有的價值，也就是把詐欺因素的影響，從股價抽離，還原其價值，參酌最高法院 102 年度台上字第 1294 號判決廢棄發回意旨：「證券交易市場顯現之財務資訊會因陸續申報公報之財務內容有所變動，所反映之市場股價會有不同，真實價格亦為與時調整...」及 1995 年美國國會通過私人證券訴訟改革法（Private Securities Litigation Act of 1995），在 1934 年證券交易法增訂第 21D 條第（e）項規定，以「更正不實消息之日起 90 天該證券平均收盤價格」定賠償金額之上限，且係為避免更正消息宣佈後，

[106] 參閱臺灣臺北地方法院 95 年度 金 字第 18 號判決。

引起恐慌性賣壓，因而以 90 天之期間讓股價回復正常，以消除更正消息後市場因素之影響；而豐達公司財報不實消息爆發日前一日股價為 8.7 元，消息爆發後 90 日之營業日平均收盤價為 3.06 元（扣除 2004 年 11 月 1 日至 2005 年 1 月 20 日停止交易期間），應可認本件財報虛偽部份去除後，市場價格與真實價格之價差為每股 5.64 元。又以授權人購買時之買價與當時真實價格之價差每股 5.64 元計算時，無庸慮及授權人事否同時擁有數帳戶，是否融資融券購買，亦可消除購買後股價自然漲跌之因素，是本院審酌上情，認以每股 5.64 元之價差此作為本件授權人購買股票時購買價與真實價格之價差，計算本件訴訟實施權授與人請求賠償之股數於其購買時之損害，應較合理。至原告固主張依毛損益法計算本件授權人得求償之金額，惟股價下跌之損失，固有由於財務報告不實之詐欺因素所造成者，亦有由於詐欺以外等其他市場因素造成者，此種損失是否均得請求賠償，而毛損益法者，係不論差額是因不實財務報告引起或其他市場因素所造成，賠償義務人均應承受股價下跌之結果而負責賠償，已有要求行為人就非其造成之損害負責之虞，且被告豐達公司仍持續穩健經營中，原告之授權人仍為公司股東，股東權益仍存，股票仍有經濟價值，故本院認以毛損益法計算本件損害，並不合理。

所謂損害之發生，被害人與有過失者，須其過失行為亦係造成該損害發生之直接原因，始足當之。如損害之發生，因加害人一方之不法行為引起，被害人縱未採取相當防範措施或迴避手段，不能因此認被害人對損害之發生亦與有過失，而有前揭過失相抵之適用。個別投資人對於是否繼續持有或賣出股票，取決於其對股價未來漲跌之主觀判斷，是投資人並無於特定時點出售持股以減輕損害之義務，自不得以投資人未適時出售股票，遽指為損害擴大之直接原因，被告此一抗辯，自無足取。

（二） 高等法院見解[107]：

[107] 參閱臺灣高等法院 103 年度 金上 字第 17 號判決。

採淨損差額法，參酌證交法第 157 條之 1 第 3 項以不實消息爆發後 10 個營業日收盤平均價格為真實價格。

欲認定其等因此所受之損害，必先確認其等所持有之股票除去該不實因素後之真實價值。惟證券交易市場所反應之股票價格影響因素甚眾，除各該股票發行人之公司經營績效、資產負債等基本面影響外，亦受大環境景氣、短期之天災或意外事件致經濟面或投資人心理層面，甚或其他人為操作等其他市場因素影響，如不排除上開其他市場因素，純以股票持有人購入股票時之價格與財報不實消息爆發後之差價作為投資人因財報不實所受之所受之損害（即毛損益法），顯有失真。然上開其他足以影響股票價值之市場因素，實際上無法逐一詳予認定（即淨損差額法實際上難以認定），且公司股票之交易價格，尚受投資人心理因素之影響，即財報不實消息更正後，常引起恐慌性賣壓，股價跌幅往往超過不實資訊對股價真正之影響。本院參酌證交法第 157 條之 1 第 3 項規定，已明定以內線消息公開後 10 個營業日收盤平均價格擬制為該股票不受內線消息影響之真實價值，則本院認同為認定股票不受不實財報消息影響之真實價值，亦得援引該法理以適用之。是本院認應以其等所持豐達公司發行之股票於該不實消息爆發前之收盤價，與不實消息爆發後 10 個營業日收盤平均價格之差額，為認定其等因此所受之損害。

豐達公司發行之股票於系爭財報不實消息爆發前收盤價為每股 8.7 元，不實消息爆發後 10 個營業日收盤平均價格為每股 6.049 元……則據此計算附表一所示之授權人因附表 A 財報不實所受之損害如附表一損害額欄所示，共計 145 萬 5,399 元。

（三） 最高法院見解[108]：

認為高院未區分內線交易與財報不實對股價之影響即參酌證交法第 157 條之 1 第 3 項為真實價格之認定尚嫌速斷。

[108] 參閱最高法院 106 年度 台上 字第 2400 號判決。

查在公開發行股票市場，公司資訊為影響股價之重要因素。合理投資人會留意公司財務報告，資為投資判斷基礎。公司營收及持有現金多寡為財務報告之重要內容，倘有虛增，勢將影響投資判斷而扭曲股價，使投資人以不相當之價格，從公開市場取得股票而受損害。財報不實所生之損害，不論係採毛損益法或淨損差額法，皆以「投資人購買股票之價格」與該股票「公平價格」之差額為計算基準。兩者最大之差別，在於計算「公平價格」之方式不同。淨損差額法以投資人當初交易時之「真實價值」為公平價格；毛損益法則以詐欺情事被揭露時之市價或於揭露後合理期間內投資人再出售之市價為公平價格。衡以公司因經營不如預期，始有製作不實財報必要，通常經相當時日，不實財報始被揭露之常情，則該揭露前 1 日之公司體質及影響股價之市場因素或其他因素，是否與投資人購買股票之日相同？該日之收盤價是否與投資人購買日之價格相當，洵非無疑，自待調查釐清。原審未區辨財報不實與內線交易對股市價格影響之程度及期間，亦未說明財報不實影響股價對投資者產生之損害與內線交易所致之損害是否相當，遽援引證券交易法第 157 條之 1 第 3 項有關內線交易之規定法理，以「不實消息爆發前 1 日之收盤價每股 8.7 元」與「不實消息爆發後 10 個營業日收盤平均價格每股 6.049 元」之差額，計算投資人所受之損害，未免速斷，並據為投資人所受損害均獲填補之認定，為上訴人不利之判決，自有違誤。

（四） 高院更一審見解[109]：採淨損差額法，真實價格兼採不實消息揭露後 60 個營業日平均收盤價格與類股指數比較法。

關於股價損害，雖有「毛損益法」及「淨損差額法」之分，前者係以買進股票之價格，扣除股票於詐欺情事被揭露時之市價或於揭露後合理期間內投資人再出售之市價為計算之依據，後者以投資人買價與該股票交易時真實價格之差額為計算基準。惟證券交易市場所反應之股票價格影響因

[109] 參閱臺灣高等法院 108 年金上更一字第 13 號民事判決。

素甚眾，除各該股票發行人之公司經營績效、資產負債等基本面影響外，亦受經濟景氣、短期之天災或意外事件致經濟面或投資人心理層面，甚或其他人為操作等其他市場因素影響，如不排除上開其他市場因素，純以股票持有人購入股票時之價格與財報不實消息爆發後之差價作為投資人因財報不實所受之損害(即毛損益法)，顯有失真，故本院認以「淨損差額法」即投資人實際購買價格減去股票真實價格之差額計算之，始為合理，但若投資人嗣後實際出售價格高於股票真實價格，則以實際購買價格與實際出售價格之差額計算其損害額，方為公允。又所謂「真實價格」，係指若無詐欺因素的影響，股票所應有之價值。參酌證交法第 157 條之 1 關於「內線交易」以不實消息公開揭露後 10 個營業日收盤平均價格為計算差價基準、美國法例以不實消息更正日起 90 日平均價格擬制為「真實價格」、財報不實消息揭露後經 60 個營業日，豐達公司股價走勢趨於平穩，本院認以豐達公司財報不實消息揭露後 60 個營業日平均收盤價格(扣除停止交易期間)，再依消息爆發日類股指數與該財報期間平均類股指數之變動比例，回推擬制作為計算附表壹之一所示授權人購買豐達公司股票期間之「真實價格」，應屬妥適。又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 項前段亦有相同旨趣之規定，是本件有關授權人買進豐達公司股票所受之損害，應依「先進先出法」之配對銷除方式計算其求償之股數，亦即先買進之股票先行賣出，依此配對計算其等求償之股數，自屬合理。

損益相抵，係指損害賠償之債權人基於與受損害之同一原因事實並受有利益，其請求之賠償金額，應扣除所受之利益而言，此觀民法第 216 條之 1 規定自明。是債權人倘非基於與受損害同一原因事實並受有利益，自無上開規定之適用。授權人於財報流通期間縱有賣出豐達公司股票而獲利，然係出於其個人就股票交易市場及投資理財規劃等之判斷，況財報流通期

間，斯時財報不實消息尚未經揭露，則授權人於該段期間買賣豐達公司股票，其買價、賣價均同受財報不實之影響而被墊高，該墊高部分經相扣抵後，授權人縱有獲利乃因不實財報以外其他因素所造成，應與財報無涉。遑論授權人獲利原因，係基於買賣及處分股票所得對價利益而產生，亦非直接基於本件財報不實之同一原因事實所引起。再者，授權人於除息基準日前買進豐達公司股票而取得無償配發股息，乃係本於豐達公司股東身分獲配股息，與其因財報不實所受損害，亦非同一原因事實，揆諸前揭說明，本件自無損益相抵原則之適用。

第二十七款遠航案

一、　案件事實：

被告遠航公司於 2005 年間，因公司營運欠佳，股票淨值即將低於 5 元，乃為提升股票淨值，避免遭列入全額交割股，自同年 2 月間起 2007 年底為止，陸續由與訴外人柬埔寨商吳哥航空公司（Angkor Airways，下稱吳哥航空）等訂定諸多虛偽契約。嗣將虛偽契約所生虛偽營收，持續記入被告遠航公司帳上，再據以編製、公告被告遠航公司 2005 年第 2 季至 2007 年第 3 季財報（即系爭財報），使系爭財報所載營收，出現不實虛增營收情形。被告遠航公司透過上開不實財務操作，掩飾公司營運欠佳實況，製造繼續經營假象，而系爭授權人因見公司前景猶尚可期，乃陸續買入被告遠航公司股票。於買入之際，已受既有不實財報詐欺；持股期間，又因不實財報接連更新，遭該陸續公告之不實財報詐欺，致陷錯誤而繼續持有，未能適時處分股票。2008 年 2 月 12 日，被告遠航公司再難周轉，支票跳票，雖於翌日澄清公司財務等狀況無虞，惟董事會仍於同年月 14 日決議聲請重整，變更交易方式，弊案旋遭揭露、爆發。

二、　損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下：

（一）　原告主張：毛損益法

損害計算方式，應採「毛損益法」計算，即以取得被告遠航公司股票金額：1.倘於財報不實爆發後賣出，減去賣出股票之金額；2.如仍持有者，因被告遠航公司嗣以減資、發放畸零股款方式，致系爭授權人均喪失股東身分，應以減去該畸零股款方式計算。

倘授權人有多數買賣交易，以「先進先出法」即先購入之股票先出售方式銷除股數計算。

（二） 被告主張：淨損差額法

賠償義務人對系爭授權人應負賠償範圍，既係回復系爭授權人至未有侵害事實之應有狀態，則損害賠償計算方式，應採「淨損差額法」，即以「股票購買價格」減去「股票真實價格」之差額，用以計算賠償金額，始為合理。

三、 法院判決：

（一） 地方法院見解[110]：

1. 損害賠償之計算：基於保障投資人、民訴舉證法理之意旨出發採取毛損益法。

「淨損差額法」中所謂「真實價格」應如何決定，法無明文規定，且屬財務學上擬制之價格，責由請求權人證明舉證證明確實數額，或具重大困難，或有不能證明情事。依證交法「發展國民經濟，並保障投資」之立法本旨（證交法第 1 條規定參照）；證交法第 20 條 3 項、第 20 條之 1 就「證券詐欺」、「資訊不實」，關於投資人保障採嚴格責任之立法政策；證券市場之特性；暨民事訴訟法關於「證明度降低」、「表見證明」、「武器平等原則」等法理，倘請求權人因證券詐欺、財報不實而受有損失（諸如：買進股票與賣出股票差價損失、買進股票嗣公司破產、倒閉所受損失、買進股票嗣股份經以畸零股款銷除等差額損失），應推定請求權人之「毛損失」均屬得請求之損害賠償範圍。賠償義務人倘抗辯損害賠償應以「淨損差額

[110] 參閱臺灣臺北地方法院 99 年金字第 6 號民事判決。

法」計算，就「真實價格」或「應排除之其他因素；排除之確切比例、金額或方法」，應負提出確實反證之責任，不得僅以賠償義務人之泛詞指摘，遽為有利賠償義務人之認定。

系爭授權人因取得股票，①扣除於 2008 年 2 月 15 日、同年月 22 日、2011 年 10 月 13 日賣出款項；②復扣除 2011 年、2016 年減資退還畸零股款，系爭授權人就各財報所受之價差損失後；③茲復扣除系爭授權人各應分配之和解金額，系爭授權人之總損失金額，乃如附表十「扣除後得請求金額」所示。

2. 與有過失之計算：

個別投資人對於是否取得股票、繼續持有股票或賣出股票，乃取決於其依相關資訊（包括不實資訊）對於投資展望之主觀判斷，投資人並無於特定時點出售持股，減輕損害；或於特定時點不得取得持股，防免損害之義務，當難認投資人未及時出售持股，或於特定時點取得持股，乃屬損害發生或擴大之原因。更況，如課予投資人適時出售其持股，或於特定期間不得取得持股之義務，將致不法行為人得因市場自然風險，享有免除或減輕責任之不公平現象，職此，於證交法第 20 條、第 21 條之 1 所定『證券詐欺』與『財報不實』賠償責任，僅須投資人係善意且因此受有損害即受保護不因未及時出售持股，或於特定期間取得持股而減輕保障。再者，系爭授權人損害之發生，係由公司內部人、關係人不法行為引起，系爭授權人縱未採取相當防範措施或迴避手段，亦不能認對損害之發生與有過失，而有過失相抵之適用。

3. 損益相抵之計算：

損益相抵部分，系爭授權人因取得如附表六「以先進先出法消除股份後保留股數」之股份所受損害，暨其等於取得該等股份前，於系爭財報期間買賣被告遠航公司股票取得之利益，顯屬不同投資交易，亦本於相異之交易判斷所為，當非基於同一原因事實所生，自無損益相抵原則適用。

（二） 高等法院見解：[111]

1. 損害賠償之計算：與地院同，基於保障投資人、民訴舉證法理之意旨出發採取毛損益法。

原審判決扣除於 2008 年 2 月 15 日、同年月 22 日、2011 年 10 月 13 日賣出款項，計算後如原審判決附表 6「取得成本欄」、附表 8 所示；扣除 2011 年、2016 年減資退還畸零股款，授權人就各財報所受之價差損失後，如原審判決附表 9「季別損失」欄所示；復扣除授權人各應分配之和解金額，授權人之總損失金額，如原審判決附表 10「扣除後得請求金額」所示，認授權人得依毛損益法計算，請求應負責任者賠償，其結果如本判決附表 1 請求金額一覽表所示（即原審判決主文及其附表 12 至 19 之內容），並無違誤。

2. 與有過失、損益相抵之計算。

與有過失、損益相抵部分同地方法院。

第二十八款 普格案

一、 案件事實[112]：

凱柏公司（原名為普格）2009 年度之每股盈餘新臺幣 0.26 元，已較前期大幅衰退 52.72%，2010 年度由盈轉虧，稅後每股盈餘-3.93 元，2011 年間，凱柏公司營運、獲利 狀況及股價持續疲弱，且凱柏公司先前發行之國內第二次有擔保可轉換公司債即將到期，李銘（總經理）與黃志成（財務長）因承受董事會、股東等各方壓力，乃設法增加凱柏公司業績以改善凱柏公司營運狀況及股價，並清償凱柏公司向銀行之借款及籌措凱柏公司營運資金，後以假交易模式需增凱柏公司營業額。

黃志成等人，為逢高行使普格三可轉債選擇權，乃謀議炒作拉抬凱柏公司股票價格，共同基於抬高凱柏公司股票交易價格及製造凱柏公司股票

[111] 參閱臺灣高等法院 108 年金上字第 7 號民事判決。
[112] 參閱臺灣臺北地方法院 103 年度 金 字第 29 號判決。

交易活絡假象，以誘使其他投資人買賣該檔股票之犯意聯絡，使用本人或人頭帳戶，自 2012 年 3 月 1 日起至同年 7 月 30 日止，以電子下單或利用前開帳戶名義人，委託不知情之營業員，連續以高於委託當時之揭示價、漲停價買入凱柏公司股票（共 79 個營業日），或以低於委託當時之揭示價、跌停價賣出凱柏公司股票（共 49 個營業日），而影響凱柏公司股票於櫃買中心之交易價格，拉抬該公司股價從 2012 年 3 月 1 日之每股 13.7 元上漲至 2012 年 7 月 30 日之 25.3 元，期間最高價達 30.45 元（2012 年 4 月 13 日），漲幅高達 84.67 ，悖離同期間同類股（半導體類）跌幅 17.59%及大盤指數跌幅 14.9% 甚多，明顯影響凱柏公司之股票交易價格。

二、 損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下：

（一） 原告主張：以淨損差額法計算(純粹淨損益法)，並以不實財報消息爆發日後十個營業日收盤平均價 9.34 元為擬制之真實價格。

1. 財報不實部分：

(1) 善意買受人之計算式：

以投資人買入凱柏公司股票之「買進價格」減「真實價格」計算其所受損害，並以不實財報消息爆發日後十個營業日收盤平均價，即 2012 年 10 月 25 日後十個營業日收盤平均價 9.34 元為擬制之真實價格。至該投資人若有於不實財報期間內賣出凱柏公司股票者，不論該等股票是否係於不實財報期間內買入，均以「賣出價格」減「真實價格」計算其所獲利益，並就前開損害及利益作損益互抵。

(2) 善意持有人之計算式：

以不實財報期間之平均收盤價 20.76 元扣除上開所擬制之真實價格 9.34 元，計算持有人之每股定額損害為 11.42 元。

2. 操縱市場部分：

被告等操縱凱柏公司股價之行為，扭曲正常之市場價格機制，致投資人以不適正之價格買入凱柏公司股票，而蒙受其買入價格與真實價格間之

差價損失，亦即本件授權人等於以遭扭曲之不實價格買入凱柏公司股票時，損害即已發生，故以授權人買入凱柏公司股票價格與真實價格（後十日均價 9.34 元)之差額，乘以授權人所買入股數，為所受損害數額計算之依據。

（二） 被告主張：應將不同侵權行為所致損害賠償分別計算，未主張他法計算。

原告聲明請求之損害賠償金額將前述乙部分操縱股價及甲部分財務報告不實，二者合併計算，惟操縱股價及財務報告不實係分屬不同之侵權行為，造成之損害範圍亦不相同，縱依民法第 185 條規定，亦係針對同一之侵權行為始有連帶責任可言，原告應將各該不同侵權行為類型造成之損害範圍分列計算，始符合起訴內容主張之不同原因事實及不同計算方式。

三、 法院判決理由

（一） 地方法院：採淨損差額法(純粹淨損益法)，真實價格以事件後十日平均收盤價 9.34 為擬制價格。

1. 財報不實部分

淨損差額法所謂「股票真實價格」究應如何決定，法無明文規定，本院斟酌股票交易在每 1 分甚或每 1 秒之交易價額均有差異，此項損害之計算，如仍責由請求權人即授權人等 184 人舉證證明其確實數額，顯有重大困難。所謂真實價值係指凱柏公司公布正確財務報告時，市場對於該公司股票之交易價格。惟因該交易價格從未為真實存在過，故僅能以人為方式模擬求得其存在。而原告主張以凱柏公司不實財報消息爆發日後 10 個營業日即 2012 年 10 月 26 日起至 2012 年 11 月 8 日止之收盤平均價格為 9.34 元作為擬制之真實價格等語，應足以反應該股票實際價值。善意買受人部分，以授權人買入凱柏公司股票之「買進價格」- 「擬制真實價格」計算其所受損害總金額如附表一 A 欄所示。本件善意買受人範圍為：①自 101 年 2 月 10 日（即 101 年 1 月份月營收公告日）起至 101 年 10 月 25 日（即普格公司公告重大訊息日）止期間買入凱柏公司股票。②且於扣除

前開期間內賣出凱柏公司股票所獲利益後，仍受有損害者。另善意持有人範圍係：①自 95 年 1 月 13 日起至 101 年 2 月 9 日止之期間買入凱柏公司股票。②且上開股票於該公司不實財報期間繼續持有，而於 101 年 10 月 26 日後始賣出或迄今仍持有之投資人。另關於善意持有人部分，亦採淨損差額法，以不實財報期間平均收盤價 20.76 元為基準，減去擬制真實價格 9.34 元，計算每人每股定額損害為 11.42 元，授權人名單及此部分所受損害金額如附表一 B 欄所示。

2. 操縱市場部分：

附表一 A 欄所示授權人自得依前揭規定請求被告連帶賠償，原告之主張，自屬有據，應予准許。

（二） 高等法院：目前上訴審理中。

表 2-1 財報不實計算方式之判決統整表

	案名	地方法院	高等法院	最高法院	高院更一審	最高法院	高院更二審
1.	**勁永案**	毛損益法	毛損益法				
2.	**訊碟案**	毛損益法	毛損益法	發回高院	淨損差額法	發回高院	和解後撤回起訴
3.	**金雨案**				毛損益法	發回高院	已和解
4.	**聯豪案（優力公司為原告之刑事附帶民事訴訟）**				以市場上股票下跌比例換算私募損害		
5.	**雅新案**	淨損差額法	毛損益法				
6.	**久津案（公司債）**				毛損益法		
7.	**邰港案**		毛損益法	發回高院	更審中		
8.	**新泰伸案**	毛損益法	毛損益法	審理中			
9.	**博達案**		毛損益法		毛損益法	發回高院	
10.	**和旺案**	淨損差額法	審理中				
11.	**正義案**	毛損益法	毛損益法	發回高院	毛損益法		
12.	**名鐘案**	淨損差額法				審理中	
13.	**聯豪案（投保中心為**	毛損益法					

	案名	地方法院	高等法院	最高法院	高院更一審	最高法院	高院更二審
	原告）						
14.	宏億案	毛損益法	毛損益法(先進先出)			審理中	
15.	科風案	淨損差額法	審理中				
16.	欣煜案	毛損益法					
17.	興航案	淨損差額法(純粹淨損益法)	審理中				
18.	智盛案		毛損益法	發回高院	更審中		
19.	綠能案	淨損差額法(純粹淨損益法)	淨損差額法(純粹淨損益法)	發回高院	更審中		
20.	邦泰案		毛損益法	審理中			
21.	駿熠案	毛損益法	審理中				
22.	協和案	毛損益法	毛損益法				
23.	仕欽案				淨損差額法		
24.	歌林案	毛損益法					
25.	宏傳案				毛損益法	發回高院	未論及
26.	豐達案	淨損差額法(擬制買賣價)	淨損差額法(擬制買賣價)	發回高院	淨損差額法(類股指數比較法)		
27.	遠航案	毛損益法	毛損益法				

	案名	地方法院	高等法院	最高法院	高院更一審	最高法院	高院更二審
28.	**普格案**	淨損差額法(純粹淨損益法)	審理中				

出處：研究團隊製作

以目前最高審級為統計資料

毛損益法：18 件

淨損益法：9 件

其他：1 件

表 2-2 財報不實採取先進先出計算之判決統整表

	案名	地方法院	高等法院	最高法院	高院更一審	最高法院
1.	**金雨案**				毛損益法（先進先出）	發回高院已和解
2.	**雅新案**	淨損差額法	毛損益法（先進先出）			
3.	**新泰伸案**	毛損益法(先進先出)	毛損益法（先進先出）	審理中		
4.	**博達案**		毛損益法（先進先出）		毛損益法（先進先出）	審理中
5.	**欣煜案**	毛損益法（先進先出）				
6.	**智盛案**		毛損益法（先進先出）	發回高院	更審中	
7.	**駿熠案**	毛損益法（先進先出）				
8.	**歌林案**	毛損益法（先進先出）				
9.	**豐達案**	淨損差額法	淨損差額法	發回高院	淨損差額法（先進先出）	
10.	**宏億案**	毛損益法（先進先出）				

出處：研究團隊製作

27 件中 11 件採取先進先出法，其中有 10 件為毛損益法，僅 1 件為淨損差額法。

表 2-3 財報不實採取損益相抵、與有過失之判決統整表

以各案中有提及損益相抵、與有過失之最高審級為統計

	案名	是否適用損益相抵？	是否適用與有過失？
1	**勁永案**	V	
2	**訊碟案**		X
3	**訊碟案**		X
4	**雅新案**	X	X
5	**邰港案**	X	
6	**新泰伸案**	X	
7	**博達案**	X	
8	**正義案**	V	
9	**名鐘案**	X	X
10	**聯豪案**		X
11	**宏億案**		X
12	**科風案**	X	
13	**欣煜案**	X	X
14	**興航案**		X
15	**歌林案**	X	X
16	**宏傳案**	X	X
17	**豐達案**	X	X
18	**遠航案**	X	X

V：有適用 X：無適用 斜線：未提及

出處：研究團隊製作

第三項 評析

關於財報不實之損害賠償責任範圍，以下就法院判決及學者主張的觀點分析如下。

第一款 法院判決

一、 損害賠償額的計算

關於損害賠償額的計算，透過前述法院相關判決的介紹，有採毛損益法，亦有採淨損差額法，但採前者居多，惟近期內已逐漸偏向採淨損差額法。

在採毛損益法之法院判決理由中通常會表示「基於證券詐欺投資人之非難性高，尚無限縮不法行為人賠償範圍之必要，與其耗費勞力、時間、費用以財務理論去計算全然假設性且恐有爭議之真實價格，不如回歸傳統侵權行為乃填補損害之理論」，從而認為賠償之金額應為「投資人不當交易之價格即買入價格與起訴時之市價或真實資訊揭露後出售價格之差價作為投資人得請求損害賠償之計算基礎，較符合本案實際情況及公平原則」。亦即毛損益法之計算，在「買貴了」的情形，係以真實資訊揭露時證券持有人當初受不實資訊影響時的買入價格與實際出售價格計算賠償金額，但證券持有人起訴時尚未出售證券者，則以起訴時之市價作為擬制的出售價格來計算賠償金額，亦有法院以投保中心辦理該求償案之公告受理日之前一個月平均收盤價格為擬制出售價格來計算賠償金額（例如邦泰案）。

採淨損差額法者，係將投資人求償範圍限於被告詐欺行為所致之損害，而以投資人買賣之價格與證券真實價格之差額來計算賠償金額。惟關於證券真實價格如何判斷，法院看法不一，有援引證券交易法第 157 條之 1 第 3 項以「消息公開後 10 個營業日收盤平均價格之差額」計算之，亦有法院參酌美國 1995 年私人證券訴訟改革法（Private Securities Litigation Act of 1995），以更正不實消息之日（不實消息公開日）起 90 日平均價格擬制為

「真實價格」，來作為計算投資人損害的基準。此外，尚有以類股指數比較法來計算真實價格，即是在「買貴了」的情形下，於真實資訊揭露後扣除比相同類股超跌的價格來擬制真實價格，或依消息爆發日（更正日）類股指數與該財報不實期間平均類股指數之變動比例回推擬制「真實價格」，進而計算應賠償金額。除了擬制真實價格外，亦有法院並非以投資人實際買價來與擬制真實價格計算賠償金額，而是將不實資訊下的市場價格來與擬制真實價格間之價差作為計算賠償金額的基礎，例如豐達案一審判決即以「豐達公司財報不實消息爆發日前一日股價為 8.7 元，消息爆發後 90 日之營業日平均收盤價為 3.06 元（扣除 2004 年 11 月 1 日至 2005 年 1 月 20 日停止交易期間），應可認本件財報虛偽部份去除後，市場價格與真實價格之價差為每股 5.64 元」，豐達案二審判決以「豐達公司發行之股票於系爭財報不實消息爆發前收盤價為每股 8.7 元，不實消息爆發後 10 個營業日收盤平均價格為每股 6.049 元……則據此計算」，普格案一審判決則分善意買受人及善意持有人，善意買受人係以實際買進價格與擬制真實價格來計算賠償金額，而善意持有人則是「以不實財報期間平均收盤價 20.76 元為基準，減去擬制真實價格 9.34 元，計算每人每股定額損害為 11.42 元」。

另外，在淨損差額法中發展出以財報不實期間買進、賣出交易之損益相抵的純粹淨損益法，此為投保中心近年來的主張，係指賠償請求權人於不實期間內所有買進證券之買價與真實價格的差價，與不實期間內所有賣出證券之賣價與真實價格的差價，兩者進行損益相抵後來計算賠償金額，例如普格案（臺北地方法院 103 年度金字第 29 號民事判決）、綠能案（臺北地方法院 104 年金字第 25 號、臺灣高等法院 106 年金上字第 17 號民事判決）。

二、　是否損益相抵

所謂損益相抵，係指損害賠償之債權人基於與受損害之同一原因事實並受有利益，其請求之賠償金額，應扣除所受之利益而言，此觀民法第 216

條之 1 規定自明，故若債權人倘非基於與受損害同一原因事實並受有利益，自無上開規定之適用（最高法院 92 年度台上字第 803 號判決要旨參照）。對於計算損害賠償額時是否可主張損益相抵，絕大多數有探討此法律爭點之法院判決採否定看法。

採否定看法者，例如：雅新案的高院判決中表示「授權人買進雅新公司股票時，該股票股價已因不實財報而被灌水，則其等之購入成本已被墊高，嗣後在不實資訊尚未被揭露前將部分持股亦係以灌水股價賣出而獲利，則其等在股價灌水期間買賣股票而獲利，乃導因於市場或產業其他因素，並非因財報不實所致，不應予以扣除」、新泰伸案的高院判決中表示「投保中心之授權人於不實財報期間縱有買賣新泰伸公司股票而獲利，係出於其就股票交易市場及投資理財規劃等之判斷，且其等獲利原因係基於買賣及處分股票所得對價利益而產生，並非直接基於本件不實財報之同一原因事實所引起……，故本件無損益相抵之適用」、歌林案的地院判決中表示「投資人買進或賣出係分屬不同投資決定，投資人賣出股票行為與不實資訊欠缺內在關聯性，亦即投資人於系爭財報不實期間內賣出股票，係有別於買進行為之另一個獨立自主處分財產行為，並非同一原因事實自無損益相抵原則之適用」等。

採肯定看法者，例如勁永案一、二審判決，一審認為「原告上開 3 萬股股票之買賣固受有 35 萬 870 元之損害，但原告自 2004 年 3 月 26 日起至 2005 年 3 月 16 日之買賣勁永公司之股票，則分別受有 4 萬 5,000 元、5,000 元、與 45 萬 4,500 元之獲利（細目參閱附表一所示），則虧損與獲利相抵，原告於被告製作不實財報期間因買賣勁永公司之股票實際上係獲利 15 萬 4,130 元，並未因被告編製不實財務而受有損害」、二審亦認為「應以受不實財報影響期間內，即自 2004 年 3 月 26 日起至 2005 年 3 月 16 日止，所買賣之全部勁永公司股票為計算基礎，並依上述損益相抵之規定，將該期間內交易所獲之利益自所受之損害額中扣除後，始為上訴人所受之

損害」。又若採純粹淨損益法亦是具有損益相抵的結果。此外，正義案的高院判決中表示「因透過重整，正義公司股票業已具有每股 10.73 元之淨值，自應計算並予扣除，始符公允，否則第一、二上訴人一方面得主張執有正義公司股票之權益，另一方面於本訴中請求應負賠償責任者負全部買進股票之損失，將有得利之嫌，故應有損益相抵原則之適用」。惟應注意，本判決與其他持否定看法之判決存有很大的差異，前述持否定看法之判決係針對資訊不實期間賠償權利人有買進、賣出證券時，認為其係分別基於不同原因事實進行交易，故無損益相抵的適用，但正義案的賠償權利人於起訴時未售出證券，法院採毛損益法以起訴時的市價作為擬制出售價格來計算賠償金額，而起訴時市價公司淨值為零，故股票價格為零，然而正義因透過重整，股票業已具有每股 10.73 元的淨值，從而對賠償權利人未售出而尚持有之股票因其價值的回升，法院認為對此部分之股票應有損益相抵原則的適用。

三、　是否與有過失

民法第 217 條第 1 項規定，損害之發生或擴大，被害人與有過失者，法院得減輕賠償金額或免除之，惟所謂損害之發生，被害人與有過失者，須其過失行為亦係造成該損害發生之直接原因，始足當之；如損害之發生，因加害人一方之不法行為引起，被害人縱未採取相當防範措施或迴避手段，不能因此認被害人對損害之發生亦與有過失，而有前揭過失相抵之適用（最高法院 98 年度台上字第 2157 號民事判決意旨參照）。

對於財報不實，是否可能存在賠償權利人與有過失，而得減輕賠償義務人責任，於前述法院判決若有探討此法律爭點者，均採否定看法，例如：雅新案的高院判決中表示「無任何法律規定受害之投資人有於一定期間出售持股之義務，蓋股票為投資、儲蓄工具之一，投資人於公開市場購入股票後，原得長期持有股票以分配股息及儲蓄，並無因上市公司內部舞弊事件而有於任一時點賣出股票降低其損失之義務，是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」、久津案高院更審判決中表示「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.....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公司債，以減少損失，難認其負有過失責任」、宏傳案高院更審判決中表示「投資人並無於特定時點出售持股以減輕損害之義務，尚不得以投資人未適時出售股票，遽指為損害擴大之直接原因」、遠航案的地院判決中表示「個別投資人對於是否取得股票、繼續持有股票或賣出股票，乃取決於其依相關資訊（包括不實資訊）對於投資展望之主觀判斷，投資人並無於特定時點出售持股，減輕損害；或於特定時點不得取得持股，防免損害之義務，當難認投資人未及時出售持股，或於特定時點取得持股，乃屬損害發生或擴大之原因.....系爭授權人縱未採取相當防範措施或迴避手段，亦不能認對損害之發生與有過失，而有過失相抵之適用」等。

第二款 學者觀點

對於財報不實之損害賠償額的計算，以下以表格方式整理國內學者對此議題的分析。

表 2-4 學者見解之損害賠償額計算表

學者	計算方式	理由（原文摘錄）
莊永丞[113]	毛損益法 1. 以詐欺事實揭露時之市價為損害計算基準，始能貫徹證交法的規範目的。 2. 淨損差額法去估算一個擬制的真實價格有高	應以原告對於系爭股票之「不當購買價」或「不當出售價」與該股票之「差額」，作為原告可得求償之金錢損害。.....本文主張我國宜採用毛損益法的定義。 毛損益法的公平價格，係指被告詐欺情事被揭露時之市價或於揭露後合理期間內原告再為出賣之市價以為決定。（頁172）

[113] 參閱莊永丞，論證券交易法第二十條證券詐欺損害賠償責任之因果關係，中原財經法學，8 期，頁 172，2002 年 6 月。

學者	計算方式	理由（原文摘錄）
	度困難與爭議。	
劉連煜[114]	1. 區分適用以被告之不法行為係屬故意或過失，分別採用毛損益法或淨損差額法。[115]（不以單一適用某以特定計算方法為必要，以各不法行為係出故意或過失分別採用，以求其平。） 2. 針對淨損差額法中真實價格，綜合美國法上之事件研究法和指數比較法提出自己對真實價格認定之看法。	事件研究法之缺失: 「事件研究法」，明顯需有鑑識會計（forensic accounting）制度之配合。而鑑識會計是一項耗費成本的財務經濟計算方法，從美國的實務觀察，此制須延攬相關專家證人提供專業計算結果作爲依據，這對雙方當事人而言，均會是一大成本負擔。故從訴訟經濟觀點而言，此制未必是絕對適當的證券損害計算方法；特別是在國內鑑識人才不足、過往實務判決之損害賠償金額又平均不高，難於負擔高額鑑定費用之情形下，實施上似較缺乏配合條件。（頁 8-9） 指數比較法之缺失: 長時間而真實價格均屬相同，確有不合理之處。（頁 10） 本文提出之認定方法: ……如能以不實財報公布之時點，作爲基準加以推斷，較爲合理可行。例如不實財報共持續存在一年半的時間，在這段期間均未被揭發，而於此段時間中，有一次年度財務報告及兩次季報虛僞不實。因此，只要分期間計算這三次之擬制真實價格即可。亦即，以每一期財報影響期間擬制該期間內一個真實價格，真實價格將呈階梯狀。換言之，各該期間內之受害投資人之真實價格均爲一致，似無須逐日計算每一投資人之真實價格的必要，而這擬制計算方式可以是資訊揭露後九十日或十個交易日之平均收盤價均可。……如以各期財報公告後之一定期間均價擬制真實價格，則除最後一期外，其餘各期因當時真實資訊尚未揭露，其市場均價恐尚無法反應詐欺因素，以之擬制真實價格恐有爭議。故本文建議仍以最後消息爆發後之市場均價來擬制真實價格，再依大盤或類股指數依比例回推各該期間之真實價格。（頁 9）

[114] 參閱劉連煜，財報不實損害賠償之真實價格如何認定及投資人是否與有過失問題－最高法院一〇二年度台上字第一二九四號等民事判決研究，月旦法學雜誌，232 期，頁 8-10，2014 年 9 月。
[115] 參閱劉連煜，財報不實之所害賠償責任：法制史上蜥蜴的復活？—證券交易法新增訂第二十條之一的評論，月旦民商法雜誌，11 期，頁 60，2006 年 3 月。

學者	計算方式	理由（原文摘錄）
何曜琛、陳盈如[116]	認為我國判決有偏淨損差額法之趨勢。 在此背景下針對美國 1995「私人證券訴訟改革法」增訂之以「更正不實消息之日起 90 日該證券平均收盤價格」作為真實價格提出反思，認為於認定淨損差額法之真實價格時，因 90 日過於漫長，可能有市場因素介入，故得改以「合理期間」作為判准。	1. 介紹 90 日判準之背景，並提出以 90 日平均收盤價做為真實價格之不妥: 於不實資訊揭露後，市場常出現恐慌性賣壓……被稱為「崩盤理論」（crash theory）。若以此時之股票價值計算被告之賠償金額，將強加被告承擔市場因素之損失，與「淨損差額法」……之原則不符，而使原告獲得超額之賠償。因此，美國於 1995 年「私人證券訴訟改革法」增訂 1934 年證券交易法第 21D 條（e）項，設定損害賠償金額上，即原告求償金額，以其「購買證券價格（或賣出價格）」，與「更正不實消息之日起 90 日該證券平均收盤價格」之間之差額做為損害賠償之上限……然此一 90 日之限制，仍有許多爭議。例如 90 日過於漫長，過多市場因素在此期間介入……此外，若股價在 90 日之內上漲，則股票均價提高，因而使之與原告買進價格之差額降低，被告賠償金額減少，市場因素所造成之股價波之利益均歸於被告獨享，對投資人不甚公平。（頁 6） 2. 合理期間: 美國法院判決在做真實價格之認定時，有提出所謂「合理期間」之判斷標準……出現在 1995 年修法前……（投資人知悉不實資訊後）作成第二次投資決定，決定繼續持有股票或作成決定出脫持股之時點上，有所謂「合理的反應時間」（亦即在「淨損差額法」下，也須認定所謂「合理期間」，以決定何謂真實價格之時點）。美國法院在 Nye v. Blyth Eastman Dillon & Co.一案中認為，下級法院認為，原告得請求損害賠償之計算方式為實際買受價格與實際出售價格之差額。然而，原告在發現詐欺事實後，經過很長一段時間才出售股票，以此一股票之價格作為損害賠償計算之價格，本案法院認為下級法院之認定有謬誤。所謂「合理的反應時間」（the relevant time period）應為在原告發現虛偽不實之資訊後，其不再依賴該虛偽不實之資訊以做成投資之決定，而

[116] 參閱何曜琛、陳盈如，資訊不實民事損害賠償之過失相抵／最高院 102 台上 1305 判決，台灣法學雜誌，251 期，頁 6-8，2014 年 7 月。

學者	計算方式	理由（原文摘錄）
		原告在發現詐欺事實後之「合理期間」（reasonable time）內去做成第二次投資該公司股票之決定（second investment decision），以決定要保留或出售其所持有之股份。在這個「合理期間」後，該公司股票增值或減損，都不在損害賠償之考慮範圍內。……此「合理期間」之長短應依個案事實之不同，而有所不同，法院認為在本案中，應考量投資人之智識能力，並且使原告有機會可以去做諮詢，或者是使用其他證券經紀商去分析該市場等等。……而認定「合理期間」後，若為受詐欺而出售股票，則股票真實價格之認定則為此一「合理期間」內之股票最高價，損害賠償之金額即為受詐欺而出售之價格與上述認定之真實價格之差額。Nye 案之判決……提出應考量個案事實不同、投資人智識不同以及合理諮詢考慮期間等作為認定「合理期間」之標準，而非如同美國證券交易法第 21D 條（e）項一般，直接規定以 90 日為計算平均股價期間，實值參酌。（頁 6-7） ……（我國逐漸採淨損差額法之情況下）或許可以參考美國法院之判決以及立法，原則上訂立出合理之賠償上限計算標準，但仍要做個案考量，完全以 90 日之平均價格作為賠償之上限，是否合理，仍有商榷之餘地。本文建議，除應訂立出一個「合理期間」之平均價格作為損害賠償計算之上限外，仍應做個案考量，給予投資人「合理期間」以判斷其是否要出售或保留其持股，以及排除市場因素過度影響股價之「合理期間」亦應有個案判斷之餘地，以認定股票真實價格之決定時點，再以之計算投資人之損失，始為妥適。（頁 8）

出處：研究團隊製作

表 2-5 學者見解之損益相抵表

學者	是否適用？	理由
葉新民[117]	X	投資人所受的損害，係基於信賴發行人公布的不實資訊而購入股票所引起，例如投資人獲知該公司將有併購的消息，然而，若同一利多消息將促使投資人購入股票，同一消息自不可能促使投資人賣出股票，而是基於其他的考量，例如獲利了結等。職是之故， 投資人在揭露不實資訊之前即賣出持股之獲利，不得抵充損害也。（頁 156）
張心悌[118]	X	原告買進股票時，勁永公司股票已經因為不實財報而被灌水，則原告之購入成本已被墊高，原告嗣後在不實資訊尚未被揭露前將部份持股以灌水價格出售而獲利，原告得以灌水股價賣出該等股票獲利固然係拜不實財報之賜，惟法院卻忽略原告買進該等股票之時點亦係以 灌水股價買進，則原告在股價灌水期間買賣股票而獲利，乃係導因於市場或產業其他因素，不應予以扣除。（頁 257）
邵慶平[119]	淨損差額法 1. 法院判決多採用毛損益法，而其中法院以採淨損差額法的計算困難，捨此不求，而採毛損益法，此一困難盼可仰賴法律外之專業知識，如商業事件審理法對於專家證人之明文。 2. 毛損益法將投資人的損失轉嫁由公司之其他股東承擔，對公司的債	在損害計算上，司法實務上更是普遍採取毛損益法，填補投資人的 所有損失，而不論財報不實因素對股價之影響範圍究竟如何。本文認為此一方法的採用，在法理上並無堅實的基礎， 而且製造出許多難以自圓其說的問題，不僅對於賠償義務人過於嚴苛，即使在投資人之間 也產生不公平的情形。 法官更不應以淨損差額法之計算困難為由， 即轉向以計算結果差異極大的毛損益法來酌定賠償金額。上述並不完全合理的實務現狀，或許源自於相關程序制度的缺乏或專業經驗的難以 累積。在商業事件審理法施行後，吾人或可期待商業法院法官可能會翻轉過去的主流實務見解，改採淨損差額法。（頁 96）

[117] 參閱葉新民，論資本市場上因不實資訊而致投資人損害的賠償方法－以德國法為中心，中原財經法學，23 期，頁 156，2009 年 12 月。

[118] 參閱張心悌，證券詐欺之因果關係與損害賠償－板橋地方法院九六年金字第二號民事判決評釋，台灣本土法學雜誌，101 期，頁 257，2007 年 12 月。

[119] 參閱邵慶平，財報不實淨損差額法的得失與司法制度變革，月旦法學雜誌，310 期，頁 96，2021 年 3 月。

學者	是否適用？	理由
	權人並非公平。 3. 淨損差額法能將請求的範圍限於受財報不實影響的部分。毛損益法須面對有無過失與損益相抵適用之問題。	

出處：研究團隊製作

表 2-6 學者見解之與有過失表

學者	是否適用？	理由
何曜琛、陳盈如[120]	區分採淨損差額或毛損益法而異其適用結果	1. 損害賠償之計算方法採「淨損差額法」，以股票之「真實價格」為計算基礎……與投資人何時將股票出售並無關係，投資人何時出售股票對於損害賠償之計算並無影響，因此，不需要求該賠償請求權人出售股票以避免損害擴大，並無過失相抵之適用餘地 2. 採取「毛損益法」因之計算乃「以投資人買進價格減去財報不實事件爆發後賣出價格之差額，作為投資人每股求償金額。」無論該差額係因不實財報所引起，或其他市場因素所造成，被告均應承受跌價之結果。因此，在財報不實被揭發後，若投資人未於適當反應期間賣出股票，將可能因為市場上對該公司股票失去信心或其他市場因素導致該公司股票價格持續下跌，若於此情形未採過失相抵，而使被告賠償所有損失，將可能有失公平。（頁4）
劉連煜[121]	X	損害之擴大在於股價繼續下跌，而影響股價繼續下跌之因素，皆與受害投資人無關，故不存在「與有過失」問題。 事實上通常此類公司財報不實等消息揭

[120] 參閱何曜琛、陳盈如，同註 116，頁 4。

[121] 參閱劉連煜，同註 114，頁 10。

學者	是否適用？	理由
		露後，公司之股價會急遽下跌，甚或無量下跌，市場上少有投資人會願意買受其股票，其股票於公開交易市場賣壓沉重且成交量大幅萎縮下，大部分投資人恐無法如願於不實資訊揭露後即時出脫其持股。再者，加害人之財報不實加害行爲，爲何會導致受害人需擔負必須出脫持股之義務？……本文因而認爲受害投資人未適時出售持股，不應產生「與有過失」問題，以求事理之平。（頁 10）

出處：研究團隊製作

第四項 小結

不實財報損害賠償額應如何計算，國內法院有採毛損益法，亦有採淨損差額法，但採前者居多，惟近期內已逐漸偏向採淨損差額法，以避免將市場上各種與財報不實無關但影響價格之因素，所造成的損害，均歸咎由須對財報不實負責之賠償義務人承擔。而依本研究計畫收集之國內判決觀之，多數財報不實之案件類型均屬讓投資人「買貴了」的情形，於此情形下，法院若採毛損益法，則損害賠償額之計算係以買入價格與實際出售價格計算賠償金額，但證券持有人起訴時尚未出售證券者，則大多以起訴時之市價作為擬制的出售價格來計算賠償金額；法院若採淨損差額法者，則須判斷真實價格為何，對此看法不一，有以「消息公開後 10 個營業日收盤平均價格之差額」判斷之，有以更正不實消息之日起 90 日平均價格擬制為「真實價格」，亦有運用類股指數比較法來計算真實價格等，可知雖淨損差額法較不會將投資人的損失轉嫁由賠償義務人承擔，但如何判斷「真實價格」存有極高的難度。

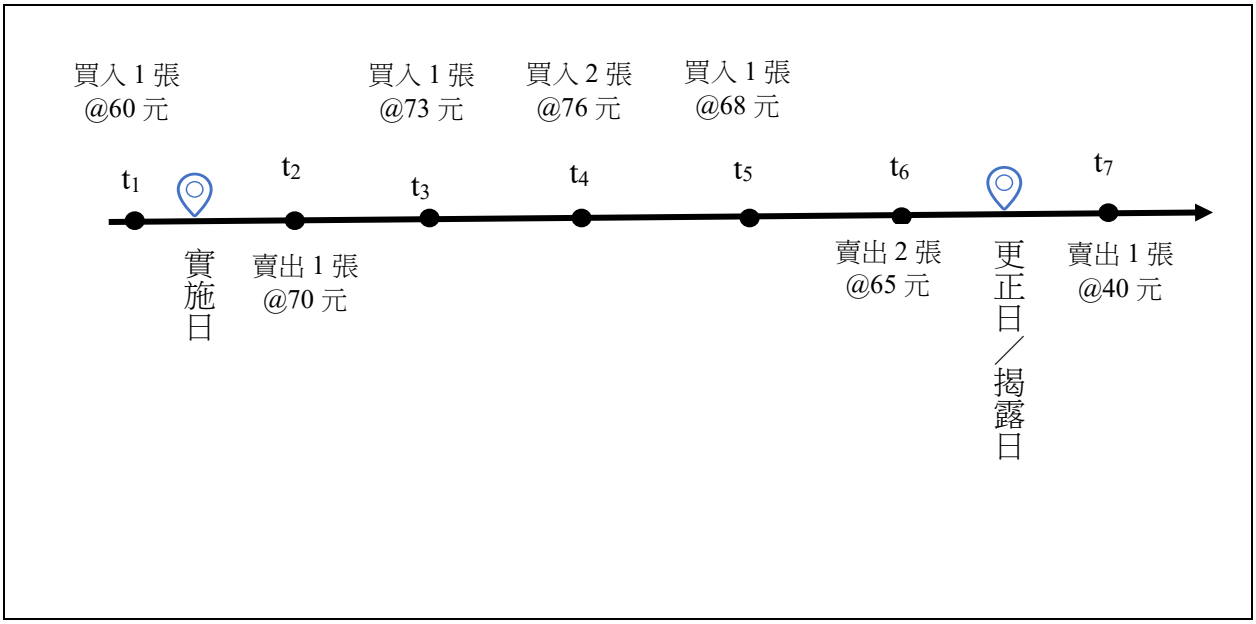
而學者對不實財報損害賠償額應如何計算亦看法分歧，有主張採毛損益法，於買貴情形時，應以不實情事被揭發時之市價或被揭發後合理期間內投資人再為出賣之市價以決定其出售價格；有主張採淨損差額法，而真

實價格之判斷，有建議以最後消息爆發後之市場均價來擬制真實價格，再依大盤或類股指數依比例回推各該期間之真實價格，亦有建議訂立一個「合理期間」的平均價格作為損害賠償計算的上限，而「合理期間」應有個案判斷的餘地，以認定真實價格的決定時點等。可知學者即使主張採淨損差額法，但仍是對如何判斷真實價格的看法分歧。

至於計算損害賠償額時是否可主張損益相抵、與有過失而減少賠償金額，多數法院均採否定看法。學者亦多主張無法適用，但也有學者認為淨損差額法能將請求損害賠償範圍限於受財報不實影響部分，而毛損益法則須面對有無過失與損益相抵適用的問題，尤其是認為，因毛損益法將造成不論買價與賣價差額是不實財報所引起或其他市場因素所造成，都將使賠償義務人承受跌價結果，故若投資人未於適當反應期間賣出股票，將可能因為市場上對該公司股票失去信心或其他市場因素導致該公司股票價格持續下跌，於此情形未採過失相抵，而使賠償義務人承擔所有損失，可能有失公平，惟對此觀點，有學者反駁認為，損害之擴大在於股價繼續下跌，而影響股價繼續下跌之因素，皆與受害投資人無關，故不存在「與有過失」問題。

上述毛損益法、淨損差額法如何應用在具體個案，茲用以下兩例（買貴了情形）說明之，其中毛損益法的賣價以實際出售價或起訴時市價 0 元作為擬制出售價，淨損差額法之真實價格擬制為 62 元：

圖 2-1 案例一



出處：研究團隊製作

1. 步驟 1 先確認得納入計算賠償的證券或是否為合格之賠償權利人

（1）t1 非不實期間的交易，不計入之。

（2）t2 在有交易配對下，因其非受損害之交易，不計入之（本例係買貴了，故此交易尚未受損害）；在無交易配對下之純粹淨損益法，因 t2 在不實期間交易，仍計入之

（3）t3-t6 受不實消息影響買進後又陸續買進、賣出之證券，在更正日/揭露日時仍持有此部分之證券數量為（1+2+1-2）＝2（1 張尚持有，1 張後來賣出為 t7），屬有交易配對下應計算賠償的證券；若為無交易配對下之純粹淨損益法，則僅確認是否更正日/揭露日時尚持有證券來判斷是否合格賠償權利人，本例於更正日/揭露日時尚持有證券

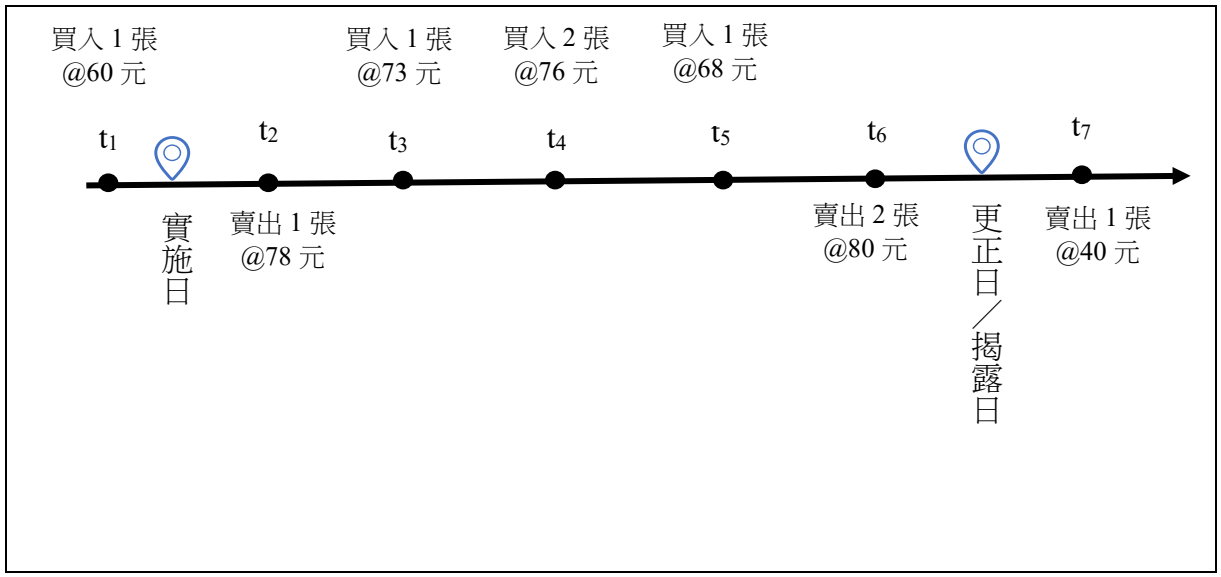
2. 步驟 2 計算損害金額

（1）依交易配對無損益相抵之毛損益法計算賠償金額：〔配對後 2 張證券買價（76×1,000 股）＋（68×1,000 股）〕-〔（已售出者依售出價計算 40×1,000 股）+（尚未售出者依起訴時市價計算 0×1,000 股）〕=104,000

（2）依交易配對無損益相抵之淨損差額法計算賠償金額：兩張證券買價與真實價格的差額〔(76-62)×1,000 股〕＋〔(68-62)×1,000 股〕＝20,000

（3）無交易配對之淨損益法計算賠償金額：所受損害為買價與真實價格的差額〔(73-62)×1,000 股〕＋〔(76-62)×2,000 股〕＋〔(68-62)×1,000 股〕＝45,000；所獲利益為賣價與真實價格的差額(70-62)×1,000 股＋(65–62)×2,000 股＝14,000；求償金額＝所受損害－所獲利益＝45,000－14,000＝31,000

圖 2-2 案例二



來源：研究團隊製作

1. 步驟 1 先確認得納入計算賠償的證券或是否為合格之賠償權利人

（1）t1 非不實期間的交易，不計入之。

（2）t2 在有交易配對下，因其非受損害之交易，不計入之（本例係買貴了，故此交易尚未受損害）；在無交易配對下之純粹淨損益法，因 t2 在不實期間交易，仍計入之

（3）t3-t6 受不實消息影響買進後又陸續買進、賣出之證券，在更正日/揭露日時仍持有此部分之證券數量為（1+2+1-2）＝2（1 張尚

持有，1 張後來賣出為 t7)，屬有交易配對下應計算賠償的證券；若為無交易配對下之純粹淨損益法，則僅確認是否更正日/揭露日時尚持有證券來判斷是否合格賠償權利人，本例於更正日/揭露日時尚持有證券

2. 步驟 2 計算損害金額

（1）依交易配對無損益相抵之毛損益法計算賠償金額：〔配對後 2 張證券買價（76×1,000 股）＋（68×1,000 股)〕-〔(已售出者依售出價計算 40×1,000 股)+(尚未售出者依起訴時市價計算 0×1,000 股)〕=104,000

（2）依交易配對無損益相抵之淨損差額法計算賠償金額：兩張證券買價與真實價格的差額〔(76-62）×1,000 股〕＋〔(68-62）×1,000 股〕＝20,000

（3）無交易配對之淨損益法計算賠償金額：所受損害為買價與真實價格的差額〔(73-62）×1,000 股〕＋〔(76-62）×2,000 股〕＋〔(68-62）×1,000 股〕＝45,000；所獲利益為賣價與真實價格的差額(78-62) ×1,000 股＋(80–62) ×2,000 股＝52,000；求償金額＝所受損害－所獲利益＝45,000－52,000＝-7000，因獲利大於虧損，故無法請求賠償

第三節 公開說明書不實

第一項 法規

第一款 條文規範

證券交易法第 32 條第 1 項規定：「前條之公開說明書，其應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者，左列各款之人，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赴連帶損害賠償責任」，此為公開說明書主要內容虛偽隱匿之民事責任。「前條之公開說明書」為「募集有價證券」時所編製並交付的公開說明書，而對募集有價證券外之公開說明書（例如申請上市的公開說明書等），如有虛偽隱匿之情事，是否能依本條規定請求？學說上有學者認為基於立法意旨應有受本條規範適用，惟為了解決此疑義，宜修法明訂之[122]。

第二款 責任性質

本條亦有契約責任與侵權責任之爭議，如採契約責任，那投資人要如何以契約責任向除了發行人外之其他賠償義務人請求？故有學者認為，依本條觀之，應屬法定責任，而賠償義務人與投資人間之關係，有契約責任或侵權責任之性質[123]。

第三款 賠償義務人

證券交易法第 32 條規定之賠償義務人有：

（一） 發行人及其負責人。

（二） 發行人之職員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部者。

（三） 該有價證券之證券承銷商。

---

[122] 參閱王志誠，公開說明書不實記載之民事責任，政大法學評論，82 期，頁 118-19，2004 年 12 月。

[123] 參閱賴英照，同註 1，頁 769。

（四） 會計師、律師、工程師或其他專門職業或技術人員（下合稱專技人員），曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部，或陳述意見者。

第四款 責任要件

證券交易法第 32 條第 2 項將上述之賠償義務人，依其身分區分為以下責任類型：

（一） 無過失責任：對發行人採無過失之結果責任，即便不具故意或過失仍應負賠償責任。

（二） 推定過失責任：

1. 負責人、職員、證券承銷商：

(1) 有經專技人員簽證部分：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。

(2) 未經專技人員簽證部分：如能證明已盡相當之注意，並有正當理由確信無虛偽、隱匿情事者，免負賠償責任。

2. 專技人員：如能證明已經合理調查，有正當理由確信其簽證或意見為真實者，免負賠償責任。專技人員應證明有合理調查，方有免責可能，故責任程度較前開 1.之人高。

第五款 賠償請求權人

證券交易法第 32 條規定之賠償請求權人為「善意之相對人」，係為信賴該公開說明書之虛偽或隱匿之主要內容而購入有價證券之人。惟該相對人是否只限於直接向發行人或承銷商認購有價證券之人，容有疑義，有認為從第 30 條至第 32 條之規定觀察，應僅限在發行市場交易之人[124]，但另有認為於承銷期間自發行市場受讓或應募之人，亦有本條之請求權[125]。

---

[124] 參閱賴英照，同註 1，頁 776。

[125] 黃銘傑，從安隆案看我國會計師民事責任之現狀，月旦法學雜誌，85 期，頁 105，2002 年 6 月。

第六款 因果關係

證券交易法第 32 條規定，「對於善意相對人，因而所受之損害，應就其所負責部分與公司連帶負損害賠償責任」由此可知有因果關係之存在，對於交易因果關係與損失因果關係在我國法上適用之問題，詳見第二節財報不實第一款六「因果關係」部分。

第七款 損害賠償之計算

證券交易法第 32 條並未針對公開說明書不實之損害賠償計算方式明文規定，法院判斷標準不一，目前實務上主要有 2 種不同計算方式，分別為毛損益法、淨損差額法。毛損益法為投資人買入價與售出價的差額，若尚未售出以現值計之。淨損差額法則以買入價（或承銷價）與真實價格的差額來計算投資人所受的損害，而真實價格，例如以類股指數比較法，將市場下跌因素扣除，來計算損害金額。

第二項 法院判決

於前述第二節財報不實第二款所整理的法院判決中，亦有部分同時涉及公開說明書不實，例如協和、博達、邰港、智盛、久津、正義等案，其法院如何判斷損害賠償額，於此不再贅述。以下僅就新增之揚華案介紹之。

第一款 揚華案[126]

一、 案件事實

被告揚華科技股份有限公司（下稱揚華公司）與他公司進行關係人交易，自西元 2013 年第 2 季起，隱匿公司關係人之資訊，未告知揚華公司財務主管及會計師於其財務報告之「關係人交易」項下誠實揭露，亦造成揚華公司西元 2013 年及 2014 年度之財務報告內容不實。又竟因揚華公司借款

[126] 參閱臺灣新北地方法院 105 年金字第 21 號民事判決。

過多，而公司資產多數為虛偽交易造成之應收帳款，營運活動所需之現金不足，而於 2015 年 3 月募集發行無擔保可轉換公司債 3 億元及現金增資 3 億 3,000 萬元，使不知情之揚華公司財務會計人員檢附上開不實之西元 2013 年度及 2014 年度之財務報告作成公開說明書，並於西元 2015 年 3 月 17 日上傳申報公開資訊觀測站，使投資大眾誤信揚華公司營運狀況良好，並因而募得可轉換公司債 3 億元。

二、　損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下：

（一）　原告主張：應採毛損法，現值以 0 元計算。

原告因受被告等所公告不實公開說明書之誤導，致認購揚華公司可轉換公司債，後因揚華公司遭掏空之消息爆發後可轉換公司債之價格下跌因而受有差價損害，其損失之計算應依原告購入揚華公司可轉換公司債之價格減去西元 2015 年 6 月 16 日報載揚華公司遭掏空等消息公布後，不得已而出售之價格；如現仍持有有價證券者，則其現值以零計算，其間價差即屬原告等所受之損害。

（二）　被告主張：不得向被告求償。

持有可轉換公司債之授權人並未受有損害，故不得向被告求償。依《揚華科技股份有限公司國內第一次無擔保轉換公司債發行及轉換辦法》第 3 條及第 6 條規定，揚華公司發行之公司債，到期日為西元 2018 年 4 月 27 日，該公司債到期後，債券持有人可請求揚華公司按債券票面金額以現金一次償還。依上開辦法，原告《民事擴張訴之聲明狀》附表 3、4 號所列，迄今仍持有揚華公司可轉換公司債之授權人，於西元 2018 年 4 月 27 日後，即可請求揚華公司按債券票面金額清償債務，故難認該等授權人受有任何損失，依法應不得請求被告負損害賠償責任。

三、　法院判決理由

（一）地方法院[127]：採毛損益法。

原告所主張被告應賠償與如附表所示之各訴訟實施權授與人之金額，雖為被告所否認，惟本院審酌原告所提出之計算方法，應屬合理，其此部分主張尚堪以採取。地方法院未對採取毛損益法敘明理由。

（二）高等法院[128]：已撤回上訴。

表 2-7 公開說明書不實之判決比例統整表

	案名	地方法院	高等法院	最高法院	高院更一審	最高法院
1.	**協和案**	毛損益法	毛損益法			
2.	**博達案**		毛損益法			
3.	**邰港案**		毛損益法	發回高院	更審中	
4.	**智盛案**		毛損益法	發回高院	更審中	
5.	**久津案（公司債）**				毛損益法	
6.	**揚華案**	毛損益法				
7.	**正義案**	毛損益法	毛損益法	毛損益法	毛損益法	

出處：研究團隊製作

由上表得知，以目前最高審級為統計資料，全數採毛損益法。

[127] 同前註。

[128] 參閱臺灣高等法院 108 年度 金上 字第 15 號民事判決。

第三項 小結

針對公開說明書不實之損害賠償金額如何計算，國內此方面相關判決或學者討論常與財報不實亦有關，因此，在賠償金額的計算、是否適用損益相抵、與有過失原則等並未特別分開論斷，故對公開說明書不實之損害賠償方式的判斷，詳見上述財報不實的分析。

第四節 操縱行為

第一項 法規

第一款 條文規範

為維護證券市場健全運作和保障投資人交易之目的，證券交易法第 155 條第 1 項明文禁止 6 種操縱市場態樣，包括「一、在集中交易市場委託買賣或申報買賣，業經成交而不履行交割，足以影響市場秩序。」之違約不交割；「三、意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，與他人通謀，以約定價格於自己出售，或購買有價證券時，使約定人同時為購買或出售之相對行為。」之相對委託；「四、意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出，而有影響市場價格或市場秩序之虞。」之連續買賣；「五、意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象，自行或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對成交。」之沖洗買賣；「六、意圖影響集中交易市場有價證券交易價格，而散布流言或不實資料。」之散布不實資訊和「七、直接或間接從事其他影響集中交易市場有價證券交易價格之操縱行為。」之其他概括條款。

而違反禁止操縱市場者，除依同法第 171 條負有刑事責任外，按第 155 條第 3 項「違反前二項規定者，對於善意買入或賣出有價證券之人所受之損害，應負賠償責任。」若因此使善意相對人受有損害者，尚需負擔民事賠償責任。而本文以下針對該條具詐欺市場性質之第 6 款散布不實資訊為重點討論。

第二款 責任性質

證券交易法第 155 條的賠償性質亦係承襲第 20 條第 3 項而來，而關於第 20 條第 3 項之民事賠償性質之認定，在 1988 年修法以前尚有契約說、侵權行為說、獨立類型說之爭議，但在修法後，在第 20 條第 3 項修法理由

中明文賠償義務人為侵權行為人，一般認為本條係侵權行為性質。惟有學者認為係侵權行為之特別規定[129]，或為獨立之法定責任[130]。

第三款 賠償義務人

即操縱行為人，並於交易型之操縱市場行為時不以實際買賣有價證券之人為限[131]。

第四款 責任要件

須行為人「故意」違反操縱市場行為。

第五款 賠償請求權人

因行為人違反禁止操縱行為而基於善意買入或賣出有價證券而受有損害之投資人。

第六款 因果關係

一、 交易因果關係

交易因果關係係指原告因被告虛偽、詐欺或其他引人誤信的行為，或相信被告所發佈的資訊為真實，因而做成買賣證券的決定[132]。

而於操縱市場中是否由原告證明交易因果關係，實務上有法院認為應採否定見解，蓋於台肥案中法院[133]認為要求受害人負交易因果關係之舉證責任方得請求損害賠償，此將造成原告舉證困難，而使證交法有關被告應

[129] 參閱賴英照，同註 1，頁 694-95。認為應優先適用證交法第 20 條，未規定部分，則適用民法第 184 條及相關規定；參閱鄭婷嫻，論對市場詐欺理論於美國法制動態與我國實務運用更迭，東海大學法學研究，58 期，頁 150-51，2019 年 9 月。認為不應一律適用民法上侵權行為構成要件規定，必要時，得排除民法規定。

[130] 參閱莊永丞，同註 2，頁 151，2005 年 3 月。認為性質上實為一獨立之法定責任，避免以一般侵權行為構成要件標準檢視，終致原告難以獲取應有賠償之窘境。

[131] 參閱賴英照，同註 1，頁 609。

[132] 參閱賴英照，同註 1，頁 719。

[133] 參閱台灣高等法院 93 年度重訴字第 50 號民事判決。

負損害賠償責任之規定形同具文，與證交法保障投資之立法目的相違[134]。

二、　損失因果關係

美國法就證券詐欺求償時，應證明「原告之損害」與「被告」的操縱行為之間具有因果關係，此為損失因果關係。亦即須證明市場上股價之變化乃因行為人的操縱行為所致，而非其他經濟、政治或其他市場上等因素導致，並因此導致被害人受有損害，行為人方須為其不法行為負擔民事賠償責任。

而於操縱市場中應否由原告證明損失因果關係，現行實務判決看法並未一致[135]，而學說上則有認為因本條不似內線交易「擬制」損失因果關係，故應由被害人舉證證明所受損害與操縱行為間具有因果關係[136]。

第七款 損害賠償額之計算

證券交易法第 155 條未明文規定損害賠償金額應如何計算，惟大致上可分為兩類，一為毛損益法，另一為淨損差額法。毛損益法為「按投資人買進與賣出的差額，不論該差額是不是因證券詐欺所致，被告均應賠償該跌價之差額」；而淨損差額法則為「被告僅需要針對該證券詐欺所致之損害負責即可，為投資人買進或賣出與真實價格間之差額」。淨損差額法就該「真實價格」之計算方式，有類推適用內線交易以「消息公開後 10 個營業日收盤平均價格」或「操縱行為開始前 10 個營業日收盤平均價格」計算、以 90 天之平均收盤價或其他若干營業日平均收盤價，此平均收盤價方式係因為市場對於該證券詐欺更正之事實需要一定時間反應，以此推估未有該詐欺時之真實價格；另還有以類股指數比較法為計算真實價格之方式，類股指數比較法係以利用市場模型，以揭露消息時的股價，利用相關產業的指數，來推估股票若被告違反證券交易法時，該股票真實之價值[137]；其

[134] 參閱賴英照，同註 1，頁 611-12。
[135] 參閱賴英照，同註 1，頁 612-14。
[136] 參閱黃柏夫，操縱行為之民刑事責任，萬國法律雜誌社，159 期，頁 64，2008 年 06 月。
[137] 參閱莊永丞，同註 2，頁 130。

他計算方式等。

第二項 法院判決

以下就法院判決整理如下：

第一款 富味鄉案

一、　案件事實

被告富味鄉公司執行副總經理、董事長暨發言人，雖明知富味鄉公司於 2011 年 7 月間即已開始販售摻雜有低廉成本棉籽油之產品等事，惟渠等為避免公司販售參雜成本低廉之棉籽油事實曝光而導致富味鄉公司股票價格下跌，竟基於使公司申報及公告虛偽內容財務業務文件之犯意及影響公司股票交易價格之意圖，於 2013 年 10 月 21 日 17 時 39 分於公開資訊觀測站刊登「本公司棉籽原油來自澳洲，棉籽原油精煉後，按照出口規定，直接銷往國外市場，並檢附食工所委託試驗報告書，且未在國內銷售使用」等不實資料，並由執行副總經理親至櫃買中心辦理說明會，向不特定大眾傳述富味鄉公司所精煉之棉籽油全數外銷之不實消息，以影響富味鄉公司股票交易價格。嗣後再於同年月 24 日 9 時 53 分在公開資訊觀測站公告「本公司精煉後未檢出棉酚之棉籽油，部分調和於芝麻油等調和油品，內銷台灣市場」等資訊，此一對股票價格或投資人之投資決定有重要影響之消息始告公開。

二、　損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下：

（一）　原告主張：採淨損差額法。

因散布不實重大訊息之影響期間為 3 天，行為結束迄今已 1 年餘，期間富味鄉公司股價亦受整體經濟環境及市場等因素影響，故本件應採淨損益法。

考量第 157 條之 1 第 3 項係立法者基於我國證券市場之交易現況所為

之規定，足見立法者認為影響特定股票股價之重要事件，於證券市場之交易現實下，在揭露後 10 個交易日內，該事件之影響即可趨於平靜，而該 10 個交易日之平均收盤價可認係業已充分反應該事件影響後之真實股價。故本件公告不實資訊及操縱市場部分之損害計算方式乃參考證交法第 157 之 1 條規定，以重大訊息公開（即更正重大訊息）後 10 個營業日平均成交價 38.614 元作為擬制之真實價格。

（二） 被告主張：無內線交易損賠計算之類推適用，原告應另舉證損害額。

關於損害賠償金額之估算，內線交易中未公開之消息公開後受影響之股價，實際即為該消息公布後應有之股價，與操縱股價或財報不實等證券詐欺類型，於消息公開後，賣盤突然湧現之非理性賣壓造成股價下跌情況不同，且證券交易法僅於第 157 條第 3 項規定以消息公開後 10 個營業日收盤平均價格即為該證券應有之真實價格，對於其他同日修正之同法第 155 條等法條，均無與第 157 條第 3 項相類似之規定，應認為係立法者有意不為相同規定，故本件尚無從逕行類推適用 2006 年 1 月 11 日修正後證券交易法第 157 條之 1 第 3 項規定之計算方式，既然不能類推適用買入之價格與消息公開後 10 個營業日收盤平均價格之差額做依據，原告自應另行舉證證明其損害額，否則即不能證明受有損害。

三、 法院判決理由

（一） 地方法院見解[138]：同意原告之主張（採淨損差額法，並以消息更正後 10 個營業日平均成交價作為擬制之真實價格）。

原告主張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，被告應負賠償責任，及依證券交易法第 155 條第 3 項規定負損害賠償責任等節，揆諸前揭刑事判決所載情節，原告此部分主張當屬可採。

（二） 高等法院見解[139]：同地方法院見解。

[138] 參閱臺灣新北地方法院 105 年金字第 13 號民事判決。
[139] 參閱臺灣高等法院 107 年金上字第 5 號民事判決。

（三） 最高法院：案件目前上訴到最高法院審理中。

第二款 慶豐富案

一、 案件事實

許培祥、洪誼靜共同掌握慶豐富公司公開發行股份總數 30%至 40%，其等竟與林茂榮、莊宏忠、王繼賢達成協議，由許培祥、洪誼靜陸續提供約計 1 億 8500 萬元之資金，作為林茂榮等人炒作慶豐富股票所需交割款之基礎，及於渠等操縱慶豐富公司股價時，配合鎖碼，並提供慶豐富公司將朝生化及生質能源產業轉型之重大不實訊息等條件配合操縱股價；另莊宏忠同意授權林茂榮以三晃生技公司之證券帳戶及資金，其個人亦提供部分資金進行慶豐富公司股票之買賣；王繼賢則配合邀請不知情之媒體，報導由許培祥、洪誼靜提供慶豐富公司將朝向生質能源轉型之重大不實消息。

二、 損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下：

（一） 原告主張：淨損差額法(純粹淨損益法)

以被告操縱行為開始「前」10 個營業日收盤平均價格為真實價格之認定基準，並以買入價格減去真實價格計算損害。

本件損害賠償之計算，原則上以授權人於操縱期間內各筆買進系爭股票之價格減去真實價格，乘上其所購買股數之總額作為計算之基礎，真實價格之計算，以被告操縱行為開始「前」10 個營業日收盤平均價格為基準；又授權人於操縱期間有賣出慶豐富公司股票者，則以操縱期間內各筆賣出系爭股票之價格減去真實價格（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，因之乃以操縱行為開始「前」10 個營業日之平均收盤價計算之，該計算方法並經臺灣高等法院 98 年度重上更㈠字第 115 號民事判決所肯認），乘以賣出股數之總額與前述損害作損益互抵，兩者之差額即為本件授權人所得請求賠償之總額。

（二） 被告主張：淨損差額法

爭執真實價格以操縱行為前 10 日平均收盤價格之認定基礎，認應委請專家認定。

有關於慶豐富公司之真實價格，仍受到市場等因素之影響，以經市場因素影響之股價作為股價之真實價格，無異使被告承擔市場因素之損失，使原告獲得超額賠償。原告主張慶豐富公司真實價格分別為 9.243 元（2007 年 6 月 4 日至 2007 年 8 月 2 日）及 9.01 元（2007 年 8 月 3 日至 2008 年 8 月 20 日），顯然低估慶豐富公司股價之真實價格。

慶豐富公司之股價在 2007 年 4 月間之收盤價格，均較以操縱行為前 10 日平均收盤價格為高，原告逕以操縱行為前 10 日為計算基礎期間，顯然欠缺認定依據，無法顯示慶豐富公司股價之真實價格。

臺灣證券交易所於 2012 年 4 月 11 日已恢復慶豐富公司之交易，慶豐富公司股票已在集中市場恢復交易，故有關慶豐富公司之真實價格應委由專家鑑定公司資產價值再分析計算個股價值，以得出慶豐富公司之真實價格。

三、　法院判決理由

（一）　地方法院見解[140]：採原告主張，淨損差額法(純粹淨損益法)

參考內線交易之計算方式，以操縱行為開始「前」10 個營業日收盤平均價格為真實價格，並以買入價格減去真實價格計算損害。

授權人實際上因被告炒作慶豐富公司股價之行為受有多少股價下跌之損害，頗不易認定。原告參照學說見解，認為考量證券市場之特質，應可參考證交法第 157 條之 1 第 3 項前段所定有關內線交易損害賠償之計算方法，應屬可採。準此，原告主張：本件參考內線交易案件損害計算之方法，即以慶豐富公司股價尚未受被告之操縱行為影響前一定期間之平均股價為基準，視為慶豐富公司股價應有之「真實價格」，並以授權人買入慶豐富公司股票之價格減去「真實價格」，計算其損害；而所謂真實價格係指慶

[140] 參閱臺灣臺中地方法院 101 年金字第 3 號民事判決。

豐富公司股價未經被告操縱前應有之價格，亦即投資人所持有股票價格之損害可分為兩部分，一為買賣時價格與真實價格之差價損害，一為買賣後市場價格因行為人之操縱行為波動所受之損失。所謂真實價格有以操縱行為揭發後一定日期內之該股票之平均價格來計算，但因通常操縱行為時所生影響仍會持續一段時間，故以此種計算方法較不準確，原告考量前述以操縱行為揭發後一定期日之平均價格計算之結果，恐有不準確之疑義，故爰參考證券交易法第 157 條之 1 第 3 項前段有關內線交易損害賠償計算之規定，並考量操縱行為前之股價，尚未受人為操縱所影響，應為較客觀公正之價格，因之乃以操縱行為開始「前」10 個營業日收盤平均價格為計算基礎，故本件真實價格之認定係以被告開始為操縱行為之前 10 日之平均收盤價為依據等情，應屬客觀公平，可以採信。……原告主張：授權人係因被告等之炒作慶豐富公司股價之行為，致其以高於真實價格買進慶豐富公司之股票，其等損害賠償額之計算，係以買進之價格減去真實價格乘上其所購買之股數，為其所得請求賠償之總額；若授權人實際賣出之價格高於真實價格，即以其買進之價格減去其實際賣出之價格乘上其所購買之股數為其所得請求賠償之總額，亦即原則上以授權人買進價格與真實價格之差額為損害賠償額，若原告賣出股票之價額高於真實價格時，則以買進與賣出價格之差額為賠償額等，核屬有據。

本件原告授權人損害賠償計算公式：1.授權人於 96 年 6 月 4 日至 96 年 8 月 2 日買賣系爭股票之交易，以 9.243 元為真實價格：買進之股數*（買進之價格-9.243 元）-賣出之股數*（賣出之價格-9.243 元）。2.授權人於 96 年 8 月 3 日至 97 年 8 月 20 日買賣系爭股票之交易，以 9.01 元為真實價格：買進之股數*（買進之價格-9.01 元）-賣出之股數*（賣出之價格-9.01 元）。

（二） 高等法院見解[141]：同地方法院見解

[141] 參閱臺灣高等法院 臺中分院 103 年金上字第 5 號民事判決。

參考內線交易之計算方式，並以操縱行為開始「前」10 個營業日收盤平均價格為真實價格。

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。其次，前揭規定（證交法第 155 條第 3 項）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。是被告抗辯受害之投資人有所過失一節，委無可採。

次按所謂損益相抵所稱之損害與利益，均應與責任原因事實有相當因果關係為要件，亦即須損害與利益係基於同一原因而發生，始有其適用，倘所得利益與所受損害，並非基於同一原因或無相當因果關係，即無損益相抵之問題。本件部分投資人於被告不法操縱期間內雖有買賣零壹等三家公司股票而獲益之情形，然投資人買入股票係因被告操縱股價行為所引起，惟其獲利之原因與賣出股票之原因，均非基於被告操縱股價之因素，而係基於獲利了結、市場或產業等其他原因，換言之，部分授權人於被告不法操縱期間內雖有買賣零壹等三家公司股票而獲益之情形，但並非基於同一原因事實受有損害並受有利益者，自不得爰引民法第 216 條之 1 規定，主張損益相抵。

（三） 最高法院見解:被告上訴不合法，裁定駁回上訴。

第三款 陶煥五案

一、　案件事實

被告陶煥五、陳信宏均明知碩天公司在 2011 年 6 月 24 日股東會召開前公布之 2011 年度半年獲利為每股 1.5 元，然為實現拉抬碩天公司股票交易價格之目的，共同基於意圖影響集中交易市場有價證券交易價格而散布不實資料之犯意聯絡，由陶煥五指示陳信宏於 2011 年 6 月 25 日民眾日報電子報刊登其上載有「據參加股東會的陶姓股東指出，……總經理何濂洵表示，公司現有 15.9 億元現金，由於公司正處『高速發展』階段，所以留存現金供研發與擴展之用。……股東們透露，碩天未來營運增添許多專利新動力，又有基本面支撐，後續還有很大的上揚空間，未來五年每年 EPS 都有上看 10 元的可能性」等不實內容之報導，足以誤導一般投資大眾誤信碩天公司未來獲利將有大幅提升及發展前景而買入該公司股票，惟碩天公司旋於同日 21 時 42 分 58 秒在公開資訊觀測站發布主旨為「澄清民眾日報電子報」報導之重大訊息，駁斥前揭不實報導，表示該報導中所述「總經理何濂洵指出……」云云，並非股東會當日言論，亦非碩天公司提供，報導中對於未來營運預估及相關財務數字，係媒體自行臆測。

二、　損害賠償應如何計算？就兩造主張整理如下：

（一）　原告主張：淨損差額法(純粹淨損益法)

以授權人於股價操縱期間內買入碩天公司股票價格與真實價格之差額做為損害計算，並以操縱行為「前」10 個營業日收盤平均價為真實價格。

本件授權人等於以遭扭曲之不實價格買入碩天公司股票時，損害即已發生，故以授權人於股價操縱期間內買入碩天公司股票價格與真實價格之差額，乘上授權人所買入股數，為所受損害數額計算之依據；又授權人於股價操縱期間內，若有賣出碩天公司股票者，則亦將賣出價格與真實價格間之差額乘上授權人所賣出股數後，與前開損害作損益相抵，而以經損益相抵後之數額為本件所得請求賠償之金額。又真實價格之認定，考量操縱

行為前之股價，尚未受人為不法行為影響，應較接近市場自然供需機制所形成之股價，故本件以操縱行為「前」10 個營業日收盤平均價為計算基礎，以 2011 年 3 月 4 日被告陶煥五等人操縱行為開始前 10 個營業日碩天公司收盤價所求得之真實價格為每股 68.77 元。

（二） 被告主張：淨損差額法，但認為無內線交易 10 日均價之適用，對真實價格之計算有所爭執。

原告起訴引用損害之計算標準為「操縱行為開始前 10 日收盤平均價」，即學說上所稱「擬制價格」，乃依據內線交易犯罪所得之計算方法。惟本件並非內線交易刑事案件，原告起訴求償之損害賠償範圍與內線交易刑事案件中被告之犯罪所得範圍本屬二事。次以學者賴英照最新發表關於之學說文章「內線交易犯罪所得如何計算？ 」，內線交易刑事案件中關於犯罪所得之認定，我國法院有兩種認定方式：「一、實際所得法」、「二、擬制所得法」，並無統一見解，原告豈能引用單一最高法院判決即稱本件應以擬制價格做為原告損害賠償之計算基準？ 末以民事損害賠償之基本原則係「填補實際損害」，非以原告獲得雙重得利、甚至不當得利為目的。碩天股票近來成交價格均遠高於原告主張之擬制價格（ 68.77 元），2017 年 2 月 10 日之成交價格更是高達每股 101 元，故以低於每股 101 元買進碩天股票之投資人如持續持有碩天股票並無任何損失可言。更有進者，有部份投資人以高於擬制價格每股 68.77 元賣出手中持有之碩天股票，並無損失，若以原告主張之每股 68.77 元做為擬制價格計算本案授權投資人損害，將會使渠等有不當得利之嫌，明顯違反我國民事損害賠償之基本原則。

四、 法院判決理由

（一） 地方法院見解[142]：淨損差額法(純粹淨損益法)

參考內線交易之損害計算方式，並以操縱行為開始「前」10 個營業日收盤平均價格為真實價格，真實價格與買價或賣價間之差額即為投資

[142] 參閱臺灣臺北地方法院 103 年金字第 1 號民事判決。

人所受損害。

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，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，是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（臺灣高等法院 103 年度金上字第 16 號判決參照）。查碩天公司於 2011 年 3 月 7 日為操縱行為前 10 個營業日收盤平均價為 69.64 元，是碩天公司股價被操縱前之真實價格應為 69.64 元。原告主張以較低價格 68.77 元作為本件計算授權人損害之基礎，自屬有據。

次查，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碩天公司股票價格與真實股票價格 68.77 元之差額，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碩天公司股票者，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。

損害之發生或擴大，被害人與有過失者，法院得減輕賠償金額或免除之，民法第 217 條第 1 項固定有明文。惟所謂損害之發生，被害人與有過失者，須其過失行為亦係造成該損害發生之直接原因，始足當之。如損害之發生，因加害人一方之不法行為引起，被害人縱未採取相當防範措施或迴避手段，不能因此認被害人對損害之發生亦與有過失，而有前揭過失相抵之適用。本件原告授權人受有之損害，係因被告等人不法操縱碩天公司股價且散布不實資料致作出錯誤投資決定，難認授權人有何過失。被告辯稱授權人於操縱期間買賣碩天公司股票，為與有過失云

云，並不足採。再授權人於操縱期間本得以較低之真實價格購入碩天公司股票，卻因被告等人不法操縱行為致需以較高買價購得之情，則授權人此項墊高成本支出之損害，實不因授權人日後結算股票買賣盈虧之結果而不存在。

復按基於同一原因事實受有損害並受有利益者，其請求之賠償金額，應扣除所受之利益，民法第 216 條之 1 定有明文。本件授權人於被告操縱碩天公司股價期間購入股票，致須支付高於真實價格之對價取得股票，而受有損害，至授權人於持有股票期間所得股息、股利，係基於股東資格取得，與被告操縱行為無關，則授權人所獲股息、股利之利益與所受損害即非基於同一原因事實，即無損益相抵原則適用。

表 2-8 操縱市場之判決比例統整表

案名	地方法院	高等法院	最高法院
富味鄉案	採淨損差額法，並以消息更正「後」10 個營業日平均成交價作為擬制之真實價格	同地方法院	繫屬中
慶豐富案	參考內線交易之計算方式，以操縱行為開始「前」10 個營業日收盤平均價格為真實價格，並以買入價格減去真實價格計算損害	同地方法院	同地方法院(被告上訴不合法)
陶煥五案	參考內線交易之損害計算方式，並以操縱行為開始「前」10 個營業日收盤平均價格為真實價格，真實價格與買價或賣價間之差額即為投資人所受損害		

出處：研究團隊製作

表 2-9 操縱市場之損益相抵及與有過失適用統整表

案件	是否適用損益相抵？	是否適用與有過失？
慶豐案	x	x
陶煥五案	x	x

出處：研究團隊製作

第三項 評析

關於操縱行為之損害賠償範圍如何判斷，以下就法院判決及學者主張的觀點分析如下。

第一款 法院判決

一、 損害賠償額的計算

基本上法院多採用淨損差額法來計算賠償金額，惟真實價格如何判斷，於本研究計畫所引判決中有兩種不同主張，一種係參考證交法第 157 條之 1 規定，以消息更正後 10 個營業日平均成交價作為擬制之真實價格；另一種亦係參考證交法第 157 條之 1 規定，但卻是以操縱行為開始「前」10 個營業日收盤平均價格為真實價格，並以買入（或賣出）價格減去真實價格計算損害。後一種看法法院係認為「真實價格有以操縱行為揭發後一定日期內之該股票之平均價格來計算，但因通常操縱行為時所生影響仍會持續一段時間，故以此種計算方法較不準確，原告考量前述以操縱行為揭發後一定期日之平均價格計算之結果，恐有不準確之疑義，故爰參考證券交易法第 157 條之 1 第 3 項前段有關內線交易損害賠償計算之規定，並考量操縱行為前之股價，尚未受人為操縱所影響，應為較客觀公正之價格，因之乃以操縱行為開始『前』10 個營業日收盤平均價格為計算基礎」。

二、 是否損益相抵

對於計算損害賠償額時是否可主張損益相抵，法院判決多採否定看法。法院認為投資人買賣股票係因賠償義務人操縱股價行為所引起，惟其獲利之原因與賣出股票之原因，均非基於被告操縱股價之因素，而係基於獲利了結、市場或產業等其他原因，即是投資人並非基於同一原因事實受有損害並受有利益，故不得援引民法第 216 條之 1 規定主張損益相抵。又即使投資人買入而受有損害時，其於持有股票期間所得股息、股利係基於股東資格取得，與賠償義務人操縱行為無關，則所獲股息、股利之利益與所受

損害即非基於同一原因事實，亦無損益相抵原則的適用。

惟在操縱期間，若投資人有買入亦有賣出時，有法院主張真實價格應分別與買價及賣價計算損益，進行相抵後，計算求償金額（陶煥五案）。

三、　是否與有過失

是否可能存在賠償權利人與有過失，而得減輕賠償義務人責任，於前述法院判決均採否定看法，例如：慶豐富案的高院判決中表示「前揭規定（證交法第 155 條第 3 項）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……是被告抗辯受害之投資人有所過失一節，委無可採」、陶煥五案的地院判決中表示「如損害之發生，因加害人一方之不法行為引起，被害人縱未採取相當防範措施或迴避手段，不能因此認被害人對損害之發生亦與有過失，而有前揭過失相抵之適用」等。

第二款 學者觀點

對於操縱行為之損害賠償範圍的判斷，以下以表格方式整理國內學者對此議題的分析。

表 2-10 操縱市場之學者見解統整表

學者	計算方式	理由（原文摘要）
黃柏夫[143]	因操縱行為被抬高之價格減去真實價格+因操縱行為致股價下跌與真實價格之差額=損害賠償數額	A. 設若某項有價證券之交易價格，於未受行為人之操縱行為之影響時，其真實交易價格每股為新台幣（以下同）50 元，因為行為人之操縱行為而抬高到 80 元。此時，善意之投資人不知情而買入 1000 股，每股多付 30 元，其損害額應為 3000 元。 B. 又若因為行為人之操縱行為導致有價證券之價格下跌，實際價格為 50 元，卻跌到 30 元，此時善意投資人賣出 2000 股，每股損失 20 元，共計損害 40000 元。上開 30,000 元及 40,000 即為損害金額。善意投資人自得據以向行為人請求賠償。（頁 64）
	真實價格如何認定： 類推適用第 157 條之 1 第 3 項，並以操縱行為開始前 10 個營業日和行為終止後 10 個營業日，總計 20 日的平均收盤價格為真實價格。	至於該項有價證券之真實價格究竟如何？……本文認為或可類推適用關於內線交易之規定，凡是違反本法第 155 條 1 項定者，對於其違反行為繼續期間善意投資人因買入或賣出相關有價證券之價格與未有違反行為之相當期間內之若干營業日收盤均格之差額，負損害賠償責任。至於有價證券之真實價值究以操縱行為終止後或開始前之若干營業日收盤平均價格為準，法院之判決認為「在炒作開始前之價格始屬市場自然形成之價格」，本法 157-1 條 2 項之規定，似可解為應以操縱行為終止後之價格為準。本文認為二者雖有不一致之處，但並不矛盾。因此，本文建議是否可以兼採二說，認為有價證券之真實價格以操縱行為開始前 10 個營業日及行為終止後 10 個營業日，共計 20 個營業日之收盤平均價格為準。（頁 65）

出處：研究團隊製作

[143] 參閱黃柏夫，證券詐欺之民刑事責任，萬國法律，162 期，頁 64，2008 年 12 月。

第四項 小結

在市場操縱部分，基本上不論法院或學者似都較贊同採用淨損差額法來計算賠償金額，且多認為無損益相抵、與有過失之適用。而淨損差額法之真實價格如何判斷，多主張類推適用證交法第 157 條之 1 規定，惟在類推適用時，有以操縱行為「揭發後 10 個營業日收盤平均價格」作為擬制之真實價格，有以操縱行為「開始前 10 個營業日收盤平均價格」為計算基礎，更有學者主張兼採之，以操縱行為開始前 10 個營業日及行為終止後 10 個營業日，共計 20 個營業日的收盤平均價格擬制為真實價格，再與受害投資人之買入價或賣出價計算差額作為損害賠償金額。

第三章 美國法就證券詐欺案件損害賠償計算方式之規範與法院判決

第一節 概說

本章介紹美國法下資訊不實的損害賠償計算方法，分別於第二節至第四節依序介紹財報不實、公開說明書不實以及操縱行為損害賠償計算的方法，透過檢視美國法前揭資訊不實類型中的損害賠償計算操作，試圖為我國實務提供損害賠償計算方法之借鏡與建議。

本章第二節介紹財報不實的損害賠償計算方法，美國法主要以 1934 年證券交易法 Section10（b）及 Rule 10b-5 規範財報不實的責任，然未具體規定如何計算損害賠償金額，僅謂投資人損害賠償額限於其所受實際損害。美國實務主流採淨損差額法，以投資人買入證券價格與真實價值間的差額計算投資人所受每股損害。關於真實價值的計算，美國實務主流採取事件研究法。事件研究法以財務模型排除非證券詐欺之因素對股價造成的影響，較精確的找出證券的真實價值。然而除了需要仰賴財務專家進行事件研究，可能需耗費較高成本之外，事件研究法事實上亦存在諸多適用上的限制與極限。本章節詳細介紹事件研究法的操作方式、實際適用案例以及原被告訴訟之攻防重點，為我國提供計算真實價值方法的借鏡。依淨損差額法計算投資人所受損害後，美國司法實務上尚會將投資人因同一次詐欺行為所受利益與所受損害進行損益相抵，以調整投資人的損害賠償額。美國司法實務個案決定損益相抵範圍的寬嚴程度或是否進行損益相抵，與我國實務多否定被告損益相抵的主張有所不同。本章節末綜合評析美國財報不實損害賠償計算方法的優缺點，指出我國若引進事件研究法可能遇到的困境，以具體案例演示美國與我國投保中心損害賠償計算方法上之異同。

本章第三節介紹公開說明書不實的損害賠償計算方法，美國法傳統上以 1933 年證券法 Section 11 以及 Section 12 規範公開說明書不實的責任。1933 年證券法 Section 11 以及 Section 12 明文規定以毛損益法計算投資人

的損害賠償額，此部分與我國實務多採毛損益法計算公開說明書不實的損害賠償額相同。美國法以條文明確規定公開說明書不實案例的計算方法，就投資人於判決前已賣出或持續未賣出證券等不同情形，明確規範應如何計算損害賠償額，值得我國參考。本章節主要介紹美國法就 Section 11、Section 12 之司法實務操作，以案例演示 Section 11 的計算方法。

本章第三節介紹操縱行為的損害賠償計算方法，美國法主要以 1934 年證券交易法 Section 9 以及 Section 10（b）規範操縱行為的責任。Section 9 為構成操縱行為的態樣提供較明確的指引，然亦未明文應如何計算損害賠償額，且美國司法實務傾向適用 Section 10（b）討論行為人是否構成操縱行為。本章節指出 Section 9 及 Section 10（b）的適用關係，以實務案例說明依 Section 10（b）計算操縱行為案例損害賠償金額時，仍須仰賴財務專家意見計算投資人所受損害。

第二節 財報不實

第一項 法規

美國法聯邦法下，涉及財報不實民事責任的條文，包括 1934 年證券交易法 Section 10（b）與美國證券管理委員會（下稱美國證管會）根據其授權制定之 Rule 10b-5，以及 1934 年證券交易法 Section 18。但由於適用 Section 18 的要件嚴格，原告應證明其確實閱讀且信賴不實財報，也因此司法實務中，少見主張 Section 18 之案例。本節將以財報不實案件適用 1934 年證交法 Section 10（b）以及 Rule 10b-5 為討論核心。

一、 美國 1934 年證券交易法 Section 10（b）

美國 1934 年證券交易法 Section 10(b)規定[144]，任何人在買賣證券時，不得直接或間接透過任何方式或安排，以操縱或詐欺之方式或手段，違反證管會認定係保護公共利益或保護投資人之法規或規則。美國證管會根據本條授權制定 Rule 10b-5[145]，進一步說明構成證券詐欺的態樣，包含在買賣證券時：(a) 以任何方法、計畫或技巧詐欺；(b) 對重大事實為任何不實陳述，或隱瞞任何在當時情況需陳述才不致造成誤導的重大事實；(c) 從事任何詐欺或欺騙他人，或可能會詐欺或欺騙他人的行為、行動或商業活動。

---

[144] 15 U.S. Code § 78j - Manipulative and deceptive devices（Section 10）
It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange—（b） To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

[145] 17 CFR § 240.10b-5 - Employment of manipulative and deceptive devices（Rule 10b-5）
It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,
（a） To employ any device, scheme, or artifice to defraud,
（b） To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or
（c） To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,
in connection with the purchase or sale of any security.

美國司法實務中，1934 年證券交易法 Section 10（b）以及 Rule 10b-5 的規定涵蓋幾乎所有證券詐欺的態樣，違反 Section 10（b）以及 Rule 10b-5 規定之行為人應對因此所受損害之人負損害賠償責任。

二、 不實資訊影響期間之前買入證券的投資人，不能主張損害賠償

基於防止濫訴之考量[146]，聯邦最高法院認為投資人因不實資訊而決定不賣出證券時，也就是於不實資訊影響期間前買入證券之投資人，不得依 Section 10（b）或 Rule 10b-5 請求損害賠償[147]，僅可依州法下普通法之詐欺請求賠償[148]，此與我國證券法第 20 條之 1 明文規定持有人得為財報不實賠償責任的請求權主體，有所不同。

三、 證券詐欺之消滅時效

又美國實務與學者均認為，證券詐欺屬於侵權行為[149]，故依侵權行為法理，投資人應於違法事實發現的兩年內，或在違法事實發生後五年內起訴請求損害賠償[150]。

---

[146] Robert W. Taylor, *Re-Evaluating Holder Actions: Giving Defrauded Securities Holders a Fighting Chance*, 86 Notre Dame L. Rev. 413, 414 （2013）.（"In establishing the rule, courts primarily feared "strike suits" or vexatious litigation brought for the purpose of forcing an inequitable settlement as well as conjectural or speculative claims."）

[147] *Id*. 作者指出，公司對財務狀況的不實陳述必須促使原告買賣該公司之有價證券，原告始得依聯邦法起訴。（"In other words, a company's fraudulent misrepresentation regarding its financial condition must induce the plaintiff to either purchase or sell that company's securities in order for the plaintiff to have standing to sue under federal securities law."）

[148] 賴英照，同註 1，頁 700；*Id*, at 418.

[149] 原則上，原告主張被告負 Rule 10b - 5 的損害賠償責任時，至少應符合下列六要件：（1）原告買或賣系爭有價證券；（2）被告詐欺或隱匿之事項為重大影響投資人判斷之消息；（3）被告意圖詐欺或隱匿；（4）原告合理信賴被告之不法行為而為買賣；（5）原告之損害與被告之加害行為有因果關係；（6）原告有損害。這六個要件，基本上是以美國傳統侵權行為法（Torts） 的詐欺責任（ Misrepresentation and Nondisclosure ）為基礎所發展而成的。莊永丞，同註 113，頁 4-5。

[150] 28 U.S.C. § 1658（b）（2006）.

§ 1658 Time limitations on the commencement of civil actions arising under Acts of Congress

（a） Except as otherwise provided by law, a civil action arising under an Act of Congress enacted after the date of the enactment of this section may not be commenced later than 4 years after the cause of action accrues.

（b） Notwithstanding subsection （a）, a private right of action that involves a claim of fraud, deceit, manipulation, or contrivance in contravention of a regulatory requirement concerning the securities laws, as defined in section 3（a）（47） of the Securities Exchange Act of 1934 （15 U.S.C. 78c（a）（47））, may be brought not later than the earlier of-

四、 1934 年證券交易法 Section 28（a）損害賠償以投資人所受之實際損害為限

1934 年證券交易法 Section 28（a）[151]規定，損害賠償以投資人因行為人之違法行為所受的「實際損害（actual damages）」為限。然本條未進一步規定應如何計算實際損害。實務運作中，多採用淨損差額法，即投資人之「買入價格」與「系爭證券真實價格（值）」間之差額作為每股的損害賠償額，並以事件研究法推算出證券真實價格。然是否再進行損益相抵等調整，以及如何調整等，各法院間與和解實務做法均未見一致。詳細分析，請見本節第三款分析。

五、 1934 年證券交易法 Section 21D（e）明定證券詐欺訴訟的損害賠償額上限

1995 年私人證券訴訟改革法案（Private Securities Litigation Reform Act of 1995 （"PSLRA"））明定「價格回升條款（bounce back provision）」（即 1934 年證券交易法 Section 21D（e） [152]），限制證券詐欺訴訟的損害賠償額上限（cap）。

根據 Section 21D（e）規定[153]，原告的損害賠償額不應超過「原告買入

（1） 2 years after the discovery of the facts constituting the violation; or
（2） 5 years after such violation.

[151] SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 Sec. 28（a）
（1）In general
No person permitted to maintain a suit for damages under the provisions of this chapter shall recover, through satisfaction of judgment in 1 or more actions, a total amount in excess of the actual damages to that person on account of the act complained of. Except as otherwise specifically provided in this chapter, nothing in this chapter shall affect the jurisdiction of the securities commission （or any agency or officer performing like functions） of any State over any security or any person insofar as it does not conflict with the provisions of this chapter or the rules and regulations under this chapter.

[152] 15 U.S. Code § 78u–4 - Private securities litigation （e）Limitation on damages
（1）In general
Except as provided in paragraph （2）, in any private action arising under this chapter in which the plaintiff seeks to establish damages by reference to the market price of a security, the award of damages to the plaintiff **shall not exceed the difference between the purchase or sale price paid or received**, as appropriate, **by the plaintiff for the subject security and the mean trading price of that security during the 90-day period beginning on the date on which the information correcting the misstatement or omission that is the basis for the action is disseminated to the market.**

[153] 15 U.S. Code § 78u–4 - Private securities litigation （e）Limitation on damages

或賣出證券之價格」與「該證券自不實資訊更正日起 90 日期間每日收盤價之平均價格」之差額。但若原告在前揭 90 日期間結束前即賣出系爭證券，則原告的損害賠償額不得超過「原告買入或賣出證券價格」與「該證券自不實資訊更正日起至原告再為買賣日間的每日平均收盤價」之差額[154]。

前述規定被認為係美國國會基於崩盤理論（overreaction hypothesis）所制定，立法者為避免市場因被告詐欺行為被揭露而形成的恐慌性賣壓，不合理地擴大被告應負擔之損害賠償數額，故明定以 90 天的時間讓市場回到適合計算損害賠償的平衡[155]。這主要是因為美國實務中，多以事件研究法計算證券真實價值，財務專家以「不實資訊揭露日當天的股價」推算證券在不實資訊影響期間的真實價值（即系爭證券不受不實資訊影響之價格），立法機關認為，以不實資訊更正日的資訊計算損害賠償，可能導致高估原告的損害金額[156]，因此，國會通過私人證券訴訟改革法案（PLSRA），增設 90 天價格回升條款，降低損害賠償計算的不確定性，以期將損害賠償的範圍限制於因詐欺而非其他市場、產業因素造成的損害[157]。

美國學界對於 Section 21D（e）有許多批評。學者認為，Section 21D（e）將造成損害賠償的不對稱性（asymmetry），也就是說，若系爭證券之股價

（3）“Mean trading price” defined

For purposes of this subsection, the “mean trading price” of a security shall be an average of the daily trading price of that security, determined as of the close of the market each day during the 90-day period referred to in paragraph （1）.

[154] 15 U.S. Code § 78u–4 - Private securities litigation （e）Limitation on damages

（2）Exception

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

[155] Joseph A. Grundfest, *Damages and Reliance Under Section 10（b） of the Exchange Act*, 69 The Business Lawyer307, 352（2014）（“The PSLRA's ninety-day lookback provision thus demonstrates a congressional belief that stock prices can overreact to bad news and that it can then take ninety days for the market to adjust to an equilibrium appropriate for the measure of damages.”）；莊永丞，同註 2，頁 141；賴英照，同註 1，頁 739。

[156] See SENATE REPORT NO. 104–98, at 20. The Report stated that “calculating damages based on the date corrective information is disclosed may substantially overestimate plaintiff’s actual damages.”

[157] H.R. CONF. REP. NO.369, 104th Cong., 1st Sess.（1995）, reprinted in 1996 U.S.C.C.A.N 730-748.

在更正日後 90 天內上升，將造成限縮投資人損害賠償範圍之效果；但若股價在更正日後 90 天內下跌，投資人可受之損害賠償額卻不會因此提高。美國學者亦認為，此項立法不僅未能達到將損害賠償範圍限於被告詐欺行為所致損害，反而將使不實資訊更正後與詐欺無關的事件影響投資人損害賠償額的上限，致使其他市場、產業等因素事實上限制投資人的損害賠償額[158]。同時，崩盤理論係假設市場需較多時日以反應被告不實資訊對股價產生之影響，此與美國司法實務普遍認定美國證券市場屬於半強勢效率市場相衝突[159]。由前揭討論可知，美國學者對於 Section 21D（e）之批評所在多有，我國是否宜將該條文作為我國損害賠償計算的參考依據，值得探究。

應注意者，Section 21D（e）僅規範證券詐欺損害賠償額之上限，具體個案中，仍應依 Section 28（a）計算原告因行為人的詐欺行為所受的實際損害。美國司法實務就如何計算實際損害開展諸多討論，且適用情況不一，相關內容將於本節第三項中分析。

第二項 損害賠償之計算

依美國實務運作，案件符合 Section 10（b）的構成要件後，將透過以下步驟確定損害賠償數額：

一、 根據損失因果關係界定損害賠償範圍

1934 年證券交易法 Section 10（b）的案件中，投資人得請求損害賠償的範圍限於因被告詐欺行為所造成之損害，即投資人所受損害與被告詐欺行為應具有損失因果關係。美國司法實務於 Dura 案中[160]就 Section 10（b）

---

158 Jonanthan C. Dickey & Marcia Kramer Mayer, *Effect on Rule 10b-5 Damages of the 1995 Private Securities Litigation Reform Act: A Forward-Looking Assessment*, 51 Bus. Law. 1203, 1209-10（1996）.

159 Grundfest , *Supra* note 155, at 353.（"The notion of a market that systematically overreacts to negative information and that requires ninety days to absorb the implications of new information is thus anathema to the concept of semi-strong market efficiency."）；關於崩盤理論的詳細討論，可參莊永丞，同註 2，頁 142-150。

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

因果關係進行諸多討論，該判決對於損失因果關係的認定也有深遠影響。根據 Dura 案，投資人於不實資訊公布後買入證券，不實資訊更正後賣出證券或仍持有證券者，被告負賠償責任[161]。

二、 以財務模型計算投資人所受損害

Section 10（b）的案件中，美國實務原則上採用淨損差額法計算投資人所受損害[162]，並以事件研究法，借助財務模型，排除詐欺因素所致的證券價格變動，計算出未受詐欺影響下證券的真實價值，再以「投資人買入證券的價格」與「投資人買入證券時該證券的真實價值」間之差額，即證券受不實資訊的灌水程度（inflation），作為計算投資人所受損害之依據。法院審理證券詐欺損害賠償計算的案件中，係由陪審團認定證券受不實資訊之灌水程度。

三、 損益相抵

由於 1934 年證券交易法 Section 28（a）規定，投資人得請求的範圍僅限於其所受之實際損害，是以實務運作中將進行損益相抵，也就是說，若投資人因被告的同一次詐欺行為受有利益時，投資人因此所獲得之利益，應自原告所受損害中予以扣除。

美國實務對於如何進行損益相抵作法不同，根據研究機構分析，主要有以下兩種損益相抵的作法：

（一）投資人因以灌水股價買入證券所受之損害，應扣除（offset）其於股價灌水期間（即股價受不實資訊影響之期間）賣出證券所獲之利益[163]；

（二）投資人因以灌水股價買入證券所受之損害，應扣除其實際出售

---

[161] CORNERSTONE RESEARCH, ESTIMATING RECOVERABLE DAMAGES IN RULE 10B-5 SECURITIES CLASS ACTIONS, 5-6, 2014, *available at* https://www.cornerstone.com/Publications/Reports/Estimating-Recoverable-Damages-in-Rule-10b-5-Securities-Class-Actions.pdf .

[162] 莊永丞，同註 2，頁 150，2005 年。

[163] CORNERSTONE RESEARCH, LIMITING RULE 10B-5 DAMAGES CLAIMS, 2, 2014, *available at* https://www.cornerstone.com/Publications/Reports/Limiting-Rule-10b-5-Damages-Claims.pdf .

股票所獲之利益[164]。

第一種損益相抵作法，有見於司法判決（verdict）[165]；第二種損益相抵作法多適用於和解（settlement）[166]。茲分析如下：

（一）. 以灌水股價買入所受損害，扣除（offset）在灌水期間內賣出所獲利益

第一種損益相抵的作法為，評價各筆交易於買入或賣出時股價是否受到灌水以及股價的灌水幅度，以先進先出或者後進先出進行買入與賣出證券的交易配對，計算出每一配對下的交易結果，以股價是否受到灌水影響，認定是否受有損失或獲得利益（即是否受有灌水損失或享有灌水利益）。

法院尚會依據個案情況以及所採用的交易配對方法之差異，而採取不同寬嚴程度的損益相抵。例如，美國司法實務認為，採用後進先出法相較於先進先出法所計算出來的損失額較低，較有利於被告，反之，先進先出法較有利於投資人[167]。因此，法院在 Household 案中[168]，即採用先進先出法進行交易配對，再搭配較寬鬆的損益相抵；Vivendi 案中[169]，法院採取後進先出法進行交易配對，搭配較嚴格的損益相抵（partial netting）[170]。

Household 案中，法院認為，基於 1934 年證券交易法 Section 28（a）

---

164 CORNERSTONE RESEARCH, *supra* note 163, at 5.

165 例如：Jaffe Pension Plan v. Household Intern., Inc.756 F.Supp.2d 928 （United States District Court, N.D. Illinois, Eastern Division, 2010）; In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation, 284 F.R.D. 144 （United States District Court, S.D. New York, 2012）; HsingChing Hsu v. Puma Biotechnology, Inc., Slip Copy, , 2019 WL 4295285, at *4–5 （C.D. Cal. Sept. 9, 2019）.

166 CORNERSTONE RESEARCH, *supra* note 163, at 4.

167 CORNERSTONE RESEARCH, *supra* note 163, at 13. （"FIFO usually produces a higher damages estimate that LIFO because, under FIFO, more shares sold during the class period are matched with shares held prior to the class period."） ; Jaffe Pension Plan v. Household Intern., Inc., 756 F.Supp.2d 928, 936 （United States District Court, N.D. Illinois, Eastern Division, 2010） （The court mentioned that "[t]he LIFO method favors the defendants by taking into consideration gains that might have accrued to plaintiffs during the class period."…… , "[t]he FIFO method, however, often gives plaintiffs a windfall by not taking into consideration gains they obtained from sales of stock during the class period at a price that was inflated by fraud."）

168 Jaffe Pension Plan v. Household Intern., Inc., 756 F.Supp.2d 928（United States District Court, N.D. Illinois, Eastern Division, 2010）

169 In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation, 284 F.R.D. 144（United States District Court, S.D. New York, 2012）

170 詳細內容請參第三章第二節第三項損益相抵部分之討論。

[171]規定，損害賠償以投資人因行為人之違法行為所受的「實際損害（actual damages）」為限，因此，投資人因同一證券詐欺事件所獲得的所有利益，均應用以扣抵投資人因詐欺事件所受損害。也就是說：

1. 若投資人於股價受到灌水時買入證券，於股價未受灌水時賣出證券，則投資人受有灌水損失；
2. 若投資人於股價未受灌水時買入證券，於股價受到灌水時賣出證券，即受有灌水利益；
3. 若投資人在股價灌水影響期間買入又賣出，若該買賣期間係受同一件不實資訊影響，則投資人以灌水股價買入證券，又以同樣幅度的灌水價格賣出證券，因灌水幅度相同，故投資人並無損益，但若投資人買入與賣出係受到不同的不實資訊影響，則買入與賣出受灌水股價的影響則會有所不同，即可能產生損益。

前述第 2 點可能受到論者質疑，蓋投資人若於股價未受不實資訊影響前買入證券，若產生損失，因該交易與被告詐欺行為不具有因果關係，不能請求損害賠償，但若產生利益，是否可以用來扣抵其他交易所生之損失，從而將造成投資人可得求償之金額下降？又若投資人於不實資訊揭露／更正前賣出證券，若產生損失，因該交易不具有因果，不能請求損害賠償，但若產生利益，是否可以用來扣抵其他交易所生之損失，從而將造成投資人可得求償之金額下降？

Household 採取較寬鬆的損益相抵作法，法院認為，前述情況均屬於投資人因同一證券詐欺事件所獲得的利益，均應用以扣抵投資人因詐欺事件所受損害。但 Vivendi 案中，法院採用較嚴格的損益相抵（partial netting），

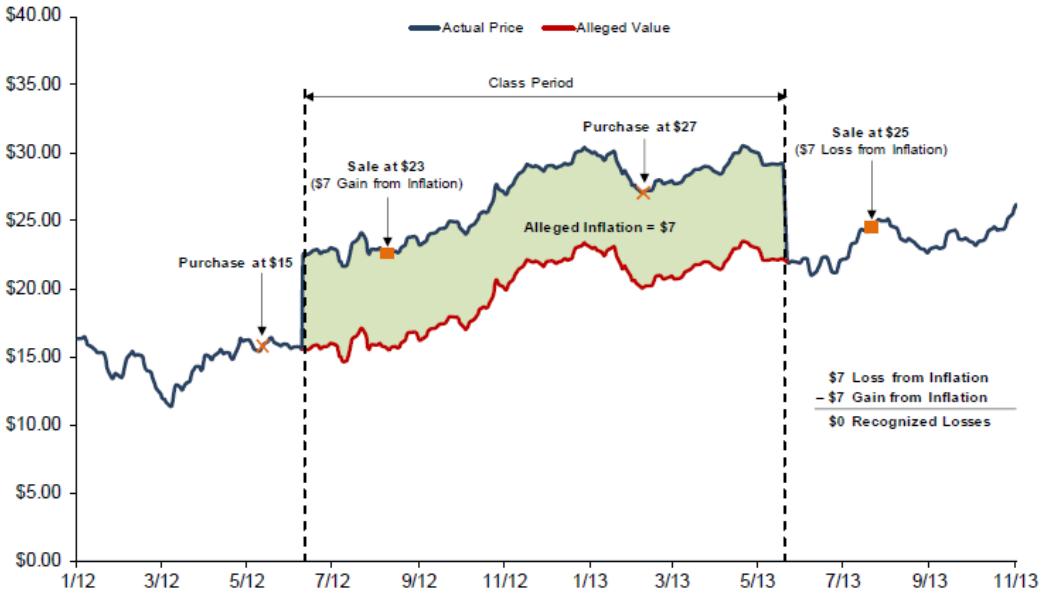
[171] SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 Sec. 28（a）
（1）In general
No person permitted to maintain a suit for damages under the provisions of this chapter shall recover, through satisfaction of judgment in 1 or more actions, a total amount in excess of the actual damages to that person on account of the act complained of. Except as otherwise specifically provided in this chapter, nothing in this chapter shall affect the jurisdiction of the securities commission （or any agency or officer performing like functions） of any State over any security or any person insofar as it does not conflict with the provisions of this chapter or the rules and regulations under this chapter.

法院認為，投資人只能以在股價受灌水期間買進的證券與在揭露／更正日後賣出證券（若有數次揭露／更正，則為第一次揭露／更正後）間之損益進行抵銷之。換言之，不是所有在灌水期間內賣出股票所獲得之利益，均可用於抵銷投資人所受損害。

以下以 Household 所建立的損益相抵原則分析釋例如下：

假設投資人於股價受灌水影響前以每股 15 元買入股票，於股價受灌水影響後以 23 元賣出股票；股價受灌水影響期間，再以每股 27 元買入股票，並於股價不受影響時賣出股票。

圖 3-1 Household 損益相抵操作示意圖



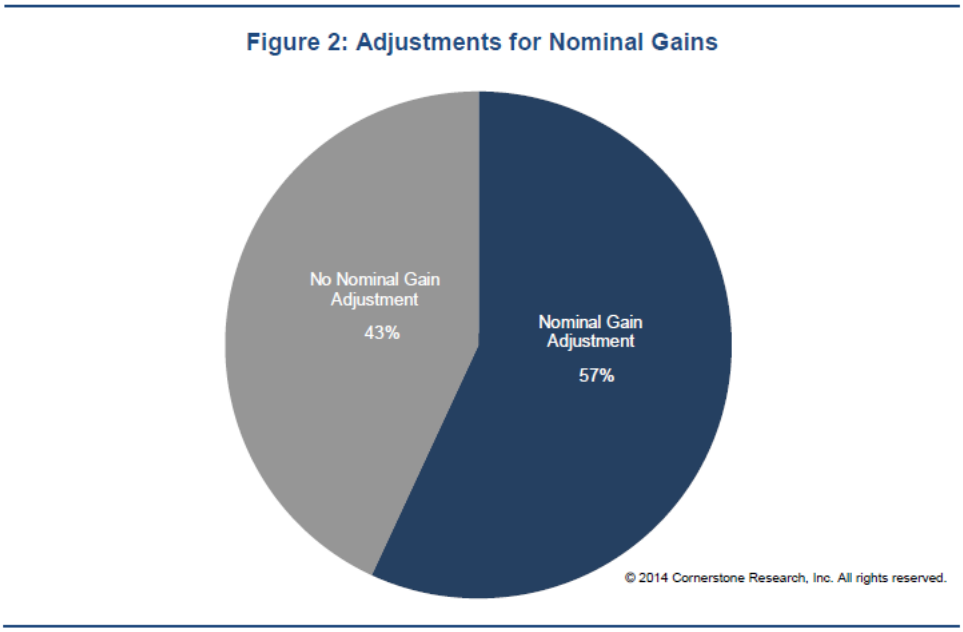
出處：Cornerstone Research, Limiting Rule 10b-5 Damages Claims（2014）

Household 以先進先出法進行交易配對，投資人於股價未灌水時以每股 15 元買入 1 股，在股價灌水 7 元時以每股 23 元賣出 1 股，投資人於此筆配對買賣受有 7 元股價灌水利益；投資人於股價灌水 7 元時以每股 27 元買入 1 股，於股價未灌水時以每股 25 元賣出 1 股，投資人於此一配對買賣受有 7 元股價灌水損害。此二筆配對買賣經損益相抵後，投資人所受損害為 0 元。

（二）. 以灌水股價買入所受損害，扣抵實際賣出股票所獲利益

和解實務中，主要採用第二種損益相抵作法。其先以交易配對得出股價灌水損失，再從股價灌水損失中扣除投資人因賣出證券所獲得的實際上的獲利（即買價與賣價間之差額，又稱名目利益）。美國研究機構指出，和解案件中，通常只會將在不實資訊影響期間買入之證券賣出後所獲得的名目利益，用以進行損益相抵，然而，亦有將近 15%的和解案件，將於不實資訊影響期間前買入之證券，賣出後所獲得的名目利益，用以進行損益相抵[172]。

圖 3-2 美國和解實務採用的損益相抵作法



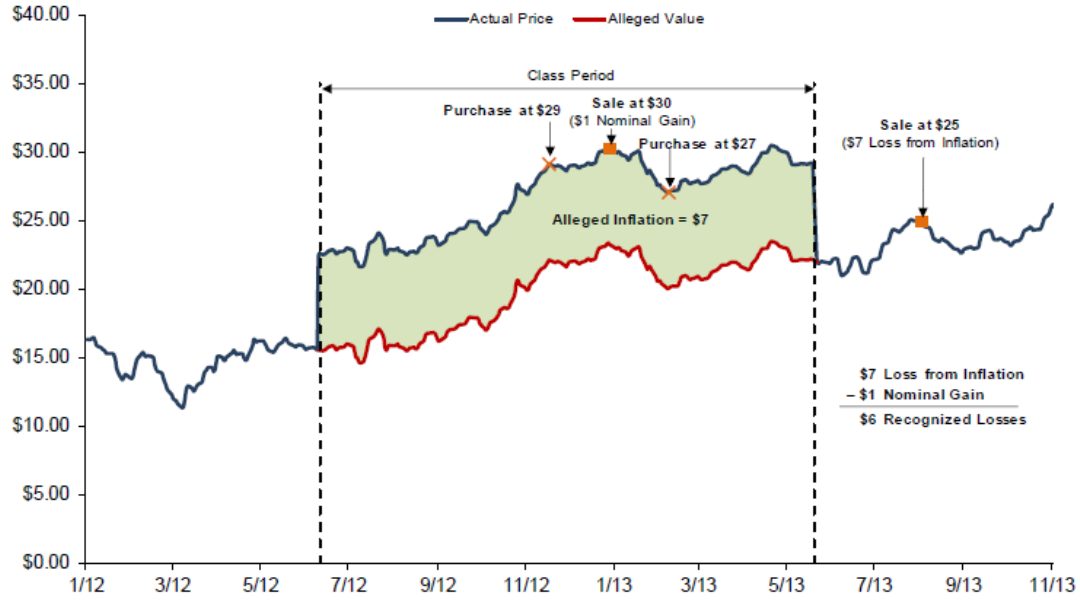
出處：Cornerstone Research, Limiting Rule 10b-5 Damages Claims（2014）

以下釋例說明和解常用的第二種損益相抵作法之具體操作模式：

假設投資人於股價受灌水影響期間，以每股 29 元買入股票，並以每股 30 元賣出；再以每股 27 元買入股票，並於股價不受灌水影響時賣出。

[172] CORNERSTONE RESEARCH, *supra* note 163, at 5.

圖 3-3 美國和解實務採用之損益相抵示意圖



出處：Cornerstone Research, Limiting Rule 10b-5 Damages Claims （2014）

若以先進先出法進行買入與賣出之交易配對，則投資人於股價受灌水期間，以每股 29 元買入 1 股，以每股 30 元賣出 1 股，投資人受有 1 元的實際利益；投資人於股價灌水 7 元時以每股 27 元買入 1 股，在股價無灌水時以每股 25 元賣出 1 股，投資人受有 7 元股價灌水損害。此兩筆買賣配對交易之損益相抵結果為：投資人所受損害為 6 元。

美國實務對於應如何進行損益相抵，實無一致見解，但不論是判決還是和解案例，大多會以損益相抵調整投資人可主張之損害賠償金額。

四、 檢視投資人損害是否超過損害賠償額上限

投資人所得受償之損害賠償金額尚受到以下的限制：

（一）PSLRA、Section 21D（e）損害賠償法定上限；

（二）投資人買入與賣出實際損失的限制（即名目損失，nominal losses）。

前者係源於崩盤理論的考量所為之 90 日股價回彈規則的法定上限限制，後者則係在 1934 年 Section 28（a）實際損害解釋下而生的限制，為美國實務運作所遵循。

若投資人經前一步驟計算出的損害賠償額低於這兩個賠償額上限的限制時，則以該損害賠償額作為投資人得向被告請求的數額；若經前一步驟計算出的損害賠償額高於前述賠償額上限的限制，則以這兩個賠償額上限中金額較低者，作為投資人得向被告求償之數額。

（一）. PSLRA、Section 21D（e）損害賠償之法定上限

Section 21D（e）之內容已詳細討論如第一項，即若投資人於不實資訊更正日後之 90 日期間內賣出證券，則投資人所獲賠償額不得超過實際買入證券價格與更正日至賣出日的平均收盤價格之差額乘以得求償證券數；若投資人於不實資訊更正日後之 90 日期間後賣出證券，則投資人所獲賠償額不得超過實際買入證券價格與更正日至更正日後 90 日期間內的平均收盤價格之差額乘以得求償證券數。

以下案例說明法定上限限制的操作方法：

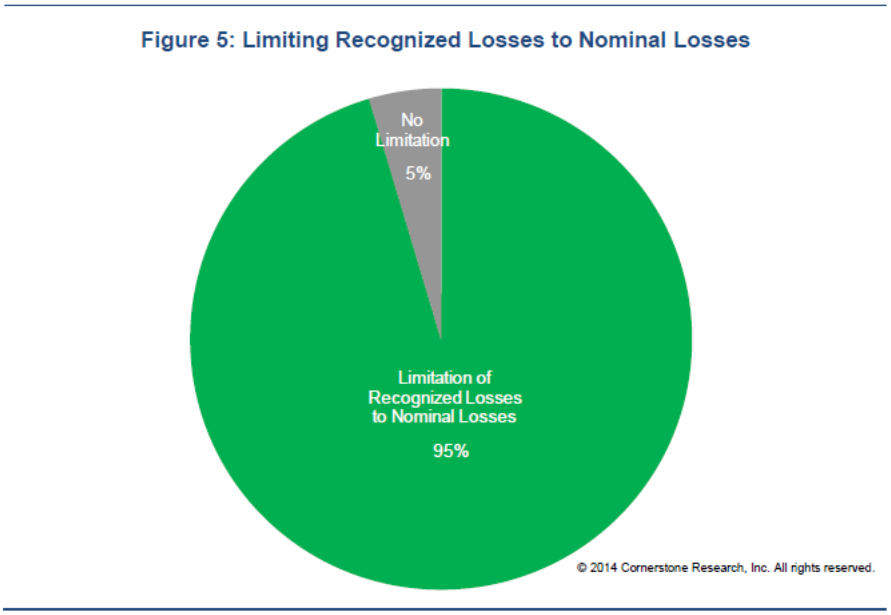
假設投資人於股價灌水 7 元時，以每股 27 元買入 1 股，於股價未受灌水時、更正日 90 天後，以每股 25 元賣出 1 股。不實資訊更正日後 90 日期間的平均收盤價格為 23 元。

投資人於股價灌水 7 元時以每股 27 元買入 1 股、未受灌水時以每股 25 元賣出 1 股，受有 7 元的灌水損失。然而依照 Section 21D（e）的法定限制，投資人所獲賠償上限不得超過實際買入證券價格（27 元）與不實資訊更正日後 90 日期間平均收盤價格（23 元）之差額，投資人就此一配對之買入與賣出交易可獲賠償額以 4 元為上限。故投資人所受灌水損失雖為 7 元，但因為已超過投資人實際買賣證券價格差額之上限，投資人得求償額為 4 元。

（二）. 投資人證券實際買賣價格差額（即投資人之名目損失）為損害賠償上限

除法定上限限制外，由於 1934 年 Section 28（a）規定，投資人得求償的金額限於投資人所受之實際損害，故實務運作中尚會以投資人證券實際買入與賣出價格之差額（即投資人實際所受之損害），作為投資人所獲賠償額的上限限制。美國研究機構指出，幾乎所有的和解案例皆會以投資人證券實際買賣價格之差額作為投資人所獲賠償額的上限，判決亦通常會採用此一限制[173]。

圖 3-4 美國實務採用以名目損失作為損害賠償上限之情況



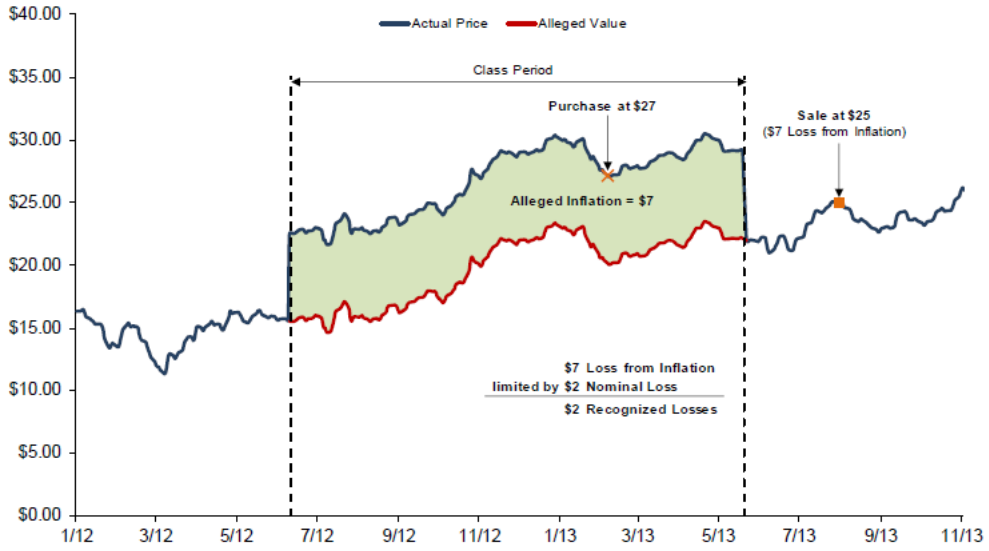
出處：Cornerstone Research, Limiting Rule 10b-5 Damages Claims（2014）

以下釋例說明以投資人之名目損失作為損害賠償上限的操作方法：

假設投資人於股價灌水 7 元時，以每股 27 元買入 1 股，於股價未受灌水時，以每股 25 元賣出 1 股。

[173] CORNERSTONE RESEARCH, *supra* note 163, at 7.

圖 3-5 美國實務採用以名目損失作為損害賠償上限釋例



出處：Cornerstone Research, Limiting Rule 10b-5 Damages Claims （2014）

投資人於股價灌水 7 元時以每股 27 元買入 1 股、未受灌水時以每股 25 元賣出 1 股，受有 7 元的灌水損失。然而投資人實際買賣證券價格之差額為 2 元（27 元－25 元＝2 元），則此一配對交易下，投資人可獲賠償額以 2 元為上限。由於投資人所受灌水損失為 7 元，已超過投資人之名目損失，投資人所得受償金額為 2 元。

第三項 法院判決

第一款、損害賠償範圍與投資人所受損失的計算－Dura 案[174]

2005 年 Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo 案[175]（下稱 Dura 案）中，美國聯邦最高法院認為，Section、10（b）與 Rule 10b-5 之案件，原告以灌水價格買入證券當時並無損失，蓋其持有具有相當價值之股份所有權，且以灌水價格買入證券與投資人嗣後是否產生經濟上損害，二者間不具必然的關聯性；如買入證券後，在不實資訊更正前賣出，該不實資訊亦不會造

[174] 關於 Dura 案的詳細介紹，可參張心悌，美國證券求償訴訟損失因果關係之實務案例研究，財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心委託研究，頁 81-82，2020 年。

[175] Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 341-342（2005）.

成原告損失，即便原告於不實資訊更正後賣出證券，灌水的股價可能下跌，但股價下跌的原因可能是受市場或其他因素影響，不全然是不實資訊所造成。換言之，聯邦最高法院認為，證券詐欺案例中損失發生的時間點，不在於原告因被告詐欺行為買入股票之時，而是不實資訊為大眾所知悉、股價下跌，而原告以較買入證券價格為低之價格賣出時，方認為原告受到證券詐欺的經濟上損害。

Dura 案後，美國司法實務針對 Dura 案的闡述發展出以下幾點原則：

一. 投資人在不實資訊公布後買入證券，不實資訊更正後賣出證券或仍持有證券者，被告才應負賠償責任[176]。

Kniffin v. Micron Technology, Inc.[177]案中，聯邦地方法院指出，Dura 案後，被告不法行為被揭露／更正前，原告所受到的損失皆不在損害賠償範圍內，蓋該損失無法與被告被訴的不法行為連結[178]。法院亦指出，為排除原告在不實資訊更正前買賣股票之數量，故需仰賴先進先出法（first in, first out, "FIFO"）或後進先出法（last in, first out, "LIFO"）以確認原告可請求損害賠償的證券數量。本案法院認為 LIFO 為合適的配對方法。

---

[176] 類似案例可參：Khunt v. Alibaba Grp. Holding Ltd., 102 F. Supp. 3d 523, 531 （S.D.N.Y. 2015）；類似說法可參：Porzio v. Overseas Shipholding Group, Nos. 12 Civ. 7948, et al., 2013 WL 407678, at *3 （S.D.N.Y. Feb. 1, 2013） （denying lead plaintiff status to investor group where most of the stock purchased was sold before corrective disclosure）; Bensley v. FalconStor Software, Inc., 277 F.R.D. 231, 235–42 （E.D.N.Y.2011） （denying lead plaintiff status to a so-called "in-and-out" trader, where stock was arguably sold before the company's disclosure of fraud）; In re Veeco Instruments, Inc. Sec. Litig., 233 F.R.D. 330, 333 （S.D.N.Y.2005） （rejecting applicant for lead plaintiff status where applicant had sold all of its stock prior to curative disclosure）; see also Kops v. NVE Corp., Nos. 06 Civ. 574（MJD）（JJG）, et al., 2006 WL 2035508, at *5 （D.Minn. July 19, 2006） （rejecting lead plaintiff applicant who sold all his shares prior to corrective disclosure）. 張心悌，同註 174，頁 82。

[177] Kniffin v. Micron Technology, Inc., 379 F.Supp.3d 259（United States District Court, S.D. New York, 2019）.

[178] *Id*, at 264.（The court stated that "this modification recognizes that "[after] Dura Pharms., Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 125 S.Ct. 1627, 161 L.Ed.2d 577（2005） ... any losses that [a plaintiff] may have incurred before [a defendant's] misconduct was ever disclosed to the public are not recoverable, because those losses cannot be proximately linked to the misconduct at issue in th[e] litigation."）

二. 投資人所得請求損害賠償的範圍限於其所受真實的金錢上損害[179]

Dusek v. JPMorgan Chase & Co.案[180]中，聯邦地方法院認為，在淨損差額法的原則下，原告所受損害並非係假設不實資訊為真時，原告可能可獲得之利益，而係原告因受詐欺買入證券所受的真實損失。

換言之，Dura 案後，原告在不實資訊揭露／更正日前所為的交易若受有損失，也不在被告應負損害賠償責任的範圍內[181]；若不實資訊係分次更正，則位於歷次不實資訊更正期日之間的交易損失，亦非原告可受償的損害[182]。例如，公司財報不實歷經三次揭露／更正，投資人若於第一次揭露／更正日後買入證券，並於第二次揭露／更正日前賣出證券，則該筆配對交易不在受償範圍內；若投資人於第一次揭露／更正日後與第二次揭露／更正日前買入證券，並於第二次揭露／更正日後賣出證券，因投資人之買入與賣出跨越第二次揭露／更正日，應屬得受償之範圍。

第二款、損害賠償之計算以淨損差額法為原則

一、 *Green v. Occidental Petroleum Corp.* [183]

美國司法實務對於財報不實的損害賠償計算方式，曾有毛損益法或淨損差額法之爭議，但自 1976 年 *Green v. Occidental Petroleum Corp.*（下稱 Green 案）後，淨損差額法逐漸成為 Section 10（b） 或 Rule 10b-5 案例中

---

[179] 類似看法可參：Savage v. Conrad, 2016 WL 11639660, United States District Court, N.D. Georgia, Atlanta Division（2016）.

[180] Dusek v. JPMorgan Chase & Co., 132 F.Supp.3d 1330, 1352 （2015）. The court observed that "The principle underpinning the out-of-pocket rule is that a plaintiff's injury is not the loss of what he might have gained if the false facts had been true, but rather what he has actually lost by being deceived into the purchase." Barr v. Matria Healthcare, Inc., 324 F.Supp.2d 1369, 1376 （N.D.Ga.2004） （citing Wool v. Tandem Computers, Inc., 818 F.2d 1433, 1437 n. 2 （9th Cir.1987））. Thus, "[t]he measure of damages in a Rule 10b-5 case is limited to actual pecuniary loss suffered by the defrauded party, and does not include any speculative loss of profits.""

[181] CORNERSTONE RESEARCH, *supra* note 161, at 5.

[182] *Id*, at 6.

[183] Green v. Occidental Petroleum Corp., 541 F.2d 1335（1976）.

計算損害賠償的主流方法。

Green 案中，美國聯邦第九巡迴上訴法院（Ninth Circuit）提出，因本案原告係在公開市場上買入股票，合理的損害賠償計算方法為淨損差額法[184]，即以投資人買入證券的價格（price）與投資人買入證券當天的證券真實價值（value）間之差額（spread）作為計算投資人損失之依據，因為此差額主要係由被告的不實陳述造成[185]。法院認為，若將不實陳述日起至更正日為止的資料繪製成圖表，將可形成一條「價格線（price line）」以及一條「價值線（value line）」，前者反映不實陳述（misrepresentation）影響下的證券價格，後者則為該段期間內證券的真實價值，兩條線間之差額即為投資人所受損失[186]。法院指出，價值線的建立雖然複雜且困難，但是可行（practicable）且必要的。

Green 案以淨損差額法作為損害賠償額計算的方法，逐漸成為美國司法實務的共識。此後，雖仍可見以毛損益法作為損害賠償計算方式之判決[187]，惟多數實務見解採用淨損差額法[188]，借助財務模型計算出證券的真實價值，作為投資人損害賠償之依據。為計算證券真實價值，美國實務發展出「指數比較法（Comparable Index Method）」[189]及「事件研究法（Event Study）」兩種方式，但以事件研究法較為常見。

---

[184] 在 Green v. Occidental Petroleum Corp.案前採 Out-of-Pocket Method 的案例可參：Affiliated Ute Citizens of Utah v. U. S., 406 U.S. 128（1972）; Estate Counseling Service, Inc. v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 303 F.2d 527（1962）; Foster v. Financial Technology Inc., 517 F.2d 1068（1975）.

[185] *Supra* note 183, at 1344.

[186] *Supra* note 183, at 1344.

[187] Stone v. Kirk, 8 F.3d 1079（6th Cir., 1993）.

[188] Edward S. Adams & David E. Runkle, *Solving A Profound Flaw in Fraud-on-the-Market Theory: Utilizing A Derivative of Arbitrage Pricing Theory to Measure Rule 10b-5 Damages*, 145 U. Pa. L. Rev. 1097, 1103 （1997）（observed that the out-of-pocket measure has become a popular method of calculating damages in Rule 10b-5 cases.） See that Wool v. Tandem Computers, Inc., 818 F.2d 1433, 1436-37 （9th Cir. 1987）; Harris v. Union Elec. Co., 787 F.2d 355, 367 （8th Cir. 1986）; Huddleston, 640 F.2d at 555-56; Blackie v. Barrack, 524 F.2d 891, 909 （9th Cir. 1975）; In re LTV Sec. Litig., 88 F.R.D. 134, 148, 148-49 （N.D. Tex. 1980）; Elkind v. Liggett & Myers, Inc., 635 F.2d 156, 168 （2d Cir.1980）; In re Warner Communications Securities Litigation, 618 F.Supp. 735, 744 （S.D.N.Y.1985）.

[189] Bonime v. Doyle, 416 F. Supp. 1372（United States District Court, S. D. New York, 1976）; Rolf v. Blyth, Eastman Dillon & Co., Inc., 570 F.2d 38 （United States Court of Appeals, Second Circuit, 1978）. In re Ambac Financial Group, Inc. Securities Litigation, 693 F.Supp.2d 241 （United States District Court, S.D. New York, 2010）.

二、真實價值之認定[190]

美國司法實務運作中，法院普遍要求雙方當事人提出運用事件研究法或其他類似方法（迴歸分析等）作成之專家報告，用以說明股價變動與不實資訊間的關聯性，進而推算出系爭證券不受不實資訊影響之真實價格與投資人所受損害[191]。例如在 *In re Imperial Credit Indus., Inc. Sec. Litig.*[192]案中，法院即認為原告所出具的專家報告，因未能提供事件研究法或類似的分析方法而有缺失（deficiency）[193]，故決定不採納原告主張。根據美國學者的觀察，事件研究法已成為證券詐欺案件中，法院傾向（preferred）甚至是必須（required）採取的損害賠償計算方法[194]。

（一）、指數比較法

指數比較法係透過財務模型計算出「如果詐欺行為未發生，投資人投資特定證券可以獲得的預期報酬」。指數比較法的基本假設為，若股價的變動無法透過市場模式（Market model）做出解釋，該變動皆歸因於被告的詐

---

[190] 後續採用的計算方式，主要參考自：Branford Cornell & R. Gregory Morgan, *Using Finance Theory to Measure in Fraud on the Market Cases*, 37 UCLA L. REV. 897,899 （1990）與莊永丞，同註 2，頁 130-132，2005 年。

[191] In re Northern Telecom Sec. Litig., 116 F.Supp.2d 446, 460 （S.D.N.Y.2000） （"Torkelson's testimony is fatally deficient in that he did not perform an event study or similar analysis to remove the effects on stock price of market and industry information and he did not challenge the event study performed by defendants' expert."）; Executive Telecard, 979 F.Supp. at 1024–26 （finding an expert's methodology not reliable because he failed to conduct an event study or regression analysis to detect whether stock price declines were the result of forces other than the alleged fraud; applying Daubert v. Merrell Dow Pharm., 509 U.S. 579, 113 S.Ct. 2786, 125 L.Ed.2d 469 （1993） to exclude the expert damages report）; Oracle, 829 F.Supp. at 1181 （"Use of an event study or similar analysis is necessary more accurately to isolate the influences of information specific to Oracle which defendant allegedly have distorted.... As a result of his failure to employ such a study, the results reached by [plaintiffs' expert]. cannot be evaluated by standard measures of statistical significance."）.

[192] In re Imperial Credit Indus., Inc. Sec. Litigation, 252 F.Supp.2d 1005（District Court 2003）.

[193] *Id*., 1014.

[194] Jill E. Fisch, Jonah B. Gelbach & Jonathan Klick, *The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation*, 96 Texas Law Review 553, 556（2018）（stated that "Use of the event study methodology has become ubiquitous in securities fraud litigation. Indeed, many courts have concluded that the use of an event study is preferred or even required to establish one or more of the necessary elements of the plaintiffs' case." Alon Brav & J.B. Heaton, *Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias*, 93 WASH. U. L. REV. 583, 585 （2015） （stated that "[E]vent studies became so entrenched in securities litigation that they are viewed as necessary in every case."）

欺行為所致[195]。以下說明指數比較法的操作步驟[196]：

步驟一：將「詐欺行為未影響特定證券報酬的期間」定義為「估計期間（the estimation period）」[197]，並且蒐集在估計期間內特定證券之日報酬率、特定證券所屬市場之日報酬率與特定證券所屬產業之日報酬率。其中，特定證券所屬市場之日報酬率數據，得取自該特定證券掛牌交易的市場指數，例如紐約證券交易所（NYSE）與納斯達克證券交易所（NASDAQ）之綜合指數；特定證券所屬產業之日報酬率數據，則取自特定證券所屬之產業在上述交易所中的類股指數。

步驟二：利用**步驟一**所蒐集之數據建立市場模式，如**式（1）**所示。市場模式為風險調整法模式（Risk-adjusted returns model）[198]的改良版本。市場模式的主要目的，是將特定證券的系統性風險（又稱無法規避的風險，Systematic risk）[199]（即，式（1）的$\boldsymbol{b_{Market}}$與$\boldsymbol{c_{Industry}}$）作為會影響特定證券報酬的因素[200]。當運算完市場模式時，即可取得迴歸係數值（即，$\hat{\boldsymbol{a}}$，$\hat{\boldsymbol{b}}_{\boldsymbol{Market}}$與$\hat{\boldsymbol{c}}_{\boldsymbol{Industry}}$）。

$$\boldsymbol{r_{Security} = a + b_{Market} \times (r_{Market}) + c_{Industry} \times (r_{Industry}) + \varepsilon} \quad \textbf{（1）}$$

式（1）中，$\boldsymbol{r_{Security}}$為估計期間內特定證券之日報酬率、$\boldsymbol{a}$為運行市場模式之後可獲得的變數，其為市場模式的常數項（即固定不變的值）。$\boldsymbol{r_{Market}}$為估計期間內特定證券所屬市場之日報酬率、$\boldsymbol{b_{Market}}$為估計期間

---

[195] Richard Roll, *A Critique of the Asset pricing Theory's Tests*, 5 J. FIN. ECON. 129-176（1977）.；林文里，資訊公開不實所致損害金額之計算方法，載於：現代公司法制之新課題－賴英照教授六秩華誕祝賀論文集，頁 514，2005 年。

[196] Branford Cornell & R. Gregory Morgan, *supra* note 47, at 897-899

[197] 估計期間的天數範圍並非定值。過往研究建議將估計期間設定在 100 日至 300 日之間。詳可參閱：Bizjak, John M., and Jeffrey L. Coles, *The effect of private antitrust litigation on the stock-market valuation of the firm*, 85 Am. Econ. Rev., 436（1995）; Bhagat, Sanjai, and U. N. Umesh, *Do trademark infringement lawsuits affect brand value: A stock market perspective*, 2 Journal of Market-Focused Management 127（1997）.; 沈中華、李建然，事件研究法─財務與會計實證研究必備，頁 21-23，2000 年 9 月，初版。

[198] 風險調整法主要是利用迴歸模型，將個股的系統性風險（Systematic risk）作為個股報酬率的預測因素。廣義來說，風險調整法是探討系統性風險（但並未區分其類型）與個股報酬率之關聯性；狹義來說，市場模式則是以風險調整法為基礎，將系統性風險定義為市場因素及產業因素，並探討其與個股報酬率的關聯性。請參見：沈中華、李建然，同註 197，頁 28。

[199] Larry Eisenberg and Thomas H Noe. *Systemic Risk in Financial Systems*, 47(2)Management Science, 236–249 （2001）.

[200] 沈中華、李建然，同註 197，頁 30。

內特定證券所屬市場之日報酬率對特定證券之影響程度、$\boldsymbol{r_{Industry}}$為估計期間內特定證券所屬產業日報酬率、$\boldsymbol{c_{Industry}}$為估計期內特定證券所屬產業之報酬率對特定證券之影響程度，以及$\boldsymbol{\varepsilon}$為殘差項（Residual），此處定義為「估計期間內特定證券日報酬率」與「透過運算市場模式所獲得之估計期間內特定證券之預期日報酬率」之差額。

步驟三：將「詐欺行為影響特定證券報酬的期間」定義為「事件期間」[201]（the event period），經由**步驟二**建構並運行特定證券在估計期間內的市場模式並獲得係數值之後，蒐集在詐欺事件影響期間的「詐欺期間的特定證券所屬市場之日報酬率」與「詐欺期間內特定證券所屬產業之日報酬率」，代入**式（2）**計算「特定證券在詐欺事件影響期間的預期報酬率」，如下所示：

$$\hat{r}_{Security} = \hat{a} + \hat{b}_{Market} \times (r_{Market}) + \hat{c}_{Industry} \times (r_{Industry}) \quad (2)$$

式（2）中，$\hat{r}_{Security}$為詐欺期間內特定證券之預期日報酬率（即，如果不發生詐欺行為，投資人預期本來可以獲得的日報酬率），經**式（2）**運算之後得出。$\hat{a}$為運行市場模式之後可獲得的常數項定值、r_{Market}為詐欺期間內特定證券所屬市場之日報酬率[202]、$\hat{b}_{Market}$為運行市場模式之後可獲得的「特定證券所屬市場之日報酬率對特定證券之影響程度」的數值、$r_{Industry}$為估計期間內特定證券所屬產業之日報酬率[203]、$\hat{c}_{Industry}$為運行市場模式之後可獲得的「特定證券所屬產業之報酬率對特定證券之影響程度」的數值。

步驟四：經由**步驟三**得出「詐欺期間內特定證券的預期日報酬率（$\hat{r}_{Security}$）」，再代入**式（3）**，即可計算出「特定證券於受詐欺期間之每

[201] 事件期間的天數範圍並非定值，其與研究目的有關。若想關注單一事件（如，詐欺行為揭露／更正日）對股價的影響，事件期通常僅設定為事件日或其前後一、兩天。請參見：沈中華與李建然，同註 197，頁 23-24；若有其他研究目的，例如，欲關注事件日之前是否有資訊提前流入市場，則可以將事件期間再擴大。請參見：Ball, Ray, & Philip Brown. *An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers,* 6（2）J. Account. Res. 176, 177（2001）.

[202] 須留意式（1）與式（2）雖然都有r_{Market}，但是式（1）要代入的是估計期間的個股所屬市場之日報酬率，式（2）則是詐欺期間的個股所屬市場之日報酬率。

[203] 須留意式（1）與式（2）雖然都有$r_{Industry}$，但是式（1）要代入的是估計期間的個股所屬產業之日報酬率，式（2）則是詐欺期間的個股所屬產業之日報酬率。

日真實價值」，如下所示：

$$\boldsymbol{True\ Value_{t-1} = \frac{True\ Value_t}{(1 + the\ predicted\ return_{t-1})}} \quad (3)$$

式（3）中，$\boldsymbol{True\ Value_t}$為特定證券在第 t 期（即，當天）的真實價值，$\boldsymbol{True\ Value_{t-1}}$為特定證券在第 t-1 期（即，前一天）的真實價值，以及$\boldsymbol{the\ predicted\ return_{t-1}}$為第 t-1 期（即，前一天）的「特定證券之預期日報酬率（$\hat{\boldsymbol{r}}_{\boldsymbol{Security}}$）」。

根據**式（3）**，透過第 t 期的真實價值（通常這一天為不實資訊更正／揭露日，由於已經排除不實資訊的影響，所以未受不實資訊影響的市價會貼近真實價值，故假設當天的市價與真實價值會相當）與第 t-1 期的特定證券之預期日報酬率的運算，逐一推估出更正／揭露日第 t-1 期（前一天）、第 t-2 期（前二天）、第 t-3 期（前三天），以此類推至事件期間每一日之真實價值。

以下釋例說明指數比較法之操作：

假設 2021 年 4 月 18 日為不實資訊揭露日，特定證券 A 股票當天市價為每股 100 元。

步驟一：蒐集估計期間（即，不實資訊進入市場日往前推 100 天的所有交易日）的 A 股票日報酬率、A 股票所屬市場之日報酬率及 A 股票所屬產業之日報酬率。

步驟二：透過**步驟一**所蒐集的數據，運行市場模式（即**式（1）**）之後，可獲得所需的係數值，假定係數組合（$\hat{\boldsymbol{a}}$，$\hat{\boldsymbol{b}}_{\boldsymbol{Market}}$，$\hat{\boldsymbol{c}}_{\boldsymbol{Industry}}$）為（0.05，0.7，0.3）。

步驟三：將（$\hat{\boldsymbol{a}}$，$\hat{\boldsymbol{b}}_{\boldsymbol{Market}}$，$\hat{\boldsymbol{c}}_{\boldsymbol{Industry}}$）代入**式（2）**之後，產生如下**式（4）**。假定本範例所需計算的詐欺期間為 2021 年 4 月 18 日（含當日）往前五天的時間線所獲得的$\boldsymbol{r_{Market}}$和$\boldsymbol{r_{Industry}}$，前述資訊整理如表 3-1 所示。舉例來說，2021 年 04 月 17 日的$\hat{\boldsymbol{r}}_{\boldsymbol{Security}}$**之**計算方式為$0.05 + 0.7 \times (1.00\%) + 0.3 \times (-2.00\%)$**等於** 5.10%。

$$\hat{r}_{Security} = 0.05 + 0.7 \times (r_{Market}) + 0.3 \times (r_{Industry}) \quad (4)$$

表 3-1 指數比較法釋例－詐欺期間之r_{Market}和$r_{Industry}$的數據結果

日期	r_{Market}	$r_{Industry}$	$\hat{r}_{Security}$
4/13	-3.00%	-2.00%	2.30%
4/14	-2.00%	4.00%	4.80%
4/15	2.00%	3.00%	7.30%
4/16	5.00%	3.00%	9.40%
4/17	1.00%	-2.00%	5.10%
4/18	2.00%	3.00%	2.10%

出處：研究團隊製作

步驟四：經由**步驟三**運算出「詐欺期間之特定證券的預期日報酬率（$\hat{r}_{Security}$）」，再代入**式（3）**，即可得出「特定證券於受詐欺期間之每日真實價值」，如表 3-2 所示。舉例來說，2021 年 04 月 17 日的真實價值計算方式為 100／（1+5.10%）=95.15。

表 3-2 指數比較法釋例－計算真實價值線的結果

日期	r_{Market}	$r_{Industry}$	$\hat{r}_{Security}$	$True\ Value_t$
4/13	-3.00%	-2.00%	2.30%	75.6
4/14	-2.00%	4.00%	4.80%	77.34
4/15	2.00%	3.00%	7.30%	81.05
4/16	5.00%	3.00%	9.40%	86.97
4/17	1.00%	-2.00%	5.10%	95.15
4/18	-	-	-	100

出處：研究團隊製作

（二）、事件研究法

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

以下詳述事件研究法下如何計算真實價值之步驟[204][205]：

步驟一：將「詐欺行為未影響特定證券報酬的期間」定義為「估計期間」（the estimation period），並且蒐集在估計期間內特定證券之日報酬率、特定證券所屬市場之日報酬率，以及特定證券所屬產業之日報酬率。相關資料蒐集說明，同前述指數比較法之介紹。

其中，市場日報酬率數據得取自紐約證券交易所（NYSE）與納斯達克證券交易所（NASDAQ）之廣基型標準市場指數（broad-based standard market index）；產業日報酬率數據則取自特定證券所屬之產業在上述交易所之中的類股指數（industry indices）。

步驟二：利用**步驟一**所蒐集之數據建立市場模式，如**式（1）**所示。當運算完市場模式時，即可取得迴歸係數值（即，$\hat{a}$，$\hat{b}_{Market}$與$\hat{c}_{Industry}$）。

$$r_{Security} = a + b_{Market} \times (r_{Market}) + c_{Industry} \times (r_{Industry}) + \varepsilon \quad (1)$$

式（1），$r_{Security}$為估計期間內特定證券日報酬率、a為運行市場模式之後可獲得的變數，其為市場模式的常數項（即固定不變的值）。r_{Market}為估計期間的特定證券所屬市場之日報酬率、b_{Market}為估計期間的特定證券所屬市場之日報酬率對特定證券影響之程度、$r_{Industry}$為估計期間的特定證券所屬產業日報酬率、$c_{Industry}$為估計期間的特定證券所屬產業之報酬率對特定證券影響之程度，以及ε為殘差項（Residual），此處定義為「估

[204] Cornell & Morgan, *supra* note196, at 899-900.

[205] 事件研究法與指數比較法皆透過四個步驟計算出真實價值。其中，兩種方法在步驟一到步驟三皆相同，從步驟四開始有明顯的差異。

計期間的特定證券日報酬率」與「透過運算市場模式所獲得之估計期間的特定證券預期日報酬率」之差額。本步驟與前述指數比較法步驟二相同。

步驟三：將「詐欺行為影響特定證券報酬的期間」定義為「事件期間」（the event period），經由**步驟二**建構並運行特定證券在估計期間的市場模式並獲得係數值之後，蒐集在詐欺事件影響期間的「詐欺期間的特定證券所屬市場之日報酬率」與「詐欺期間的的特定證券所屬產業之日報酬率」，代入**式（2）**計算「特定證券在詐欺事件影響期間的預期報酬率」，如下所示：

$$\hat{r}_{Security} = \hat{a} + \hat{b}_{Market} \times (r_{Market}) + \hat{c}_{Industry} \times (r_{Industry}) \quad (2)$$

式（2）中，$\hat{r}_{Security}$為詐欺期間之特定證券的預期日報酬率（即，如果不發生詐欺行為，本來預期可獲得的特定證券日報酬率），經**式（2）**運算之後得出。$\hat{a}$為運行市場模式之後已獲得的常數項定值、r_{Market}為詐欺期間的特定證券所屬市場之日報酬率[206]、$\hat{b}_{Market}$為運行市場模式之後可獲得的「特定證券所屬市場之日報酬率對特定證券影響之程度」的數值、$r_{Industry}$為估計期間的特定證券所屬產業日報酬率[207]、$\hat{c}_{Industry}$為運行市場模式之後可獲得的「特定證券所屬產業之報酬率對特定證券影響之程度」的數值。本步驟與前述指數比較法相同。

步驟四：經由**步驟三**得出「詐欺期間之特定證券的預期日報酬率（$\hat{r}_{Security}$）」，並與「實際報酬率」依照特定日期的股價是否受到不實資訊影響進行判斷，再將預期報酬率或實際報酬率代入**式(5)**，即可得出「特定證券於受詐欺期間之每日真實價值」，如下所示：

$$True\ Value_{t-1} = \frac{True\ Value_t}{(1 + the\ construted\ return_{t-1})} \quad (5)$$

式（5）中，$True\ Value_t$為特定證券在第 t 期（即，當天）的真實價值，$True\ Value_{t-1}$為特定證券在第 t-1 期（即，前一天）的真實價值，以

[206] 須留意式（1）與式（2）雖然都有r_{Market}，但是式（1）要代入的是估計期間的個股所屬市場之日報酬率，式（2）則是詐欺期間的個股所屬市場之日報酬率。

[207] 須留意式（1）與式（2）雖然都有$r_{Industry}$，但是式（1）要代入的是估計期間的個股所屬產業之日報酬率，式（2）則是詐欺期間的個股所屬產業之日報酬率。

及$\boldsymbol{the\ construted\ return_{t-1}}$為第 t-1 期（即，前一天）的「經過判斷之特定證券報酬率」，係依照第 t-1 期是否有不實資訊影響市場為判斷基準，若有不實資訊影響市場，則以「第 t-1 期特定證券之預期報酬率」衡量；若無不實資訊影響市場，則以「第 t-1 期特定證券之實際報酬率」衡量。

以下釋例說明事件研究法之操作步驟：

假設 2021 年 4 月 18 日為不實資訊揭露日，特定證券 B 股票的當天市價為每股 100 元。

步驟一：蒐集估計期間（例如，不實資訊進入市場日往前推 100 天的所有交易日）內 B 股票之日報酬率、B 股票所屬市場之日報酬率以及 B 股票所屬產業之日報酬率。

步驟二：透過**步驟一**所蒐集的數據，運行市場模式（**式（1）**）之後，可以獲得所需的係數值，假定係數組合（$\hat{a}$，$\hat{b}_{Market}$，$\hat{c}_{Industry}$）為（0.05，0.7，0.3）。

步驟三：將（$\hat{a}$，$\hat{b}_{Market}$，$\hat{c}_{Industry}$）代入**式（2）**之後，產生**式（6）**。假定本範例所需計算的不實資訊影響市場期間為 2021 年 4 月 18 日（含當日）往前五天的時間線，將獲得的不實資訊影響期間內之r_{Market}和$r_{Industry}$，上述資訊整理如表 3-3 所示。舉例來說，2021 年 04 月 17 日的$\hat{r}_{Security}$之計算方式為$0.05 + 0.7 \times (1.00\%) + 0.3 \times (-2.00\%)$等於 5.10%。

$$\hat{r}_{Security} = 0.05 + 0.7 \times (r_{Market}) + 0.3 \times (r_{Industry}) \quad (6)$$

表 3-3 事件研究法釋例—不實資訊影響期間市場與產業預期報酬率的結果

日期	r_{Market}	$r_{Industry}$	$\hat{r}_{Security}$
4/13	-3.00%	-2.00%	2.30%
4/14	-2.00%	4.00%	4.80%
4/15	2.00%	3.00%	7.30%
4/16	5.00%	3.00%	9.40%
4/17	1.00%	-2.00%	5.10%

日期	r_{Market}	$r_{Industry}$	$\hat{r}_{Security}$
4/18	2.00%	3.00%	2.10%

出處：研究團隊製作

步驟四：假設 2021 年 04 月 15 日至 2021 年 04 月 17 日為不實資訊影響市場期間。經由**步驟三**得出「不實資訊影響市場期間內特定證券的預期日報酬率（$\hat{r}_{Security}$）」，依不實資訊影響市場期間之各日期的股價是否受到不實資訊顯著影響，而決定以預期日報酬率或實際日報酬率，代入**式(5)**，即可得出「特定證券於不實資訊影響期間內之每日真實價值」，如表 3-4 所示。

舉例來說，2021 年 04 月 17 日的真實價值計算方式為：先判斷當日股價有無受不實資訊顯著影響，經查表 3-4 發現為「是」，即選擇預期報酬率$\hat{r}_{Security}$作為衡量方式，則算式為 100/（1+5.10%）=95.15。2021 年 04 月 16 日的真實價值計算方式為：先判斷當日股價有無受不實資訊顯著影響，經查表 3-4 發現為「否」，即選擇實際報酬率$r_{Security}$作為衡量方式，則算式為 95.15/[1+（-1.57%）]=96.67。

表 3-4 事件研究法釋例－計算真實價值線的結果

日期	不實資訊是否顯著影響市場	r_{Market}	$r_{Industry}$	$\hat{r}_{Security}$[208]	$r_{Security}$[209]	$True\ Value_t$
4/13	否	-3.00%	-2.00%	2.30%	-1.76%	91.15
4/14	否	-2.00%	4.00%	4.80%	0.60%	89.55
4/15	是	2.00%	3.00%	7.30%	0.40%	90.09
4/16	否	5.00%	3.00%	9.40%	-1.57%	96.67
4/17	是	1.00%	-2.00%	5.10%	-3.00%	95.15

[208] 以$\hat{r}_{Security}$表示特定股票的預期報酬率。
[209] 以$r_{Security}$表示特定股票的實際報酬率。

日期	不實資訊是否顯著影響市場	r_{Market}	$r_{Industry}$	$\hat{r}_{Security}$[208]	$r_{Security}$[209]	$True\ Value_t$
4/18	-	-	-	-	-	100

出處：研究團隊製作

由 *In re Seagate Technology II Securities Litigation* 案可知[210]，事件研究法係採取類似指數比較法的迴歸分析方式排除市場及產業對股價之影響，惟在排除市場及產業影響時，事件研究法更深入分析個別事件對股價的影響是否係源於證券詐欺行為，抑或是非詐欺相關的因素所致。

（三）、指數比較法與事件研究法的比較

指數比較法與事件研究法主要的差異，在於兩者對於真實價值的定義與推估方式不同[211]。

指數比較法係以未受不實資訊影響期間（即估計期間）的數據，透過市場模式取得參數，並使用不實資訊影響期間內的產業報酬及市場報酬與參數進行運算後得出預期報酬率（即假設特定證券沒有受到不實資訊影響下，證券應有的報酬率）；再透過預期報酬率推估不實資訊影響期間內證券每日之真實價值。

事件研究法與指數比較法相同，均採同一步驟推算出證券的預期報酬率，兩者不同的是，事件研究法係逐日考量不實資訊實施日至揭露／更正日期間內，每天股價的異常報酬（即每日股票實際報酬減去預期報酬），並使用統計顯著性測試（即檢驗特定日之異常報酬是否顯著偏離不實資訊影響期間的正常水準），以判斷該日期之股價是否顯著受到不實資訊的影響。若該日期之異常報酬具有統計上之顯著性，則表示當日股價顯著受到不實資訊影響，則當日之真實價值即應以預期報酬率進行推算；若該日期之異

[210] In Re Seagate Technology II Securities Litigation, 843 F. Supp. 1341（N.D. Cal. 1994）

[211] 請參見：Cornell & Morgan, *supra* note 52, at 905-911.

常報酬不具有統計上之顯著性，則表示當日股價未顯著受到不實資訊影響，則當日之真實價值應由實際報酬率進行計算。

但，若不實資訊影響期間的某日，其異常報酬雖通過統計顯著性測試，但該日同時出現其他影響股價的特定資訊（例如公司發放股利、經營團隊變動等），則兩造的財務專家即會對此進行攻防，以確認該日異常報酬之產生是否係由於不實資訊所造成，還是係受到該特定資訊之影響。理論上而言，財務專家可以透過統計工具來分離不實資訊與其他資訊對股價的影響，然而若存在干擾事件則可能會影響統計工具之判斷有效性[212]，此外學界與實務界對此並無一致的處理方式，最終仍應由法院判斷雙方主張之合理性。

另一方面來說，指數比較法與事件研究法對於證券真實價值估算方式的不同，也表示這兩種方式對於真實價值所假設之定義不同。指數比較法係假設，不實資訊揭露／更正日當天的市價為真實價值，並以依市場模式推算出的預期報酬率，推算不實資訊影響期間內每日的證券真實價值，也就是說，指數比較法假設不實資訊影響期間，證券每日的真實價值僅受市場與產業的變化，不受其他因素之影響（例如不實資訊、公司發放股利、經營團隊變動等），若當日股價確實發生變化，則該日股價與真實價值間的差額（Inflation），皆認定歸因於不實資訊所致，不再細究是否係因其他因素所造成。

指數比較法又稱為「價值不變法之變體」[213]。財務模型上所稱之「價值不變法」，係假設在不實資訊揭露／更正日之後的價格為整個不實資訊影響期間的真實價值，故真實價值為一個固定值。股價超過真實價值的部分即為灌水程度（Inflation）[214]。而指數比較法為價值不變法的一種變體，係假定不實資訊揭露／更正日當日之股價為證券之真實價值，但在不實資訊影響期間，真實價值會受到市場指數及產業指數成比例的變化，這也說

[212] Fisch, Gelbach & Klick, *supra* note 194, at 560.
[213] Dickey & Mayer, *supra* note 158, at 1204.
[214] *Id.*；林文里，同註 195，頁 510。

明為何指數比較法被稱為價值不變法的變體，指數比較法也不能理解為價格（Price）不變，因為依市場模式運作，證券之真實價值必然隨著不實資訊影響期間之市場與產業因素而有變動[215]。

相較於指數比較法，事件研究法有機會更仔細地判斷市價變化是否係受到不實資訊影響的結果（即排除市場和產業對市價的影響之下，其他特定資訊會影響市價變動的情況）。但從實行成本的角度來看，採用事件研究法所需之成本較高。這是因為，事件研究法需選擇詐欺事件發生或詐欺資訊公布被更正的事件日及辨識出可能混淆上述受詐欺期間的其它影響股價事件（例如，股利發放、公司管理階層變動或重大交易），並在計算真實價值時考量上述事件抉擇採用預期報酬率或實際報酬率作為計算基礎。美國實務運作中，皆仰賴專業人士的協助，針對事件研究法的步驟詳細說明，以求得出更加貼近真實價值的「擬制真實價值」。但是，聘請專家進行前述分析的成本較高，為我國是否選擇採用事件研究法必須考慮的因素之一。

此外，由於在計算證券真實價值時，指數比較法和事件研究法在報酬率的選用上有所不同，使得事件研究法有可能解決指數比較法下因為僅考慮市場與產業因素而不考慮其他影響股價因素，從而可能造成低估真實價值，高估投資人損失的問題[216]。

但是，適用事件研究法仍需要克服一些限制，如下所示。關於這些限制可能的解決方式，將於後面小節—「採用事件研究法需要考慮的問題」進一步說明。

1. 倘若詐欺資訊在揭露日之前就已經洩露，若無法排除該狀況，事件研究法便會產生偏誤，此時採用指數比較法反而較為理想[217]。
2. 若在揭露日存在多個事件(包含不實資訊)的情況之下，揭露日當天

[215] Dickey & Mayer, *Id.* （“A common variant of this approach, the “comparable index” method, presumes that true value, while equal to stock price immediately after the class period, varies during that period in proportion to a market or industry index.”）
[216] 莊永丞，同註 2，頁 133。
[217] 林文里，同註 195，頁 515-516。

影響股價的因素會被混淆，使得事件研究法會失準。

三、採用事件研究法的案例－*Bricklayers and Trowel Trades Intern. Pension Fund v. Credit Suisse First Boston* 案[218]

（一）、案例事實

原告為 AOL-Time Warner, Inc.之股東，其主張被告瑞士信貸（Credit Suisse First Boston, CSFB）提出過度樂觀且有意誤導投資人之分析師報告，造成投資人因信賴該財務報告而購買 AOL 股份。該詐欺行為被揭露後，AOL 之股價隨即下跌，原告因此依 1934 年證交法 Section 10（b）條以及 Rule 10b-5，向被告請求損害賠償。原告提出採用事件研究法的專家意見，被告亦提出專家意見，質疑原告專家意見之可信度。

被告專家意見指出，原告專家未妥適選擇事件（event），且對相類似的事件採取不同的評價方式，導致該專家意見分析之結果與事實不相符。且原告出具之專家意見過度使用虛擬變數（dummy variable）[219]，導致低估了 AOL 股價的通常波動性（usual volatility），進而無法正確排除市場因素對於 AOL 股價的影響。再者，原告專家意見未妥適考量在被告詐欺行為前市場其他因素對 AOL 股價的影響[220]。最後，原告未分別討論接連發生的因素（Confounding factors）各自對股價產生的影響[221]。

---

[218] Bricklayers and Trowel Trades Intern. Pension Fund v. Credit Suisse First Boston, 853 F.Supp.2d 181（United States District Court, D. Massachusetts, 2012）.

[219] 虛擬變數為人工所定義的變數，通常用以反映個體本身的屬性，取值 1 或 0。例如，性別（Gender）若以虛擬變數方式呈現，其定義為：當個體本身為男性，則性別取值為 1；當個體本身為女性，則性別取值為 0。以該案例來說，原告的財務專家採用虛擬變數捕捉特定新聞事件的影響（即，定義為：該日是否有新聞事件，有的話為 1，沒有的話為 0），並在市場模式之中，除了排除市場因素與產業因素的影響之外，還排除每天可能為特定新聞事件的影響，但是，原告的財務專家引用以佐證該方法的文獻，實際上並未說明採行虛擬變數的方法適用於事件研究法，使得貿然採用之下反而造成錯誤的推論。

[220] 被告主張，在原告所選定的事件日（通常為分析師報告發布日）之前，市場上已經充斥著與分析師報告內容相關的資訊，換言之，在事件日之前，資訊已市場流通，使得分析師報告所代表的事件日倘若只是重申舊資訊，實際上是不會影響股價。

[221] 在這個案例之中，在原告所選定的數個事件日之中，實際上存在其他的干擾因素，例如：其他分析師的報告（甚至是權威分析師）或報章雜誌傳播的裁員或景氣低迷的資訊，這些因素都會影響事件研究法的進行。但是，原告卻選擇忽略這些接連發生的資訊對於股價的影響。

法院認為，基於被告以上之抗辯，原告專家報告無法將其報告中聲稱為更正性揭露的事件與被告的詐欺行為連結，且原告主張為更正性揭露的事件，其實大部分均為舊有的資訊，並沒有新資訊，對股價未產生影響，原告之專家報告亦無法自同時發生之因素中獨立出股價因不實資訊揭露而下跌的幅度。綜合以上討論，法院不採納原告出具的專家報告。

（二）、原告專家意見

原告認為被告（CSFB）所出具的分析師報告在訴訟期間（the class period）影響投資決策，因為 AOL 本身具有一定的市場曝光度且在股市的交易量活絡，使得分析師追蹤該公司情況並出具分析師報告。當投資者對於公司的未來前景仍有不確定性時，分析師報告對於投資者決策和公司股價走勢都有重大影響。

再者，CSFB 為美國主要的投資銀行，相較於影響性較低的投資銀行，CSFB 發布的分析師報告更具重要性，影響股價程度甚鉅。在 CSFB 的影響力大的基礎之下，負責出具 AOL 分析師報告的分析師曾多次對 AOL 出具分析師報告，其對 AOL 之前景與趨勢應具有一定程度的了解。

另一方面，原告認為被告試圖掩蓋 AOL 存在不適當會計與裁員之資訊。對於不適當會計部分，原告質疑被告既已對 AOL 的盈餘預測有所質疑，卻未修正分析師報告中有關 AOL 的價格目標與推薦等級；至於裁員相關資訊，被告於報告中說明裁員行為是正常營運之下的現象，裁員會增加 AOL 的獲利，但原告認為分析師已清楚該行為是反應產業現狀的不樂觀，卻選擇不作為並隱瞞相關資訊。

（三）、被告專家意見

針對原告財務專家所提出之主張，被告的財務專家的回覆如下所示：

首先，原告在「被告的分析師會關注 AOL 並對其出具分析師報告」的

前提之下，認定被告所出具的分析師報告會顯著影響股價和投資人決策；被告的財務專家將針對原告財務專家所提出的分析師報告發布日是否影響股價進行檢驗與回覆。

再者，原告在「被告為知名的投資銀行且所發布的分析師報告具有重要影響力」的前提之下，認定被告的分析師未於分析師報告說明 AOL 所營業務相關的產業的不樂觀資訊，涉有試圖掩蓋不實資訊的情況，進而顯著影響股價；被告的財務專家將針對這點，透過分析師報告所陳述的資訊為新資訊或舊資訊進行說明，原因在於若分析師報告的資訊大多為舊資訊而非新資訊，將不會顯著影響股價。

最後，原告在上述兩個前提之下，認為被告忽略 AOL 股價對不實會計和裁員資訊之反應，故被告的分析師並未在分析師報告中說明這些資訊，進而影響股價；被告的財務專家將針對這點進行檢驗與判斷，並回應該項指控。

（四）、判決中有關事件研究法採行步驟之描述[222]

步驟一：辨識事件（identify event）

首先，原告須辨識影響股價之事件[223]，例如原告訴訟代理人通常主張被告進行證券詐欺的事件及該事件影響市場之時間點（announcement date）[224]，以及該詐欺事件被揭露／更正的事件（corrective or curative disclosure）[225]等。

---

[222]本案中，與前述章節的所敘述的事件研究法步驟之差異如下：（1）、前述章節係假定事件日為不實資訊更正/揭露日，但在判決之中，需要先確定事件日。（2）、前述章節係假定一段詐欺期間為事件期，但實際上事件期的長短需要依照研究目的與案件性質來判斷。（3）、如前述章節的附註所述，詐欺資訊揭露日尚需經過統計顯著性檢驗方可定義之。

[223] Mitchell and Netter, *The Role of Financial Economics in Securities Fraud Cases: Applications at the Securities and Exchange Commission*, 49 Bus. Law. 545, 557 （1994）; Michael J. Kaufman, SECURITIES LITIGATION: DAMAGES, 26A Sec. Lit. Damages § 25B:3; Fisch, Gelbach & Klick, *supra* note 194, at 553（2018）.

[224] Linda Allen, *Meeting Daubert Standards In Calculating Damages For Shareholder Class Action Litigation*, 62 Bus. Law. 955, 958（2007）.

[225] Donald Larry Crumbley, *Measuring Damages in Federal Securities Fraud Cases: A Herculean Task*, 8 Journal of Forensic & Investigative Accounting, 11（2016）

步驟二：擇定事件期間（event window）

財務專家需先確定事件期間，以決定計算股價變動（price movement）的期間。然而，由於不實資訊有可能在公司發布之前即提前洩露（leak），市場亦有可能需要時間反應不實資訊揭露／更正之消息，因此專家通常會採取「為期三天的事件期間（three-day event window）」，以該事件發生的前一日作為始點，以事件結束的後一日作為結束時點[226]。

步驟三：利用市場模式，估算出特定證券之預期報酬率

財務專家應自其他同時影響股價表現的因素，如：市場、產業或個別公司因素（company-specific factors）中，獨立出問題事件（例如財報不實）對公司股價的影響，以檢驗該事件中的股價表現狀況。此時，財務專家多採用市場模式（market model）以排除市場和產業對公司股價的影響，該模型為$\boldsymbol{r_{Security} = a + b_{Market} \times (r_{Market}) + c_{Industry} \times (r_{Industry}) + \varepsilon}$。

為估算出證券之預期報酬率，財務專家需決定用來判斷市場與產業對公司之影響程度的估計期間（estimation window），通常財務專家會選取與事件期間相近但未受到詐欺因素影響的期間做為計算基礎。同時，財務專家亦須擇定用來控制對公司股價之外部影響所需使用的市場指數與產業指數，通常可以是標準指數（例如交易所大盤指數），或符合一定條件之可比較公司構成之指數[227]等。

透過估計期間中公司與市場、產業指數間報酬率的迴歸統計分析，財務專家可以建立出屬於該公司的市場模式，進而用以找出該公司在事件期間的預期報酬率（predicted return）。

[226] Kaufman, *supra* note 223; Allen, *supra* note 224, at 958.
[227] David Tabak & Frederick Dunbar, MATERIALITY AND MAGNITUDE: EVENT STUDIES IN THE COURTROOM, NERA Working Paper No. 34, 10（1999）.

步驟四：計算差額／異常報酬率（excess／abnormal return）

在計算出公司在事件期間的預期報酬率後，財務專家會將其與該公司在事件期間的實際報酬率（actual return）進行比較，兩者間（實際報酬率－預期報酬率）的差額即為該公司的「異常報酬率（abnormal return）」。此異常報酬率為在事件期間的股價的實際報酬率中無法被市場與產業因素解釋的部分，可用來評估（measure）證券對在事件日（event date）發生之資訊的反應[228]。

步驟五：就異常報酬率進行統計顯著性檢驗（Statistical Significance Testing）

確認不實資訊影響期間內，該證券每日之異常報酬率是否達到統計上的顯著性，也就是說應確認股價變動是否具有顯著的異常，抑或只是統計上可容許的合理誤差範圍，財務專家會透過統計學中的虛無假設（null hypothesis）以進行檢驗。

為進行統計顯著性的檢驗，在財報不實的案件中，財務專家會先假設公司發布的消息不會對股價產生任何影響，因此，該公司證券的報酬率應該僅反映在事件期間中與市場條件的關係，換言之，該證券的報酬率應即為迴歸方程式得出的預期報酬率與通常變數（normal variation）。此通常變數將導致實際報酬率與預期報酬率之差異，而統計顯著性檢驗即為判斷該誤差（deviation）是否高度不尋常。

實務運作中，法院與專家通常以該異常報酬率是否落於 5%極端值中以判斷是否具有統計上顯著性[229]。若不具顯著性，則無法推翻前揭公司發布的消息不會對股價產生任何影響之假設，也就是說，原告無法舉證證明

---

[228] 當實際報酬率－預期報酬率之差額為正值，代表該公司的證券價格比統計模型預期還高；當差額為負值時，代表該公司證券的價格比預期更低。Fisch, Gelbach & Klick, *supra* note 194, at 572.

[229] 此處所指的 5%為顯著性水準（並非為報酬率）。該數值表示兩組數據具備顯著性差異的可能性為 95%。意即判定兩組數據具有顯著性的可能性高達 95%。具體來說，從不實資訊期間選擇第 t 日的異常報酬，並檢驗其與不實資訊期間的其他日期之異常報酬是否具有顯著差異。若前述這句話會實現的可能性高達 95%（也就是說不會實現的可能性為 5%），即可判定第 t 期的異常報酬具有統計顯著性，得認定不實資訊（若排除其他干擾事件影響）影響股價具有關聯性。

該公司的不實陳述已造成股價變動，繼而對投資人造成損害；若具顯著性，則可認為公司發布的消息已對股價產生影響，該異常報酬率即可用以估算該公司不實資訊對股價變動造成之影響。

（五）兩造財務專家對於事件研究法模式設計與數據解讀之交鋒

原告與被告所委任之財務專家皆採用事件研究法作為其意見之立論基礎，但雙方財務專家對事件研究法之模式設計與解讀有一定程度上的不同，本研究整理如下。

表 3-5 Bricklayers 案的中，原、被告財務專家對於事件研究法模式設計與數據解讀之交鋒

項目	原告財務專家（Hakala）	被告財務專家（Stulz）
事件研究法模式設計	依照傳統做法進行步驟三的市場模式，將無法捕獲控制來自公司的特定訊息（Company-specific news），從而使該模型的衡量方式產生偏誤。因此，必須在市場模式中，增加虛擬變數項目（僅與 AOL 特別相關的重大性新聞事件，不需考量是否涉及股價的實質變動），作為除了產業報酬和市場報酬之外，第三個會影響估計期間股票實際報酬的因素，以藉此捕獲與控制公司之特定資訊。	事件研究法有其基本的操作模式，但 Hakala 卻改變此一基本模式，不採用步驟三的市場模式，而任意地增加虛擬變數。如此，將使公司的預期報酬率在有公司特定訊息的日子波動性更大，使得異常報酬率波動性的估計會產生向下偏誤，更容易造成當日異常報酬率統計顯著之結果。
事件日擇定	透過自行開發的事件日篩選方式，就 34 個 CSFB 發布分析師報告的日期中，選出其中 28 天作為事件日[230]，進行事件研究法。結果顯示：相較於平均異常報酬率（即 28 個事件日之異常報酬率的平均值），所選定的 28 個事件日，其中有 2 日具有異常報酬率且呈現統計顯著。	就事件日擇定方面，因為 Hakala 使用自行開發的事件日篩選方式，使得原本應該保留的事件日被剔除。 在平均報酬率的檢驗方面，經採用原始的市場模式進行事件研究法，未發現存有顯著性。 在 Hakala 所選定的 28 個事件日中，僅發現 1 日具有異常顯著性，但該日於考量因果關係

[230] 原告財務專家選擇事件日時，會對可用的公開資訊進行審查，以確定投資者是否認為該資訊在品質上對 AOL 至關重要。財務專家會考慮的資料包括：分析師報告，公司新聞稿，公司向主管機關申報之資料，新聞等。

項目	原告財務專家（Hakala）	被告財務專家（Stulz）
	原告的財務專家會對可用的公開資訊進行審查，以確定投資者是否認為該資訊在品質上對 AOL 至關重要。財務專家會考慮的資料包括：分析師報告，公司新聞稿，公司向主管機關申報之資料，新聞等。	後判定，系爭分析師報告可能不會導致當天的股價波動，換言之，當天的異常報酬是因為其他訊息所導致，並非因為系爭分析師報告。 即便假定 Hakala 以自行開發的篩選方式所找出的事件日為真，但 CSFB 於這幾個時間點發布的分析師報告皆以重申舊資訊為主（如價格目標和推薦買入），因此通常不會對股價造成影響。此外，當日還有其他非 CSFB 分析師所發布的報告（其中不乏更具聲望的分析師），CSFB 分析師所出具的報告與其他分析師內容相當。
不適當會計和裁員資訊之評價	CSFB 分析師報告未揭露 AOL 面臨不適當會計與裁員的資訊，這使公司股價受到影響。上述與不當會計與財源有關的資訊，皆曾於華盛頓郵報中刊載，並非為機密資訊，但 CSFB 報告未揭露相關資訊，即涉及隱匿。	以事件研究法分析 Hakala 所提出受到不適當會計和裁員資訊所影響日期的異常報酬率，並未發現 AOL 股價有統計顯著變化。
產業資訊之揭露	CSFB 的分析師並未在分析師報告之中揭露與 AOL 所營業務相關的產業（即廣告業）不樂觀之資訊。	廣告業的前景下滑的資訊，於訴訟期間（甚至更早之前）已經多篇媒體和分析師報告出現於市場，因此市場係可獲知該等訊息，換言之，這均屬舊資訊，不會影響股價。 縱使 CSFB 的分析師未揭露廣告業前景下滑資訊，但 CSFB 的分析師報告指出，AOL 對於廣告業務的依賴度相對較小，所受到的衝擊並非如此嚴重。在同時段的分析師，雖有享譽盛名的分析師與 CSFB 分析師保持相反看法，但不能否認亦有一群分析師也是與 CSFB 分析師採取相同看法。由於業界分析師對於 AOL 廣告業市場前景的分析並無一致看法的情況之下，Hakala 的論點存在疑慮。

出處：研究團隊製作

四、損益相抵

美國 1934 年證券交易法 Section 28（a）將原告損害賠償的範圍限於原告所受之實際損害，然法規並未定義何謂實際損害。司法實務認為，原告的實際損害係指原告所受的實際之金錢上損失，因此，法院在決定原告損害賠償額時，尚須考慮原告因被告詐欺行為所獲利益，與原告損害賠償的金額進行損益相抵的調整，調整後的結果即為原告可受償之損失（recognized losses）[231]。

由於 Section 10（b） 及 Rule 10b-5 的案例多以和解告終，僅極少數判決實際討論原告損害賠償額的計算方法與損益相抵的問題，以下簡介目前研究蒐集的實際案例，以說明美國司法實務損害賠償額計算的操作與損益相抵的討論。

（一） *Jaffe Pension Plan v. Household Intern., Inc.* 案（2010）[232]

原告主張被告自 1997 年 10 月 23 日開始，陸續透過不實財報、召開記者會等方式，發布關於其業務、營運與未來前景的重大錯誤且誤導性陳述。直至 2002 年 10 月 11 日，被告宣布將重編（restate）被告公司過去八年的財務資料，以調整過去期間高估達 3.86 億美元之淨利。原告以被告違反 1934 年證券交易法 Section 10（b）請求損害賠償。

聯邦地方法院認為，本案應採用淨損差額法計算投資人之損害，且依法投資人之損害賠償額應限於其所受之實際損害，故應扣除投資人因相同詐欺行為所獲利益。陪審團認定 Household 股票受詐欺影響所致每股每日股價灌水幅度（inflation），法院進而提出以下損害計算原則[233]：

---

[231] CORNERSTONE RESEARCH, *supra* note 163, at 1.

[232] *Supra* note 168.

[233] *Id*, at 935-936.（"Consistent with the standard set forth above, damages in this case will be as follows: （1）for shares purchased during the Damages Period but not sold, damages will be the amount of artificial inflation at the time of purchase; （2）for shares purchased before the class period and sold during the Damages Period at a gain or a loss damages will be plaintiff's out-of-pocket loss less any gain obtained or loss avoided because of artificial inflation at the time of the sale; and （3） for shares purchased during the Damages Period, damages will be the artificial inflation at the time of purchase less the artificial inflation at the time of sale."）

1. 在受灌水影響期間內買入證券，持有未賣出者：買入時之灌水金額；
2. 在受灌水影響期間前買入，並於受灌水期間內賣出：買入時股價灌水幅度扣除原告賣出時因股價灌水所獲利益；
3. 在受灌水影響期間內買入與賣出：買入時股價灌水幅度與賣出時股價灌水幅度之差額。

除按照前述原則計算損害外，原告損害賠償額尚受到 The Private Securities Litigation Reform Act of 1995（PSLRA）的法定限制如下：

1. 在 90 日起始日前賣出股票者，沒有賠償限制。
2. 在 90 日期間內賣出股票者，賠償上限為每股賣價－90 日起始日至賣出日間之平均收盤價。
3. 在 90 日期間過後仍持有股票者，賠償上限為每股賣價－90 日期間的每日收盤價。

至於原告於不實資訊影響期間進行多筆交易時的處理方式，法院認為買入與賣出應採「先進先出法（FIFO）」進行配對，確認每筆配對買入與賣出之損益後，再與其他筆配對之買入與賣出進行損益相抵。法院指出，實務雖多數傾向採「後進先出法（LIFO）」進行配對交易，以避免 FIFO 下投資人可能享有意外之財。但由於 IFRS 已不採用 LIFO，且本案法院已採用多筆交易間的損益相抵，已排除 FIFO 下原告可能享有意外之財的問題，故 FIFO 為適當的配對方法。

（二） In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation（2012）[234]

被告為完成公開收購而產生高額債務負擔，但卻自 2000 年 10 月 30 日起，陸續發布新聞稿聲稱被告公司未面臨立即且嚴重的資金短缺，即便不立即處分資產亦不會威脅公司繼續經營的能力。直到 2002 年 8 月 14 日，

[234] *Supra* note 169.

被告公司更換經營階層後才揭露公司因資金不足面臨的財務危機，被告股價因而大跌。原告起訴主張被告違反 1934 年證券交易法 Section 10（b），向被告請求損害賠償。

本案法院採用淨損差額法計算投資人的損害賠償額。法院於討論是否進行損益相抵時，指出實務上有兩種做法，一是「累積型（cumulative approach）」，一是「交易型（transactional approach）」。「累積型」係指先計算每筆配對後買入與賣出之損益，並將每筆配對後買入與賣出所生之利益，用以扣抵每筆配對買入與賣出所生之損害[235]；後者則是於計算每筆配對後買入與賣出之損益後，每筆配對買入與賣出所生之利益，不會用以扣抵每筆配對買入與賣出所生之損害[236]。相較之下，投資人於累積型所得受償金額，會低於交易型所生之金額。

法院進一步認為，應採取何種方式計算損害賠償額，屬法院裁量空間，法院有權自行認定[237]。

本案法院認同原告之主張，認為並非所有在不實資訊影響期間的交易所得皆應被用以抵銷損失，本案適當的損益相抵方式為「部分扣減（partial netting）」：投資人只能以在股價受灌水期間買入的證券與在揭露／更正日賣出證券（若有數次揭露／更正，則為第一次揭露／更正後）間之損益進行抵銷。

至於原告於不實資訊影響期間進行多筆交易時的處理方式，本案法院認為，應採用後進先出法（LIFO）進行配對交易，蓋後進先出法較可能將相同灌水幅度之買入、賣出進行配對，故較不容易產生灌水損失或灌水利

---

[235] *Id*, at 159. （United States District Court, S.D. New York, 2012）. （The court mentioned that "... a cumulative approach that aggregates transactions and off-sets gains and losses stemming from different transactions."）

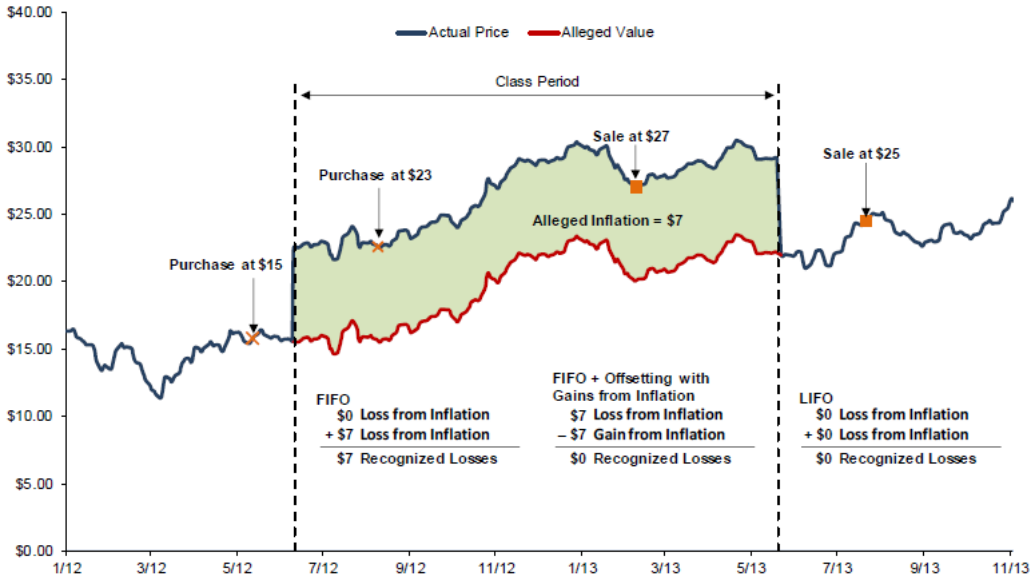
[236] *Id.*（The court found that "[i]n a transactional approach, each transaction is treated separately and losses from unprofitable transactions are not offset with gains from profitable transactions. Such an approach was described as potentially more favorable than a cumulative approach, where all gains and losses would be aggregated."）

[237] *Id.*（The court stated that "[t]hus, this Court has considerable discretion in determining how best to calculate compensable losses."）

益，形同於配對時即考量原告在灌水期間的損益。與先進先出法相比，較不會高估原告的損害賠償額[238]。

法院決定是否損益相抵以及損益相抵的範圍，以及如何進行買入與賣出之配對，並無統一的見解，端看個案特性而定，惟其宗旨仍無脫於使原告損害賠償額之請求範圍限於原告實際上之金錢損失。

圖 3-6 先進先出與後進先出比較



出處：Cornerstone Research, Limiting Rule 10b-5 Damages Claims （2014）

假設投資人於股價未受灌水時以每股 15 元買入 1 股，在股價受到 7 元灌水時以每股 23 元買入 1 股；在股價受到 7 元灌水時以每股 27 元賣出 1 股，在股價未受到灌水時以每股 25 元賣出 1 股。

以下就採用先進先出或後進先出進行交易配對，以及搭配採用前述「累積型」或「交易型」，分成三種情況分析：

238 Id, at 160. （“The main advantage of LIFO is that, unlike FIFO, it takes into account gains that might have accrued to plaintiffs during the class period due to the inflation of the stock price. Under the LIFO approach, a plaintiff’s sales of the defendant’s stock during the class period are matched against the last shares purchased, resulting in an off-set of class-period gains from a plaintiff’s ultimate losses.”）

情況一：若採先進先出法進行配對，並搭配前述「累積型」模式進行不同筆配對交易下之損益相抵，則操作如下：

1. 投資人第一筆買入與第一筆賣出進行配對，投資人受有 7 元灌水利益，此為第一次配對交易之損益結果；
2. 投資人第二筆買入與第二筆賣出進行配對，則投資人受有 7 元灌水損失，此為第二次配對交易之損益結果。
3. 第一次配對交易之損益結果─7 元灌水利益用以扣抵第二次配對交易之損益結果─7 元灌水損失，投資人沒有得受賠償之損失。

情況二：若採先進先出法進行配對，並搭配前述「交易型（transactional approach）」模式，即不同筆配對交易之間不進行損益相抵，則操作如下：

1. 投資人第一筆買入與第一筆賣出進行配對，投資人受有 7 元灌水利益，此為第一次配對交易之損益結果；
2. 投資人第二筆買入與第二筆賣出進行配對，則投資人受有 7 元灌水損失，第二次配對交易之損益結果。
3. 第一次配對交易之結果為 7 元灌水利益，而第二次配對交易之結果為 7 元灌水損失，但因「交易型」模式下，不同筆配對交易之間不進行損益相抵，因此，投資人受有 7 元灌水損失。換言之，交易型下，在計算每一次買入與賣出之配對交易結果後，僅累加受有損失之數額作為投資人得受償之損失金額，而不論投資人獲利之配對結果。

情況三：若採後進先出法進行配對，並搭配前述「交易型（transactional approach）」模式，即不同筆配對交易之間不進行損益相抵，則操作如下：

1. 投資人第一筆買入與第二筆賣出進行配對，投資人未受有灌水損失或利益，蓋投資人買入與賣出證券，均不在不實資訊影響期間，

此為第一次配對交易之損益結果；

2. 投資人第二筆買入與第一筆賣出進行配對，投資人未受有灌水損失或利益，蓋投資人買入與賣出證券，均在同一個不實資訊影響期間，在灌水幅度相同的情況下，投資人未受有灌水之損失或獲利，此為第二次配對交易之損益結果。
3. 第一次配對交易之結果為沒有灌水損失，而第二次配對交易之結果亦為沒有灌水損失，在「交易型」模式下，投資人無得受償之損失。

若依後進先出法進行配對，假設不經損益相抵，投資人最後一筆買入需與第一筆賣出交易配對，則投資人皆在股價灌水 7 元時進行買賣，故投資人未受灌水損失；投資人第一筆買入需與最後一筆賣出交易配對，則投資人皆在股價未受灌水進買賣，故投資人未受灌水損失。

由以上三種情況之比較可知，若採用後進先出法進行買入與賣出交易的配對，容易將集中在同一個灌水幅度內的買入與賣出配成對，這類配對交易的損益結果，即很可能造成投資人沒有灌水損失／利益；若採用先進先出法進行交易配對，則買入與賣出可能不在同一個灌水幅度內，其配對結果較容易使投資人產生灌水利益與灌水損失。

也就是說，後進先出受償金額較低；先進先出較可能產生灌水利益與灌水損失，搭配累積型或交易型，就會產生不同的結果。若採用累積型，因為進行不同筆交易間之損益相抵，故投資人之受償金額較低，若採用交易型，因為僅累加造成投資人灌水損失的配對結果，故投資人所得受償之金額較高。

這也就是法院於 Household 指出，其雖然不採後進先出，而採先進先出，看似對被告比較不利，但因其搭配累積型之使用，進行損益相抵，即可平衡原告與被告間之利益。另一方面，法院於 Vivendi 雖採用後進先出，

看似對被告較為有利，但因其搭配部分累積型之使用，也考慮到原、被告間利益之平衡。

五、過失相抵

（一） 原告未盡盡職調查義務的過失相抵

在 Section 10（b）、Rule 10b-5 證券詐欺的案例中，若原告知悉被告為不實陳述卻仍買賣證券，原告所受損害即與被告不實陳述無關，被告毋庸負證券詐欺的損害賠償責任。因此，美國司法實務上，被告有時會以原告未就被告的不實陳述為盡職調查，或原告未就被告之不實陳述盡注意義務，以致原告受到詐欺，故原告對於因被告詐欺所受損害亦存有過失為由，主張過失相抵（contributory negligence）以作為抗辯，惟法院大多否定被告此種過失相抵的主張[239]。

（二） 第二次投資決定（second investment decision）之與有過失

在原、被告間具有契約關係時，美國司法實務[240]有認為，投資人在發現詐欺後，為避免損害擴大及減少損害金額，投資人應在一定合理期間內處分受詐欺而買入之證券[241]。例如在 1975 年 Foster v. Financial Technology Inc. 案[242]，第九巡迴法院認為，涉及 rule 10b-5 的案件，原告的損害賠償額受到其在知悉詐欺情事後，假若立即處置證券所能獲得數額之限制[243]。換言之，原告是否採取合理作為將決定被告須對原告負損害賠償責任的數額

---

[239] Dexter Corp. v. Whittaker Corp., 926 F.2d 617 （7th Cir., 1991）（"Under Illinois law, contributory negligence is not defense to fraud."）; Douglas Cty. Bank & Tr. Co. v. United Fin. Inc., 207 F.3d 473（8th Cir. 2000）（ "Under Nebraska law, contributory negligence is not a permitted defense in fraudulent misrepresentation claims."）

[240] 涉及第二次投資決定討論之案例：Nye v. Blyth Eastman Dillon & Co., Inc., 588 F.2d 1189（ 8th Cir. 1978）; Arrington v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 651 F.2d 615（9th Cir. 1981）.

[241] 何曜琛、陳盈如，同註 116，頁 5-6。

[242] Foster v. Financial Technology Inc., 517 F.2d 1068 （9th Cir. 1975）

[243] *Id*, at 1072.（the court stated that "As in all 10b-5 cases, their damages are limited by what they would have realized if they had acted upon their claim when they first learned of the fraud or had reason to know of it." And thus cited" Esplin v. Hirschi, 402 F.2d 94, 104-05 （10th Cir. 1968）, cert. denied, 394 U.S. 928, 89 S.Ct. 1194, 22 L.Ed.2d 459 （1969）."）

[244]。法院指出，當理性投資人（reasonable man）發現存有違約或詐欺之情事，而應當會採取相關行動以保護其所持有之證券價值繼續減損時，此部分的損失因果關係已被截斷，此時，應視為投資人已做成第二次投資決定，原告因此無法請求後續發生之損失（subsequent losses）[245]。觀察美國司法實務對此部分與有過失的討論，係源自於契約法上未違約方發現違約事實時須為合理行動以避免損害繼續擴大的法理，因此適用於 rule 10b-5 的案件時，亦僅在雙方當事人間具有契約關係時，才有與有過失的適用。

六、預期租稅利益是否屬於投資人的所受損害？

原告受到被告詐欺而投資證券，預期透過該投資取得稅盾（tax shelter）的租稅利益，然而該投資事實上無法達到被告聲稱的租稅利益，則此部分預期租稅損失（promised but unrealized tax losses）是否屬於 rule 10b-5 案件中投資人所受損害？美國司法實務存在不同的看法，在 Sharp v. Coopers & Lybrand 案中[246]，第三巡迴法院認為，原告除係因認為該投資可獲利外，同時亦係為了享有租稅利益而投資該證券[247]，故被告應就原告的租稅損失負賠償責任。然而在 Freschi v. Grand Coal Venture 案中[248]，第二巡迴法院則認為，rule 10b-5 的案件中，原告僅能請求實際損害，則任何因期待利益而生的預期節稅利益（hoped-for tax savings）之賠償皆為法所不允許[249]。美國

---

[244] *Id.*（The court stated that "Although plaintiffs are not here asserting a breach of contract claim, the notion of what constitutes reasonable conduct by the nonbreaching party carries over to the determination of the amount of plaintiffs' loss for which defendants should be held responsible."）

[245] *Id.*（The court stated that "Consequently, at the point where a reasonable man either because of the breach or discovery of the fraud would have taken action to protect himself from further depreciation in the value of the claim, the chain of causation is cut and plaintiffs cannot recover damages for subsequent losses."）

[246] Sharp v. Coopers & Lybrand, 649 F.2d 175（3rd Cir. 1981）.

[247] *Id.*, at 190.（The court observed that "Appellees found the investment attractive for two reasons. First, it offered a potential for future appreciation and income if the oil wells were successful. The nature of the petroleum exploration business necessarily renders this potential uncertain. Second, it offered an opportunity for rapid deduction of twice as much money from the investor's tax return as he actually invested."）

[248] Freschi v. Grand Coal Venture, 767 F.2d 1041（2nd Cir. 1985）.

[249] *Id.*, at 1051（"The district court correctly held that a Rule 10b–5 plaintiff can be compensated only for actual damages, and that any award in compensation for hoped-for tax savings would be an impermissible award of damages arising from an expectation interest."）

學者則有認為，第二巡迴法院的見解不合理地限縮解釋 1934 年證券交易法 Section 28（a）實際損害之限制[250]。

第三款、例外採用毛損益法

一、 毛損益法的意義

在 Green 案中，美國聯邦第九巡迴上訴法院認為，毛損益法係源自於契約義務中回復原狀之法理[251]所建構的損害賠償計算方法，故其賠償方法係使投資人回復至未進行股票交易前應有之狀態[252]。為使投資人回復至其未進行股票交易前應有之狀態，毛損益法下的合理計算方法[253]為：若投資人仍持有證券，被告應返還投資人買入證券的股款、投資人則返還證券[254]；若投資人不再持有證券，則損害賠償額為投資人買入股票價格與投資人賣出股票價格的差額[255]。毛損益法的操作將使被告承擔投資人自買入證券時起至不實資訊更正日之期間內的所有證券價值下跌的責任[256]，不論該損害

---

[250] THOMAS LEE HAZEN, PRINCIPLE OF SECURITIES REGULATION 281（2009）（The author criticized that "It seems that the court there took an unreasonably restrictive reading of 1934 Act §28（a）'s limitation to actual damages."）

[251] *Supra* note 183, at 1343. （"This is appropriate because the wrongful seller as a direct consequence of his wrong shifted to the purchaser the risks which he would have borne but for the wrongful sale. The seller's obligation to accept the return of the risk he wrongfully shifted is rooted in the contract of sale. That is, it springs from his contractual undertakings."）

[252] *Id*., at 1342. （"To understand the rescissory measure of damages and how it leads to these results it must be pointed out that in theory it contemplates a return of the injured party to the position he occupied before he was induced by wrongful conduct to enter the transaction."）

[253] Green 案法院認為，毛損益法可以歸類出以下三種損害計算方式：
1.不實資訊更正後，投資人仍持有證券：被告應賠償投資人買入證券的價額，投資人則返還持有之證券；或是被告賠償投資人（買入證券之價格－不實資訊更正日之股價）*投資人買入數量之金額；2.不實資訊更正後，股價下跌，且投資人賣出股票：被告應賠償投資人（買入證券之價格－賣出價格）*投資人買入數量之金額；3.不實資訊更正後，股價上漲，且投資人賣出股票：公司應賠償投資人（買入股票價格－不實資訊更正日之股價）*投資人購買的股數，再扣除投資人因處分股票之所得後之金額。

[254] Robert B. Thompson, *The Measure of Recovery Under Rule 10b-5: A Restitution Alternative to Tort Damages*, 37 Vand. L. Rev. 349, 369 （1984）. （When a plaintiff chooses the rescission and restitution remedy, he tenders to the defendant that which he received and the defendant returns the consideration received from the plaintiff.）

[255] *Supra* note 183, at 1342-1343. （"To return the aggrieved purchaser to this position the proper measure is the difference between the purchase price and the amount the purchaser received upon sale of the stock."）；林文里，同註 195，頁 519。學者指出，但須注意是否於合理期間賣出證券，否則會有使被告過長時間承擔市場風險的疑慮。

[256] *Supra* note 183, at 1342-1343.

是否係因被告詐欺行為所生。

二、 Section 10（b）、Rule 10b-5 例外採取毛損益法的案例

美國司法實務普遍認為在 Section 10（b）及 Rule 10b-5 的案例中，應以淨損差額法計算投資人所受損害。然法院指出，即便肯認淨損差額法為前揭案件適當的損害賠償計算方法，法院仍有權依照案件的本質決定是否採納毛損益法作為投資人損害賠償的計算方式[257]。具體來說，當原、被告間存在契約關係或具受任人（fiduciary）關係時[258]，或是當原告證明若非受到詐欺，原告不會為該投資或交易行為時[259]，司法實務即可能採取毛損益法計算原告的損害賠償額[260]。

例如 Nolfi v. Ohio Kentucky Oil Corp.[261]一案中，原告以合夥方式投資被告石油公司，法院認為該投資合約屬於證券，受到 1934 年證券交易法的管轄。被告公司聲稱該投資將用以挖掘石油，實際上卻只挖掘乾涸的石油槽（drilling dry wells），該投資毫無獲益可能。本案法院即認為，當原告已經證明所受損害完全來自於被告的詐欺行為時，法院得以毛損益法作為計算方法[262]。

---

[257] Blackie v. Barrack, 524 F.2d 891, 909 （9th Cir. 1975）(The court observed that "While out of pocket loss is the ordinary standard in a 10b-5 suit, it is within the discretion of the district judge in appropriate circumstances to apply a rescissory measure." "It is for the district judge, after becoming aware of the nature of the case, to determine the appropriate measure of damages in the first instance.")

[258] Jared Tobin Finkelstein, *Rule 10b-5 Damage Computation: Application of Financial Theory to Determine Net Economic Loss*, 51 Fordham L. Rev. 838 （1983）. （"This is a rescissory measure of damages, usually reserved for situations in which either privity or a fiduciary relationship exists between the plaintiff and defendant." ） （cited numerous cases: Rolf v. Blyth, Eastman Dillon & Co., 570 F.2d 38, 49 n.21 （2d Cir.）, cert. denied, 439 U.S. 1039 （1978）, modified, 637 F.2d 77, 84 （2d Cir. 1980）; Koenig v.Smith, 88 F.R.D. 604, 608 （E.D.N.Y. 1980）; see Clark v. John Lamula Investors, Inc., 583 F.2d 594, 604 （2d Cir. 1978）.

[259] S. A. King, *Proffering the Right Evidence: Proving Loss Causation and Damages under SEC Rule 10b-5*, 18 N.C. Banking Inst. 431, 435 （2013）. （When plaintiffs claim is based on fraud in the inducement（i.e., plaintiff would not have entered into the deal but for the defendant's fraud"), rescission may be appropriate. ）

[260] 關於美國司法實務就財報不實案件採取毛損益法之要件的詳細討論，可參莊永丞，同註 2，頁 134-138。

[261] Nolfi v. Ohio Kentucky Oil Corp., 675 F.3d 538 （6th Cir., 2012）

[262] *Id*., at 550. （"A district court does not abuse its discretion by including a rescission theory in the jury instructions on the proper measure of damages where, as here, plaintiffs have established that the loss was complete and was caused entirely by defendants' misrepresentation." ）

又例如 Stone v. Kirk[263]一案中，原告在被告的招攬下，以合夥方式投資被告事實上係作為避稅措施的租賃錄音機之事業，欲藉此種投資方式達到被告聲稱原告可以獲得的避稅效果及租稅利益。然而，美國國稅局最終否定此種避稅措施的效果，原告仍應繳稅，原告方知曉受到被告詐欺，該投資無法達到被告聲稱的避稅效果。本案法院認為，原、被告間的合夥合約屬於投資契約，適用 1934 年證券交易法的規範。法院指出，當前揭被告租賃合約皆到期，相當於原告不再持有證券的情形，法院得以毛損益法作為計算方法[264]。

第四款 美國州法院有關善意持有人損害賠償之相關判決

善意持有人係指，因受到被告不實陳述影響而繼續持有、未買賣證券，進而受到損害之投資人[265]。善意持有人不能依美國聯邦證交法 Section 10（b）或 Rule 10b-5 請求財報不實的損害賠償，但能否依州法下普通法之詐欺，請求損害賠償，各州法院見解未見一致[266]。根據美國學者統計，有八個州[267]的法院肯認善意持有人可依州法普通法之詐欺請求損害賠償[268]，法院認為善意持有人與實際買賣證券之投資人，均係信賴他人不實陳述，則善意持有人繼續持有證券的不作為，應與實際買賣證券之投資人一樣受到保護[269]。

---

263 Stone v. Kirk, *supra* note 187.

264 *Id*., at 1092. （"In the case at bar the Stones no longer own the securities, in any meaningful sense, the leases having expired some years prior to trial. Rescissory damages would be available in this situation, and would be no less favorable to the plaintiffs than the out-of-pocket damages described in Affiliated Ute Citizens."）

265 Robert W. Taylor, *Re-Evaluating Holder Actions: Giving Defrauded Securities Holders a Fighting Chance*, 86 Notre Dame L. Rev. 413, 415 （2013）. （"[H]older" causes of action-that is, actions where the shareholder-plaintiff alleges that the defendant's misrepresentation induced him to continue holding his stock when he would have otherwise purchased or sold and seeks to recover for the diminished value of the stock suffered as a result.）

266 Edward T. Mcdermott, *Holder Claims – Potential Causes Of Action In Delaware And Beyond*, 41 Del. J. Corp. Law 933, 945（2017）.

267 學者指出，這八個州分別是加州、佛羅里達州、紐澤西州、科羅拉多州、麻州、德州、華盛頓州及喬治亞州。*Id*., at 935.

268 *Id*. （As of today, federal or state courts in at least eight states have expressly ruled that holder claims based on either fraudulent or negligent misrepresentations are legally cognizable.）；然而，學者指出，亦有至少七個州法院認為善意持有人不得依州法普通法之詐欺請求損害賠償。

269 *Id*., at 936. （They have held that a holder's inaction （i.e., his retention of the security） is the equivalent of his action （i.e., his sale of a security） since for purposes of proving fraud or negligent

一、 善意持有人的舉證責任

法院認為，受證券詐欺的投資人依州法普通法之詐欺請求損害賠償時，就下列事項應負舉證責任[270]：（1）存在不實陳述；（2）被告知悉或相信其陳述與事實不同；（3）被告具誘使原告作為或不作為的意圖；（4）原告對被告不實陳述具合理信賴；且（5）原告因信賴被告不實陳述而造成損害。

其中，就原告應如何舉證其係因信賴被告不實陳述而為投資決定，加州最高法院於 Mirkin v. Wasserman 案[271]拒絕適用對市場詐欺理論[272]，該法院認為，原告應就其信賴被告之不實陳述負舉證責任[273]，即應證明若非被告之不實陳述，原告將做作成不同之投資決定[274]。此外，由於善意持有人未於不實資訊影響期間實際買入或賣出證券，部分州法院要求善意持有人應檢附特定行動或詳細計畫之內容，以證明若非被告之不實陳述，投資人將於特定時間買賣特定數量的證券[275]。

由前揭討論可知，善意持有人依州法請求因證券詐欺所致的損害賠償責任時，須負擔較重的舉證責任，故雖然部分州法院肯認善意持有人得依州法普通法之詐欺請求損害賠償[276]，但善意持有人往往無法證明其繼續持有證券或原告所受損失與被告詐欺行為間之因果關係，故實務上幾乎未見善意持有人勝訴之案例，實際進入善意持有人損害賠償計算之判決更是未

misrepresentation claims they both involve an investor's reliance on another's misstatement.）

[270] Vichi v. Koninklijke Philips Electronics, N.V., 85 A.3d 725, 807（Court of Chancery of Delaware, 2014）.

[271] Mirkin v. Wasserman, 858 P.2d 568（Supreme Court of California, 1993）.

[272] James I. Jaconette, *Fraud-on-the-Market Theory in State Law Securities-Fraud Suits: Mirkin v. Wasserman and an Examination of Market Reliance Principles in the Common Law of Deceit*, 46 Hastings L.J. 1967, 1970 （1995）.（In *Mirkin*, the court denied the applicability of the fraud-on-the market theory to a securities fraud class action alleging claims under the California Civil Code.）

[273] *Supra* note 271, at 1088.（It is settled that a plaintiff, to state a cause of action for deceit based on a misrepresentation, must plead that he or she actually relied on the misrepresentation.）;

[274] *Id*., at 1093.（One need only prove that, had the omitted information been disclosed one would have been aware of it and behaved differently.）

[275] Mcdermott, *supra* note 266, at 937.（Some courts have also required that the plaintiff holder set forth specific acts and concrete plans showing when he would have bought or sold a specific amount of a security but for the alleged misstatement.）

[276] 例如：Small v. Fritz Companies, Inc., 30 Cal.4th 167（Supreme Court of California, 2003）; Holmes v. Grubman, 691 S.E.2d 196（Supreme Court of Georgia, 2010）; Grant Thornton LLP v. Prospect High Income Fund, 314 S.W.3d 913（Supreme Court of Texas, 2010）. 然而前揭案件均以原告無法舉證其對被告不實資訊的信賴關係與損失因果關係而敗訴。

見。

二、 損害賠償計算：Small 案[277]

加州最高法院於 Small 案指出，當詐欺所造成之損害與財產之買賣或交換相關時，加州法院適用淨損差額原則（out-of-pocket loss rule）計算損害賠償。淨損差額原則將損害賠償額限縮於受詐欺之人因信賴不實資訊而放棄的價值與其因信賴不實資訊而獲得的價值間之差額[278]。

因此，當善意持有人因信賴不實資訊而未實際買賣、而係繼續持有證券時，無法僅以不實資訊揭露後，股價於該日下跌，即說明善意持有人受有損失[279]。法院認為，善意持有人應提出特定事實證明其因被告之不實資訊及該不實資訊之揭露，導致善意持有人確實受有已實現的淨損差額損失（realized out-of-pocket losses）[280]。

[277] Small v. Fritz Companies, Inc., *Id*.

[278] *Id*., at 1273-1274. （Where fraud is alleged to have caused damage in connection with the purchase, sale, or exchange of property, California applies the out-of-pocket loss rule. This doctrine limits recovery to the difference between the actual values, intrinsic and economic, of that which the defrauded person gave up and that which he or she received in return, plus sums expended in reliance on the fraud, and it precludes recovery based on the "benefit of the bargain," i.e., the plaintiff's expectancy interest created by the fraud.）

[279] *Id*., at 1275. （As a consequence, one who did not purchase, but merely held, shares in reliance on fraud cannot establish an out-of-pocket loss simply on the theory that a later disclosure of the fraud caused the daily trading value of the shares to fall on a particular day.）

[280] *Id*., at 1276. （Accordingly, I would require that those who assert they were induced by fraud to hold company shares must plead and prove specific facts showing that they actually realized out-of-pocket losses as a result of the fraud and its disclosure.）

第四項 評析

第一款、美國損害賠償計算方法之分析

一、 美國原則上採用淨損差額法計算投資人所受損害，並以事件研究法計算證券之真實價值

美國司法實務在財報不實案例中，通常以淨損差額法作為損害賠償責任的計算方法，即以投資人受到被告詐欺買入證券時的價格與買入時該證券的真實價值間的差額(即股價受到詐欺影響的灌水幅度)，作為投資人受到證券詐欺的每股損害賠償額。

美國司法實務傾向以事件研究法計算證券的真實價值，事件研究法的基本假設為價差不變法[281]。假設在沒有其他與詐欺相關因素介入的情況下（例如：多次詐欺事件、多次更正事件等)，在不實資訊影響期間，證券的市價與真實價值間的差額(即證券受詐欺影響的灌水幅度)，在該期間內的不實資訊影響日（即，該日的異常報酬經檢驗為具有統計顯著性）會因為真實價值的計算從實際報酬率改採用預期報酬率的緣故，因而造成灌水幅度的改變。但是在「這一次不實資訊影響日」與「下一次不實資訊影響日」之間的灌水程度會維持一個定值。

換言之，以事件研究法計算證券真實價值時，即已同時考量市場、產業因素對股價的影響，故美國法不需如同我國實務作法，於計算出損害賠償額後，復以大盤因素對損害賠償額進行調整。

（一）. 事件研究法的限制

若採行事件研究法，操作中會面臨需要分析併發（多重）事件影響的問題[282]。例如：多次詐欺或更正事件、與原告指控無關的資訊之揭露，以及與訴訟期間內發生變化的虛假陳述有關之揭露等。

---

[281] Dickey & Mayer, *supra* note 158, at 1204.
[282] Brav & Heaton, *supra* note 194, at 605.

若單一事件研究本身不足以估計價格影響且因而無法估計所造成的損失時，亦須輔以其它工具補充事件研究法的結果來分析。可使用的工具包括[283]：(1)、若同一日有數個資訊可能影響股價，則應辨識該等資訊是否為過往所揭露的資訊，若為舊資訊，則在效率市場之假設下，該舊資訊不會影響股價，因此得以隔離出隸屬於特定日期所揭露之新資訊對股價的影響；(2)、基本面的財務報表分析，得以從不實陳述對企業未來的現金流量與未來股價的影響來輔助分析；(3)、日內（Intra-day）股價分析的使用，由於所採用的事件期間較短，有助於分解出較為純粹的單一事件對股價的效果；(4)、運行其它種類的迴歸，例如修改事件期間或估計期間，或分析多家公司對類似事件的影響，皆可幫助比較所採行的事件研究法之結果，是否有偏離過去類似事件的結果。

（二）. 買入與賣出配對與損益相抵

若投資人於不實資訊影響期間多次買進、賣出證券，美國司法判決有見以先進先出法（FIFO）或後進先出法（LIFO）就投資人於不實資訊影響期間之買入與賣出進行配對，進而選擇採取全部抵銷或部分抵銷灌水損益的損益調整模式。和解案例則常見以投資人賣出證券實際獲利與灌水損失相抵的損益調整模式。

美國法對於應如何進行損益相抵尚無固定的操作方法，然觀察司法實務判決，Household 案法院以先進先出法進行交易配對，損益相抵的範圍則為不實資訊影響期間的所有交易；Vivendi 案法院則以後進先出進行交易配對，損益相抵的範圍即較窄，僅需就第一次更正日後到股價灌水期間結束之間的交易進行損益相抵。故美國司法實務於個案爭，似乎會因採用的買入或賣出配對方法之不同，而決定損益相抵的寬嚴程度。

美國司法判決常仰賴交易配對判斷剩餘受到灌水損失的證券數，和解

[283] CORNERSTONE RESEARCH, *supra* note 156, at 11.

案例則仰賴買入賣出配對以確認投資人賣出證券的實際獲利，故會產生採用先進先出法抑或後進先出法何者較佳的論辯。過往，美國一般公認會計原則（Generally Accepted Accounting Principles, GAAP）下，報表編制者得依個案選擇較適當的存貨評價方式，因此無論是先進先出法或後進先出法均可能被採用，然現今，美國證券監督管理委員會（SEC）允許非美國的企業採用 IFRS 編制報表，但仍然未強制全面採用 IFRS，故不被 IFRS 所允許的後進先出法目前仍在美國實務之中持續使用。然而我國係採取 IFRS 作為會計準則的國家，IFRS 早已不再採用後進先出法作為存貨評價的方法，我國司法實務亦多採先進先出法進行買入與賣出之配對。

二、事件研究法於我國適用之可行性分析

（一） 採用事件研究法需要考慮的問題

1. 漲跌幅限制

我國證券市場訂有漲跌幅限制（過去曾為 7%，現在為 10%），使得各日報酬率一旦觸及漲跌停板的價位時，即面臨股價被截斷的現象，使得預期報酬率的計算會因為該限制而產生偏誤。

現行針對台灣證券市場漲跌幅限制的市場研究之中，雖發展出採用廣義動差估計法（Generalized Method of Moments），或修正式平均調整模式（Modified Mean-adjusted Return Model）等處理方式，然調整方式過於繁瑣，還有許多細節仍需克服，因此對於漲跌幅限制應用在市場研究之中的現狀還有待發展[284]。

2. 干擾事件

詐欺事件時常會遇到干擾事件的發生，例如受不實財報影響之日，公司亦宣布發放股利或經營團隊變動。學術研究上常會直接排除受干擾事件影響的事件日[285]，換言之該日將不納入事件日之中。但在損害賠償額計算

[284] 沈中華、李建然，同註 197，頁 118。

[285] 簡銀瑩、黃士洲與林世銘，大法官解釋對金融業股價及成交量之影響－以釋字 693 號為例，

的司法實務之中，干擾事件與不實資訊同時存在的不實資訊影響日，建議得聽取雙方財務專家對此所提出的見解，並由法官認定存在多種資訊的不實資訊影響日之處理方式，此種做法方得避免因干擾事件之存在，而影響詐欺事件對股價影響之分析。倘若欲分離干擾事件，而非直接排除，目前研究尚無一致的處理方式[286]。

干擾事件的類型，可能是企業定期發生的例行性事件（例如，股利發放或年／季報發布），也可能是企業因營運而產生的特定事件（例如，執行長更換或財務報表重編）。然而，後者所述的特定事件倘若涉及人為操縱因素，便需要審慎評估，盡可能分離出該結果，否則只能直接排除。

3. 多重事件之處理

此處所指的多重事件，係指不實資訊期間，出現多種影響股價的資訊（包含我們所關注的不實資訊），此時，可以對每一種資訊皆進行調查和比較。此種調查的方法被稱為多重比較（常用的統計方法為 Bonferroni approach 和 Šidák approach）[287]。

4. 風險調整法模式的改良版本

事件研究法中，需要計算特定證券之預期報酬率，美國相關研究，通常以市場模式（與本研究前述分析採用相同）衡量之。台灣資本市場雖可以與美國多數研究一樣採用市場模式，但是台灣的資本市場畢竟與美國有差異，甚至有台灣特殊的制度（例如，漲跌幅限制）。因此，是否需要納入台灣特殊的資本市場規範來產生「修正式的市場模式」仍須仰賴研究提供證據[288]。與市場模式同屬於風險調整法模式的改良者[289]為資本資產定價模式（Capital Asset Pricing Model, CAPM），如式（4）所示。

會計評論第 67 期，頁 126，2018 年。

[286] Brav & Heaton, *supra* note 70, at 608

[287] 黃朝琮，事件研究法於證券詐欺訴訟之應用，載於：公司法論文集 II：特殊交易型態與資訊揭露，頁 270-271，2021 年。

[288] 沈中華、李建然，同註 197，頁 118。

[289] Menachem Brenner, *The Effect of Model Misspecification on Tests of the Efficient Market Hypothesis,* 32 J. Finance 57, 66 （1977）.

$$r_{j,t} = r_{f,t} + \beta_{j,t} \times (r_{m,t} - r_{f,t}) \quad (4)$$

其中，$r_{j,t}$為第 t 期特定證券之預期報酬率；$r_{f,t}$是第 t 年的無風險利率，美國係以 10 年期公債的利率為準，我國常以第一銀行定存利率或五大行庫平均定存利率等作為基準；$r_{m,t}$為第 t 期市場報酬。（$r_{m,t} - r_{f,t}$）被定義為風險溢酬（Risk Premium）；$\beta_{j,t}$為系統風險。

資本資產定價模式（CAPM）與市場模式（Market Model）皆為衡量預期報酬率的方式。兩者之間的差別在於前者認為證券的報酬率只跟系統性風險有關，意即只考量市場報酬率（又稱大盤報酬率）對個別證券的實際報酬之影響；後者除了考量市場報酬率之外，還納入產業因素以考量同產業公司在特定時間的證券報酬同時明顯漲跌，可能更可以捕捉股票市場的動態。兩種方式皆有學者採用。

（二） 事件研究法所需資訊之可取得性

由前述章節得知，若要採用事件研究法，財務專家需先取得特定證券、市場以及產業報酬數據。目前，我國資料庫公司，如：台灣經濟新報（Taiwan Economic Journal, TEJ）等，已經彙整上述所需的報酬率於資料庫模組之中。

經實際操作該系統得知，上述所需的報酬率資料之路徑為「台灣經濟新報 TEJ」→「TEJ 股價資料庫」→「調整股價（日）-除權息調整」→「根據所需的報酬率類型設定─證券代號、大盤代號（Y9999）與證券對應產業之代號」。

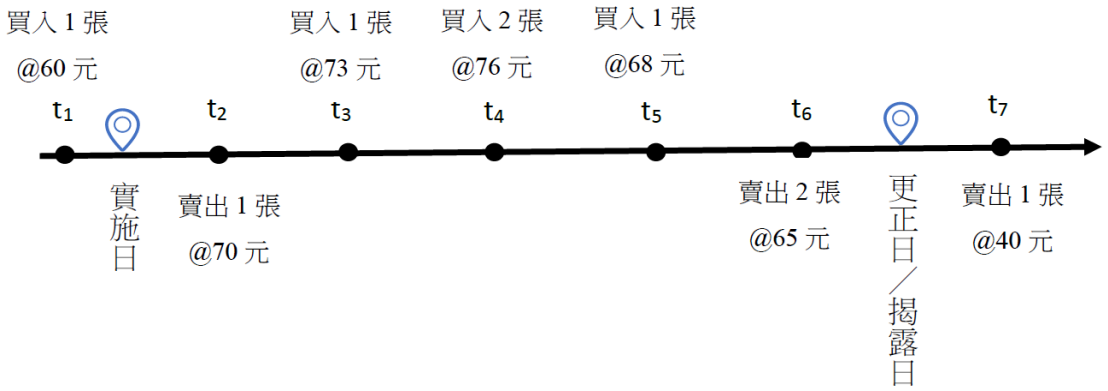
第二款 模擬案例

本研究透過以下兩個模擬案例，實際操作美國判決（包含交易型及累積型）、和解實務。案例一與案例二均為投資人於不實資訊發布前即買入證券，於不實資訊影響期間內，亦均多次買入與賣出系爭證券，且部分系爭證券持有至不實資訊更正日／揭露日。

案例一與案例二均假設：證券於不實資訊影響期間之灌水幅度為每股 5 元。兩個案例之差別，僅在於投資人於不實資訊影響期間（t_6），以不同價格賣出證券，案例一以 65 元／股賣出，案例二則以較高的 80 元／股賣出。

一、 案例一

圖 3-7 案例一

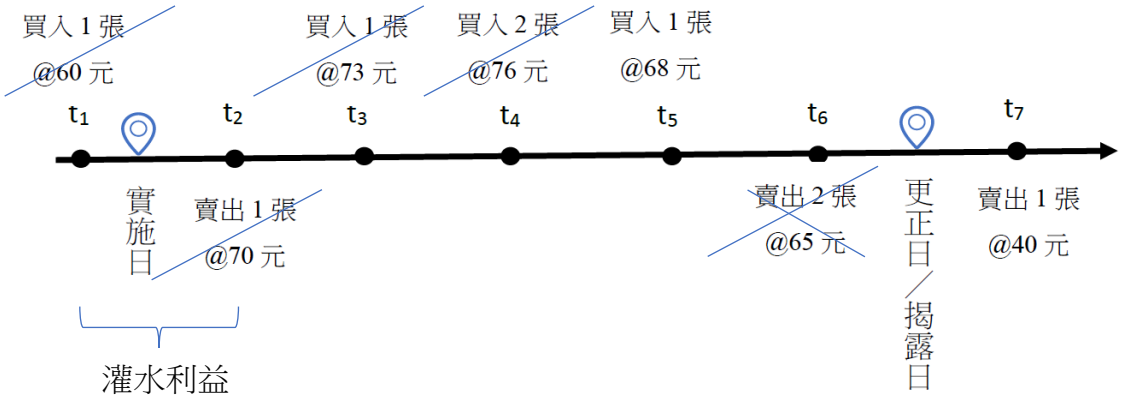


出處：研究團隊製作

（一）美國判決實務

1. 累積型：

圖 3-8 案例一：美國判決實務累積型操作示意圖



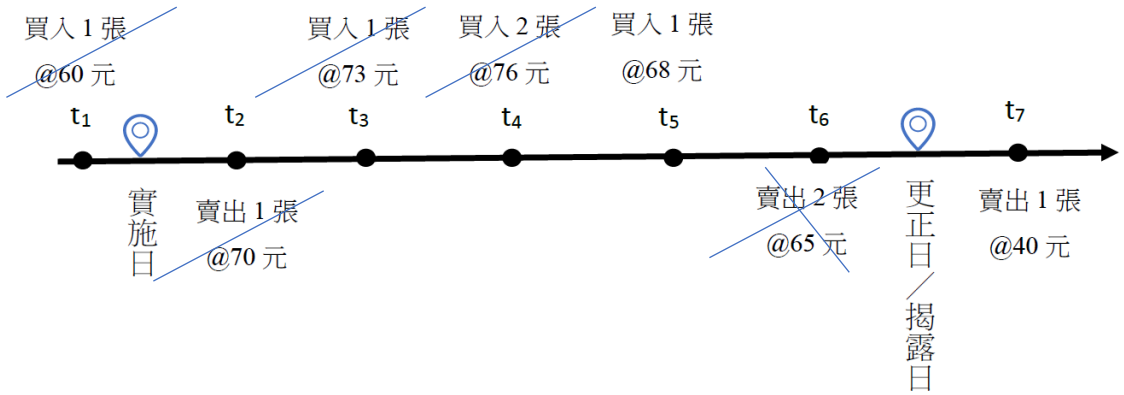
出處：研究團隊製作

(1). 計算方式：「累積型」係指先計算每筆配對後買入與賣出之損益，並將每筆配對後買入與賣出所生之利益，用以扣抵每筆配對買入與賣出所生之損害。美國法院對於投資人於不實資訊影響期間開始前買入，而於不實資訊影響期間內賣出證券所獲之利益，是否應計入損益相抵之範圍，見解不同。Household 案，法院認為原告於不實資訊影響期間開始前買入，而於不實資訊影響期間內賣出證券所獲之利益，應計入損益相抵的範圍；Vivendi 案，法院認為僅限於在不實資訊影響期間內買入，且在不實資訊揭露／更正日後賣出證券所生之利益，才能進行損益相抵。本案例以 Household 案法院判決之作法進行操作。

(2). 損害賠償金額：t_1 與 t_2 配對，投資人受有灌水利益 5,000 元（5 元×1,000 股），t_3 與 t_6 一張配對，投資人受有灌水利益 0 元（灌水損失 5 元與灌水利益 5 元），t_4 一張與 t_6 一張配對，投資人受有灌水利益 0 元（灌水損失 5 元與灌水利益 5 元），揭露／更正日時，投資人持有兩張證券，受有灌水損失 10,000 元（5 元×2,000 股）。累積型下，投資人受有灌水損失 5,000 元。

2. **交易型：**

圖 3-9 案例一：美國判決實務交易型操作示意圖



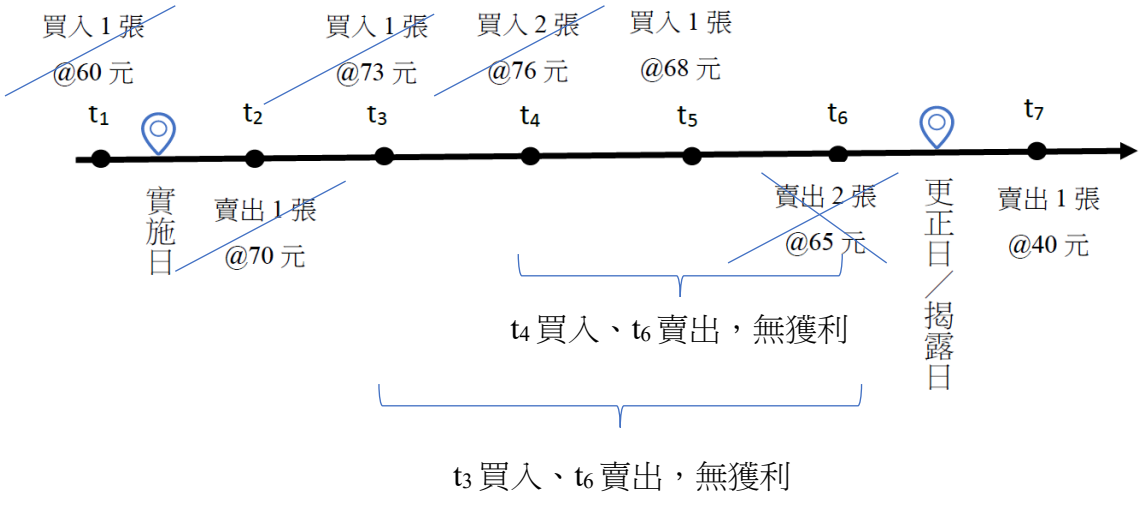
出處：研究團隊製作

(1). 計算方式：「交易型」於計算每筆配對後買入與賣出之損益後，每筆配對買入與賣出所生之利益，不會用以扣抵每筆配對買入與賣出所生之損害。

(2). 損害賠償金額：t_1 與 t_2 配對，投資人受有灌水利益 5,000 元（5 元×1,000 股），t_3 與 t_6 一張配對，投資人受有灌水利益 0 元（灌水損失 5 元與灌水利益 5 元），t_4 一張與 t_6 一張配對，投資人受有灌水利益 0 元（灌水損失 5 元與灌水利益 5 元），揭露／更正日時，投資人持有兩張證券，受有灌水損失 10,000 元（5 元×2,000 股）。交易型下，投資人受有灌水損失 10,000 元。

（二）美國和解實務

圖 3-10 案例一：美國和解實務操作示意圖



出處：研究團隊製作

1. 計算方法：以先進先出法[290]進行交易配對，計算出股價灌水損失，再從股價灌水損失中扣除投資人因賣出證券所獲得的實際上的獲利（即

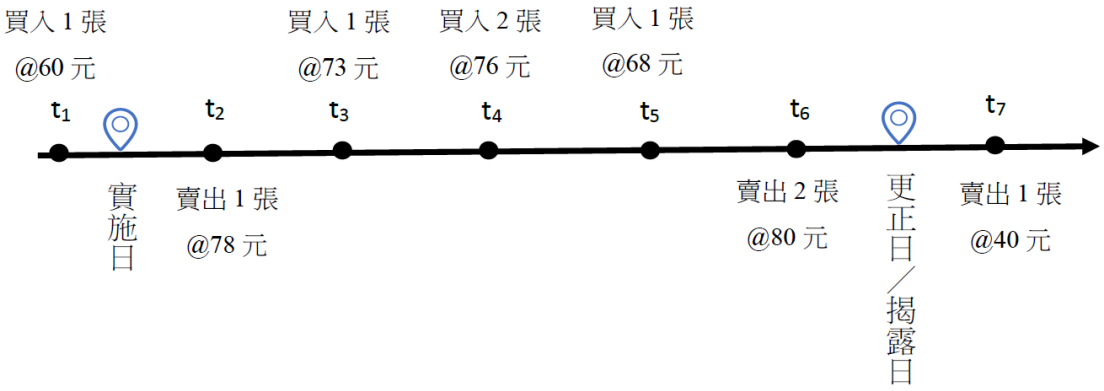
[290] 美國司法實務亦可能採取後進先出法。

買價與賣價間之差額，又稱名目利益)。美國多數和解案件只會將在不實資訊影響期間買入之證券賣出後所獲得的名目利益，用以進行損益相抵，少數和解案件，將於不實資訊影響期間前買入之證券，賣出後所獲得之名目利益，用以損益相抵。以下操作採用多數和解案件做法。

2. 投資人於 t_1 實施日前買入一張，依先進先出法與 t_2 賣出一張進行配對，此一配對交易之損益結果，不在計算損害賠償之考量範圍內。
3. 依先進先出法，t_3 與 t_6 中的一張進行配對，投資人於 t_3 買入一張，受有灌水損失 5,000 元（5 元×1,000 股），於 t_6 賣出一張，受有灌水利益 5,000 元（5 元×1,000 股），又 t_3 與 t_6 買進與賣出的價格分別為 73 元／股與 65 元／股，沒有名目利益，因此，t_3 與 t_6 配對的結果是，投資人沒有損失。
4. 依先進先出法，t_4 其中一張與 t_6 所剩之一張進行配對，投資人於 t_4 買入一張，受有灌水損失 5,000 元（5 元×1,000 股），於 t_6 賣出一張，受有灌水利益 5,000 元（5 元×1,000 股），於 t_4 與 t_6 買進與賣出的價格分別為 76 元／股與 65 元／股，沒有名目利益，因此，t_4 與 t_6 配對的結果是，投資人沒有損失。
5. t_4 經過配對後，尚餘一張，投資人持有至揭露／更正日，因此投資人受有灌水損失 5,000 元（5 元×1,000 股）。
6. 投資人於 t_5 買進一張，並持有至揭露／更正日，因此投資人受有灌水損失 5,000 元（5 元×1,000 股）。
7. 投資人可獲賠償為 10,000 元（5 元×1,000 股+5 元×1,000 股）。

二、 案例二

圖 3-11 案例二

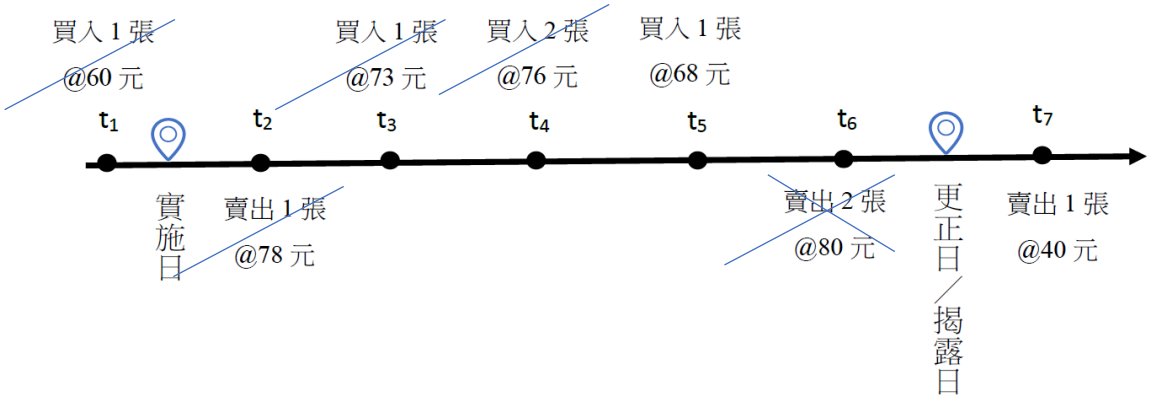


出處：研究團隊製作

（一）美國判決實務

1. 累積型：

圖 3-12 案例二：美國判決實務累積型計算示意圖



出處：研究團隊製作

(1). 計算方式：「累積型」係指先計算每筆配對後買入與賣出之損益，並將每筆配對後買入與賣出所生之利益，用以扣抵每筆配對買入與賣出所生之損害。美國法院對於投資人於不實資訊影響期間開始前買入，而於不實資訊影響期間內賣出證券所獲之利益，是否

應計入損益相抵之範圍，見解不同。Household 案，法院認為原告於不實資訊影響期間開始前買入，而於不實資訊影響期間內賣出證券所獲之利益，應計入損益相抵的範圍；Vivendi 案，法院認為僅限於在不實資訊影響期間內買入，且在不實資訊揭露／更正日後賣出證券所生之利益，才能進行損益相抵。本案例以 Household 案法院判決之作法進行操作。

(2). 損害賠償金額：t_1 與 t_2 配對，投資人受有灌水利益 5,000 元（5 元×1,000 股），t_3 與 t_6 一張配對，投資人受有灌水利益 0 元（灌水損失 5 元與灌水利益 5 元），t_4 一張與 t_6 一張配對，投資人受有灌水利益 0 元（灌水損失 5 元與灌水利益 5 元），揭露／更正日時，投資人持有兩張證券，受有灌水損失 10,000 元（5 元×2,000 股）。累積型下，投資人受有灌水損失 5,000 元。

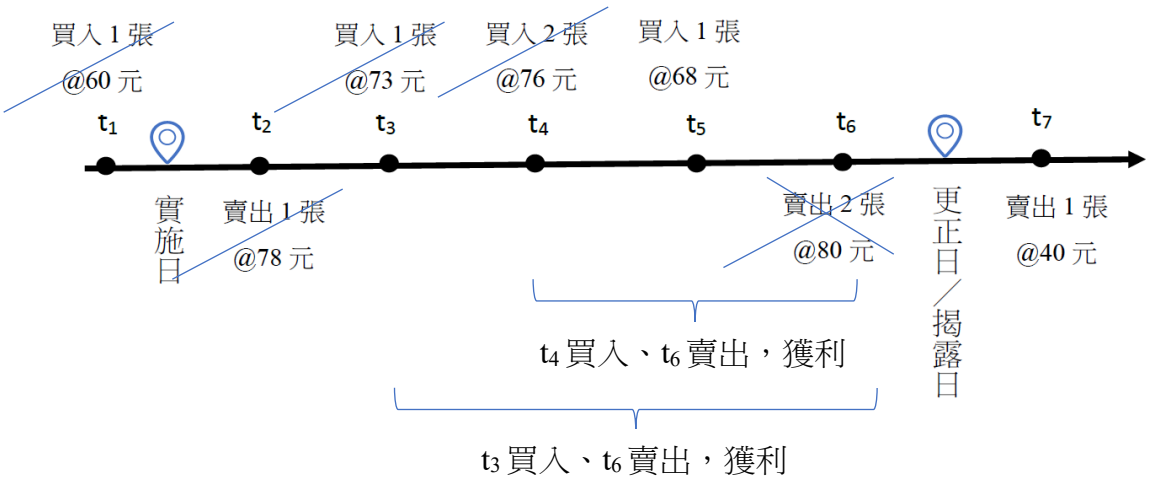
2. 交易型：

(1). 計算方式：「交易型」於計算每筆配對後買入與賣出之損益後，每筆配對買入與賣出所生之利益，不會用以扣抵每筆配對買入與賣出所生之損害。

(2). 損害賠償金額：t_1 與 t_2 配對，投資人受有灌水利益 5,000 元（5 元×1,000 股），t_3 與 t_6 一張配對，投資人受有灌水利益 0 元（灌水損失 5 元與灌水利益 5 元），t_4 一張與 t_6 一張配對，投資人受有灌水利益 0 元（灌水損失 5 元與灌水利益 5 元），揭露／更正日時，投資人持有兩張證券，受有灌水損失 10,000 元（5 元×2,000 股）。交易型下，投資人受有灌水損失 10,000 元。操作方法如上圖 3-12 圖示。

（二）美國和解實務

圖 3-13 案例二：美國和解實務計算示意圖



出處：研究團隊製作

1. 計算方法：依先進先出法 進行交易配對，計算於不實資訊影響期間買入證券的灌水損失，及不實資訊影響期間買入且賣出證券所獲實際利益，實際利益用以扣抵灌水損失。以先進先出法 進行交易配對，計算出股價灌水損失，再從股價灌水損失中扣除投資人因賣出證券所獲得的實際上的獲利（即買價與賣價間之差額，又稱名目利益）。美國多數和解案件只會將在不實資訊影響期間買入之證券賣出後所獲得的名目利益，用以進行損益相抵，少數和解案件，將於不實資訊影響期間前買入之證券，賣出後所獲得之名目利益，用以損益相抵。以下操作採用多數和解案件做法。
2. 依先進先出法銷除賣出之證券後，投資人於 t_1 實施日前買入一張，依先進先出法與 t_2 賣出一張進行配對，此一配對交易之損益結果，不在計算損害賠償之考量範圍內。
3. 依先進先出法，t_3 與 t_6 中的一張進行配對，投資人於 t_3 買入一張，受有灌水損失 5,000 元（5 元×1,000 股），於 t_6 賣出一張，受有灌水利益 5,000 元（5 元×1,000 股），又 t_3 與 t_6 買進與賣出的價格分別為 73 元／股與 80 元／股，受有名目利益 7 元／股，因此，t_3 與 t_6 配對的結果是，

投資人沒有灌水損失，但受有名目利益 7,000 元（7 元×1,000 股），可用以扣抵其他配對交易所生之損失。

4. 依先進先出法，t_4 其中一張與 t_6 所剩之一張進行配對，投資人於 t_4 買入一張，受有灌水損失 5,000 元（5 元×1,000 股），於 t_6 賣出一張，受有灌水利益 5,000 元（5 元×1,000 股），於 t_4 與 t_6 買進與賣出的價格分別為 76 元／股與 80 元／股，受有名目利益 4 元／股，因此，t_4 與 t_6 配對的結果是，投資人沒有灌水損失，但有名目利益 4,000 元（4 元×1,000 股），可用以扣抵其他配對交易所生之損失。
5. t_4 經過配對後，尚餘一張，投資人持有至揭露／更正日，因此投資人受有灌水損失 5,000 元（5 元×1,000 股）。
6. 投資人於 t_5 買進一張，並持有至揭露／更正日，因此投資人受有灌水損失 5,000 元（5 元×1,000 股）。
7. 投資人受有灌水損失 10,000 元（5 元×1,000 股+5 元×1,000 股），受有名目利益 11,000 元（7 元×1,000 股＋4 元×1,000 股），投資人所受利益大於損失（11,000 元－10,000 元＝－1,000 元），故可獲賠償為 0 元。

第三節 公開說明書不實

第一項 法規

美國證券相關法規有關公開說明書不實之民事法律責任，主要規定於1933 年證券法 Section11、Section12，以及 1934 年證券交易法 Section 10（b）。以下分別簡介各法條之重要內容。

第一款 1933 年證券法 Section 11（a）

1933 年證券法 Section 11（a）規定，任一部份的註冊文件，於文件生效時，其內容含有對重大事實的不實陳述或隱瞞任何在當時情況需陳述才不致造成誤導的重大事實者，任何購買此有價證券之人得向同條規定的特定人請求損害賠償[291]。由於公開說明書亦為註冊文件之一，故本條規範範圍亦包含公開說明書不實之情況[292]。

1933 年證券法 Section 11（e） 進一步規範註冊文件不實之損害賠償計算方式[293]：

（1）原告買入有價證券，於起訴前及訴訟中尚未賣出：以「原告買入有價證券之價格（不超過有價證券公開發行之價格）」與「起訴時該有價證

---

[291] Security Act of 1933 Section 11; 15 U.S. Code § 77k.
（a）Persons possessing cause of action; persons liable
In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, any person acquiring such security （unless it is proved that at the time of such acquisition he knew of such untruth or omission） may, either at law or in equity, in any court of competent jurisdiction, sue……；條文翻譯參考自賴英照，同註 1，頁 773。

[292] *Prospectus Liability and Rule 10b-5: A Sequel to Barchris*, 1971 Duke L. J.l 559, 565 （1971）.（Yet, because the prospectus of a registered issue is a required part of the registration statement, considerable overlap in the coverage of the two sections of the 1933 Act exists.）

[293] Security Act of 1933 Section 11; 15 U.S. Code § 77k
（e）Measure of damages; undertaking for payment of costs
The suit authorized under subsection （a）may be to recover such damages as shall represent the difference between the amount paid for the security（not exceeding the price at which the security was offered to the public） and （1） the value thereof as of the time such suit was brought, or （2） the price at which such security shall have been disposed of in the market before suit, or （3） the price at which such security shall have been disposed of after suit but before judgment if such damages shall be less than the damages representing the difference between the amount paid for the security （not exceeding the price at which the security was offered to the public） and the value thereof as of the time such suit was brought……；條文翻譯參考自賴英照，同註 1，頁 782。

券價值」之差額，為投資人之損害。

（2） 原告買入有價證券，起訴前已賣出者：以「原告買入有價證券之價格（不超過有價證券公開發行之價格）」與「該有價證券於市場賣出之價格」間之差額，為投資人之損害。

（3） 起訴後判決前賣出該證券者：以下列計算出的損害賠償金額較少者，作為投資人之損害：

A. 以「原告買入有價證券之價格（不超過有價證券公開發行之價格）」與「起訴時該有價證券價值」之差額，為投資人之損害。

B. 以「原告買入有價證券之價格（不超過有價證券公開發行之價格）」與「該有價證券於市場賣出之價格」之差額，為投資人之損害。

證券法 Section 11（e）亦規定，被告得舉證證明該證券一部或全部之價值貶值非因註冊文件不實所引起，故被告無須就該部分負損害賠償責任[294]，實務上稱之為「被告的反向損失因果關係（negative loss causation）舉證責任」[295]。

第二款 1933 年證券法 Section 12（a）（2）

1933 年證券法 Section 12（a）（2）規定[296]，任何人以州際商業之運輸

[294] Security Act of 1933 Section 11; 15 U.S. Code § 77k
（e）Measure of damages; undertaking for payment of costs
Provided, that if the defendant proves that any portion or all of such damages represents other than the depreciation in value of such security resulting from such part of the registration statement, with respect to which his liability is asserted, not being true or omitting to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, such portion of or all such damages shall not be recoverable.

[295] Federal Housing Finance Agency for Federal National Mortgage Association v. Nomura Holding America, Inc., 873 F.3d 85, 99（2d Cir. 2017）.（The court stated that "[t]his is known as the "loss causation" defense, or "negative loss causation". Unlike the Exchange Act, which generally requires plaintiffs to prove loss causation as a prima facie element, see 15 U.S.C. § 78u–4（b）（4）, the Securities Act places the burden on defendants to prove negative loss causation as an affirmative defense."）

[296] Security Act of 1933 Section 12; 15 U.S. Code § 77l
（a）In general
Any person who—
（2）offers or sells a security （whether or not exempted by the provisions of section 77c of this title, other than paragraphs （2） and （14） of subsection （a） of said section）, by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails, by means of a prospectus or oral communication, which includes an untrue statement of a material fact or omits to state a material fact necessary in order to make the statements, in the light of the circumstances under which

或通訊方法或工具或郵件，或以公開說明書或口頭說明之方式，要約或販賣證券，其內容包含重大事實的不實陳述或隱瞞任何在當時情況需陳述才不致造成誤導的重大事實者，應對向其購買證券之人負損害賠償責任。損害賠償的金額則依投資人是否仍持有證券區分以下兩種情況：

一、投資人仍持有證券：買入該證券支付的對價及利息扣除因該證券所獲利益，原告並應返還該證券。

二、投資人已賣出證券：原告可請求損害賠償，即買價高於賣價部分的差額損失，但應扣除該證券所孳生的所得[297]。

Section 12（b）規定，如出賣人證明損害係由於其他因素所造成者，該部分損失不得請求損害賠償。

第三款　1933 年證券法 Section 11 及 Section 12 適用範圍及請求權人

1933 年證券法 Section 11 與 Section 12 的適用範圍不同，Section 11 係針對發行已註冊有價證券（registered security）之發行人於註冊文件不實時所為之規範，且按照法條文義，僅限因註冊文件不實才能適用本條；Section 12 的規範則涵蓋已註冊或未註冊有價證券的公開說明書（包括銷售文件）或口頭陳述，但損害賠償責任主體僅限於購買證券之人的契約相對人[298]。

至於 1933 年證券法 Section 11 與 Section 12 之適格請求權人，在 1995 年以前，美國司法實務傾向認為 1933 年證券法 Section 11、Section 12 雖原則上係保護發行市場，但若非於發行市場買入證券之投資人可以依追蹤理

---

they were made, not misleading （the purchaser not knowing of such untruth or omission）, and who shall not sustain the burden of proof that he did not know, and in the exercise of reasonable care could not have known, of such untruth or omission, shall be liable, subject to subsection （b）, to the person purchasing such security from him, who may sue either at law or in equity in any court of competent jurisdiction, to recover the consideration paid for such security with interest thereon, less the amount of any income received thereon, upon the tender of such security, or for damages if he no longer owns the security.

[297] 賴英照，同註 1，頁 783。

[298] *Supra* note 292, at 565（footnote27）.（“The most important difference between the two sections, is the strict privity requirement of section 12（2）, which permits a buyer to sue only his immediate seller. Section 11 has no such requirement, but is restricted, on the other hand, to purchasers of registered securities, whereas section 12（2） is available to the purchaser of any security, whether registered or not.”）

論證明其所購入者係屬當次（公開說明書具不實資訊）發行之證券，且其買進係因為信賴發行人發行當時所公布之不實資訊，亦可請求損害賠償[299]。然於 1995 年 Gustafson v. Alloyd Co., Inc 案[300]後，司法實務逐漸傾向認為非於發行市場買進之投資人，將不受 1933 年證券法之保護[301]，將 1933 年證券法 Section 11、Section 12 適格請求權人之範圍限縮於發行市場中買入證券之投資人。

第四款　1934 年證券交易法 Section 10（b）

1934 年證券交易法 Section 10（b）包括發行市場與交易市場的詐欺行為，適用範圍較廣，美國聯邦最高法院在 1983 年的 Herman & MacLean v. Huddleston 案[302]中表示，符合 1933 年證券法 Section 11 與 Section 12（a）（2）要件之案件，投資人亦可主張 1934 年證券交易法之適用[303]。換言之，投資人有權選擇適用之法條，當然所得之救濟也會因此有所不同。應注意者，1934 年證券交易法 Section 10（b）僅適用於被告具有至少間接故意（scienter）而為證券詐欺的情景，但 1933 年證券法 Section 11 及 Section 12 則可包含被告的過失（negligence）詐欺行為[304]。

---

[299] 林仁光，論老股承銷公開說明書不實記載之民事責任是否有證券交易法第三十二條之適用，法令月刊，第 55 卷第 8 期，頁 55-56，2004 年。

[300] Gustafson v. Alloyd Co., Inc., 513 U.S. 561（Supreme Court of the United States, 1995）.

[301] 林仁光，同註 299，頁 56。

[302] Herman & MacLean v. Huddleston, 459 U.S. 375（Supreme Court of the United States, 1983）.

[303] *Id*.（"Accordingly, we hold that the availability of an express remedy under Section 11 of the 1933 Act does not preclude defrauded purchasers of registered securities from maintaining an action under Section 10（b） of the 1934 Act. To this extent the judgment of the court of appeals is affirmed."）；另可參考賴英照，同註 1，頁 760。

[304] 較詳細討論可參：Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185（Supreme Court of the United States, 1976）。

表 3-6 美國法下資訊不實之民事賠償責任比較表[305]

	1933 年證券法		1934 年證券交易法	
條號	**第 11 條**	**第 12（a）（2）條**	**第 10（b）條**	**第 18 條**
行為類型	申報書不實（包括公開說明書）	銷售文件或口頭陳述不實	反詐欺條款	申報文件不實
賠償權利人	有價證券買受人	有價證券買受人	有價證券買受人或出買人	有價證券買受人或出賣人
賠償義務人	發行人、董事、承銷商、專家、控制人	有價證券之出賣人，或為自己或出賣人利益勸誘他人買進者	對不實陳述之內容或公布方法具有最終控制權之人	製作或使人製作不實申報文件者
主觀歸責要件	原告無須證明；發行人為絕對責任，其餘義務人為推定過失責任	原告無須證明；推定過失責任	原告應證明被告有故意或未必故意	原告無須證明；司法實務認為接近故意責任
主觀歸責要件之免責抗辯事由	吹哨者抗辯；盡職抗辯	合理注意	無	善意不知情
交易因果關係	原告無須證明	原告無須證明	依對市場詐欺理論推定交易因果關係	原告應證明確實閱讀且信賴申報文件
損失因果關係	原告無須證明，但被告可抗辯係因其他因素導致股價下跌	原告無須證明，但被告可抗辯係因其他因素導致股價下跌	原告應證明	原告應證明
損害賠償	買價－起訴時有價證券的市場價格／賣價。	原告返還有價證券，被告返還原告買入有價證券的價額加計利息，扣除因該有價證	毛損益法：買價－起訴時有價證券的市場價格／賣價；淨損益法：買價－真實價	採取第 18 條之案例極少，有司法實務採用與第 10（b）條相同的計算方式[306]。

[305] 朱德芳，證券交易法下資訊不實案件董監事民事責任之免責抗辯事由，載：財經法新課題與新趨勢（二），頁 209-210，2015 年 12 月。

[306] *See* Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, Liabilities Under The Federal Securities Laws, 138, https://www.wlrk.com/docs/OutlineofSecuritiesLawLiabilities2014.pdf （"Remedies under § 18 are limited to damages by the terms of the statute. Sta-Rite Indus., Inc. v. Nortek, Inc., 494 F. Supp. 358, 362 n.1 （E.D. Wis. 1980）. But § 18 does not specify how damages are to be measured, and cases on the subject are rare. One case, Harris v. Am. Inv. Co., 523 F.2d 220, 224 n.3 （8th Cir. 1975）, has applied the measure of damages under Rule 10b-5 to § 18."）

	1933 年證券法		1934 年證券交易法	
條號	第 11 條	第 12（a）（2）條	第 10（b）條	第 18 條
		券所獲利益；相當於契約解除後回復原狀的賠償金額。	值。	

出處：財經法新課題與新趨勢（二）

第二項 法院判決

第一款、 涉及 Section 11 之案件

一、 In re Countrywide Fin. Corp. Sec. Litigation（2008）[307]

法院指出，Section 11 的損害賠償金額，依投資人是否賣出證券以及何時賣出證券，可分為以下幾種類型：

1. 原告買入有價證券，於起訴前及訴訟中尚未賣出：以「原告買入有價證券之價格（不超過有價證券公開發行之價格）」與「起訴時該有價證券價值」之差額，為投資人之損害。
2. 原告買入有價證券，起訴前已賣出者：以「原告買入有價證券之價格（不超過有價證券公開發行之價格）」與「該有價證券於市場賣出之價格」間之差額，為投資人之損害。

在前兩種類型下，不論系爭證券於起訴日後股價是否漲跌，該漲跌均不在損害賠償的計算範圍內[308]。

3. 起訴後判決前賣出該證券者：以以下計算出的損害賠償金額較少者，作為投資人之損害：

(1). 以「原告買入有價證券之價格（不超過有價證券公開發行之價格）」與「起訴時該有價證券價值」之差額，為投資人之損害。

[307] In re Countrywide Fin. Corp. Sec. Litig., 588 F. Supp. 2d 1132 （C.D. Cal. 2008）

[308] *Id*., at 1167–1168.（Where a security is sold before suit or held through judgment. Section 11 presumptive damages are the difference between the amount paid for the security and either （1） the security's value at the time of suit （if it is still held at the time of suit） or （2） the price at which the security was sold （if it was sold before suit）. This is so whether the price of the security rises or falls after the date of suit; the subsequent rise or fall is not part of the measure of damages.）

(2). 以「原告買入有價證券之價格（不超過有價證券公開發行之價格）」與「該有價證券於市場賣出之價格」間之差額，為投資人之損害。

這種類型下，原告在起訴後、審判前仍持有證券，可能會享有股價上升的利益，但亦可能受到股價下跌之影響[309]。

法院認為原告依 Section 11 起訴請求損害賠償，仍需限於原告確實受有損害（type of injury）才能獲得賠償[310]，亦即原告因證券詐欺而受到應賠償的經濟上損失[311]。此點雖無法律明文規定，但為司法實務發展結果。故法院認為，原告應證明原告買入有價證券之價格低於起訴時該有價證券價值或該有價證券於市場賣出之價格[312]。

應特別說明的是，本案法院將依照 Section 11 規定計算出來的損害賠償金額稱之為「推定的損害賠償金額（presumptive damages）」，這是因為 Section 11（e）允許被告舉證證明前述運算下的金額，有一部或全部並非因公開說明書不實所致，法院得據以調整原告之損害賠償金額[313]。

---

[309] *Id*.（Where a security is sold after suit but before judgment. A plaintiff may hold the security at the time of suit and sell before judgment. In this situation, the plaintiff's recovery is limited to the lesser of （1） the ordinary damages measure described above or （2） the difference between the purchase and sale price. Thus, a plaintiff who holds a security during litigation can capture price increases during litigation but is not protected against declines.）

[310] *Id*.（Nevertheless, courts appropriately find a complaint deficient under § 11 when it fails to "plead facts demonstrating that he suffered the particular type of injury contemplated by the statute." In re Mutual Funds Investment Litigation, 384 F.Supp.2d 845 （D.Md.2005） *1168 （citing Metz v. United Counties Bancorp, 61 F.Supp.2d 364, 378 （D.N.J.1999））. The "type of injury" the statute contemplates is a decline in investment value due to materially false or misleading information in the registration statement.）

[311] *Id*.（Namely, whether a plaintiff suffered a compensable economic loss on the securities.）

[312] *Id*., at 1169–70. （"A plaintiff is required （1） to allege that he purchased the relevant securities; and （2） to allege facts creating the reasonable inference that the value of the securities on the presumptive damages date—that is, either the value at the time plaintiff sold the securities; or the value at the time of suit, if the plaintiff still holds the securities—is *less* than the purchase price."）

[313] *Id*., at1167.（The court deemed that "Section 11（e） provides a formula for measuring presumptive damages or loss. 15 U.S.C. § 77k（e）. These damages are "presumptive" because they are subject to a proviso creating an affirmative loss causation defense……."）

二、 In re Cendant Corp. Litigation[314]

本案中，聯邦第三巡迴法院指出，雖然依 Section 11 起訴的案件其損害賠償計算方式較為簡單，原告買入股票的價格減去起訴時股票的價格即為原告的每股損害賠償額。然而，被告可舉證證明前述計算下的損害賠償金額之一部或全部非因公開說明書不實所致，並據此調整原告之損害賠償金額，也因此，法院稱本條之適用仍是「財務專家的戰場」[315]。

法院認為，1933 年證券法 section 11 與 1934 年證券交易法 section 10（b）的差異僅在於，Section 11 的案件，係由被告負推翻原告依該條推算的損害賠償金額。

第二款、 涉及 Section 12 案件分析

一、 Wigand v. Flo-Tek, Inc.[316]

本案中，聯邦第二巡迴法院指出，依 Section 12（2），若原告仍持有證券，則原告僅能行使契約解除權並回復原狀，而不能主張損害賠償；若原告賣出證券，則僅能請求損害賠償[317]，換言之，在 Section 12（2）下，原告無法選擇救濟的方式[318]。法院認為，應以原告起訴時是否持有證券判斷應採用前述何種救濟[319]。至於契約解除係為使雙方當事人回復原狀，僅能發生在原告返還其買入證券的情況下，故請求解除契約含有默式請求被告買回證券之要約[320]。

---

[314] In re Cendant Corp. Litig., 264 F.3d 201 （3d Cir. 2001）.

[315] *Id*., at 249. （Although § 11 claimants could at the outset calculate their damages rather simply （by subtracting the price of the stock at the time the lawsuit was brought from the amount that they paid for the stock, see 15 U.S.C. § 77k（e））, the defendant can counter this calculation by showing that any or all of this difference in stock price was caused by something other than the fraud, see id. Thus, on a § 11 claim there would still be a "battle of the damage experts".）

[316] Wigand v. Flo-Tek, Inc., 609 F.2d 1028 （United States Court of Appeals, Second Circuit, 1979）.

[317] *Id*., at 1035.（Section 12（2） is explicit in allowing the plaintiff no choice of remedy. If plaintiff owns the stock, he is entitled to rescission but not damages. If plaintiff no longer owns the stock, he is entitled to damages but not rescission.）

[318] *Id*.（Section 12（2） is explicit in allowing the plaintiff no choice of remedy.）

[319] *Id*.（The proper time to make the choice between the two types of relief afforded by section 12（2） is at the time the complaint is filed.）

[320] *Id*.（The statutory right to rescission under section 12（2） is conditioned on the plaintiff being in possession of the securities. The meaning of rescission is an exchange meant to put the parties in a status

本案中，因原告於起訴時仍持有被告公司 25,000 股的股票，因此原告僅能請求返還其買入該 25,000 股所支付之對價加計利息，原告並應返還證券予被告。

二、 Federal Housing Finance Agency for Federal National Mortgage Association v. Nomura Holding America, Inc.[321]

本案中，聯邦第二巡迴法院指出，1933 年證券法 Section 12 賦予兩種互斥的救濟類型，若原告在起訴時持有證券，則本條賦予原告契約解除—即原告應返還證券予被告，而被告應退還原告買入債權憑證（certificate）之價金加計遲延利息（prejudgment interest），並扣除因該債權憑證所獲得之利益（income）[322]。法院指出，遲延利息應按債權憑證上所載之票面利息為計算依據。

三、 Randall v. Loftsgaarden[323]

本案中，聯邦最高法院認為，Section 12 案件中，租稅利益（tax benefits）不應被認為係屬於原告因持有證券所獲之收入（income），因此，無須自被告應返還原告的支付對價（consideration）中扣減[324]。

法院指出，租稅利益與因擁有證券而受有現金或財產的給付有所不同（例如股票股息或股利、債券的利息或有限合夥的合夥資本利得），受有租

---

quo. Obviously rescission can only take place if the plaintiff gives back the stock he has received, and therefore a demand for rescission contains an implicit offer to tender, sufficient to satisfy the statute.）

[321] Federal Housing Finance Agency for Federal National Mortgage Association v. Nomura Holding America, Inc., 873 F.3d 85（2d Cir. 2017）.

[322] *Id*., at 559.（Under Section 12（a）（2）, once a prima facie case is made out, the plaintiff is entitled "to recover the consideration paid for [the] security with interest thereon, less the amount of any income received thereon, upon the tender of such security, or for damages if he no longer owns the security." In other words, where a plaintiff still owns the security, its remedy is rescission. Under the rescissory measure of damages, FHFA would be entitled to a return of the consideration paid for the Certificates, plus prejudgment interest, less any income received on the Certificates. The amounts of the consideration paid and the income received on the Certificates are not in dispute.）

[323] Randall v. Loftsgaarden, 478 U.S. 647（1986）.

[324] *Id*., at 659.（We also reject, as did the Court of Appeals, respondents' alternative contention that tax benefits constitute "a return of, or a reduction in, 'consideration.' "）

稅扣減的利益本身不是可課稅事件，蓋投資人未收受符合國內稅法定義的任何金錢或收入[325]，且被告亦無法自 Section 12 的立法背景建構國會有意將租稅利益定義為所獲之收入[326]，故法院認為租稅利益不屬於原告因持有證券所獲之收入。

再者，支付對價應係指投資人用以交換有價證券的金錢或財產，法院認為任何自支付對價之抵銷，應限於將金錢或財產返還給投資人的明確情形[327]。

本案中，投資人以金錢交換合夥關係的利益（interest），並非交換稅收減少的租稅利益，故投資人因納稅額減少而獲得的租稅利益不構成對價的返還，亦非投資人因持有證券所獲收入，故不得自損害賠償額中扣除[328]。

第三項 評析

第一款 公開說明書不實若適用 1933 年證券法 Section 11 及 Section 12，原則上採用毛損益法

依美國司法實務，公開說明書不實時，符合 1933 年證券法 Section 11 與 Section 12（a）（2）要件之案件，投資人亦可主張適用 1934 年證券交易法。投資人若主張適用 1934 年 Section 10（b），則損害賠償之計算方式，司法實務多採用淨損差額法；投資人若主張應適用 1933 年證券法 Section 11 與 Section 12（a）（2），則應依相關條文之規定，計算損害賠償。

---

[325] *Id*., at 657. （Unlike payments in cash or property received by virtue of ownership of a security—such as distributions or dividends on stock, interest on bonds, or a limited partner's distributive share of the partnership's capital gains or profits—the "receipt" of tax deductions or credits is not itself a taxable event, for the investor has received no money or other "income" within the meaning of the Internal Revenue Code.）

[326] *Id*.（Respondents have produced no specific evidence from the sparse legislative history of § 12（2）to establish that Congress intended tax benefits to be treated as "income received."）

[327] *Id*., at 660.（And, in view of the express offset for "income received," we think any implicit offset for a return of consideration must be confined to the clear case in which such money or property is returned to the investor.）

[328] *Id*.（Accordingly, we hold that § 12（2） does not authorize an offset of tax benefits received by a defrauded investor against the investor's rescissory recovery, either as "income received" or as a return of "consideration," and that this is so whether or not the security in question is classified as a tax shelter.）

1933 年證券法 Section 11 依投資人是否與何時賣出系爭證券，分別規定計算投資人所受損害之方法：

1. 投資人若於起訴前賣出證券，則投資人所受損害為投資人實際買賣證券之差額；
2. 投資人若於判決後仍未賣出證券，則以投資人起訴時證券的市價作為擬制賣價，投資人所受損害為實際買價與起訴時證券市價之差額；
3. 投資人若於起訴後、判決前賣出證券，則以實際買價與賣價間之差額，或實際買價與起訴時證券市價之差額取其低者，作為投資人所受損害。

1933 年證券法 Section 12（a）（2）依投資人於起訴時是否仍持有證券，分別規定投資人之救濟方式如下：

1. 投資人若於起訴時仍持有證券，投資人得請求被告返還投資人實際買入證券的金額加計利息，但應扣除持有股票所獲利益，投資人並應返還證券予被告。
2. 投資人若於起訴時已賣出證券，則投資人得請求損害賠償。

Section 12（a）（2）規定投資人須返還被告證券，被告則返還投資人實際買入證券價格，實為契約法上回復原狀法理的明文化規定。Section 11 則係使被告返還投資人買入證券價格與實際或擬制賣出證券價格間之差額，本質上亦屬於回復原狀的體現。Section 11 與 Section 12（a）（2）的規範似乎都採用毛損益法[329]。

然 Section 11、Section12 在司法實務中，法院稱依規定計算出來的金額為「推定的損害賠償」，法院多認為，被告可舉證證明依法律規定計算出來的金額之一部或全部，非因公開說明書不實所致，並據此調整原告之損

[329] 賴英照，同註 1，頁 783。

害賠償金額。本研究認為，美國法下公開說明書不實之損害賠償計算方式，原則上採毛損益法，但會以淨損差額法之精神調整投資人之受償數額。

表 3-7 Section 11 與 Section 12（a）（2）比較表

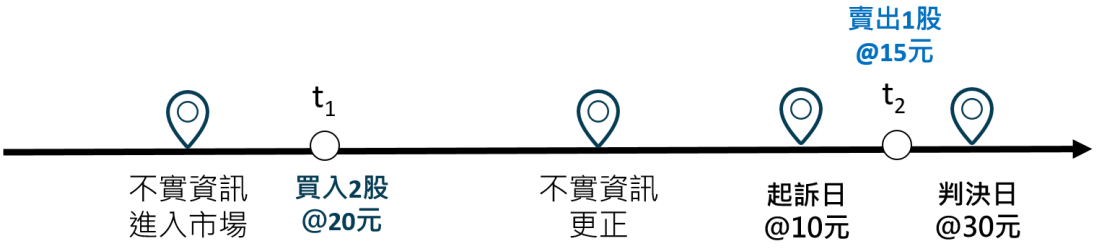
	Section 11	Section12（a）（2）
起訴時持有證券，判決後仍未售出	買價－起訴時有價證券的市場價值（價格）	原告返還有價證券，被告返還原澳買入有價證券的價額加計利息，扣除因該有價證券所獲利益。
起訴前已賣出證券	買價－賣價	損害賠償： 相當於契約解除後回復原狀的賠償金額。
起訴時持有證券，判決前售出	下列方法取其低者： (1) 買價－起訴時有價證券的市場價值； (2) 買價－賣價	損害賠償： 相當於契約解除後回復原狀的賠償金額。

出處：研究團隊製作

第二款 1933 年證券法 Section 11 操作說明

假設原告在 t_1 以每股 20 元買入 2 股、t_2 以每股 15 元賣出 1 股，在判決日仍持有 1 股。原告起訴時，該證券的市價為每股 10 元；判決時，該證券的市價為每股 30 元。

圖 3-14 美國 1933 年證券法 Section 11 操作釋例



出處：研究團隊製作

原告可獲得之救濟分為兩種情況分析：

1. 起訴日後、判決日前賣出者：

以實際買價與賣價間之差額或實際買價與起訴時證券市價之差額取其低者為投資人所受損害。實際買價與賣價間之差額為：20－15＝5 元；實際買價與擬制賣價間之差額為:20－10＝10 元。故投資人所受損害為 5 元。

2. 判決日後仍持有者：

以買價－起訴時有價證券價格計算投資人所受損害。故投資人所受損害為 20－10＝10 元。惟應注意者，投資人以 Section11 求償時仍須受到實際損害的限制。因判決日的股價高於投資人實際買入證券價格，假如原告賣出證券即無任何實際經濟上損害，故原告此部分所受損害為 0 元。

第四節 操縱行為

第一項 法規

美國對於操縱行為的規範散見於 1934 年證券交易法 Section 9、Section 10（b）、Section 15（c）以及 1933 年證券法 Section 17（a）[330]。其中，又以 1934 年證券交易法 Section 9、Section10（b）較常被適用與討論。

根據 1934 年證券交易法 Section 9（a）之規定[331]，任何人不得直接或間接利用郵政或州際通商工具或媒介，或全國性證券交易所之設備，或為全國性證券交易所之會員，對於在全國性證券交易所登記、未登記的證券或證券交換合約，為沖洗買賣、相對委託[332]、連續交易[333]或散布不實資訊以影響證券價格進而誘使他人買賣特定證券[334]。Section 9（f）規定，任何

---

330 賴英照，同註 1，頁 511。

331 本條完整中文翻譯，請參見賴英照，同註 1，頁 512-513。美國證券法於 2010 年修法後翻譯，請參見胡韶雯，連續交易炒作之過去、現在與未來－美國法之啟示，臺灣財經法學論叢，第 2 卷第 1 期，頁 305，2020 年。

332 15 U.S. Code § 78i - Manipulation of security prices （1934 section 9）

（a） Transactions relating to purchase or sale of security

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange—

（1） For the purpose of creating a false or misleading appearance of active trading **in any security** other than a government security, or a false or misleading appearance with respect to the market for any such security, （A） to effect any transaction in such security which involves no change in the beneficial ownership thereof, or （B） to enter an order or orders for the purchase of such security with the knowledge that an order or orders of substantially the same size, at substantially the same time, and at substantially the same price, for the sale of any such security, has been or will be entered by or for the same or different parties, or （C） to enter any order or orders for the sale of any such security with the knowledge that an order or orders of substantially the same size, at substantially the same time, and at substantially the same price, for the purchase of such security, has been or will be entered by or for the same or different parties.

333 15 U.S. Code § 78i - Manipulation of security prices （1934 section 9）

（2） To effect, alone or with 1 or more other persons, a series of transactions **in any security registered on a national securities exchange, any security not so registered**, or in connection with any security-based swap or security-based swap agreement with respect to such security creating actual or apparent active trading in such security, or raising or depressing the price of such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others.

334 15 U.S. Code § 78i - Manipulation of security prices （1934 section 9）

（3） If a dealer, broker, security-based swap dealer, major security-based swap participant, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, a security-based swap, or a security-based swap agreement with respect to such security, to induce the purchase or sale **of any security registered on a national securities exchange, any security not so registered**, any security-based swap, or any security-based swap agreement with respect to such security by the circulation or dissemination in the ordinary course of business of information to the effect that the price of any such security will or is likely to rise or fall because of market operations of any 1 or more persons conducted for the purpose of raising or depressing the price of such security.

人違反 Section 9（a）、（b）、（c）之規定，須對以受操縱行為影響之價格買賣證券而受到損害之人，負損害賠償責任[335]。損害賠償範圍包含訴訟成本、相關合理費用及律師費[336]。論者認為，Section 9 之規定可謂我國證券交易法第 155 條之濫觴[337]。

Section 10（b）則係禁止任何人以任何操縱或詐欺的方法買賣證券，本條可概括所有的詐欺與操縱事件，其適用範圍較 Section 9 更廣[338]。Section 9 就操縱市場的態樣與違反的法律效果雖有較明確的規範，然而司法實務仍傾向於操縱市場案件中適用 Section 10(b)。究其原因，美國學者有認為，Section 9 要求原告應證明被告具「引誘他人買賣證券」或「製造錯誤或誤

（4） If a dealer, broker, security-based swap dealer, major security-based swap participant, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, a security-based swap, or security-based swap agreement with respect to such security, to make, **regarding any security registered on a national securities exchange, any security not so registered, any security-based swap**, or any security-based swap agreement with respect to such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security, such security-based swap, or such security-based swap agreement any statement which was at the time and in the light of the circumstances under which it was made, false or misleading with respect to any material fact, and which that person knew or had reasonable ground to believe was so false or misleading.

（5） For a consideration, received directly or indirectly from a broker, dealer, security-based swap dealer, major security-based swap participant, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, a security-based swap, or security-based swap agreement **with respect to such security, to induce the purchase of any security registered on a national securities exchange, any security not so registered, any security-based swap**, or any security-based swap agreement with respect to such security by the circulation or dissemination of information to the effect that the price of any such security will or is likely to rise or fall because of the market operations of any 1 or more persons conducted for the purpose of raising or depressing the price of such security.

[335] 15 U.S. Code § 78i - Manipulation of security prices （1934 section 9）

（f）Persons liable; suits at law or in equity

Any person who willfully participates in any act or transaction in violation of subsections （a）, （b）, or （c） of this section, shall be liable to any person who shall purchase or sell any security at a price which was affected by such act or transaction, and the person so injured may sue in law or in equity in any court of competent jurisdiction to recover the damages sustained as a result of any such act or transaction. In any such suit the court may, in its discretion, require an undertaking for the payment of the costs of such suit, and assess reasonable costs, including reasonable attorneys' fees, against either party litigant. Every person who becomes liable to make any payment under this subsection may recover contribution as in cases of contract from any person who, if joined in the original suit, would have been liable to make the same payment. No action shall be maintained to enforce any liability created under this section, unless brought within one year after the discovery of the facts constituting the violation and within three years after such violation.

[336] 15 U.S. Code § 78i - Manipulation of security prices （1934 section 9）

（f）Persons liable; suits at law or in equity

In any such suit the court may, in its discretion, require an undertaking for the payment of the costs of such suit, and assess reasonable costs, including reasonable attorneys' fees, against either party litigant.

[337] 莊永丞，論證券價格操縱行為之規範理論基礎－從行為人散布流言或不實資料之操縱行為開展，東吳法律學報，第 20 卷第 1 期，頁 171-172，2008 年。

[338] 莊永丞，同前註，頁 172。

導表象」的特定意圖，對此，原告通常難以舉證證明[339]。學者亦有認為，1934 年證交法 Section 9 於 2010 年修法前，僅適用於在全國性證券交易所登記之有價證券（any security registered on a national securities exchange）之交易（相當於我國集中市場的交易[340]），排除店頭市場股價操縱案件的適用[341]，換言之，Section 9 可適用的案件範圍較為侷限[342]。再者，美國主要的股票買賣渠道－那斯達克（Nasdaq）證券交易所直到 2006 年才成為全國性證券交易所[343]，亦使大多數的證券交易無法落入 Section 9 的適用範圍。

基於前揭因素，儘管 Section 9（a）的文字與操縱市場案件明顯較為相關，但因 Section 9（a）的構成要件較為嚴格，故司法實務上原告仍多主張被告操縱行為構成 Section 10（b），也因此，Section 9（a）的司法實務發展有限。與此同時，法院於操縱案件適用 Section 10（b）時，仍會以 Section 9 作為是否構成操縱行為態樣之判斷依據，並將 Section 9 視為立法傾向透過證交法禁止之行為的指引[344]。因此，雖然 Section 9（a）在操縱行為的案件中多會被引用，但也僅止於有關是否構成操縱行為態樣的討論，其他方面的討論則十分有限[345]。

是故，本節以下將聚焦 Section 10（b）於操縱行為下之分析。

---

339 Tara E. Levenst, *Too Fast, Too Frequent? High-Frequency Trading and Securities Class Actions*, 82 U. Chi. L. Rev. 1511, 1516-1517 （2015）.

340 故學者謂 1934 年證券交易法第 9 條禁止操縱的規定僅適用於集中交易市場。可參賴英照，同註 1，頁 511。

341 Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten & Gabriel Rauterberg, *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, 35 Yale J. Reg. 67, 117（2018）.（"The principal reason is that, until 2010, § 9（a）（2）was only applicable to alleged manipulations involving exchange traded securities. This made it inapplicable to most open market manipulations for two reasons. First, stocks that trade on exchanges tend to be traded in large volume and be highly liquid, whereas open market manipulation is much more likely to move price significantly with more thinly traded over-the-counter stocks. So, for most of § 9（a）（2）'s history, the lower float, lower volume securities most likely to be the victim of a market manipulation were outside its reach."）

342 胡韶雯，同註 331，頁 305。

343 Fox, Glosten & Rauterberg, *supra* note 341.（"Second, Nasdaq- a principal trading venue for stocks- did not even become an exchange until 2006."）

344 Levenst, *supra* note 339, at 1517.

345 Fox, Glosten & Rauterberg, *supra* note 341.（"[W]hen plaintiffs allege a manipulative scheme in violation of both § 9（a）（2） and § 10（b）, courts generally gravitate toward analysis of the latter statute. Notwithstanding these few cases, the overall historical record shows that § 9（a）（2） has played only a minimal role in the development of manipulation jurisprudence in securities law, despite the obvious relevance of its language."）

第二項 法院判決

一、Section 10（b）下操縱行為的內涵

操縱行為案例中，原告主張被告以操縱手段進行證券詐欺，進而違反Section 10（b）的案例中，美國司法實務普遍認為，原告應就下列事項負舉證責任[346]：（1）被告實行操縱行為；（2）原告受有損害；（3）損害的發生係因原告信賴效率市場未被操控所致;（4）被告具備主觀故意（間接故意）;（5）操縱行為與買賣證券相關；（6）被告之操縱行為，係透過郵政或任何全國性證券交易所進行之。

前述要件中，有關原告損失與操縱行為間之因果關係，司法實務傾向不區分原告之主張係屬於 Section 10（b）的詐欺案件或操縱行為案件，一律採用對市場詐欺理論，推定因果關係之存在[347]。

由於 Section 10（b）並無明確規定操縱行為的內涵，司法實務對於操縱行為是否應該要以不實陳述或漏未告知重要事實作為操縱行為之構成要件[348]，即產生爭議。

例如 GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt 一案[349]中，法院認為不論被告是否透過詐欺的交易行為或詐欺的陳述達到操縱市場的結果，Section 10（b）的構成要件之一為不實資訊因此被注入市場[350]，是故僅證明被告具有操縱

---

[346] ATSI Communications, Inc. v. Shaar Fund, Ltd., 493 F.3d 87（Second Circuit, 2007）.（The court decided that " [m]arket manipulation in violation of federal securities laws prohibiting fraud requires a plaintiff to allege （1） manipulative acts; （2） damage （3） caused by reliance on an assumption of an efficient market free of manipulation; （4） scienter; （5） in connection with the purchase or sale of securities;（6）furthered by the defendant's use of the mails or any facility of a national securities exchange." ）; Hudson Bay Master Fund Ltd. v. Patriot National, Inc., 309 F.Supp.3d 100 （United States District Court, S.D. New York, 2018）; Louisiana Pac. Corp. v. Merrill Lynch & Co., 571 F. App'x 8, 10 （2d Cir. 2014）.

[347] Charles R. Korsmo, *Mismatch: The Misuse of Market Efficiency in Market Manipulation Class Actions*, 52 Wm. & Mary L. Rev. 1111, 1111（2011）.（"Plaintiffs commonly bring two distinct types of claims under section 10（b） of the Securities Exchange Act of 1934: （1） claims of material misrepresentations or omissions, and （2） claims of tradebased market manipulation. Despite the distinctive features of the two types of claims, courts have tended to treat them identically when applying the "fraud on the market" doctrine. In particular, courts have required both types of plaintiffs to make identical showings that the relevant security was traded in an "efficient market" in order to gain a presumption of reliance."）

[348] 賴英照，同註 1，頁 580。

[349] GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt, 272 F.3d 189 （3d Cir. 2001）.

[350] *Id*., at 205.

意圖不夠充分，尚須證明該操縱行為將不實資訊注入市場。此派實務見解認為，操縱一詞應以不實陳述或漏未告知重要事實為構成要件[351]。然另有學說見解認為，操縱行為既經法律明定為不法行為，即自成獨立的犯罪類型，故不必以詐欺為構成要件[352]。例如在 Securities and Exchange Commission v Masri 一案[353]，法院即認為，意圖提高或壓低市場價格，其行為即屬於不法行為[354]。

二、 損害賠償

美國司法實務中，涉及操縱行為案件進入民事程序者很少[355]，案件中涉及操縱行為損害賠償計算者更為罕見，學者論著也多半聚焦構成要件的分析，對於損害賠償相關議題亦著墨甚少。在極為有限的資料中，本研究僅能透過以下一件非典型案例的介紹，略為窺見美國司法實務對於操縱行為損害賠償之見解。

In re Adler, Coleman Clearing Corp.一案中[356]，DiPrimo 公司進行操縱行為違反證交法，本案被告 Gurian 為 DiPrimo 公司的實際控制人。原告 Adler 公司係一證券公司，因被告操縱行為而導致投資失利進而破產，且已進入清算程序，由本案原告的破產管理人提出本件訴訟，主張被告為 DiPrimo 之實際控制人，依 1934 年證交法 Section 20（a）有關實質控制人責任之規定[357]，以及揭穿公司面紗原則，請求被告負違反 Section 10（b）的連帶損

---

[351] 賴英照，同註 1，頁 580。

[352] 賴英照，同註 1，頁 581。

[353] Securities and Exchange Commission v Masri, 523 F Supp 2d 361 （SDNY 2007）.

[354] *Id*, at 368. （The court stating that a trader's transactions "become unlawful only when they are made for the purpose of raising or depressing the market price"）.

[355] Levenst, *supra* note 339, at 1517.（The author mentioned that "[i]n addition to allegations of fraudulent misrepresentation, plaintiffs may also bring market manipulation claims under§ 10（b）. Such claims have received "curiously little attention" from plaintiffs, prosecutors, and courts."）

[356] In re Adler, Coleman Clearing Corp., 469 F.Supp.2d 112 （United States District Court, S.D. New York., 2007）.

[357] 15 U.S.C.A. § 78t; Securities Exchange Act of 1934, §20（a）

(a) Joint and several liability; good faith defense

Every person who, directly or indirectly, controls any person liable under any provision of this chapter or of any rule or regulation thereunder shall also be liable jointly and severally with and to the same

害賠償責任。

法院認為被告 Gurian 實質控制 DiPrimo，DiPrimo 確實違反 Section 10（b）的市場操縱行為，且原告亦證明被告知悉或參與 DiPrimo 的操縱計畫，具有操縱的主觀故意（scienter），被告作為實際控制人應負損害賠償責任。

原告提出專家報告證明 Adler 公司因 DiPrimo 之不法行為所致的損害金額。該專家計算出 Adler 以下損失：其一，為 Adler 因倒閉而生的花費與負債；其二，為 Adler 因倒閉而導致被訴追之金額[358]。該專家報告認為 Adler 公司的損失保守估計為 5,000 萬美元，也因此原告請求被告支付 5,000 萬美元的損害賠償額[359]。被告 Gurian 則未提出專家分析以挑戰原告的主張。經法院實際檢驗原告出具之專家報告，法院認為該專家報告的計算方法係計算本案 Adler 公司所受損害的適當方法[360]，法院依靠自身對於該專家報告正確性與可信賴度的評估，綜合前述事實之討論，認定原告已提出充分獨立且不具爭議性的證據以建構本案的損害額[361]。故法院判令被告應負 5,000 萬美元的損害賠償責任。

---

extent as such controlled person to any person to whom such controlled person is liable （including to the Commission in any action brought under paragraph （1） or （3） of section 78u（d） of this title）, unless the controlling person acted in good faith and did not directly or indirectly induce the act or acts constituting the violation or cause of action.

[358] *Supra* note 356.（The court mentioned that "[t]o establish the damages Adler suffered as a result of DiPrimo's unlawful conduct, the Trustee submits a report prepared in November, 1996 by John P. Norris of Peterson Consulting LLC （the "Norris Report"）. The Norris Report employed two methods to calculate Adler's losses attributed to Hanover's collapse under the market pressures of the short selling of Hanover House Stocks in late February 1995. The first analysis was based on expenses and liabilities that the Adler estate incurred by reason of being driven out of business. The second evaluation examined and tallied various major claims made against the Adler estate arising from Adler's demise."）

[359] *Id.*（"Under both calculations the Norris Report concluded that a conservative estimate of Adler's losses exceeded approximately $50 million. The Trustee thus seeks a judgment of $50 million against Gurian in this action as damages attributable to Gurian under § 20（a） for using his control of DiPrimo to commit fraud in violation of the federal securities laws."）

[360] *Id*., at 129.（The court stated that "[f]irst, the Court has examined the Norris Report and finds that its methodology and calculations constitute appropriate means for calculating the damages incurred by the Adler estate as a consequence of Hanover's failure."）

[361] *Id*.（The court stated that "[t]he Court relies on its own assessment of the accuracy and reliability of this expert analysis, combined with the conclusions reached above in determining that the Trustee has provided sufficient independent and uncontroverted evidence to establish a primary violation by DiPrimo of § 10（b） and Rule 10b–5, as well as the resulting losses."）

第三項 評析

美國司法實務中，涉及操縱行為案件進入民事程序且判決中論及損害賠償計算者極為罕見，學者論著也多半聚焦構成要件的分析，對於損害賠償相關議題著墨甚少。在少數涉及操縱行為的案件中，法院多半適用 Section 10（b）而非 Section 9。

在美國司法實務對於財報不實與操縱行為均採用 Section 10（b）的情況下，目前尚無足夠的資料可得出，美國法院在操縱行為損害賠償案件中，採用不同於財報不實案件的標準。雖然本節所分析的唯一案例 In re Adler, Coleman Clearing Corp.案，法院所認定的損害賠償之範圍，已經遠遠超過財報不實案件中所討論的毛損益法或淨損差額法所能涵蓋的損害賠償範圍，然該案事實頗為特殊，似乎也無法作為操縱案件中典型的案例進行分析。也因此，本研究初步認為，比較合理的推斷，或許為操縱行為下的損害賠償計算方法，仍回歸財報不實案件中有關毛損益法或淨損差額法上之討論[362]。

[362] 陳惟龍、林仁光，各國關於操縱股價之損害賠償責任規範及實踐研究，財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心委託研究，頁 79-80，2013 年 12 月。

第四章 日本法就證券詐欺案件損害賠償計算方式之規範與法院判決

第一節 概說

日本就證券詐欺案件所設的民事責任，依其性質與內容，分別於日本民法 709 條一般侵權責任[363]、公司法 429 條役員（即董事、監察人、會計參與經理人等）對第三人之責任[364]、以及金融商品交易法（下稱金商法）設有相關規定，本章節將以金商法為規範核心，區分發行人以及其外的關係人（董監、經理人、查核簽證會計師等）責任，探討日本法對證券詐欺事件的法規範與損害賠償計算方式。

就違反金商法公開原則所負的民事責任規定，雖有見解認為是不當得利的特別民事責任規定，而以系爭規定係將源於不正公開行為所生資本市場上不當的資金分配，事後返還給資金的供給者，並以維持證券市場適正資金分配機能為目的[365]。惟日本通說以其性質就等同於民法上的侵權責任，是民法的特別規定。在構成要件解釋上，所謂證券詐欺，即不正公開行為，係指「就重要事項有虛偽不實記載，或是欠缺應記載之重要事項或為避免產生誤解的重要事實記載」，此處「重要事項、事實」，解釋上並非指對追究責任的投資人來說有具體、主觀的重要性，而是對一般投資者、一般市

---

363 第 709 條（不法行為による損害賠償）
故意又は過失によって他人の権利又は法律上保護される利益を侵害した者は、これによって生じた損害を賠償する責任を負う。

364 第 429 條（役員等の第三者に対する損害賠償責任）
役員等がその職務を行うについて悪意又は重大な過失があったときは、当該役員等は、これによって第三者に生じた損害を賠償する責任を負う。
２次の各号に掲げる者が、当該各号に定める行為をしたときも、前項と同様とする。ただし、その者が当該行為をすることについて注意を怠らなかったことを証明したときは、この限りでない。
一　取締役及び執行役　次に掲げる行為
イ　株式、新株予約権、社債若しくは新株予約権付社債を引き受ける者の募集をする際に通知しなければならない重要な事項についての虚偽の通知又は当該募集のための当該株式会社の事業その他の事項に関する説明に用いた資料についての虚偽の記載若しくは記録
ロ　計算書類及び事業報告並びにこれらの附属明細書並びに臨時計算書類に記載し、又は記録すべき重要な事項についての虚偽の記載又は記録
ハ　虚偽の登記
ニ　虚偽の公告（第四百四十条第三項に規定する措置を含む。）

365 神田秀樹（監修）、野村證券株式会社法務部、川村和夫（編）(1997)，《注解証券取引法》，有斐閣，頁 118。

場來說具有抽象、客觀的重要性，這樣的思考方式和美國的「市場詐欺」理論相近[366]。

就損害賠償方面，日本法雖有法定損害賠償額（金商法第 19 條）、推定損害賠償額（金商法第 21-2 條 3 項）的規定，將於後詳述，但此二規定並非適用於所有的證券詐欺類型，學說上另就取得系爭有價證券者的損害賠償額，提出兩種思考模式[367]：

第一種類型是「高值取得損害」，亦即以不論如何皆會取得系爭有價證券為前提，但原本可以較低價格取得系爭有價證券，因此以「較高價格取得」作為損害認定，亦即以「若是沒有不實資訊揭露，取得者取得有價證券之應有價格，和實際取得時價格的差額」作為計算基礎。但是「若是沒有不實資訊揭露該有價證券應有價格」其客觀型態並不明確，所以取得者未必容易舉證責任人應負的損害額。

第二種類型是「取得自體損害」，亦即若是沒有不實資訊揭露，取得者就不會做出取得有價證券的投資判斷，也就是以「取得本身」作為損害的認定，以此為思考觀點，而認為應賠償取得者取得系爭有價證券的價格，與「現在」該有價證券價格的差額。也就是說，使發行人返還因為不實資訊揭露而從取得人（即投資人）處得到的資金，讓要是沒有不實資訊揭露就不會取得系爭有價證券的取得者，「原狀回復」到未取得該有價證券的相同經濟狀態。

雖然學說見解指出損害賠償額的兩種情形，但法院未必以此為脈絡進行損賠額的認定，因為日本法就證券詐欺的規範較為細緻，本文茲將各請求權基礎要件整理比較如下表，至於詳細法規範內容與判決見解將如後分述。

366 山下友信、神田秀樹（編）（2017），《金融商品取引法概說 第 2 版》，有斐閣，頁 195。
367 同註 366，頁 198-200。另參潮見佳男（2010），〈虛偽記載等による損害—不法行為損害賠償法の視点から〉商事法務 1907 号，頁 15-16。

表 4-1 日本證券詐欺各請求權基礎要件比較表

<table>
<tr><th></th><th colspan="3">有價證券申報書、發行登錄書（23-12 條 5 項準用申報書規定）</th><th>公眾閱覽之公開書類</th><th>有價證券報告書、內控報告書等</th><th colspan="2">公開說明書</th><th>公開說明書之使用</th></tr>
<tr><td>請求權基礎</td><td>18 條 1 項</td><td>21 條 1 項</td><td>22 條</td><td>21-2 條</td><td>24-4 條、24-4-6 條</td><td>18 條 2 項</td><td>21 條 3 項</td><td>17 條</td></tr>
<tr><td>責任原因</td><td colspan="3">有價證券申報書或發行登錄書有不實記載</td><td>25 條 1 項各公眾閱覽書類有不實記載</td><td>有價證券報告書、內控報告書等有不實記載</td><td colspan="2">依 13 條 1 項作成之公開說明書有不實記載</td><td>使用有不實記載之公開說明書或其他資料</td></tr>
<tr><td>責任主體</td><td>申報人=發行人</td><td>發行人之役員、再次發行持有人、公認會計師與監察法人、承銷金融商品交易業者</td><td>發行人之役員、公認會計師與監察法人</td><td>系爭書類提出人=發行人</td><td rowspan="4">準用 22 條</td><td>公開說明書作成人=發行人</td><td>發行人之役員、再次發行持有人</td><td>使用有不實記載之公開說明書或其他資料而使他人取得有價證券者</td></tr>
<tr><td>主觀要件</td><td>無過失</td><td colspan="3">推定過失責任</td><td>無過失</td><td colspan="2">推定過失責任</td></tr>
<tr><td>請求權人</td><td colspan="2">因募集發行、再次發行，善意取得系爭有價證券者</td><td colspan="2">非因募集發行、再次發行，善意取得、處分系爭有價證券者</td><td colspan="2">因募集發行、再次發行，受交付公開說明書而善意取得系爭有價證券者</td><td>善意取得有價證券者</td></tr>
<tr><td>因果關係</td><td>推定因果</td><td colspan="2">無特別規定</td><td>推定因果</td><td>推定因果</td><td colspan="2">無特別規定</td></tr>
</table>

	有價證券申報書、發行登錄書（23-12 條 5 項準用申報書規定）		公眾閱覽之公開書類	有價證券報告書、內控報告書等	公開說明書		公開說明書之使用
損賠額	19 條法定+減免抗辯	請求權人舉證	21-2 條 3 項推定+減免抗辯	準用 22 條	19 條法定+減免抗辯	請求權人舉證	
消滅時效、除斥期間	3 年、7 年（20 條）	3 年、20 年（準用民法 724 條）	2 年、5 年（21-3 條）		3 年、7 年（20 條）	3 年、20 年（準用民法 724 條）	

表格出處：研究團隊改編自近藤光男、吉原和志、黒沼悦郎（2015），《金融商品取引法入門 第 4 版》，頁 210-211，另新增 2014 年修法內容。

第二節 財報不實

第一項 法規

日本對財務報告等揭露內容有虛偽不實記載之規定，區分公開資訊提出人（通常即發行人）及其他關係人責任為規定。

第一款 公開資訊提出人責任

一、 法條規定與構成要件

金商法第 21-2 條規定[368]，依照同法第 25 條 1 項所訂應交付公眾閱覽的公開各類文件若有虛偽不實記載，該書類的提出者對非因募集、再次發行而取得有價證券者（最具代表性的就是在流通市場取得）或是處分系爭有價證券者，在第 19 條第 1 項損害賠償度內，負損賠責任。此類應公開文件，為有價證券申報書（即年報）、季報、半年報、臨時報告書（即就重大資產、主要大股東或董監事重大變更或是其它對公司財務營運等有重要影響的事件發生時，應即時提出之書類文件）、庫藏股報告、內控報告、母公司報告書（即就系爭公司之母公司或關係企業之財務狀況、該母公司持股與被持股情形為公開之書類文件）等，以及其訂正申報書、訂正報告書，但不包含確認書，蓋確認書是對於報告書的適正性做確認的，若是確認書有虛偽，也就是對不適正的有價證券報告書做出適正的結論，此時表示確認對象的有價證券報告書有虛偽，對該有價證券課與民事責任即已為足。

此條本為無過失責任，惟於 2014 年修法時，以本條責任和 18 條（即有

368 第 21-2 條（虚偽記載等のある書類の提出者の賠償責任）
第二十五条第一項各号（第五号及び第九号を除く。）に掲げる書類（以下この条において「書類」という。）のうちに、重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているときは、当該書類の提出者は、当該書類が同項の規定により公衆の縦覧に供されている間に当該書類（同項第十二号に掲げる書類を除く。）の提出者又は当該書類（同号に掲げる書類に限る。）の提出者を親会社等（第二十四条の七第一項に規定する親会社等をいう。）とする者が発行者である有価証券を募集若しくは売出しによらないで取得した者又は処分した者に対し、第十九条第一項の規定の例により算出した額を超えない限度において、記載が虚偽であり、又は欠けていること（以下この条において「虚偽記載等」という。）により生じた損害を賠償する責めに任ずる。ただし、当該有価証券を取得した者又は処分した者がその取得又は処分の際虚偽記載等を知つていたときは、この限りでない。

價證券申報書的申報者對發行市場取得者責任，為無過失責任）有異；同時課徵金制度和內控報告書制度已經整備，能抑止公開文件的虛偽不實記載；再者原本基於侵權行為的損賠就是以過失責任為原則，比較法上對於開示書類的虛偽不實記載若是無過失責任，亦為特例，若本條課以無過失責任，將使新興企業在思考是否上市時感到躊躇[369]等理由，修正成推定過失責任，而由被主張責任的文件提出者負「自己無過失」的舉證責任。又就因果關係部分，在追究本條責任時，並無要求取得者、處分者於取得有價證券之際有直接參照該公開揭露的書類、或信賴其記載並當作投資判斷的重要要素，因為基於不實記載已經形成錯誤的市場價格，即使取得處分者並未實際閱讀該書類本身，也認為損失因果關係存在。

二、　損害賠償額度計算

就損害賠償計算，除了損害賠償上限外，本條另設有推定損賠額以及以此為基礎的推定因果關係規定。以下分述之：

（一）　損害賠償上限

根據金商法 21-2 條第 1 項本文，其責任不超過金商法第 19 條規定之額度[370]，亦即區分請求時是否仍持有系爭有價證券，在仍持有情形為「取得時支付對價扣除請求時市場價額」，在已處分情形則為「取得時支付對價扣除處分時價額」，不過須注意之點為，雖然金商法 19 條是法定損賠額的規定，但 21-2 條以其為上限，並非謂 21-2 條係以 19 條為其法定損陪計算，蓋 21-2 條第 3 項進一步訂有損賠計算的推定規定。以 19 條為損賠上限，是因為提出者和流通市場的取得者原則上無交易關係，並非為了直接注資而取得系爭有價證券，故若是比 18 條責任更高有所不當。不過亦有質疑見

369 同註 366，頁 221。

370 第 19 條（虚偽記載のある届出書の届出者等の賠償責任額）
前条の規定により賠償の責めに任ずべき額は、請求権者が当該有価証券の取得について支払つた額から次の各号の一に掲げる額を控除した額とする。
一　前条の規定により損害賠償を請求する時における市場価額（市場価額がないときは、その時における処分推定価額）
二　前号の時前に当該有価証券を処分した場合においては、その処分価額

解認為，對流通市場取得者的損賠性質和發行市場不同，因此 21-2 條以 19 條為計算上限有所不當[371]，此外 19 條的法定損賠額度係針對 18 條責任，惟 19 條並未如 21-2 條規定處分者亦得成為請求主體，若仍參照 19 條將欠缺合理性。

（二） 損害額推定

根據金商法 21-2 條第 3 項，在本條 1 項本文責任成立時，可以「『不實記載公布日前 1 個月的系爭有價證券之平均市場價』扣除『公布日後 1 個月的系爭有價證券之平均市場價』」作為損害額[372]。正如概說所介紹的兩種損害賠償計算方式，此條推定規定係立基於「高值取得損害」觀點，即以取得者所支付不當過高評價部分，作為損害額，就此，依立法者的說明[373]，此規定係以因不實記載公布的變動額，推定為請求權人取得有價證券時的損害額，也就是因為公開書類有對發行人有利的不實記載而形成較真實揭露情況下更高的價格形成，投資人因此以較高價格取得的損害，換句話說，若無不實記載就理應可以較低價格買入，現實中卻未得到的「逸失利益」，因為在不實記載被公開後，應排除不實記載對市場價格的影響以回復本應有的價格，而以此因不實記載公布的變動額作為逸失利益的類型考量。

在本條規定下，因為「無虛偽不實記載之有價證券應有價格」難以計算，故以虛偽不實記載公布後該有價證券的下跌部分作為不當過高評價的近似值，至於以公開後 1 個月的平均值，是為了排除有價證券市場價格形成時的偶發因素，以及排除因消息公布而產生的市場過剩反應的影響。

但實務見解並非完全採取「高值取得損害」觀點，而有認為 21-2 條是

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

372 第一項本文の場合において、当該書類の虚偽記載等の事実の公表がされたときは、当該虚偽記載等の事実の公表がされた日（以下この項において「公表日」という。）前一年以内に当該有価証券を取得し、当該公表日において引き続き当該有価証券を所有する者は、当該公表日前一月間の当該有価証券の市場価額（市場価額がないときは、処分推定価額。以下この項において同じ。）の平均額から当該公表日後一月間の当該有価証券の市場価額の平均額を控除した額を、当該書類の虚偽記載等により生じた損害の額とすることができる。

373 金融商品取引法第 21 の 2 に係る解釈論の整理（損害額の算定方法―公表概念と他事情の範囲―を中心として），金融法委員会，平成 29 年 3 月，頁 15。

一般侵權責任的特別規定，故其得請求之損害和一般侵權行為一樣，包含了所有跟虛偽不實記載有因果的損害，而 3 項只是以此為前提推定有相當因果的損害以緩和取得者的舉證責任，因此 21-2 條責任所認定的損害，並不限於取得時差額，而及於所有和虛偽不實記載有因果關係的損害，甚者若能證明無虛偽不實記載就不會取得該有價證券，可以依 19 條請求原狀回復程度之損賠，即所謂自體取得損害[374]。

所謂不實記載之「公布」，即為推定損賠額的計算基礎時點，於同條 4 項規定[375]，係指系爭書類的提出者，或是基於系爭提出者的業務或財產相關法令而有權限者，就系爭書類有虛偽不實記載之應記載重要事項或為了避免誤解之必要重要事實，依據 25 條 1 項以公眾閱覽或其他手段，採取使多數人可得知的狀態的措施。而「公布」的內涵，只要明確地將「有虛偽不實記載的有價證券報告書的提出者，作為發行者的有價證券有市場上評價的錯誤」置於多數人可得知的狀態下即構成，最初不以其全部形貌完全正確的型態公開為必要，於後階段再追加詳細的資訊公開就可以，蓋以「公布」作為基準時點，就是藉由明確化系爭有價證券在市場的錯誤評價，而期待其價格修正[376]。

惟本條規定有其適用對象限制，而僅限定於系爭書類有不實記載的事實公布時，於公布日前 1 年內取得系爭有價證券，且於公布日仍持有該有價證券者。於公布日前超過 1 年即持有系爭有價證券者，不適用推定規定，係因在虛偽不實記載長期被隱蔽的情形下，該資訊對市場價格形成已喪失重要性；在公布日已經處分該有價證券者，亦不適用推定規定，立法理由說明係因本條以公布後的價格下跌作為推定基礎，但虛偽不實記載導致的

374 同註 366，頁 224。

375 前項の「虚偽記載等の事実の公表」とは、当該書類の提出者又は当該提出者の業務若しくは財産に関し法令に基づく権限を有する者により、当該書類の虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項又は誤解を生じさせないために必要な重要な事実について、第二十五条第一項の規定による公衆の縦覧その他の手段により、多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたことをいう。

376 同註 366，頁 226-227。

有價證券價值過高評價，進而使取得者受有損害，對於有虛偽不實記載後到被公布前所有取得該有價證券的人來說，應是共通的，這樣排除似乎有疑問[377]。另外 2014 年修法後，發行人對不實資訊公開前就持有系爭有價證券，並且於資訊公開後處分者也需負損賠責任，但此類型的請求權人依照本條文義，也沒有推定規定的適用。

（三） 因果關係之推定

根據金商法 21-2 條第 5 項[378]，援用同條第 3 項推定規定的情形，不實記載和損害的因果關係的舉證責任也將轉換給不實書類的提出者（發行人），也就是提出者若能證明請求權人所受損害的全部或一部是因虛偽不實記載以外的事情所造成，就此部分即不須負損賠責任，因為此部分損害不具因果關係。

但「非因虛偽不實記載而造成損害」之證明對於提出者來說未必容易，故金商法 21-2 條第 6 條規定[379]，在第 3 項情形，若法院認定請求權人所受損害的全部或一部是因不實記載以外的事情所造成，且該「以外的事情」所生損害在性質上極難證明，法院得依據言詞辯論全意旨及證據調查的結果，認定適當的減少損賠金額。此規定是在不實記載以外事情所生損害即使明確，但對於作為被告的提出者來說若無法證明其額度，為了衡平原被告責任，而給予被告的救濟。在此情形，法院要減少多少額度，要將不實記載導致的損害認定到怎樣的程度，應觀照本條的立法目的做判斷。

第二款 其他關係人責任

377 同註 371，頁 6。

378 第三項の場合において、その賠償の責めに任ずべき者は、その請求権者が受けた損害の額の全部又は一部が、当該書類の虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じたことを証明したときは、その全部又は一部については、賠償の責めに任じない。

379 前項の場合を除くほか、第三項の場合において、その請求権者が受けた損害の全部又は一部が、当該書類の虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じたことが認められ、かつ、当該事情により生じた損害の性質上その額を証明することが極めて困難であるときは、裁判所は、口頭弁論の全趣旨及び証拠調べの結果に基づき、賠償の責めに任じない損害の額として相当な額の認定をすることができる。

就財務報表等繼續公開原則下的書類，發行人以外的關係人，主要為董監、經理人、公認會計師與監察法人等，立法上認為此類書類的內容會被投資人當作投資時的判斷材料，進而影響市場價格的形成，故不實記載將會使系爭有價證券的取得、處分者受有損害，故這些對於繼續開示書類做成具有主導地位者、及作為專家而參與的公認會計師有對不實記載有防患未然義務，而稱為「守門人責任」[380]。

就此關係人責任分別規定於金商法第 24-4 條[381]（有價證券報告書）、第 24-4-6 條（內控報告書）、第 24-4-7 條第 4 項（季報）、第 24-5 條第 5 項（半年報及臨時報告書），亦即系爭財務報告等書類的提出公司（即發行人）之提出時之役員（經手董監經理人、會計參與人員）等，及對該報告書監察證明中提出無不實記載的公認會計師與監察法人，對不知悉虛偽不實記載而取得、處分提出公司發行的有價證券之人，負損賠責任。這些規定的構成要件、法律效果皆準用金商法第 22 條發行市場中就有價證券申報書、公開發行書等不實記載的關係人責任。

準用金商法第 22 條的結論上，除了推定過失責任外，就因果關係、損害賠償、消滅時效等因為無特別規定，故將回歸民法一般侵權責任的原理判斷，而由請求權人，即系爭有價證券的取得、處分者就有因果關係、受有多少損失負舉證責任。

第二項 法院判決

第一款 西武鐵道事件

西武鐵道公司於有價證券報告書中長期作假，而於 2004 年爆發，本案

---

[380] 同註 366，頁 197-198、229-230。

[381] 第 24-4 條（虚偽記載のある有価証券報告書の提出会社の役員等の賠償責任）
第二十二条の規定は、有価証券報告書のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている場合について準用する。この場合において、同条第一項中「有価証券を募集若しくは売出しによらないで取得した者」とあるのは、「有価証券を取得した者」と読み替えるものとする。

發生於金商法 21-2 條制訂前，故對於報告書提出者西武鐵道公司，本案原告係以民法 709 條一般侵權行為規定作為請求權基礎請求損害賠償。本案歷審裁判對於損害賠償額的計算認定皆不相同，而引發了大量的學術討論，雖然之後催生了金商法 21-2 條、以及同條 3 項推定損賠額之制定，但因為推定損賠額之適用對象仍有一定限制，例如於不實記載公布 1 年前即持有系爭有價證券者，或者是受有損失超過推定規定之計算金額者，仍有舉證自己受有損失額的必要，故本案之法院見解仍有相當參考餘地。

一、　事實概要

根據最高法院判決整理之事實[382]，西武鐵道公司於 1957 年 3 月始至 2004 年 3 月的有價證券報告書中，未正確載明其持股過半股東 kokudo 公司之持股數，長期以來都載明持股未達半數；於 1990 年因證券交易法（金融商品交易法之前身）修法後應提出大量持股報告書及變更報告書，亦未於其中正確記載 kokudo 的持股數；於 1995 年 kokudo 出售其持有之西武鐵道股票時，卻非於書類中減少 kokudo 持股，而是減少其他股東名義持股;另外為了繼續維持上市資格,規避特定股東持股不得超過 80%之規定，而在有價證券報告書中使其持股記載低於此門檻。

於 2004 年 10 月 13 日，西武鐵道就其平成 12 年 3 月至 16 年 3 月之有價證券報告書提出修正 kokudo 的持股數，並且由「其他關係企業」修正成「母公司」,公布其不實記載。東京證交所亦於同日就西武鐵道有財報不實之事實，以公益保護之理由而將其放入觀察股票類，並於同年 12 月 17 日廢止其上市。

本案共引發大量法院判決，除了於場外交易取得西武鐵道股票之全日空公司後來與西武鐵道達成和解而撤告[383]、部分個人股東為原告之案件於地院判決遭到駁回而判決確定[384]外，其餘案件原告均於上市市場取得西武

382 最高裁平成 23 年 9 月 13 日判決，平成 22(受)1485， 集民第 237 号 337 頁。
383 東京地裁平成 19 年 9 月 26 日判決，判時 2001 号 119 頁。
384 東京地裁平成 19 年 8 月 28 日判決，判タ 1278 号 221 頁。東京地裁平成 19 年 10 月 1 日判決，判タ 1263 号 331 頁。東京地裁平成 20 年 2 月 21 日判決，判時 2008 号 128 頁。

鐵道之股票，且均上訴至最高法院而有相關判決。

二、　歷審法院見解

（一）　地院與高院見解

地院與高院對於損害的認定皆以假設無系爭不實記載的利益狀態、及有不實記載的現實利益狀態，兩者間的差異為出發點，惟就損賠額的計算分歧，大致可以區分以下幾種計算類型：

1.　取得價格與處分價格的差額[385]

此計算方法係因為若西武鐵道無系爭不實記載，就會被廢止上市，則投資人根本不會取得其股票，而類同前述取得自體損害的思考模式，以取得價格與處分價格的差額做為損害之計算。

2.　不實記載公布前之股價與處分價格之差額[386]

此計算方法認為自取得股票後至不實記載公布前的股價下跌，係市場運作下自然的結果，而不能計入損害，故以不實記載公布前之股價與處分價格之差額作為損害之計算。

3.　因為不實記載公布的股價下跌率乘以平均取得價格[387]

此計算方法係以假設有價證券報告書無不實記載之應有股價，和實際取得價格之間的差額作為損害，並且以系爭差額相對於取得價格的比例，相當於不實記載公布後的股價下跌率，而因此以因為不實記載公布的股價下跌率乘以平均取得價格作為損害之計算。

4.　不實記載公布前的股價之 15%[388]

此計算方法認為不實記載公布前的股價與處分價格的差額並非全額皆可認為是損失，不實記載對於股價的下跌僅在一定限度內造成影響，但因

[385] 東京地裁平成 21 年 1 月 30 日判決，判時 2035 号 145 頁。東京地裁平成 21 年 3 月 31 日判決，判時 2042 号 127 頁。

[386] 東京地裁平成 20 年 4 月 24 日判決，判時 2003 号 10 頁。東京地判平成 21 年 1 月 30 判決，金判 1316 号 34 頁。

[387] 東京高裁平成 22 年 3 月 24 日判決，判時 2087 号 134 頁。

[388] 東京高裁平成 21 年 2 月 26 日判決，判時 2046 号 40 頁。東京高裁平成 21 年 3 月 31 日判決，金判 1316 号 2 頁。東京高裁平成 23 年 2 月 23 日判決。東京高裁平成 22 年 4 月 22 日判決，判時 2105 号 124 頁。

為損害之性質與其額度之舉證及其困難，法院應基於言詞辯論全意旨與證據調查之結果，認定相當的損害額，而適用日本民事訴訟法 248 條法院酌定損害額的規定，認為損害額約為不實記載公布前的股價之 15%。

（二） 最高法院見解

最高法院針對西武鐵道事件各判決對於損害額的認定結論上一致[389]，認為假設西武鐵道在原告等取得其股票前即終止虛偽不實之記載行為或是為其訂正，其後很快就會被廢止上市的蓋然性很高，對於一般投資人來說，若無本件不實記載情事，不論在上市市場內外都不能取得西武鐵道的股票，或者是也會避免取得西武鐵道的股票，而採取類似取得自體損害說的觀點，並就損害額的計算，提出兩點意見。

第一點是就損害額的計算方式，分別區分請求權人是否已經處分系爭股票，若已經處分，則以「取得價格與處分價格之差額」為損害額做為計算基礎；若於事實審言詞辯論終結時仍持有，則以「取得價格與言詞辯論終結時股票市價之差額」為損害額作為計算基礎。惟和地院見解不同者為，上述計算基礎應扣除經濟情勢、市場動向、公司業績等非因虛偽記載的市場價格下跌部分後為計算。就此部分，有力學說見解指出在「若無虛偽記載就不會取得有價證券的情形」，損害既然以「取得自體損害」做計算，本判決雖然計算損賠的出發點和取得自體損害說共通，但認為應扣除非因虛偽記載而生的市場價格下滑部分，採取和學說相異的立場，而認為投資者應基於公開資訊判斷是否保有或是處分系爭有價證券，由此而生的價格下跌損害也是投資者自身應承受的風險，而應由投資人負擔[390]。

第二點為不實記載公布後因為發行人信譽受損等出現的恐慌拋售，造成股

[389] 同註 382，另參最高裁平成 23 年 9 月 13 日判決，資料版商事 332 号 121 頁。最高裁平成 24 年 1 月 31 日判決。最高裁平成 23 年 9 月 13 日判決，資料版商事 332 号 127 頁。最高裁平成 23 年 9 月 13 日，判タ 1361 号 114 頁。

[390] 飯田秀総（2012），〈有価証券報告書等の虚偽記載により投資者に生じた損害の額の算定〉，ジュリスト，1440 号，頁 111。加藤貴仁（2014），〈高値取得損害／取得自体損害二分論の行方―判例法理における有価証券報告書等の虚偽記載等と投資者が被った損害の相当因果関係の判断枠組みの検討〉，《商事法の新しい礎石―落合誠一先生古稀記念》，有斐閣，頁 834。

價暴跌的損害，不能說與系爭不實記載沒有相當因果關係，蓋此為不實記載公布後通常都會出現且可以被預見之事態，而不能列入上開「非因虛偽記載的市場價格下跌」部分予以扣除。

第二款 Livedoor 事件

Livedoor 事件是自金商法 21-2 條制訂以來，最高法院首次對此法條的適用有詳細闡述的案件，也對同條 5 項損賠額減少的計算內涵有深入討論。

一、 事實概要

根據本案最高法院判決整理之事實[391]，livedoor 公司在其代表人兼最大股東之指示下，於其 2004 年 9 月會計年度（2003 年 10 月 1 日至 2004 年 9 月 30 日）的有價證券報告書上，為了掩飾其實際上約 3 億 1278 萬日圓的長期虧損，而虛假列入不存在的對他公司銷售額，而改記載有 50 億 3421 萬 1000 日圓的盈餘，並將此書報依法交付公眾閱覽。東京地檢於 2006 年 1 月 16 日以 livedoor 的役員有違反金商法的嫌疑對其為強制搜查，同月 18 日時並對媒體記者傳達了 livedoor 於其有價證券報告書上為了掩飾長期虧損而有不實虛偽記載的消息，並於同月 23 日逮捕其代表人。東京證交所就 livedoor 公司股票，於同月 21 日列入觀察股票，並且於同年 3 月 13 日表示將廢止其上市，livedoor 於同年 4 月 14 日下市。從地方檢察署開始搜查至下市這段期間，livedoor 股價持續大幅跌落，同時也因為捏造財報資訊等消息散播，各大傳播媒體的報道，使證交所市場陷入混亂。

二、 與損害額計算相關爭點

本案法院討論爭點眾多，本文僅列入與損害額計算相關之部分。

（一） 不實記載公布之主體限制

金商法 21-2 條 3 項之推定損賠計算額以「不實記載公布」作為基準時點，因此何種行為構成「公布」、何人有公布權限將會影響損害賠償的計算，

[391] 最高裁平成 24 年 3 月 13 日判決， 平成 22(受)755，民集第 66 卷 5 号 1957 頁。

若是基礎時點過晚，依據前述推定規定之公式，將會使推定之損賠金額大幅降低。根據金商法同條 4 項，以「系爭書類的提出者，或是基於系爭提出者的業務或財產相關法令而有權限者」為有公布權限者，則在本案檢察官大動作搜查 livedoor 公司、而 livedoor 自身並未先提出訂正書報的情形下，究竟何時方該當「公布」要件，似有疑問。

本案最高法院判決[392]以「檢察官就有價證券報告書有不實記載等犯罪，基於刑事訴訟法有各種搜查權限，並基於此權限，能取得有價證券報告書等不實記載的訂正資訊或是有價證券報告書等應有記載內容的正確資訊，此類資訊可認為具有高度可信性。因此，檢察官該當於金商法 21-2 條第 3 項（註：於 2014 年修正後為現行法 4 項）所謂『基於系爭提出者的業務或財產相關法令而有權限者』。」而認為自檢察署強制搜查得到相關資訊，並傳達給記者而使公眾知悉之 2006 年 1 月 18 日，已該當本條的「不實資訊公布」。

（二） 金商法 21-2 條 6 項減額計算

根據金商法 21-2 條 6 項（註：於本案發生當時為 5 項），法院得酌減請求賠償額中「因不實記載而生系爭有價證券價格下跌以外事由」所生之部分。而就此「除外事由」部分應如何認定，下級法院與最高法院有不同見解。

地院見解[393]認為，從金商法 21-2 條推定損賠額規定的立法意旨觀之，其內涵在於「有價證券取得時的價額，與假設無不實記載情況下應有的取得價額，二者的差額」，即「取得時差額」，故得構成減額事由者，係指因「不實記載事實公布而反映在市場價格上的價格下跌」以外事由所造成的價格下跌。因此考量造成本案 livedoor 股價下跌的所有事由，就對 livedoor 的強制搜查、代表人逮捕解任、公布日前後媒體的大量報導、證交所將其

[392] 同註 391。
[393] 東京地裁平成 21 年 5 月 21 日判決，判時 2047 号 36 頁。東京地裁平成 21 年 6 月 18 日判決，判時 2049 号 77 頁。東京地裁平成 21 年 7 月 9 日判決，判タ 133 号 156 頁。

列入觀察類股票等都構成減額事由。本案依據推定規定所計算損害為每股585 日圓，法院認為扣除上述事由約應減額三分之二，而認為最終每股的損害額為 200 日圓。

但在高等法院判決和最高法院判決，相較於上述地院見解，採取了不同觀點[394]，其以金商法 21-2 為民法 709 條一般侵權行為的特別規定，而係為了緩和舉證責任、便利救濟所訂定，故金商法 21-2 條之「損害」實則本質同一般侵權行為的損害，應解為「和不實記載有相當因果關係的損害」，因此本條損害額除了以 19 條金額為上限外，並無其他限制，更不應限定於「取得時差額」，故除外事由的認定也應認為是「和不實記載無相當因果關係之損害」。否則假設將此損害限定於與取得時差額相當之價格下跌，而因不實記載受有損失之投資人若僅主張 21-2 責任不使用推定規定、或是主張民法一般侵權責任，可以請求所有具相當因果的損失；若是主張推定規定卻只能就「取得時差額」受償，將背離以保護投資人為目的之推定規定，而有失衡。

據此，如同本案不實記載之重大犯罪行為，地方法院所列舉之上述事由皆為通常可以合理預見的事態，而非無相當因果。因此法院見解認為可以列為除外事由，而從損賠額予以扣除者，僅為媒體眾多報導中就 livedoor 公司之子公司 LDM 併購 E 公司，而將 E 公司價值過高評價而導致的股價下跌一事，故審酌後認定僅約占推定損害額的一成予以扣除。

（三） 是否准許損益相抵

在其中一高院判決中[395]，被告主張原告在含有不實記載的本件有價證券報告書提出後取得之股份，於本件不實記載公布前即部分賣出，而受有利益，應該為損益相抵。惟法院以，並無確實的證據認為因為上述含有不實記載的有價證券報告書提出而使原告獲得利益，再者縱認原告因而受利，

394 東京高裁平成 21 年 12 月 16 日判決，金判 1332 号 7 頁。東京高裁平成 23 年 11 月 30 日判決，此為東京地裁平成 21 年 5 月 21 日判決之上級審。最高法院判決字號同註 29，此並為東京高裁平成 21 年 12 月 16 日判決之上級審判決。

395 東京高裁平成 21 年 12 月 16 日判決，金判 1332 号 7 頁。

原告所主張之被告違法行為是和仍然保有之股份相關，而和公佈日前出售的 livedoor 公司股份不相關，受損與受益非基於同一原因，故認為被告主張無理由。

（四） 是否可以請求相當於「取得自體損害」之損害

在金商法 21-2 條制訂後，如前所述，通說認為是採取「高值取得損害」的立法模式，則在此之下，本條 1 項所稱的「損害」是否還能包含「取得自體損害」，將有疑問，尤其是如前例的西武鐵道事件，在本條還未制定前，針對相同的「發行人就有價證券報告書等書類有不實記載而對流通市場投資人」責任，最高法院最後是肯認了取得自體損害的計算。

就此，部分地院判決[396]駁回了原告就「取得自體損害」所為之請求，惟其說理對「取得自體損害」的理解異於一般通說的理解。其以金商法 21-2 條之損害，係指無違法行為情況下應有狀態和有違法行為情況下二者的差異，假設肯認原告若無不實記載就不會取得系爭有價證券之主張，其損害即為取得股票前後的差異，而原告主張取得價格之全部為損害，於此觀點下只能理解為於取得 livedoor 股票時點時，該股票並無任何價值，但實際上即使 livedoor 公司出示了正確的財務報表資訊，也無法認為其股票於當時無任何價值，而據此認為原告主張無理由。

在本案最高法院判決中，多數意見並未明確表達其看法，但就法官們少數意見的補充可以看出一點端倪。岡部喜代子法官提出其反對意見，認為此因不實記載使流通市場投資人受有之損害原則應為「高值取得損害」，此損害才是投資人直接受有之損害，至於不實記載公布後因公司信用受損而股價下跌則是投資人受有之間接損害，此部分股東無法直接在訴訟中對公司為請求[397]。因為西武鐵道事件有能被認同「取得自體損害」的特殊情事存在，但一般來說沒有此等情事投資人受有之損害應為「高值取得損害」。

396 東京地裁平成 21 年 6 月 18 日判決，判時 2049 号 77 頁。東京地裁平成 21 年 7 月 9 日判決，判タ 133 号 156 頁。

397 此部分係就現行金商法 21-2 條 6 項為回應，亦即岡部法官就此減額之事由，同前開地院見解認為應限定於「取得時差額」。

惟就此，田原睦夫法官於最高法院判決提出的補充意見有不同觀點，認為不論是「取得自體損害」、「高值取得損害」，都可以藉由 21-2 條 1 項為請求。其認為一般來說在為不實記載之後且被公布之前，可以推認於流通市場取得系爭有價證券者中，存在若無不實記載就不會取得有價證券者，而其取得系爭有價證券本身即為損害為應然之理。於此點之上，這些股東和西武鐵道事件的原告股東們並無差別，就其所受之損害，也無法得出如岡部法官所言應限定於「取得時差額」之理由。

（五） 金商法 21-2 條類推適用

在本案其他判決中[398]，原告就 livedoor 公司的役員依金商法 24-4、22 條請求損害賠償，惟法院就損賠計算額類推適用 21-2 條推定規定採取否定見解，而分別以賠償金額為發行人責任加上律師費用、取得價格與處分價格之差額為計算。

第三款 Urban Collaboration 事件

一、 事實概要[399]

Urban Collaboration 公司於 2008 年 6 月 26 日決議對法國巴黎銀行發行總額約 300 億元的可轉換公司債，並且與此同時和外資金融機關簽訂了以本次募集所得資金作為對價之掉期交易契約，於獲得資金之後即刻為支付。然而 Urban Collaboration 公司於同日提出的臨時報告書僅記載「本次交易所調達資金，預定作為為了財務基本盤安定性之確保所為的短期借款之債務返還」，完全未提及本次掉期交易相關事宜。另外從同年 6 月初，Urban Collaboration 公司就開始和美國的大型投銀美林證券之間交涉業務、資本合作事項，同年 8 月 6 日該投銀通知 Urban Collaboration 公司將進行其股份的公開收購，其後 Urban Collaboration 公司提出了 6 月臨時報告書的訂

398 東京地裁平成 21 年 5 月 21 日判決，判時 2047 号 36 頁。東京高裁平成 23 年 11 月 30 日判決，金判 1389 号 36 頁。

399 最高裁平成 24 年 12 月 21 日判決，平成 23 年（受）第 392 号，金融法務事情 1967 号 110 頁。

正報告書，公布不實記載的同時，也公布了因本次掉期交易契約所生約 58 億日圓的營業外損失，並於同日向東京地方法院聲請重整，同月 18 日開啟重整程序。自不實記載公布後 Urban Collaboration 公司股價大幅下跌，並於同年 9 月 14 日下市。而 Urban Collaboration 公司股東因股價下跌受有損失，而對其提出損害賠償訴訟。

二、　法院見解

本案高等法院見解[400]肯認 Urban Collaboration 公司構成金商法 21-2 條民事責任，認為股價下跌和臨時報告書的虛偽不實記載難謂無相當因果，在損賠額的計算上，因為並無證明投資人所受損害有本件不實記載以外所生之價格下跌，故僅以 21-2 條推定規定計算之價格為損賠金額。

惟最高法院提出了不同意見[401]，其援引前開 livedoor 案最高法院見解[402]，認為金商法 21-2 條 4、5 項（註：現行法 5、6 項）所謂「因虛偽不實記載所生系爭有價證券的價格下跌」係指和系爭有價證券有相當因果關係的價格下跌，而從本案不實資訊公布日後的 Urban Collaboration 公司股價下跌，認為是不實記載事實跟同日公布的聲請重整事實交錯結合下的結果。最高法院認為 Urban Collaboration 公司聲請重整是因為 2007 年末開始的資金惡化，但本件不實記載並未造成資金惡化的事實；且決定 Urban Collaboration 公司股份市場價格者，並不是只有本案掉期交易契約的資金調度，即使可轉換公司債發行及透過掉期交易契約的資金調度無法實現，既然 Urban Collaboration 公司已經跟美林證券開始業務、資本合作的談判，且實際上也獲得了大量的資金而可以為債務之返還，並於同年 6 月暫時中止了聲請重整的計劃，即使無本案的不實記載也不會造成和美林證券的合作受阻，為不實記載當時難認 Urban Collaboration 公司接近破產；又觀照本案不實記載內容與當時 Urban Collaboration 公司的經營狀況，亦難認為不實記載

400 東京高裁平成 22 年 11 月 24 日判決，平成 22(ネ)2239 号，金融法務事情 1916 号 97 頁。
401 同註 399。
402 參註 391。

係為隱蔽 Urban Collaboration 公司的破產原因；綜合以上，最後法院認為因為聲請重整所生的價格下跌與不實記載的價格下跌不能被評價為源於同一事實。

除此之外，最高法院也指出另外兩件事實造成的價格下跌應該也被列為損賠額的扣除。第一個是於本案不實記載公布前一個月，Urban Collaboration 公司股價就因為資金調度的困難及經營危機而持續下跌，此經營狀態係屬和本件不實記載無關係的因素。第二個是掉期交易契約締結後的價格下跌有可能是因為法國巴黎銀行行使新股認購權，而於市場上出售所造成，若此為真，則對照從掉期交易契約締結前 Urban Collaboration 公司股價持續下跌之事實，此不實記載公布前的價格下跌應該也要被認為是不相關的因素而予以扣除。

第四款 Olympus 事件

一、 事實概要

Olympus 公司於 1995 年時起因為泡沫經濟和金融商品的投資失敗而受有大量損失，為此 Olympus 公司於 2000 年 3 月起實行「損失分離」計畫，設立不用列入財務報表之基金，以購買 Olympus 公司金融商品名義實際接收其損失，藉此將損失移轉於表外，而後又於 2008 年後利用與海外併購相關的損失去抵減原本的損失分離（即損失分離解消計畫）。

2011 年 10 月 14 日 Olympus 公司解任其英國籍董事 Michael Woodford，而媒體也對其就海外及國內收購時支付予顧問之報酬額提出質疑，Olympus 公司自公布解任後期股價即大幅下跌，而後 Olympus 公司於同年 11 月 8 日召開記者會坦承其損失分離與解消之行為（即本案法院認定之不實記載公布日），同年 12 月 6 日第三方委員會公開其調查結果，Olympus 公司並於同月 14 日提出了針對過去 5 年有價證券報告書的訂正報告書。自此 Olympus 公司之股東以其 2011 年 4~6 月期的季報記載的純資產額，

與實際上金額產生了約 400 億的落差，以金商法 21-2 條、民法 709 條為請求權基礎分別請求損害賠償。

二、　法院見解

本案地方法院就損賠額的見解[403]，首先認為原告就「取得自體損害」為賠償之主張為無理由，蓋東京證交所並未廢止 Olympus 公司之上市，且 Olympus 公司因為過大債務或不實記載而符合證交所下市基準的蓋然性極低，系爭請求股東於證交所市場取得系爭股票當時，尚未達到若無本件不實記載就不會取得該股票之程度。惟就因解任董事所產生股價下跌部分，認為因和本案不實記載無相當因果關係而應予扣除，地方法院以 Woodford 被解任時，新聞報導尚未針對不實記載提出質疑，直到隔天為何解任董事的脈絡也尚未明確，再加上因為解任而對 Olympus 公司之後的經營感到質疑、外國投資客因為失望而賣出股份等報導出現，而 Olympus 公司不實記載之情事是於本案公布日才明朗；又贊成解任 Woodford 的 12 人中有 9 人對於移轉損失、有價證券報告書有不實記載並不知情，僅是因為對 Woodford 的資質有疑問而同意解任，不能將此次解任評價成為了隱藏損失移轉所為的行為，而將二者視為同一事件。故最後在損賠額計算上，以金商法 21-2 條推定規定為每股 602.2 日圓，再依同條 5 項規定（註：現行法 6 項）職權認為 Olympus 公司不應負責的金額為推定規定計算金額的 2 成，據此扣除後為最終的損賠金額。

本案另外一個訴訟係由大阪地院審理[404]，原告係以民法 709 條一般侵權行為損賠責任為請求權基礎，在損賠額的計算上，同樣和東京地院判決一樣否定了取得自體損害的請求，而採取相當因果關係有無的論述，認為和不實記載伴隨的價格下跌，例如信用毀損、恐慌拋售皆仍有因果關係，只有在公布日前的價格下跌可以認為和不實記載無關。本案原告皆於 2011 年 11 月 8 日至 28 日間出售持股，和公布日相差均在 1 個月之內，法院考

403 東京地裁平成 27 年 3 月 19 日判決，判時 2275 号 129 頁。
404 大阪地裁平成 27 年 7 月 21 日判決，金判 1476 号 16 頁。

量到市場因為 Olympus 公司不實記載所形成的錯誤價格之修正過程，認為自公布日至各原告間出售日的價格變動，應皆認為有相當因果關係。另外和東京地院不同的見解在於認為解任董事一事開始的價格下跌，和本案不實記載有因果關係，故最後金額的計算，以解任前日即 10 月 13 日之收盤價 2482 日圓為準，若原先取得股份價格低於此價格，即以取得價扣除處分價為損害額，若原先取得價格高於收盤價，則以收盤價扣除處分價格為損害額。

大阪高等法院判決[405]見解大致同大阪地方法院，就董事解任部分，認為當時 Woodford 要求另名董事解釋 FACTA 雜誌對 Olympus 公司併購的質疑，而後者主導了 Woodford 的解任董事會，其目的就是為了避免不實記載被發現，由事情脈絡認為若無不實記載就不會有本案解任之情事，而和本案不實記載有相當因果關係，其對損害之計算方法同上述大阪地院判決。

惟高院判決進一步認為由前述計算結果，依照民事訴訟法 248 條職權認定應再扣除 2 成為最終損賠額，理由為 Olympus 公司在持續成長的內視鏡市場中具有壓倒性的優勢地位，在本業的業績也進行地十分順遂而被評價為優良企業，Olympus 公司雖在淨資產額進行不實記載，但就其淨利額並未有不實記載，而未造成基於本業利益水準與業績動向的市場價格受到錯誤影響，再者，本案解任又經媒體大幅報導自解任前日至隔年 1 月 31 日總共有 900~1300 日圓大程度的股價下跌，上述部分一定程度包含不應列入損害額的股價下跌，故僅以上述計算基礎的 8 成作為最終損害額。

在其餘損害額的計算爭點上，被告主張其發放的股利應和本案原告主張損害進行損益相抵，惟高等法院認為前者是由被告獲利分配給股東的，和不實記載所造成的損害非出於同一原因而不予准許；另外被告亦主張部分原告於將不實際載發生前取得的股票，在不實記載發生後、被發覺前為出售股份，應為損益相抵，法院就此認為不實記載行為的不法性，係因該

[405] 大阪高裁平成 28 年 6 月 29 日判決，金判 1499 号 20 頁。

不實記載發生後，股東取得系爭股份，不得不以錯誤資訊提供而扭曲的市場價格做為前提為投資判斷，但被告抗辯的賣出行為，和不實際載後的股份取得是基於不同的契機、投資判斷所為，並非不實際載不法行為所生的利益，無法認為將上述出賣所得利益填補於取得 Olympus 取得所生的損害合乎公平之理，而同樣不予准許。就律師費用部分，以本案最終損害額之 10%容認之。再者，本案雖有部分原告同時主張金商法 21-2 條作為損賠請求權，但法院以基於推定公式計算之每股 602 日圓較以民法 709 條最後容認的金額為少，而仍以民法計算之金額為最終損賠。

第五款 Produce 事件

一、 事實概要[406]

本案是日本極少數基於金商法對監察會計人員提出證券詐欺損賠訴訟並被法院肯認的例子。

Produce 公司希望能在 2006 年 6 月期前於日本 JASDAQ 市場上市，為此聽從其監察法人 A 的代表 C 公認會計師的建議，於其 2005 年 6 月期的損益表等財務報表上將虧損改為盈餘，並據此作成有價證券申報書申請上市，也因此成功上市。之後 Produce 公司繼續聽從 C 會計師建議於其 2006 年 6 月期損益表等財報為不實記載，而 C 皆知悉以上情事，但為了實現 Produce 公司之上市目標並繼續維持，皆出具了無保留意見。

而後 Y 監察法人吸收合併 A，C 乘機自行出來開設 D 監察法人，繼續幫助 Produce 公司為虛偽不實粉飾財報的行為，並同樣在 2007 年 6 月之有價證券報告書為不實記載。2008 年 9 月 18 日，Produce 公司因為有價證券報告書不實記載等嫌疑，遭證券交易等監察委員會進行強制調查，於隔日，委員會公布了不實記載的事實，並於同年 10 月 27 日遭到廢止上市，自此在不實資訊公布前取得 Produce 公司股份者據此依據證券交易法（註：金

[406] 東京高裁平成 30 年 3 月 19 日判決，平成 29（ネ）3882，金判 1545 号 14 頁。

融商品交易法修法前之舊名）21、22、24-4 條及金商法 21、22、24-4 條對 Y 監察法人提出損害賠償訴訟，而後 Produce 公司透過法院進行重整程序，並於 2014 年 9 月 4 日開始破產程序。

二、　法院見解

本案初審法院[407]駁回原告全部請求，其以 Produce 公司上市的 JASDAQ 市場是以新興企業為導向的市場，即使報表虧損的公司也有往後成長期待等企業價值存在而有上場可能，因此不能斷言 Produce 公司毫無上市的可能性，因此不能遽認若無本件不實記載就不會取得 Produce 公司的股份，而以「取得本身」作為損害，因此原告以此為主張無理由。

但高等法院（即本案最終確定判決）變更了見解，首先判決肯認了系爭監察法人的責任，Y 既然吸收合併 A 並無認定免責的餘地。在損害賠償金額的計算上，因為本案並不適用金商法 19 條法定損賠或 21-2 條推定損賠額計算的規定，因此如何計算將由原告方進行舉證。本案法院判決從金商法的立法意旨出發，認為其為了確保公開資訊的真實、正確性，並抑止不實資訊的公開，以確保公開制度的時效性，由此旨趣觀之，對財務報表進行粉飾行為的公司不會通過上市審查是理所當然的公知事實，並且進一步認為本案與西武鐵道事件具有事案同一性，即若無不實記載就不會上市，且被發現不實記載後很快地即被廢止上市，因此本案原告取得 Produce 公司股票時對價即為損害；法院並引用了西武鐵道事件的最高法院見解[408]，應再扣除因為經濟情勢、市場動向、Produce 公司業績等非起因於不實記載之價格下跌部分，然而此部分法院審酌對比不實記載公布後的股價下跌狀況及起因於雷曼兄弟事件的經濟情勢、市場動向等狀況，進行相當分析後，認為非起因於不實記載之價格下跌部分不存在，或是即使存在也是可以被忽略的極微小部分。

故就本案已經處分 Produce 公司股份之股東，以取得價額及處分價額之

[407] 東京地裁平成 29 年 7 月 19 日判決，金判 1545 号 28 頁。
[408] 參註 382。

差額為損害額；一審言詞辯論終結時仍持有未處分 Produce 公司股票之原告，以取得系爭股票價額與二審言詞辯論終結時的股票評價額之差額做為損害額，而 Produce 公司因為 2014 年 9 月 4 日開始進行破產手續，其二審言詞辯論終結時的股份評價額應為 0，因此原告以取得額的合計，即為損害額。

據此，作為損害計算基礎的 Produce 公司股票對價支出額之計算方法，若是以現物交易形式取得，則從距離不實記載公布最近的時期取得之股份依序回溯計算取得總額，直到計算到目前保有的股份數為止，若是信用交易（即以信用額度取得股份）形式取得，則以本案不實記載公布時尚未現實支付者為基礎計算。在 Produce 公司提出申報書後直到公布前取得的股份於公布時一部賣出者，其對價取得的方式統一採取先取得先賣出的方法作為計算。

就本案被告主張本案不實資訊公布前處分 Produce 公司股份所得利益，與公布後仍保有之股份所產生損害，進行損益相抵部分，法院認為在公布前處分的 Produce 公司股份，在處分當時即應認為該損害（即取得股份之對價）已經消滅，即使處分價格高於原取得價格而有受益也不能用於損益相抵、或是處分價格低於原取得價格而有損失也不能將之再納入與不實記載有相當因果關係的損害，亦即不實資訊公布前已經處分的股份和之後仍然保有的股份所生之損害毫無關聯。故法院認為被告主張無理由。另外就律師費用部分，法院斟酌事案內容、各種情事為考慮，容認原告於一審主張的損害額 10%為損失，一併納入損害賠償請求額內。

第三項 評析

第一款 日本於流通市場證券詐欺案件的損賠額計算方法

綜合以上內容，大致可以歸類出日本對於流通市場證券詐欺案件的損害賠償額計算方法。

首先是發行人責任部分，多由金商法 21-2 條為主張，在此之下，若無特別主張其他損害額計算方式，基本上會依照法條規定操作，即法院會先根據同條 3 項推定公式計算出作為基礎的金額，再依據同條 5 項斟酌原被告主張事項決定是否列入「非因虛偽不實記載所生的價格下跌」事項，此部分的解讀，根據 livedoor 最高法院判決見解，應寬泛解釋為「和不實記載無相當因果之事件」，並且再進一步認定應酌扣幾成，惟此部分的認定於判決中往往並未清楚揭露其計算方式；最後一個步驟則是針對法條對 21-2 條請求權基礎本身所為的限制，亦即若是價額高於金商法 19 條法定損賠額之計算價格，將以後者為最後容認的損賠額。

至於應該列入酌扣之事項，在法院判決中常見到分類成四種類型：因不實記載資訊公開而使價格下跌至反映真實（即無不實資訊情形）市場應有價格、公司因不實公開而信用毀損所導致的價格下跌、投資人之對於市場過激反應而恐慌拋售所導致的價格下跌、以及其他因素造成的價格下跌，法院此時皆會明確指出前三者都是和不實記載有相當因果之事件，而僅將列入「其他」的事件個案考量，在上述案例中，例如聲請重整、董事解任等情事都曾被法院仔細討論，以事案發生脈絡判斷和系爭不實記載事件是否有因果關係，但是否可以一概而論此類案件就一定會列入酌減、不酌減事項仍有待充分觀察。

再者是關係人責任部分，適用金商法 24-4 條等規定，其法律效果準用金商法 22 條，因此就損害額應由原告負舉證責任，此部分的案例相較於以金商法 21-2 條為主張者少許多，亦較無學說上之討論。惟不論是以金商法 21-2 條或是 24-4 條為主張者，原告都會主張回復原狀的「取得自體損害」，在此情形下法院認定是否該當較為嚴格，在上述認可的西武鐵道與 produce 案中，都以股票下市為前提，亦即似非以主觀不取得為認定，而以客觀無法取得作為基準，在 livedoor 和 olympus 案中原告試圖主張的取得自體損害也都被法院駁回，惟縱使在肯認取得自體損害的情形，根據西武鐵道事

件的最高法院見解，仍然會考量經濟情勢、市場動向等扣除非因不實記載所生的價格下跌部分。

另外，在某些案子中被告會主張原告於不實記載發生後、公布前的股份賣出，或是在承認取得自體損害的情形以發放的股利作為損益相抵，法院就此部分並無太多具體、細緻的論述分析，而多以損益非以同一原因發生即認為被告抗辯無理由。

第二款 日本法院計算法與純粹淨損益法之差異

觀察上述計算方法，和我國法院判決中的淨損益法、毛損益法，或是無交易配對的純粹淨損益法皆不相同。至少就其極少數的最高法院判決和部分高院判決，都是在滿足 21-2 推定規定的情況下才得出肯定原告主張之結論，在肯認該條的前提，係以「不實資訊公布當日現正持有」股數為計算基礎，故並無交易配對的問題，在計算基礎上也無庸面對「真實價格」為何的計算，操作上相對簡便，但因為法條仍要求扣除「和不實資訊無關之價格下跌」，並且賦予法院斟酌裁量金額的權限，反而才是對法院來說最大的挑戰，決定何者可以酌減、酌減多少，礙於資料上只能取得法院最終判決，而無法取得更多訴訟上提出的財務分析資料，此部分的計算並不明確。

事實上，日本實務的操作下，無論是否適用金商法 21-2 條，也只不過是決定作為計算基本基礎的金額為何有差異，在上述及後述案例中，不論是適用後述的金商法 19 條法定損賠額、或是肯認原告主張的取得自體損害，最後都要面臨「和不實資訊無關之價格下跌」的認定與計算，而使法院判決結果增加了不確定性。

若是在不適用金商法 21-2 條的情況下，則如何主張損賠，完全是依據原告之主張，這時候法院審酌的標準似乎也會以「是否和不實資訊有相當

因果關係」為依歸[409]，另外在 produce 案中法院雖然肯認了取得自體損害，在計算所持股數對價時候採用了先進先出的方式，即在仍持有系爭股份的股東情形，計算取得成本時，若有多筆買入賣出交易，先將先前多筆交易股數做配對消除，剩下的買入部分才會列入成本計算，而法院肯認此計算方式，也是基於原告之主張內容。

故在結論上，日本作法於法條上即給予了明確的推定基礎，法院基本上依據法條操作即可計算損賠金額，是較為機械的操作方法，但在不適用推定規定或是原告有其他主張方法時，仍會依此為審酌，並且最後考量「和不實資訊無關之價格下跌」，而仍有相當的不確定性；相較於此，純粹淨損益法有明確的計算公式且無後續酌扣的步驟，但面臨真實價格之計算，是否也會有日本法院面對「和不實資訊無關之價格下跌」類似的認定、計算問題，仍有疑義。

第四項 小結

綜合以上論述，若以討論案例之情況，在日本法制規定與法院操作下，計算之損賠額度如下分述。因為在日本的操作下，上述法院皆不肯認於不實記載進行但尚未被揭露期間之賣出所得，和所受損害有損益相抵的適用，故兩個討論的模型操作下將不會有太大結論上的差異。

第一款 適用金商法 21-2 條 3 項推定損賠額規定的情形

一、 合格股份計算

依據金商法 21-2 條規定並不論先前買入賣出情形，而以不實資訊公布日，即揭露日的持股數為適格持股數，法條中唯一排除者僅為早於揭露日前一年內取得的股份，在上述法院判決中，揭露日前一年都仍在實施日之後，故適用該條規定之原告皆無案例中 t1 時點取得的情形。惟在後述 IHI

[409] 另可參考本文後述 IHI 事件原告先位主張之內容與法院之判斷。

事件中，被告 IHI 公司抗辯部分原告於實施日前有買入行為，並於不實期間賣出又再買入，此部分法院個案判斷結果認為部份原告於實施日後的再買入行為，應基於其一直都有持有股票之意，而視為實施日前就取得，並進而認定不該當金商法 21-2 條 1 項要件，由此判決似乎可以推知法院在金商法 21-2 條的適格股份認定上，還有「於實施日後取得」的不成文要件。

因此綜合以上，合格股份需同時具備「距離揭露日一年內取得」、「於實施日後取得」、「揭露日當日仍持有」三要件。故於討論案例中，假設距離揭露日一年前的時點落於實施日與 t3 間，則合格股數為揭露日當日所有的 2 張；若距離揭露日一年前的時點落於 t3 至 t4 間，則合格股數為 1 張；若距離揭露日一年前的時點落於 t1 之前，惟參考 IHI 事件法院見解，將會排除 t1 取得的情形，合格股數為 2 張。此部分的計算，在討論案例一、二皆相同。

二、　損害金額計算

在金商法 21-2 條推定損賠額度的規定下，無須計算取得成本，而直接以在金商法 21-2 條推定損賠額度的規定下，無須計算取得成本，而直接以揭露日前後一個月股價均價之差額作為每股損害。例如假設揭露日前三一個月股價均價為 71 元，後一個月均價為 40 元，則每股損害額即為 31 元，若合格股數為 2 張，損賠金額即為 62,000 元。

在計算的第二步，因為法條規定的本條責任上限為依據金商法 19 條規定所計算出之金額，因此仍需確認上開損賠金額是否逾越上限。在系爭股份已處分情形，為取得價格與處分價格的差價，在未處分情形，則為取得價格與言詞辯論終結價格的差價；此部分股份的認定，首先因金商法 19 條之基礎請求權 18 條係以「不實記載存在」為前提，則可以推論實施日前的股份取得，並不計入；再者依據 livedoor 事件東京高院判決，則說明「公布日前取得又賣出的股份列入排除的對象」以及採取「以取得時期較早者，依序為處分」的計算方式，且觀察多筆法院判決計算附表，處分日期皆在

公布揭露日之後，並採先進先出的配對方式，似可得知在不實記載期間的買入賣出行為會先計算出淨股數而非直接價格配對。從而據上，若言詞辯論終結日股票價格為 30 元，且至言詞辯論終結仍保有 1 張，則在案例一的情形，t3 買入的 1 張和 t4 買入的其中一張會先和 t6 賣出的 2 張配對，而剩下 t4 買入 1 張和 t5 買入 1 張為基礎，計算的上限金額即為[(76-40)+(68-30)]*1,000=74,000 元，最後的容許價格為較低的 62,000 元；在案例二的情形亦同。

惟得出「21-2 推算金額」與「19 條計算金額」孰低的金額後，法院最後仍會根據 21-2 條 5、6 項規定，將「和不實記載無因果關係」之價格下跌為扣除，則若法院最終心證認為無因果的部分為 20%，則在案例一與二的最終認定的損賠金額為 62,000*0.8=49,600 元。

第二款 法院肯認取得自體損害的情形

一、 合格股份計算

正如前述，因為金商法 21-2 條僅為推定計算規定，仍有不少原告試圖先位主張較高的取得自體損害，在法院承認取得自體損害情形（即前例的西武鐵道事件、Produce 事件），即為回復原狀的概念，則在不實期間之後的取得股份行為皆會計入。在案例一、二中，假設至言詞辯論終結日仍持有一張（即 t7 後無賣出行為），則 t3 買入的 1 張和 t4 買入的其中一張會先和 t6 賣出的 2 張配對，而以 t4 買入 1 張（即已處分部分，和揭露日後的 t7 賣出做配對）和 t5 買入 1 張（即事實審言詞辯論終結仍持有部分）為基礎，此部分為列入計算的交易行為。

二、 損害金額計算

取得自體損害的計算方式區分股份是否已經處分，若已經處分則以取得價格與處分價格之差額為損害，尚未處分者則以言詞辯論終結日股價或是推定股價之差額為損害。惟因為西武鐵道事件後法院形成穩定見解，認為此部分計算出的基礎仍應扣除「和不實記載無相當因果的部分」，在揭露後

除了恐慌拋售、信譽毀損所造成的下跌加劇外，若無其他和不實記載無相當因果造成的下跌，例如於西武鐵道事件，法院係以不實記載公布日前後區分兩階段分別計算，第一階段為揭露日前的損失，此部分會扣除「和不實記載無相當因果的部分」，第二階段為揭露日後的損失，此部分則不再扣除「和不實記載無相當因果的部分」。

該計算公式，其中一法院見解認為應扣除無相當因果部分高達 90%，則在已經處分情形，損害為(取得價格-處分價格)-(取得價格-揭露日前日收盤價)*0.9；在未處分情形，損害為(取得價格-言詞辯論終結推定股價)-(取得價格-揭露日前日收盤價)*0.9；另一法院則認為應扣除無因果部分為 85%，由於該案原告皆已處分，其損害為(取得價格-揭露日前日收盤價)*0.15+(揭露日前日收盤價-處分價格)。由上述區分方式可知，若非本案原告處分時點皆在揭露日之後，即為在揭露日前的處分股數已經和揭露日前的取得股數為相抵而以揭露日持有淨股數為基準，正如前述 Produce 案說明者「從距離不實記載公布最近的時期取得之股份依序回溯計算取得總額，直到計算到目前保有的股份數為止」之做法。故若依此脈絡，以討論案例一為例，假設 t7 之後無賣出行為，且言詞辯論終結日推定股價為 30 元，似可推論計算基礎為[(76-40)+(68-30)]*1,000=74,000 元，而此部分仍要再依據法院心證扣除「無相當因果的價格下跌」，而得出最終的損賠金額。

第三節 公開說明書不實

第一項 法規

日本法於發行市場中就公開說明書、有價證券申報書等募集發行、再次發行的書類之不實記載，除了作為一般性規定的金商法 17 條以外，亦如同上述的區分方式分別以發行人、關係人為規範，如下分述。

第一款 使用有不實記載的公開說明書之責任

根據金商法第 17 條[410] ，使用就重要事項有虛偽不實記載，或是欠缺應記載之重要事項或為避免產生誤解的重要事實記載之公開說明書或是資料，而使他人取得有價證券者，對其負損害賠償責任。

本條的責任主體為「使他人取得有價證券者」，例如發行人、承銷券商或進行勸誘、說明行為者也將被包含，且本條責任範圍不僅限於公開說明書，而及於所有募集、再次發行所會使用到的所有資料，所謂資料，依照金商法 13 條 5 項的定義，包含文書、圖畫、音聲、口頭說明等資料，且不以發行人所做成的為必要[411]。本條責任性質為有價證券發行過程中，一般性的不實資訊揭露相關責任，而有各種被廣泛主張的可能性，例如：承銷證券商在募集賣出時，未確認有價證券發行公司相關的虛偽流言，就對投資者口頭傳達，使其取得有價證券的情形，因為承銷證券商相對於有價證券發行公司，通常更具有流言真偽的確認能力，因此有過失，就可能負有

---

[410] 第 17 條（虚偽記載のある目論見書等を使用した者の賠償責任）
第四条第一項本文、第二項本文若しくは第三項本文の規定の適用を受ける有価証券又は既に開示された有価証券の募集又は売出しについて、重要な事項について虚偽の記載があり、若しくは記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な事実の記載が欠けている第十三条第一項の目論見書又は重要な事項について虚偽の表示若しくは誤解を生ずるような表示があり、若しくは誤解を生じさせないために必要な事実の表示が欠 けている資料を使用して有価証券を取得させた者は、記載が虚偽であり、若しくは欠けていること又は表示が虚偽であり、若しくは誤解を生ずるような表示であり、若しくは表示が欠けていることを知らないで当該有価証券を取得した者が受けた損害を賠償する責めに任ずる。ただし、賠償の責めに任ずべき者が、記載が虚偽であり、若しくは欠けていること又は表示が虚偽であり、若しくは誤解を生ずるような表示であることを知らず、かつ、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかつたことを証明したときは、この限りでない。

[411] 神田秀樹、黒沼悦郎、松尾直彦（編）(2016)，《金融商品取引法コンメンタール１》，商事法務，頁 416。

本條責任[412]。

本條採取推定過失責任，即依本條但書，若能證明不知有虛偽不實記載情事、且盡相當注意仍然不知者免責。惟就因果關係、損害額度並無相關規定，故仍由請求權人舉證，因此在實務上並不容易獲得救濟[413]。

第二款 公開說明書等不實記載之申報人（發行人）責任

一、 法條規定與構成要件

根據金商法第 18 條[414]，分別於 1 項 2 項規定有價證券申報書、公開說明書不實的民事賠償責任。

就有價證券申報書部分，就重要事項有虛偽不實記載，或是欠缺應記載之重要事項或為避免產生誤解的重要事實記載，有價證券申報者（即發行人）對因募集或再次發行取得系爭有價證券者負損害賠償責任。此條性質為無過失責任。在因果關係方面，責任成立不以取得者取得有價證券時直接有參照有價證券申報書或是信賴其記載為必要，故此部分即使申報者舉證也無法免責，蓋價格形成已經是基於申報書的虛偽不實記載，故系爭取得者即使並沒有看申報書，也認為有因果關係存在，此部分類似美國對市場詐欺的理論[415]。依照本條與金商法 21 條 1 項的文義對比，請求權人亦無須對於因果關係進行舉證，責任主體之申報者可以舉證免責，以取得者取

---

412 同註 366，頁 203。

413 近藤光男、吉原和志、黒沼悦郎（2015），《金融商品取引法入門第 4 版》，商事法務，頁 205。

414 第 18 條（虚偽記載のある届出書の届出者等の賠償責任）
有価証券届出書のうちに、重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているときは、当該有価証券届出書の届出者は、当該有価証券を当該募集又は売出しに応じて取得した者に対し、損害賠償の責めに任ずる。ただし、当該有価証券を取得した者がその取得の申込みの際記載が虚偽であり、又は欠けていることを知つていたときは、この限りでない。
２前項の規定は、第十三条第一項の目論見書のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若し くは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている場合について準用する。この場合において、前項中「有価証券届出書の届出者」とあるのは「目論見書を作成した発行者」と、「募集又は売出しに応じて」とあるのは「募集又は売出しに応じ当該目論見書の交付を受けて」と読み替えるものとする。

415 同註 366，頁 204-205。

得申報書時知悉記載有欠缺或虛偽情事，此時認為損害和虛偽不實記載間沒有因果關係。

就公開說明書部分，其責任構成要件與效果都準用 18 條 1 項有價證券申報書的部分，惟和前項相異的點在於，因為有價證券申報書屬於金商法 25 條應交付公眾閱覽的書類文件，仍然可能對發行後該系爭有價證券和同公司發行的其他有價證券帶來影響，故 2004 年修法時新增金商法 21-2 規定，使有價證券申報書之申報人（即發行人）亦須對流通市場投資者負責，但公開說明書因只對發行市場投資人有影響，故並無此規定。

二、 損害賠償額度計算

金商法 18 條有價證券申報書及公開說明書有不實記載的損害賠償計算部分，於金商法第 19 條 1 項[416]訂有法定損害賠償額的計算規定，其思考觀點是原狀回復請求權人和發行人投資之前的經濟狀態，即前述的「自體取得損害」，要是沒有虛偽不實記載，取得者就不會取得該有價證券，以此規定損害賠償之計算方法。另外法定損賠額的框架下，雖然請求權人毋庸舉證受有多少損害，但若能證明有比此更高的損害也無法再為請求。

根據金商法第 19 條規定，法定損賠額區分請求權人請求時是否已經處分系爭有價證券，若作為請求權人之取得者尚未處分有價證券，應賠償請求時的市場價額，若無市場價額，則以該時點推定之處分價額；若取得者已經處分該有價證券，則應賠償取得時所支付的對價扣除處分時價格之價額，在此情況，請求時系爭有價證券的價格變動，對賠償額無影響。另須注意者為，所謂「請求時之市場價額」，於實務見解認為係「該審言詞辯論終結時」，而非字面解釋的「起訴時」價額。

---

[416] 第 19 條（虚偽記載のある届出書の届出者等の賠償責任額）
前条の規定により賠償の責めに任ずべき額は、請求権者が当該有価証券の取得について支払つた額から次の各号の一に掲げる額を控除した額とする 。
一 前条の規定により損害賠償を請求する時における市場価額（市場価額がないときは、その時における処分推定価額）
二 前号の時前に当該有価証券を処分した場合においては、その処分価額

雖說在「自體取得損害說」下，投資人既然本來就不會取得系爭有價證券，更不會負有市場全體變動的風險，因此與此相伴的損害不應仍認為和虛偽不實記載間有因果關係，也就是說，即使市價下滑是因為市場全體的變動而和虛偽不實記載無關，也不會使賠償因而減少[417]，但 19 條 2 項[418]仍然規定了損害額酌減的規定，亦即若申報者可以證明取得者的損害額，其全部或一部是因為虛偽不實記載之申報書以外的事由所產生的，於此限度內可以減少賠償額，就此部分的相關判例將如後述。

第三款 公開說明書等不實記載之關係人責任

根據金商法第 21 條，規定有價證券申報書及公開說明書虛偽不實記載，對發行市場取得系爭有價證券者之責任。21 條 1 項就有價證券申報書部分[419]，負責主體分別為役員、再次發行的持有人、提出無不實記載證明的公認會計師或監察法人、負責承銷之金融商品交易業者或金融機關；就公開說明書部分規定於同條 3 項[420]，並同前開發行人責任的立法模式，準

---

[417] 同註 366，頁 206。

[418] 前条の規定により賠償の責めに任ずべき者は、当該請求権者が受けた損害の額の全部又は一部が、有価証券届出書又は目論見書のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けていたことによつて生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じたことを証明した場合においては、その全部又は一部については、賠償の責めに任じない。

[419] 第 21 條（虚偽記載のある届出書の提出会社の役員等の賠償責任）
有価証券届出書のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているときは、次に掲げる者は、当該有価証券を募集又は売出しに応じて取得した者に対し、記載が虚偽であり又は欠けていることにより生じた損害を賠償する責めに任ずる。ただし、当該有価証券を取得した者がその取得の申込みの際記載が虚偽であり、又は欠けていることを知つていたときは、この限りでない。
一　当該有価証券届出書を提出した会社のその提出の時における役員（取締役、会計参与、監査役若しくは執行役又はこれらに準ずる者をいう。第百六十三条から第百六十七条までを除き、以下同じ。）又は当該会社の発起人（その提出が会社の成立前にされたときに限る。）
二　当該売出しに係る有価証券の所有者（その者が当該有価証券を所有している者からその売出しをすることを内容とする契約によりこれを取得した場合には、当該契約の相手方）
三　当該有価証券届出書に係る第百九十三条の二第一項に規定する監査証明において、当該監査証明に係る書類について記載が虚偽であり又は欠けているものを虚偽でなく又は欠けていないものとして証明した公認会計士又は監査法人
四　当該募集に係る有価証券の発行者又は第二号に掲げる者のいずれかと元引受契約を締結した金融商品取引業者又は登録金融機関

[420] 第一項第一号及び第二号並びに前項第一号の規定は、第十三条第一項の目論見書のうちに

用 1 項申報書的規定構成要件與法律效果，惟就公開說明書的負責主體，僅為役員及再次發行的持有人，蓋此時就公認會計師及監察法人部分，因為在公開說明書上面的監查證明是由發行公司複寫的，公認會計師和監察法人負 21 條 1 項 3 款的有價證券申報書虛偽不實記載責任即已足夠；而就締結承銷契約的金融商品交易業者及金融機關部分，也因為使用了公開說明書之行為，而依照 17 條負責即已足夠[421]。

本條責任於同條 2 項[422]設有過失責任轉換之規定，亦即責任主體須證明自己不知悉系爭記載有不實或欠缺、或是無故意過失情形才可免責。就承銷之金融商品業者、金融機關部分，則另外明定財務計算相關的書類之相關部分，即使不知道有虛偽不實記載，而未盡相當注意義務，仍然免責，此部分立法理由以財務計算相關書類是公認會計師、監察法人的負責範圍，只要相信其出具的監察證明即已為足[423]。

金商法 22 條[424]則為對流通市場，即非因募集發行或再次發行取得系爭

重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている場合について準用する。この場合において、第一項中「募集又は売出しに応じて」とあるのは「募集又は売出しに応じ当該目論見書の交付を受けて」と、「当該有価証券届出書を提出した会社」とあるのは「当該目論見書を作成した会社」と、「その提出」とあるのは「その作成」と読み替えるものとする。

421 同註 366，頁 217-218。同註 411，頁 446。

422 前項の場合において、次の各号に掲げる者は、当該各号に掲げる事項を証明したときは、同項に規定する賠償の責めに任じない。

一　前項第一号又は第二号に掲げる者　記載が虚偽であり又は欠けていることを知らず、かつ、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかつたこと。

二　前項第三号に掲げる者　同号の証明をしたことについて故意又は過失がなかつたこと。

三　前項第四号に掲げる者　記載が虚偽であり又は欠けていることを知らず、かつ、第百九十三条の二第一項に規定する財務計算に関する書類に係る部分以外の部分については、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかつたこと。

423 同註 366，頁 216。惟就此處批判見解指出如此一來，對金融商品交易業者來說，在締結承銷契約的時候，就財務計算書類最安全的作法是直接相信監察證明，而不要再去做更多調查，因為如果知悉了有虛偽不實記載，反而可能會要負責任，但是這樣一來，就會背離立法意旨的守門人責任的期待機能，且事實上因為財務計算相關書類也包含公開說明書，而有 17 條責任構成可能，金融商品交易業者等仍須盡相當注意。同註 411，頁 444-445。

424 第 22 條（虚偽記載等のある届出書の提出会社の役員等の賠償責任）

有価証券届出書のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているときは、第二十一条第一項第一号及び第三号に掲げる者は、当該記載が虚偽であり、又は欠けていることを知らないで、当該有価証券届出書の届出者が発行者である有価証券を募集若しくは売出しによらないで取得した者又は処分した者に対し、記載が虚偽であり、又は欠けていることにより生じた損害を賠償する責めに任ずる。

有價證券之投資人之保護規定，同發行人責任的立法模式，此處只就有價證券申報書不實為規範，而不及於公開說明書，其責任主體亦只有役員及出具監察證明的公認會計師或監察法人，並且在構成要件與法律效果上準用金商法 21 條之規定。值得說明者為，本條文義之請求權人為「系爭有價證券申報書之申報人作為發行人的有價證券之取得或處分者」，故不僅限於系爭有價證券申報書的該有價證券，只要能證明虛偽不實記載與損害之間的因果關係，皆可請求損害賠償[425]。

金商法第 21、22 條皆無就因果關係與損害額有特別規定，除了同前述採取類似美國對市場詐欺理論，不要求請求者以實際閱讀、信賴不實記載為必要，及被請求者得證明請求權人實際知悉不實記載以免責外，原則上應回到民法一般侵權原理處理，並由請求權人負舉證責任。

就損害額的計算，就 21 條對發行市場投資人責任，學說見解認為應參考 19 條的法定損賠額，以原狀回復觀點為計算，但 19 條以損害賠償請求時的有價證券市場價格為計算基準，在 21 條時應回歸侵權責任損賠計算原則，以言詞辯論終結時之市場價格為計算基礎[426]。就 22 條對流通市場投資人責任，如果能證明要是沒有虛偽不實記載就不會取得系爭有價證券，可以主張同上開原狀回復的損賠；否則以「若無虛偽不實記載，取得時應有價格」與「實際取得價格」差額為損賠計算基礎，若取得者對此損害額的計算有困難，亦有參考 21-2 條 3 項的計算方法之可能[427]。

第二項 法院判決

第一款 IHI 事件

一、 事實概要

IHI 公司於其 2006 年 9 月的半年報中不實記載其營業額，並基於此半

[425] 同註 366，頁 210。同註 411，頁 460。
[426] 同註 366，頁 212。同註 411，頁 441。
[427] 同註 366，頁 212。同註 411，頁 462。

年報於 2007 年 1 月製作有價證券申報書，透過一般募集及第三人增資，總共募集超過 600 億日圓。於 2007 年 6 月，IHI 又提出了同年 3 月期的有價證券報告書；同年 9 月 28 日，IHI 因為業績惡化等原因修正其報表，以其上一年度營業損失最大可能增加 280 億日圓，並且說明其 2006 年的 9 月半年報、2007 年 3 月的有價證券申報書有錯誤，另外就 2008 年 3 月期預期收益下修至 570 億日圓，此日也是法院認定之不實記載公布日；同年 12 月 12 日，又針對系爭 18 年 9 月半年報及依此製作的有價證券申報書提出修正，具體指出原本記載 28 億 1700 萬日圓的損失應上修至 100 億 9500 萬日圓。據其上，2007 年 1 月於發行市場、流通市場取得 IHI 股票之股東，分別基於金商法 18 條、21-2 條對其提起損害賠償訴訟[428]。

二、　法院見解

本案高等法院判決[429]以 IHI 提出修正報表的 2007 年 9 月 28 日作為不實記載公布日，原告部分區分發行與流通市場取得者之請求。就流通市場取得者部分，延續一審之請求，損害額部分將 21-2 條 3 項推定規定作為備位請求，而試圖先主張「取得自體損害」，亦即區分三個時點本件不實記載公布日、東京證交所解除 IHI 公司特別觀察類股票之 2009 年 5 月 12 日、以及一審言詞辯論終結日，在公布後、解除特別觀察前之期間處分者請求取得價額扣除處分價額；在解除特別觀察後、言詞辯論終結前期間處分者請求取得價額扣除 5 月 12 日當日收盤股價 167 日圓，或是請求取得價額扣除處分價額孰低；在言詞辯論終結後仍保有股份者請求取得價額扣除言詞辯論終結當日收盤價。就此先位請求，法院認為根據本案事實，縱無不實記載 IHI 公司也不會陷於債務超過的狀態，且無足以肯認該當廢止上市的情事存在，故雖可以認為若無不實記載 IHI 公司的股價會比原告取得價格為低，但無法該當若無不實記載就不會取得股份的情形。就本案原告先

428 松尾健一（2019），〈金融商品取引法 19 条 2 項の賠償の責めに任じない損害の額と民事訴訟法 248 条の類推適用――最一小判平 30・10・11 の検討〉，金融法務事情 2123 号，頁 28-29。

429 東京高裁平成 29 年 2 月 23 日判決，平成 27 年(ネ)第 1789 号，民集 72 巻 5 号 712 頁。

位主張，以解除特殊觀察類股票之 2009 年 5 月 12 日為不實記載公開完全反映在市場價格的時點，因而就此部分的股價下跌全部認為和本案不實記載有相當因果關係而為損害額的主張，但法院認為此時點距離不實記載公布日之 2007 年 9 月 28 日已經經過約 1 年 7 個月，而隨著時間經過不實記載和其公布對於市場的影響將遞減，同時作為證交所市場股價變化基礎的經濟狀況、市場要因、業界要因等情事的影響將逐漸增大，在如此長的期間內不能認為全部的股價下跌都是源於不實記載和其公布，再者縱使不實記載之公布仍殘存些許影響，其對股價的影響程度具體為何原告並未證明，因此認為原告的先位請求無理由，而應續審酌備位的推定規定。

另外法院在探討金商法 21-2 條責任時，就請求權人部分，被告抗辯於不實記載之報告書提出前買入，而後於不實記載公布日前賣出又買入，並持有至不實記載公布日者，應仍評價為在不實記載之報告書提出前就買入，且認為此類型原告的再買入並非基於不實記載內容，因此不實記載和原告取得股份間無相當因果關係，又若承認對此類原告的損賠，其在出售時已經獲得利益，又能因再購入取得損賠的話，對其他股東有所不公，而此類原告的請求將構成誠信原則的違反及權利濫用。法院審酌此類股東的賣出再買入狀況，認為其中 3 人之賣出買入交易皆間隔幾周至幾個月，可被認為是獨立的交易，不能評價為想要繼續保有在不實記載前就取得之股份，且也沒有足夠證據證明係基於不實記載以外的理由買入系爭股份，故此部分被告抗辯無理由；惟另一名原告於不實記載發生前至少保有 IHI 股份 2 萬股，而後於 2007 年 2 月 26 日賣出 1 萬股，同年 5 月 11 日又在同日重複買入賣出，由此交易型態，可認為和一邊賺價差一邊保有 IHI 股份行為相當，而認為此原告本件請求所基於的取得股份，應視為不實記載提出前就取得，從而不該當金商法 21-2 條 1 項要件，該原告之請求為無理由。

而就發行市場取得者，則以 19 條法定損賠額計算其損賠額。不論是 21-2 條或 19 條，法規皆對非因虛偽不實記載事由所產生的價格下跌，設有賠

償額減少之規定。就此法院之審酌被告 IHI 公司主張的各類原因，最後肯認三類型的原因作為酌減。第一類是「取得日後至公布日前的價格下降」，因為此時尚未知悉不實資訊，而認為股價的變動和不實記載並無關係，就此對流通市場投資人來說，法院認為此時期股價變化幅度不大，不予酌扣；而發行市場投資人取得新股發行價為每股 391 日圓、公布日之 9 月 28 日前每股價格為 361 日圓，差額 30 日圓部分則應予扣除。第二類是本件與本件不實記載相同時間點公佈的 570 億日圓預期業績下修，東京高等法院雖認為無法否認預期業績之修正和虛偽記載係出於 IHI 公司營運不佳的同一原因，但不能說不實記載促成了預期業績修正，故此部分也應扣除，而認定應扣除約 5 成之價額。第三類則是因 2007 年就 3 月期有價證券報告書不實記載所生的價格下跌，對於 2006 年半年報公開後至 2007 年 6 月有價證券報告書公開前取得系爭 IHI 股份之投資人，因此發生於系爭投資人應募、或是於流通市場買入股份之後，而認定應扣除約 2 成之價額。至此損害賠償計算公式，對依據金商法 21-2 之流通市場投資人來說，為依據同條 3 項推定損害計算公式計算出的每股 69.66 日圓，再依取得時點，若是於 2007 年 6 月有價證券報告書公開後取得者，則扣除 5 成價額，若為 2006 年半年報公開後至 2007 年 6 月有價證券報告書公開前取得，則要再扣除 5 成後再扣除 2 成，總計約 6 成的扣除額；對依據金商法 19 條之發行市場投資人來說，則為發行價 391 日圓扣除不實記載公布日前下跌後的每股 361 日圓，與處分價或一審言詞辯論終結 IHI 公司股價 291 日圓的差額，再扣除約 6 成之價額。

另外就損益相抵的部分，IHI 公司主張原告於不實半年報提出後至不實記載公布前，就賣出的股份所得利應和損害為相抵，惟法院認為所謂損益相抵，限損害和利益之間具有同質性，因為不法行為受損同時因為同一原因受有利益，為求公平才將利益從損害額中扣除，但本案損害係源於不實記載，而被告主張原告受有的利益並非源自同一原因，而不許損益相抵。

至於律師費用，法院認為所謂金商法 21-2 條 1 項之損害，已經包含所有「有相當因果關係之損害」，則推定規定所得之損害，也應認為包含律師費用，故不應再另外加計費用。

最高法院判決維持高等法院的判決，及提出認定酌減額度可以類推適用民事訴訟法 248 條之見解[430]，其判決要旨以「基於金融商品取引法 18 條 1 項損害賠償請求訴訟，就請求權人所受損害，若能肯認有系爭不實記載以外事項所導致價格下跌，系爭情事所生損害在性質上極難舉證其損害額時，法院得類推適用民訴法 248 條規定[431]，基於言詞辯論全意旨及證據調查結果，就金商法 19 條 2 項應扣除的損害額認定相當之金額。」

最高法院同高等法院見解，以金商法 18、19 條規定係政策性所訂定的法條，同時具有填補請求權人之損害及抑止不實資訊揭露以確保證券市場的公正性之目的，而使有價證券申報書之申報者負有無過失責任，並有鑑於請求權人就損害有舉證上之困難，減輕其舉證負擔，在使請求權人容易舉證一定的損賠額而為法定損賠額的規定同時，由此金額減除責任主體所舉證有價證券申報書不實記載無相當因果之事由所生的損害，以貼近事案而計算損賠額度。另外，若系爭不實記載以外是由所生的損害額度在性質上極難舉證，而完全不列入金商法 19 條 2 項扣除額，將有違雙方當事人衡平的觀點，於此相當民事訴訟法 248 條，在所生損害額度性質上極難舉證的情形下，由法院基於言詞辯論全意旨與證據調查的結果酌定相當的損害額，亦是基於當事人衡平的觀點所訂立的。基於上述理由，而肯認民事訴訟法之推定可能。另外，最高法院亦特別指出，金商法 21-2 條 6 項亦有法院酌定額度的規定，但因為 19 條並未設有相當規定，故並不會對以上可以類推適用民事訴訟法規定的見解產生任何影響。

---

[430] 最高裁判所第一小法廷平成 30 年 10 月 11 日判決，平成 29(受)第 1496 号，民集第 72 巻 5 号 477 頁。

[431] 民事訴訟法第 248 條（損害額の認定）
損害が生じたことが認められる場合において、損害の性質上その額を立証することが極めて困難であるときは、裁判所は、口頭弁論の全趣旨及び証拠調べの結果に基づき、相当な損害額を認定することができる。

第三項 評析與小結

日本法規對於初級市場投資人的保護，於發行人責任部分已經規定有金商法 19 條，並且既然為法定損賠責任，則投資人亦無另外主張損害的餘地，顯得此部分的操作極為機械，唯一影響判決穩定性的將會是 19 條 2 項的酌減事項，並且自 IHI 事件後穩定認為法院得類推適用民事訴訟法 248 條心證認定其金額。惟就發行人以外關係人之責任部分，因為欠缺特別法規規定而回歸民法機制處理的結果，將使得投資人陷入舉證困難，在實務上也罕見案例。

第四節 操縱行為

第一項 法規

日本金商法於第 159 條規定市場操縱行為禁止之規定，並且區分三種大類型的行為，分別是「虛假交易之市場操縱行為」、「藉由現實交易或表示之市場操縱行為」、以及「違反政令之市場安定操作」。就虛假交易部分，訂定於 159 條 1 項，包含沖洗買賣、相對委託等，並於主觀要件要求以使投資人產生「誤認」為目的；就現實交易或不實表示部分，訂定於同條 2 項，主觀要件要求使投資人產生「誘使交易」為目的[432]。

違反市場操縱規定之民事責任訂定於金商法第 160 條[433]，其性質被認為是民法侵權責任的特別規定，以回復受到操縱市場的錯誤資源分配原狀為保護法益，也就是以維護證券市場適正的資源分配機能為目的，並使因為信賴受到操縱的市場而為交易進而受有損失的投資人獲得救濟[434]。本條的請求權人為於市場中就系爭金融商品有買賣交易或委託買賣交易者，因為操縱市場行為事實而影響到交易時之價格，以該價格進行證券買賣並進而受有損害，由本條文義觀之，似乎請求權人須就上述全部要件進行舉證。

就請求之損害，因為法條並無特別規定，如何計算將成為問題。在此的思考觀點，基本上同前述取得自體損害與高值取得損害，即以取得本身作為損害而請求原狀回復的賠償，以及以市場應有價格及因為市場操縱產生價格之差額作為損害，前者必須證明「若無操縱市場行為即不會取得系爭有價證券」之特別情事存在，後者之損害程度雖然被認可的可能性較高，

---

[432] 岸田雅雄（監修）、神作裕之、弥永真生、大崎貞和（編）（2020），《注釈金融商品取引法第 4 巻》，きんざい，頁 24。

[433] 第 160 條（相場操縱行為等による賠償責任）
前条の規定に違反した者は、当該違反行為により形成された金融商品、金融指標若しくはオプションに係る価格、約定数値若しくは対価の額により、当該金融商品、金融指標若しくはオプションについて、取引所金融商品市場における有価証券の売買、市場デリバティブ取引、店頭売買有価証券市場における有価証券の売買若しくは取扱有価証券の売買（以下この項において「取引所金融商品市場等における有価証券の売買等」という。）をし、又はその委託をした者が当該取引所金融商品市場等における有価証券の売買等又は委託につき受けた損害を賠償する責任を負 う。

[434] 神田秀樹、黒沼悦郎、松尾直彦（編）（2011），《金融商品取引法コンメンタール 4》，商事法務，頁 44。同註 70，頁 60。

但「應有價格」為何亦將成為難題，或許可以系爭操縱市場行為前市場價格、及操縱行為終止後價格下跌程度作為參照，此處或可參考金商法 21-2 條的推定規定，惟在財報不實記載的情形，藉由正確資訊的公布可以直接反映在市場價格上，但於市場操縱的情形，究竟應以何作為相當於「不實記載公布」的時點將有困難，而無法簡單地進行類推適用之處理[435]。

第二項 評析與小結

因市場操縱行為所生的損害賠償，同前述財報、公開說明書不實的關係人責任，只要法條未有特別規定，一律回歸民法法理，也使得投資人可能陷入舉證困難進而無法求償的困境。於日本判決資料庫搜尋相關判決，自昭和時期至今也不過寥寥數篇且都仍停留在地院判決而未有上訴，就此部分缺乏實務見解，且少有討論情況下，如何計算將有賴未來觀察。

[435] 同註 434，頁 46。

第五章 歐盟及德國法就證券詐欺案件損害賠償計算方式之規範、法院判決與學者見解

第一節 概說

歐盟資本市場法規自 1990 年代逐漸深入影響其成員國的法律[436]，其中與次級市場的資訊公開或有價證券發行、出售、申請上市有關資訊之規範，以及操縱市場的規定係散佈在不同指令（Richtlinie, directive）與規則（Verordnung, regulation）[437]中，且陸續進行修訂。

關於次級市場的資訊公開，歐盟透過不同指令或規則嘗試讓各成員國的相關規範能盡量調和一致，例如 2004 年公布的「透明指令」（Transparenzrichtlinie, Directive 2004/109/EC）[438]，其目的係要求各成員國對允許在證券市場交易的發行人資訊公開應盡量一致化，且所有發行人重要資訊在歐洲全境公開並進行數位資訊保存，以使投資人能即時獲得正確完整資訊，供其投資判斷參考之用。而本指令之後，歐盟陸續發布相關規範來完善補充本指令，例如 2007 年的執委會指令（Commission Directive 2007/14/EC）[439]，對投資人持有重大股權、財務報告公開等事宜訂定執行規範，2019 年的執委會授權規則（Commission Delegated Regulation （EU） 2018/815）[440]，對發行人年度財報之單一電子報告格式制定規範。又歐盟於 2013 年公布「會計指令」（Bilanzrichtlinie, Directive 2013/34/EU）[441]，以

---

[436] Vgl. Szesny/Kuthe, Kapitalmarkt Compliance, C.F. Müller, 2014, S. 12 Rn. 36.

[437] 指令與規則均是歐盟法規的形式，依歐洲聯盟運作方式條約（Treaty on the functioning of the European Union）第 288 條規定，指令具約束力，以使每一成員國達成其所訂立之目標，但成員國當局可選擇其達成的形式和方法，因此，成員國須依指令轉換立法，而規則係全聯盟普遍適用，所有成員國受其規範約束且其規定內容直接適用於所有成員國。

[438] Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC. OJ L 390, 31.12.2004, p. 38–57.

[439] Commission Directive 2007/14/EC of 8 March 2007 laying down detailed rules for the implementation of certain provisions of Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market. OJ L 69, 9.3.2007, p. 27–36.

[440] Commission Delegated Regulation （EU） 2018/815 of 17 December 2018 supplementing Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on the specification of a single electronic reporting format. OJ L 143, 29.5.2019, p. 1–792.

[441] Directive 2013/34/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on the annual

建立歐盟境內企業向公眾提供的財務資訊應有相同的水準。除前述指令外，歐盟亦針對內部資訊的公開及內線消息的不法行為加以規範，其在 2003 年公布「市場濫用指令」（Directive 2003/6/EC）[442]，然因指令僅係確立最低規範標準，允許歐盟各成員國依照本身國內條件，於規定之特定期間內依指令轉換制訂符合其所需的法律，造成各成員國依指令所制定的內線交易及市場操縱禁止規範產生落差，出現監管套利，而使規範效果大打折扣，因此，歐盟於 2014 年制定「市場濫用規則」（Regulation（EU）No 596/2014）[443]取代原先之市場濫用指令，而本規則係逕自直接適用於歐盟各成員國。依本規則第 17 條規定，發行人應盡快向公眾揭露與該發行人直接相關的內部資訊，以供投資人投資判斷參考，但對未及時揭露或揭露之資訊不實時，是否及如何負民事賠償責任，本規則則未有規定。對於歐盟上述關於次級市場發行人資訊或財務資訊的相關指令，德國「證券交易法」（下稱證交法）業已完成相關的轉換立法，而關於發行人資訊、內部資訊未及時公開或公開不實的民事賠償責任，德國現行證交法係規定於第 97、98 條[444]，但專門針對財報不實（Bilanzfälschung）的民事賠償責任，在證交法未有明文規定，德國商法則係規範其刑事責任，因此，財報不實的民事賠償責任主要依民法侵權行為的相關規定來究責，或視情況適用證交法第 97、98 條規定。

關於有價證券發售或進入證券市場交易之公開說明書的規範，歐盟原本係以「公開說明書指令」（Directive 2003/71/EC）[445]規範之，各成員國再

financial statements, consolidated financial statements and related reports of certain types of undertakings, amending Directive 2006/43/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC Text with EEA relevance. OJ L 182, 29.6.2013, p. 19–76.

[442] Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation （market abuse）. OJ L 96, 12.4.2003, p. 16–25.

[443] Regulation （EU） No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse （market abuse regulation） and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC Text with EEA relevance. OJ L 173, 12.6.2014, p. 1–61.

[444] 舊證交法係規定於第 37b、37c 條，自 2018 年 1 月修法後改列第 97、98 條。

[445] Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending

依此轉換為國內法，而現已改由 2017 年的 1129 號「公開說明書規則」（Regulation （EU） 2017/1129）[446]取代之，亦即本規則直接適用於歐盟各成員國而無須轉換立法，然而對公開說明書之資訊不實，本規則僅規範應追究其責任，但如何究責，未有進一步規定，因此，仍須由歐盟成員國藉由其國內法規定補充之，對此，德國於「有價證券公開說明書法」（Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist，簡稱 Wertpapierprospektgesetz 或 WpPG）中規定其民事賠償責任。

關於操縱市場的規範，係依歐盟 2014 年的「市場濫用規則」，惟本規則並未就刑事責任予以規範，且歐盟各成員國對此之規定不一，甚至有的成員國無刑事處罰規定，因此，為強化打擊市場濫用行為，歐盟於 2014 年亦同時制定「市場濫用刑事制裁指令」（Directive 2014/57/EU）[447]，要求成員國必須至少對具有意圖之嚴重犯行者，依本指令轉換立法，將其刑事處罰規定納入各成員國的國內法。為配合歐盟 2014 年的市場濫用規則自 2016 年 7 月 3 日開始直接適用於各成員國，因此，德國立法者配合修訂證交法，除保留相關處罰規定依指令進行適度修正外，刪除關於內線不法行為、市場操縱行為的犯罪構成要件規定，故歐盟現行所有成員國，包括德國在內，均適用一致性的犯罪構成要件之規定，亦即內線不法行為及操縱行為的犯罪構成要件係直接依據歐盟市場濫用規則而定，但其刑事或行政處罰規定則仍是依德國證交法規定。然而不論是歐盟市場濫用規則或德國證交法均未規定市場操縱的民事賠償責任，因此，其究責的主要法源依據仍是回歸民法侵權行為的相關規定。

Directive 2001/34/EC. OJ L 345, 31.12.2003, p. 64–89.

[446] REGULATION（EU）2017/1129 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC. OJ L 168, 30.6.2017, p. 12–82.

[447] Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse （market abuse directive）. OJ L 173, 12.6.2014, p. 179–189.

第二節 次級市場的資訊不實

關於次級市場的資訊不實規範，涉及財報不實及其他發行人資訊不實，以下就歐盟及德國法規、法院判決進行介紹。

第一項 法規

第一款 歐盟

歐盟 2004 年之透明指令指出，高效率、透明和整合的證券市場有助於建立歐盟單一市場，而準確、全面和及時揭露關於證券發行人的資訊，可建立投資人信心，並得讓投資人對其業務活動和資產進行明智的評估，從而加強投資人保護及增加市場效率，故證券發行人應定期透過資訊交流，以確保其對投資人的適當透明度。本指令係規範進入證券市場交易之發行人定期性資訊和持續性資訊公開的要求，定期性資訊包括年度、半年度財務報告、管理聲明（第 4、5、6 條），持續性資訊包括取得或出售重大股權的通知、取得或處置重大表決權、重大持股的其他資訊、股票或債券獲准在證券市場交易之發行人的資訊要求（第 9、10、16、17、18 條）等。而對於責任規範，本指令僅於第 7 條[448]規定，成員國應確保第 4、5、6 和 16 條規定之資訊的編擬和公開至少應由發行人或其行政、管理或監督機關負責，並應確保其關於責任規範的法律及行政規定適用於發行人、本條提及的機關或發行人內部之負責人。由於除第 7 條外，本指令未有其他責任規範，且第 7 條之規定僅係原則性規範，因此，若發生資訊不實情事時，如何定其民事賠償責任，應依各成員國之國內法規範。至於 2007 年的執委會指令、2019 年的授權規則，係就 2004 年的透明指令訂定執行規範，並未涉及責任規範。

[448] Article 7 Responsibility and liability: Member States shall ensure that responsibility for the information to be drawn up and made public in accordance with Articles 4, 5, 6 and 16 lies at least with the issuer or its administrative, management or supervisory bodies and shall ensure that their laws, regulations and administrative provisions on liability apply to the issuers, the bodies referred to in this Article or the persons responsible within the issuers.

歐盟 2013 年的會計指令係就各類型企業（包含微型企業、小型企業、中型企業、大型企業、小型集團、中型集團、大型集團）[449]的年度財務報表，合併財務報表和相關報告，其結構、內容、使用的估價基礎以及資訊揭露予以原則性規範，以協調歐盟成員國國家法規，使其具有相同的水準，並對中小型企業減輕行政負擔，改善其商業環境並促進其國際化。對於財務報表與相關報告的編製與公開之義務與責任，本指令僅在第 33 條[450]為原則性規範，要求成員國應確保企業的行政、管理和監督機關成員在其本國法律賦予他們的權限範圍內負有共同任務，依本指令要求或依（EC）第 1606/2002 號規則採用的國際會計標準，對年度財務報表、合併財務報表和相關報告進行編製與公開，且成員國應確保其法律、行政法規的責任規範，適用於企業的行政、管理和監督機關成員，至少在其違反前述編製與公開義務時，應確保其對企業應負的責任，惟除此之外，本指令並無其他責任規範，因此，若發生財報資訊不實情事時，如何追究其民事賠償責任，仍是應依各成員國的國內法規定之。

---

[449] 依會計指令第 3 條規定，微型企業係在其資產負債表日不超過以下三個規模標準中至少兩個的限制：總資產 350,000 歐元、淨銷售額 700,000 歐元、本財政年度的平均僱員人數 10 人；小型企業不超過以下三個規模標準中至少兩個的限制：總資產 4,000,000 歐元、淨銷售額 8,000,000 歐元、本財政年度的平均僱員人數 50 人；中型企業不超過以下三個規模標準中至少兩個的限制：總資產 20,000,000 歐元、淨銷售額 40,000,000 歐元、本財政年度的平均僱員人數 250 人；大型企業超過以下三個規模標準中的至少兩個：總資產 20,000,000 歐元、淨銷售額 40,000,000 歐元、本財政年度的平均僱員人數 250 人；小型集團是指由母企業和子企業組成的集團，其等將被納入合併，並在合併基礎上，於母企業資產負債表日不超過以下三個規模標準中至少兩個的限制：總資產 4,000,000 歐元、淨銷售額 8,000,000 歐元、本財政年度的平均僱員人數 50 人；中型集團不超過以下三個規模標準中至少兩個的限制：總資產 20,000,000 歐元、淨銷售額 40,000,000 歐元、本財政年度的平均僱員人數 250 人；大型集團超過以下三個規模標準中的至少兩個：總資產 20,000,000 歐元、淨銷售額 40,000,000 歐元、本財政年度的平均僱員人數 250 人。

[450] Article 33 Responsibility and liability for drawing up and publishing the financial statements and the management report:

1. Member States shall ensure that the members of the administrative, management and supervisory bodies of an undertaking, acting within the competences assigned to them by national law, have collective responsibility for ensuring that: （a） the annual financial statements, the management report and, when provided separately, the corporate governance statement; and（b）the consolidated financial statements, consolidated management reports and, when provided separately, the consolidated corporate governance statement, are drawn up and published in accordance with the requirements of this Directive and, where applicable, with the international accounting standards adopted in accordance with Regulation （EC） No 1606/2002.

2. Member States shall ensure that their laws, regulations and administrative provisions on liability, at least towards the undertaking, apply to the members of the administrative, management and supervisory bodies of the undertakings for breach of the duties referred to in paragraph 1.

歐盟除前述指令所規範的資訊公開外，亦於市場濫用規則第 17 條規定，發行人應盡快向公眾揭露與該發行人直接相關的內部資訊，以供投資人投資判斷參考，而何謂內部資訊，則是規定在第 7 條，惟對未及時揭露或揭露之資訊不實時，是否及如何負民事賠償責任，本規則並無相關規定，從而仍是應依各成員國的國內法規定之。

第二款 德國

一、證交法第 98 條

對於次級市場之資訊不實責任，係規範於德國證交法第 98 條，依其第 1 項規定，金融商品被核准在國內證券市場交易或申請在國內監管市場或多邊交易系統交易之發行人，其依歐盟市場濫用規則第 17 條所公開之內部資訊若有不實，且該資訊與發行人直接有關者，則發行人應對以下信賴資訊正確之人因此所受損害負賠償責任：1. 在不實資訊公開發布後取得金融商品，且在資訊不實被揭發時仍持有者（買貴了）；2. 在不實資訊公開發布前已取得金融商品，且在資訊不實被揭發前已出售者（賣便宜了）。同條第 2 項規定，若能證明非因重大過失而不知內部資訊不正確者，無須依第 1 項負責；第 3 項規定，若買貴了之人於金融商品取得時或賣便宜了之人於金融商品出售時已知資訊不實之情事，則其無請求賠償權利；第 4 項規定，基於契約或故意侵權行為之民法規定的請求權行使不受影響；第 5 項規定，若事先約定減少或免除發行人因第 1 項責任所得對董事主張之權利者，其約定無效。

（一）責任性質

關於本條規定之責任性質的觀點，有兩種可能的解釋：特殊侵權責任和法定信賴責任[451]。若考量發行人之機關成員或第三人依德國民法第 830

[451] Vgl. Schwark/Zimmer/Zimmer/Steinhaeuser, 5. Aufl. 2020, WpHG §§ 97, 98 Rn. 11.

條（同謀或參與者）可能的共同責任，或德國民法第 278 條（債務人對他人過失的承擔責任）的適用問題，則本條責任性質的討論有其現實意義，惟其究屬何種責任性質，與司法管轄權無關，蓋次級市場的資訊不實爭議係屬德國民事訴訟法第 32b 條的專屬管轄。然而若從本條立法沿革、立法者意圖、立法材料，以及依「債務現代化法」增訂民法第 311 條第 3 項（非契約當事人的信賴責任）規定後，則本條責任性質解釋上應較接近法定信賴責任[452]。

（二）賠償責任要件

1. 賠償義務人

本條規定之賠償義務人，依條文明確的文義規定，為金融商品被核准在國內證券市場交易或申請在國內監管市場或多邊交易系統交易的發行人，至於其他人，如發行人的機關成員，則依其他可能的法律基礎承擔責任，或亦可考量是否得依民法第 830 條（同謀或參與者）向其索賠[453]。

2. 資訊的客觀違法性

本條規定之資訊義務違法規定係與歐盟市場濫用規則第 17 條的內部資訊公開規定有關，而何謂內部資訊，係規定在市場濫用規則第 7 條，例如直接或間接與一個或多個發行人或一種或多種金融商品有關，不為公眾所知的明確資訊，且如果該資訊被公眾所知，將能夠對其價格或相關衍生金融商品的價格產生重大影響者屬之。對於本條資訊的客觀違法性係指，當該內部資訊直接與發行人有關，其涉及不實（錯誤、不完整或誤導）的有利或不利資訊，且該不實資訊的真實內容不為公眾所知。是否存有資訊客觀違法性，其舉證責任由賠償義務人負責[454]。

---

[452] 相關進一步討論，參閱上註，Rn. 11-15。
[453] Vgl. Schwark/Zimmer/Zimmer/Steinhaeuser, 5. Aufl. 2020, WpHG §§ 97, 98 Rn. 32.
[454] Vgl. Schwark/Zimmer/Zimmer/Steinhaeuser, 5. Aufl. 2020, WpHG §§ 97, 98 Rn. 61.

3. 非法性

由於本條規定係基於過錯的賠償責任，因此，引起賠償的行為必須是非法的，亦即違背法律規定。

4. 主觀構成要件

依本條第 2 項規定，賠償義務人若能證明非因重大過失而不知內部資訊不正確者，無須依第 1 項負責。由於賠償義務人為發行人，身為法人本身並無意識，因此，是否因重大過失而不知內部資訊不正確的判斷係依其機關之意識來判斷，尤其是指負責執行資訊公開要求的董事會[455]。本要件之舉證責任，依法條文義規定，係由賠償義務人負擔。

5. 賠償權利人

依本條第 1 項規定，賠償權利人包括 1. 在不實資訊公開發布後取得金融商品，且在資訊不實被揭發時仍持有者（買貴了），及 2. 在不實資訊公開發布前已取得金融商品，且在資訊不實被揭發前已出售者（賣便宜了），但不包括那些資訊義務違反期間未進行交易的投資人，即使其若知曉真實情況而可能做出其他決定者[456]。

6. 責任排除

依本條第 3 項規定，若買貴了之人於金融商品取得時或賣便宜了之人於金融商品出售時已知資訊不實之情事，則其無請求賠償權利，本項規定排除德國民法第 254 條與有過失的責任分擔規定，其一方面意謂著，僅在明知不實的情況下方排除賠償權利人之請求權，若因重大過失或其他形式之與有過失而不知，則不能排除其請求權，另一方面也意謂著，在符合第 3 項的情況下，將完全排除賠償權利人之請求權，而不考量雙方與有過失的情況[457]。對於賠償權利人是否有明知資訊不實的情況，其舉證責任由賠

[455] Vgl. Schwark/Zimmer/Zimmer/Steinhaeuser, 5. Aufl. 2020, WpHG §§ 97, 98 Rn. 67.
[456] Vgl. Schwark/Zimmer/Zimmer/Steinhaeuser, 5. Aufl. 2020, WpHG §§ 97, 98 Rn. 87、88.
[457] Vgl. Schwark/Zimmer/Zimmer/Steinhaeuser, 5. Aufl. 2020, WpHG §§ 97, 98 Rn. 90.

償義務人負擔，且因舉證之不易，此規定之適用大受限制而無太大意義[458]。

7. 舉證責任

賠償權利人及賠償義務人必須就其有利於己之主張負舉證責任，故賠償權利人須舉證證明所公開之資訊存有不實情況，以及其因買貴或賣便宜而有損害賠償權利。而賠償義務人，依前述，就第 2 項非因重大過失而不知內部資訊不正確，及第 3 項是否賠償權利人有明知資訊不實的情況負舉證責任[459]。

（三）賠償內容和因果關係

本條並未規定如何賠償，因此應回歸德國民法第 249 條以下規定（回復原狀、金錢賠償，相當於我國民法第 213 條以下條文規定）的適用，且僅得請求消極利益（negative Interesse），亦即若未發生損害事件，投資人應有的財產狀態[460]。然而應如何確定投資人此種假設的財產狀態，頗值得懷疑，因此，有主張回復未交易前狀態（Rückabwicklung），亦有主張差額損害賠償方式（Differenzschadensersatz，近似我國實務所稱之淨損差額法），回復未交易前狀態係指投資人逐步交出其所購買之金融商品給發行人，而要求發行人償還其為購買金融商品所支付的價格，差額損害賠償方式係指損害賠償金額依投資人進行投資或撤資的成交價格，與若發行人合法履行資訊公開義務時的假設性價格之間的差額來進行計算[461]。前述不同之賠償計算內容涉及因果關係的認定，因此投資人擬主張的賠償內容尚須考慮因果關係。

1. 因果關係的要求

本條文並未規範資訊義務違反與損害發生之間因果關係必要性的問

458 Vgl. Schwark/Zimmer/Zimmer/Steinhaeuser, 5. Aufl. 2020, WpHG §§ 97, 98 Rn. 95.
459 Vgl. Schwark/Zimmer/Zimmer/Steinhaeuser, 5. Aufl. 2020, WpHG §§ 97, 98 Rn. 98.
460 Vgl. EBJS/Poelzig, 4. Aufl. 2020, WpHG § 98 Rn. 25
461 Vgl. EBJS/Poelzig, 4. Aufl. 2020, WpHG § 98 Rn. 27; Schwark/Zimmer/Zimmer/Steinhaeuser, 5. Aufl. 2020, WpHG §§ 97, 98 Rn. 99.

題，從而產生爭議，是否“抽象”因果關係，亦即發行人違反資訊義務即認為足以影響證券價格？或是須要“具體”因果關係，亦即賠償權利人乃因發行人違反資訊義務而導致其進行交易（交易因果關係）？對此，視賠償內容之不同而為不同的判斷。對差額損害賠償而言，違反義務之“具體”因果關係與投資人的投資或撤資決定無關，因此，證明違反義務與錯誤價格形成具有因果關係即可[462]；而對回復原狀而言，則要求存在“具體”因果關係，亦即投資人對於相應的投資決策，須舉證係乃肇因於不正確的資訊，方得要求透過撤銷交易回復原狀來銷除其所受之損害，因此，投資人須證明發行人義務之違反係促使其進行特定投資決定的緣由（交易因果關係）[463]。

2. 損害賠償的計算

投資人若能證明交易因果關係，其可主張完整的回復原狀，惟亦不排除其可選擇差額損害賠償方式。

投資人若主張回復原狀，則賠償內容，在受不實資訊影響下買進證券時（買貴了），投資人係交出所買證券給發行人，以請求發行人償還其買進時支出的金額[464]；惟當買進之證券已賣出而無法交出時，則投資人以實際賣出證券的價金代替應交出的證券，而發行人則償還投資人買進時支出的金額，兩筆價金互相結算即可[465]。例如甲受不實資訊影響以 30 元買進 A 股，在不實資訊被揭發後仍持有 A 股，則甲交出 A 股給 A 公司，並請求 A 公司償還 30 元（及買進的相關費用）；若不實資訊被揭發時，甲雖持有 A 股，但其請求賠償時已經以 20 元賣掉 A 股，則甲以 20 元代替交出 A 股，而 A 公司則是應償還甲 30 元（及買進的費用），故 A 公司應賠償 10 元（及買進的費用）。若投資人係在受不實資訊影響下出售證券時（賣便宜了），情況將變得較為複雜，蓋要求外部發行人（發行人非投資人售出證券

462 BGH Urt. v. 13.12.2011 − XI ZR 51/10, BGHZ 192, 90 = NJW 2012, 1800 Rn. 67 – IKB-Urteil.
463 Vgl. Schwark/Zimmer/Zimmer/Steinhaeuser, 5. Aufl. 2020, WpHG §§ 97, 98 Rn. 104.
464 同上註，Rn. 106。
465 Vgl. BGH NJW 2005, 2450, 2451.

的當事人）即刻將證券轉回給投資人係不可能，從而發行人須以金錢賠償替代交出證券，於此情況下，投資人交出售出證券時的價金，而發行人以證券當前市場價格之金額替代交出證券，所以回復原狀之賠償金額即係投資人之出售價格與當前市場價格之間的差額。例如甲受不實資訊影響以 50 元出售 A 股，在不實資訊被揭發後，證券當前市場價格為 70 元，則 A 公司應賠償甲 20 元。投資人選擇回復原狀時，由於其須證明交易因果關係，而此並不容易成功舉證[466]，因此，德國文獻有許多不同舉證責任減輕理論的建議，例如類推適用公開說明書責任的舉證責任轉換規定、投資氣氛理論（Theorie der Anlagestimmung）、美國法制發展出來的市場詐欺理論等，惟都被德國聯邦最高法院（BGH）拒絕採用[467]。在採用回復原狀方式時，可能出現收回股票返還股款給股東而牴觸德國股份法第 57、71 條資本維持原則規定的疑慮，依法界通說，其認為證交法第 98 條賠償規定並非針對股東身份給予的支付，而是由於發行人違反投資人保護規定而對第三人的責任，因此不受股份法規定的限制[468]。

投資人若選擇採用差額損害賠償，則係請求其買進或賣出的成交價格，與發行人若合法履行資訊公開義務時可能買進或賣出的價格之間的差額，來計算損害賠償金額[469]。例如投資人甲買進 A 股價格為 30 元，但若是 A 公司有合法履行資訊公開義務時，則甲買進的價格可能為 25 元，因此，依差額損害賠償方式，A 公司應賠償甲 5 元。又例如若投資人甲賣出 A 股 30 元，惟若是 A 公司有合法履行資訊公開義務時，則甲賣出之價格可能為 40 元，依差額損害賠償方式，A 公司應賠償甲 10 元。此種賠償方式，比較麻煩的是，須確定發行人若合法履行資訊公開義務時，其證券價格應為多少

466 Vgl. Möllers/Leisch in KölnKommWpHG §§ 37b, 37c Rn. 367; Zweifelnd auch Hellgardt in Assmann/Schneider/Mülbert §§ 97, 98 Rn. 127.

467 拒絕採用類推適用公開說明書責任的舉證責任轉換，如 BGH Urt. v. 13.12.2011 − XI ZR 51/10, BGHZ 192, 90 （116） = NJW 2012, 1800 （1807） – IKB-Urteil; ebenso Kölner Komm WpHG/Möllers/Leisch §§ 37b, 37c Rn. 347; Fleischer NJW 2002, 2977 （2980）. 拒絕採用投資氣氛理論，如 BGHZ 160, 134, 146 = NJW 2004, 2664, 2667. 拒絕採用市場詐欺理論，vgl. zu § 826 BGB BGH Beschl.. v. 26.6.2006 – II ZR 153/05, NZG 2007, 269 Rn. 69.

468 Vgl. EBJS/Poelzig, 4. Aufl. 2020 Rn. 37, WpHG § 98 Rn. 37.

469 Vgl. Schwark/Zimmer/Zimmer/Steinhaeuser, 5. Aufl. 2020, WpHG §§ 97, 98 Rn. 107.

元，對此，通常無法很精確的被加以證明。依據德國聯邦最高法院看法，交易當天金融商品的真實價值應透過違反義務情形被揭露後的價格反應情形，然後再經由逆向追溯反應推算到交易當天來進行確定[470]，於此可使用各種金融理論方法來確定購買或出售時的假設價值。在估算損害的專家報告中，通常會建立一個事件研究來確定價格反應的變化，而其觀察期間原則上開始於違反義務情形被揭露時，並依資本市場的資訊效率而持續觀察，越是資本市場處理資訊的速度越快，則觀察期間越短，通常假設為兩天，且為確認特定違反義務行為對金融商品價值的特定影響，須將一般市場範圍內的價格影響因素對價格變動進行追溯調整，對此可採用多種經濟方法，特別是於實務運用上相當重要的資本資產定價模式（Capital Asset Pricing Model），尤其應扣除所謂的附帶損害，例如來自於面臨當前受威脅的損害賠償要求、監管制裁及一般聲譽受損而與不實資訊非直接有關的損害，此等附帶損害應在差額損害賠償計算時扣除掉[471]。對於可減少賠償之附帶損害的金額多寡，應由發行人承擔舉證責任[472]。關於差額損害賠償的計算，依德國民事訴訟法第 287 條規定的司法估算來進行判斷，亦即若原、被告雙方就是否發生損害以及損害或被取代的利益有多高存有爭議時，係由法院就此於考量所有情況下來進行決定，且是否及在多大範圍內安排進行證據收集或依職權要求專家進行評估，亦由法院酌情決定[473]。

不論是採回復原狀或差額損害賠償，均不能透過其他交易而減少賠償金額，例如在差額損害賠償時，其係以投資人交易價格與若無資訊不實之假設價格來計算差額，故確認後之差異損失的金額是不可改變的，並無法以損害發生後的其他交易事件來減輕損失金額[474]。又若要採損益相抵，須利益與損害間存在內部關聯性，亦即該利益乃因損害責任成立的原因直接

470 BGH Urt. v. 9.5.2005 – II ZR 287/02, NJW 2005, 2450 Rn. 27.
471 Vgl. EBJS/Poelzig, 4. Aufl. 2020, WpHG § 98 Rn. 28.
472 同上註。
473 同上註。
474 Vgl. Schwark/Zimmer/Zimmer/Steinhaeuser, 5. Aufl. 2020, WpHG §§ 97, 98 Rn. 110.

引起的，則當投資人受利多不實資訊買入某股票，之後部分獲利賣出，或是受利空不實資訊賣出某股票，之後又低價買進，其損害發生後的交易均非同樣因信賴不實資訊而進行的，蓋同一利多消息不可能促使投資人買進又賣出，或同一利空消息不可能促使投資人賣出又買進，其在受損害後又再進行的交易(買貴後再賣出、賣便宜後再買進),係因其他考量再為交易，例如獲利了結而賣出或低價搶進布局經營權而買進等，從而損害發生後的交易，係因投資人的其他考量而非同樣起因於信賴不實資訊，故利益與損害間不存在內部關聯性，不得進行損益相抵[475]。

（四）法規競合問題

依本條規定行使權利，並不影響依民法契約或侵權行為而來之權利的行使（第 4 項），惟若涉及公開說明書，因其有專門的特別責任規定（下述），故不適用本條規定[476]。對於可能的法規競合，主要係考量德國民法侵權行為第 823 條第 2 項[477]（相當於我國民法第 184 條第 2 項）及第 826 條[478]（相當於我國民法第 184 條第 1 項後段）規定的適用問題。由於歐盟市場濫用規則第 17 條內部資訊公開之規定未規範進一步的責任基礎，其責任產生係來自於違反公開義務而依證交法第 97 條（遲延公開）或第 98 條（資訊不實）規定負責，故歐盟市場濫用規則第 17 條本身並非屬於保護他人之法律規定，從而次級市場之資訊不實不得結合市場濫用規則第 17 條來依德國民法第 823 條第 2 項規定對發行人行使權利，惟若發行人之行為除違反市場濫用規則第 17 條外，尚違反具有保護性立法性質的其他法律規定，則可能有德國民法第 823 條第 2 項規定的適用[479]。比較重要的法規

[475] 參閱葉新民，同註 117，頁 156。
[476] Vgl. EBJS/Poelzig, 4. Aufl. 2020 Rn. 39, WpHG § 98 Rn. 39.
[477] Section 823 （2）: The same duty is held by a person who commits a breach of a statute that is intended to protect another person. If, according to the contents of the statute, it may also be breached without fault, then liability to compensation only exists in the case of fault.
[478] Section 826: A person who, in a manner contrary to public policy, intentionally inflicts damage on another person is liable to the other person to make compensation for the damage.
[479] Vgl. EBJS/Poelzig, 4. Aufl. 2020, WpHG § 98 Rn. 40, 41.

競合係德國民法第 826 條規定，其適用不受本條規定的影響[480]。

（五）發行人之機關成員的責任問題

在次級市場資訊不實時，發行人之機關成員的責任，可分對內（對發行人）及對外（對投資人）責任，其中對內責任，依德國股份法或有限責任公司法相關規定對公司負責任[481]；對投資人的責任，由於本條規定為發行人責任，基於法條明確的文義規定，且無規則漏洞的情況下，從而本條規定無論是直接還是類推適用於機關成員，均不可行，故其責任基礎應建立在一般侵權法制上，尤其是德國民法第 826 條規定[482]。至於機關成員民事責任的賠償金額，受害投資人同樣可選擇採用回復原狀或差額損害賠償方式[483]，惟採用回復原狀者，須證明交易因果關係，詳見前述內容說明。

二、財務報告

德國證交法第 114、115 條規定年度、半年度財務報告之編製與公開，若未依規定編製或內容不實，於德國商法（例如第 331、334 條）、股份法（第 400 條）、證交法（第 120 條）或交易所法（第 22 條）有相關之刑事或行政責任規範，惟均未直接明文規定其民事責任，因此，主要仍是依民法侵權行為規範負責。若係故意為財報不實，行為人依民法第 826 條規定負責，若出於過失，則或許可依商法第 331 條編號 1、1a、股份法第 400 條第 1 項編號 1、或證交法第 114、115 條結合民法第 823 條第 2 項負賠償責任，前提是這些規定被認可為保護他人法規[484]。其中商法第 331 條編號 1、1a、股份法第 400 條第 1 項，依通說，均被認可為保護他人規定[485]，但是

---

480 Vgl. EBJS/Poelzig, 4. Aufl. 2020, WpHG § 98 Rn. 42. 進一步對此之討論，參閱 EBJS/Poelzig, 4. Aufl. 2020, WpHG § 98 Rn. 42-47.

481 Vgl. EBJS/Poelzig, 4. Aufl. 2020, WpHG § 98 Rn. 51, 52.

482 Vgl. EBJS/Poelzig, 4. Aufl. 2020, WpHG § 98 Rn. 48-50.

483 Vgl.Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnlR-HdB, § 6 Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktkommunikation Rn. 32-36, beck-online.

484 Vgl. Schwark/Zimmer/Heidelbach/Doleczik, 5. Aufl. 2020, WpHG § 114 Rn. 42.

485 Vgl. Schwark/Zimmer/Heidelbach/Doleczik, 5. Aufl. 2020, WpHG § 114 Rn. 42; Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnlR-HdB, § 6 Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktkommunikation Rn. 60, beck-online.

證交法第 114、115 條規定是否同樣具有保護法規性質，存有爭議[486]。又亦有學界主張，是否可類推適用證交法第 98 條之資訊不實責任，惟多數持反對態度[487]，然若財報上之不實資訊本身亦得被認為屬於應依證交法第 98 條即時公開的資訊，則其不實責任本即得依第 98 條規定負責，而非類推適用[488]。此外，公開說明書之民事賠償責任（詳下述）亦不適用在財報不實上，惟若財務報告的內容成為公開說明書內容的一部分，即適用公開說明書的相關責任規範[489]。在依民法侵權行為求償時，受害投資人同樣可選擇採用回復原狀或差額損害賠償方式，惟採用回復原狀者，須證明交易因果關係，詳見前述內容說明。

第二項 法院判決

第一款 IKB 案[490]

一、案件事實

原告基於受讓 M（本案證人）的權利，向被告請求損害賠償，此賠償權利係因被告董事長發布誤導性新聞稿使得 M 買進被告股份，導致因此遭受損害，故對被告請求損害賠償。

本案被告為一家信貸金融機構，主要對中小企業提供資金融通，自 2001 年以來，其參與結構性應收賬款投資組合的資本市場，其中包括美國抵押貸款市場之應收帳款及次級抵押貸款有關的金融商品。被告在 2007 年年中的直接投資金額為 68 億歐元，此外，其間接參與向特殊目的公司授予流動性限額和提供諮詢的服務，而這些特殊目的公司又直接投資上述金融

---

[486] Vgl. Schwark/Zimmer/Heidelbach/Doleczik, 5. Aufl. 2020, WpHG § 114 Rn. 43; Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnlR-HdB, § 6 Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktkommunikation Rn. 61, beck-online.

[487] Vgl. Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnlR-HdB, § 6 Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktkommunikation Rn. 61, beck-online.

[488] Vgl. Markworth, Kapitalmarktinformationshaftung wegen Bilanzmanipulationen, BKR 2020, 443, beck-online.

[489] Vgl. Schwark/Zimmer/Heidelbach/Doleczik, 5. Aufl. 2020, WpHG § 114 Rn. 44.

[490] BGH, Urt. v. 13. 12. 2011 − XI ZR 51/10 （OLG Düsseldorf）, NJW 2012, 1800, beck-online.

產品。被告的此種間接參與係透過“Rhineland Funding Capital Corporation Conduit”（下稱“RFCCC”）進行，RFCCC 係由多家投資公司及一家總部位於美國德拉瓦州的“Rhineland Funding Capital Corporation”（下稱“RFCC”）再融資公司組成。RFCCC 通過投資於上述證券化的國際債務投資組合來產生其 90％以上的收入，這當中投資公司購入 CDOs（擔保債權憑證），並透過發行 CPFNs（商業融資票據）進行再融資，這些 CPFNs 則由再融資公司購買，並透過發行 ABCPs（資產基礎商業票據）在資本市場上進行再融資，這些 ABCPs 由諸如被告之類的信貸金融機構擔保其流動性，從而提高 ABCPs 的可交易性，並因此提高其相對短期的信用評等。被告向 RFCCC 提供諮詢服務（自 2006 年以來透過 I 有限公司進行），並提供流動性額度服務，截至 2007 年 7 月，總額已達到 81 億歐元，而被告從中所獲得之報酬和回報，改善被告的獲利表現。

自 2007 年春季以來，由於利率急劇上升，房地產價格普遍下跌以及貸款標準低下，以結構性證券形式交易的房地產貸款違約案件在美國抵押貸款市場上陸續增加，因而被告與其他有關銀行一樣，也收到德國聯邦銀行和信評機構的詢問。2007 年 7 月中旬，由於違約風險增加，信評機構首次將次級抵押貸款證券降級，同時，被告發行的債券價格下跌，有傳言稱被告在美國次貸市場上承擔重大風險。由於市場上認為還有更高的違約風險，因此，被告可變基本利率的附加費，即所謂債券價差被擴大，被告的 CDS（信用違約互換交易）的價格也同樣上漲；2007 年 7 月 20 日，彭博新聞社首次發布被告 CDS 的價格部位。在此同時，被告股票價格下跌，為了消除傳言並平息緊張的市場形勢，被告當時董事長於 2007 年 7 月 20 日星期五發布新聞稿，其內容摘錄如下：“...近幾週來，歐洲銀行業的發展，尤其是股票和信貸市場的發展，有很大的動盪，其緣由主要是來自於美國抵押貸款市場的不確定性。就此，穆迪（Moody）進行的全面最新分析，對 I 有限公司參與國際證券投資和 I 有限公司的諮詢授權幾乎沒有影響。於此種

情況下，在穆迪關注清單中，“ I”僅受到數百萬影響。標準普爾針對 CDO 市場所做的最新分析並沒有以任何方式影響 I。我們的活動專注於對公司貸款組合的投資…“。由於本新聞稿的發布，被告董事長依操縱市場罪被判處 10 個月有期徒刑，並宣告緩刑（BGH, NZG 2011, 1075）。

2007 年 7 月 26 日，M 以 23.77 歐元買進被告股份 1000 股（連同費用總共 23,916.04 歐元），並於同年 9 月 10 日將股份移轉給原告。2007 年 7 月 27 日，其他銀行關閉與被告的銀行體系間內部交易，而其他金融機構亦跟進關閉。7 月 28 至 29 日的該週週末舉行危機會議，參與者包括被告最大股東重建信貸機構（KfW）、聯邦金融監理局（BaFin）、德意志聯邦銀行和聯邦財政部，會議最後決定設立一個救援基金，以保障受損害之投資人。被告接著於 7 月 30 日依證交法規定進行相關臨時公告，結果被告股票價格因此暴跌。作為損害賠償，本案原告要求將股份轉讓給被告，而被告則應支付 23,916.04 歐元加計利息給原告（回復原狀法）。

二、法院判決

以下僅就損害賠償計算部分進行說明（雖本案判決，法院主要係認定被告未依規定及時公開資訊，但不論是未及時公開或公開資訊不實，其損害賠償計算的方法係相同）。

在本案判決主文中指出：投資人可要求賠償因未及時公開資訊而導致之買進損害，亦即其交出買進之金融商品給發行人，而要求發行人返還其買進時所支付的金額，而金融商品之買進與發行人未及時資訊公開有關的舉證責任，由賠償權利人負擔；投資人亦可就差額損害作為最低損害請求賠償，就此，投資人僅需證明，若當初有及時資訊公開，則其購入時的價格將會比較低。

於判決中法院指出，關於賠償範圍如何計算爭議很大，有主張僅能請

求差額損害[491]，亦有主張可請求回復未交易前狀態（回復原狀）[492]，而本判決認為後一種觀點較為正確，其考慮的出發點係認為德國民法第 249 條（相當於我國民法第 213 條規定）為整體損害賠償法制的基本規範，而本條係規定以回復原狀為損害賠償的原則，從而在德國聯邦最高法院的一貫判決中，於雙方當事人不妥協的情況下，通常認為違反資訊義務導致的損害應使其回復未交易前狀態。本判決指出，違反資訊義務係影響理性投資人的投資決定，與是否因此造成價格差額無關，因此，損害賠償方法依民法第 249 條規定，應為回復原狀。此外，若是考慮到資訊公開的功能，其係有助於市場參與者儘早獲得與市場相關的資訊，使投資人可做出適當投資決策，保護其免受不實資訊做出決策的侵害，因此，當有違反資訊義務而成立法律行為的情況發生時，投資人請求回復到未交易前狀態，應是合乎邏輯結果正確的。至於市場不利發展因素造成的風險，本判決認為應由賠償義務人承擔，此符合回復原狀的全面補償原則。投資人主張回復原狀時，應就其交易決定係受資訊不實（或如本案係未及時公開）影響所造成的（交易因果關係），負舉證責任。

若投資人無法舉證交易因果關係，其亦可主張差額損害賠償，於此無須證明交易因果關係，其僅需證明，若當初被告有及時資訊公開，則其購入時的價格將會比較低。在此種情況下，法院須確認其差額或依民事訴訟法第 287 條判斷所必需的估算基礎。於本判決中並未說明如何對差額進行估算。

---

[491] Vgl. Sethe, in: Assmann/Schneider, §§ 37 b, 37 c Rn. 70 ff. m. w. Nachw.; Fuchs, §§ 37 b, 37 c Rn. 34 f.; Heidel, AktienR und KapitalmarktR, 3. Aufl., § 37 c WpHG Rn. 7; Zimmer/Grotheer, in: Schwark/Zimmer, § 37 c WpHG Rn. 86 ff.; Maier-Reimer/Paschos, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 29 Rn. 129 ff.; Grundmann, in: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, § 37 c WpHG Rn. VI 376.

[492] Vgl. Möllers/Leisch, in: Kölner Komm. z. WpHG, §§ 37 b, 37 c Rn. 240 ff. m. w. Nachw.; Oulds, in: Kümpel/Wittig, Bank- und KapitalmarktR, 4. Aufl., Rn. 14 267; Büche, Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität als Baustein eines integeren Finanzmarkts, 2005, S. 146; Dogan, Ad-hoc-Publizitätshaftung, 2005, S. 101 ff.; Dühn, Schadensersatzhaftung börsennotierter Aktiengesellschaften für fehlerhafte Kapitalmarkinformation, 2003, S. 179 f.; Kissner, Die zivilrechtliche Verantwortlichkeit für Ad-hoc-Mitteilungen, 2002, S. 159.

第二款 OLG Frankfurt a. M. Urt. v. 26.9.2017 – 11 U 12/16, BeckRS 2017, 150931（法蘭克福聯邦高等法院–臨時公告導致之售股損失案）

一、案件事實

原告主張被告之一 A 公司在 2000 年 3 月 23 日、8 月 24 日、10 月 9 日之臨時公告有隱匿或不實，使證人甲受不實公告影響，分別於同年 10 月 9 日至 13 日、11 月 16 日至 11 月 29 日等陸續買進 A 股份共 9700 股，支出共 252,855.75 歐元。於 2000 年 12 月 1 日甲得知 A 公司的獲利警示消息，因此，甲於 12 月 4 日委託銀行將所有股份賣出，共進帳 120,021.93 歐元。之後甲將其損害賠償權利讓與給侄子，即是本案原告。原告請求被告應就甲之支出與賣股進帳差額負損害賠償責任（252,855.75－120,021.93＝132,833.82 元）。又另名被告乙，其從 1997 年夏到 2001 年 7 月為 A 公司董事長，乙因 2000 年 8 月 24 日臨時公告中有不實資訊，被依股份法第 400 條第 1 項第 1 款規定判決有罪，其亦應連帶對原告負賠償責任。

二、法院判決

（一）地方法院判決[493]

駁回原告請求。法院認為被告在 2000 年 3 月 23 日、8 月 24 日之臨時公告並未有故意隱匿或不實公告，且不實部分並非重要，而 10 月 9 日之臨時公告無法確認被告故意隱匿 2000 年獲利預估無法達成之情事，故原告之訴駁回。

（二）聯邦高等法院判決[494]

聯邦高等法院判決原告部分勝訴，其中甲因 2000 年 8 月 24 日之不實臨時公告而於 10 月 9 日至 13 日所買進之 2500 股得向被告請求損害賠償。

493 OLG Frankfurt a. M. Urt. v. 26.9.2017 – 11 U 12/16, BeckRS 2017, 150931.
494 OLG Frankfurt a. M. Urt. v. 26.9.2017 – 11 U 12/16, BeckRS 2017, 150931.

被告依民法第 826 條（相當於我國民法第 184 條第 1 項後段）、第 31 條、第 398 條對原告負損害賠償責任，因被告故意以不道德方式於 2000 年 8 月 24 日公告 A 公司錯誤半年度財務數字而造成甲買股受到損害，且對被告亦適用民法第 823 條第 2 項（相當於我國民法第 184 條第 2 項）結合股份法第 400 條規定，違反保護他人法令，而對甲有賠償責任，甲已有效將其賠償權利轉讓給原告，因此，被告應對原告負賠償責任。

法院於判決理由中說明，8 月 24 日之臨時公告在三方面錯誤陳述被告 A 公司資產狀況，符合當時舊證券交易法第 15 條足以顯著影響 A 公司股市價格，且亦符合民法第 826 條所規定之以不道德方式加損害於他人。法院於判決理由中進一步說明，對於確定是否不道德行為，僅僅以違反法律和造成第三人財產損失的事實是不夠的，而是當事人行為之所以應受特別譴責須來自於其所追求的目標、所採用的手段、已曝光的態度或已發生的後果而定，而本案就符合這種判斷，因為被告乙出於自身利益的考量，不在乎損害一大批投資人，其用美化的公司財務半年數據，顯然係為影響市場以維持股價的穩定，對此，可從臨時公告的標題得知「不間斷的動態成長」、「截至 6 月 30 日集團銷售額增長 195％達到 6.039 億馬克」、「EBITDA[495] 增長 65.9％達到 2.36 億馬克」、「EBIT[496]增長 39.8％達到 1.589 億馬克、「淨利潤為 1.108 億馬克比前年同期增長 132.8％」，這些令人印象深刻的成績，若沒有不正確的陳述是不可能出現的，對這些數字的操縱，顯示出被告乙毫不猶豫地準備忽略資本市場的基本要求，以便產生並維持股份價值不合理的正面形象，其身為 A 公司主要股東亦將是最大受益者。

關於因資訊不實進行投資決策的交易因果關係，基於聯邦最高法院的觀點，不會僅因公司機關在投資人投資決策前，某個時候進行欺騙行為，即逕行認定構成侵權行為，相反的，在資訊犯罪責任方面，投資人必須充

[495] EBITDA 是 Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization 的縮寫，即未計利息、稅項、折舊及攤銷前的利潤。

[496] EBIT 全稱為 earnings before interest and tax，即息稅前利潤。

分證明不實資訊與其個人投資決策之間存在具體的因果關係。本案原告已經證明，甲的投資決定與該不實臨時公告間的時間聯繫及因而進行交易。甲向法院陳述，其係透過經濟刊物得知 A 公司臨時公告中的不正確數據，並全面描述 A 公司相關報導的業務，此引起他對 A 公司的興趣而打開其投資 A 公司的可能性，甲藉此說服法院，其投資決定係受該臨時公告影響而存在交易因果關係。法院因此認為，甲在了解 A 公司 2000 年 8 月/9 月的半年數據之後，第一次認真的處理 A 公司市盈率[497]和利潤增長的計算，並在此基礎上做出決定購買股票的過程，故甲於 10 月 9 日至 13 日所買進之 2500 股與 8 月 24 日之不實臨時公告存在交易因果關係，得主張損害賠償，但 11 月後的買進並無法說服法院，這些股票購買亦受到 2000 年 8 月 24 日不實臨時公告的影響,法院認為甲評估 A 公司股票價值不再是以 8 月公告的數據為重點，反而是情感因素才是最重要的因素，再加上他對賺取投機性利潤的興趣發揮了主導作用，故此部分無法證明交易因果關係。

本案原告請求之損害賠償源自於被告故意以不道德方式造成損害，故被告除應支付賠償金額外，尚應給付自損害發生時起至訴訟繫屬時，相當於買價與相關費用之金額的法定利息，以及之後的法定遲延利息。

第三款 LG Frankfurt a.M., Urteil vom 28. 4. 2003 - 3-7 O 47/02[498]

（法蘭克福地方法院–不實財報數字導致之購股損失案）

一、案件事實

原告在證券市場購買被告股票，其要求返還已支付的款項，理由是被告當時董事會多次不實報導被告的業績成長，致使原告受到誤導而購入股票。在 1999 年 11 月被告增資發行股票，其將在法蘭克福證券交易所之新興市場（Neuer Markt）[499]進行交易，後來在 1999 年 11 月 26 日掛牌。在

[497] 市盈率是國外成熟的證券市場上常用的股票投資價值的評估方法。
[498] NJW-RR 2003, 1049, beck-online.
[499] Neuer Markt 是德國證券交易所的一部分，於 1997 年因新興經濟借鏡美國 NASDAQ 而設置

本次股票發行公布的公開說明書和企業報告中指出，被告是綜合交通遠程資訊處理網絡和應用領域的全球領先公司之一，目前在市場上擁有良好的領導地位，惟這些資訊並不正確。在被告 1998 年資產負債表中的一大部分及在 1999 年期中報告所稱之約 98%的銷售額都不存在，其絕大多數銷售額係與被創造出來的香港 VT 電子有限公司進行交易。儘管 1998 年財務報告審計結果仍然表明被告資產負債表存在虧損，並且公司的存續取決於流動資金的供應和盈利能力的提高，惟在對截至 1999 年 8 月 31 日的期中報告之附註中表示，該公司銷售額比上一年增長 756%，在上一年同期出現虧損之後，現在已經獲利。於 1999 年被告發行股票後，其董事會經常發布有關銷售和利潤增加，以及對其他企業投資與合作的報告，然而這些關於銷售和利潤增加的報導並不正確。在隨後的時期中，媒體上發表了許多關於被告的正面報導。

被告股票當初的發行價為 20.5 歐元，後來進行股票分割（1：4），分割後股價大概在 5.17 歐元。在隨後時期，其股價到 2000 年 2 月底升至（以分割調整前計之）約 64 歐元左右，之後在春季跌至 25 歐元左右，在秋天價格再次達到先前的高點，然後在 2001 年初跌至大約 25 歐元的先前低點。在 2001 年 1 月底價格升至 50 歐元以上之後，股價曾短暫上漲，到 2001 年 4 月跌至 10 歐元以下。從 2002 年 2 月開始，當新聞界開始報導懷疑其虛假銷售數字時，被告的銷售量就減少相當多。被告委託的審計公司在調查後，由於對被告的可信度有合理懷疑，因此，其於 2002 年 2 月 20 日辭職。隨後，由監事會聘請的一家審計公司得出的結論是，在 2001 年財務報告中的 9,360 萬歐元營業額中，只有 1.4%可以核實。

在 2000 年 10 月 11 日至 2001 年 8 月 20 日之間，原告多次購買被告公司股票，其要求賠償其所支付之購買價格。被告董事會成員 X 經常提出虛假報告，因此，於證券市場上產生了正面的投資氛圍（Anlagestimmung），

的。

原告都有取得這些被公告的數據，假使他沒有因得知這些訊息而誤判被告經濟狀況（據稱不斷增加銷售額），那麼他就不會購買其股票，也不會因此受到損害，故當時被告董事長 X 透過虛假報告操縱股價，其應知悉，由於股票價格與公司價值嚴重不相稱，投資人正在做出或多或少毫無價值的投資決策，故應對投資人負賠償責任。

二、法院判決

法院認為由於故意不道德加損害於他人，因此原告可依照民法第 826 條（相當於我國民法第 184 條第 1 項後段）、第 31 條（相當於我國民法第 28 條）規定，請求被告賠償其所要求之損害金額。法院並於判決中說明為何肯認透過虛假報告形成投資氛圍，並因而導致原告之投資決策。

第三項 小結

於德國法，關於次級市場資訊不實的民事責任，係規定在證交法第 98 條，但對損害賠償如何計算，未有明文規定，依現行最高法院及法界多數學者看法，投資人若能證明交易因果關係，其可主張完整的回復原狀，亦即在買貴時，投資人係交出所買證券給發行人，以請求發行人償還其買進時支出的金額（包含交易時支出之費用），若買進之證券已賣出而無法交出時，則投資人以實際賣出證券的價金代替應交出的證券，而發行人則償還投資人買進時支出的金額；在賣便宜時，投資人交出售出證券時的價金，而發行人以證券當前市場價格之金額替代交出證券。

如果投資人無法證明交易因果關係，可選擇差額損害賠償方式，只要證明資訊不實與錯誤價格形成具有因果關係即可，而其計算係以投資人買進或賣出的成交價格，與發行人若合法履行資訊公開義務時可能買進或賣出的價格之間的差額，來計算損害賠償金額，類似淨損差額法的概念，此種賠償方式，須確定發行人若合法履行資訊公開義務時，其證券價格應為

多少元，而對此，通常無法很精確的被加以證明。

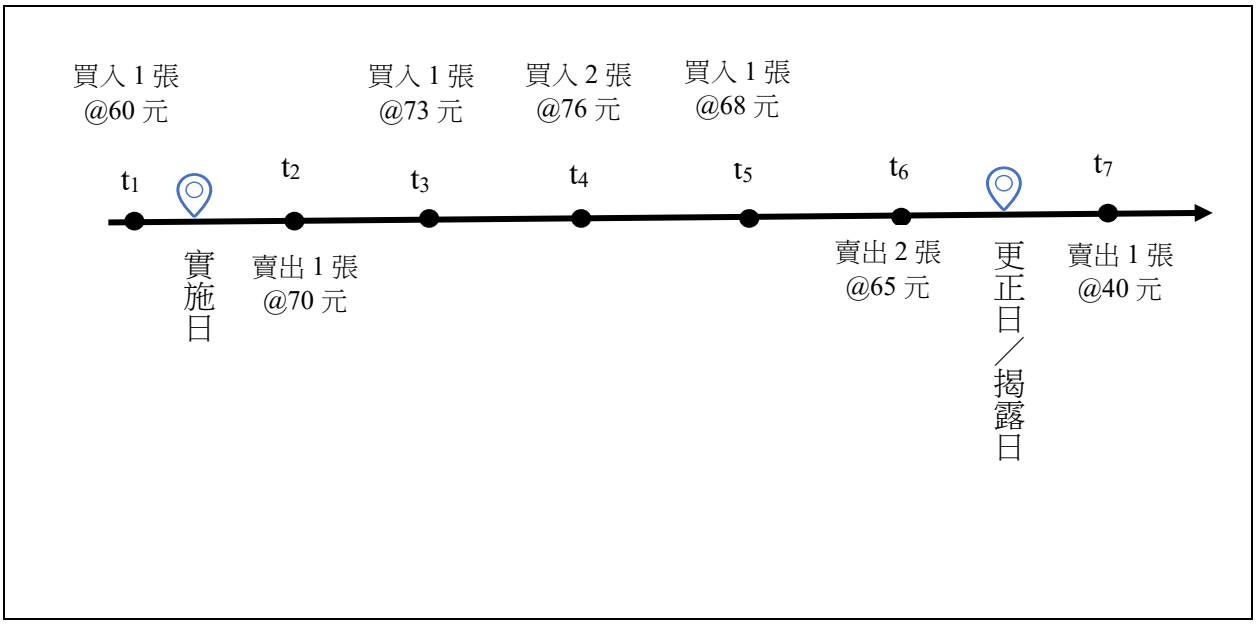
得請求賠償之投資人，於買貴了的情形，係指在不實資訊公開發布後取得金融商品，且在資訊不實被揭發時仍持有者；於賣便宜了的情形，係指在不實資訊公開發布前已取得金融商品，且在資訊不實被揭發前已出售者。德國證交法第 98 條明文界定何人有權利請求賠償，因此不但較容易確定賠償權利人範圍，且可知應納入計算賠償的證券數量係以資訊不實被揭發時尚持有（或已售出）的數量計之，從而若在不實期間有買進賣出或售出又再買進時，要以不實被揭發當下仍持有（或已售出）之數量來計算賠償金額。至於賠償義務人，依本條規定為發行人，其他人，如發行人之機關成員，若有應負責任者，則依一般侵權行為法制負責。

德國法對財報不實有相關之刑事或行政責任規範，惟未直接明文規定其民事責任，因此，主要仍是依民法侵權行為規範負責，然若財報上之不實資訊本身亦得被認為屬於應依證交法第 98 條即時公開的資訊，則其不實責任本即得依第 98 條規定負責。依民法侵權行為規範求償時，受害投資人同樣可選擇採用回復原狀或差額損害賠償方式，惟採用回復原狀者，如前述，須證明交易因果關係。

上述回復原狀法、差額損害賠償法如何應用在具體個案，茲用以下兩例（買貴了情形）說明之：

圖 5-1 案例一

出處：研究團隊製作



1. 步驟 1 先確認得計算賠償的證券數量

   t1 非不實期間的交易，不計入之。

   t2 非受損害之交易，不計入之（本例係買貴了，因此此交易尚未受損害）

   t3-t6 不實期間交易，且在更正日/揭露日尚持有之數量（1+2+1-2）＝2，故此 2 張為應計算賠償的證券數量

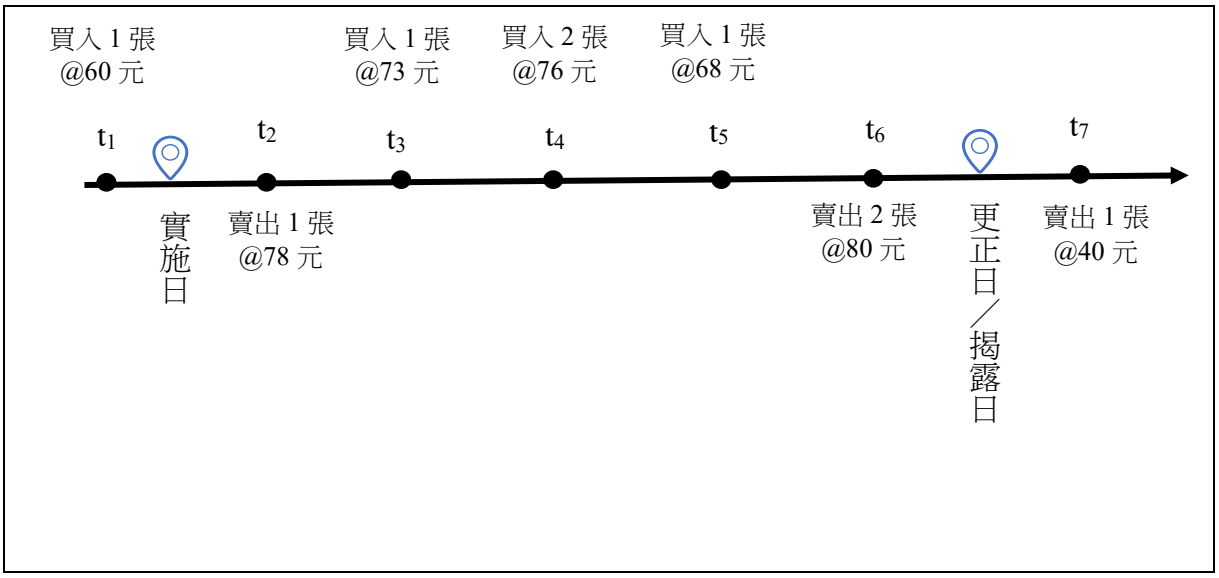
2. 步驟 2 損害賠償計算（無損益相抵的適用）

   於更正日/揭露日尚持有 2 張，1 張未售出，1 張後來已售出（t7）

   （1）依回復原狀法計算賠償金額，則投資人將已售出之該張賣價（40 元）交給發行人代替證券之給付，尚持有之 1 張證券直接交給發行人，發行人則賠償這 2 張買價，依交易配對先進先出方式，故發行人賠償之金額為(〔76-40〕×1,000 股＋68×1,000 股＝104,000)，尚應加上交易支出的費用

   （2）依差額損害賠償法計算賠償金額，假設發行人若合法履行資訊公開義務時之價格應為 X 元，則發行人賠償金額為（〔76-X〕×1,000 股＋〔68- X〕×1,000 股＝賠償金額）

圖 5-2 案例二



出處：研究團隊製作

1. 步驟 1 先確認得計算賠償的證券數量：

t1 非不實期間的交易，不計入之。

t2 非受損害之交易，不計入之（本例係買貴了，因此此交易尚未受損害）

t3-t6 不實期間交易，且在更正日/揭露日尚持有之數量（1+2+1-2）＝2，故此 2 張為應計算賠償的證券數量

2. 步驟 2 損害賠償計算（無損益相抵的適用）

於更正日/揭露日尚持有 2 張，1 張未售出，1 張後來已售出（t7）

（1）依回復原狀法計算賠償金額，則投資人將已售出之該張賣價（40 元）交給發行人代替證券之給付，尚持有之 1 張證券直接交給發行人，發行人則賠償這 2 張買價，依交易配對先進先出方式，故發行人賠償之金額為(〔76-40〕×1,000 股＋68×1,000 股＝104,000)，尚應加上交易支出的費用

（2）依差額損害賠償法計算賠償金額，假設發行人若合法履行資訊公開義務時之價格應為 X 元，則發行人賠償金額為（〔76-

X〕×1,000 股＋〔68- X〕×1,000 股＝賠償金額）

依德國法判斷，因無損益相抵的適用，故以上兩例，雖案例二之投資人於更正日前售股所得價款高，但無損益相抵下，兩例投資人所獲賠償金額同。

第三節 公開說明書不實

關於公開說明書不實之規範，涉及有價證券發售或允許進入證券市場交易之公開說明書，以下就歐盟及德國法規進行介紹。

第一項 法規

第一款 歐盟

歐盟原以公開說明書指令（Directive 2003/71/EC）規範向公眾發售證券或允許進入證券市場交易（下稱上市）時應制定、核准和公布的公開說明書之統一原則和規則，然而有鑑於法制和市場發展，故廢除本指令，改於 2017 年公布公開說明書規則（Regulation （EU） 2017/1129），來統一歐盟境內的相關揭露制度，以建立跨境護照機制（cross-border passport mechanism），且以此促進各種證券在歐盟內部市場的有效運作。對於本規則適用範圍或豁免適用，於第 1 條有詳細規範，例如 12 個月內在歐盟境內證券發行總價少於 1 百萬歐元者，原則上不適用本規則。

對公開說明書之責任規範，本規則僅於第 11 條[500]做原則性規範，其要求成員國應確保至少發行人或其行政、管理或監督機構、要約人、上市申

[500] Article 11 Responsibility attaching to the prospectus:
1. Member States shall ensure that responsibility for the information given in a prospectus, and any supplement thereto, attaches to at least the issuer or its administrative, management or supervisory bodies, the offeror, the person asking for the admission to trading on a regulated market or the guarantor, as the case may be. The persons responsible for the prospectus, and any supplement thereto, shall be clearly identified in the prospectus by their names and functions or, in the case of legal persons, their names and registered offices, as well as declarations by them that, to the best of their knowledge, the information contained in the prospectus is in accordance with the facts and that the prospectus makes no omission likely to affect its import.
2. Member States shall ensure that their laws, regulations and administrative provisions on civil liability apply to those persons responsible for the information given in a prospectus.
However, Member States shall ensure that no civil liability shall attach to any person solely on the basis of the summary pursuant to Article 7 or the specific summary of an EU Growth prospectus pursuant to the second subparagraph of Article 15（1）, including any translation thereof, unless:
（a）it is misleading, inaccurate or inconsistent, when read together with the other parts of the prospectus; or
（b）it does not provide, when read together with the other parts of the prospectus, key information in order to aid investors when considering whether to invest in the securities.
3. The responsibility for the information given in a registration document or in a universal registration document shall attach to the persons referred to in paragraph 1 only in cases where the registration document or the universal registration document is in use as a constituent part of an approved prospectus. The first subparagraph shall apply without prejudice to Articles 4 and 5 of Directive 2004/109/EC where the information under those Articles is included in a universal registration document.

請人或擔保人應對公開說明書及其補編內容之正確性負責任；公開說明書及其補編內容的負責人必須在公開說明書中明確標識，並註明其名稱和職能，若為法人，須註明其名稱和註冊辦事處；有關人員須在公開說明書中聲明，就其所知，公開說明書中的資訊是與事實相符，並且沒有遺漏任何可能影響其招募的內容。又本條規定，成員國應確保其法律、法規和行政規定適用於公開說明書中對提供資訊負有責任之人。

由於本條僅規定應追究相關人員不實責任，但如何究責，未有進一步規定，因此，須由成員國藉其國內法規補充之，對此，德國於「有價證券公開說明書法」規定其民事賠償責任。

第二款 德國

有價證券公開說明書法共分為五章，第三章係規範公開說明書及有價證券資訊表的責任，係從第 8 條規定至第 16 條，共 9 條。其中與公開說明書不實責任規範有關的，分別為第 8 條應負責任之人、第 9 條上市公開說明書不實責任、第 10 條其他公開說明書不實責任、第 12 條公開說明書不實責任之排除、第 16 條無效的責任限制等。以下分別說明之。

一、應負責任之人

依第 8 條第 1 句規定，對公開說明書內容應負責任之人至少包括提供人、發行人、申請人或擔保人，從其條文文義觀之，表示應負責之人不限於上述之人[501]。本條第 2 句規定，若係為依歐盟公開說明書規則（EU）2017/1129 第 3 條第 1 項向公眾要約出售證券的公開說明書，則其要約人不論如何對須對公開說明書的內容負責，故若發行人非要約人且未涉入公開出售行為，則對該公開說明書當然非應負責任之人[502]。本條第 3 句規定，若係為上市公開說明書，則對該公開說明書應負責任之人包括發行人、信貸機構、金融服務機構或銀行法第 53 條第 1 項第 1 句（在德國設分公司

[501] Vgl. Baumbach/Hopt/Kumpan, 40. Aufl. 2021, WpPG § 8 Rn. 1.
[502] Vgl. Baumbach/Hopt/Kumpan, 40. Aufl. 2021, WpPG § 8 Rn. 3.

從事銀行業務或提供金融服務之外國公司）或第 53b 條第 1 項第 1 句（設於歐洲經濟區內其他國家之 CRR-信貸機構或證券商）之與發行人共同申請上市的業者。本條第 4 句規定，若對證券提供擔保者，則擔保人亦應對公開說明書的內容負責。

二、公開說明書不實責任

公開說明書不實責任係規範在第 9、10 條，第 9 條係適用在為進入證券市場交易而編製及公布的公開說明書，包括為初次申請上市交易發行證券或已上市公司新發行證券，其等基於上市公開說明書而獲准進入證券市場交易，而第 10 條則適用在非為進入證券市場交易的公開說明書[503]。關於第 10 條公開說明書不實責任於本條中直接規定比照第 9 條。以下即針對第 9 條規定說明之。

（一）責任性質

通說認為公開說明書不實責任為法定信賴責任，且聯邦最高法院也有表示同樣的觀點[504]，此外，也可將其歸類為侵權責任，而可能有法規適用競合問題[505]。

（二）賠償責任要件

1. 賠償義務人範圍

依第 9 條第 1 項規定，公開說明書不實責任的賠償義務人包括「承擔公開說明書責任者」（die für den Prospekt die Verantwortung übernommen haben）及「導致公開說明書編製者」（von denen der Erlass des Prospekts ausgeht），前者係指在公開說明書簽名以示負責之人，後者則是指促成公開說明書完成之有影響力的“支持者”（Hintermänner, Prospektveranlasser），從而賠償義務人可能的範圍包括要約人、發行人、上市申請人、促成公開說

[503] Vgl. EBJS/Groß, 4. Aufl. 2020, WpPG § 9 Rn. 33.
[504] BGH Urt. v. 31.5.2011 – II ZR 141/09, BGHZ 190, 7 Rn. 17.
[505] Vgl. EBJS/Groß, 4. Aufl. 2020, WpPG § 9 Rn. 15.

明書製作者、其他專業人士等。

所謂要約人，依有價證券公開說明書法第 2 條編號 6，係指符合歐盟公開說明書規則第 2 條編號 i 向公眾提供證券之法人或自然人，而通常就是指證券發行人[506]。

證券要在證券市場交易須經核准，而其申請人依交易所法第 32 條第 2 項規定，係由證券發行人與信貸機構、金融服務機構或從事銀行法第 53 條第 1 項第 1 句或第 53b 條第 1 項第 1 句的業者一起申請，因此，依有價證券公開說明書法第 8 條規定，這些人亦可能對上市公開說明書負責，其為上市申請人[507]。

促成公開說明書製作者是指對證券發行有自己的商業利益，而因此促成公開說明書編製者，其亦須承擔責任，對此，法院發展出"支持者"責任的判斷標準，例如其對公開說明書廣告模型設計之決定性影響力、其有商業上個人利益及是否因其認知促成公開說明書流通之公司法上的職能、以及其對發行人、上市申請、移轉或公開說明書編製流程的影響力等[508]。依上述判斷標準，發行人之母公司、大股東、機關成員均可能為促成公開說明書製作者，又發行人的董事亦可能為促成公開說明書製作者，若其對本次發行有自己的商業利益，如實質性激勵時，惟若僅是基於董事身分，則尚不足以使其對投資人承擔公開說明書責任[509]。

至於專業人士，如產業專家、律師等，其僅提供公開說明書部分內容的資訊，且對發行案沒有個人商業利益，因此，通說認為不能要求他們負起公開說明書責任，蓋單僅就專業人士收取之費用尚不足以構成對發行案具有商業利益，且公開說明書責任是就整個公開說明書的責任，而不是僅就單一某部分的責任[510]。但對會計師可能須有不同的思維，因其審計的財務報表構成公開說明書的重要組成內容，可能高達公開說明書近 50%內容，

[506] Vgl. EBJS/Groß, 4. Aufl. 2020, WpPG § 9 Rn. 43.
[507] Vgl. EBJS/Groß, 4. Aufl. 2020, WpPG § 9 Rn. 44.
[508] Vgl. EBJS/Groß, 4. Aufl. 2020, WpPG § 9 Rn. 47.
[509] 同上註。
[510] Vgl. EBJS/Groß, 4. Aufl. 2020, WpPG § 9 Rn. 48.

甚至為該發行證券的重要估價基礎，且其與產業專家和律師不同，會計師就其在公開說明書所負責的部分，對投資人而言，係個別、可明確被識別的，因此，依第 9 條第 1 項第 1 句的含義，似可將會計師亦視為公開說明書負責任之人，就此，仍存有爭議，通說係將會計師排除在外[511]。

2. 內容不正確或不完整

本條所規範的責任是內容不實責任（不正確或不完整），須為公開說明書中現有或缺漏的內容對投資決策具有重要性，而其不但可為事實陳述，亦可為評估性資訊或預測，假使其有足夠的事實依據且從事前角度（商業上）來看是合理的，即可屬之[512]。所謂不正確是指公開說明書中記載的內容，其事實與實際情況不符，或預測和價值判斷沒有得到事實的充分支持和/或在商業上不合理；而不完整則是指公開說明書中未將所有對投資判斷重要的資訊包括在內[513]。

3. 主觀構成要件

第 9、10 條所規範的責任是故意及重大過失責任，但舉證責任導置由賠償義務人負擔。依第 12 條第 1 項規定，若賠償義務人得證明其對公開說明書內容的不正確或不完整係不知情，且不知情非出於重大過失者，則不得對其行使第 9、10 條的賠償權利。

4. 賠償權利人

依本條規定，在責任期間內（下述）有償取得公開說明書所述證券的任何人都有權提出賠償，因此，並非只有從賠償義務人處取得證券之投資人才有請求權，所以不論是上市時的第一取得人或是後來的取得人都有權請求賠償。此外，賠償權利人所取得的證券不須要是該次公開說明書所發行的證券，而是只要是在市場上已有交易之同類證券，其無從與發行證券

511 Vgl. EBJS/Groß, 4. Aufl. 2020, WpPG § 9 Rn. 49.
512 Vgl. Baumbach/Hopt/Kumpan, 40. Aufl. 2021, WpPG § 9 Rn. 3..
513 Vgl. Baumbach/Hopt/Kumpan, 40. Aufl. 2021, WpPG § 9 Rn. 6, 7.

區分，且在責任期間內取得，即同樣有請求賠償的權利（第 9 條第 1 項第 3 句），此種公開說明書的責任與民法一般廣告擔保責任不同[514]。

5. 責任期間

依本條第 1 項規定，取得人的交易須在公開說明書公布後且在證券首次發行後的六個月內完成，才有權請求賠償，這段期間即是責任期間。

6. 責任排除

第 12 條第 2 項係不實責任的排除規定。依本項規定，若有以下情形，不存在第 9、10 條所規範的賠償權利，例如：證券非基於公開說明書取得；公開說明書中所包含之不正確或不完整的內容並不會造成證券交易價格的降低；取得者在購買時已知公開說明書內容的不正確或不完整等。

7. 舉證責任

投資人須說明公開說明書存有不實（不正確或不完整）、其在責任期間內取得證券以及其有遭受損害，且在爭議時，應證明其所述之內容，惟投資人無須證明公開說明書不實與其取得和損害有因果關係，故對投資人相當有利；至於賠償義務人，如前述，存有排除責任的可能（第 12 條第 2 項），但須由其負舉證責任，而從責任排除的第 12 條第 2 項規定可知，其係涉及交易或損害因果關係的規定[515]。

（三）賠償內容

可請求賠償的內容，於第 9 條定有明文規定，其賠償方法係回復原狀。賠償權利人可向義務人請求收購證券並償還其當初支出的買價（不得超過證券的發行價格）及相關通常購買的交易費用；若當初未設定發行價格，則將證券進入證券市場後所確定或形成的第一個市場價格，或若同時在數國內證券交易所所確定或形成的最高第一個市場價格視為發行價格。若請

514 Vgl. Schwark/Zimmer/Heidelbach, 5. Aufl. 2020, WpPG § 9 Rn. 24.
515 Vgl. Schwark/Zimmer/Heidelbach, 5. Aufl. 2020, WpPG § 9 Rn. 29, 30.

求賠償時，權利人已不再持有證券，則其可要求義務人支付購買價格（不超過發行價格）與證券售出價格的差額及相關通常購買和售出的交易費用。

（四）法規競合問題

第 16 條第 2 項明文規定，依民法契約或侵權行為規定所能行使的權利，不受影響。

（五）無效的責任限制

第 16 條第 1 項明文規定，事先約定減少或放棄第 9、10 條之權利的約定，係為無效。

第二項 賠償金額之計算

由於未收集到適當的直接涉及德國有價證券公開說明書法第 9 條不實責任賠償金額的案例，故以德國學者設定之虛擬案例說明賠償金額的計算如下[516]。

首先，先說明賠償權利人範圍：當涉及公開說明書不實時，依有價證券公開說明書法第 9 條規定，賠償權利人不限於從賠償義務人處取得證券之投資人才有請求權，所以不論是直接第一取得人或是後來之取得人都有權請求賠償，且賠償權利人所取得的證券不須要是該次公開說明書所發行的證券，而是只要是在市場上已有交易之同類證券，其無從與發行證券區分，且在責任期間內（公開說明書公布後且在證券首次發行後的六個月內）取得，即同樣有請求賠償的權利。而賠償方法為回復原狀。權利人可向義務人請求收購證券並償還其當初支出的買價（不得超過證券的發行價格）及相關通常購買的交易費用；若請求賠償時，權利人已不再持有證券，則其可要求義務人支付購買價格（不超過發行價格）與證券售出價格的差額及相關通常購買和售出的交易費用。

[516] Vgl. EBJS/Groß, 4. Aufl. 2020, WpPG § 9 Fn. 479; FK-WpPG/Seiler/Singhof § 21 Rn. 114 Fn. 279.

假設某公司新股發行價為 50 歐元，在不實公開說明書公布後價格上漲至 60 歐元，後來不實情事揭發後價格跌至 10 歐元。以下為新股轉讓情形：A 從公司購入 50 歐元，A 轉讓給 B 為 60 歐元，B 轉讓給 C 為 50 歐元，C 轉讓給 D 的價格為 40 歐元，價格漲到 45 歐元，故 D 轉讓給 E 的價格為 45 歐元，之後 E 轉讓給 F 的價格為 30 歐元，後來公開說明書不實情事被揭發，F 所持有之股份價格下跌到只剩 10 歐元。賠償義務人應負之賠償金額如下（不考慮交易費用下）：

對 A：無賠償責任（A 售予 B 價格 50-A 從發行人購買價格 50＝0）

對 B：無賠償責任（B 售予 C 價格 50-B 從 A 購買價格雖 60 但不得超過發行價格 50＝0）

對 C：10 歐元（C 售予 D 價格 40-C 從 B 購買價格 50＝-10）

對 D：無賠償責任（D 售予 E 價格 45-D 從 C 購買價格 40＝+5，無損害）

對 E：15 歐元（E 售予 F 價格 30-E 從 D 購買價格 45＝-15）

對 F：30 歐元（F 交出股票給賠償義務人，賠償義務人支付 F 當初之購買價格 30）

賠償義務人總計賠償 55 歐元，甚至比其當初發行價格還高。

第三項 小結

由於德國有價證券公開說明書法第 9 條之賠償計算方式係採回復原狀法，且賠償權利人範圍不限於直接至發行人處取得證券者，甚至證券在轉讓過程中的取得人，即使已不再持有證券，仍得為賠償權利人，只要其是在責任期間內(公開說明書公布後且在證券首次發行後的六個月內)取得，都同樣享有請求賠償的權利，從上述虛擬案例可知發行人的公開說明書不實責任很重。

第四節 操縱行為

關於市場操縱，歐盟各成員國係直接適用歐盟 2014 年「市場濫用規則」[517]，惟本規則並未就其民事賠償責任予以規範。若觀察歐盟成員國各國內法之規定，則情況不一，某些國家（如奧地利、愛爾蘭、葡萄牙或塞浦路斯）在發生市場操縱的情況下，有的有特別賠償責任規定，或將其禁止規範歸類為保護性法律，從而行為人承擔相應的侵權行為賠償責任；惟在英國、法國或德國，迄今為止的普遍觀點是，其沒有特別民事責任或特殊訴權[518]。德國聯邦最高法院第十一民事庭在著名的 IKB 案中裁判，舊證交法第 20a 條（相當歐盟市場濫用規則第 12、15 條）的市場操縱規定不是民法第 823 條第 2 項（相當於我國民法第 184 條第 2 項）所指的保護性法律，本規定對投資人個人財產權益的保護只是間接結果，係法律規定之反射。惟應注意，即使德國法制放棄對市場操縱制定特殊民事法律責任基礎以及放棄將其禁止規定界定為保護性法律，然並不因此排除侵權行為法中基於任何其他基礎產生的民事責任，例如，操縱市場行為人的行為若同時也符合成立賠償責任之侵權行為構成要件時，即依相關規定負責[519]。

[517] 關於市場操縱的行為態樣，係規範在市場濫用規則第 12 條（Article 12 Market manipulation），禁止規定在第 15 條（Article 15 Prohibition of market manipulation），預防與偵測在第 16 條（Article 16 Prevention and detection of market abuse）。

[518] Vgl. Schmolke, Private Enforcement und institutionelle Balance - Verlangt das Effektivitätsgebot des Art. 4 III EUV eine Schadensersatzhaftung bei Verstoß gegen Art. 15 MAR?, NZG 2016, 722.

[519] 同上註。

第六章 中國

第一節 概說

本章介紹中國大陸法下資訊不實的損害賠償計算方法，分別於第二節至第四節依序介紹財報不實、公開說明書不實以及操縱行為損害賠償計算的方法，透過檢視中國大陸法前揭資訊不實類型之中的損害賠償計算方式，嘗試為我國實務提供損害賠償計算方式之參考與建議。

本章第二節介紹財報不實的損害賠償計算方法，中國大陸證券法對於財報不實案件下，投資人之損害賠償金額如何計算，未予規定，但中國大陸最高人民法院於 2003 年發布實施的司法解釋「關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定」(下稱「若干規定」)，有較為詳細的規定，司法實務也以此為據。若干規定以投資人是否在基準日及以前賣出證券而異，進而決定其損害的計算方式。若投資人於基準日或以前賣出證券，其投資差額損失，以「買入證券平均價格」與「實際賣出證券平均價格」之差，乘以投資人所持證券數量計算；若投資人在基準日之後賣出或者仍持有證券，其投資差額損失，以「買入證券平均價格」與「基準價（即虛假陳述揭露日或者更正日起至基準日期間，每個交易日收盤價的平均價格)」之差，乘以投資人所持證券數量計算。然，若干規定未說明如何計算「買入證券平均價格」，中國大陸司法實務發展出數種計算方式，較為常見者為「實際成本法」與「移動加權平均法」。前者有損益相抵，後者則無。中國大陸司法實務中，法院在依照前述若干規定計算出投資人投資損失時，尚會考量「部分損失是否由證券市場系統風險等其他因素所導致，若是，則法院將會認定原告、被告應各自承擔一部分的投資人之損失。本章節末綜合評析中國財報不實損害賠償計算方法的優缺點，並以具體案例演示中國大陸與我國投保中心損害賠償計算方法上之異同。

本章第三節介紹公開說明書不實的損害賠償計算方法，公開說明書不實的規範與財報不實的規範相同，仍係以中國大陸證券法規範責任歸屬，

並以「若干規定」規範損害賠償數額之計算。中國大陸公開說明書不實的損害賠償計算方法性質上屬於毛損益法，與財報不實大致相同，惟判斷投資人所受損害之範圍時，公開說明書不實屬於證券發行市場不實，因而使投資人得請求所受損害的範圍有所不同。「若干規定」對於公開說明書不實之損害賠償責任，依證券是否被停止發行，有不同規定。若系爭證券未被停止發行，則投資人可請求損害賠償，「若干規定」依投資人是否於基準日及以前賣出證券而有不同計算損害方式，計算方法與前述財報不實之損害賠償相同。若系爭證券被停止發行，則投資人有權要求返還和賠償所繳股款及銀行同期活期存款利率的利息。本章節另介紹「中國證券監督管理委員會關於進一步推進新股發行體制改革的意見」及公開說明書不實案例特有的責令回購制度與先行賠付制度。

本章第四節介紹操縱行為的損害賠償計算方法，中國大陸對於操縱市場並無如同虛假陳述證券民事賠償案件有司法解釋可資遵循，目前實務做法係回歸民法侵權行為的損害賠償責任討論，即將操縱市場視為一般侵權行為，但有學者呼籲應可考慮參考司法解釋下計算損害賠償之方式，改良適用於操縱市場之案例。

第二節 財報不實

第一項 法規

中國大陸關於財報不實的規範，主要規定於中華人民共和國證券法（下稱「中國大陸證券法」）以及中國大陸最高人民法院發布的司法解釋「關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定」（下稱「若干規定」）。由於中國大陸證券法對於因財報不實受到損害的投資人所受損害如何計算未加以規定，其司法實務皆以 2003 年 2 月 1 日施行的「若干規定」為計算依據。

依現行中國大陸證券法，涉及財報不實的條文有中國大陸證券法第 78 條以及第 85 條，前者概括性地規定發行人與其他法律規定的資訊揭露義務人之真實、完整揭露義務，與我國證券交易法第 20 條第 1 項相似；後者則以例示方式，規範資訊揭露義務人應揭露之文件，以及文件存在虛假內容時，資訊揭露義務人應負損害賠償責任，規範內容與我國證券交易法第 20 條之 1 與第 32 條相似。

應注意者，中國大陸證券法曾於 2020 年修正，雖相關修正與虛假陳述損害賠償額計算方法無涉，然本研究引用之部分案例因適用修正前之舊法，故進行相關案例介紹時，將使用舊法條文進行分析，合先敘明。

以下列出 2020 年修正前後條文對照與修法理由。

表 6-1 中華人民共和國證券法修正對照表

現行法	舊法	修法理由
第 78 條 （第 1 款）發行人及法律、行政法規和國務院證券監督管理機構規定的其他資訊披露義務人，應當及時依法履行資訊披露義務。 （第 2 款）資訊披露義務人披露的資訊，應當真實、準確、完整，簡明清	第 63 條 發行人、上市公司依法披露的資訊，必須真實、準確、完整，不得有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏。	擴大資訊披露義務人的範圍；增加簡明清晰、通俗易懂的披露要求；明確證券在境內外公開發行、交易的，資訊披露義務人應在境內外同時披露資訊。

現行法	舊法	修法理由
晰，通俗易懂，不得有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏。 （第 3 款）證券同時在境內境外公開發行、交易的，其資訊披露義務人在境外披露的資訊，應當在境內同時披露。		
第 85 條 資訊披露義務人未按照規定披露資訊，或者公告的證券發行檔、定期報告、臨時報告及其他資訊披露資料存在虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏，致使投資者在證券交易中遭受損失的，資訊披露義務人應當承擔賠償責任；發行人的控股股東、實際控制人、董事、監事、高級管理人員和其他直接責任人員以及保薦人、承銷的證券公司及其直接責任人員，應當與發行人承擔連帶賠償責任，但是能夠證明自己沒有過錯的除外。	第 69 條 發行人、上市公司公告的招股說明書、公司債券募集辦法、財務會計報告、上市報告檔、年度報告、中期報告、臨時報告以及其他資訊披露資料，有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏，致使投資者在證券交易中遭受損失的，發行人、上市公司應當承擔賠償責任；發行人、上市公司的董事、監事、高級管理人員和其他直接責任人員以及保薦人、承銷的證券公司，應當與發行人、上市公司承擔連帶賠償責任，但是能夠證明自己沒有過錯的除外；發行人、上市公司的控股股東、實際控制人有過錯的，應當與發行人、上市公司承擔連帶賠償責任。	新增資訊披露義務人未按規定披露資訊應承擔賠償責任的內容；新增發行人的控股股東、實際控制人、承銷證券公司的直接責任人員作為連帶賠償責任人；發行人的控股股東、實際控制人由過錯責任轉變為過錯推定責任。

出處：中國證監會江西監管局中華人民共和國證券法（2019 年版）修訂對照解讀

「若干規定」針對財報不實之構成要件與投資人的損害賠償額應如何計算，有較詳細規範，茲簡介如下：

一. 適用若干規定之情況

若干規定第 1 條規定，「本規定所稱證券市場因虛假陳述引發的民事賠

償案件（以下簡稱虛假陳述證券民事賠償案件），是指證券市場投資人以資訊披露義務人違反法律規定，進行虛假陳述並致使其遭受損失為由，而向人民法院提起訴訟的民事賠償案件。」

若干規定第 17 條規定：「證券市場虛假陳述，是指資訊披露義務人違反證券法律規定，在證券發行或者交易過程中，對重大事件作出違背事實真相的虛假記載、誤導性陳述，或者在披露資訊時發生重大遺漏、不正當披露資訊的行為。」

行為人[520]若構成虛假陳述，即應對因此受有損害之投資人負損害賠償責任[521]。若干規定第 29 條與第 30 條分別規定發行市場與交易市場的虛假陳述[522]，兩者損害賠償之計算方式有所不同，詳後述。

二. 基準日之確定

為計算投資人因虛假陳述所受之損害數額，若干規定設有基準日制度。依該規定第 33 條：「投資差額損失計算的基準日，是指虛假陳述揭露或者更正後，為將投資人應獲賠償限定在虛假陳述所造成的損失範圍內，確定損失計算的合理期間而規定的截止日期。」根據最高人民法院法官之論述，

[520] 本條行為人的範圍，參見「若干規定」第 7 條：「虛假陳述證券民事賠償案件的被告，應當是虛假陳述行為人，包括：
（一）發起人、控股股東等實際控制人；
（二）發行人或者上市公司；
（三）證券承銷商；
（四）證券上市推薦人；
（五）會計師事務所、律師事務所、資產評估機構等專業仲介服務機構；
（六）上述（二）、（三）、（四）項所涉單位中負有責任的董事、監事和經理等高級管理人員以及（五）項中直接責任人；
（七）其他作出虛假陳述的機構或者自然人。」

[521] 投資人的定義，參見「若干規定」第 2 條：「本規定所稱投資人，是指在證券市場上從事證券認購和交易的自然人、法人或者其他組織。」

[522] 「若干規定」第 29 條：「虛假陳述行為人在證券發行市場虛假陳述，導致投資人損失的，投資人有權要求虛假陳述行為人按本規定第三十條賠償損失；導致證券被停止發行的，投資人有權要求返還和賠償所繳股款及銀行同期活期存款利率的利息。」；「若干規定」第 30 條：「虛假陳述行為人在證券交易市場承擔民事賠償責任的範圍，以投資人因虛假陳述而實際發生的損失為限。投資人實際損失包括：（一）投資差額損失；（二）投資差額損失部分的佣金和印花稅。前款所涉資金利息，自買入至賣出證券日或者基準日，按銀行同期活期存款利率計算。」

基準日的設置係為確定虛假陳述被揭露、更正後，股價不再受到虛假陳述影響所經過的一段期間，目的係為將虛假陳述影響股價的因素從其他引起股價波動的因素中分離[523]。依「若干規定」，投資人在基準日及以前或之後賣出系爭有價證券，將採用不同的方式計算賠償金額[524]。

根據若干規定第 33 條，基準日依以下四種情況確定之：

（一） 虛假陳述揭露日[525]或者更正日[526]起，至被虛假陳述影響的證券累計成交量達到其可流通部分 100%之日。但通過大宗交易協議轉讓的證券成交量不予計算。

（二） 按前項規定在開庭審理前尚不能確定基準日者，以虛假陳述揭露日或更正日後第 30 個交易日為基準日。

（三） 系爭證券已經退出證券交易市場者，以摘牌日前一交易日為基準日。

（四） 系爭證券已經停止證券交易者，可以停牌日前一交易日為基準日；恢復交易的，可以前述第 1 項規定確定基準日。

---

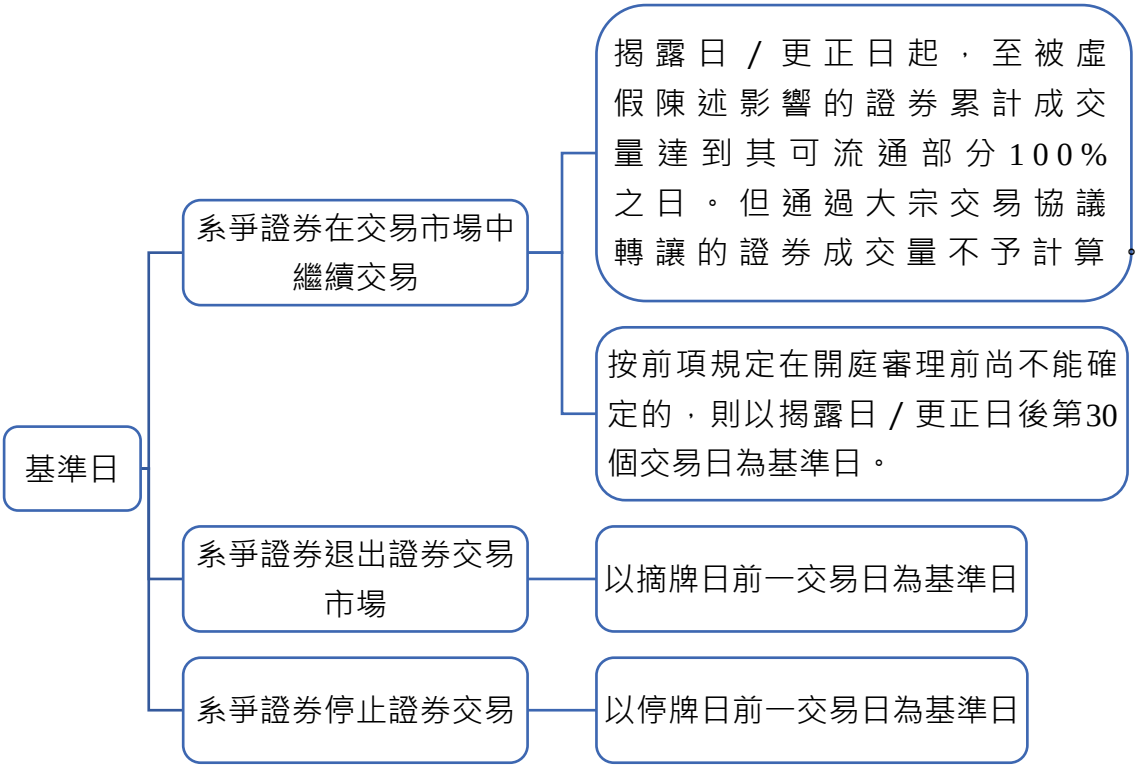
[523] 賈緯，解析關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定，人民法院報，第 204 期，頁 12，2003 年 1 月 22 日。

[524] 若是在基準日及基準日前賣出證券，依「若干規定」第 31 條：「以買入證券平均價格與虛假陳述揭露日或者更正日起至基準日期間，每個交易日收盤價的平均價格之差，乘以投資人所持證券數量計算投資差額損失」；若是在基準日後賣出或者仍持有證券，依「若干規定」第 32 條：「買入證券平均價格與虛假陳述揭露日或者更正日起至基準日期間，每個交易日收盤價的平均價格之差，乘以投資人所持證券數量計算投資差額損失。」

[525] 揭露日的認定，參見「若干規定」第 20 條第 2 款：「虛假陳述揭露日，是指虛假陳述在全國範圍發行或者播放的報刊、電台、電視台等媒體上，首次被公開揭露之日。」

[526] 更正日的認定，參見「若干規定」第 20 條第 3 款：「虛假陳述更正日，是指虛假陳述行為人在中國證券監督管理委員會指定披露證券市場資訊的媒體上，自行公告更正虛假陳述並按規定履行停牌手續之日。」

圖 6-1 中國大陸虛假陳述損害賠償基準日之確定



出處：研究團隊製作

三. 行為人虛假陳述與投資人投資損失間應具有因果關係

若干規定第 30 條規定，行為人因虛假陳述承擔民事賠償責任之範圍，以投資人因虛假陳述而實際發生的損失為限。

（一） 若干規定第 18 條規定，投資人具有以下情形的，人民法院應當認定虛假陳述與損害結果之間存在因果關係：

1. 投資人所投資的是與虛假陳述直接關聯的證券；
2. 投資人在虛假陳述實施日及以後，至揭露日或者更正日之前買入該證券；
3. 投資人在虛假陳述揭露日或者更正日及以後，因賣出該證券

發生虧損，或者因持續持有該證券而產生虧損。

（二） 若干規定第 19 條規定，被告舉證證明原告具有以下情形者，人民法院應當認定虛假陳述與損害結果之間不存在因果關係：

1. 在虛假陳述揭露日或者更正日之前已經賣出證券；
2. 在虛假陳述揭露日或者更正日及以後進行的投資；
3. 明知虛假陳述存在而進行的投資；
4. 損失或者部分損失是由證券市場系統風險等其他因素所導致；
5. 屬於惡意投資、操縱證券價格者。

中國大陸最高人民法院法官有認為，若干規定第 18 條、第 19 條係明文採用對市場詐欺理論及信賴推定，故投資人只要證明其所投資的證券價格受到虛假陳述行為的影響而價格不公正，即可推定投資人之損失與虛假陳述行為之間存在因果關係，投資人無須提供自己的損失與虛假陳述之間存在因果關係的證據，除非被告舉證證明投資人具有若干規定第 19 條不存在因果關係的事由[527]。

依若干規定第 18 條之文義解釋，投資人僅在善意不知虛假陳述存在，而在虛假陳述實施日後、揭露日或者更正日前買入證券，且於揭露日或者更正日後賣出或持續持有證券，並實際發生虧損者，方得請求損害賠償[528]，換言之，若干規定第 18 條僅處理「誘多型」虛假陳述之因果關係認定。根據最高人民法院法官分析[529]，若干規定第 18 條和第 19 條因果關係確定的條文內容背後，隱含司法解釋對虛假陳述獨創性的分類劃分，即根據對市場影響、對投資人主觀判斷和投資行為的影響，將虛假陳述分為誘多型和誘空型兩大類。市場經常發生的虛假陳述幾乎都屬於誘多型性質，它是指虛假陳述行為人故意違背事實真相發布虛假的利多資訊，或者隱瞞實質性的利空資訊不予公布或及時公布等，以使投資人在股價處於相對高位時，

527 賈緯，同註 523，頁 5。
528 依「若干規定」第 30 條：「虛假陳述行為人在證券交易市場承擔民事賠償責任的範圍，以投資人因虛假陳述而實際發生的損失為限。」
529 賈緯，同註 523，頁 10。

持有積極投資心態並進行投資追漲的行為。同理，誘空型虛假陳述，則是指虛假陳述行為人發布虛假的消極利空資訊，或者隱瞞實質性的利好資訊不予公布或及時公布等，以使投資人在股價向下運行或處於相對低位時，因受其虛假陳述影響持有消極心態而賣出股票，在虛假陳述被揭露或者被更正後股價上漲而投資人遭受損失的行為。

然囿於立法技術，「若干規定」第 18 條僅針對「誘多型」虛假陳述與投資人所受損害間的損失因果關係加以規範，至於「誘空型」虛假陳述之因果關係認定則因案件數少而未規範於若干規定，留待法官個案判斷[530]。

四. 投資人所受損害的範圍與計算方法

（一） 投資人所受損害的範圍

若干規定依虛假陳述發生於證券發行市場或交易市場，就投資人得請求損害賠償之範圍予以分別規範[531]。財報不實之虛偽陳述案件多發生於證券交易市場中，依若干規定第 30 條規定，虛假陳述行為人在證券交易市場承擔民事賠償責任的範圍，以投資人因虛假陳述而實際發生的損失為限。依該條規定，投資人的實際損失包含：

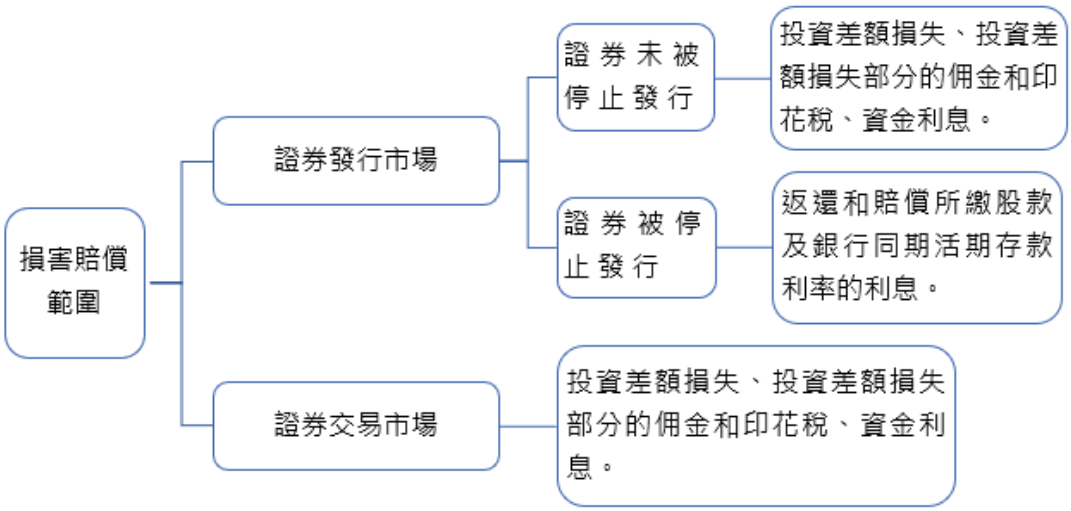
1. 投資差額損失；
2. 投資差額損失部分的佣金和印花稅；
3. 自買入至賣出證券日或者基準日，按銀行同期活期存款利率計算的資金利息。

有關證券發行市場虛假陳述之損害賠償計算，詳見本章第三節之分析。

530 賈緯，同註 523，頁 11。然此種立法方式遭學者批評，參見葉承芳，證券市場虛假陳述侵權責任因果關係的認定，北京青年政治學院學報，第 4 期，頁 74-75，2010 年。

531 證券發行市場虛假陳述，參見「若干規定」第 29 條：「虛假陳述行為人在證券發行市場虛假陳述，導致投資人損失的，投資人有權要求虛假陳述行為人按本規定第三十條賠償損失；導致證券被停止發行的，投資人有權要求返還和賠償所繳股款及銀行同期活期存款利率的利息。」

圖 6-2 中國大陸發行市場與交易市場虛假陳述之損害賠償範圍



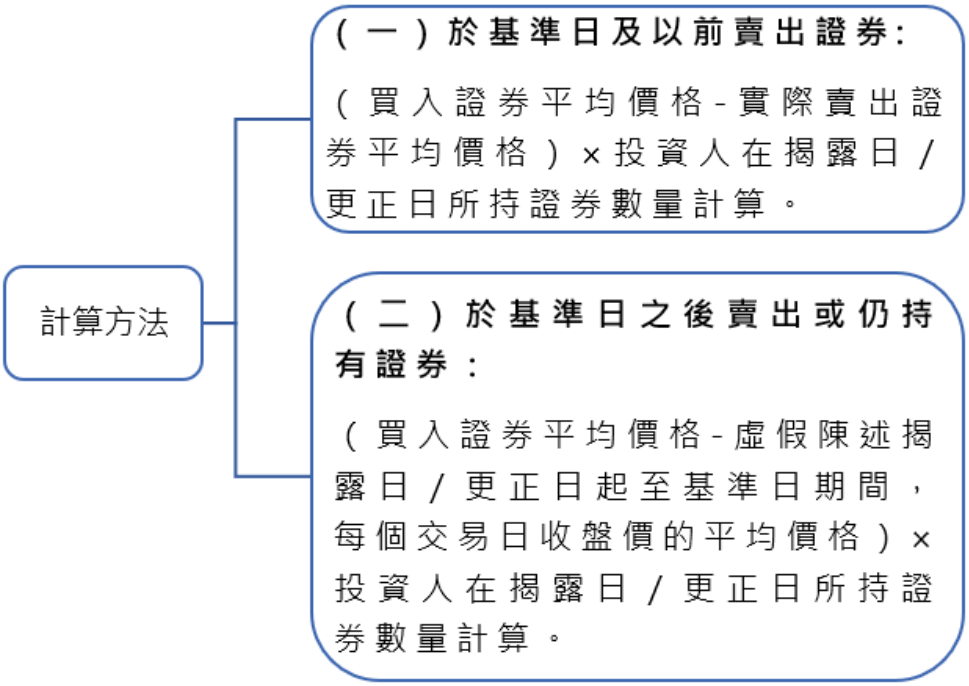
出處：研究團隊製作

（二） 投資差額損失之計算

關於投資差額損失的計算方法，依投資人是否於基準日及以前賣出證券而分別處理：

1. 投資人於基準日及以前已賣出證券：依若干規定第 31 條，以「買入證券平均價格」與「實際賣出證券平均價格」之差，乘以投資人所持證券數量計算。
2. 投資人於基準日之後賣出或仍持有證券：依若干規定第 32 條，以「買入證券平均價格」與虛假陳述揭露日或者更正日起至基準日期間，「每個交易日收盤價的平均價格（下稱基準價）」之差，乘以投資人所持證券數量計算。

圖 6-3 中國大陸證券交易市場虛假陳述損害賠償之計算方式



出處：研究團隊製作

若干規定第 34 條[532]規定，計算投資差額損失時，投資人持股期間基於股東身分所獲得的配股配息，不得用以扣減虛假陳述行為人的賠償金額；第 35 條規定[533]，除權證券的證券價格和證券數量均應復權計算。

中國大陸透過「若干規定」，以司法解釋的方式，為虛假陳述證券民事賠償案件的損害賠償計算方法提出較明確的指引，然司法實務操作中，因各級法院對於若干規定的不同解釋與適用差異，而仍存在諸多實務爭議。

第二項 法院判決

中國大陸司法實務主要以若干規定第 30 條、第 31 條及第 32 條作為投資人於虛假陳述證券民事賠償案件中所受損害的計算依據。然由於各級

532 「若干規定」第 34 條：「投資人持股期間基於股東身份取得的收益，包括紅利、紅股、公積金轉增所得的股份以及投資人持股期間出資購買的配股、增發股和轉配股，不得沖抵虛假陳述行為人的賠償金額。」

533 「若干規定」第 35 條：「已經除權的證券，計算投資差額損失時，證券價格和證券數量應當復權計算。」

人民法院對於條文中所謂的「買入證券平均價格」認定不同，致使法院在實際計算「買入證券平均價格」時，出現多種方式，本研究整理相關判決，歸納出以下四種方式：「實際成本法」、「先進先出加權平均法」、「直接加權平均法」，以及「移動加權平均法」。這四種方式中，以實際成本法之採用較為普遍，然大陸司法實務近期有採用移動加權平均法之趨勢，合先敘明。

以下介紹四種曾於司法實務出現過的認定「買入證券平均價格」之方法與相關判決。

第一款、實際成本法[534]

一. 定義

大陸司法實務有認為，「若干規定」所指的買入證券平均價格，是指投資人買入證券的成本，因此投資人在虛假陳述實施日及以後至虛假陳述揭露日或更正日之前，若存在多次買進賣出的情況時，投資人於此期間賣出股票收回的相應資金，屬於投資人提前收回的投資成本，應於總投資成本中予以扣除；即買入證券平均價格為在虛假陳述揭露日或更正日之前，以每次買進價格和數量計算出投資人買進股票總成本，減去投資人此期間所有已賣出股票收回資金的餘額，除以投資人虛假陳述揭露日或更正日尚持有之證券數量[535]。

依實際成本法，買入證券的平均價格計算公式為[536]：買入證券的平均價格＝（虛假陳述實施日至虛假陳述揭露日／更正日期間買入證券總成本－虛假陳述實施日至虛假陳述揭露日／更正日期間賣出證券收回的成本）÷ 投資人於揭露日／更正日尚持有的證券數量。

實際成本法的操作方式，以案例說明如下：假設原告在 t_1 以每股 30 元

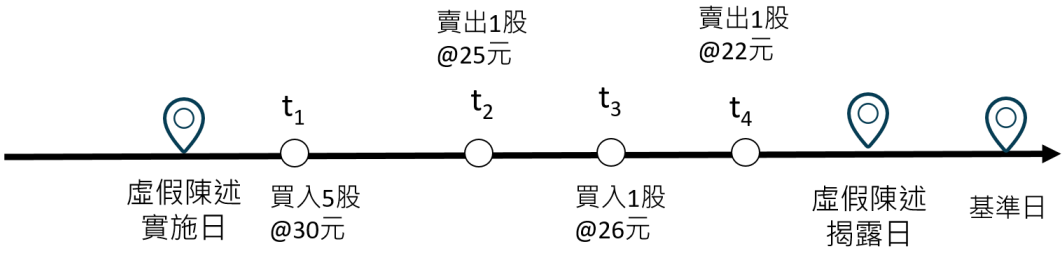
534 採用實際成本法之判決，例如（2007）滬一中民三（商）初字第 68 號民事判決書、（2011）滬一中民六（商） 初字第 37 號民事判決書、（2019）遼民終 1619 號民事判決書。

535 汪雅洪與錢永耀、北京無線天利移動資訊技術股份有限公司證券虛假陳述責任糾紛一審民事判決書，（2017）京 01 民初 104 號。

536 黃曉嵩與興業證券股份有限公司證券虛假陳述責任糾紛一審民事判決書，（2017）閩 01 民初 462 號。

買入 5 股、t_2 以每股 25 元賣出 1 股，t_3 以每股 26 元買入 1 股、t_4 以每股 22 元賣出 1 股。

圖 6-4 中國大陸實際成本法操作釋例



出處：研究團隊製作

依照實際成本法，原告在虛假陳述影響期間之買入證券平均價格為：（買入成本－總回收金額）÷揭露日／更正日持有股數，即〔（5×30+1×26）－（1×25+1×22）〕÷（6－2）＝ 32.25 元。

二. 判決－大連大福控股案[537]

（一） 案件事實

被告大連大福控股股份有限公司（下稱「大福控股」、「被告」）於上海證券交易所上市，大福控股於 2016 年 10 月 13 日公告其近日收到中國證券監督管理委員會（下稱中國證監會）發出的「關於對大連大福控股股份有限公司採取責令改正監管措施的決定」，認定大福控股未於 2016 年半年報顯示以下資訊：一、未披露募集兩億元資金遭凍結事項的違規行為；二、未披露為控股股東擔保事項，質押金額高達 4.59 億元。大福控股於該公告中表示：「公司對存在的問題向投資者深表歉意，公司將加強資訊披露及相關管理工作，確保公司資訊披露真實、準確、完整、及時。」此外，大福控股於 2016 年 12 月 2 日公告「對上海證券交易所問詢函回覆」表示，大

[537] （2019）遼民終 1619 號。本判決於 2019 年 10 月 23 日宣判。

福控股未按規定披露以下資訊：對大顯集團提供 1.4 億元擔保，並開具 3 億元轉帳支票作為履約保證事項，以及募集資金 4.59 億元質押擔保事項與 2016 年 5 月 31 日臨時公告未批露某件有關大福控股遭訴追 8000 萬元之訴訟案。

2017 年 7 月 20 日，中國證監會大連監管局做成（2017）001 號行政處罰決定書，認定大福控股的上述行為違反中國大陸證券法第 63 條[538]規定。

本案原告付文斌（下稱「原告」）於大福控股虛假陳述期間多次買賣該公司股票，遂以大福控股虛假陳述為由請求損害賠償。

（二） 爭點

1. 本案虛假陳述的實施日、揭露日、基準日為何？
2. 被告虛假陳述與原告主張的損害結果之間是否存在因果關係？
3. 原告之實際損失數額為何？是否存在原、被告應各自承擔一部分損失之情況？

（三） 一審法院見解

1. 本案虛假陳述之實施日為 2014 年 5 月 16 日，揭露日為 2016 年 12 月 2 日，基準日為 2017 年 6 月 30 日

法院認為，大福控股於 2014 年 5 月 16 日，未履行對外提供擔保之相關決策程序，依法此為應立即報告和公告之披露事項，故 2014 年 5 月 16 日為大福控股虛假陳述實施日。大福控股未就提供擔保進行披露，對重大訴訟事項虛假記載，上述對重大事件的虛假陳述行為，後經國家證券監管機構立案調查，並最終依據中國大陸證券法相關規定，對大福控股及其相關責任人作成行政處罰。此結論性事實與大福控股於 2016 年 12 月 2 日對上海證券交易所問詢函回覆公告的內容前後一致，是國家證券監管機構對

[538] 該判決適用舊法中國大陸證券法第 63 條，新法為中國大陸證券法第 78 條。

大福控股存在虛假陳述行為的證實和確定，故該公告內容屬於在全國範圍內首次被公開揭露，且該公開揭露對證券市場發出警示信號，提醒投資者要重新判斷股票價值，注意證券市場投資風險，足以對市場起到足夠的警示作用，故 2016 年 12 月 2 日應確認為虛假陳述揭露日。

大福控股於 2016 年 11 月 2 日申請早間緊急停牌，至 2017 年 4 月 13 日恢復上市。又自 2017 年 4 月 13 日至 2017 年 6 月 30 日共 53 個交易日，大福控股股票的累計成交量達到其可流通部分的 100%，依若干規定第 33 條第 1 款，2017 年 6 月 30 日應確認為本案的基準日。根據若干規定第 32 條，以虛假陳述揭露日或者更正日起至基準日期間每個交易日平均收盤價計算基準價，本案中，大福控股自 2016 年 12 月 2 日至 2017 年 6 月 30 日間每個交易日平均收盤價為 2.85 元／股，故基準價應為 2.85 元／股。

2. 原告之損失與被告虛假陳述具有因果關係

法院認為，原告自虛假陳述實施日 2014 年 5 月 16 日以後至揭露日 2016 年 12 月 2 日之前多次買賣大福控股股票，並於揭露日後繼續持有部分股票，後因虛假陳述被揭露股價下跌，原告因持有該股票而產生虧損，符合若干規定第 18 條的 3 個要件。

法院認為，虛假陳述揭露前，大福控股的股價並非正常的價格，而是受虛假陳述的影響處於一種虛高的狀態，投資人之虧損與大福控股的虛假陳述之間具有因果關係，應確認大福控股的虛假陳述與原告主張的損害結果之間具有因果關係。

至於大福控股所稱經營不善、重組失敗不能視為若干規定第 19 條第 4 款否定因果關係存在之情形。若干規定第 19 條所謂「證券市場系統風險」，是指由於全域性的共同因素引起的對所有證券的收益產生的影響，系統風險是由整體政治、經濟、社會等環境因素對證券價格所造成的影響。系統風險造成的後果具有普遍性，無論是系統風險還是其他因素，均應是指對

證券市場產生普遍影響的風險因素、對證券市場所有的股票價格產生影響，且這種影響為個別企業或行業所不能控制，是整個市場或者市場某個領域的所有參與者所共同面臨的，投資人亦無法通過分散投資加以消除，因而投資者發生的該部分損失不應由虛假陳述行為人承擔。

對於是否存在系統風險的舉證責任在大福控股，應由大福控股舉證證明造成此種風險的事由存在，即存在「匯率、利率等金融政策、國內和國際的突發事件、經濟和政治制度的變動」，且該事由對股票市場產生重大影響，引起多數股票價格大幅漲跌，導致風險的發生。因大福控股提供的證據不足以證明存在系統風險等其他因素，本案事實不存在若干規定第 19 條第 4 款規定的應當認定「虛假陳述與損害結果之間不存在因果關係」的情形，故在認定原告的經濟損失時不應考慮扣除證券市場風險因素，大福控股應賠償原告主張的合理經濟損失。

3. 損失數額之計算

法院彙整原告於 2014 年 5 月 16 日至 2017 年 6 月 30 日內買賣股票情況如下：

表 6-2 大福控股案，原告於虛假陳述期間買賣證券交易彙整表

時間	交易類型	交易數量（股）	成交均價（元／股）
2014.5.16	**一審認定虛假陳述實施日**		
2014.5.21	**二審認定虛假陳述實施日**		
2016.01.15	買入	38,900	4.79
2016.01.18	買入	37,800	4.92
2016.04.11	賣出	76,700	5.09
2016.04.11	買入	39,100	5.09
2016.04.11	買入	39,100	5.09
2016.04.15	賣出	78,200	5.71
2016.04.15	買入	43,000	5.72
2016.04.15	買入	43,100	5.71
2016.05.13	賣出	5,000	4.32
2016.12.2	**虛假陳述揭露日，持股 73,100 股**		
2017.04.19	賣出	8,000	4.10

時間	交易類型	交易數量（股）	成交均價（元／股）
2017.04.24	賣出	15,000	3.79
2017.04.28	賣出	7,000	3.59
2017.04.28	賣出	2,000	3.417
2017.05.10	賣出	3,000	2.64
2017.05.10	賣出	2,000	2.62
2017.05.10	賣出	2,000	2.57
2017.05.11	賣出	5,100	2.44
2017.05.11	賣出	2,000	2.44
2017.05.12	賣出	8,000	2.36
2017.6.30	**基準日，持股 20,000 股，基準價 2.85 元／股**		

出處：整理自大福控股案二審民事判決書

（1）. 投資損失差額

若干規定第 30 規定，虛假陳述行為人在證券交易市場承擔的民事賠償責任以投資人因虛假陳述而「實際發生的損失」為限，該損失包括「投資差額損失」及該部分的佣金和印花稅，再加上前述金額自買入至賣出證券日或者基準日間的銀行同期活期存款利息。

前述「投資差額損失」之計算，又因投資人是否於基準日及以前賣出證券，或者基準日之後賣出或持有證券，而有不同。

依若干規定第 31 條，投資人於基準日及以前已賣出證券者，以「買入證券平均價格」與「實際賣出證券平均價格」之差，乘以投資人所持證券數量計算投資人之差額損失。依若干規定第 32 條，投資人在基準日之後賣出或者仍持有證券的，其投資差額損失，以買入證券平均價格與虛假陳述揭露或者更正日起至基準日之期間，每個交易日收盤價的平均價格之差，乘以投資人所持證券數量計算。

一審法院認為，前述兩條文中若干規定所指「買入證券平均價格」，係指投資人買入證券的成本，因此，投資人在虛假陳述實施日及以後至揭露日或更正日之前存在多次買進賣出的情況時，其在此期間賣出股票收回的

相應資金，屬於投資人提前收回的投資成本，應在總投資成本中予以扣除。

本案中，原告買入證券平均價格為在揭露日或更正日之前以每次買進價格和數量計算出的買進股票總成本減去此期間所有已賣出股票收回資金的差額（371,081 元），除以尚持有股票數量（即虛假陳述實施日至揭露日期間買入股票總量減去賣出股票總量差額 73,100 股）。結合法院對虛假陳述實施日、揭露日、基準日的認定，根據原告系爭股票買賣情況，一審法院認定其買入證券平均價為 5.08 元／股。

A. 原告於基準日及以前賣出證券時，其投資損失計算

原告於揭露日至基準日共有 10 筆賣出股票之行為，故其賣出均價應按揭露日至基準日期間賣出股票收回資金總額（167,258 元）除以賣出股票總量（53,100 股）計算，根據前述交易記錄，賣出均價為 3.15 元／股。原告賣出系爭股票部分的投資差額損失為 102,483 元【（5.08 元／股－3.15 元／股）×53,100 股】，佣金和印花稅損失各為 102.48 元（102,483 元×1‰），此部分投資損失為 102,687.96 元（102,483 元+102.48 元+102.48 元）。

B. 原告於基準日之後賣出／持有證券時，其投資損失計算

原告持有股票部分的投資差額損失為 44,600 元【（5.08 元／股－2.85 元／股）×20,000 股】，佣金和印花稅損失各為 44.6 元（44,600 元×1‰），則此部分投資損失為 44,689.2 元（44,600 元+44.6 元+44.6 元）。

（2）. 原告、被告各自承擔原告實際損失的 50%

法院認為，鑒於影響投資人做出股票投資決定的因素是多方面的，上市公司的資訊披露僅是其中一種因素。股票作為一種有價證券，除具有流動性的特徵之外，還具有風險性、波動性的特徵。股票的特徵決定投資股票既是一種收益率頗高的投資方式，又是一種高風險的投資方式。作為投

資者，不僅要面對市場外部客觀因素所帶來的整體風險，還要面對上市公司內部的非系統性風險。法院認為，大福控股接受行政處罰的行為並非造成案涉股價下跌以及投資者損失的全部因素。且雖然大福控股存在未及時披露資訊的違法行為，但其行為並非採取浮誇、利好的方式公布資訊，從而引誘投資人作出積極投資的決定。上述行為被披露後，該公司股價亦沒有發生巨幅震盪。綜上，**雖然大福控股存在虛假陳述之違法行為，原告亦存在投資受損的事實，兩者之間亦存在因果關係，但原告買賣大福控股股票所受損失不能完全歸責於大福控股的虛假陳述行為**。故一審法院酌情確定大福控股按 50%的標準向原告賠償因虛假陳述而受有之損失本金，即賣出部分為 51,343.98 元（102,687.96 元×50%）、持有部分為 22,344.6 元（44,689.2 元×50%），合計 73,688.58 元。

（四） 二審法院見解

1. 本案虛假陳述實施日應予調整

一審判決認定虛假陳述實施日為 2014 年 5 月 16 日，而大福控股上訴主張應為 2014 年 5 月 21 日。二審法院認為，證券虛假陳述分為積極的作為和消極的沉默，本案大福控股所實施的屬於「消極的證券虛假陳述行為」。消極的證券虛假陳述行為的實施日應為資訊披露的法定期限，應以法定期限的最後一個期日為消極虛假陳述的實施日。

中國大陸證券法第 67 條[539]規定，發生可以對上市公司股票交易價格產生較大影響的重大事件，投資人尚未得知時，上市公司應當立即將有關該重大事件的情況向國務院證券監督管理機構和證券交易所報送臨時報告，並予公告，說明事件的起因、目前的狀態和可能產生的法律後果。又依「上市公司資訊披露管理辦法」第 2 條規定，資訊披露義務人應當真實、準確、完整、及時地披露資訊，不得有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏。該

[539] 該判決適用舊法中國大陸證券法第 67 條，新法為中國大陸證券法第 80 條。

辦法第 71 條規定下列用語的含義：.....（二）及時，是指自起算日起或者觸及披露時點的兩個交易日內。綜合上述規定，中國大陸證券法第 67 條所規定的「立即」，應理解為在合理的期間內及時公告。結合本案大福控股所實施的虛假陳述行為，大福控股虛假陳述的實施日應當為自起算日起或者觸及披露時點的兩個交易日內，故應確認 2014 年 5 月 21 日為虛假陳述實施日，一審判決對大福控股虛假陳述實施日的認定不妥，二審予以糾正。

2. 原告損失與被告虛假陳述行為間具有因果關係

二審法院認為，大福控股未按規定披露重大事件，實施證券虛假陳述行為，該行為與損害賠償請求之間具有直接因果關係，因此一審判決認定大福控股應對由此受損的投資人予以賠償，應屬正確。

3. 一審採用實際成本法計算「買入證券平均價格」符合若干規定，不予調整

二審法院認為，由於證券交易的複雜性，目前用於計算投資人投資差額損失的方法多種，**一審判決採用實際成本法計算投資人之投資差額損失，符合若干規定所確定的原則，結果相對公平合理，有利於保護多數投資人的利益，屬人民法院自由裁量範圍之內，實際成本法亦是近年北京、上海等地法院普遍採用的計算方法，對一審判決計算買入證券平均價的方法，二審不予調整。**

4. 原告、被告各自承擔原告實際損失的 50%

二審法院認為，股票作為一種有價證券，除具有流動性的特徵外，還具有風險性、波動性的特徵。證券市場的外部客觀因素、上市公司內部的非系統性風險均會對股票走勢形成一定的影響。經查，在揭露日至基準日期間，大福控股所屬綜合性板塊指數、遼寧地區板塊指數均呈整體性下跌

趨勢。同時，重組失敗亦導致投資人預期落空、信心受挫。**上述因素與大福控股虛假陳述的行為產生疊加效應，加劇大福控股股價的下跌**。因此，一審判決酌定大福控股承擔原告因該公司證券虛假陳述而造成的實際損失的 50%，並無不妥，二審法院雖然對本案大福控股證券虛假陳述的實施日予以調整，但該調整並不影響一審判決所計算的原告投資差額損失數額。

三. 判決－安泰集團案[540]

（一） 案件事實

山西安泰集團股份有限公司（下稱安泰集團）於 2014 年中期報告、第三季度報告中，未能及時、準確地披露其關係人山西新泰鋼鐵有限公司（下稱山西新泰）對安泰集團之非經營性資金佔用[541]，金額高達 12.20 億元，經中國證監會認定違反中國大陸證券法第 63 條[542]。安泰集團 2014 年中期報告發布日為 2014 年 8 月 22 日，即為虛假陳述實施日，2015 年 4 月 30 日安泰集團於網路上公布 2014 年年度報告對中國證監會認定的虛假陳述行為予以公告更正，為虛假陳述揭露日。本案基準日為 2015 年 11 月 5 日，基準價為 3.72 元。

（二） 爭點

1. 虛假陳述實施日前買入之證券應如何處理？
2. 原告之實際損失數額為何？

---

[540] 邊某、山西安泰集團股份有限公司證券虛假陳述責任糾紛二審民事判決書 ，（2018）晉民終 397 號，本判決於 2018 年 6 月 26 日宣判。

[541] 根據中國證監會於 2005 年發布的關於集中解決上市公司資金被佔用和違規擔保問題的通知，所謂非經營性資金佔用是指上市公司為大股東及其附屬企業墊付工資、福利、保險、廣告等費用和其他支出；代大股東及其附屬企業償還債務而支付資金；有償或無償、直接或間接拆借給大股東及其附屬企業資金；為大股東及其附屬企業承擔擔保責任而形成債權；其他在沒有商品和勞務對價情況下向大股東及其附屬企業提供資金或證券監管機構認定的其他非經營性資金佔用情形。

[542] 此為舊法，新法為中國大陸證券法第 78 條。

（三） 一審法院見解

1. 未剔除原告於虛假陳述實施日前買入之證券

一審法院指出原告於 2014 年 9 月 24 日至 2015 年 4 月 8 日數次共計買入山西安泰股票 1,297,400 股，買入價格從 3.40 元至 5.00 元不等；原告在實施日至披露日期間分多次賣出 1,082,000 股，賣出價格從 3.42 元至 4.99 元不等；在 2014 年 4 月 30 日，即揭露日後，原告又賣出全部的 215,400 股，賣出均價為 3.17 元。本案中，法院未討論投資人於實施日之前持有系爭證券，若於不實資訊影響期間賣出，應如何處理的問題。

2. 損失數額之計算

一審法院認為，本案應採實際成本法，即將投資人於實施日之後、揭露日之前，以每次買進價格和數量計算出投資人買進股票總成本，減去投資人這期間收回資金的餘額，除以投資人尚持有股票數量，計算公式為：（買入總金額－賣出金額）÷（買入股數－賣出股數）。法院認為，實際成本法將虛假陳述實施日至虛假陳述揭露日期間投資人的盈虧攤入了買入價格，更客觀公正。故依實際成本法，原告買入平均價為 3.43 元；揭露日至基準日期間，原告賣出全部股票，賣出平均價為 3.17 元。原告所受投資損失，依（買入平均價－賣出平均價）×賣出股數為 56,004 元，加上佣金、印花稅、同期利息損失，合計 56,564.03 元。

本案中，法院未討論投資人於實施日前買入之系爭證券，若於不實資訊影響期間賣出，應如何處理的問題，在實際計算投資人之損害賠償金額時，也將投資人於實施日前買入並於不實資訊影響期間賣出之證券，納入證券買入成本之計算。

（四） 二審法院見解

1. 應剔除原告於虛假陳述實施日前買入並於虛假陳述期間賣出之證券

二審法院指出，原告在實施日之前買入 464,300 股，實施日至揭露日期間，共計買入 1,297,400 股，買入金額總計為 5,528,065 元，這段期間賣出 1,082,000 股，包含了實施日前的庫存股 464,300 股。若剔除實施日前庫存股之後，則在實施日至揭露日期間內，原告買入並賣出之股數為 617,700 股，賣出金額為 2,942,450 元，屬於原告提前收回之成本。原告於揭露日尚持有 679,700 股。原告在揭露日至基準日期間賣出股數為 679,700 股，賣出金額 2,132,553 元，賣出均價為 3.14 元。

原、被告雙方對原審判決以實際成本法計算買入均價，並無異議，但原審判決在計算投資人投資損失時，沒有剔除其在實施日前的庫存股數，顯屬錯誤，本院予以糾正。

2. 損失數額之計算

依實際成本法，（買入總金額－賣出金額）÷（買入股數－賣出股數）計算，原告在實施日至揭露日期間之買入總金額為 5,528,065 元，於實施日至揭露日期間之賣出總金額為 2,942,450 元，原告於揭露日尚持有 679,700 股，故買入平均價為 3.8 元。揭露日至基準日期間，原告賣出全部股票，賣出價格 3.14 元，依（買入平均價－賣出平均價）×賣出股數計算，即（3.8 元－3.14 元）×679,700 股＝448,602 元，原告實際損失為 448,602 元，加上佣金、印花稅、同期利息損失合計 453,242.67 元。

第二款、先進先出加權平均法[543]

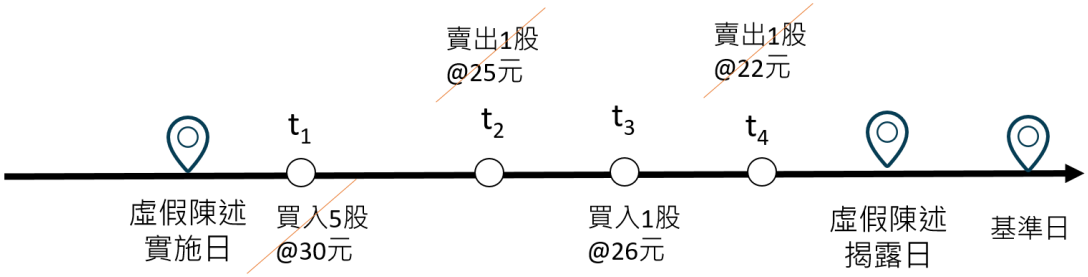
一. 定義

有判決認為，依若干規定第 19 條，投資人於虛假陳述揭露日或者更正日之前已經賣出證券者，應當認定虛假陳述與損害結果之間不存在因果關係，是故，在計算投資人損失額時，應將投資人於虛假陳述實施日至揭露日期間依先後順序賣出的股票用以抵銷投資人在該期間依先後順序買入的股票（先進先出），以確定「可索賠的股票」範圍，再按照可索賠股票的實際買入價格以加權平均的計算方法計算買入證券平均價格。

以先進先出加權平均法計算買入證券平均價格之公式為[544]：證券買入平均價格＝（虛假陳述實施日之後至揭露日前之期間買入的股票數量－該期間依先後順序對應賣出的股票數量）×剔除後買入股票的對應價格，再以該總金額÷揭露日持有股票的數量。

先進先出加權平均法的操作方法，以釋例說明如下：假設原告在 t_1 以每股 30 元買入 5 股、t_2 以每股 25 元賣出 1 股，t_3 以每股 26 元買入 1 股、t_4 以每股 22 元賣出 1 股。

圖 6-5 中國大陸先進先出加權平均法操作釋例



出處：研究團隊製作

[543] 採取先進先出加權平均法的判決，例如（2020）浙民終 1006 號、（2020）遼民終 1108 號、（2020）魯民終 2398 號、（2015）濟商初字第 266 號。

[544] （2013）浙甬商初字第 12 號。

依先進先出加權平均法，首先須依先進先出原則進行交易配對與股數銷除，經銷除後得出原告剩餘之股票（即可索賠之股票）及確認剩餘股票對應之買入價格，並計算買入證券平均價格。前述釋例中，投資人在 t_1 買進的 5 股，分別在 t_2、t_4 各賣出 1 股，t_1 以每股 30 元買進之股數剩餘 3 股，t_3 以每股 26 元買入之股數剩餘 1 股，則投資人買入證券平均價格為：（3×30＋1×26）÷4 ＝ 29 元。

二. 判決—恒天海龍案[545]

（一） 案例事實

被告上市公司恒天海龍公司（下稱恒天海龍）於 2009 年 1 月至 2011 年 6 月期間，未將巨龍化纖公司（下稱巨龍化纖）作為關聯方披露；恒天海龍向巨龍化纖支付土地租賃、調整以前年度記帳錯誤、為巨龍化纖墊付職工工資、社會保險、住房公積金、集資款及工程款等費用。上述關聯方和關聯交易未在恒天海龍之 2009 年半年度報告、2009 年年度報告、2010 年半年度報告、2010 年年度報告、2011 年半年度報告中披露。恒天海龍未履行重大擔保事項臨時報告披露義務共計 118 筆，累計金額 361,834.50 萬元人民幣。

2011 年 6 月 2 日，中國證監會以恒天海龍涉嫌違反證券法律法規，立案調查。原告廖勁松（下稱原告）於 2009 年 1 月 1 日至 2011 年 6 月 2 日多次買賣恒天海龍股票，遂向法院主張恒天海龍應負虛假陳述之損失賠償責任。

[545] 廖勁松與恒天海龍股份有限公司證券虛假陳述責任糾紛二審民事判決書，（2016）魯民終 1682 號。

（二） 爭點

1. 本案虛假陳述的實施日、揭露日、基準日為何？
2. 被告虛假陳述與原告主張的損害結果之間是否存在因果關係？
3. 原告之實際損失為何？是否存在原、被告各自承擔一部分損失之情況？

（三） 一審法院見解

1. 虛假陳述實施日為 2009 年 1 月 1 日、揭露日為 2011 年 6 月 2 日、基準日為 2012 年 4 月 23 日

法院認為，本案虛假陳述實施日為 2009 年 1 月 1 日。2011 年 6 月 2 日，恒天海龍在中國證監會的指定披露媒體「巨潮資訊網」上發布「關於收到中國證券監督管理委員會調查通知書的公告」，向投資人披露中國證監會因該公司涉嫌違反證券法律法規立案調查中。這是恒天海龍相關虛假陳述首次在全國範圍內發行的媒體上被公開揭露，公司發布公告當天股價即大幅下滑，跌幅達 9.21%，將近跌停，且此後的交易日股價持續走低，足以證明該公告對市場產生影響，最後該公司虛假陳述也被中國證監會正式處罰。因此，恒天海龍受立案調查之公告日即 2011 年 6 月 2 日，符合揭露日認定的四個要素，應當確定為本案虛假陳述的揭露日。

本案中，揭露日 2011 年 6 月 2 日當天恒天海龍的可流通股股數為 804,003,464 股。自揭露日至 2012 年 4 月 23 日，恒天海龍股票的累計成交量達 805,807,100 股，達到其可流通股股數的 100%，同時，在此期間並無通過大宗交易協定轉讓的股票。因此，依若干規定第 32 條對基準日的規定，本案虛假陳述基準日應為 2012 年 4 月 23 日。虛假陳述的揭露日 2011 年 6 月 2 日至基準日 2012 年 4 月 23 日期間，每個交易日的收盤價的平均價格為 4.60 元。因此，本案虛假陳述的基準價應為 4.60 元。

2. 原告所受損失與被告虛假陳述間存在因果關係

本案中，原告於虛假陳述實施日及以後至揭露日之前買入恒天海龍股票，並於虛假陳述揭露日及以後，持有股票而產生虧損，符合若干規定第18條的3個要件，虛假陳述與損害結果之間存在因果關係。

3. 損失數額之計算

(1) 實際損失額之計算

法院認為，依若干規定第18條，只有在實施日至揭露日期間買入並且未被賣出的股票所產生的投資損失才與虛假陳述具有因果關係，才能納入損失額之計算，因此，於實施日至揭露日期間買入但在揭露日前即被賣出的股票所產生的投資損失，與虛假陳述沒有因果關係，不能納入損失額之計算。

「先進先出加權平均法」，即先以先進先出的原則（先買入的股票也先被賣出），將實施日至揭露日期間買入但被賣出的股票進行剔除，確定可索賠的股票範圍，再按照可索賠股票的實際買入價格以加權平均的方法，計算買入股票平均價格。原告主張投資損失的計算公式應為：投資差額損失=（平均買入價－平均賣出價）×揭露日至基準日期間賣出的可索賠股票的數量+（平均買入價-基準價）×基準日之後賣出或仍持有的可索賠股票的數量。原告所主張之計算方法，符合若干規定的規定，並且計算方法簡便，計算結果合理，應當作為本案計算平均買入價的公式。依據上述計算方式，原告投資差額損失為9,400元，佣金印花稅損失71元、利息損失156.98元、因訴訟而支付的公證費220元。

(2) 考慮證券市場系統風險，原、被告各自承擔一部分投資損失

若干規定第19條所謂系統性風險，是指由於某種全域性的共同因素引起的投資收益的可能變動，這種因素以同樣的方式對所有證券的收益產

生影響。由於這些因素來自企業外部，是單一證券無法抗拒和迴避的，屬於不可迴避、不可分散的風險。通常而言，系統風險的引發因素包括政治風險、經濟風險、社會政治風險等。系統風險主要有以下幾種不同的形式：通貨膨脹風險、利率風險、匯率風險、宏觀經濟風險、社會、政治風險，市場風險等。由於證券市場的複雜性，相關政治、經濟變動等誘因對證券市場是否存在及其影響大小的衡量和認定存在一定的困難。因此，司法實踐中，通常認為以大盤、行業板塊等指數的波動情況作為判斷系統風險因素是否存在以及影響大小的參考依據。如果在揭露日至基準日期間，大盤、行業板塊等指數存在大幅波動情形的，應認定股價的下跌係全部或部分因系統風險所致，與虛假陳述之間不存在因果關係。

本案中，自揭露日 2011 年 6 月 2 日至基準日 2012 年 4 月 23 日，深市 A 股流通總市值下跌 10%，化學纖維 A 股流通總市值下跌 23%，恒天海龍股票流通總市值下跌 30%。於揭露日至基準日期間，以行業板塊「化學纖維 A 股總市值」為參照物件，按照揭露日至基準日期間化學纖維 A 股的下跌幅度／揭露日至基準日期間恒天海龍的下跌幅度計算，系統風險的影響因素為 76.67%（23%／30%）；若以大盤「深市 A 股流通總市值」為參照對象，揭露日至基準日期間深市 A 股的下跌幅度／揭露日至基準日期間恒天海龍的下跌幅度計算，影響因素為 33.33%（10%／30%）。如果綜合考慮化學纖維板塊和大盤的影響因素，系統風險的影響比例約為 55%〔（33.33%+76.67%）／2〕。

本案中，原告投資股票的損失與恒天海龍虛假陳述行為存在一定的因果關係，但應同時考量化學纖維板塊和大盤對恒天海龍股票的影響，應將上述證券市場系統風險的因素扣除。綜合以上因素，原告應承擔投資差額損失為 4,230 元（即，9,400 元×（1－55%）＝4,230 元）。

（四） 二審法院見解

二審肯認一審見解，二審判決聚焦系統風險對於原告損失額調整之比例。

1. 關於扣減的比例

二審法院認為，自揭露日至基準日期間，化學纖維 A 股的下跌幅度為 23%，恒天海龍的下跌幅度為 30%，占比為 76.67%；深市 A 股的下跌幅度為 10%，恒天海龍的下跌幅度為 30%，占比為 33.33%。一審法院綜合考慮大盤和行業板塊對恒天海龍股票個股的影響，以 55%〔（33.33%+76.67%）／2〕作為本案系統風險因素的剔除比例，合理合法，二審予以維持。

2. 恒天海龍股票停牌階段是否受系統風險因素影響的問題

二審法院認為。系統風險是所有股票都無法抗拒、不可迴避、不可分散的風險，系統風險的考量區間應當是虛假陳述行為影響股價的整個期間，不存在間斷的問題。個股股票在停牌期間並非不受系統風險的影響，而只是不能及時地反映系統風險的影響，股票一旦恢復交易，將對系統風險的影響有一個集中釋放的過程。

本案虛假陳述行為揭露日至恒天海龍停牌前一交易日期間，即 2011 年 6 月 2 日至 2011 年 8 月 19 日期間，恒天海龍的股價由 4.83 元變為 4.82 元，跌幅為 0.21%，恒天海龍恢復交易日至本案虛假陳述行為基準日，即 2012 年 3 月 30 日至 2012 年 4 月 23 日，恒天海龍的股價由 4.58 元變為 3.4 元，跌幅為 25.76%，該下跌幅度即為對停牌階段系統風險的集中反映。原告主張恒天海龍股票停牌階段不受系統風險因素影響，沒有依據，二審法院不予支援。一審法院不考慮恒天海龍股票停牌因素，並無不當。

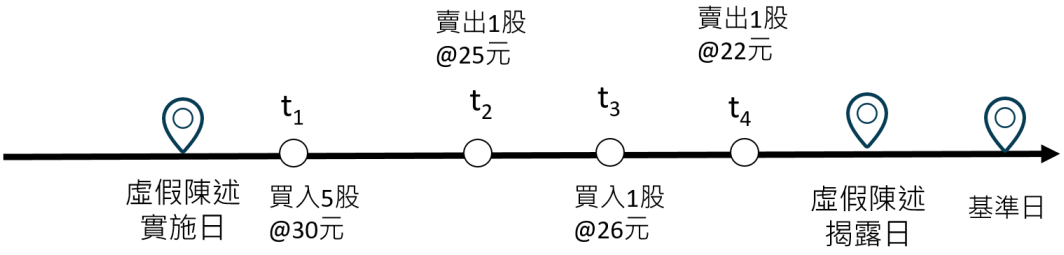
第三款、直接加權平均法[546]

一. 定義

法院有認為，投資人於虛假陳述實施日後、虛假陳述揭露日（更正日）之前賣出股票，屬投資的正常商業風險，不論投資人是否因此而有所損益，法院均不予以評價。基此，應採用「直接加權平均法」，計算投資人買入證券之平均價格。根據本法，「買入證券平均價格」計算公式為：買入證券平均價格=虛假陳述實施日至揭露日／更正日期間內買入總價÷虛假陳述實施日至揭露日／更正日期間內買入股數。

以下釋例說明直接加權平均法的操作方法：假設原告在 t_1 以每股 30 元買入 5 股、t_2 以每股 25 元賣出 1 股，t_3 以每股 26 元買入 1 股、t_4 以每股 22 元賣出 1 股。

圖 6-6 中國大陸直接加權平均法操作釋例



出處：研究團隊製作

依直接加權平均法，僅需考量虛假陳述影響期間買入證券之價格與證券數，賣出部分不予評價，故原告買入平均價格：（5×30＋1×26）÷6＝29.33 元。

二. 判決－海潤光伏[547]

（一） 案例事實

被告上市公司海潤光伏科技股份有限公司（下稱海潤光伏）於 2015

[546] 採取直接加權平均法的判決，例如（2015）甯商初字第 185 號。

[547] 郝萌與海潤光伏科技股份有限公司證券虛假陳述責任糾紛二審民事判決書，（2017）蘇民終 641 號。

年 1 月 23 日發布該公司「2014 年度利潤分配預案預披露公告」，公告記載「基於海潤光伏未來發展需要，並結合海潤光伏 2014 年實際經營狀況，為了積極回報股東，與所有股東分享公司未來發展的經營成果，在符合利潤分配原則，保證正常經營和長遠發展的前提下，公司前三大股東楊懷進、九潤管業公司、紫金電子公司提議以海潤光伏 2014 年 12 月 31 日股本 1,574,978,384 股為基數，以資本公積金向全體股東執行「每 10 股轉增 20 股」的方案。董事會一致認為前述分配預案充分考慮對廣大投資者的合理投資回報，與公司實際情況相匹配，符合公司發展規劃，符合有關法律法規以及公司章程、海潤光伏科技股份有限公司未來分紅回報規劃及未來三年（2014－2016）股東回報規劃中分配政策的規定，具備合法性、合規性、合理性。公司 9 名董事均簽署書面確認檔，並承諾在董事會審議上述議案時投贊成票」。

然事實上，依海潤光伏合併報表，該年度實現的歸屬於母公司股東的淨利潤以及母公司累計可供分配利潤均為負值，因此該分配預案實際上不符合公司章程、分紅規劃中相關分配政策的規定，海潤光伏事實上無法進行前述股東分紅。2015 年 2 月 13 日，海潤光伏發布關於收到中國證監會調查通知書的公告，該公告中記載「海潤光伏公司於 2015 年 2 月 13 日收到中國證券監督管理委員會調查通知書。因公司涉嫌存在資訊披露違法行為，根據中華人民共和國證券法的有關規定，中國證券監督管理委員會江蘇監管局（以下簡稱江蘇證監局）決定對公司進行立案調查」。2015 年 4 月 23 日，海潤光伏發布 2014 年年報，披露 2014 年歸屬於母公司所有者的淨利潤為負 947,595,474.67 元，當期母公司未分配利潤為負 51,738,675.01 元。2015 年 10 月 22 日，江蘇證監局做成（2015）5 號行政處罰決定書，認定海潤光伏披露的分配預告和分配提案存在誤導性陳述。

（二） 爭點

1. 被告是否構成虛假陳述？虛假陳述的實施日、揭露日、基準日為何？
2. 被告虛假陳述與原告主張的損害結果之間是否存在因果關係？
3. 原告之實際損失為何？是否存在原、被告應各自承擔一部分損失之情況？

（三） 一審法院見解

1. 被告構成虛假陳述，虛假陳述實施日為 2015 年 1 月 23 日、揭露日為 2015 年 2 月 13 日、基準日為 2015 年 3 月 5 日

若干規定第 17 條規定：「證券市場虛假陳述，是指資訊披露義務人違反證券法律規定，在證券發行或者交易過程中，對重大事件作出違背事實真相的虛假記載、誤導性陳述，或者在披露資訊時發生重大遺漏、不正當披露資訊的行為。誤導性陳述，是指虛假陳述行為人在資訊披露檔中或者通過媒體，作出使投資人對其投資行為發生錯誤判斷並產生重大影響的陳述。」根據本案現有證據綜合分析，海潤光伏在系爭的分配提案及分配預告中，對於以高比例轉增的形式進行利潤分配的理由，做出與事實不相符合的表述，使投資人誤認為該公司 2014 年利潤為正，並做出公司運營狀況良好的錯誤判斷，進而對投資人決定是否購買海潤光伏股票產生重要影響；且海潤光伏在前述虛假陳述行為被揭露之後，其股票的市場價格亦產生較大波動。綜上，海潤光伏於 2015 年 1 月 23 日宣布分配預告的行為，屬於對重大事件的誤導性陳述，構成證券市場虛假陳述，應對此承擔相應的法律責任。

本案中，雙方均認可海潤光伏的虛假陳述實施日為 2015 年 1 月 23 日，揭露日為 2015 年 2 月 13 日，基準日為 2015 年 3 月 5 日（2015 年 2 月 13 日起至 2015 年 3 月 5 日，即海潤光伏證券累計成交量達到其可流通部分 100%）。

2. 被告虛假陳述與原告主張的損害結果之間存在因果關係

根據若干規定第 18 條與第 19 條，對於投資人的損失與虛假陳述行為之間的因果關係，係採「推定信賴」的原則，投資人無須證明自己信賴虛假陳述行為才作出投資，只要證明其所投資證券的價格受到虛假陳述行為的影響，即可認定具有因果關係。如果資訊披露義務人認為投資人的損失與其虛假陳述行為之間不存在因果關係的，應提出相應的反證。

本案中，雙方均認可海潤光伏的虛假陳述實施日為 2015 年 1 月 23 日，揭露日為 2015 年 2 月 13 日。在此期間，原告投資海潤光伏股票並發生虧損，故應確認原告的投資損失與海潤光伏的虛假陳述行為之間具有因果關係，其有權向海潤光伏主張賠償。

3. 原告實際損失之計算為何？是否存在原、被告應各自承擔一部分損失之情況？

(1) 實際損失之計算

法院為避免將不應在證券虛假陳述責任糾紛中因正常交易風險所導致的虧損計入投資人可索賠的損失，且原告在實施日至揭露日期間多次買進和賣出海潤光伏股票，而買進賣出股票性質和數量難以區分，無法確定賣出股票與所買入股票的對應性，因此，計算「買入證券平均價格」宜採用實施日至揭露日期間投資人所買入股票的總金額除以買入總股數的方法（即直接加權平均法），而對於投資人在揭露日前賣出的股數，不論是虧損亦或獲益，均屬於正常的商業風險，不予評價，更加符合原告投資證券買入平均價格的客觀情況。同理，賣出平均價亦應按上述方式計算，即用揭露日至基準日期間投資人賣出股票的總金額除以賣出的總股數。

法院彙整原告自 2015 年 1 月 23 日至 2015 年 3 月 5 日買賣海潤光伏股票之情況如下：

表 6-3 海潤光伏案，原告買賣證券交易彙整表

時間	交易類型	交易數量（股）	成交均價（元／股）	成交金額
2015.01.23	**法院認定虛假陳述實施日**			
2015.01.26	買入	15,000	10.203	153,045
2015.01.27	賣出	15,000	9.16	137,400
2015.01.29	買入	20,000	8.655	173,100
2015.01.30	賣出	20,000	8.46	169,200
2015.01.30	買入	20,000	8.45	169,000
2015.02.13	**虛假陳述揭露日，持股 20,000 股**			
2015.02.25	賣出	20,000	7.50	150,000
2015.03.05	**基準日，持股 0 股**			

出處：研究團隊製作

本案中，原告所持有之海潤光伏股票，均於基準日前賣出，應依若干規定第 31 條之規定計算原告之投資差額損失。依直接加權平均法，原告買入證券平均價為 9.00 元（實施日至揭露日期間買入股票的總金額 495,145 元÷實施日至揭露日期間買入總股數 55,000 股），賣出平均價為 7.50 元（揭露日至基準日期間賣出股票的總金額 150,000 元÷揭露日至基準日期間賣出總股數 20,000 股）。因此原告投資差額損失為 30,000 元【（買入平均價 9.00 元－賣出平均價 7.50 元）×揭露日至基準日以前賣出的可索賠股票的數量 20,000 股】。

(2) 不存在若干規定第 19 條所規定之系統性風險

海潤光伏抗辯稱原告的投資損失係由證券市場系統風險等其他因素所致，該公司即應就其該項反駁主張提供相應的證據充分予以證明。但海潤光伏提交的上證指數大盤、同行業其他個股及海潤光伏的三份 K 線走勢圖等，尚不足以證明原告全部或部分投資損失係因證券市場系統風險等因素所致。

（四） 二審法院見解

駁回海潤光伏上訴，支持一審法院見解。

第四款、移動加權平均法[548]

一. 定義

法院有認為，應以移動加權平均法計算投資人買入證券平均價格，如此方能剔除投資人於揭露日或更正日之前賣出證券而與虛假陳述無因果關係的投資損失[549]。

移動加權平均法在每一次買進或賣出證券時，都要重新計算買入證券平均價格[550]。若本次交易為買入，則交易後新的買入證券平均價格為：（前次買入證券平均價格×交易前庫存數量+本次買入證券的價格×本次買入之數量）÷（交易前庫存數量+本次買入數量）。若本次交易為賣出，則交易後新的買入證券平均價格為=（前次買入證券平均價格×交易前庫存數量-前次買入證券平均價格×本次賣出之數量）÷（交易前庫存數量-本次賣出數量）。

換言之，計算買入證券平均價格時，不考慮投資人實際賣出證券之價格，而是以前次買入平均價格作為該次賣出之價格，也因此，無論投資人賣出證券之價格如何變化，買入均價均不受影響。

茲以下例說明移動加權平均法之操作：假設原告在 t_1 以每股 30 元買入 5 股、t_2 以每股 25 元賣出 1 股，t_3 以每股 26 元買入 1 股、t_4 以每股 22 元賣出 1 股。

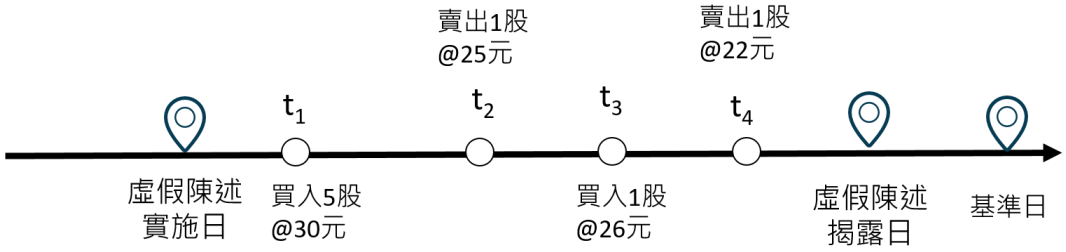
---

548 採用移動加權平均法的判決，例如（2017）閩 01 民初 462 號、（2018）魯 02 民初 1747 號、2008 桂民二終字第 56 號。

549 （2018）魯 02 民初 1747 號，山東一審法院指出，在移動加權平均法計算過程中，剔除與虛假陳述無因果關係的投資損失（即揭露日前賣出股票的投資損失），使揭露日持股買入均價的計算更精準、客觀，更符合若干規定的相關規定。

550 若賣出部分證券，則賣出證券成本=賣出證券數量×本次買入平均價，新的庫存成本=新庫存數量×本次買入均價；若又購入證券，則新買入均價=（新庫存成本+新購進價格×新購進數量）÷（新庫存數量+新購進數量），若再次賣出、買入，買入均價依此類推。陳銀燕，證券虛假陳述損害賠償研究，華東政法大學碩士學位論文，頁 47，2019 年 6 月 15 日。

圖 6-7 中國大陸移動加權平均法操作釋例



出處：研究團隊製作

依移動加權平均法，計算投資人買入證券平均價格時，不須考慮證券於期間內實際的賣出價格，而是以前次買入平均價格作為該次賣出之成本，故原告在 t_1 買入平均價格為：5×30÷5＝30 元，在 t_2 買入平均價格為：（5×30－1×30）÷4＝30 元，在 t_3 買入平均價格為：（4×30＋1×26）÷5＝29.2 元，在 t_4 買入平均價格為：（5×29.2－1×29.2）÷4＝29.2 元。

二. 判決—恒順眾昇案[551]

（一） 案例事實

2015 年 8 月 4 日，被告上市公司青島市恒順眾昇股份有限公司（下稱「恒順眾昇」）[552]發布關於收到中國證監會立案調查通知書的公告，該公告指出，公司因涉嫌違反證券法規，中國證監會決定對公司進行立案調查。2018 年 4 月 26 日，恒順眾昇收到中國證監會做成之行政處罰決定書，認定該公司下列行為違反中國大陸證券法第 63 條[553]，構成虛假陳述。

中國證監會指出，恒順眾昇於 2014 年 8 月 26 日披露的 2014 年半年度報告中，提前認列與四川電力 1100 萬的設備成套採購收入 9,401,709.40 元、利潤 3,921,394.65 元；在 2014 年 10 月 16 日披露的 2014 年第三季度報告中提前認列與四川電力的 9,350 萬元的設備成套採購收入 79,914,529.6 元，

[551] 張安定與青島中資中程集團股份有限公司（原青島市恒順眾昇集團股份有限公司）證券虛假陳述責任糾紛一審民事判決書，（2018）魯 02 民初 1747 號。
[552] 現更名為青島中資中程集團股份有限公司。
[553] 本案適用修正前（2014 年版本）證券法第 63 條，新法為第 78 條。

利潤 28,349,077.59 元。又恒順眾昇分別於 2014 年 9 月 20 日、11 月 28 日與 PT. ArtabumiSentraIndustri （簡稱為 ASI）簽訂合同金額為 17,260 萬元的特種設備合同和合同金額為 6,580 萬美元（折合人民幣約 40,467 萬元）的高爐二期合同，並於同年 9 月 23 日、11 月 29 日予以公告。但在上述公告以及相應定期報告中，恒順眾昇均未披露其與 ASI 具關聯關係，以及上述交易為關聯交易。另外，2014 年 12 月 5 日，恒順眾昇委託的地質勘察單位四川電力設計諮詢有限公司向其通報工業園地質鑽探情況，表示場地的地質條件很差，不適宜建電廠，但恒順眾昇未及時披露該資訊。最後，恒順眾昇部分股東所持公司 5%以上股份被質押及解除質押交易，恒順眾昇未及時於 2014 年 12 月 17 日至 2015 年 4 月 21 日，披露該資訊。

（二） 爭點

1. 虛假陳述的實施日、揭露日、基準日為何？
2. 被告虛假陳述與原告主張的損害結果之間是否存在因果關係？
3. 原告之損失數額為何？是否存在原、被告應各自承擔一部分損失之情況？

（三） 一審法院見解

1. 本案虛假陳述實施日為 2014 年 8 月 26 日、揭露日為 2015 年 8 月 4 日、基準日為 2015 年 8 月 26 日

（1）. 關於實施日的認定

法院認為，中國證監會之行政處罰決定書認定恒順眾昇存在四項違法事實，根據深圳證券交易所股票上市規則第 18.1 條之規定，「及時」係指「自起算日起或者觸及本規則披露時點的兩個交易日內」，恒順眾昇該系列違法行為的首次實施日分別為 2014 年 8 月 26 日、2014 年 9 月 23 日、2014 年 12 月 9 日、2014 年 12 月 19 日。上述四項虛假陳述行為，從實施

時間看，實施日雖然有先後，但均發生於 2014 年下半年，實施時間比較緊密、集中；從持續時間看，除第一項虛假陳述行為在被立案前（2015 年 6 月 9 日）更正外，其餘三項虛假陳述行為均持續至被中國證監會立案後被揭露，持續期間高度重合，上述四項虛假陳述行為已構成一個整體，難以分割，可認定為同一個虛假陳述行為的持續，應以首次實施日即 2014 年 8 月 26 日作為本案的虛假陳述實施日。

（2）. 關於揭露日的認定

若干規定第 20 條第 2 款規定，虛假陳述揭露日，是指虛假陳述在全國範圍發行或者播放的報刊、電臺、電視臺等媒體上，首次被公開揭露之日。2015 年 8 月 4 日，恒順眾昇在媒體上公開發布公告，載明公司涉嫌違反證券法律法規，被中國證監會立案調查，給證券市場發出警示信號，提醒投資人重新判斷投資行為，因此本案虛假陳述揭露日應為 2015 年 8 月 4 日。

（3）. 關於基準日的認定

若干規定第 33 條第 1 項規定，投資差額損失計算的基準日，是指虛假陳述揭露或更正後，為將投資人應獲賠償限定在虛假陳述所造成的損失範圍內，確定損失計算的合理期間而規定的截止日期。基準日按下列情況確定：（一）揭露日或者更正日起，至虛假陳述影響的證券累計成交量達到其可流通部分 100%之日。本案中，恒順眾昇累計成交量達到該股可流通部分 100%之日為 2015 年 8 月 26 日。故本案基準日為 2015 年 8 月 26 日。

2. 被告虛假陳述與原告主張的損害結果之間存在因果關係

原告自 2015 年 5 月 28 日至揭露日四次買入恒順眾昇股票，揭露日前證券餘額為 1,700 股，並於基準日前持續持有。依據若干規定第 18 條，恒順眾昇的虛假陳述與原告該 1,700 股投資損失之間存在因果關係。恒順眾

昇抗辯其被處罰的行為不是「誘多型」虛假陳述，進而主張原告的損失與其虛假陳述無因果關係，法院認為該主張無事實及法律依據，應不予採信。

3. 原告之損失數額

由於原、被告雙方均同意委託協力廠商機構對證券市場系統風險的扣除比例及損失進行核定，一審法院依法委託中證中小投資者服務中心有限責任公司（下稱投服中心）出具專業損失核定意見[554]。法院認為，在證券虛假陳述糾紛中，對於證券市場系統風險的認定與扣除計算具有一定的專業性，法院委託投服中心就上述專業問題提供專業支持符合投服中心的業務範圍，也於法不悖。投服中心持有恒順眾昇股票 100 股，具履行持股行權的職責，投服中心明確表示對於恒順眾昇案不提起支援訴訟，在此情況下，投服中心作為證監會批准設立的公益性、中立的協力廠商機構，與本案不存在利害關係，因此可以出具本案損失核定意見書。

（1）. 第一筆有效買入之確認

投服中心出具之損失核定意見書指出，依若干規定第 19 條規定：「被告舉證證明原告具有以下情形的，人民法院應當認定虛假陳述與損害結果之間不存在因果關係：（一）在虛假陳述揭露日或者更正日之前已經賣出證券」。因此，投服中心於計算投資人之損失前，先對投資者在實施日至揭露日期間交易記錄的證券餘額進行逐日考察，若收盤後證券餘額為 0 時，依法推定該日前買進的股票已全部賣出，該日前的交易記錄不參與損失計算（包括差額損失和證券市場風險扣除計算），該日後的首筆買入交易為「第

[554] 投服中心係經中國證監會批准設立並直接管理的證券金融類公益機構，業務範圍包括為中小投資者維權提供資訊和技術上的支援。投服中心的職能包括事前持股行權試點機制、事中證券期貨糾紛調解機制、事後證券支持訴訟機制，為中小投資者自主維權提供教育、法律、資訊、技術等服務。具體包括：（1）面向中小投資者開展公益性宣傳和教育；（2）為中小投資者自主維權提供法律、資訊、技術服務；（3）公益性持有證券等金融性商品，以股東身份行權和維權；（4）受中小投資者委託、提供調解、和解服務；（5）代表中小投資者，向政府機構、監管部門反映訴求，以及中國證監會委託的其他業務。鄧峰，論投服中心的定位、職能與前景，投資者，第 2 期，頁 95-96，2018 年。

一筆有效買入」，參與損失計算。依前述原則判斷，本案原告的第一筆有效買入為 2015 年 5 月 28 日買入之 500 股。

（2）. 原告之投資差額損失應扣除證券市場系統風險，扣除比例為 92.32%

投服中心依照損失核定意見書核算方法，計算軟體根據輸入的被告股票代碼、原告交易情況等資訊，自動形成組合體系指標，分別為創業板綜合指數、電氣設備行業指數、工控自動化行業指數、智慧電網概念指數，上述組合指數與恒順眾昇股票採用「同步指數對比法」進行比對，測算出：原告第一筆有效買入日至基準日區間證券市場系統風險扣除比例為 92.32%，該比例的證券市場系統風險給原告造成的損失應從投資差額損失中扣除。

本案中，證券市場系統風險扣除比例計算內容如下表所示：

表 6-4 恒順眾昇案，投服中心之損失核定意見書－系統風險扣除比例

系統風險計算過程	**參考指數**	創業板綜合指數、電氣設備行業指數、工控自動化行業指數、智慧電網概念指數。
	對比區間	第一筆有效買入日 2015-05-28 至基準日 2015-08-26
	考察指數波動情況	對比區間： 創業板綜合指數漲跌幅=（3834.73-2802.40）／3834.73=26.92% 電氣設備行業指數漲跌幅=（9030.72-6856.72）／9030.72=24.07% 工控自動化行業指數漲跌幅=（10106.00-7601.45）／10106.00=24.78% 智能電網概念指數漲跌幅=（3116.08-2325.48）／3116.08=25.37% 股票漲跌幅=（81.84-59.42）／81.84=27.39% *結果為負代表漲，結果為正代表跌
	系統性風險比例計算公式	對比區間系統性風險比例=（創業板綜合指數漲跌幅+電氣設備行業指數漲跌幅+工控自動化行業指數漲跌幅+智慧電網概念指數漲跌幅）÷股票漲跌幅÷指數數量=（26.92%+24.07%+24.78%+25.37%）÷27.39%÷4=92.32% *結果為負代表漲，結果為正代表跌

出處：恒順眾昇案一審民事判決書

（3）. 投資人損害賠償額之計算

本案中，原告於虛假陳述期間內買賣證券交易彙整如下表：

表 6-5 恒順眾昇案，原告於虛假陳述期間買賣證券交易彙整表

時間	交易類型	交易數量（股）	成交均價（元／股）	成交金額
2014.08.26	**法院認定虛假陳述實施日**			
2015.05.28	買入	500	87.22	43,610
2015.05.29	買入	600	80.79	48,474
2015.06.25	買入	300	81	24,300
2015.06.25	買入	300	75.8	22,740
2015.08.04	**虛假陳述揭露日，持股 1,700 股**			
2016.08.26	**基準日，持股 1,700 股，基準價 59.42 元／股**			

出處：恒順眾昇案一審民事判決書

關於投資人買入證券平均價格之計算，目前司法實踐中主要有兩種方法，一是「實際成本法」，即投資者買入股票的總成本減去其在此期間賣出該股票收回的資金，除以買入股數與賣出股數之差；另外一種是「移動加權平均法」，即投資者於實施日之後至揭露日或更正日之前，每次買入股票後，以新買入的股票成本加上前次的持倉成本，除以本次買入的股票數量加上前次的持倉股票數量。依「移動加權平均法」，每次新買入股票的交易影響並形成新的買入成本，每次賣出股票的交易只會影響並減少持股數量，對持股的成本不產生影響，揭露日的持股數和持股成本客觀上不受揭露日前賣出股票價格之影響。

「移動加權平均法」借鑒核算企業存貨成本的會計方法，能夠較為客觀、公允地反映投資者持股成本，這種計算方法較其他計算方法更為科學合理，故本案採用「移動加權平均法」計算證券買入均價。

本案中，投服中心按照移動加權平均法，計算出原告股票買入均價為 81.84 元，基準價為 59.42 元，基準日持有股票差額損失為（81.84－59.42）×1,700=38,114 元。原告應獲賠的投資差額損失=考察區間投資差額損失×

（1－考察期間系統風險扣除比例），即 38,114×（1－92.32%）=2,927.16 元。應獲賠佣金=應獲賠投資差額損失×佣金費率=2,927.16×0.00030=0.88 元。應獲賠印花稅=應獲賠投資差額損失×印花稅稅率=2,927.16*0.001=2.93 元。應獲賠資金利息=（應獲賠投資差額損失+應獲賠佣金+應獲賠印花稅）×銀行同期活期存款利率×實際天數／365=（2,927.16+0.88+2.93） ×0.0035×90／365=2.53 元。原告應獲賠總金額=應獲賠投資差額損失+應獲賠佣金+應獲賠印花稅+應獲賠資金利息=2,927.16+0.88+2.93+2.53=2,933.5 元。

第三項 評析

第一款、中國大陸實務四種做法之比較

投資人於虛假陳述實施日至揭露日期間多次買進賣出證券時，依若干規定第 31 條與第 32 條之規定，應先確認投資人之買入證券平均價格，但應如何計算，中國大陸司法實務見解有分歧，分析判決可見以下四種算法：實際成本法、先進先出加權平均法、直接加權平均法與移動加權平均法，其中以實際成本法與移動加權平均法最為常見。以下分析這四種算法。

（一）. 實際成本法

依實際成本法，投資人買入證券平均價格之計算公式為：買入平均價格＝（虛假陳述實施日之後、揭露日／更正日前買入證券總成本－虛假陳述實施日至虛假陳述揭露日／更正日期間賣出證券收回的成本）÷ 投資人在揭露日／更正日尚持有的股票。

實際成本法將投資人於虛假陳述實施日至揭露日／更正日內買賣證券的實際價格納入考量，將投資人買入證券的實際價格與證券數視為投資人買入證券之成本，投資人賣出證券的實際價格與賣出證券數視為投資人回收之成本，並從買入證券成本中扣除。實際成本法逐筆判斷投資人之買入與賣出，計算出投資人於虛假陳述期間內所受損失或所獲利益，並以損益

相抵真實反映投資人投資損益。

大陸司法實務傳統上傾向採取實際成本法計算投資人買入證券平均價格[555]。大陸學者指出，實際成本法考慮投資者購買股票的成本和持股數量，比先進先出加權平均法更科學，也更接近投資者的實際損失[556]。然而，近期大陸示範判決[557]方正科技集團證券虛假陳述責任糾紛案[558]，法院指出，以實際成本法計算證券買入均價，計算過程不僅受到證券買入價格的影響，也受到證券賣出價格的影響，事實上將投資者從虛假陳述實施日到揭露日的投資收益或虧損情況納入考慮範圍，可能導致畸高或畸低的買入均價，即買入均價可能遠高於該期間證券的最高買入價，或低於該期間證券的最低買入價，對於投資者或上市公司而言，均有失公平合理[559]。大陸司法實務是否仍會繼續採取實際成本法，有待觀察。

有論者進一步認為，如果投資人操作水準較差，頻繁高買低賣，則計算出來的買入均價會高於該投資人實際買入成本，因為其中包含投資人的交易損失，極端情況下甚至遠高於該股票的最高買入價格（例如，按 2 元／股買入 1000 股，按 1 元／股賣出 500 股，買入均價為 3 元／股）。反之，如果投資人操作水準較高，頻繁高賣低買，則計算出來的買入均價會低於實際買入成本，因為其中包含投資人的交易獲利，極端情況下甚至遠低於其賣出均價，導致其因獲利而失去索賠資格。這種計算結果不合理，不能因為投資人操作水準高而獲利就失去索賠資格(例如，按 2 元／股買入 1000 股，按 3 元／股賣出 500 股，買入均價為 1 元／股）[560]。

---

555 談佳英，證券虛假陳述侵權損害賠償計算標準，合作經濟與科技，第 3 期，頁 189，2021 年。作者指出，「實際成本法」是目前審判實踐中很多法官採用的計算方法。

556 張捷，證券市場虛假陳述案件投資差額損失計算方法的最優選擇，人民司法，第 22 期，頁 91，2008 年。

557 示範訴訟是在大量同類型利益訴訟中，選取一個或多個案件先行審理，其判決對其他具有共同事實和法律爭點的案件具有拘束力。江偉，民事訴訟法（第三版），中國人民大學出版社，頁 170，2007 年版。

558 方正科技集團股份有限公司與盧躍保、楊建平、蔡章卿、潘雪芬證券虛假陳述責任糾紛二審民事判決書，（2019）滬民終 263 號。

559 同前註。

560 鄧學敏、孫琳（北京煒衡（上海）律師事務所律師），新證券法下虛假陳述投資損失該如何計算，搜狐網，https:／／www.sohu.com／a／383427500_657048（最後瀏覽日：2021／05／01）。

前述對於實際成本法正反兩種評價，其根本的差異係源自立論者對於若干規定下「買入證券平均價格」的定義有所不同。實際成本法應較貼近證券市場一般投資人的觀點，即從投資證券總成本出發，考量買進與賣出證券所生之損益，也就是將賣出證券之所得視為投資之回收，從而影響投資人持有庫存證券之成本。

由於實際成本法係將買入價格與賣出價格進行損益相抵，以計算出買入證券平均價格，而非單純以買入證券之價格進行平均，當然可能產生該計算結果高於或低於實際買入價格之情況，不能以此即論以有失公平。

實際成本法也可能面臨其他質疑，例如投資人於虛假陳述期間縱有賣出股票而獲利，然亦係出於其個人就股票交易市場及投資理財規劃等之判斷，且其等獲利原因係基於買賣及處分股票所得對價利益而產生，並非直接基於虛假陳述之同一原因事實所引起。

就此一質疑，本研究認為，投資人因虛假陳述可向賠償義務人主張損害賠償之假設前提在於，虛假陳述使投資人以較高的價格買進股票，從而造成投資人的損失；若投資人於虛假陳述影響期間賣出股票，則不可否認的是，投資人亦會以較高的價格賣出股票，從而使投資人獲利；換言之，投資人選擇於何時買賣股票、以多少價格買賣股票自有其個別考量，然而，投資人只要是在虛假陳述影響期間內買賣股票，該買賣價格自然無可避免地受到虛假陳述之影響。也因此，本研究認為實際成本法考量買賣股票所生之損益，應符合虛假陳述民事責任訴追的基本邏輯。

（二）. 先進先出加權平均法

依先進先出加權平均法，投資人買入證券平均價格為：買入平均價格＝（虛假陳述實施日之後、揭露日／更正日前買入證券數－該期間依先後順序對應賣出證券數）該期間證券數量×剔除後買入股票的對應價格，再以該總金額÷揭露日後持有股票的數量。

近期示範判決[561]中，法院認為，採用先進先出加權平均法將可能使投資人無法獲得有效救濟，蓋利用先進先出的會計上假設，將導致買入均價僅由接近揭露日／更正日的證券買入價格所決定，若在該期間內股價出現大幅下降的情況時，此種計算方法往往導致投資者的投資差額損失很小，無法獲得有效救濟。大陸學者亦有認為，先進先出加權平均法有以下缺點[562]：（1）先進先出之交易配對使股票計算的基礎建立在假定的前提下，增添計算的不準確性；（2）平均價格受股票波動的某個階段影響大，具有價格反映的不完整性；（3）不能科學反應投資者實際的損失。

亦有論者認為，「先進先出」僅是一種會計上的假設，從若干規定關於買入證券平均價格的規定來看，其考慮的應是從實施日到揭露日整個期間投資者的買入成本，若採先進先出法，當投資者在此期間多次買賣該證券的情形下，將導致買入平均價格將僅由某次或某幾次接近揭露日的證券買入價格所決定，不符合立法本意。此外，證券投資人從事股票買賣時，也難以想像會以先進先出法來考量其買入證券之平均價格，不符合證券市場投資人之交易習慣。

（三）. 直接加權平均法

依直接加權平均法，投資人買入證券平均價格為：買入平均價格＝期間買入總價÷期間買入總股數。

直接加權平均法不考慮投資人在虛假陳述影響期間賣出證券的實際損益，亦不考慮投資人於虛假陳述揭露日／更正日的實際持有證券數，直接以投資人在虛假陳述影響期間買入證券的總金額除以買入總股數，計算投資人的買入證券平均價格。相較於其他三種方法，依直接加權平均法計算投資人買入證券平均價格較高，也因此投資人得受償之數額也會較高，然大陸司法實務卻較少採用此一方法計算投資人的買入證券平均價格。

---

[561] 同註 558。

[562] 張捷，同註 556，頁 91。

（四）. 移動加權平均法

移動加權平均法係於每一次買進或賣出證券時，都要重新計算買入證券平均價格[563]。若本次交易為買入，則交易後新的買入證券平均價格為＝（前次買入證券平均價格×交易前庫存數量+本次買入證券的價格×本次買入之數量）÷（交易前庫存數量+本次買入數量）。若本次交易為賣出，則交易後新的買入證券平均價格為=（前次買入證券平均價格×交易前庫存數量－前次買入證券平均價格×本次賣出之數量）÷（交易前庫存數量－本次賣出數量）。

換言之，計算買入證券平均價格時，不考慮投資人實際賣出證券之價格，而是以前次買入平均價格作為該次賣出之價格，也因此，無論投資人賣出證券之價格如何變化，買入均價均不受影響。

中國大陸近期示範判決[564]採用移動加權平均法計算投資人買入證券平均價格，移動加權平均法似有成為中國大陸司法實務主流採取方法之趨勢。法院指出，移動加權平均法考慮從實施日至揭露日整個期間內投資者每次買入證券的價格和數量，同時剔除因賣出證券導致的盈虧問題，能夠較為客觀、公允地反映投資者持股成本，避免畸高畸低的計算結果[565]。大陸學者指出移動加權平均法具有以下優點[566]：（1）反應投資者交易的實際動態情況，不像先進先出加權平均法建立在假定基礎上；（2）在不影響買入平均價的情況下扣除揭露日之前賣出股票回收的成本，客觀反應股票平均價格；（3）採用逐筆加權平均計算的方法，最後計算的平均價格所依據的持股數量正好等於可索賠股票數量，使買入平均價和賣出平均價所依據的股票數量對等，計算結果更加科學、客觀。

---

563 若賣出部分證券，則賣出證券成本=賣出證券數量×本次買入平均價，新的庫存成本=新庫存數量×本次買入均價；若又購入證券，則新買入均價=（新庫存成本+新購進價格×新購進數量）÷（新庫存數量+新購進數量），若再次賣出、買入，買入均價依此類推。陳銀燕，同註 550。

564 同註 558。

565 同前註。

566 張捷，同註 556，頁 91-92。

本研究認為，移動加權平均法逐筆動態計算投資人買入證券平均價格，與先進先出加權平均法相較，投資人之求償額較不會受到特定期間股價波動或特定某幾次買入證券價格的影響。但另一方面，移動加權平均法相較於實際成本法，與投資人或企業為投資決策時考量的習慣不同。

投資人或企業進行證券交易時，會考慮證券投資之總成本以及交易所生之損益結果，但移動加權平均法僅用存貨持有成本（即買入證券成本）卻未考量投資損益。以企業買賣貨物為例：當企業進貨時，其財務狀況表（IFRS 適用前稱資產負債表）上的存貨（會計科目）會增加；當企業售出貨物時，其綜合損益表上的銷貨收入（會計科目）會增加，同時財務狀況表上的存貨（會計科目）會減少且綜合損益表上的銷貨成本（會計科目）也會增加。企業進行買賣決策時，不會僅看該交易對於財務狀況表之影響，而會同時考量對綜合損益表之影響。因此，僅觀察存貨的增減而不考量損益的變化，實際上不符合一般投資者以及企業的投資與決策之習慣。這是採用移動加權平均法必須面臨的質疑。

下表比較中國大陸司法實務計算買入證券平均價格的四種做法。

表 6-6 中國大陸司法實務計算買入證券平均價格之四種做法比較表

	實際成本法	先進先出加權平均法	直接加權平均法	移動加權平均法
買入證券平均價格之計算方法	買入平均價格＝（虛假陳述實施日之後、揭露日／更正日前買入證券總成本－虛假陳述實施日至虛假陳述揭露日／更正日期間賣出證券收回的成本）÷ 投資人在揭露日／更正日尚持有的股票。	買入平均價格＝（虛假陳述實施日之後、揭露日／更正日前買入證券數－該期間依先後順序對應賣出證券數）該期間證券數量×剔除後買入股票的對應價格，再以該總金額÷揭露日後持有股票的數量。	買入平均價格＝期間買入總價÷期間買入總股數。	若本次交易為買入，則交易後新的買入證券平均價格為＝（前次買入證券平均價格×交易前庫存數量+本次買入證券的價格×本次買入之數量）÷（交易前庫存數量+本次買入數量）。若本次交易為賣出，則交易後新的買入證券平均價格為=（前次買入證券平均價

	實際成本法	先進先出加權平均法	直接加權平均法	移動加權平均法
				格 x 交易前庫存數量-前次買入證券平均價格×本次賣出之數量)÷(交易前庫存數量-本次賣出數量)。賣出證券，賣出證券成本＝賣出證券數量×本次買入平均價；新的庫存成本＝新庫存數量×本次買入平均價格。
交易配對	不進行交易配對，個別評價投資人逐筆交易。	以先進先出原則進行交易配對。	不進行交易配對，只考慮買入證券的價格與買入證券數。	不進行交易配對，個別評價投資人逐筆交易。
損益相抵	進行損益相抵，自買入總成本扣除賣出證券實際所得。	不進行損益相抵，僅剔除證券數量。	不進行損益相抵，不考慮賣出價格與股數。	不進行損益相抵，不考慮賣出價格。
優點	真實反映投資人虛假陳述影響期間的投資損益。 符合投資人以總成本概念思考的交易習慣。	不損益相抵，可得求償額可能較高。	不損益相抵，可得求償額可能較高。	不損益相抵，可得求償額可能較高。 動態調整投資人買入證券平均價格，求償額較不受特定期間證券價格波動或特定某幾次買入證券價格影響。
缺點	損益相抵，故求償額較低。	不符合投資人以總成本進行投資決策之習慣。 未真實反映投資人多次買進賣出的投資損益。 求償額受到特定期間之股價高低的影響。	不符合投資人以總成本進行投資決策之習慣。 未真實反映投資人多次買進賣出的投資損益。	不符合投資人以總成本進行投資決策之習慣。

出處：研究團隊製作

第二款、中國大陸損害賠償計算方法之分析

一. 司法解釋明文投資人之損失之計算方式

中國大陸以最高人民法院於 2003 年發布的司法解釋「關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定」，明定虛假陳述案例損害賠償的計算方法，與我國係透過實務個案決定採用毛損益法或淨損差額法有所不同。

若干規定以投資人是否在基準日及以前賣出證券而異其計算損害方式。依若干規定第 31 條，若投資人於基準日或以前賣出證券，其投資差額損失，以買入證券平均價格與實際賣出證券平均價格之差，乘以投資人所持證券數量計算；第 32 條規定，若投資人在基準日之後賣出或者仍持有證券，其投資差額損失，以買入證券平均價格與虛假陳述揭露日或者更正日起至基準日期間，每個交易日收盤價的平均價格之差，乘以投資人所持證券數量計算。

若干規定於 2003 年發布適用至今，法院於判決中，不會論及相關規定究為毛損益法或淨損差額法。若分析若干規定第 31 條，其以投資人「買入證券平均價格與實際賣出證券平均價格之差額」，作為計算投資人損害賠償之基礎，似乎是毛損益法；但若分析第 32 條，其係以投資人「買入證券平均價格與基準價之差額」來計算投資人之損害，根據中國大陸最高人民法院法官的論述，基準價係為計算系爭股票不受虛假陳述計算的真實價格，看起來似乎又接近淨損差額法；此外，司法實務中，法院在依照前述若干規定計算出投資人投資損失時，尚會考量「部分損失是否由證券市場系統風險等其他因素所導致」，若是，則法院將會認定原被告各自承擔一部分的投資人之損失，這樣的做法，又傾向淨損差額法。

總結來說，中國大陸司法實務中，對於虛假陳述之損害賠償計算已經發展出自己一套運作規則，不容易簡單歸類為毛損益法或淨損差額法，但若要深究，本研究認為，其性質上似乎更傾向淨損差額法。

二、司法解釋明文推定損失因果關係

依若干規定第 18 條，投資人僅需證明其投資與虛假陳述直接關聯的證券，且投資人係於虛假陳述實施日後、揭露日／更正日前買入證券，且於虛假陳述揭露日／更正日後賣出或仍持有證券而產生虧損，法院即應當認定虛假陳述與損害結果之間存在因果關係。第 19 條規定，若被告能證明投資人係在虛假陳述揭露日／更正日之前已經賣出證券、在虛假陳述揭露日／更正日及以後進行的投資，或明知虛假陳述存在而進行的投資，或損失或者部分損失是由證券市場系統風險等其他因素所導致，或屬於惡意投資、操縱證券價格者，法院應當認定虛假陳述與損害結果之間不存在因果關係。

換言之，中國大陸司法解釋明文推定具損失因果關係的具體情況，此與我國司法實務由投資人舉證證明損失因果關係存在，有顯著差異。

另應注意者，自 2019 年起[567]，部分中國大陸法院於計算投資人損害額時，開始加入「第一筆有效買入」之判斷。所謂第一筆有效買入，係指當投資人於虛假陳述影響期間有多次買進、賣出之交易時，若於虛假陳述影響期間出現證券餘額為 0 時，則該交易日及之前所有買進的證券已經全部賣出，該交易日及之前的證券交易即不屬於賠償範圍，不參與損失計算[568]。法院指出，前揭調整係源自於若干規定第 19 條第 1 項，在虛假陳述揭露／更正日之前已經賣出證券者，法院應認為不具因果關係之規定。亦即為解決在虛假陳述影響期間，投資人曾經不再持有證券，則該時點之投資人可能已非適格請求權人的問題，故以投資人證券餘額為 0 後的第一筆有效買入作為計算投資人損失的始點。至於投資人於虛假陳述影響期間若不曾出現證券餘額為 0 之情況，則無需依前揭方式調整。

三、持有人無法請求損害賠償

[567] 解旖媛，投服中心首次採用損失計算軟體參與上海金融法院示範案件損失核定，中國金融新聞網，2019 年 03 月 27 日，https://www.financialnews.com.cn/zq/zj/201903/t20190327_157157.html 。（最後瀏覽日：2021／06／17）

[568] 楊宏、唐茂軍、傅祥民，證券虛假陳述案投資者損失計算軟體的運行邏輯，投資者第 5 輯，頁 88，2020 年。

依若干規定第 18 條，投資人具有以下情形的，人民法院應當認定虛假陳述與損害結果之間存在因果關係：（一）投資人所投資的是與虛假陳述直接關聯的證券；（二）投資人在虛假陳述實施日及以後，至揭露日或者更正日之前買入該證券；（三）投資人在虛假陳述揭露日或者更正日及以後，因賣出該證券發生虧損，或者因持續持有該證券而產生虧損。因此，若投資人於虛假陳述實施日前買入證券，不符合若干規定有關因果關係的認定。

依中國大陸規定，並無證券持有人可請求財報不實之損害賠償的法律依據。此與我國證券交易法第 20 條之 1 明文規定持有人為財報不實責任的請求權主體，有所不同。

四、系統性風險之扣除

依若干規定第 19 條，被告得舉證原告具有該條列舉的五款事由[569]，以推翻若干規定第 18 條因果關係之推定，其中第 19 條第 4 款「損失或者部分損失是由證券市場系統風險等其他因素所導致」，於大陸司法實務中，常見法院以本款做為原、被告應分別承擔部分投資人損失之依據。

分析法院判決可知，法院通常會參酌虛假陳述影響期間，市場指數（例如上證或深證指數）及產業指數的平均漲跌幅，得出該市場、產業指數漲跌幅與個股漲跌幅的比例關係，並據以調整原、被告就投資人損失應分擔之比例，大陸司法實務有稱為「同步指數對比法」。

例如恒順眾昇一案[570]，法院以投資人第一筆買入證券的時點作為計算區間起點，以基準日作為計算區間終點，以深證創業板綜合指數漲跌幅作

---

569 「若干規定」第十九條：「
被告舉證證明原告具有以下情形的，人民法院應當認定虛假陳述與損害結果之間不存在因果關係：
（一）在虛假陳述揭露日或者更正日之前已經賣出證券；
（二）在虛假陳述揭露日或者更正日及以後進行的投資；
（三）明知虛假陳述存在而進行的投資；
（四）損失或者部分損失是由證券市場系統風險等其他因素所導致；
（五）屬於惡意投資、操縱證券價格的。」

570 同註 551。

為市場指數的參考依據，以電氣設備行業指數、工控自動化行業指數、智能電網概念指數之漲跌幅作為產業指數的參考依據，並得出在該計算區間的跌幅分別為：26.92%、24.07%、24.78%及 25.37%，再計算這些系統性風險的平均數（26.92%+24.07%+24.78%+25.37%）÷ 4＝25.285%。該計算區間個股的跌幅為 27.39%，則系統性風險跌幅佔個股跌幅之比例為25.285%÷27.39%＝92.32%。法院即應自依若干規定計算得出的損害賠償金額中扣除 92.32%的金額，作為投資人得求償的金額。

本研究認為，中國大陸司法實務採用的同步指數對比法，類似於第三章第二節介紹的財務領域所使用的市場模式（Market Model）。市場模式的公式如下：$r_{Security} = a + b_{Market} \times (r_{Market}) + c_{Industry} \times (r_{Industry}) + \varepsilon$（其中，迴歸式相關變數的定義，請參考第三章第二節的指數比較法介紹）。前述市場模式可透過蒐集來自估計期的數據，代入市場模式以獲得所需的係數值（例如，b_{Market}和$c_{Industry}$），可計算出特定證券所屬市場或產業之報酬率對特定證券之報酬率的影響程度。上述係數（例如，b_{Market}和$c_{Industry}$）與同步指數對比法（即，透過個股跌幅除以產業跌幅的數值）皆係為排除系統性風險（來自市場與產業的影響）對個股報酬之影響的處理方式。

雖然，中國大陸司法實務中，法院經常會考量並排除市場與產業對於系爭證券之影響，以求取證券在不受虛假陳述情況下的真實價值，但以前述恒順眾昇案為例，法院採用的同步指數對比法可能存有以下的偏誤：

（1）、市場指數與產業指數混合計算：

深證創業板的綜合指數會涵蓋該板上市的不同產業公司，若將市場指數與產業指數的各自報酬皆用於計算平均跌幅，因不確定產業指數的成分公司與市場指數的成分公司之相關性，倘若相關性很大時，便會產生重複計算的問題，使得計算損害賠償額時產生偏誤。而在第三章第二節所介紹的財務模型中，各項考量因素的相關性高低必須透過統計模型進行檢驗，

中國大陸司法實務不考慮相關性高低而直接以算術平均數處理各類市場與產業指數，雖然簡單快速，但運算結果有產生偏誤之可能。

在統計上，可以透過相關係數（Correlation coefficient）來檢驗兩個變數之間的相關性[571]。公式為如式（1）所示：

$$\frac{\mathrm{cov}(\text{市場報酬}, \text{產業報酬})}{(\sigma_{\text{市場報酬}} \times \sigma_{\text{產業報酬}})} \qquad (1)$$

其中，$\mathrm{cov}(\text{市場報酬}, \text{產業報酬})$為市場報酬與產業報酬的共變異數（即，兩個變數聯合變化的程度）。（$\sigma_{\text{市場報酬}} \times \sigma_{\text{產業報酬}}$）代表市場報酬標準差（即，反個體間的分散程度）與產業報酬標準差的乘積。該值計算出來的結果位在-1 到 1 之間。-1 到 0（不包含 0）的結果，顯示兩者之間的變化為負相關（例如，市場報酬增加，而產業報酬減少）；0（不包含 0）到 1 的結果，顯示兩者之間的變化為正相關（例如，市場報酬增加，而產業報酬增加）。當數值接近 1 或-1 時，表示兩者的相關程度皆越高（只是變化的方向不同）；若在計算損害賠償額時未考慮兩者的相關性，便可能會產生兩個影響證券報酬的因素，實際上是相似且同步變動，因而影響證券報酬的部分被重複計算。因此，若相關性低時，算術平均數的做法所產生的偏誤較低，且運作也較為簡便。若要更精準的辨別產業報酬與市場報酬對於股票報酬的影響，建議可以透過迴歸分析更為精準；若相關性高，則可以考慮僅以市場報酬或產業報酬作為衡量方式來避免重複計算，或者透過迴歸分析的方式檢測變數是否存在共線性（Collinearity）（即，多個變數在迴歸模型之中存在高度相關性），以更準確的排除因產業報酬和市場報酬對證券報酬的影響過於相近而產生的偏誤。

（2）、未考慮不實資訊之外的其他因素影響個股報酬跌幅：

前述恆順眾昇案中，法院判決僅排除可能影響個股價格之市場與產業因素，而未考慮其可能造成系爭證券價格變動之其他因素，例如該公司其他非虛假陳述資訊造成股價變化之情況。法院判決如此做法較快速簡便，

[571] 張紹勳，多變量統計之線性代數基礎：應用 STaTa 分析，頁 646-649，2018 年 10 月，初版。

但可能使運算結果無法真實反映被告詐欺行為對股價造成之影響。

五、豐達案更一審計算方式與大陸同步指數對比法的差別

就豐達考慮類股的作法而言，係假設：在不實資訊影響期間的類股指數平均值與在不實資訊揭露/更正日的類股指數之比值，與在不實資訊影響期間的豐達真實價值與在不實資訊揭露/更正日的類股指數之比值相同，如下式所示：

$$\frac{\text{在不實資訊影響期間，類股指數平均值}}{\text{在不實資訊揭露／更正日當日，類股指數}} = \frac{\text{在不實資訊影響期間，豐達真實價值}}{\text{在不實資訊揭露／更正日當日，豐達真實價值}}$$

上式的含義為豐達(電子業)既屬於電子類股的一員，其在不實資訊前後期間的相對變動幅度理應與電子類股相同。

另一方面，中國大陸的計算方法同樣會根據類股情況進行調整，顯示豐達更一與大陸做法皆考量特定證券所屬產業的系統性變動的問題。然而，在大陸的判決之中(例如，方正案)，除了調整產業之外，亦有考量大盤指數。在該判決之中，係考量大盤指數(即，上證綜合指數)與產業指數(即，申萬一級指數與申萬三級指數)，並加以平均。然而，該方法同樣會產生前述恒順眾昇案時的問題─市場指數與產業指數混合計算的偏誤。

雖然，豐達一考慮產業的作法在技術上可以更改成考慮大盤的作法，但會產生兩個問題。第一個，僅假設大盤指數和豐達在不實期間前後的相對變動幅度相等不甚合理，原因在於大盤所包含的資訊太多，假設兩者相等的因果關係甚為薄弱，相對於考量產業的作法，反而較差。第二個，倘若須同時考量產業因素與大盤因素，則需要借助迴歸的方式來進行。因為產業因素與大盤因素會相互影響，兩者之間的相關性，以及如何將產業因素和大盤因素共同影響個股報酬的部分，係以迴歸處理較佳，倘若用上述豐達一的邏輯以同時處理大盤與產業因素，可能難以操作。

第三款、中國大陸與我國損害賠償計算方法之比較

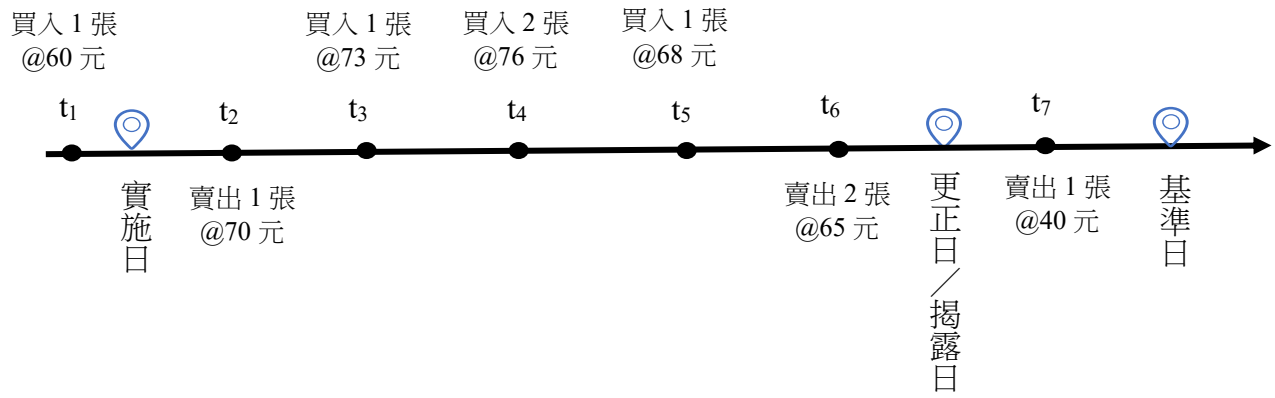
本研究透過以下兩個模擬案例，實際操作在中國大陸法院採用較多的實際成本法與移動加權平均法。

案例一與案例二均為投資人於不實資訊發布前即買入證券，於不實資訊影響期間內，亦均多次買入與賣出系爭證券，且部分系爭證券持有致不實資訊更正日／揭露日。

案例一與案例二均假設：基準價為 30 元[572]。兩個案例之差別，僅在於投資人於不實資訊影響期間（t_6），以不同價格賣出證券，案例一以 65 元／股賣出，案例二則以較高的 80 元／股賣出。

一、 案例一

圖 6-8 案例一

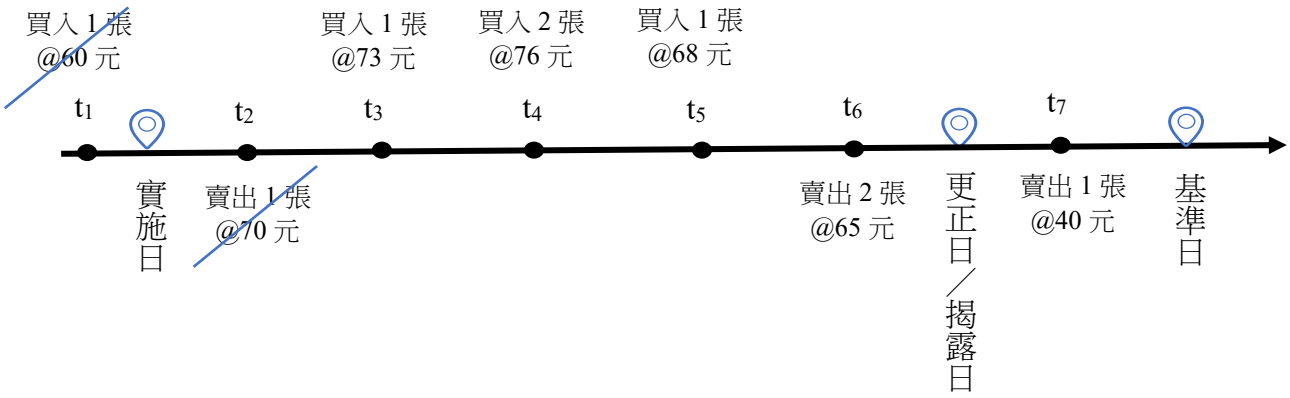


出處：研究團隊製作

（一） 中國大陸實際成本法

[572] 依「若干規定」第 32 條，基準價係指虛假陳述揭露／更正日起至基準日期間，每個交易日收盤價的平均價格。

圖 6-9 案例一：中國大陸實際成本法操作示意圖



出處：研究團隊製作

1. 根據若干規定，投資人於虛假陳述實施日前即持有之證券不在損害賠償的範圍，依先進先出法，t_2 與 t_1 配對後剃除。
2. 買入平均價格：（買入成本－總回收金額）÷揭露日／更正日持有股數＝（73 元×1,000 股＋76 元×2,000 股＋68 元×1,000 股－65 元×2,000 股）÷（4,000 股－2,000 股）＝81.5 元／股
3. 賠償金額
   (1) 實際賣出：（買入證券價格－實際賣價）×賣出股數＝（81.5 元－40 元）×1,000 股＝41,500 元
   (2) 仍持有未賣出：（買入證券價格－基準價）×持有股數＝（81.5 元－30 元）×1,000 股＝51,500 元
   (3) 賠償金額：41,500 元＋51,500 元＝93,000 元

（二） 中國大陸移動加權平均法

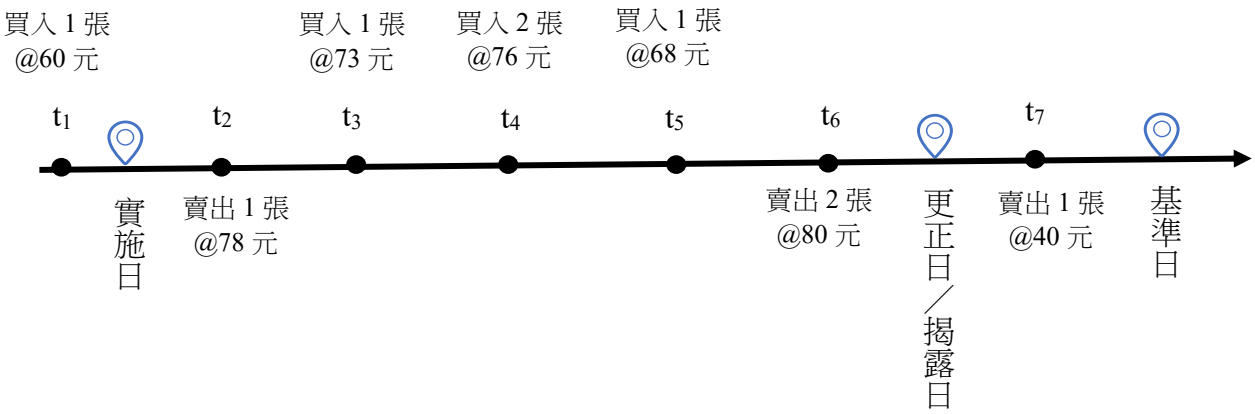
1. 根據若干規定，投資人於虛假陳述實施日前即持有之證券不在損害賠償的範圍，依先進先出法，t_2 與 t_1 配對後剃除。
2. 買入平均價格：移動加權平均法係在每一次買進或賣出證券時，都要重新計算買入證券平均價格 。若本次交易為買入，則交易後新的買入

證券平均價格為：(前次買入證券平均價格×交易前庫存數量+本次買入證券的價格×本次買入之數量)÷(交易前庫存數量+本次買入數量)。若本次交易為賣出，則交易後新的買入證券平均價格為=(前次買入證券平均價格×交易前庫存數量-前次買入證券平均價格×本次賣出之數量)÷(交易前庫存數量-本次賣出數量)。

3. t_3 買入平均價格＝73 元×1,000 股÷1,000 股＝73 元／股。
4. t_4 買入平均價格＝（73 元×1,000 股＋76 股×2,000 股）÷（1,000 股＋2,000 股）＝75 元／股。
5. t_5 買入平均價格＝（75 元×3,000 股＋68 元×1,000 股）÷（3,000 股＋1,000 股）＝73.25 元／股。
6. t_6 買入平均價格＝（73.25 元×4,000 股－73.25 元×2,000 股）÷（4,000 股－2,000 股）＝73.25 元／股
7. 賠償金額
   (1) 實際賣出：(73.25 元－40 元）×1,000 股＝33,250 元
   (2) 仍持有未賣出：(73.25 元－30 元）×1,000 股＝43,250 元
   (3) 賠償金額：33,250 元＋43,250 元＝76,500 元

二、 案例二

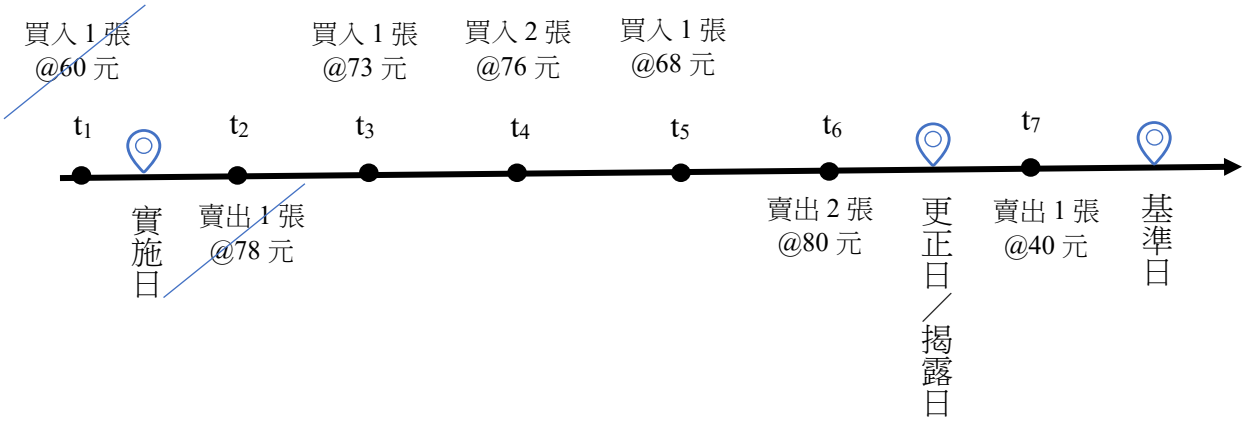
圖 6-10 案例二



出處：研究團隊製作

（一） 中國大陸實際成本法

圖 6-11 案例二：中國大陸實際成本法操作示意圖



出處：研究團隊製作

1. 根據若干規定，投資人於虛假陳述實施日前即持有之證券不在損害賠

償的範圍，依先進先出法，t_2 與 t_1 配對後剃除。

2. 買入平均價格：（73 元×1,000 股＋76 元×2,000 股＋68 元×1,000 股－80 元×2,000 股）÷（4,000 股－2,000 股）＝66.5 元／股

3. 賠償金額

(1). 實際賣出：（66.5 元－40 元）×1,000 股＝26,500 元

(2). 仍持有未賣出：（66.5 元－30 元）×1,000 股＝36,500 元

(3). 賠償金額：26,500 元＋36,500 元＝63,000 元

（二） 中國大陸移動加權平均法

(1) 根據若干規定，投資人於虛假陳述實施日前即持有之證券不在損害賠償的範圍，依先進先出法，t_2 與 t_1 配對後剃除。

(2) 買入平均價格：

(1). t_3 買入平均價格＝73 元×1,000 股÷1,000 股＝73 元／股

(2). t_4 買入平均價格＝（73 元×1,000 股＋76 元×2,000 股）÷（1,000 股＋2,000 股）＝75 元／股

(3). t_5 買入平均價格＝（75 元×3,000 股＋68 元×1,000 股）÷（3,000 股＋1,000 股）＝73.25 元／股

(4). t_6 買入平均價格＝(73.25 元×4,000 股－73.25 元×2,000 股)÷(4,000 股－2,000 股）＝73.25 元／股

(3) 賠償金額

(1). 實際賣出：（73.25 元－40 元）×1,000 股＝33,250 元

(2). 仍持有未賣出：（73.25 元－30 元）×1,000 股＝43,250 元

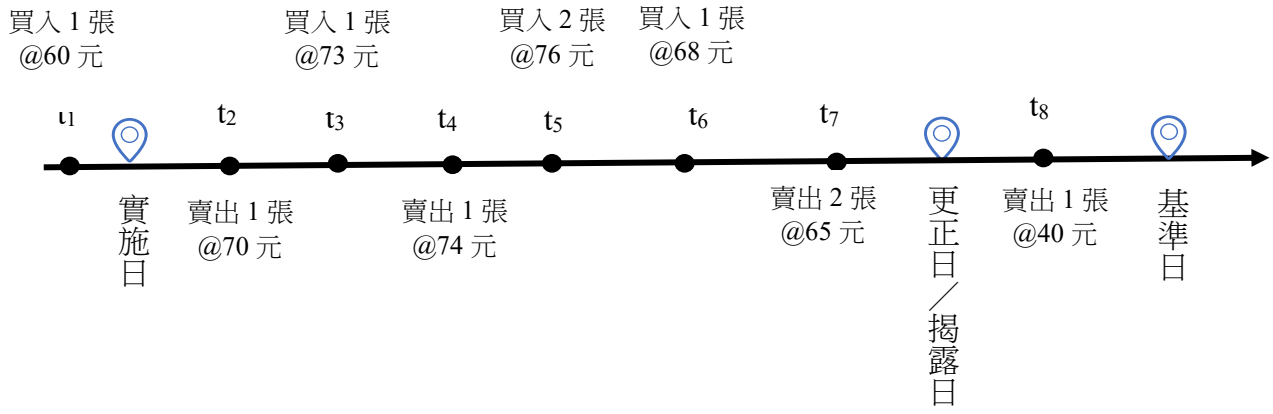
(3). 賠償金額：33,250 元＋43,250 元＝76,500 元

三、「第一筆有效買入」之案例操作

考量 2019 年以後，中國大陸部分法院開始以投資人「第一筆有效買入」[573]作為計算損害賠償之始點。所謂「第一筆有效買入」，係指在計算投資人之損失前，應先對投資者在實施日至揭露日期間交易記錄的「證券餘額」進行逐日考察，若收盤後「證券餘額」為「0」的，依法推定該日前買進的股票已全部賣出，該日前的交易記錄不參與損失計算（包括差額損失和證券市場風險扣除計算），該日後的首筆買入交易為「第一筆有效買入」，參與損失計算。

為說明第一筆有效買入之操作，本部分設計的模擬案例與前述模擬案例略有不同，即投資人於 t_4 賣出一張證券。

圖 6-12 中國大陸「第一筆有效買入」模擬案例



出處：研究團隊製作

（一）中國大陸實際成本法

1. 未採用第一筆有效買入做法

(1) 根據若干規定，投資人於虛假陳述實施日前即持有之證券不在損害賠償的範圍，依先進先出法，t_2 與 t_1 配對後剃除。

[573] 例如方正科技案即採用第一筆有效買入作為計算損害賠償之始點，法院指出，第一筆有效買入為投資者在揭露日前最後一次證券餘額為零後的第一筆買入。

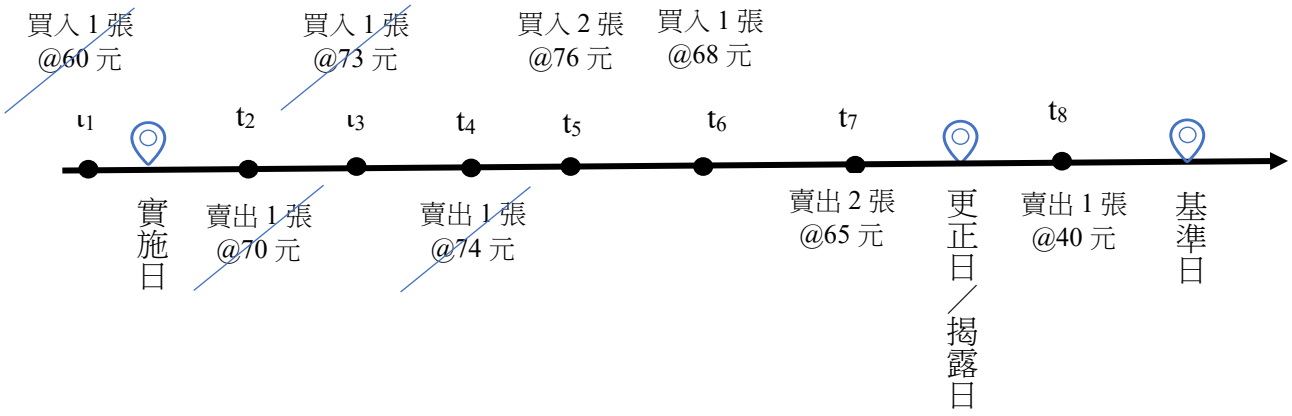
(2) 買入平均價格：（買入成本－總回收金額）÷揭露日／更正日持有股數＝（73 元×1,000 股＋76 元×2,000 股＋68 元×1,000 股－74 元×1,000 股－65 元×2,000 股）÷（4,000 股－3,000 股）＝89 元／股

(3) 賠償金額

實際賣出：（89 元－40 元）×1,000 股＝49,000 元

2. 採用第一筆有效買入做法

圖 6-13 「第一筆有效買入」模擬案例



出處：研究團隊製作

(1) 根據若干規定，投資人於虛假陳述實施日前即持有之證券不在損害賠償的範圍，依先進先出法，t_2 與 t_1 配對後剃除。

(2) 投資人於 t_4 賣出證券時，證券餘額已為零，故 t_5 為「第一筆有效買入」，t_3 與 t_4 不納入損害賠償計算範圍。

(3) 買入平均價格：（買入成本－總回收金額）÷揭露日／更正日持有股數＝（76 元×2,000 股＋68 元×1,000 股－65 元×2,000 股）÷（3,000 股－2,000 股）＝90 元／股

(4) 賠償金額

實際賣出：(90 元－40 元) ×1,000 股＝50,000 元

（二） 中國大陸移動加權平均法

1. 未採用第一筆有效買入做法

(1) 根據若干規定，投資人於虛假陳述實施日前即持有之證券不在損害賠償的範圍，依先進先出法，t_2 與 t_1 配對後剃除。

(2) 買入平均價格

A. t_3 買入平均價格＝73 元×1,000 股÷1,000 股＝73 元／股

B. t_4 買入平均價格＝(73 元×1,000 股－73 元×1,000 股)÷(1,000 股－1,000 股) ＝0 元／股

C. t_5 買入平均價格＝(0 元＋76 元×2,000 股)÷(0 股＋2,000 股) ＝76 元／股

D. t_6 買入平均價格＝(76 元×2,000 股＋68 元×1,000 股)÷(2,000 股＋1,000 股) ＝73.33 元／股

E. t_7 買入平均價格＝(73.33 元×3,000 股－73.33 元×2,000 股)÷(3,000 股－2,000 股) ＝73.33 元／股

(3) 賠償金額

實際賣出：(73.33 元－40 元) ×1,000 股＝33,330 元

2. 採用第一筆有效買入做法

(1) 根據若干規定，投資人於虛假陳述實施日前即持有之證券不在損害賠償的範圍，依先進先出法，t_2 與 t_1 配對後剃除。

(2) 投資人於 t_4 賣出證券時，證券餘額已為零，故 t_5 為「第一筆有效買入」，t_3 與 t_4 不納入損害賠償計算範圍。

(3) 買入平均價格

A. t_5 買入平均價格＝76 元×2,000 股÷2,000 股＝76 元／股

B. t_6 買入平均價格＝（76 元×2,000 股＋68 元×1,000 股）÷（2,000 股＋1,000 股）＝73.33 元／股

C. t_7 買入平均價格＝（73.33 元×3,000 股－73.33 元×2,000 股）÷（3,000 股－2,000 股）＝73.33 元／股

(4) 賠償金額

實際賣出：（73.33 元－40 元）×1,000 股＝33,330 元

第三節 公開說明書不實

第一項 法規

中國大陸規範公開說明書（大陸用語為「招股說明書」）不實的法規，與財報不實的規範相同，主要規定於中華人民共和國證券法（下稱「中國大陸證券法」）以及中國大陸最高人民法院發布的司法解釋「關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定」（下稱「若干規定」）。由於中國大陸證券法對於因公開說明書不實受到損害的投資人所受損害如何計算未加以規定，其司法實務皆以 2003 年 2 月 1 日施行的若干規定為計算依據。

依現行中國大陸證券法，涉及招股說明書虛假陳述的條文有中國大陸證券法第 19 條、第 78 條以及第 85 條，中國大陸證券法第 19 條、第 78 條概括性地規定發行人與其他法律規定的資訊揭露人之真實、完整揭露義務，與我國證券交易法第 20 條第 1 項相似；中國大陸證券法第 85 條則以例示方式，規範資訊揭露義務人應揭露之文件，以及文件存在虛假內容時，資訊揭露義務人應負損害賠償責任，規範內容與我國證券交易法第 20 條之 1 與第 32 條相似。

應注意者，中國大陸證券法曾於 2020 年修正，雖相關修正與虛假陳述損害賠償額計算方法無涉，然本研究引用之部分案例因適用修正前之舊法，故進行相關案例介紹時，將使用舊法條文進行分析，合先敘明。

以下列出 2020 年修正前後條文對照與修法理由。

表 6-7 中華人民共和國證券法修正對照表

現行法	舊法	修法理由
第 19 條 （第 1 款）發行人報送的證券發行申請檔，應當充分披露投資者作出價值判斷和投資決策所必需的資訊，內容應當真實、準確、完整。	第 20 條規定 （第 1 款）發行人向國務院證券監督管理機構或者國務院授權的部門報送的證券發行申請檔，必須真實、準確、完整。 （第 2 款）為證券發行出	強化證券發行的資訊披露要求，強調對於證券發行申請檔，應當披露投資者作出價值判斷、投資決策所必需的資訊。

現行法	舊法	修法理由
（第 2 款）為證券發行出具有關檔的證券服務機構和人員，必須嚴格履行法定職責，保證所出具文件的真實性、準確性和完整性。	具有關檔的證券服務機構和人員，必須嚴格履行法定職責，保證其所出具文件的真實性、準確性和完整性。	
第 78 條 （第 1 款)發行人及法律、行政法規和國務院證券監督管理機構規定的其他資訊披露義務人，應當及時依法履行資訊披露義務。 （第 2 款）資訊披露義務人披露的資訊，應當真實、準確、完整，簡明清晰，通俗易懂，不得有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏。 （第 3 款）證券同時在境內境外公開發行、交易的，其資訊披露義務人在境外披露的資訊，應當在境內同時披露。	第 63 條 發行人、上市公司依法披露的資訊，必須真實、準確、完整，不得有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏。	擴大資訊披露義務人的範圍；增加簡明清晰、通俗易懂的披露要求；明確證券在境內外公開發行、交易的，資訊披露義務人應在境內外同時披露資訊。
第 85 條 資訊披露義務人未按照規定披露資訊，或者公告的證券發行檔、定期報告、臨時報告及其他資訊披露資料存在虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏，致使投資者在證券交易中遭受損失的，資訊披露義務人應當承擔賠償責任；發行人的控股股東、實際控制人、董事、監事、高級管理人員和其他直接責任人員以及保薦人、承銷的證券公司及其直接責任人員，應當與發行人承擔連帶賠償責任，但是能夠證明自己沒有過錯的除外。	第 69 條 發行人、上市公司公告的招股說明書、公司債券募集辦法、財務會計報告、上市報告檔、年度報告、中期報告、臨時報告以及其他資訊披露資料，有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏，致使投資者在證券交易中遭受損失的，發行人、上市公司應當承擔賠償責任；發行人、上市公司的董事、監事、高級管理人員和其他直接責任人員以及保薦人、承銷的證券公司，應當與發行人、上市公司承擔連帶賠償責任，但是能夠證明自己沒有過錯的除外；發	新增資訊披露義務人未按規定披露資訊應承擔賠償責任的內容；新增發行人的控股股東、實際控制人、承銷證券公司的直接責任人員作為連帶賠償責任人；發行人的控股股東、實際控制人由過錯責任轉變為過錯推定責任。

現行法	舊法	修法理由
	行人、上市公司的控股股東、實際控制人有過錯的，應當與發行人、上市公司承擔連帶賠償責任。	

出處：中國證監會江西監管局中華人民共和國證券法（2019 年版）修訂對照解讀

此外，中國證監會於 2020 年 7 月 10 日發布施行之「首次公開發行股票並上市管理辦法」第 43 條規定：「發行人及其全體董事、監事和高級管理人員應當在招股說明書上簽字、蓋章，保證招股說明書的內容真實、準確、完整。保薦人[574]及其保薦代表人應當對招股說明書的真實性、準確性、完整性進行核查，並在核查意見上簽字、蓋章。」該辦法再次強調應確保招股說明書公開說明書內容真實且完整無遺漏，針對招股公開說明書虛假陳述不實的行為，在該辦法中增加證券法中國大陸證券法罰則以外之監管措施上的不利益[575]。

若干規定於招股說明書虛假陳述之適用，與本章第二節財報不實案件沒有太多差異，在操作順序上仍應先確定行為人之行為是否構成若干規定第 17 條之虛假陳述，並依若干規定第 20 條、第 33 條確定虛假陳述實施日、揭露日與基準日，再依若干規定第 18 條、第 19 條確認行為人虛假陳述與投資人所受損害間是否具備因果關係。

最後，在判斷投資人因招股說明書虛假陳述所受之損害賠償額時，與財報虛假陳述之損害賠償額規定略有不同。

若干規定第 29 條規定，「虛假陳述行為人在證券發行市場虛假陳述，

574 依中國大陸證券法第 10 條第 1 款、第 2 款規定：「發行人申請公開發行股票、可轉換為股票的公司債券，依法採取承銷方式的，或者公開發行法律、行政法規規定實行保薦制度的其他證券的，應當聘請證券公司擔任保薦人；發行人申請公開發行股票、可轉換為股票的公司債券，依法採取承銷方式的，或者公開發行法律、行政法規規定實行保薦制度的其他證券的，應當聘請證券公司擔任保薦人。故保薦人係審查發行人申請檔及揭露資料的證券公司。」

575 例如首次公開發行股票並上市管理辦法第 52 條規定：「發行人向中國證監會報送的發行申請文件有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏的，發行人不符合發行條件以欺騙手段騙取發行核准的，發行人以不正當手段幹擾干擾中國證監會及其發行審核委員會審核工作的，發行人或其董事、監事、高級管理人員的簽字、蓋章系偽造或者變造的，除依照中國大陸證券法的有關規定處罰外，中國證監會將採取終止審核並在 36 個月內不受理發行人的股票發行申請的監管措施。」

導致投資人損失的，投資人有權要求虛假陳述行為人按本規定第 30 條賠償損失；導致證券被停止發行的，投資人有權要求返還和賠償所繳股款及銀行同期活期存款利率的利息。」

換言之，投資人因招股說明書虛假陳述的損害賠償數額，因該證券是否已被停止發行而異其處理。若該證券未被停止發行，則依若干規定第 30 條，與財報虛假陳述的損害賠償規定相同，投資人可請求投資差額損失、投資差額損失部分的佣金和印花稅及自買入至賣出證券日或者基準日，按銀行同期活期存款利率計算的資金利息；若該證券已被停止發行，則投資人有權要求返還和賠償所繳股款及銀行同期活期存款利率的利息。

中國證監管會於 2013 年 11 月 30 日發布「關於進一步推進新股發行體制改革的意見」[576]，在「強化發行人及其控股股東等責任主體的誠信義務」一節規定：「發行人及其控股股東應在公開募集及上市文件中公開承諾，發行人招股說明書有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏，對判斷發行人是否符合法律規定的發行條件構成重大、實質影響的，將依法回購首次公開發行的全部新股，且發行人及其控股股東將購回已轉讓的原限售股份。」

基於前述意見，上海與深圳證交所分別於 2013 年修訂「股票上市公告書內容與格式指引」[577]，增訂發行人若有重大虛假陳述時，將依法回購首次公開發行的全部新股，發行人及其控股股東將購回已轉讓的原限售股份之條款。因此，投資人因招股說明書虛假陳述而受到損害，亦得選擇依照

576 中國證券監督管理委員會關於進一步推進新股發行體制改革的意見的詳細內容可參見中國證監會網站：http:／／www.csrc.gov.cn／pub／shanghai／xxfw／gfxwj／201312／t20131211_239724.htm（最後瀏覽日：2021／03／15）。

577 上海證交所股票上市公告書內容與格式指引第 17 條：「發行人及其控股股東應在上市公告書中公開承諾，發行人招股說明書存在虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏，對判斷發行人是否符合法律規定的發行上市條件構成重大、實質影響時，發行人將依法回購首次公開發行的全部新股，發行人控股股東將購回已轉讓的原限售股份。發行人應明確上述情形發生時啟動股份回購的具體措施與回購價格等。」深圳證券交易所股票上市公告書內容與格式指引第 13 條：「發行人應當披露發行人、控股股東、實際控制人、董事、監事、高級管理人員等就首次公開發行股票上市作出的重要承諾及說明，包括但不限於以下內容：…（四）發行人及其控股股東、實際控制人、董事、監事、高級管理人員等關於招股說明書有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏，致使投資者在證券交易中遭受損失的，將依法賠償投資者損失的承諾」。

投資人與發行人間之契約關係請求發行人購回因虛假陳述而在首次公開發行中取得之股票。

值得注意的是，2020 年新修正中國大陸證券法第 24 條第 2 款規定，股票的發行人在招股說明書等證券發行文件中隱瞞重要事實或者編造重大虛假內容，已經發行並上市的，國務院證券監督管理機構可以責令發行人回購證券，或者責令負有責任的控股股東、實際控制人買回證券，將中國證監會的 2013 年的改革意見明定於中國大陸證券法之中。

中國大陸證券法第 85 條規定，除發行人、上市公司與其董事、監事、高管人員需負賠償責任以外，根據「……發行人、上市公司的董事、監事、高級管理人員和其他直接責任人員以及保薦人、承銷的證券公司，應當與發行人、上市公司承擔連帶賠償責任，但是能夠證明自己沒有過錯的除外」故保薦人、承銷的證券公司亦須就虛假陳述負推定過失的責任。2020 年中國大陸證券法修正後，新增發行人的控股股東、實際控制人、承銷證券公司的直接責任人員作為連帶賠償責任人；發行人的控股股東、實際控制人由過失責任轉變為過失推定責任。

此外，依中國證券監督管理委員會第 32 號公告「公開發行證券的公司資訊披露內容與格式準則第 1 號—招股說明書（2015 年修訂）」[578]第 18 條規定，招股說明書扉頁應載有如下聲明及承諾：「保薦人承諾因其為發行人首次公開發行股票製作、出具的檔有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏，給投資者造成損失的，將先行賠償投資者損失。」課予保薦人先行賠償投資人之義務，保薦人得在先行賠付投資人後，再向發行人、上市公司請求損害賠償。

[578] 公開發行證券的公司資訊披露內容與格式準則第 1 號—招股說明書（2015 年修訂）的詳細內容可參中國證監會網站：http:／／www.csrc.gov.cn／zjhpublic／G00306201／201512／t20151231_289346.htm（最後瀏覽日：2021／03／16）。

第二項 法院判決

第一款、無線天利案[579]

一、 案件事實

2014 年 9 月 23 日，北京無線天利移動資訊技術股份有限公司（下稱「無線天利」）對外發布首次公開發行股票，並在創業板上市招股說明書（下稱「招股說明書」）。同年 10 月 9 日，無線天利的股票於深圳證券交易所創業板上市交易，證券簡稱為京天利。2015 年 1 月 29 日，無線天利發布關於收購上海譽好公司（下稱「上海譽好」）部分股權的公告，該公告主要載明：本次股權收購交易不構成關聯交易。京天利股價隨之上漲，然而無線天利與上海譽好的公司主要管理人員均為錢永耀、鄺青，兩公司管理人員相同，為分別應對不同電信運營商的管理要求，故設立兩間公司。無線天利在招股說明書及 2014 年年報中未披露其與上海譽好之間的關聯關係與同業競爭關係。

2015 年 6 月 18 日，無線天利向股東進行派息，每股派息 0.0934 元。2015 年 6 月 23 日，無線天利發布關於收到中國證監會調查通知書暨復牌公告，該公告主要載明：「無線天利於 2015 年 6 月 19 日收到中國證監會調查通知書，因無線天利關聯關係及相關事項未披露，中國證監會根據中國大陸證券法的有關規定，決定對無線天利進行立案調查。」京天利股價因而連續多日下跌。2016 年 6 月 28 日，無線天利發布關於收到中國證監會行政處罰決定書的公告，證監會認定無線天利存在以下違法事實：無線天利在招股說明書及 2014 年年報中未披露與上海譽好之間的關聯關係，證監會認定無線天利違反修正前中國大陸證券法第 63 條（即現行證券法中國大陸證券法第 78 條）。

原告郝澤濘（下稱「原告」）於 2015 年 5 月 26 日買入京天利 700 股，每股成交均價 232.14 元；於 2015 年 5 月 28 日買入京天利 1,000 股，每股

[579] （2017）京民終 110 號，北京無線天利移動資訊技術股份有限公司與郝澤濘證券虛假陳述責任糾紛案。

成交均價 240 元。原告於 2015 年 7 月 3 日賣出京天利 1,700 股，每股成交均價 105.07 元。無線天利於 2015 年 6 月 18 日向原告派息 150.84 元。

二、 爭點

1. 被告虛假陳述所涉事項是否屬於重大事件？
2. 本案虛假陳述的實施日、揭露日、基準日為何？
3. 被告虛假陳述與原告主張的損害結果之間是否存在因果關係？
4. 原告之損失數額為何？
5. 是否存在若干規定第 19 條所規定之系統性風險？

三、 一審法院見解

1. 無線天利虛假陳述所涉事項屬於重大事件

（1）. 無線天利於 2014 年 9 月 23 日發布的招股說明書中未對其與上海譽好之間的關聯關係進行披露，隨後其於 2015 年 1 月 29 日發布的關於收購上海譽好部分股權的公告中仍然未對其與上海譽好之間的關聯關係進行披露，且還在公告中載明本次股權收購交易不構成關聯交易，已嚴重違反上市公司資訊公開的義務，違反中國大陸證券法第 63 條（現行法第 78 條）。

（2）. 從證券侵權行為重大性的定義以及關聯交易對投資者意願的影響看，無線天利的虛假陳述行為具有重大性。重大性是指違法行為對投資決定的可能性影響，其主要衡量指標可以透過違法行為對證券交易價格和交易量的影響來判斷。本案中，無線天利於 2015 年 1 月 29 日發布關於收購上海譽好部分股權的公告，京天利股票當日收盤價相較於前一交易日上漲 5.24%，且在此後的 4 個交易日中，京天利股票的漲幅均達到 10.00%，而上證指數、深證成指在這 5 個交易日除有一天的漲跌幅為上漲外，其餘幾日均處於下跌狀態。由此可見，無線天利

發布的公告中涉及的收購事項，已對投資者購買京天利股票的意願產生影響，同時亦對京天利股票的交易價格產生影響。

2. 虛假陳述實施日為 2014 年 9 月 23 日、揭露日／更正日為 2015 年 6 月 23 日、基準日為 2015 年 7 月 8 日，基準價為 146.0334 元

（1）. 無線天利於其上市之前，於 2014 年 9 月 23 日發布的招股說明書中未披露其與上海譽好的關聯關係，該日是無線天利最早做出虛假陳述之日，故應確認該日為虛假陳述實施日。

（2）. 無線天利於 2015 年 6 月 23 日，無線天利發布關於收到中國證監會調查通知書暨復牌公告，首次向投資者公布因公司關聯關係及相關事項未披露，被中國證監會進行立案調查，且中國證監會亦認定無線天利未披露其與上海譽好之間的關聯關係，並對其進行行政處罰，故該日應確認為虛假陳述揭露日。

（3）. 本案中，因 2015 年 6 月 23 日已確定為本案虛假陳述揭露日，且自 2015 年 6 月 23 日起至 2015 年 7 月 8 日，京天利股票的累計成交量達到其可流通部分的 100%，符合若干規定第 33 條第 1 項規定的要件，故 2015 年 7 月 8 日應確認為本案的基準日。

（4）. 經一審法院以算術平均法按若干規定第 32 條核算，基準價應為 145.94 元（未復權）。因無線天利於 2015 年 6 月 18 日向股東派息，每股派息 0.0934 元，依若干規定第 35 條之規定，經復權後，基準價應為 146.0334 元（145.94 元+0.0934 元）。

3. 被告虛假陳述與原告主張的損害結果之間具有因果關係

本案中，原告所投資的股票為「京天利」，其在虛假陳述實施日以後至揭露日之前買入京天利股票，在揭露日以後賣出或持續持有京天利股票，該情形符合若干規定第 18 條的三個要件，故應確認被告虛假陳述與原告

主張的損害結果之間具有因果關係。

4. 原告之損失數額為 224,005.04 元

（1）. 對於買入證券平均價格計算方法問題，法院認為，若干規定所指的買入證券平均價格是指投資人買入證券的成本，因此，投資人在虛假陳述實施日及以後至揭露日或更正日之前存在多次買進賣出的情況時，其在此期間賣出股票收回的相應資金，屬於投資人提前收回的投資成本，應在總投資成本中予以扣除[580]。即買入證券平均價格為在揭露日或更正日之前以每次買進價格和數量計算出投資人買進股票總成本，減去投資人此期間所有已賣出股票收回資金的餘額，除以投資人尚持有股票數量。

（2）. 依若干規定第 30 條規定，原告得請求經濟損失的範圍包括投資差額損失、印花稅及佣金。原告的投資差額損失為 223,714.22 元，投資差額損失部分的印花稅損失為 223.71 元，佣金為 67.11 元，以上共計 224,005.04 元。

5. 不存在市場系統性風險

無線天利提供的現有證據不足以證明本案存在系統風險。本案中，無線天利並未明確引發系統風險的誘因，其提供的證據亦不能證明引發系統風險的因素存在，且該因素對股票市場產生重大影響，引起全部股票價格大幅漲跌，導致系統風險的發生。對於虛假陳述行為和市場系統風險如何影響股價變動以及各自影響的程度，無線天利也沒有提出有說服力的理由。

四、 二審法院見解：駁回上訴，維持原判。

[580] 此即本章第二節介紹的實際成本法。

第二款、丹東欣泰案[581]

一、 案件事實

被告丹東欣泰於 2014 年 1 月 3 日申請首次公開發行股票並在創業板上市獲得許可，丹東欣泰於 2014 年 1 月 15 日，在指定媒體刊登首次公開發行股票並在創業板上市招股說明書，興業證券係丹東欣泰上市的保薦人與證券承銷商。

2015 年 7 月 15 日，丹東欣泰發布關於收到中國證監會立案調查通知書的公告（更正版），稱公司因涉嫌違反中國大陸證券法律法規，於 2015 年 7 月 14 日收到中國證監會調查通知書。2015 年 11 月 27 日，丹東欣泰發布關於對以前年度重大會計差錯更正與追溯調整的公告，稱公司 2011 年至 2014 年存在虛構收回應收帳款，並於下一會計年度期初轉出資金，轉回應收帳款情況，導致公司少計提應收帳款壞帳準備，相關財務報表專案列示不準確，不符合企業會計準則的規定，並對相關差錯予以更正。2015 年 12 月 10 日，丹東欣泰發布關於 2015 年半年度財務報告會計差錯更正的公告，對公司 2015 年上半年度財務報告會計差錯予以更正。

2016 年 6 月 2 日，丹東欣泰發布關於收到中國證監會行政處罰和市場禁入事先告知書的公告。2016 年 7 月 8 日，丹東欣泰發布關於收到中國證監會行政處罰決定書及市場禁入決定書的公告，載明丹東欣泰存在的違法事實有：1.首次公開發行股票並在創業板上市申請檔中，相關財務資料存在虛假記載，即在 2011 年 2 月至 2013 年 6 月期間，丹東欣泰透過外部借款，使用自有資金或偽造銀行單據的方式虛構應收帳款的收回，在年末、半年末等會計期末沖減應收款項，大部分在下一會計年度期初沖回，致使其在向中國證監會報送的 IPO 檔中相關財務資料存在虛假記載；2.上市後披露的定期報告中存在虛假記載和重大遺漏。2013 年 12 月至 2014 年 12 月，丹東欣泰於上市後，繼續透過外部借款等方式在會計期間虛構應收帳

[581] 廣東粵財信託有限公司、丹東欣泰電氣股份有限公司證券虛假陳述責任糾紛案，（2019）最高法民終 1941 號。

款的收回，並在下一會計年度期初沖回。丹東欣泰 2014 年年度報告未披露其實際控制人溫德乙以員工名義從公司借款供其個人使用，截至 2014 年底佔用公司 6,388 萬元。

原告粵財信託（下稱原告）於 2016 年 3 月 17 日至 2016 年 4 月 20 日買入丹東欣泰股票共計 11,035,768 股，買入均價為每股 14.02 元。2017 年 7 月 18 日至 2017 年 8 月 3 日，原告將其持有的丹東欣泰股票全部賣出。

二、 爭點

1. 丹東欣泰是否應當承擔賠償責任？
2. 興業證券應否承擔連帶賠償責任？

三、 一審法院見解

1. 關於丹東欣泰是否應當承擔賠償責任問題

（1）. 丹東欣泰不須承擔合約上的回購義務

本案為證券市場投資人因上市公司出資欺詐及虛假陳述等違法行為，被證券監管機構強制退市所引發的投資者主張損失賠償問題。根據相關中國大陸證券法律規定，上市公司基於發行欺詐行為可能導致對特定投資人的違約賠償責任，同時也可能因其在證券市場的虛假陳述行為導致對符合條件的證券投資人之侵權賠償責任。上述兩種責任在特定情形下針對特定主體可能產生權利競合，但因不屬同一法律關係，不宜在同一案件中審理。

原告主張丹東欣泰應以「股權回購」方式承擔侵權賠償責任，依據相關中國大陸證券法律規定，「股權回購」這一責任承擔形式僅因上市公司欺詐發行行為產生，其責任發生係基於法律規定及上市公司所作出的承諾。中國證監會關於進一步推進新股發行體制改革的意見、深圳證券交易所股票上市公告書內容與格式指引以及丹東欣泰首次公開發行股票並在創業板上市招股說明書表明，發行人及其控股股東、實際控制人對招股說明書

有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏，對發行條件構成重大、實質影響的，將依法回購首次公開發行的全部新股、已轉讓的原限售股份[582]；致使投資者在證券交易中遭受損失的，依法賠償投資者損失。

丹東欣泰確因欺詐發行受到行政處罰，且應當依法依約承擔相應責任，但原告並非法定和約定的被賠償主體，無法行使此項請求權，蓋原告所持有丹東欣泰之全部股票均購自交易市場，不屬於「首次公開發行的新股」之賠償範疇，因此依法不能要求丹東欣泰回購其持有的股份。

（2）. 丹東欣泰不須承擔虛假陳述的侵權賠償責任

中國證監會處罰決定書記載，認定丹東欣泰所實施的「虛假陳述事實」，包括在申請首次公開發行股票並在創業板上市以及年度財務報告披露的過程中，發布不真實的財務資料，存在虛假陳述行為，據此確認虛假陳述實施日為 2014 年 1 月 15 日。

丹東欣泰於 2015 年 11 月 27 日發布關於對以前年度重大會計差錯更正與追溯調整的公告，首次對外公開公司在 2011 至 2014 年期間相關財務報表中的會計差錯並自行予以更正，該更正公告所揭露的虛假陳述內容即為中國證監會於其發布的行政處罰決定書中所認定的丹東欣泰虛假陳述行為的內容。2015 年 12 月 10 日，丹東欣泰再次發布關於 2015 年半年度財務報告會計差錯更正的公告，首次對外說明公司 2015 年上半年度財務報告會計差錯並自行予以更正。兩次更正公告已充分、具體地披露虛假陳述行為的主要內容，足以影響投資人對股票價值的判斷。同時，兩次更正公告後，丹東欣泰股票價格出現明顯的下跌走勢，亦說明投資人在對股票價值重估後拋售股票，兩次公告對市場中的投資人起到積極的警示作用。故丹東欣泰的上述行為符合最高人民法院關於審理證券市場因虛假陳述

[582] 原限售股份係指有限售條件股份，即非流通轉讓不受限制的股份，股份持有人依照法律、法規規定或按承諾有轉讓限制的股份，包括因股權分置改革暫時鎖定的股份、內部職工股、董事、監事、高級管理人員持有的股份等。

引發的民事賠償案件的若干規定第 20 條關於更正日的規定。

本案中，原告所購買丹東欣泰股票的時間均發生在兩次更正日後，依若干規定第 19 條，不屬於丹東欣泰虛假陳述依法應當承擔責任的賠付範圍，因此對原告基於上述事實所主張的侵權賠償責任不予支持。

2. 關於興業證券是否需要承擔連帶賠償責任問題

（1）. 作為發行保薦機構，興業證券對於丹東欣泰發行上市後所涉及被行政處罰事項，應當依法承擔其相應的責任。民事法律責任的承擔，應當嚴格依照法律規定，不能推定或人為設定義務與責任。仲介機構和發行人、負有責任的董事、監事、高級管理人員對發行文件「虛假陳述」承擔的都是「證券虛假陳述民事賠償責任」。對於「回購首次公開發行的股份」的義務，上述仲介機構和發行人、董事、監事、高級管理人員未承諾「承擔連帶責任」[583]。

（2）. 根據修正前中國大陸證券法第 69 條，以及若干規定第 27 條關於「證券承銷商、證券上市推薦人或者專業仲介服務機構，知道或者應當知道發行人或者上市公司虛假陳述，而不予糾正或者不出具保留意見的，構成共同侵權，對投資人的損失承擔連帶責任」的規定，興業證券作為證券承銷商及保薦人僅在存在上述規定情形時，對欺詐發行承擔連帶賠償責任。

（3）. 依據中國證監會公開發行證券的公司資訊披露內容與格式準則第 1 號—招股說明書（〔2015〕32 號）第 18 條關於「招股說明書扉頁應載有如下聲明及承諾：.....保薦人承諾因其為發行人首次公開發行股票製作、出具的虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏，給投資者造成損失的，將先行賠償投資者損失」的規定，對於發行人首次發行存在虛假情形的，保薦人承擔責任的方式應當採取先行賠付制度。興業證

583 2020 年即便中國大陸證券法新增第 24 條第 2 款，回購義務的主體人僅限於發行人、控制股東及實際控制人，不涉及其他虛假陳述的賠償義務主體。

券於 2017 年 6 月 9 日發出的關於設立丹東欣泰欺詐發行先行賠付專項基金的公告中確定的兩次更正日及賠付方案，已充分考慮因虛假陳述遭受損失的投資者的合法權益，符合法律規定，並已通過先期賠付保護眾多中小投資者的合法權益。

（4）. 綜上，興業證券不需要承擔連帶賠償責任問題。

四、 二審法院見解：駁回上訴，維持原判。

第三項 評析

一、 中國大陸以司法解釋明文規定招股說明書虛假陳述之損害賠償計算方式

中國大陸證券法未明文規定招股說明書虛假陳述時之損害賠償如何計算，中國最高人民法院於 2003 年發布的司法解釋「關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定」，則提供較為詳盡的規定。

若干規定第 29 條規定，「虛假陳述行為人在證券發行市場虛假陳述，導致投資人損失的，投資人有權要求虛假陳述行為人按本規定第 30 條賠償損失；導致證券被停止發行的，投資人有權要求返還和賠償所繳股款及銀行同期活期存款利率的利息。」

換言之，投資人因招股說明書虛假陳述的損害賠償數額，因該證券是否已被停止發行而異其處理。若該證券未被停止發行，則依若干規定第 30 條，投資人可請求投資差額損失、投資差額損失部分的佣金和印花稅及自買入至賣出證券日或者基準日，按銀行同期活期存款利率計算的資金利息；若該證券已被停止發行，則投資人有權要求返還和賠償所繳股款及銀行同期活期存款利率的利息。

司法實務中，在證券未被停止發行的情況下，尚區分投資人是否於基準日及以前賣出證券，分別規定其投資差額損失之計算方式：若投資人於

基準日及起前賣出證券，依若干規定第 31 條，以「買入證券平均價格與實際賣出證券平均價格之差額」計算投資人之損失；若投資人在基準日之後賣出或者仍持有證券，依若干規定第 32 條，則以「買入證券平均價格與虛假陳述揭露日或者更正日起至基準日期間之平均收盤價之差額」，計算投資人之損失。如本研究於本章第二節第三款之分析，第 31 條在性質上似為毛損益法，第 32 條似為淨損差額法，但司法實務操作時，法院又往往會考量「部分損失是否由證券市場系統風險等其他因素所導致」，若是，則法院將會認定原被告各自承擔一部分的投資人之損失，這樣的做法，又傾向淨損差額法。經本研究檢視相關判決，司法實務於招股說明書虛假陳述證券民事賠償案件前述規定之操作，與財報虛假陳述並無不同。

在證券因虛假陳述而被停止發行的情況下，「投資人有權要求返還和賠償所繳股款及銀行同期活期存款利率的利息。」從文義上來看，投資人可要求回復原狀，性質上屬於毛損益法。

至於為何區別證券是否因虛假陳述停止發行而異其損害賠償之性質，中國大陸法院與學者論述皆未論及。依中國大陸證券法第 24 條第 1 款，國務院證券監督管理機構或者國務院授權的部門對已作出的證券發行註冊的決定，發現不符合法定條件或者法定程式，尚未發行證券的，應當予以撤銷，停止發行。

總結來說，中國大陸司法實務中，對於虛假陳述之損害賠償計算已經發展出自己一套運作規則，不容易簡單歸類為毛損益法或淨損差額法，但若要深究，本研究認為，其性質上似乎更傾向淨損差額法。

二、 發行人、控制股東與實質控制人的責令回購制度

2020 年中國大陸證券法，第 24 條第 2 款規定，國務院證券監督管理機構可以責令發行人、控制股東與實質控制人，於發生虛假陳述時，向投資人購回首次公開發行的全部新股，又稱為責令回購制度。中國大陸學者

認為，中國大陸證券法第 24 條第 2 款之修訂係將回購制度從承諾回購轉為責令回購，回購責任從民事自願性轉為行政強制性[584]。

學者指出，責令回購制度具下列優點：一是投資者保護價值，能夠快速實現對投資者利益的補救性保護，通過責令回購措施，使投資者免受或減少因欺詐發行行為所造成的損失；二是違法行為懲戒和預防價值，剝奪責任主體的不當利益，強制其支付相應經濟代價，並在一定情況下產生超過不當利益的經濟損失，從而大幅提高其違法成本，最終實現減少欺詐發行行為的預防功能[585]。

本研究發現，2013 年發布的中國證監會改革意見與上海與深圳交易所招股說明書規章中，雖定有證券回購條款，但實務運作幾乎未見有發行人依約進行回購，大部分的招股說明書虛假陳述證券民事賠償案件仍進入民事訴訟程序。本研究推論這可能與發生虛假陳述的發行人多已無力履行其契約上之回購義務有關，未來實務如何發展仍有待觀察。

三、 先行賠付制度之建置

中國大陸除了以中國大陸證券法、司法解釋規定虛假陳述的損害賠償責任及計算方法之外，上交所與深交所分別於 2013 年修訂股票上市公告書內容與格式指引，加入發行人若有重大的虛假陳述時將依法回購首次公開發行的全部新股，發行人及其控股股東將購回已轉讓的原限售股份之條款。中國證監會於 2015 年修訂的公開發行證券的公司資訊披露內容與格式準則第 1 號—招股說明書亦規定保薦人須就發行人虛假陳述行為對投資人負先行賠付責任。「先行賠付制度」讓投資人無須歷經漫長訴訟程序，在中國證監會確認發行人構成虛假陳述後，由保薦人依若干規定之因果關係、投資差額損失計算方法，先行提出符合若干規定的賠付條件，向投資人先行賠付。

584 孫秀振，欺詐發行責令回購股票制度：目標定位及現實構建，證券市場導報，頁 74，2019 年。
585 同前註。

以 2013 年的萬福生科虛假陳述案為例，萬福生科公司的發行上市保薦人平安證券公司設立「萬福生科虛假陳述事件投資者利益補償專項基金」，該基金額度 3 億元[586]，依「平安證券關於設立萬福生科投資者補償專項基金的公告」（下稱「公告」）發布補償方案。

該公告首先確認補償方案的補償範圍。平安證券公司確定萬福生科虛假陳述案虛假陳述實施日為 2011 年 9 月 14 日、虛假陳述揭露日為 2012 年 9 月 15 日、2012 年 10 月 26 日為虛假陳述第一次更正日（更正日 1）、2013 年 3 月 2 日為虛假陳述第二次更正日（更正日 2），並據此提出合於基金補償之投資人範圍：

1. 情形一：投資人自 2011 年 9 月 14 日起，至 2012 年 9 月 15 日（揭露日）之前買入萬福生科股票，且在揭露日之後因賣出或持續持有萬福生科股票而產生虧損的；
2. 情形二：投資人自 2011 年 9 月 14 日起，至 2012 年 10 月 26 日（更正日 1）之前買入萬福生科股票，且在更正日 1 之後因賣出或持續持有萬福生科股票而產生虧損的；
3. 情形三：投資人自 2011 年 9 月 14 日起，至 2013 年 3 月 2 日（更正日 2）之前買入萬福生科股票，且在更正日 2 之後因賣出或持續持有萬福生科股票而產生虧損的。

由於本案涉及針對不同虛假陳述內容多次更正的問題，平安證券公司提出三種類型之投資人可獲得基金之補償，以對應不同虛假陳述內容及分次更正導致投資人受損害的情形。平安證券公司指出，如果投資者的操作及對應的持股全部或部分同時符合賠償範圍的多種情形，則應當按照不同標準分別計算重合部分持股的投資差額損失，再按照有利於投資者的原則，擇一情形確定最終賠償金額；如果投資者的操作屬於分別符合前述賠償範圍的情形，且不同情形下對應的持股不存在時間重合的情況，則投資者的

[586] 詳細內容請參，平安證券關於設立萬福生科投資者補償專項基金的公告，http:／／finance.sina.com.cn／stock／y／20130510／164515422694.shtml（最後瀏覽日期：2020／04／30）

損失為幾種情形的計算金額之和。

公告指出，如果投資人接受平安證券公司之補償，則表明其自願放棄向萬福生科虛假陳述事件的責任方再行請求賠償的權利；如果不接受補償，可以依法提起訴訟，但需自行承擔相應的訴訟成本及訴訟風險。

由前揭介紹可知，先行賠付制度確實提供投資人不經訴訟程序即可提前獲得救濟之機會，且賠償範圍亦符合若干規定的規則，甚至比目前司法實務更精確的辨識多次虛假陳述與多次更正時點對應的賠償範圍。中國大陸學者有認為，先行賠付制度使投資者無須經過訴訟即可獲得補償，既節約司法成本，避免訴訟成本、程序拖延與舉證困難等障礙，也能較好地兼顧各方利益，儘早恢復證券市場正常秩序[587]。

[587] 湯欣、楊祥，虛假陳述損害賠償的最新實踐及法理檢視—以萬福生科與海聯訊補償方案為例，證券市場導報，16 期，頁 67，2015 年。

第四節 操縱行為

第一項 法規

中國大陸證券法第 55 條、第 220 條規範證券市場操縱行為之民事法律責任。此外，中國證監會於 2007 年發布之「證券市場操縱行為認定指引〈試行〉(下稱「操縱行為指引」)」，就操縱行為的態樣有較詳細的規範。

中國大陸證券法第 55 條[588]係市場操縱行為的原則性規定，該條第 1 款例示操縱行為的態樣，依條文規範順序，依序包含連續買賣、相對委託、對沖（洗售）[589]、虛假申報、搶帽子[590]、蠱惑交易[591]等市場操縱行為，該條款第 7 項與第 8 項為概括性規範。同條第 2 款規定，「操縱證券市場行為給投資者造成損失的，應當依法承擔賠償責任。」本款即為投資人得依法就操縱行為請求損害賠償之依據。證券法於 2020 年修正時，新增四種操縱行為之態樣，但對於如何計算投資人的損害賠償，仍無明文規定。

中國大陸證券法就操縱行為尚規定有行政責任與刑事責任[592]，為確保

---

588 中國大陸證券法第 55 條規定：「禁止任何人以下列手段操縱證券市場，影響或者意圖影響證券交易價格或者證券交易量：
（一）單獨或者通過合謀，集中資金優勢、持股優勢或者利用資訊優勢聯合或者連續買賣；
（二）與他人串通，以事先約定的時間、價格和方式相互進行證券交易；
（三）在自己實際控制的帳戶之間進行證券交易；
（四）不以成交為目的，頻繁或者大量申報並撤銷申報；
（五）利用虛假或者不確定的重大資訊，誘導投資者進行證券交易；
（六）對證券、發行人公開作出評價、預測或者投資建議，並進行反向證券交易；
（七）利用在其他相關市場的活動操縱證券市場；
（八）操縱證券市場的其他手段。
操縱證券市場行為給投資者造成損失的，應當依法承擔賠償責任。」

589 魏俊，操縱市場行為界定的法解釋學分析，上海商學院學報，第 15 卷第 3 期，頁 66，2014 年 6 月。學者指出，從中國的法律文本看，證券法第 77 條（舊法）規制三種操縱市場行為，分別市連續買賣（聯合買賣）、對敲和洗售。

590 「搶帽子」操縱係指在證券市場上具有影響力的單位或個人，先行買入證券，然後對該證券或其發行人、上市公司公開做出評價預測或者投資建議，誘導其他投資者進行證券交易，進而影響證券交易價格或交易量，並在短時間內反向交易獲利或者謀取其他相關利益的行為。參見李珍、夏中寶，新證券法中操縱市場條款修訂的得失評析，金融理論與實踐第 7 期，頁 83，2020 年。

591 同前註，頁 83。學者指出，新證券法第 55 條第 1 款第 4、5、6 項，以法律形式明確規定虛假申報、搶帽子、蠱惑交易等操縱行為類型。

592 中國大陸證券法第 192 條規定：「違反本法第五十五條的規定，操縱證券市場的，責令依法處理其非法持有的證券，沒收違法所得，並處以違法所得一倍以上十倍以下的罰款；沒有違法所得或者違法所得不足一百萬元的，處以一百萬元以上一千萬元以下的罰款。單位操縱證券市場的，還應當對直接負責的主管人員和其他直接責任人員給予警告，並處以五十萬元以上五百萬元以下的罰款。」
中華人民共和國刑法第 182 條規定：「有下列情形之一，操縱證券、期貨市場，影響證券、期貨

投資人的民事求償權，中國大陸證券法第 220 規定，「違反本法規定，應當承擔民事賠償責任和繳納罰款、罰金、違法所得，違法行為人的財產不足以支付的，優先用於承擔民事賠償責任。」

表 6-8：中華人民共和國證券法修正條文對照表

現行法	舊法	修正理由
第 55 條 （第 1 款）禁止任何人以下列手段操縱證券市場，影響或者意圖影響證券交易價格或者證券交易量： 一、單獨或者通過合謀，集中資金優勢、持股優勢或者利用資訊優勢聯合或者連續買賣； 二、與他人串通，以事先約定的時間、價格和方式相互進行證券交易； 三、在自己實際控制的帳戶之間進行證券交易； 四、不以成交為目的，頻繁或者大量申報並撤銷申報； 五、利用虛假或者不確定的重大資訊，誘導投資者進行證券交易； 六、對證券、發行人公開作出評價、預測或者投資建議，並進行反向證券交易；	第 77 條 （第 1 款）禁止任何人以下列手段操縱證券市場： 一、單獨或者通過合謀，集中資金優勢、持股優勢或者利用資訊優勢聯合或者連續買賣，操縱證券交易價格或者證券交易量； 二、與他人串通，以事先約定的時間、價格和方式相互進行證券交易，影響證券交易價格或者證券交易量； 三、自己實際控制的帳戶之間進行證券交易影響證券交易價格或者證券交易量； 四、以其他手段操縱證券市場。 （第 2 款）操縱證券市場行為給投資者造成損失的，行為人應當依法承擔賠償責任。	新增操縱證券市場的四種行為類型。

交易價格或者證券、期貨交易量，情節嚴重的，處五年以下有期徒刑或者拘役，並處或者單處罰金；情節特別嚴重的，處五年以上十年以下有期徒刑，並處罰金：
（一）單獨或者合謀，集中資金優勢、持股或者持倉優勢或者利用資訊優勢聯合或者連續買賣的；
（二）與他人串通，以事先約定的時間、價格和方式相互進行證券、期貨交易的；
（三）在自己實際控制的帳戶之間進行證券交易，或者以自己為交易對象，自買自賣期貨合約的；
（四）不以成交為目的，頻繁或者大量申報買入、賣出證券、期貨合約並撤銷申報的；
（五）利用虛假或者不確定的重大資訊，誘導投資者進行證券、期貨交易的；
（六）對證券、證券發行人、期貨交易標的公開作出評價、預測或者投資建議，同時進行反向證券交易或者相關期貨交易的；
（七）以其他方法操縱證券、期貨市場的。
單位犯前款罪的，對單位判處罰金，並對其直接負責的主管人員和其他直接責任人員，依照前款的規定處罰。」

現行法	舊法	修正理由
七、利用在其他相關市場的活動操縱證券市場； 八、操縱證券市場的其他手段 。 （第 2 款）操縱證券市場行為給投資者造成損失的，應當依法承擔賠償責任。		
第 220 條 違反本法規定，應當承擔民事賠償責任和繳納罰款、罰金、違法所得，違法行為人的財產不足以支付的，優先用於承擔民事賠償責任。	第 232 條 違反本法規定，應當承擔民事賠償責任和繳納罰款、罰金，其財產不足以同時支付時，先承擔民事賠償責任。	無（主管機關就本條之修正未提出修正理由）。

出處：中國證監會江西監管局中華人民共和國證券法（2019 年版）修訂對照解讀

中國證監會發布之操縱行為指引，就如何認定市場操縱行為為更詳細之規定，操縱行為指引雖規定應如何計算操縱行為人的違法所得[593]，然就應如何計算操縱行為造成投資人之損害賠償額，仍付之闕如，學說及實務就此也存在諸多爭議。

中國大陸學者指出，雖然市場操縱行為複雜多變，但大致可以區分為兩種類型：（一）交易型操縱：主要係利用資金、持股或技術優勢進行詐欺性證券買賣行為[594]，例如連續交易、約定交易、洗售交易、虛假申報等[595]；（二）資訊型操縱：憑藉對證券市場價格具有重要影響資訊的話語權優勢，

[593] 「操縱行為指引」第 49 條規定：「違法所得，是指行為人實施操縱行為獲取的不正當利益。其所得不正當利益的形式，既可以表現為持有的現金，也可以表現為持有的證券。」
「操縱行為指引」第 50 條規定：「違法所得的計算，應以操縱行為的發生為起點，以操縱行為終止、操縱影響消除、行政調查終結或其他適當時點為終點。」
「操縱行為指引」第 51 條規定：「在計算違法所得的數額時，可參考下列公式或專家委員會認定的其他公式：違法所得＝終點日持有證券的市值＋累計賣出金額＋累計派現金額－累計買入金額－配股金額－交易費用。前款所稱交易費用，是指已向國家交納的稅費、向證券公司交付的交易佣金、登記過戶費、交易中其他合理的手續費等。」

[594] 高海濤，試論資訊型策操縱的違法性及防控對策，證券法苑，第 22 卷，頁 456，2017 年。

[595] 湯欣、高海濤，證券市場操縱行為認定研究—行政處罰案例的視角，當代法學，第 4 期，頁 106，2016 年。

不正當地影響市場潛在參與者的交易決策，進而操縱證券交易價量[596]，例如搶帽子交易和蠱惑交易[597]，近年亦有見上市公司董事、監事、高級管理人員或控股股東、實際控制人等，透過控制上市公司資訊披露事項，操縱證券交易價格與數量[598]。

第二項 法院判決—恒康醫療案

中國大陸操縱市場進入民事程序之案件極少，其中，原告勝訴且判決涉及損害賠償討論者僅一件，恒康醫療案[599]。

一、 案例事實

2017 年 8 月，中國證監會就蝶彩資產管理公司、謝家榮與闕文彬合謀操縱恒康醫療股票案作出行政處罰。

行政處罰認定，闕文彬於 2013 年 3 月開始與蝶彩資產管理公司（下稱「蝶彩資產」）、謝家榮合謀，利用闕文彬作為上市公司恒康醫療集團股份有限公司（下稱「恒康醫療」）之控股股東及實際控制人具有的資訊優勢[600]，控制恒康醫療密集發布利好資訊，人為操縱資訊披露的內容和時點，未及時、真實、準確、完整披露對恒康醫療不利的資訊，誇大恒康醫療研發能力，選擇時點披露恒康醫療已有的重大利好資訊，借「市值管理」名義，行操縱股價之實。

---

596 高海濤，同註 594。

597 湯欣、高海濤，同註 595。

598 高海濤，同註 594。

599 中證中小投資者服務中心，首例操縱市場民事賠償案獲勝訴，投資者保護工作開啟新里程，證券市場紅週刊，2021 年 4 月 25 日，http:／／static.hongzhoukan.com／21／0425／qzy214743.html（最後瀏覽日：2021 年 5 月 11 日）。較常被大陸學者討論的操縱行為民事案件，尚有 2010 年中核鈦白案以及 2011 年汪建中案，惟該二案例均因投資人無法證明因果關係而遭法院判決敗訴，詳細內容請參見本章節第三項評析部分之說明。

600 中華人民共和國公司法第 216 條第 2 項規定：「控股股東，是指其出資額佔有限責任公司資本總額百分之五十以上或者其持有的股份占股份有限公司股本總額百分之五十以上的股東；出資額或者持有股份的比例雖然不足百分之五十，但依其出資額或者持有的股份所享有的表決權已足以對股東會、股東大會的決議產生重大影響的股東。」

中華人民共和國公司法第 216 條第 3 項規定：「實際控制人，是指雖不是公司的股東，但通過投資關係、協議或者其他安排，能夠實際支配公司行為的人。」

中國證監會指出，2013 年 3 月，恒康醫療的控股股東闕文彬與蝶彩資產的實際控制人謝家榮在上海見面，闕文彬向謝家榮表達希望高價減持恒康醫療股票的意願，謝家榮表示可以通過市值管理的方式提高恒康醫療價值，進而拉升股價，實現闕文彬高價減持恒康醫療的目的。2013 年 5 月 7 日，闕文彬與德邦證券、興業銀行簽署資產管理合同，蝶彩資產和闕文彬、德邦證券簽署研究顧問協定。該協定約定蝶彩資產作為研究顧問機構，為闕文彬提供減持策略報告和操作方案，研究顧問費按減持成交金額的 12.5%計提。蝶彩資產提出的市值管理建議包括三項：（1）建議恒康醫療加快戰略轉型；（2）建議採取收購醫院、安排行業研究員調研、安排財經公關和證券媒體採訪等方式改善恒康醫療資本市場形象；（3）建議恒康醫療加強資訊披露，將恒康醫療正在做的對股價有提升的專案向市場披露，以進行市值管理。

2013 年 6 月，恒康醫療發布收購蓬溪醫院、資陽醫院和德陽醫院三家醫院的公告。經監管機構調查，恒康醫療未完整披露收購醫院價款及附帶條件，表面上降低收購成本，增強投資者對該收購事項收益的預期，對恒康醫療股價產生積極影響。

2013 年 6 月，恒康醫療公告稱其全資子公司上海獨一味生物科技有限公司和美國 Apexigen 公司等協作研發完成 DYW101 項目第一階段研究。經監管機構調查，DYW101 項目實際由四川恒康發展有限責任公司的子公司上海津曼特生物科技有限公司進行。上海獨一味不具備產品研發的條件和能力，其僅為名義參與方。該公告誇大上海獨一味的研發能力，誤導投資者，有利於提升恒康醫療股價。

2013 年 6 月 24 日，恒康醫療發布公告稱獨一味牙膏於日前研製完畢。經監管機構調查，該項研發工作實際上早在 2011 年之前已完成。該公告發布的時間與實際研發時間差異較大，恒康醫療選擇時點披露相關研發進展，增加上市公司重大利好資訊披露密度，影響投資者的收益預期。

2013 年 5 月 9 日至同年 7 月 3 日期間，恒康醫療股價累計上漲 24.86%，同期中小板綜合指數累計下跌 1.24%，偏離 26.10 個百分點；同期深證醫藥行業指數累計下跌 1.91%，偏離 26.77 個百分點。

2013 年 7 月 3 日至 4 日，恒康醫療的實際控制人闕文彬通過大宗交易系統減持恒康醫療 2,200 萬股，獲利人民幣 51,621,068 元。

二、 爭點

（一） 被告是否構成操縱行為？

（二） 原告投資損失與被告操縱行為之間，是否具有因果關係？

（三） 應如何計算原告投資損失？

三、 法院見解

（一） 一審法院見解[601]

1. 被告構成操縱行為

法院認為，市值管理是建立在價值管理基礎上，防止上市公司股價過分偏離公司基本面，以實現上市公司股價回歸真實價值。上市公司市值管理的最終目標是上市公司和全體股東的利益，而不是幫助大股東高價減持股票。蝶彩資產非與恒康醫療簽訂市值管理協議，而是與恒康醫療的大股東闕文彬簽訂研究顧問協定，該協定的目的是為闕文彬短期內高價減持股票服務，無法體現上市公司與全體股東的利益。

因此，闕文彬、蝶彩資產實際上係借市值管理的名義操縱上市公司股價，這種行為不具有合法性。故法院認定，被告在 2013 年 5 月 9 日至 7 月 4 日期間實施操縱恒康醫療股價的行為。

601 （2018）川 01 民初 2728 號民事判決書。

2. 原告投資損失與被告操縱行為之間具有因果關係

原告在被告操縱市場行為期間買入恒康醫療股票，並在操縱市場結束後賣出股票且產生虧損，參考中國大陸最高人民法院發布的司法解釋「關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定」（下稱「若干規定」）第 18 條[602]，顯然具有因果關係。

3. 參考若干規定計算原告損失

原告主張，操縱市場的違法行為造成股價偏離真實的市場價，應以實際買入價與真實價格之間的差額計算投資者損失，即以被告實施操縱恒康醫療公司股票行為開始日前 20 個交易日恒康醫療股票收盤價的均價作為基準價，以申萬中藥三級指數[603]漲跌幅調整操縱市場期間恒康醫療公司股票的基準價，得出恒康醫療公司股票在每個交易日的真實價格。

原告進一步主張，其於操縱期間賣出恒康醫療公司股票的價格與恒康醫療公司股票的真實價格之間的差額，即為原告獲得的利益，因獲得利益與買入股票產生的損失基於同一原因，應適用損益相抵原則，在原告的投資損失中扣除賣出股票所獲得的收益。至於原告在操縱期間結束後賣出之恒康醫療公司股票，因操縱行為既已結束，無論賣出恒康醫療公司股票價格如何，均與被告操縱恒康醫療公司股價的行為無關，不適用損益相抵原則。根據此種計算方法，原告主張其買賣恒康醫療公司股票的損失為 214,197.79 元。

原告以上主張為法院所不採。法院認為，原告主張的損失計算方法既無法律依據，又缺乏實質合理性。法院指出，中國大陸民法總則侵權責任

602 「若干規定」第 18 條規定：「投資人具有以下情形的，人民法院應當認定虛假陳述與損害結果之間存在因果關係：
（一）投資人所投資的是與虛假陳述直接關聯的證券；
（二）投資人在虛假陳述實施日及以後，至揭露日或者更正日之前買入該證券；
（三）投資人在虛假陳述揭露日或者更正日及以後，因賣出該證券發生虧損，或者因持續持有該證券而產生虧損。」

603 申萬指數，全稱為申銀萬國投資品指數，是申銀萬國股價系列指數旗下一支主題指數，基於申萬行業分類標準編制，用以表徵投資品上市公司整體股價表現。

法確定侵權損害賠償補償性質，即「填平」原則。本案中，原告在操縱期間結束後的次日賣出恒康醫療股票 51,200 股，其賣出價格遠高於原告依前述方式所計算出的「真實價格（值）」。原告買入賣出股票期間，中小板綜指、深圳醫藥行業指數並未上漲，如果不考慮原告賣出該 51,200 股的獲益情況，將有違侵權損害賠償的「填補原則」；其次，價值決定價格是經濟學基本原理之一，在證券交易所掛牌交易的股票是一種特殊的金融商品，其價格也隨其價值上下波動。行為人操縱證券市場行為的目的通常為獲取證券交易收益，操縱行為人通過一系列行為使被操縱的股票價格脫離基本面和真實價值，從而在高點賣出股票或者在低點買入股票。本案中，闕文彬的主觀意圖為高價減持恒康醫療股份，闕文彬、蝶彩資產、謝家榮的操縱行為表現為抬高股價，投資者的損失為追高買入存在泡沫的恒康醫療股票。在操縱行為結束後，恒康醫療股價隨著大股東減持公告應聲下跌，直至泡沫被擠淨，價格趨於平穩，股票價格逐漸向其真實價值回歸。操縱行為結束後，市場需要多長時間才能將其欺詐效應消化掉，涉及的因素比較多，是一個十分複雜的問題。但是，本案中，原告在操縱行為結束的次日即將全部恒康醫療股票全部賣出，如果認為原告賣出恒康醫療股票的價格與闕文彬、蝶彩資產管理、謝家榮的操縱行為完全無關，不符合本案的實際情況。

法院進一步指出，證券欺詐行為可以分為操縱市場、虛假陳述、內幕交易三大類型，三者之間往往是相互聯繫的。虛假陳述只是表像，而內幕交易和操縱市場卻是問題的核心和根本。本案中，被告利用闕文彬作為恒康醫療的控股股東及實際控制人具有的資訊優勢，控制恒康醫療密集發布利好資訊，人為操作資訊披露的內容和時點，被告的操縱行為可以歸類為「資訊型操縱」，故被告的操縱行為與虛假陳述行為具有類似性。

因此，法院認為，原告的損失可以參照「若干規定」予以認定。亦即依若干規定第 30 條[604]，原告的損失包括投資差額損失及佣金、資金利息。

投資差額損失部分，依若干規定第 31 條[605]，以買入證券平均價格與實際賣出證券平均價格之差，乘以原告所持證券數量為投資人之損失金額。原告於操縱期間多次買賣恒康醫療股票，按「先進先出加權平均法」計算買入證券平均價格後，原告於 2013 年 7 月 4 日持有的 51,200 股恒康醫療股票買入均價為 19.84 元。原告於 2013 年 7 月 5 日將持有的 51,200 股恒康醫療股票全部賣出，賣出均價 19.73 元。原告的投資差額損失 5,632 元【(19.84 元-19.73 元）*51,200】。 佣金部分，因印花稅僅對賣出方單邊收取，故無佣金損失；原告未主張資金利息之損失。

（二） 二審法院見解[606]：駁回上訴，維持原判。

第三項 評析

第一款 操縱行為民事案件稀少原因分析

截至 2021 年，中國大陸僅有一例投資人成功受償的操縱市場行為民事損害賠償案例，過去雖有見零星幾件操縱市場民事求償案例，但均以投資人敗訴告終。中國大陸對於操縱市場行為的管制，多係以行政處罰為主[607]。

---

604 「若干規定」第 30 條規定：「虛假陳述行為人在證券交易市場承擔民事賠償責任的範圍，以投資人因虛假陳述而實際發生的損失為限。投資人實際損失包括：
（一）投資差額損失；
（二）投資差額損失部分的佣金和印花稅。
前款所涉資金利息，自買入至賣出證券日或者基準日，按銀行同期活期存款利率計算。」

605 「若干規定」第 31 條規定：「投資人在基準日及以前賣出證券的，其投資差額損失，以買入證券平均價格與實際賣出證券平均價格之差，乘以投資人所持證券數量計算。」

606 本案二審判決尚未公佈，結論係支持一審見解，駁回上訴。資料ㄔ可參：中證中小投資者服務中心，全國首例操縱市場民事賠償支持訴訟二審勝訴，2021 年 3 月 3 日，http:／／www.isc.com.cn／html／zxxw／20210303／3611.html （最後瀏覽日：2021 年 5 月 11 日）；新浪財經綜合，罰沒 1.5 億元 判賠 5,632 元！全國首例操縱市場民事索賠勝訴，2021 年 3 月 2 日，https:／／finance.sina.com.cn／money／future／roll／2021-03-02／doc-ikftssap9509457.shtml （最後瀏覽日：2021 年 5 月 11 日）。

607 湯欣、高海濤，操縱市場行政處罰案例全景觀察，證券法苑，第 18 卷，頁 24，2016 年。

表 6-9：中國大陸操縱市場行為案件整理表[608]

操縱時間	操縱股價案	是否提起民事賠償訴訟	訴訟結果	處罰方式
2007 年 1 月至 2008 年 5 月	汪建中操縱萬科 A 等 38 支股票案	是	駁回訴訟請求	刑事處罰 行政處罰
2008 年 9 月	程文水、劉延澤操縱中核鈦白案	是	駁回訴訟請求	行政處罰
2008 年 2 月至 2009 年 4 月	餘凱操縱證券市場案	否	無	刑事處罰 行政處罰
2010 年 3 月至同年 6 月	林忠操縱山煤國際案	否	無	行政處罰
2010 年 7 月至 2012 年 5 月	蘇顏翔操縱中聯重科、東方鉅業等 13 支股票案	否	無	行政處罰
2011 年 12 月至 2012 年 6 月	恒逸集團操縱恒逸石化案	否	無	行政處罰
2012 年 9 月	王建森操縱 ST 中冠 A 股案	否	無	行政處罰
2013 年 3 月至 2014 年 8 月	朱煒明操縱利源精製等 10 支股票案	否	無	行政處罰
2010 年至 2015 年	徐翔操縱證券市場案	否	無	行政處罰

出處：趙丹，司法實踐中操縱證券市場民事賠償問題研究

中國大陸傾向以行政處罰或刑事責任追究操縱市場行為人[609]，卻極少見投資人訴請民事損害賠償[610]，即便投資人訴請民事損害賠償，亦多得到敗訴的結果。本研究認為，此種現象可能源自以下原因。

中國大陸最高人民法院於 2001 年發布「最高人民法院關於涉證券民事賠償案件暫不予受理的通知」（下稱「不予受理通知」），內容略為：「內幕

608 趙丹，司法實踐中操縱證券市場民事賠償問題研究，華南理工大學碩士學位論文，頁 15，2017 年。

609 田甜，操縱市場行為民事賠償責任探究，法制與經濟，第 347 期，頁 12，2013 年 5 月。學者指出，操縱市場與內幕交易、虛假陳述等均為證券法明令禁止的證券交易行為。由於此類行為對證券市場的正常交易秩序造成破壞，因此，傳統上多從行政處罰和刑事處罰的角度對其加以規制，對於行為人應當承擔的行政責任和刑事責任法律做出明確的規定。另有學者指出，儘管近年來證券市場稽查力度不斷加強，操縱市場行政責任不斷強化，行政處罰金額屢創新高，但民事責任卻始終缺位。閻維博，操縱市場民事責任因果關係認定：類型化分析與利益衡量，投資者，第 1 期，頁 108，2019 年。

610 黃熙坤，關於對操縱市場民責任制度若干思考—以某醫療案為例，法制博覽，第 2 期，頁 126，2021 年；吳雲飛，我國操縱證券市場民事責任制度研究，吉林大學碩士學位論文，頁 33，2017 年 5 月。

交易、欺詐、操縱市場等行為引起的民事賠償案件，受目前立法及司法條件的侷限，法院尚不具備受理及審理這類案件的條件，暫不予受理。」前述不予受理通知直至 2013 年 4 月才失效[611]；與此同時，中國大陸於 2015 年 5 月 1 日以前係採立案審查制[612]，亦即由法院決定是否受理案件，也因此，中國大陸證券法雖早已明文規定操縱市場行為之民事法律責任，但並無相關民事賠償案例。此外，操縱市場行為的損害賠償計算方法欠缺司法解釋或其他法規範的明確指引，法院無所依循[613]，亦是相關民事賠償案件稀少的原因。

中國大陸學者有謂，大陸司法實務對證券民事糾紛案件一直持保守態度，近幾年才逐步受理證券虛假陳述的民事糾紛案件，但對於操縱證券市場民事糾紛法院態度仍持迴避態度[614]。

第二款 損害賠償計算方法

目前，中國大陸尚無操縱市場行為的損害賠償計算方法之法規範或司法解釋，司法實務與學界對此亦尚無定見[615]。

611 應特別說明的是，中國大陸最高人民法院於 2002 年發布「最高人民法院關於受理證券市場因虛假陳述引發的民事侵權糾紛案件有關問題的通知」，內容略為：「民法院對證券市場因虛假陳述引發的民事侵權賠償糾紛案件，凡符合中華人民共和國民事訴訟法規定受理條件的，自本通知下發之日起予以受理。」也因此中國大陸司法實務中，出現較多的虛假陳述案件之民事求償案件。

612 中華人民共和國民事訴訟法第 119 條規定：「起訴必須符合下列條件：（一）原告是與本案有直接利害關係的公民、法人和其他組織；（二）有明確的被告；（三）有具體的訴訟請求和事實、理由；（四）屬於人民法院受理民事訴訟的範圍和受訴人民法院管轄。」根據前揭規定，法院於立案前會就前述四項要件進行形式及實質審查，以決定是否受理，稱為立案審查制。直到最高人民法院於 2015 年發布「關於適用〈中華人民共和國民事訴訟法〉的解釋」，才正式更改為立案登記制。立案審查制係指，人民法院在受理當事人的起訴時，不僅要對形式要件進行審查，同時還要對實質要件進行審查，最終才能決定是否受理該案件。宋永飛，立案登記制之實踐挑戰及制度應對，中國法院網，2017 年 7 月 28 日，https:／／www.chinacourt.org／article／detail／2017／07／id／2938100.shtml（最後瀏覽日：2021 年 5 月 24 日）。

613 學者指出，證券法對於操縱市場行為人承擔民事賠償責任的規定過於原則，法院如何在審理案件過程中，對於操縱市場行為的民事賠償責任作出認定，尚待司法解釋的進一步出臺。田甜，同註 609，頁 12。

614 黃熙坤，同註 610，頁 126。

615 大陸學者普遍認為，市場操縱行為屬於特殊的侵權行為，市場操縱行為人對投資人承擔侵權行為責任。田甜，同註 609，頁 12。

中國大陸最高人民法院法官有認為，由於目前尚無明文規定操縱市場之損失計算方法，因此可參照「若干規定」以計算投資人的損失[616]，即依若干規定第 30 條，投資人之損失包含投資差額損失、投資差額損失部分的佣金和印花稅。

然而依若干規定第 31 條計算投資差額損失時，應先決定基準日，進而得出基準價，則市場操縱行為應如何參照若干規定以決定基準日，即產生疑問。大陸學者有認為[617]，參考若干規定第 33 條第 2 項係以揭露日／更正日後第 30 個交易日為基準日，市場操縱行為的基準日，可以依行為人的市場操縱行為是否於市場操縱行為結束後及時被揭露或更正，而依以下情況確定之：（一）市場操縱行為於市場操縱行為結束後未及時揭露／更正：應當以市場操縱行為發生日前 30 日為基準日，以這 30 個交易日平均收盤價格為基準價；（二）市場操縱行為於市場操縱行為結束後及時揭露／更正，依據市場操縱行為揭露日／更正日後 30 日為基準日，以這 30 個交易日平均收盤價格為基準價。

惟大陸司法實務早期並不認同依「若干規定」認定操縱市場行為與投資人所受損害之因果關係及計算損害賠償額的見解[618]。例如，2010 年中國大陸第一例操縱市場民事賠償案件─中核鈦白案，該案原告主張應參照若干規定中因果關係認定標準來認定該案被告操縱市場侵權責任，法院不支持原告主張，法院認為原告所受損失與被告操縱行為間不具有直接關聯性，故駁回原告的請求[619]。

又例如 2011 年汪建中案，原告主張參照若干規定認定被告操縱市場侵權責任，法院則認為現行法律法規、司法解釋對操縱市場與損害結果之間因果關係的確定以及行為人承擔賠償責任數額的範圍、損失的計算方法等

616 賈緯，操縱市場行為的認定及其民事責任，人民司法，第 17 期，頁 15，2007 年。
617 龍振海，市場操縱案件民事賠償機制，中證中小投資者服務中心有限責任公司，2019 年 9 月 6 日，http:／／www.isc.com.cn／html／ztlte2／20190906／882.html。（最後瀏覽日：2021 年 5 月 11 日）
618 閻維博，同註 609，頁 109。
619 閻維博，同前註。

均無明文規定，虛假陳述與操縱證券市場是兩種不同的違法行為，兩者在違法主體、行為表現、持續時間、影響範圍方面均不同，操縱行為參照虛假陳述之司法解釋缺乏依據[620]。

然而 2021 年恒康醫療案，大陸司法實務一改過去見解，認為「資訊型市場操縱行為」與虛假陳述性質相似，故可參照「若干規定」計算投資人之損害。本件判決是否將成為大陸司法實務的穩定見解，仍有待後續觀察[621]。

另有學者認為，應以投資人買賣證券價格與證券真實價格間之差額[622]乘以買賣股數，作為投資人的損害賠償額。然而應如何計算真實價格，有認為可以被操縱證券在操縱行為開始之前的 10 個交易日內收盤的平均價格擬制為真實價格[623]。

總結而言，對於應如何計算操縱市場行為的損害賠償責任，中國大陸學說及實務尚無定見，學者多呼籲應發布類似於虛假陳述之司法解釋以解決相關爭議[624]。近期中國證監會多次針對市場操縱行為宣示零容忍態度[625]，是否會因此強化民事責任訴追，有待進一步觀察。

---

620 閻維博，同前註。

621 大陸司法實務工作者認為，因法院認定本案係屬資訊型操縱市場行為，與虛假陳述性質相近，才可以參考適用「若干規定」，但若是傳統的操縱市場行為則可能仍難以援用「若干規定」，因此示範作用有限。詳參李露、何東閩，操縱市場民事賠償案責任—以全國首例的「恒康醫療案」為例，金誠同達律師事務所，http://jtnfa.com/CN/booksdetail.aspx?type=06001&keyid=0000000000000005440&PageUrl=majorbook&Lan=CN （最後瀏覽日 2021 年 5 月 25 日）。

622 張培倫，操縱市場行為的認定及其民事責任研究，法制博覽，頁 51，2016 年；田甜，同註 609，頁 13。

623 張培倫，同前註。

624 管新春，論操縱證券市場行為的民事法律責任，知識經濟，第 9 期，頁 47，2013 年；張培倫，同前註；田甜，同註 609，頁 13。

625 中央社，炒作股價偽稱市值管理 中國可能啟動強力監管，聯合新聞網，2021 年 5 月 24 日，https://udn.com/news/story/7333/5481528?from=udn-ch1_breaknews-1-0-news（最後瀏覽日：2021 年 5 月 25 日）。楊毅，監管部門迅速立案調查 「零容忍」打擊操縱市場違法違規行為，金融時報-中國金融新聞網，2021 年 5 月 18 日，https://www.financialnews.com.cn/zq/202105/t20210518_218850.html （最後瀏覽日：2021 年 5 月 25 日）。

第七章 結論與建議

本研究從財報不實、公開發行說明書不實與操縱行為三個方面分析我國、美國、日本、德國及歐盟與中國大陸，對於損害賠償額的法規與實務運作情況。本章首先彙整我國與各國規範與實務運作情況，並提出研究團隊於我國現行法下之建議。

第一節 我國與各國比較

第一項 財報不實

(一) 我國

我國財報不實案件的損害賠償額，有採用毛損益法或淨損差額法，過去的案例以毛損益法居多，但近期逐漸偏向淨損差額法；轉變原因在於，其可將市場上各種與財報不實無關但影響價格因素所造成的損害，避免均歸咎由須對財報不實負責之賠償義務人承擔。然而，縱使採用淨損差額法，學界與實務界仍對於計算損害賠償之中的真實價值之認定有分歧，此為仍須討論且得參酌其他各國實務而思考的方向。另一方面，損害賠償額是否可主張損益相抵、與有過失而減少賠償金額，多數法院採否定看法，但亦有學者認為淨損差額法能將請求損害賠償範圍限於受財報不實影響部分，而毛損益法則須面對有無過失與損益相抵適用的問題；但有學者反駁認為損害之擴大在於股價繼續下跌，而影響股價繼續下跌之因素，皆與受害投資人無關，故不存在與有過失問題。

(二) 美國

依美國法，財報不實案件主要係違反 1934 年美國證券交易法 Section 10(b)與 Rule 10(b)-5，美國司法實務自 1976 年 Green 案之後，淨損差額法已逐漸成為計算損害賠償的主流方法。依美國實務運作，係透過以下步驟確定投資人之損害賠償數額：(1). 根據損失因果關係界定損害賠償範圍，

基此，持有人不能主張損害賠償；(2)、以財務模型推估證券之真實價值，並以此計算投資人因財報不實股價灌水所受之損害；(3)、損益相抵；(4)、檢視前述步驟所計算出的賠償金額，是否超過「法定的價格回升條款（即90 天均價）」。為推估證券不受不實資訊影響下之真實價值，實務運作中，較常見採用事件研究法。美國證交法 Section 28(a)規定投資人得受償之金額，應限於因不實資訊所致之實際損失，但法未明文規定應如何計算損失，法院判決與和解案件做法不一，特別是在是否進行損益相抵，以及在何種範圍內可進行損益相抵上均有不同。

(三) 日本

日本在有價證券報告書或內控報告書等，係依照「21-2 條 3 項推定+減免抗辯」。在適用金商法 21-2 條 3 項推定損賠額規定的情形方面，在金商法 21-2 條推定損賠額度的規定下，無須計算取得成本，而直接以揭露日前後三十日股價均價之差額作為每股損害，並且依照法條規定的本條責任上限為依據金商法 19 條規定所計算出之金額，因此仍需確認上開損賠金額是否逾越上限，惟得出「21-2 推算金額」與「19 條計算金額」孰低的金額後，法院最後仍會根據 21-2 條 5、6 項規定，將「和不實記載無因果關係」之價格下跌為扣除，獲得損賠金額。在法院肯認取得自體損害的情形方面，金商法 21-2 條僅為推定計算規定，仍有不少原告試圖先位主張較高的取得自體損害，在法院承認取得自體損害情形，即為回復原狀的概念，則在不實期間之後的取得股份行為皆會計入。取得自體損害的計算方式區分股份是否已經處分，若已經處分則以取得價格與處分價格之差額為損害，尚未處分者則以言詞辯論終結日股價或是推定股價之差額，並仍要再依據法院心證扣除「無相當因果的價格下跌」，而得出最終的損賠金額。

(四) 歐盟及德國

關於次級市場資訊不實的民事責任，歐盟 2004 年之透明指令規範進入證券市場交易之發行人應公開定期性資訊和持續性資訊，但對於其責任規範，本指令僅在第 7 條規定，成員國應確保相關資訊的編擬和公開至少應由發行人或其行政、管理或監督機關負責，並應確保其關於責任規範的法律及行政規定適用於發行人、本條提及的機關或發行人內部的負責人。除第 7 條外，本指令未有其他責任規範，且第 7 條之規定僅係原則性規定，因此，若發生資訊不實情事時，如何定其民事賠償責任，應依各成員國之國內法規範。另歐盟 2013 年的會計指令對財務報表編製與公開之義務與責任，僅為原則性規範，無具體責任規定，從而若發生財報不實情事時，如何追究相關人士之民事賠償責任，亦仍是依各成員國的國內法規而定。

對於次級市場之資訊不實責任，德國係規定在其證交法第 98 條，但對損害賠償如何計算，未有明文規定，依現行最高法院及法界多數學者看法，投資人若能證明交易因果關係，其可主張完整的回復原狀。如果投資人無法證明交易因果關係，可選擇差額損害賠償方式，亦即只要證明資訊不實與錯誤價格形成具有因果關係即可，差額損害賠償之計算係以投資人買進或賣出的成交價格，與發行人若合法履行資訊公開義務時可能買進或賣出的價格之間的差額，來計算損害賠償金額，類似淨損差額法的概念。本條規定之賠償義務人為發行人，其他人如發行人的機關成員，則依一般侵權行為法制負責，尤其是依德國民法第 826 條規定，而賠償金額的判斷，受害投資人同樣可選擇採用回復原狀或差額損害賠償方式來進行。至於財報不實，德國法有相關之刑事或行政責任規範，惟未直接明文規定民事責任，因此，仍是依民法侵權行為規範負責，然而應注意，若財務報告內容本身為公開說明書內容的一部分，即得適用公開說明書的相關責任規範。

(五) 中國大陸

中國大陸證券法對於財報不實案件下，投資人之損害賠償金額如何計算，未予規定，但中國大陸最高人民法院於 2003 年發布實施的「關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定」，有較為詳細的規定，司法實務也以此為據。若干規定以投資人是否在基準日（原則上係指虛假陳述更正／揭露日起，至系爭證券累計成交量達到其可流通部分100%之日）及以前賣出證券而異其計算損害方式。若投資人於基準日或以前賣出證券，其投資差額損失，以「買入證券平均價格」與「實際賣出證券平均價格」之差，乘以投資人所持證券數量計算；若投資人在基準日之後賣出或者仍持有證券，其投資差額損失，以「買入證券平均價格」與「基準價（即虛假陳述揭露日或者更正日起至基準日期間，每個交易日收盤價的平均價格）」之差，乘以投資人所持證券數量計算。

然，若干規定未說明如何計算「買入證券平均價格」，中國大陸司法實務發展出數種計算方式，較為常見者為「實際成本法（每次買進價格和數量計算出投資人買進股票總成本，減去投資人此期間所有已賣出股票收回資金的餘額，除以投資人虛假陳述揭露日或更正日尚持有之證券數量）」與「移動加權平均法（採用會計上計算存貨成本的方式之一，以前次買入平均價格作為下一該次賣出之價格，不考慮證券實際上的賣出價格）」。前者有損益相抵，後者則無。經測算，中國大陸採用實際成本法計算的投資人損失數額，與投保中心採用的純損差額法之結果相同。

中國大陸司法實務中，法院在依照前述若干規定計算出投資人投資損失時，尚會考量「部分損失是否由證券市場系統風險等其他因素所導致（實務運作中，多以大盤與類股指數推估）」，若是，則法院將會認定原、被告應各自承擔一部分的投資人之損失。綜上，本研究認為，中國大陸有關財報不實損害賠償額之認定，原則上採用毛損益法，但亦以淨損差額法之精神進行調整。

表 7-1 各國有關財報不實（不實利多／隱匿利空類型）損害賠償計算之比較

	權利人	適格條件	賠償金額之計算方式	是否／如何損益相抵	是否／如何擬制真實價格
我國	善意取得人 善意持有人	對其適格條件未有明確定義，但一般係認為： 1. 善意取得人：於財報不實期間內買入證券，且該證券於不法情事爆發後始賣出或現仍持有者。 2. 善意持有人：在不實財報公告前已持有證券，於不法情事爆發時仍未賣出或不法情事爆發後才賣出者。	1. 毛損益法：起訴時已賣出者，以買價與實際賣價之差額計算之；起訴時尚未賣出者，以買價與股票現值之差價計算之。股票現值大多以起訴時之市價擬制為賣價；亦有法院以投保中心辦理求償案之公告受理日之前一個月平均收盤價格計算之；亦有法院對經重整之公司以嗣後重整之每股淨值計算之。 2. 淨損差額法：(1)以買價與擬制之真實價格的差價計算之。少數法院以若投資人嗣後實際賣價高於擬制真實價格，則以買價與實際賣價間之差額計算之（換言之，以投資人之實際損失為上限。參見豐達更一、科風一審、綠能一、二審）。（2）除了擬制真實價格外，亦有法院並非以投資人實際買價與擬制真實價格之差額計算賠償金額，而是以不實資訊被揭發日前一日股價與擬制真實價格間之差額計算之，例如豐達案一、二審判決；或是以不實財報期間平均收盤價與擬制真實價格間之差額計算之，例如普格案一審判決對善意持有人的賠償金額之計算。	1. 不實資訊影響期間，若投資人多次買賣，法院多認為不適用損益相抵，其理由主要如下：有主張投資人於不實財報期間縱有買賣有價證券獲利，惟係出於其就有價證券交易市場及投資理財規劃等之判斷，且其等獲利原因係基於買賣及處分有價證券所得對價利益而產生，並非直接基於不實財報之同一原因事實所引起，故無損益相抵的適用；至於投資人取得無償配發之股息，係本於股東身分獲配股息，與不實財報所受損害，亦非同一原因事實，亦無損益相抵的適用（較接近德國司法實務的判斷）。亦有主張投資人購入虛漲之	淨損差額法下如何擬制真實價格，看法不一： 1. 援引證交法第 157 條之 1 第 3 項，以真實資訊揭露後 10 個營業日收盤平均價格來擬制為真實價格（投保中心多主張、法院亦較多採用）； 2. 參酌美國 1995 年私人證券訴訟改革法，以更正不實消息之日（不實消息公開日）起 90 日平均價格擬制為真實價格； 3. 財報不實消息揭露後經 60 個營業日，股價走勢趨於平穩，應以財報不實消息揭露後 60 個營業日平均收盤價格（扣除停止交易期間），再依消息爆發日類股指數與該財報期間平均類股指數之變動比例，回推擬制「真實價格」。

	權利人	適格條件	賠償金額之計算方式	是否／如何損益相抵	是否／如何擬制真實價格
				有價證券後又以虛漲價格賣出，其買入與賣出二行為本身與詐欺行為間均有交易因果關係，僅係上開二行為均無經濟上損失，而不納入損害求償範圍而已，尚不能認為受有利益，自無從與其他受有經濟上損失之交易行為進行損益相抵（此與美國部分實務採用的「交易型損益相抵」相同）。極少數法院採用損益相抵（勁永）。 2. 從淨損差額法發展出來之純粹淨損益法對不實期間之交易有進行損益相抵來計算權利人可獲之賠償金額。	
美國	善意取得人 少數州法承認善意持有人	1. 善意取得人：法未明文規定，司法實務認為，於不實資訊影響期	1. 善意取得人 原則上採淨損差額法，並以揭露／更正日後 90 個交易日之平均收盤價為賠償上限。 若投資人與被告間有契約關係（例如投	法律明定，投資人所受賠償，應以實際損失為限，因此實務上採用某一程度的損益相抵，但	實務傾向採取事件研究法，以財務模型排除市場、產業對股價之影響，依預期報酬率及實際報酬率推估證券之真實價值。

	權利人	適格條件	賠償金額之計算方式	是否／如何損益相抵	是否／如何擬制真實價格
		間內買入證券，且該證券於不實資訊揭露／更正後始賣出或仍持有者。 2. 持有人於美國聯邦證券交易法下非適格的請求權人；少數州法承認持有人可依普通法詐欺主張損害賠償。	資人購買被告發行之新股），法院可能採用毛損益法，並考量投資人是否與有過失。 2. 善意持有人 原則上亦採淨損差額法，但由於舉證困難，未見相關涉及損害賠償之案例。	具體操作方式未見一致： 1. 法院判決：以灌水股價買入證券所受之灌水損害扣除以灌水股價賣出證券所受之灌水利益。法院有採先進先出法或後進先出法進行配對交易之損益相抵，又依每筆配對交易所生之利益是否會用以扣抵每筆配對交易所生之損害，區分為累積型與交易型。 2. 和解：以灌水股價買入證券所受之灌水損害，扣除實際出售股票所獲之實際利益。	
日本	善意取得人	1. 法條未有明確定義，法院操作上係指於財報不實期間取得有價證券者且爆發時仍持有者。	發行人責任可適用推定損害賠償規定，即就不實資訊被揭發前一年內取得並於被揭發日仍持有之股份，以被揭發日前後一個月（法院見解認為係一個月內之所有交易日）股價均價之差額做為每股損害，並且以法定損賠額（參公開說明書不實之規定）為上限。	法院多基於損益非同一原因事實之立場，否定損益相抵之主張。	除非請求權人有所主張，否則並不會擬制出真實價格以決定損害賠償多寡。在適用推定損害賠償規定情形計算「被揭發日前後一個月股價均價之差額」即為每股損害數值，惟在「與不實記載無因

	權利人	適格條件	賠償金額之計算方式	是否／如何損益相抵	是否／如何擬制真實價格
		2. 適用推定損害賠償規定之善意取得人：於財報不實期間且距離爆發日一年內取得、揭露日當日仍持有者。	惟賠償權利人可另行主張其他損害賠償計算方式，最常見者為「取得自體損害」，即回復原狀概念，以取得價格與處分價格之差額為損害(即毛損益法)。 不論採用何種方式，法院皆會個案裁量，扣除與不實記載無因果關係之價格下跌部分所造成的影響。		果關係之價格下跌」之部分，因為仍需要一定程度的估計，同條賦予法院一定的裁量權。
德國	善意取得人	在不實資訊公開後取得證券，且在資訊不實被揭發時仍持有者	1. 回復原狀法（賠償權利人應舉證交易因果關係）：賠償權利人交出所買證券給賠償義務人，以請求償還其買進時支出的金額；若證券已賣出，則以實際賣出證券的價金代替應交出的證券，而賠償義務人則償還賠償權利人買進時支出的金額，兩筆價金互相結算(即買價與賣價之差額)。 2. 差額損害賠償法：以買價與發行人若合法履行資訊公開義務時之可能買價間的差額計算之，如同我國淨損差額法。	不符合損益相抵規定，故不適用。	在差額損害賠償法如何擬制真實價格，無明確規定，德國聯邦最高法院有認為，交易當天金融商品的真實價值應透過違反義務情形在被揭露後的價格反應，經由「逆向追溯反應」推算到交易當天以進行真實價格的確定，於此可使用各種金融理論方法來確定交易當下的假設價值。此外，若原、被告雙方就是否發生損害以及損害有多高存有爭議時，依德國民事訴訟法第 287 條規定，以司法估算來進行認定。
中國	善意取得人	於虛假陳述實施日後買入證	依中國大陸最高人民法院司法解釋之規定：	計算「證券買入平均價格」時，法院判決傳統上	基準價究應解讀為擬制賣價或真實價格，未有定論。

	權利人	適格條件	賠償金額之計算方式	是否／如何損益相抵	是否／如何擬制真實價格
大陸		券，於揭露日／更正日及以後賣出或持續持有證券之投資人。	若投資人於基準日之後賣出證券或仍繼續持有，則以買入證券平均價格與揭露日／更正日起至基準日期間平均收盤價之差額，為投資人之損賠數額。 若投資人於基準日(原則上為揭露日／更正日起至系爭證券成交量達到 100%，或第 30 個交易日)及以前賣出證券，則以買入證券平均價格與實際賣出平均價格之差額，為投資人之損賠數額。 司法實務中，法院尚會考量「部分損失是否由證券市場系統風險等其他因素所導致」，若是，法院將會認定由原、被告各自承擔一部分投資人之損失。	採用「實際成本法」，近期似乎傾向採用「移動加權平均法」。若採前者，則以投資人於受不實資訊影響期間內的買賣進行損益相抵，計算證券買入平均價格；若採後者，則僅考慮這段期間的證券買入價格，不考慮證券賣出價格。	最高人民法院司法解釋明定不同情況下基準日之認定：例如，揭露／更正日起至系爭證券成交量達到 100%之日，或揭露日／更正日後第 30 個交易日。 法院於決定投資人所得受償之賠償金額時，尚會考量排除「由證券市場系統風險等其他因素所導致」之損失。

出處：研究團隊製作

表 7-2 各國有關財報不實（不實利空／隱匿利多類型）損害賠償計算之比較

	權利人	適格條件	賠償金額之計算方式	是否／如何損益相抵	是否／如何擬制真實價格
我國	善意出賣人	對其適格條件未有明確定義，但一般係指不實財報公告前已持有證券，於財報不實期間內賣出證券者	1. 毛損益法：以賣價與起訴時之市價擬制為買回價格來計算差價（未見相關實務案例，係參考利多類型判斷之）。 2. 淨損差額法：以賣價與真實價格之差價計算之	1. 實務上未見相關案例，故參酌不實利多類型，應亦採否定看法。 2. 從淨損差額法發展出來之純粹淨損益法對不實期間之交易有進行損益相抵來計算權利人可獲之賠償金額。	實務上未見相關案例，故參考不實利多類型的說明。
美國	善意出賣人	於不實資訊影響期間開始前已持有證券，於不實資訊影響期間內賣出證券者。	未見這類型案例，但損害賠償計算方式應與不實利多型相同。	實務上未見相關案例，故參酌不實利多類型，應亦採肯定看法。	實務上未見相關案例，但應與不實利多類型相同。
日本	善意出賣人	法條未有明確定義，一般係指於財報不實期間內賣出證券者	實務上未見此種案例，但損害賠償計算方式應與不實利多型相同。	實務上未見相關案例，參酌不實利多類型，應亦採否定看法。	實務上未見相關案例，故參酌不實利多類型的說明。
德國	善意出賣人	在不實資訊公開前已取得證券，且在資訊不實被揭發前	1. 回復原狀法：賠償權利人交出賣出證券時的價金，而賠償義務人以證券當前市價之金額替代交出證券，所以回復原狀之賠償金額即係賠償權利人之賣價與	不符合損益相抵規定，故不適用之	同前述不實利多／隱匿利空類型的說明。

	權利人	適格條件	賠償金額之計算方式	是否／如何損益相抵	是否／如何擬制真實價格
		已賣出者	當前市價之間的差額（賠償權利人應舉證交易因果關係） 2. 差額損害賠償法：以賣價與發行人若合法履行資訊公開義務時之可能賣價間的差額計算之，類似我國淨損差額法		
中國大陸	善意出賣人	於虛假陳述實施日前已持有證券，於虛假陳述實施日後、揭露日／更正日前已賣出者。	中國人民法院司法解釋僅規定不實利多型下之損害賠償計算方式，未規定不實利空型，實務上也未見這類案例，一般認為，損害賠償計算應與不實利多型相同。	實務上未見相關案例。	實務上未見相關案例，惟應與不實利多類型相同。

出處：研究團隊製作

第二項 公開說明書不實

壹、 我國

公開說明書不實之損害賠償金額如何計算，國內此方面相關判決或學者討論常與財報不實有關，因此，在賠償金額的計算、是否適用損益相抵、與有過失原則等並未特別分開論斷，故對公開說明書不實之損害賠償方式的判斷，詳見上述我國財報不實的分析。

貳、 美國

美國法下，公開說明書不實之民事法律責任主要係規定於 1933 年證券法 Section 11 以及與 Section 12(a)(2)。前者以規範公開說明書為主，後者除向主管機關申報之公開說明書外，尚包括募集有價證券時之銷售文件。

Section 11 以投資人是否與何時賣出股票，而有不同之規定：1. 原告買入之有價證券，於起訴前及訴訟中尚未賣出：以「原告買入有價證券之價格（不超過有價證券公開發行之價格）」與「起訴時該有價證券價值」之差額，為投資人之損害；2. 原告之有價證券，於起訴前已賣出者：以「原告買入有價證券之價格（不超過有價證券公開發行之價格）」與「該有價證券於市場賣出之價格」間之差額，為投資人之損害；3. 原告之有價證券，於起訴後判決前賣出該證券者：以下列計算出的損害賠償金額較少者，作為投資人之損害：A. 以「原告買入有價證券之價格（不超過有價證券公開發行之價格）」與「起訴時該有價證券價值」之差額，為投資人之損害。B. 以「原告買入有價證券之價格（不超過有價證券公開發行之價格）」與「該有價證券於市場賣出之價格」間之差額，作為投資人之損害。

前述計算方式，似採用毛損益法，但證券法 Section 11(e)亦規定，被告得舉證證明該證券一部或全部之價值貶值非因文件不實所引起，則被告無須就該部分負損害賠償責任。綜上，本研究認為，Section 11 就公開說明書不實之損害賠償額認定，原則上採用毛損益法，但亦以淨損差額法之精神

進行調整。

Section 12(a)(2)則依投資人是否仍持有證券區分以下兩種情況：1. 投資人仍持有證券：買入該證券支付的對價及利息扣除因該證券所獲利益，原告並應返還該證券；2. 投資人已賣出證券：原告可請求損害賠償。實務運作中，法院亦接受被告舉證證明該證券一部或全部之價值貶值非因註冊文件不實所引起，則被告無須就該部分負損害賠償責任。

參、 日本

日本法規對於初級市場投資人的保護，於發行人責任部分已經規定有金商法 19 條，並且既然為法定損賠責任，則投資人亦無另外主張損害的餘地，顯得此部分的操作極為機械，唯一影響判決穩定性的將會是 19 條 2 項的酌減事項，並且自 IHI 事件後穩定認為法院得類推適用民事訴訟法 248 條心證認定其金額。惟就發行人以外關係人之責任部分，因為欠缺特別法規規定而回歸民法機制處理的結果，將使得投資人陷入舉證困難，在實務上也罕見案例。

肆、 歐盟及德國

歐盟 2017 年之公開說明書規則對公開說明書的責任規範，僅於第 11 條做原則性規範，要求成員國應確保其法律、法規和行政規定適用於公開說明書中對提供資訊負有責任之人，至於如何究責，未有進一步規定，因此，須由成員國藉其國內法規補充之。

德國有價證券公開說明書法第 9 條之賠償計算方式係採回復原狀法，且賠償權利人範圍不限於直接至發行人處取得證券者，甚至證券在轉讓過程中的取得人，即使已不再持有證券，仍得為賠償權利人，只要其是在責任期間內（公開說明書公布後且在證券首次發行後的六個月內）取得，都同樣享有請求賠償的權利。

伍、 中國大陸

中國大陸最高人民法院司法解釋對於公開說明書不實之損害賠償責任，根據證券是否被停止發行，有不同規定。若系爭證券未被停止發行，則投資人可請求損害賠償，司法解釋以投資人是否於基準日及以前賣出證券而異其計算損害方式，計算方法與前述財報不實之損害賠償相同。若系爭證券被停止發行，則投資人有權要求返還和賠償所繳股款及銀行同期活期存款利率的利息。

與前述財報不實責任相同，公開說明書不實時，法院尚會考量「部分損失是否由證券市場系統風險等其他因素所導致（實務運作中，多以大盤與類股指數推估）」，若是，則法院將會認定原、被告應各自承擔一部分的投資人之損失。縱上，本研究認為，中國大陸有關財報不實損害賠償額之認定，係原則上採用毛損益法，但亦以淨損差額法之精神進行調整

表 7-3 各國有關公開說明書不實損害賠償計算之比較

	權利人	適格條件	賠償金額之計算方式	是否／如何損益相抵	是否／如何擬制賣價
我國	善意相對人	大多認為限於從發行人或證券承銷商直接購入有價證券之善意投資人。	國內此方面相關判決或學者討論常與財報不實有關，兩者之賠償計算方式，未特別分開論斷，故參見上述財報不實的說明。	國內此方面相關判決或學者討論常與財報不實有關，兩者未特別分開論斷，故參見上述財報不實的說明。	國內此方面相關判決或學者討論常與財報不實有關，兩者未特別分開論斷，故參見上述財報不實的說明。
美國	善意取得人	司法實務認為原則上限於不實資訊公開後、揭露日／更正日前自發行市場中買入證券者。	以 1933 年證券法 Section 11 與 Section 12(a)(2)為主要規範條文。這兩條操作，原則上是採用毛損益法，但法律規定與司法實務允許，被告可舉證證明該證券一部或全部之價值貶值非因註冊文件不實所引起，被告則無須就該部分負損害賠償責任。本研究認為，Section 11 與 Section 12(a)(2)就公開說明書不實之損害賠償額認定，原則上採用毛損益法，但亦以淨損差額法之精神進行調整。	1. 未見 Section 11 之實務案例有損益相抵之討論。 2. 依 Section 12(a)(2)，被告返還原告買入有價證券之價額加計利息時，須扣除因該證券所獲利益。	1. Section 11 以起訴時證券市價擬制賣價。 2. Section 12(a)(2) 要求被告返還原告買入證券的對價或買價與實際賣價間之差額，故不須擬制賣價。
日本	善意取得人	因募集發行或再次發行取得系爭有價證券者	就發行人責任，明文規定採取法定損賠額，即為回復原狀的概念，以取得價格與處分價格、或是請求時市價或推定市價（實務就此部分解讀採取事實審言詞辯論終結時市價或推定市價）作為損害，惟法院最後會個案裁量扣除與不實記載無因果關係之價格下跌部分所造成的影響。	法院多基於損益非同一原因事實之立場，否定損益相抵之主張。	已明文規定賠償內容，故無此問題。

	權利人	適格條件	賠償金額之計算方式	是否／如何損益相抵	是否／如何擬制賣價
			非發行人責任部分，需由賠償權利人舉證所受損害，例如以取得自體損害、高值取得損害模式觀點為主張。		
德國	責任期間（詳右欄說明）內之善意取得人	公開說明書公布後且在證券首次發行後六個月內（責任期間）完成交易，有償取得公開說明書所述證券的任何善意取得人（包括直接取得人、轉得取得人），以及在證券市場上購入之善意取得人（市場上已有同類證券，其無從與發行證券進行區分）	明文規定回復原狀法：賠償權利人可向義務人請求收購證券並償還其當初支出的買價（不得超過證券的發行價格）及相關通常購買的交易費用；若當初未設定發行價格，則將證券進入證券市場後所確定或形成的第一個市場價格，或若同時在數國內證券交易所所確定或形成的最高第一個市場價格視為發行價格。若請求賠償時，權利人已不再持有證券，則其可要求義務人支付購買價格（不超過發行價格）與證券售出價格的差額及相關通常購買和售出的交易費用。	不符合損益相抵規定，故不適用之	已明文規定賠償內容，故無此問題
中國大	善意取得人	於虛假陳述實施日後買入證券，揭露日／	依中國最高人民法院司法解釋，以系爭證券是否被停止發行進行區分，若未停止發行，則投資人之損害賠償與財報不實計算方式	1. 若未停止發行：與財報不實之處理方式相同，參見上述財報不實	1. 若未停止發行：參見上述財報不實的說明。 2. 若已停止發行：返還股

	權利人	適格條件	賠償金額之計算方式	是否／如何損益相抵	是否／如何擬制賣價
陸		更正日及以後賣出或持續持有證券者。	相同；若證券已停止發行，則投資人有權要求返還股款。	的說明。 2. 若已停止發行：實務上未見相關案例。	款。

出處：研究團隊製作

第三項 操縱行為

壹、 我國

我國市場操縱之民事賠償責任，基本上不論法院或學者似都較贊同採用淨損差額法來計算賠償金額，且多認為無損益相抵、與有過失之適用。而淨損差額法之真實價格如何判斷，多主張類推適用證交法第 157 條之 1 規定，惟在類推適用時，有以操縱行為「揭發後 10 個營業日收盤平均價格」作為擬制之真實價格，有以操縱行為「開始前 10 個營業日收盤平均價格」為計算基礎，更有學者主張兼採之，以操縱行為開始前 10 個營業日及行為終止後 10 個營業日，共計 20 個營業日的收盤平均價格擬制為真實價格，再與受害投資人之買入價或賣出價計算差額作為損害賠償金額。

貳、 美國

美國司法實務中，涉及操縱行為案件進入民事程序且判決中論及損害賠償計算者極為罕見，學者論著也多半聚焦構成要件的分析，對於損害賠償相關議題亦著墨甚少。在美國司法實務對於財報不實與操縱行為均採用 Section 10(b)的情況下，目前尚無足夠的資料可得出，美國法院在操縱行為損害賠償案件中，採用不同於財報不實案件的標準。本研究初步認為，比較合理的推斷，或許為操縱行為下的損害賠償計算方法，仍回歸財報不實案件中有關毛損益法或淨損差額法上之討論 。

參、 日本

因市場操縱行為所生的損害賠償，同前述財報、公開說明書不實的關係人責任，只要法條未有特別規定，一律回歸民法法理，也使得投資人可能陷入舉證困難進而無法求償的困境。於日本判決資料庫搜尋相關判決，自昭和時期至今也不過寥寥數篇且都仍停留在地院判決而未有上訴，就此部分缺乏實務見解，且少有討論情況下，如何計算將有賴未來觀察。

肆、 歐盟及德國

關於市場操縱，歐盟各成員國係直接適用歐盟 2014 年「市場濫用規則」，惟本規則並未就其民事賠償責任予以規範。若觀察歐盟成員國各國內法之規定，則情況不一，某些國家（如奧地利、愛爾蘭、葡萄牙或塞浦路斯）在發生市場操縱的情況下，有的有特別賠償責任規定，或將其禁止規範歸類為保護性法律，從而行為人承擔相應的侵權行為賠償責任；惟在英國、法國或德國，迄今為止的普遍觀點是，其沒有特別民事責任或特殊訴權。即使德國法制放棄對市場操縱制定特殊民事法律責任基礎以及放棄將其禁止規定界定為保護性法律，然並不因此排除侵權行為法中基於任何其他基礎產生的民事責任。

伍、 中國大陸

中國大陸證券法無明文規定操縱行文之損害賠償計算方式，司法實務就此之案例極少，亦無司法解釋可資遵循。目前所見極少數的案件中，因涉及上市公司之控股股東及實際控制人利用資訊優勢，控制上市公司資訊發布之內容與時點，法院認為，案件屬於「資訊型」操縱證券市場行為，與虛假陳述行為具有相似性，因此可參考虛假陳述之司法解釋所規定的損失計算方式。

表 7-4 各國有關操縱行為損害賠償計算之比較

	權利人	適格條件	賠償金額之計算方式	是否／如何損益相抵	是否／如何擬制真實價格
我國	善意買入或賣出有價證券之人	因行為人操縱市場行為而善意買入或賣出有價證券並因此受有損害之投資人	1. 毛損益法：以實際買、賣差價計算之。 2. 淨損差額法：以買價（或賣價）與真實價格之差價計算之。	法院絕大多數採否定看法。	淨損差額法之真實價格如何判斷，主要有兩種不同主張： 1. 參考證交法第 157 條之 1 規定，以消息更正後 10 個營業日平均成交價作為擬制之真實價格； 2. 參考證交法第 157 條之 1 規定，但以操縱行為開始「前」10 個營業日收盤平均價格為真實價格。
美國	善意買入或賣出有價證券之人	以受操縱行為影響之價格買賣證券而受到損害之善意投資人。	主要依 1934 年證券交易法 Section 10（b）求償，實務案例極少，然損害賠償計算應與財報不實相同，故請參見上述財報不實的說明。	實務上未見相關討論，然應與財報不實之處理方式相同。	實務上未見相關討論，然應與財報不實之處理方式相同。
日本	因操縱行為受有損害者	於證交所金融商品交易市場買入或賣出有價證券或為衍生性金融商品	法條並無規定，通說認為應回歸民法一般侵權行為損害賠償的規定，由請求權人為主張。	無相關實務案例。	無相關實務案例。

	權利人	適格條件	賠償金額之計算方式	是否／如何損益相抵	是否／如何擬制真實價格
		交易、於店頭市場買入或賣出有價證券、或是上述委託買賣交易而受有損害者。			
德國	沒有特別民事責任或特殊訴權規定	依民法侵權行為規定，得主張損害賠償之投資人	法條並無規定，應回歸民法一般侵權行為損害賠償的規定，由請求權人為主張。	無相關實務案例。	無相關實務案例。
中國大陸	善意買入或賣出有價證券之人	以受操縱行為影響之價格買賣證券而受到損害之善意投資人。	實務案例極少，法院判決有見參照中國大陸最高人民法院有關虛假陳述司法解釋之規定，計算損害賠償之見解，請參照上述財報不實之說明。	實務案例極少，法院判決有見不進行損益相抵之見解。	實務案例極少，法院判決有見參照中國大陸最高人民法院虛假陳述司法解釋擬制真實價格之見解，請參照上述財報不實之說明。

出處：研究團隊製作

第二節 建議

研究團隊以下分別針對財報不實、公開說明書不實，以及操縱等三個證券不法行為損害賠償計算之相關爭點，提出建議。

第一項 財報不實

研究團隊建議，就財報不實投資人之損害賠償計算，可以參考德國法之規定，以投資人能否證明交易因果關係，區分損害賠償計算方式：

一、 若原告可證明交易因果關係

（一） 損害賠償計算方式

1. 採用毛損益法或淨損差額法所計算之賠償金額較高者，計算投資人之損害賠償金額。茲說明如下：

   (1) 我國證交法對於財報不實損害賠償之計算方式未明文規定，司法實務採用毛損益法或淨損差額法各有其立論依據。又以比較法觀之，除日本法明文擬制損害賠償金額外，其餘美國、德國、中國大陸等各國做法皆有不同，未定於一尊。

   (2) 在因果關係的判斷上，我國及美國實務上區分有交易因果關係及損害因果關係的判斷，由於本計畫係針對損害賠償金額如何計算進行研究，亦即研究在已認定存有因果關係的前提下，應如何來計算賠償金額，至於如何舉證或認定因果關係的存在，非本計畫之研究範圍。然而由於交易因果關係的舉證情況，將影響本計畫之損害賠償如何計算的建議，故參考美國團體訴訟之規範及實務運作觀點，以及借鏡德國舉證與賠償計算關聯性的實務見解，來提出賠償計算方式的建議。

   (3) 若從我國證交法第 20 條之 1 第 1 項規定之「因而所受之損害」的文義觀之[626]，在法無明確定義下，應可從兩方面來思考其意義：究

[626] 證券交易法第 20 條之 1 第 1 項規定：「前條第二項之財務報告及財務業務文件或依第三十六

竟是因賠償義務人違反資訊義務致影響證券價格，使投資人買貴或賣便宜，從而受與真實價格之間的差額損害；抑或是因賠償義務人違反資訊義務致影響投資人的投資或撤資決定，若無不實資訊投資人即不會進行該交易而產生損害？前者於德國實務稱為「抽象因果關係」，後者稱為「具體因果關係」。投資人究竟可如何主張賠償內容，取決於其所舉證之內容，若舉證抽象因果關係，亦即只須證明價格受不實資訊影響，則可請求差額損害賠償；投資人若能舉證具體因果關係，亦即能證明其交易決定係受不實資訊影響，則可就回復原狀或差額損害賠償擇一行使。

(4) 我國司法實務通常採用詐欺市場理論或民事訴訟法第 277 條推定交易因果關係，近似德國實務之抽象因果關係此種較輕微之舉證責任，即在請求差額損害賠償時，未要求投資人就交易決定受不實資訊影響負積極舉證責任。

(5) 研究團隊參考美國團體訴訟之規範及實務運作觀點、德國舉證與賠償計算關聯性的實務見解，以及我國團體訴訟制度的政策目的[627]，並考量舉證責任分配的公平性，以及發行人本身在財報不實下非交易相對人等因素，提出以下建議。當涉及受害投資人授權投保中心進行團體訴訟時，由於此類訴訟，參考美國證券團體訴訟，其通常依聯邦民事訴訟規則(Federal Rules of Civil Procedure) 第 23 條(b)(3)[628] 提起，其規定：「法院認為，成員共通之法律或事實上的問

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。」。

[627] 2002 年訂定投保法時，於第 28 條團體訴訟之立法理由指出「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，對法院而言亦是沈重負擔。為期訴訟、仲裁經濟，減輕訟累，發揮保護機構之功能，爰參考消費者保護法第五十條及行政訴訟法第三十五條之立法例，允許保護機構為維護公益，於其章程所定目的範圍內，得經由二十人以上之證券投資人或期貨交易人授與訴訟或仲裁實施權，起訴或提付仲裁，爰於第一項明定。」

[628] Rule 23. Class Actions: (b)(3) the court finds that the questions of law or fact common to class members predominate over any questions affecting only individual members, and that a class action is

題相對於僅影響個別成員之問題佔有主導地位，且團體訴訟較其他可行方式，可更公平有效的解決紛爭」，以及美國實務觀點，例如 Basic 案[629]，認為對團體訴訟的原告，其信賴之推定誠屬不可或缺，蓋若未對其信賴加以推定，則每一原告均須個別就其有價證券交易行為是否係信賴不實財報所為，負舉證責任，以滿足信賴要件，如此一來，個別原告所涉之法律與事實問題，在訴訟中即非常複雜，致使所謂「成員共通之法律或事實上的問題相對於僅影響個別成員之問題佔有主導地位」的要件無法達成[630]，即無法順利運作團體訴訟，從而基於團體訴訟的政策目的及特性，以及我國相關實務亦受美國實務「詐欺市場理論」影響頗深，故於涉及團體訴訟時，若法院依推定而不要求不知財報不實之善意投資人就交易因果關係負舉證責任時，本文建議，投資人所得請求之賠償內容應受節制，故建議參考德國實務之抽象因果關係觀點，限制在證券價格受不實資訊影響所產生的差額損害，亦即應依淨損差額法為請求。惟當投資人自行提起訴訟時，其若能積極舉證不實資訊影響其進行交易的決策，亦即其若知有不實資訊即不會進行該交易者，則建議參考德國實務觀點，投資人應可就具有回復原狀精神的毛損益法或淨損差額法，擇一行使，方不致因實務的便宜推定反而導致得積極自行舉證的投資人落入不利處境。

(6) 毛損益法計算下的損害賠償金額雖然通常較高，但在個案中，亦有可能低於淨損差額法計算下之損害賠償金額，於此情形，投資人自行提起訴訟時，若能舉證交易因果關係，應可擇一選擇損害賠償金額較高計算方法[631]。

---

superior to other available methods for fairly and efficiently adjudicating the controversy.

629 *See Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

630 參閱邵慶平，證券團體訴訟中因果關係構成要件的比較研究-兼論投保中心制度的改革方向，臺北大學法學論叢，第 99 期，頁 144-145，2016 年 9 月。

631 在 IKB 案，德國聯邦最高法院即表示，投資人可要求賠償因未及時公開資訊而導致之買進損害，亦即其交出買進之金融商品給發行人，而要求發行人返還其買進時所支付的金額，而金融商

（二） 若適用毛損益法，投資人損害賠償額之計算

所謂毛損益法，係指投資人於不實資訊揭露／更正日後，起訴時已「賣出」證券者，以其買入證券價格與實際賣出證券價格之差額計算其損害賠償金額；若投資人於不實資訊揭露／更正後，起訴時仍「繼續持有」證券者，則以其買入證券價格及「擬制賣價」之差額計算投資人之損害賠償金額。前述「擬制賣價」係以原告起訴時證券的市場價格作為依據，已為我國多數實務採納[632]，日本法[633]及美國法[634]亦有相似做法可資參考。

毛損益法具回復原狀的精神已如前述，於原告賣出證券時，即係以賣價替代回復原狀時原告應返還之證券；若原告於不實資訊揭露／更正後仍繼續持有證券時，則以原告請求時之證券市場價格作為擬制賣價，替代回復原狀應返還之證券，應屬合理。

（三） 若適用淨損差額法，投資人損害賠償額之計算

所謂淨損差額法，係指以投資人買入證券之價格與擬制系爭證券不受不實資訊影響下的真實價格間之差額，作為投資人之損害賠償金額。

至於擬制之真實價格如何計算？研究團隊建議可參酌我國證交法內線交易第 157 條之 1 第 3 項之規定[635]，先算出系爭股票於不實資訊揭露／

品之買進與發行人未及時資訊公開有關的舉證責任，由賠償權利人負擔；投資人亦可就差額損害作為最低損害請求賠償，就此，投資人僅需證明，若當初有及時資訊公開，則其購入時的價格將會比較低。詳細內容，參閱第五章第二節第二項第一款之 IKB 案。

632 例如臺灣臺中地方法院 98 年金字第 21 號民事判決（金雨案一審）、臺灣高等法院 104 年金上字第 14 號民事判決（雅新案二審）、臺灣士林地方法院 100 年金字第 5 號民事判決（新泰伸案一審）、臺灣高等法院 105 年金上字第 6 號民事判決（新泰伸案二審）、臺灣高等法院 106 年度金上更（一）字第 4 號民事判決（博達案更一審）、臺灣新北地方法院 98 年金字第 3 號民事判決（宏億案一審）、臺灣高等法院 101 年金上字第 7 號民事判決（宏億案二審）、臺灣士林地方法院 95 年金字第 22 號民事判決（欣煜案一審）、臺灣高等法院 106 年金上字第 6 號民事判決（智盛案二審）、臺灣高等法院 臺中分院 108 年度 金上 字第 1 號判決（邦泰案二審）、臺灣臺北地方法院 99 年金字第 22 號民事判決（歌林案一審）、臺灣高等法院 104 年金上更（一）字第 6 號民事判決（宏傳案更一審）。

633 日本法在條文上，雖規定以請求時之市價為擬制賣價，但司法實務在操作上，為完全貫徹「回復原狀」的概念，會以事實審言詞辯論終結時市價擬制賣價。詳細內容請參見第四章第二節第二項第一款西武鐵道事件、第五款 Produce 事件之判決。

634 1933 年證券法 Section 11（e）明文規定，原告買入有價證券，於起訴前及訴訟中尚未賣出：以「原告買入有價證券之價格（不超過有價證券公開發行之價格）」與「起訴時該有價證券價值」之差額，為投資人之損害。詳細內容請參見第三章第三節第一項。

635 證券交易法第 157 條之 1 第 3 項規定：「違反第一項或前項規定者，對於當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責

更正後 10 個營業日之收盤平均價格，再考量類股與市場對於股票的影響進行調整。茲說明如下：

(1) 考量內線交易與財報不實均屬證券詐欺之不法行為態樣[636]，且國內司法實務於財報不實案件中，常見參酌證交法第 157 條之 1 第 3 項之規定，以不實資訊揭露／更正後 10 個營業日之收盤平均價格為擬制之真實價格者[637]，相較其他推算真實價格的基準應較為可採[638]。但此種作法可能遇到以下兩種情況，應進行相應之調整：

A. 系爭個案若發生不實資訊尚未揭露／更正，該證券即停止交易或終止上市之情況時，有鑑於市場上未曾反應不實資訊之揭露／更正對該證券價格之影響，難以透過市場價格擬制真實價格，研究團隊建議此時應例外採用毛損益法計算投資人之損失[639]。但若，系爭個案原應採用淨損益法（依研究團隊建議，於投資人未能證明而係推定交易因果關係者，應採用淨損差額法），卻因前述原因不得不改採毛損益法時，建議就毛損益

任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將賠償額提高至三倍；其情節輕微者，法院得減輕賠償金額。」

636 國內法界有相當多主張，認為內線交易與財報不實應均屬證券詐欺，例如最高法院刑事大法庭 108 年度台上大字第 4349 號裁定中即表示「證券市場上之不法行為，不論種類為何，均可被歸類為廣泛之證券詐欺。公開說明書不實、操縱市場、內線交易等行為即係由原本抽象之證券詐欺概念中所衍生，取得獨立規範之地位，可稱之為『特殊證券詐欺』」，故在其他證券詐欺類型未規定損害賠償金額如何計算下，則同屬證券詐欺且已有明文規定之內線交易賠償計算方式應可供參酌。

637 例如臺灣高等法院 99 年金上更（一）字第 1 號（訊碟案更一審）、臺北地方法院 104 年金字第 25 號（綠能案一審）、臺灣高等法院 106 年金上字第 17 號（綠能案二審）、臺灣高等法院 103 年度金上字第 17 號（豐達案二審）、臺北地方法院 103 年度金字第 29 號民事判決（普格案一審）等。

638 實務尚有以不實資訊揭露／更正日後 90 個營業日收盤平均價格、投保中心公告受理登記前一個月收盤平均價格或不實資訊揭露／更正日後至股價平穩之日之收盤平均價格擬制真實價格。

639 例如臺灣高等法院 104 年度金上更(一)字第 2 號判決（宏億案更一審）即採毛損益法，高等法院指出，宏億公司於 97 年 3 月 9 日公告發生退票訊息，並自同年 4 月 1 日起因財務困難無法支付員工薪資，致全面停工，97 年 4 月 18 日經櫃買中心停止該公司普通股在證券商營業處所買賣，同日亦經臺灣票據交換所公告為拒絕往來情事，97 年 6 月 4 日終止上櫃，而其股價亦由 97 年 3 月 10 日之收盤價 10.95 元下跌至 97 年 4 月 17 日之收盤價 1.72 元。惟宏億公司始終未就其財報不實資訊為更正揭露，法院仍認為，宏億公司在如此短暫期間內接續發生跳票、甚至停業股票下櫃等情事，顯然肇因於該公司財務及業務狀況不良，與財務報表之財務主要內容虛偽不實相關，故以 97 年 3 月 9 日作為財報不實資訊更正揭露日，並以毛損益法計算損害賠償額以投資人起訴時被告公司淨值作為證券之擬制賣價。

法算得之數額，再進行調整，以排除市場、類股等因素對於損害賠償金額計算之影響[640]，以符合淨損差額法之精神。

B. 系爭個案若為不實資訊揭露／更正後未滿 10 個營業日，該證券即停止交易或終止上市之情況，亦將無法依照前述司法實務，以不實資訊揭露／更正後 10 個營業日之收盤平均價格為擬制之真實價格。研究團隊建議，此時，可以不實資訊揭露／更正日後實際交易日之收盤平均價格擬制為真實價格，我國實務有採相似見解者[641]，比較法上亦有大陸法制可資參考[642]。但若具體個案中，不實資訊揭露／更正後之實際營業日天數很少，例如僅有一、兩日，則在考慮我國證券市場設有漲跌幅限制等情況下，該有限交易日之市場價格未必能完全反映不實資訊更正後對於股價之影響，研究團隊建議，此時，可如前述例外採用毛損益法以計算投資人之損害賠償金額。

(2) 由於淨損差額法係以投資人買入證券之價格與擬制之真實價格間之差額，作為投資人之損害賠償金額，司法實務常見以不實資訊揭露／更正後 10 個營業日之收盤平均價格為擬制之真實價格，然對此，最高法院曾指出，「各投資人係在不同時期、以不同價格買入股票，則各投資人各買入時之真實價格是否一致無異[643]」，換言

---

640 臺灣高等法院臺中分院 92 年度上易字第 471 號判決（大中鋼鐵案）即為適用毛損益法卻依類股指數調整損害賠償額之釋例。按高等法院台中分院之見解，依毛損益法以投資人實際買賣證券價格之差額計算投資人之損害賠償額後，考量影響股價之變動，並非單一因素所構成，故尚須依投資人買入證券日至不實資訊爆發日之股價跌幅與相同期間類股跌幅之比例調整被告應負擔之損害賠償額，換言之，被告僅須就大中鋼鐵個股跌幅與同期類股跌幅之差額之比例負損害賠償責任。例如原告以每股 14.5 元買入 10,000 股，以每股 2.4 元賣出，差額為 121,000 元，惟被告僅須就前述差額乘以大中鋼鐵與鋼鐵類股跌幅差額 44.7%，即 54,087 元部分負損害賠償責任。

641 例如臺灣臺北地方法院 106 年度金字第 78 號判決（復興航空案一審），由於不實資訊更正/揭露日後 10 日之間，復興航空之可轉換公司債僅 3 日有成交紀錄，故以有成交紀錄之 3 日收盤平均價擬制可轉換公司債的真實價格；臺灣高等法院 107 年度金上更一字第 3 號判決（仕欽案更一審）則係以停止交易前 1 日之收盤價格擬制真實價格。

642 中國大陸司法解釋於虛假陳述更正揭露後，證券停止交易或終止上市之情形，係以停牌日或摘牌日之前一交易日為基準日，以不實資訊更正揭露後至停牌日或摘牌日之前一交易日期間的收盤平均價格為基準價。

643 訊碟案，最高法院 102 年台上字第 1294 號判決，參閱第二章第二節第二項第二款。

之，最高法院對於股票之真實價格是否固定不變提出質疑。就此，研究團隊建議可參酌豐達案更一審判決[644]之做法，分段擬制各段財報期間之真實價格。茲說明如下：

甲、　豐達案更一審法院，係先算出不實資訊揭露／更正後一段時間的收盤平均價格（本案法院係以揭露／更正日後 60 個營業日的收盤平均價格計算之），再以公司於不同期間發布的數個不實財報，將不實資訊影響期間切分成數段期間，依不實資訊揭露／更正日「當日」類股指數與「各段期間」類股指數平均值之比例，計算出各段期間擬制之真實價格[645]，最後，再以投資人買入證券的價格與各段期間擬制之真實價格間之差額，作為投資人之損害賠償金額。

乙、　研究團隊建議，豐達案以不實資訊揭露／更正日「當日」類股指數做為調整基準，較易受到當日大盤或類股特殊狀況之影響，可能使價格產生過低或過高之偏誤，建議可改採以「一段期間」之類股指數平均值為計算基礎（下稱「調整式豐達案更一審作法」）。此「一段期間」應與法院用以計算系爭個股於不實資訊揭露／更正日後之擬制真實價格之一段期間相當。以豐達案為例，法院先計算揭露／更正日後「60 個營業日」的收盤平均價格，再以類股指數調整豐達不同階段之真實價格時，即應以揭露／更正日後「60 個營業日」類股之收盤平均價格為基準；而法院判決常見以不實資訊揭露／更正後「10 個營業日」之收盤平均價格為系爭個股擬制之真實價格，則法院以類股指

644 豐達案，臺灣高等法院 108 年金上更一字第 13 號民事判決，參閱第二章第二節第二項第二十六款。

645 舉例來說，假設第一份不實財報的期間為 91.10.31～92.4.29，先算出揭露／更正日後 60 個交易日收盤價平均為 3.22 元，揭露／更正日當日的類股指數為 223.75，91.10.31～92.4.29 期間類股指數平均值為 192.18，則第一份不實財報期間的真實價格即為 3.22/（223.75/192.18）= 2.78。

其公式為：$\frac{\text{在不實資訊影響期間，類股指數平均值}}{\text{在不實資訊揭露／更正日}\textbf{當日}\text{，類股指數}} = \frac{\text{在不實資訊影響期間，個股真實價格}}{\text{在不實資訊揭露／更正日當日，個股真實價格}}$。

數調整個股不同階段之真實價格時，即應以揭露／更正日後「10 個營業日」類股之收盤平均價格為基準。公式如下：

$$\frac{\text{不實資訊影響期間，類股指數平均值}}{\text{不實資訊揭露／更正日後10個營業日類股指數平均值}} = \frac{\text{不實資訊影響期間，個股真實價格}}{\text{不實資訊揭露／更正日後個股10個營業日收盤平均價}}$$

丙、　除我國法院已有部分判決於計算真實價格時，考量類股情況對於系爭證券價格之影響[646]，日本[647]與中國大陸[648]也有相類似之做法可資參考，美國則以更為複雜的事件研究法計算系爭證券的真實價值時，亦已考量市場與類股的因素[649]。

(3) 若除類股因素外，我國亦擬參照美國法排除市場因素對於損害賠償計算之影響，則可以考慮採用下列兩種方式之一：

A. 「調整式豐達更一審作法」加上大盤指數：建議可參考中國大陸作法，將類股指數與大盤指數先行平均，再依照前述「調整式豐達更一審作法」進行運算，推算出在不實資訊影響期間的系爭個股擬制之真實價格，如下式所示：

$$\frac{\text{不實資訊影響期間，產業類股指數與大盤指數取平均值}}{\text{不實資訊揭露／更正日後 10 個營業日，產業類股指數與大盤指數取平均值}} = \frac{\text{不實資訊影響期間，個股真實價格}}{\text{不實資訊揭露／更正日後個股 10 個營業日收盤平均價}}$$

該方法所需之類股指數與大盤指數資訊皆可取自證券交易所和櫃檯買賣中心所編製的指數，實行成本較低。

---

646 例如臺灣高等法院 108 年金上更一字第 13 號民事判決（豐達案更一審）、臺中地方法院 91 年度訴字第 243 號民事判決（大中鋼鐵案一審）、臺灣高等法院臺中分院 92 年度上易字第 471 號民事判決（大中鋼鐵案二審）。

647 日本法上，法院針對與財報不實間無因果關係之價格下跌一事，在判斷被告提出此等抗辯時，往往會參考類股走勢進行對比，詳細內容請參見第四章第二節第二項第一款西武鐵道事件之判決。

648 中國大陸司法實務上，被告得舉證原告所受全部損失或部分損失是由證券市場系統風險等其他因素所致，被告就因市場因素導致股價下跌致原告損失部分不負損害賠償責任，法院往往會參考大盤及類股指數走勢與個股漲跌幅比對，以判斷股價漲跌受市場因素影響的幅度。詳細內容，請參見第六章第二節第二項法院判決之討論。

649 美國司法實務上，法院多採事件研究法，要求原被告出具專家意見，以市場模式，透過大盤指數與市場指數之迴歸分析排除大盤及市場因素對個股的影響，以擬制證券的真實價格，詳細內容請參見第三章第二節第三項第二款。

B. 「調整式豐達更一審作法」加上迴歸分析：本方法採用市場模式（Market Model）進行迴歸分析，該方法得同時納入市場報酬與產業報酬進行考量。市場模式的公式如下：

$$r_{Security} = a + b_{Market} \times (r_{Market}) + c_{Industry} \times (r_{Industry}) + \varepsilon$$

其中，迴歸式相關變數的定義，請參考第三章第二節的指數比較法介紹。前述市場模式可透過蒐集來自估計期的數據，代入市場模式以獲得所需的係數值（例如，b_{Market}和$c_{Industry}$），可計算出特定證券所屬市場或產業之報酬率對特定證券之報酬率的影響程度。再依照「調整式豐達更一審作法」進行運算，推算出在不實資訊影響期間的個股真實價格，如下式所示：

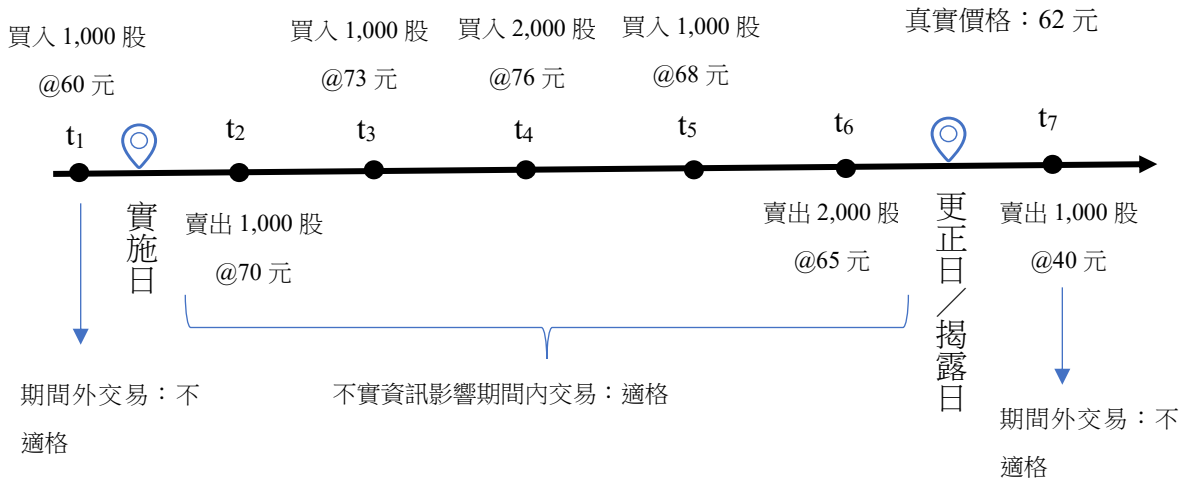
$$\frac{\text{在不實資訊影響期間，}(b_{Market} \times r_{Market} + c_{Industry} \times r_{Industry})\text{取平均值}}{\text{在不實資訊揭露/更正日後 10 個營業日，}(b_{Market} \times r_{Market} + c_{Industry} \times r_{Industry})\text{取平均值}} = \frac{\text{在不實資訊影響期間，個股真實價格}}{\text{在不實資訊揭露/更正日後 10 個營業日，個股真實價格}}$$

其中，$b_{Market} \times r_{Market}$與$c_{Industry} \times r_{Industry}$分別為當日市場報酬在個股報酬之中的成分與當日產業報酬在個股報酬之中的成分。

（二） 若投資人於不實資訊影響期間內，多次買入與賣出證券：

1. 若適用淨損差額法，研究團隊建議可採取投保中心目前採用的「純粹淨損益法」。茲舉例說明如下：

圖 7-1 純粹淨損益法操作釋例



出處：研究團隊製作

(1) 投保中心採用的「純粹淨損益法」，與目前我國司法實務採用的淨損差額法之基本原理相同，即投資人之損害賠償金額為投資人買入證券之價格與擬制系爭證券不受不實資訊影響下的真實價格間之差額。

若投資人於不實資訊影響期間內，多次買進賣出股票，純粹淨損益法以投資人於不實資訊影響期間內買進與賣出之價格，分別計算其與股票真實價格間之差額，算出投資人所受損害與所獲利益，進行損益相抵後之結果，即為投資人之損害賠償數額。純粹淨損益法將不實資訊影響期間內所有的交易結果，均納入損害賠償之考慮範圍，無論該股份是否於不實資訊影響前買入。

(2) 以圖 7-1 為例，「純粹淨損益法」下，損害賠償金額之計算如下：

A. 所受損害：(73－62)×1,000 股＋(76－62)×2,000 股＋(68－62)×1,000 股＝11,000＋28,000＋6,000＝45,000

B. 所獲利益：(70－62)×1,000 股＋(65－62)×2,000 股＝12,000＋6,000＝18,000

C. 賠償金額：所受損害－所獲利益＝45,000－18,000＝27,000

雖然目前多數法院判決不採損益相抵，然投保中心主張的純粹淨損益法也逐漸獲得法院認同[650]，研究團隊亦認為，證券市場的交易特性與一般民事交易有所不同，投資人在證券市場進行買賣，係憑藉各種資訊進行分析，不實資訊發布後，當然亦會影響投資人的投資決策與交易的損益結果。從比較法上來看，美國法院判決亦有認為，投資人因「同一證券詐欺行為」所獲利益應用以扣抵「同一證券詐欺行為」所受損害，換言之，美國法院根據證券市場交易特性，將同一資訊不實影響下的證券買入與賣出，作為損益相抵的適用範圍[651]。

至於損益相抵的範圍，參考美國司法判決與和解實務，雖損益相抵範圍未見一致[652]，然亦有見司法判決（如 Household 案）以及部分和解實務將不實資訊影響期間前買入之證券（以下簡稱為老股），於不實資訊影響期間內賣出所獲之利益，用以進行損益相抵。其理由在於，不論投資人買入證券之時點是否早於不實資訊影響期間，投資人於不實資訊影響期間內賣出證券獲得之灌水利益，均係源於被告詐欺行為造成股價灌水而生，與投資人所受損害屬同一原因關係，故老股賣出所獲之灌水利益仍應用以扣抵此一期間投資人所受損害。此種將投資人於不實資訊實施日前買進而於不

650 例如臺灣臺北地方法院 103 年度金字第 29 號判決（普格案一審）、臺灣臺北地方法院 106 年度金字第 78 號判決（興航案一審）、臺灣臺北地方法院 104 年金字第 25 號民事判決（綠能案一審）、臺灣臺北地方法院 104 年金字第 25 號民事判決（綠能案二審）。

651 Jaffe Pension Plan v. Household Intern., Inc., 756 F.Supp.2d 928，詳細內容請參考第三章第二項美國法損益相抵之相關討論。

652 美國司法實務就損益相抵的範圍與做法，司法判決與和解實務未見一致。Household 案，法院認為原告於不實資訊影響期間開始前買入，而於不實資訊影響期間內賣出證券所獲之利益，應計入損益相抵的範圍；Vivendi 案，法院認為僅限於在不實資訊影響期間內買入，且在不實資訊揭露／更正日後賣出證券所生之利益，才能進行損益相抵。基此，前者損益相抵的範圍較大，投資人所獲賠償金額可能較低；後者則限縮損益相抵的範圍，故投資人所獲賠償金額可能較高。至於和解實務，和解案中約有 57%採用損益相抵，其中的 85%，僅就於不實資訊影響期間內買入，且於不實資訊影響期間內賣出證券所獲之利益進行相抵，其理由為不實資訊影響期間買入證券所生之損失才能受損害賠償，基此邏輯，不實資訊影響期間內買入證券所生之利益才可用以進行損益相抵；另外的 15%，則將不實資訊影響期間開始前買入，且於不實資訊影響期間內賣出證券所獲之利益，納入損益相抵的範圍。詳細內容請參見第三章第二節第二項損益相抵部分之討論。

實資訊影響期間內賣出所獲利益，亦納入損益相抵之範圍之作法，雖可能產生投資人求償額較低之結果，惟考量團體訴訟被害人眾多、損害賠償計算繁瑣之特性，無須為了銷除在不實資訊影響期間前買入之股票而進行配對，將可大幅簡化作業程序，具有訴訟經濟的效益。基此，研究團隊贊同投保中心純粹淨損益法之主張。

2. 若適用毛損益法，在不實資訊影響期間若有多筆買賣，研究團隊建議改採「調整式毛損益法」。

現行司法實務所採用的毛損益法與研究團隊建議的「調整式毛損益法」，兩者不同之處在於：現行司法實務的毛損益法，係以先進先出法將不實資訊影響期間前買入，以及不實資訊影響期間內買進與賣出之股票進行配對後予以銷除，剩下的股數即為得求償股數，再以該股票買入之價格與賣出價格／擬制賣價間之差額，作為投資人之損害賠償金額。此一作法不進行損益相抵，不論投資人實際上之損益情況，端視股票經配對銷除後，剩下股票之買價高低將決定投資人受償金額之高低。

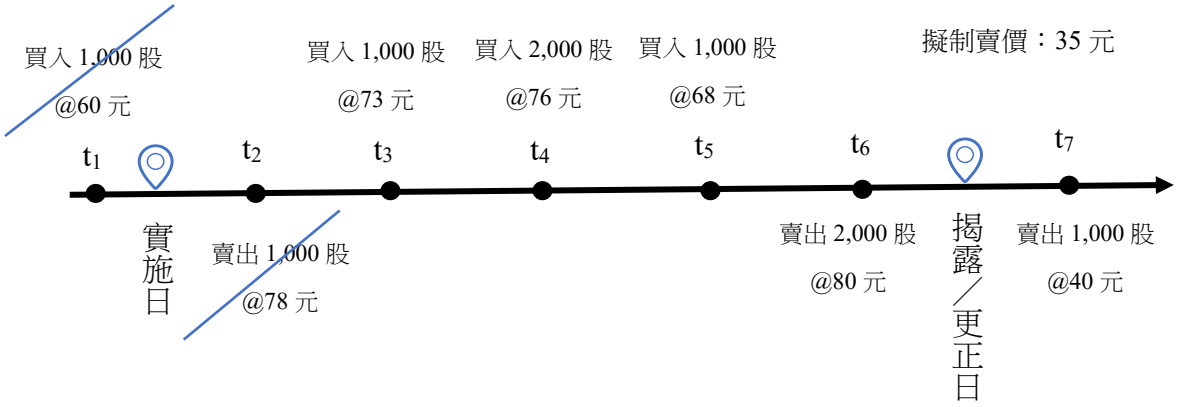
研究團隊建議之「調整式毛損益法」，則延續現行司法實務之同一邏輯，首先以先進先出法將不實資訊影響期間前買入而於不實資訊影響期間內賣出之股票予以配對銷除，並且採用損益相抵原則，以「實際成本法」計算投資人於不實資訊影響期間內的證券買入平均成本作為證券買價，再計算與證券賣價／擬制賣價之差額，作為投資人之損害賠償金額。

研究團隊建議之「調整式毛損益法」須將老股配對銷除之理由為，有鑑於毛損益法須考慮投資人於不實資訊揭露／更正日後是否繼續持有證券而異其損害賠償計算方法（若投資人於不實資訊揭露／更正日後，起訴時已「賣出」證券者，以其買入證券價格與實際賣出證券價格之差額計算其損害賠償金額；若投資人於不實資訊揭露／更正後，起訴時仍「繼續持有」證券者，則以其買入證券價格及「擬制賣價」之差額計算投資人之損害賠償金額），因此於計算投資人於不實資訊影響期間內之買入平均成本

時，須剔除老股之交易，才能使不實資訊影響期間內多次買賣交易後剩餘之股數，與投資人於不實資訊揭露／更正日後賣出或繼續持有之股數相對應，方可計算損害賠償額。因此，損益相抵之範圍自不包含投資人賣出不實資訊影響前之老股所獲得之利益。

舉例說明如下：

圖 7-2 調整式毛損益法操作釋例



出處：研究團隊製作

1. 以先進先出法，將第一筆買入（t1）與第一筆賣出（t2）進行配對，並銷除第一筆賣出（t2），該筆賣出所獲利益不在損益相抵範圍內。
2. 損害賠償金額之計算：
   (1). 買入平均成本：〔（73×1,000 股＋76×2,000 股＋68×1,000 股）－80×2,000 股〕÷2,000 股＝66.5 元
   (2). 賠償金額：（66.5－40）×1,000 股＋（66.5－35）×1,000 股＝58,000

（三） 不實資訊影響期間內，若發行公司有增資或減資之情況，如何計算投資人之損害賠償金額？

1. 無償配股增資之情況

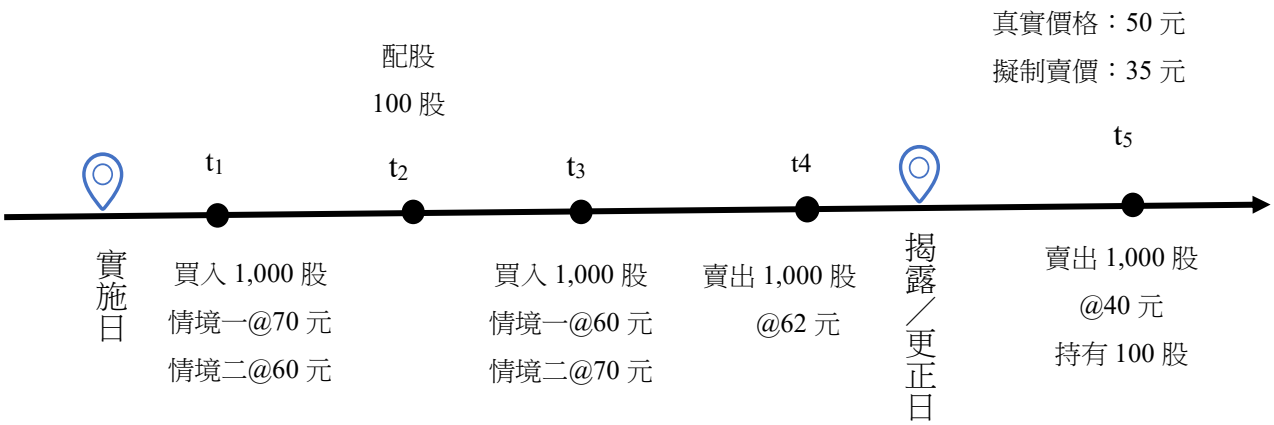
公司發行新股，分為現金增資與無償配股兩種情況，本部分討論無償配股之情況。

依現行司法實務採用之毛損益法或淨損差額法，均以先進先出法進行配對銷除不實資訊影響期間內多次買進賣出之股數，所得餘數即為投資人得求償之股數；若投資人於不實資訊影響期間獲無償配股（盈餘或公積轉增資），則該無償配股亦依前述方式參加配對銷除股數，惟經配對銷除後所餘股數，若包括無償配股者，則該無償配股不計入投資人之求償範圍。

若採用本研究團隊建議之調整式毛損益法、投保中心的純粹淨損益法，則本於損益相抵的基本運作原則，應將獲配之股票與現金視為所獲利益，進行損益相抵。

舉例說明如下：

圖 7-3：增資操作釋例



出處：研究團隊製作

以下先分析現行司法實務之毛損益法，以及研究團隊建議的調整式毛

損益法操作的結果。

現行司法實務的毛損益法，係將投資人於不實資訊影響期間前買入之股票，以及不實資訊影響期間買入與賣出之股票，以先進先出法進行配對後銷除，計算出投資人得求償之股數後，再計算與系爭證券賣價或擬制賣價之差額，作為投資人之損害賠償數額。

研究團隊建議的調整式毛損益法，其基本運作邏輯仍是以投資人買入證券之買價與賣價／擬制賣價間之差額，作為投資人之損害賠償金額，此點與現行司法實務的毛損益法相同。不同的是，當不實資訊影響期間投資人有多次買進與賣出時，調整式毛損益法將以不實資訊影響期間內投資人買進與賣出有價證券的交易結果，計算出投資人買入證券的平均成本；而我國目前司法運作下的毛損益法則是以配對銷除股票方式，以餘下股數之買入價格與賣價／擬制賣價間之差額為投資人之損害賠償金額，換言之，餘下股數之買入價格高低，將影響投資人之損害賠償數額。

本釋例設計情境一與情境二，目的即在說明，採用現行司法實務之毛損益法，投資人損害賠償金額之高低受配對銷除後餘下股數買入價格高低之影響，而研究團隊建議的調整式毛損益法，因係計算投資人買入證券的平均成本，所以不受影響。

(1) 現行司法實務之毛損益法

A. 情境一

a. 依先進先出法，t1 買入之 1,000 股與 t4 賣出之 1,000 股配對後銷除。投資人於不實資訊揭露／更正時，所餘股數為 t2 配股所得之 100 股，以及 t3 買入之 1,000 股。

b. 依先進先出法，t2 配股 100 股與 t5 賣出 1,000 股中之 100 股配對，惟無償配股不納入投資人之受償範圍，故交易結果不計入。

c. 依先進先出法，t3 買入 1,000 股中之 900 股與 t5 所餘股

數 900 股配對，此股數之買價與賣價之差額為投資人之損失：（60－40）×900 股＝18,000；t3 剩餘 100 股，仍繼續持有，此股數之買價與擬制賣價之差額為投資人之損失：（60－35）×100 股＝2,500；共計 20,500 元。

B. 情境二

a. 依先進先出法，t1 買入之 1,000 股與 t4 賣出之 1,000 股配對後銷除。投資人於不實資訊揭露／更正時，所餘股數為 t2 配股所得之 100 股，以及 t3 買入之 1,000 股。

b. 依先進先出法，t2 配股 100 股與 t5 賣出 1,000 股中之 100 股配對，惟無償配股不納入投資人之受償範圍，故交易結果不計入。

c. 依先進先出法，t3 買入 1,000 股中之 900 股與 t5 所餘股數 900 股配對，此股數之買價與賣價之差額為投資人之損失：（70－40）×900 股＝27,000；t3 剩餘 100 股，仍繼續持有，此股數之買價與擬制賣價之差額為投資人之損失：（70－35）×100 股＝3,500；共計 30,500 元。

(2) 研究團隊建議的調整式毛損益法：

投資人於情境一與情境二下的損害賠償金額相同。

A. 不實資訊影響期間，投資人買入證券之平均成本：

以不實資訊影響期間之買入成本，扣除賣出回收之成本，計算買入證券平均成本，又本釋例中，投資人於（t2）無償獲配 100 股，其取得價格為零，將拉低投資人之平均買入成本，即（70×1,000 股＋0×100 股+60×1,000 股－62×1,000 股）÷1,100 股＝61.8 元。

B. 賠償金額：

計算買入平均成本與賣價／擬制賣價之差額，即（61.8－40）

×1,000 股＋（61.8－35）×100 股＝24,480 元。

以下分析我國司法實務之淨損差額法、投保中心主張之純粹淨損益法的運作過程。

我國司法實務之淨損差額法，係將投資人於不實資訊影響期間前買入之股票，以及不實資訊影響期間買入與賣出之股票，以先進先出法進行配對後銷除，計算出投資人得求償之股數後，再計算得求償股數之買價與股票真實價格間之差額，作為投資人之損害賠償數額。

投保中心主張的純粹淨損益法，則係就投資人於不實資訊影響期間內買進與賣出之股票，計算與股票真實價格間之差額，個別算出投資人所受損害與所獲利益，再進行損益相抵後之結果，即為投資人之損害賠償數額。

(3) 現行司法實務之淨損差額法

A. 情境一

a. 依先進先出法，t1 買入之 1,000 股與 t4 賣出之 1,000 股配對銷除。投資人於不實資訊更正／揭露時，所餘股數為 t2 配股所得之 100 股，以及 t3 買入之 1,000 股。

b. 依先進先出法，t2 配股 100 股與 t5 賣出 1,000 股中之 100 股配對，惟無償配股不納入投資人之受償範圍，故交易結果不計入。

c. 投資人於 t3 以每股 60 元買入 1,000 股，所受損害為（60－50）×1,000 股＝10,000 元。

B. 情境二

a. 依先進先出法，t1 買入之 1,000 股與 t4 賣出之 1,000 股配對銷除。投資人於不實資訊更正／揭露時，所餘股數為 t2 配股所得之 100 股，以及 t3 買入之 1,000 股。

b. 依先進先出法，t2 配股 100 股與 t5 賣出 1,000 股中之 100

股配對，惟無償配股不納入投資人之受償範圍，故交易結果不計入。

c. 投資人於 t3 以每股 70 元買入 1,000 股，所受損害為（70－50）×1,000 股＝20,000 元。

(4) 投保中心主張之純粹淨損益法：

情境一與情境二運作結果相同

A. 所受損害：t1、t3 以高於真實價格買入，即（70－50）×1,000 股＋（60－50）×1,000 股＝30,000 元。

B. 所獲利益：

A. t2 配股所得之 100 股為無償配股，不納入投資人之受償範圍；

B. t4 賣出所得為（62－50）×1,000 股＝12,000 元。

C. 賠償金額:所受損害－所獲利益＝30,000－12,000＝18,000 元。

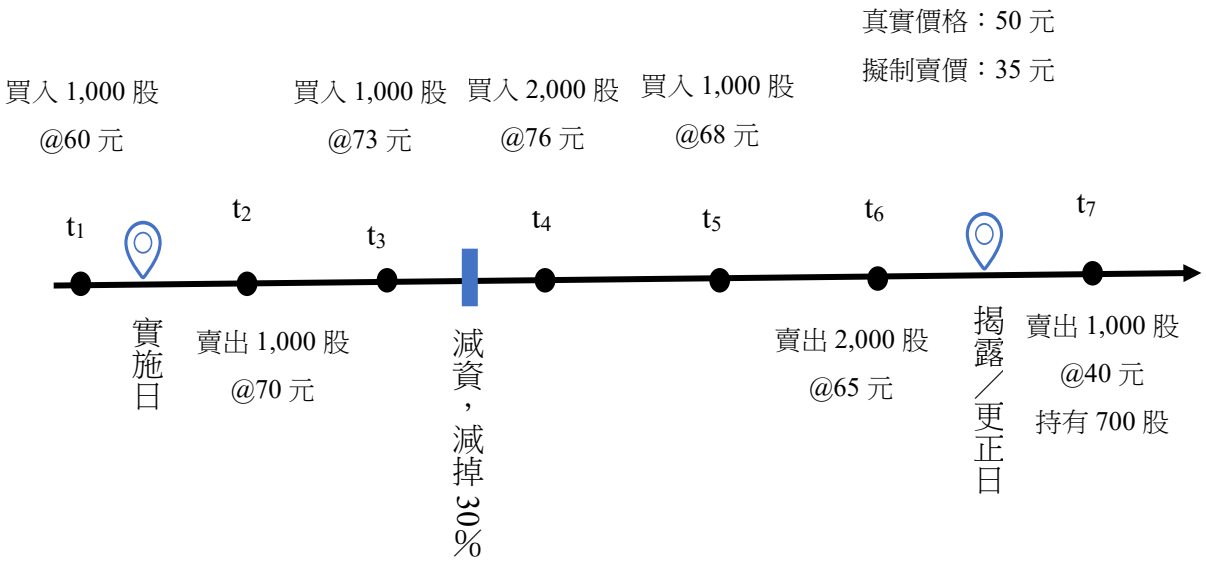
2. 減資的情況

由於減資將導致投資人實際持有股數之增減,影響損害賠償額之計算,故為反映減資前後之股數變化，不論係現行實務採用之毛損益法與淨損差額法，或投保中心採用之純粹淨損益法以及研究團隊建議之調整式毛損益法，均應將減資前股數依減資比例調整為減資後股數（方式 1），或將減資後股數依減資比例還原至減資前股數（方式 2），再依減資比例調整後之股數計算損害賠償額。對於前述兩種調整方式，以方式 1 為佳，蓋真實價格之擬制即係以不實資訊揭露／更正後 10 個營業日之收盤平均價格（或再加上指數調整）來認定，係於減資後才計算得出真實價格，亦即市場已透過價格機制反應證券經減資後的價值變動，故採用方式 1 則真實價格無須再調整；但若採方式 2，則真實價格尚須依減資比例調整回減資前的真實價格。此外，方式 1 的減資前股數由於按比例減少，則須以其原買入／賣

出價計算新的每股買入／賣出價，在方式 2，減資後股數由於按比例還原增加，同樣地，其原買入／賣出價亦須按比例調整計算新的每股買入／賣出價。

舉例說明如下：

圖 7-4：減資操作釋例 1



出處：研究團隊製作

依方式 1，先進行減資後股數及新的每股買入／賣出價之調整：將減資前之買賣股數依減資比例（30%）調整，故投資人於 t1 買入之 1,000 股調整為 700 股，其買入價格調整為每股 85.71 元（60×1000 股÷700 股≒85.71）；t2 賣出之 1,000 股調整為 700 股，其賣出價格調整為每股 100 元（70×1000 股÷700 股＝100）；t3 買入之 1,000 股調整為 700 股，其買入價格調整為每股 104.29 元（73×1000 股÷700 股≒104.29）。

(1) 現行司法實務之毛損益法：

A. 依先進先出法，t1 買入之 700 股與 t2 賣出之 700 股配對銷除。

B. 依先進先出法，t3 買入之 700 股與 t6 賣出之 2,000 股中之 700

股配對銷除；t4 買入之 2,000 股中之 1,300 股與 t6 剩餘之 1,300 股配對銷除。適格求償股數為 t4 所餘之 700 股及 t5 的 1,000 股。

C. 賠償金額：

依先進先出法，t4 買入之股票尚餘 700 股與 t7 賣出 1,000 股中之 700 股配對，即（76－40）×700 股＝25,200 元；t5 買入之 1,000 股中之 300 股與 t7 剩餘之 300 股配對，即（68－40）×300 股＝8,400 元；t5 剩餘之 700 股於 t7 後仍繼續持有，以擬制賣價計算，即（68－35）×700 股＝23,100 元；共計 56,700 元。

(2) 研究團隊建議之調整式毛損益法：

A. 依先進先出法，t1 買入之 700 股與 t2 賣出之 700 股配對銷除。

B. 不實期間，t3、t4、t5 買進價格減 t6 賣出價格，算得每股買入平均成本：〔（104.29×700 股）＋（76×2,000 股）＋（68×1,000 股）－（65×2,000 股）〕÷1,700 股≒96 元

C. 賠償金額：（96－40）×1,000 股＋（96－35）×700 股＝98,700 元

(3) 現行司法實務之淨損差額法：

A. 依先進先出法，t1 老股 700 股與 t2 賣出之 700 股配對銷除。

B. 依先進先出法，t3 買入之 700 股與 t6 賣出之 2,000 股中之 700 股配對銷除；t4 買入之 2,000 股中之 1,300 股與 t6 剩餘之 1,300 股配對銷除。配對銷除後，適格求償股數為 t4 剩餘之 700 股與 t5 之 1000 股。

C. 賠償金額：

t4 為（76－50）×700 股＝18,200 元；t5 為（68－50）×1,000

股＝18,000 元；共計 36,200 元。

(4) 純粹淨損益法

A. 所受損害：

不實期間，投資人於 t3、t4、t5 以高於真實價格買入，即（104.29－50）×700 股+（76－50）×2,000 股+（68－50）×1,000 股＝38,003+52,000+18,000＝108,003 元

B. 所獲利益：

不實期間，投資人於 t2、t6 以高於真實價格賣出，即（100－50）×700 股+（65－50）×2,000 股＝35,000+30,000＝65,000 元

C. 賠償金額：108,003－65,000＝43,003 元

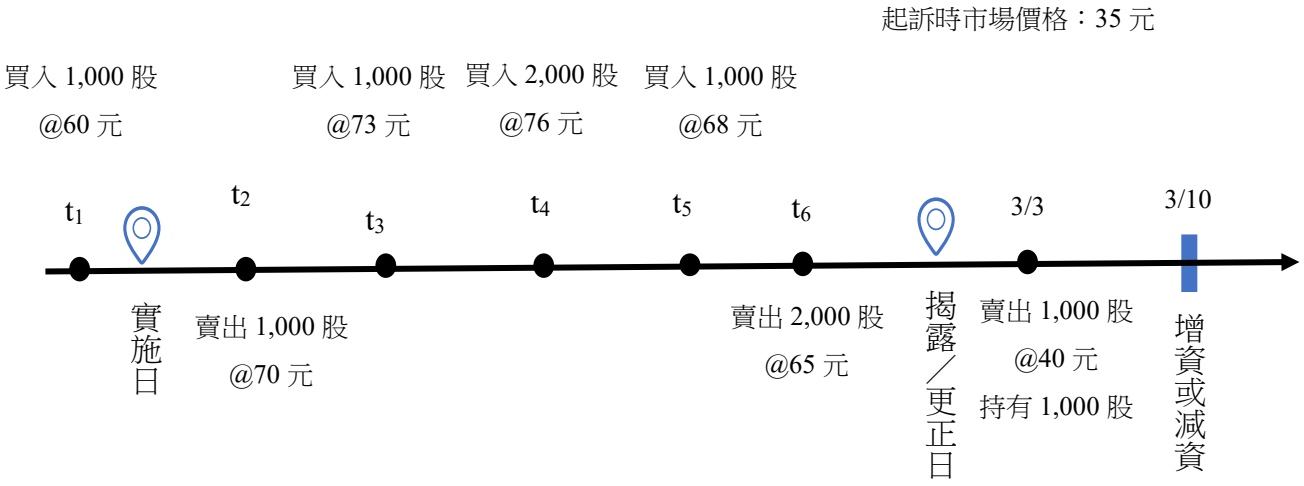
3. 不實資訊揭露／更正後 10 個營業日內，公司為增減資的情況

不實資訊揭露／更正後 10 個營業日內，若公司為增資或減資，將導致投資人實際持有股數之增減，影響損害賠償額之計算，研究團隊建議應為相應之調整。

以減資為例，研究團隊建議應將減資前股數依減資比例調整為減資後股數（方式 1），或將減資後股數依減資比例還原至減資前股數（方式 2），再依減資比例調整後之股數計算損害賠償額。於不實資訊揭露／更正後 10 個營業日內公司減資之情況，以方式 2 進行調整為佳，蓋投資人於不實資訊更正揭露後之交易筆數通常較少，故採用方式 2 較為容易操作。

舉例說明如下：

圖 7-5：減資操作釋例 2



出處：研究團隊製作

假設不實資訊更正揭露日為 3/1（星期一），不實資訊更正揭露後第 7 個營業日（3/10）公司減資 50%，不實資訊更正揭露後 10 個營業日之每日證券市場價格變化如下：

表 7-5 證券市場價格變化表

日期	3/2 (二)	3/3 (三)	3/4 (四)	3/5 (五)	3/8 (一)	3/9 (二)	3/10* (三)	3/11 (四)	3/12 (五)	3/15 (一)	起訴時
在外流通股數	10 萬股	10 萬股	10 萬股	10 萬股	10 萬股	10 萬股	5 萬股	5 萬股	5 萬股	5 萬股	5 萬股
證券市場價格	48	40	38	34	35	32	60	58	54	52	35
調整後價格							**30**	**29**	**27**	**26**	**17.5**

出處：研究團隊製作

若採取現行司法實務之毛損益法或研究團隊建議之調整式毛損益法，研究團隊建議應區分投資人賣出證券之時點而為不同處理：若投資人於不

實資訊更正揭露後，且於公司減資前已賣出證券，因投資人買賣證券數未受減資影響，不須再為調整；若投資人於公司減資後賣出證券或繼續持有證券，投資人買賣或持有證券數受到減資影響而發生變動，應將減資後股數依減資比例還原至減資前股數，並將證券價格依減資比例為相應調整（方式 2）。由於毛損益法係以起訴時證券市場價格為擬制賣價之認定，故於不實資訊揭露／更正後若有減資之情事，起訴時證券市場價格亦應依減資比例為相應之調整，如上表調整後價格欄位所示。

(1). 現行司法實務之毛損益法

A. 依先進先出法，t1 買入之 1,000 股與 t2 賣出之 1,000 股配對銷除。

B. 依先進先出法，t3 買入之 1,000 股與 t6 賣出之 2,000 股中之 1,000 股配對銷除；t4 買入之 2,000 股中之 1,000 股與 t6 剩餘之 1,000 股配對銷除。適格求償股數為 t4 所餘之 1,000 股及 t5 的 1,000 股。

C. 賠償金額：

依先進先出法，t4 買入所餘之 1,000 股與 t7 賣出 1,000 股配對，即（76－40）×1,000 股＝36,000 元；t5 買入之 1,000 股繼續持有，以經過減資比例調整後之擬制賣價計算，即（68－17.5）×1,000 股＝50,500 元；共計 86,500 元。

(2). 研究團隊建議之調整式毛損益法：

A. 依先進先出法，t1 買入之 1,000 股與 t2 賣出之 1,000 股配對銷除。

B. 不實期間，t3、t4、t5 買進價格減 t6 賣出價格，算得每股買入平均成本：〔（73×1,000 股）＋（76×2,000 股）＋（68×1,000 股）－（65×2,000 股）〕÷2,000 股＝81.5 元

C. 賠償金額：（81.5－40）×1,000 股＋（81.5－17.5）×1,000 股＝105,500 元

若採取我國現行司法實務之淨損差額法或純粹淨損益法，研究團隊建議，以不實資訊揭露／更正後 10 個營業日之收盤平均價格擬制真實價格時，公司減資後之證券市場價格應依減資比例為相應調整，始得納入收盤平均價格之計算。故 7-5 釋例之真實價格為：48＋40＋38＋34＋35＋32＋30＋29＋27＋26（經依減資比例調整後之市場價格）÷10＝33.9 元

(3). 現行司法實務之淨損差額法

A. 依先進先出法，t1 買入之 1,000 股與 t2 賣出之 1,000 股配對銷除。

B. 依先進先出法，t3 買入之 1,000 股與 t6 賣出之 2,000 股中之 1,000 股配對銷除；t4 買入之 2,000 股中之 1,000 股與 t6 剩餘之 1,000 股配對銷除。適格求償股數為 t4 所餘之 1,000 股及 t5 的 1,000 股。

C. 賠償金額：

t4 為（76－33.9）x1,000 股＝42,100 元；t5 為（68－33.9）x 1,000 股＝34,100 元；共計 76,200 元。

(4). 純粹淨損益法

A. 所受損害：

不實期間，投資人於 t3、t4、t5 以高於真實價格買入，即（73－33.9）×1,000 股+（76－33.9）×2,000 股+（68－33.9）×1,000 股＝39,100+84,200+34,100＝157,400 元

B. 所獲利益：

不實期間，投資人於 t2、t6 以高於真實價格賣出，即（70－33.9）×1,000 股+(65－33.9)×2,000 股＝36,100+62,200＝98,300

元

C. 賠償金額：157,400－98,300＝59,100 元

二、 若原告未能證明交易因果關係，而係推定不實資訊與其買賣證券之行為具有交易因果關係

（一） 損害賠償計算方式

1. 若原告未能證明交易因果關係，而係依司法實務推定交易因果關係時，就損害賠償之計算，研究團隊建議採用投保中心採用的純粹淨損益法，但賠償金額不能高於毛損益法所計算之損害賠償金額。

   如前所述，若投資人可舉證不實資訊與其買賣證券之行為具有交易因果關係，則表示不實資訊直接地扭曲投資人之投資決策，投資人除了主張具有回復原狀精神的毛損益法外，亦可主張應受有較高額的損害賠償。基於同一邏輯，若投資人未能證明交易因果關係，應採用純粹淨損益法，且賠償金額不能高於毛損益法所計算之損害賠償金額，方為合理。

2. 採用投保中心之純粹淨損益法，其損害賠償金額之計算與前述相同。

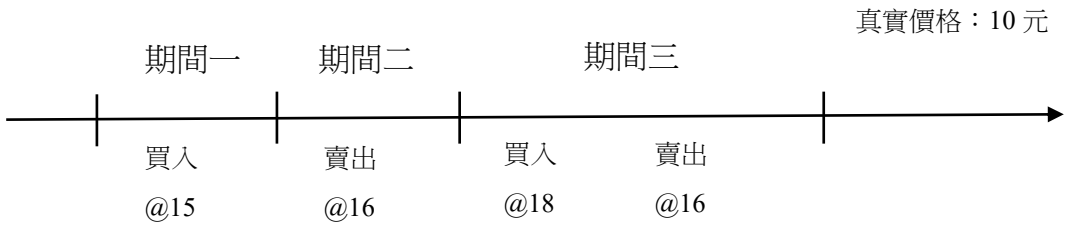
（二） 若投資人於不實資訊影響期間內，多次買入與賣出證券：建議與分析與前述相同。

三、 財報不實案件涉及多名被告時，被告間責任分配

財報不實案件中，若涉及多名被告，且各該被告之責任期間相異時，彼等之責任歸屬應如何認定？

以下茲舉例說明投保中心採用純粹淨損益法下之作法：

圖 7-6：財報不實案件涉及多名被告時，被告間責任分配釋例



出處：研究團隊製作

1. 全期損失＝

   （15－10）－（16－10）+（18－10）－（16－10）＝1

   純粹淨損益法，係將不實資訊影響期間內，投資人之所受損害與所獲利益進行損益相抵。

2. 切割責任期間後，分別算出每一段責任期間之損害賠償金額

   期間一損失為 5（15－10）

   期間二損失為 0（期間二賣出證券之價格為 16 元，高於真實價格 10 元，故投資人沒有損失）

   期間三損失為 2（所受損害為 8（18－10），所獲利益為 6（16－10），故投資人之損失為 2）

   三段期間加總之累計損失為 7。切割責任期間後，由於不進行跨期間的損益相抵，故可能產生累計損失高於全期損失（1）之結果。

3. 為使投資人受償總金額為 1，調整三段期間的應分配賠償金額為：期間一損失 5/7，期間二損失 0，期間三損失 2/7，合計損失仍為 1。

上述投保中心之計算方式，係在採取純粹損益法之前提下，擬切割責任期間，故以個別投資人為計算單位，比較個別投資人全期損失以及切割責任期間後累計損失，就切割責任期間後累計損失增加者，依相同比例將各個期間損失還原至總額與原計算之全期損失相同。

由於此種計算方式能夠清楚地計算出個別投資人在各個期間所受之損害，亦可明確地界定各個期間之責任主體應負之損賠金額，故本研究團隊贊同此種計算方式。

第二項　公開說明書不實

一、　損害賠償計算方式：採用調整式毛損益法。

（一）我國證交法並未明確規範公開說明書不實損賠金額之計算方式，法院判決幾乎皆採用毛損益法[653]，以定損害賠償金額。考量公開說明書不實之情形，發行人可取得所募得之資金，其惡性較重，故在損害賠償金額之計算上，應採取回復原狀之方式，即肯認投資人若知有公開說明書不實，必不會認購此等證券。在此所稱之回復原狀，係指金錢賠償，非發行人收回證券而投資人返還價款，蓋我國法未明文規範此種證券之收回，為免收回證券將造成影響過大，自不宜要求發行人採取證券收回之方式。

（二）此外，我國司法實務雖有法院依民法第 218 條之 1 判決被告應於投資人將所持有標的公司股票交付或過戶予被告時給付金額之例[654]，惟多數法院認為此係純粹經濟上損失，並非物或權利之喪失或損害，應以金錢上損害賠償方式為之[655]。

（三）調整式毛損益法，其計算方式與前述相同。

貳、 若投資人於不實資訊影響期間內，多次買入與賣出證券：建議與分析

---

653 例如臺灣士林地方法院 95 年金字第 22 號民事判決（欣煜案一審）、臺灣高等法院 103 年金上字第 6 號民事判決（協和案二審）、臺灣高等法院 106 年度金上更（一）字第 4 號民事判決（博達案更一審）、臺灣高等法院 103 年金上字第 4 號民事判決（邰港案二審）、臺灣高等法院 106 年金上字第 6 號民事判決（智盛案二審）、臺灣高等法院 104 年金上更（一）字第 7 號民事判決（久津案更一審）、臺灣新北地方法院 105 年金字第 21 號民事判決（揚華案一審）、臺灣高等法院 101 年金上更（一）字第 1 號民事判決（正義案更一審）。

654 太平洋電線電纜案，臺灣臺北地方法院 94 年度金字第 22 號判決。

655 例如臺灣士林地方法院 95 年金字第 19 號民事判決（協和案一審）：按證券詐欺受害人之損害，乃「純粹經濟上之損失」，此經濟利益受到侵害，與民法第 184 條第 1 項前段規範「權利」受侵害者有別，即無該條項適用之餘地。

與前述財報不實下採調整式毛損益法的說明相同。

第三項 操縱行為

一、 損害賠償計算方式：研究團隊建議採用純粹淨損益法。

（一） 關於操縱行為之損害賠償責任，日本、德國均未有特別規定，因此，均係回歸適用民法一般侵權行為損害賠償責任之相關規範；美國法則是依 1934 年證券交易法 Section 10（b）求償，惟實務案例極少，其損害賠償計算方式應與財報不實相同；至於中國大陸，其證券法雖規定操縱行為人應負民事責任，但對於損害賠償計算方式則未明文，實務運作中，有判決認為若屬「資訊型」操縱證券市場行為，與財報不實行為具有相似性，可以參考財報不實的損害賠償計算方式。

（二） 我國對操縱行為雖規定民事賠償責任，惟未規定賠償金額的計算方式，考量禁止操縱行為係禁止任何人以直接或間接方式影響證券市場價格的形成，避免證券市場價格以異於正常供需方式而變動，使投資人以不適當的價格買進或賣出證券，從而得以確保證券供需的價格機能，此類證券不法行為影響的是證券市場的價格機能，與前述財報不實影響投資人買進或賣出證券之價格具相類似之處，我國司法實務採用淨損差額法有其道理[656]，本研究團隊建議採用純粹淨損益法，理由與說明與前述財報不實部分相同。

二、 真實價格之計算：建議以操縱行為開始「前」10 個營業日收盤平均價格擬制真實價格

（一） 我國司法實務就真實價格之認定有以下兩種擬制方式：

1. 參考證交法第 157 條之 1 第 3 項規定，以消息更正後 10 個營業日收盤平均價格，作為擬制之真實價格[657]。

[656] 詳細內容請參見第二章第四節第二項。

[657] 富味鄉案，新北地方法院 105 年金字第 13 號民事判決、臺灣高等法院 107 年金上字第 5

2. 參考證交法第 157 條之 1 第 3 項規定，但以操縱行為開始「前」10 個營業日收盤平均價格，作為擬制之真實價格[658]。

（二）法院判決現多採用以操縱行為開始「前」10 個營業日收盤平均價格為真實價格。法院認為，「以操縱行為揭發後一定期日之平均價格計算之結果，恐有不準確之疑義，故爰參考證券交易法第 157 條之 1 第 3 項前段有關內線交易損害賠償計算之規定，並考量操縱行為前之股價，尚未受人為操縱所影響，應為較客觀公正之價格，因之乃以操縱行為開始『前』10 個營業日收盤平均價格為計算基礎」[659]。研究團隊認為，操縱市場行為的不法情況，與財報不實或內線交易下有比較明確的消息揭露／更正日有所不同，較不適合以消息更正後 10 個營業日收盤平均價格作為擬制之真實價格，且法院判決現多採用以操縱行為開始「前」10 個營業日收盤平均價格為真實價格，故此一方式應較為妥適。

（三）若是以市場操縱之不法行為達到護盤結果之操縱案例，於操縱行為開始前股價已逐漸下跌，卻因操縱行為之介入導致原應下跌之股價止跌，市場尚未完全反應證券應有之真實價格即受到操縱行為干擾，通常於操縱行為被揭發後股價始繼續補跌。研究團隊認為，於此種情形，若仍以操縱行為開始前 10 個營業日收盤平均價格擬制真實價格顯已失真，且操縱被揭露時往往距離該行為已有相當之時日，此時，建議例外以操縱行為結束後 10 個營業日收盤平均價格擬制真實價格。

（四）若系爭個案涉及多個階段的操縱行為時，如何計算投資人之損害賠償金額？

如前所述，目前司法實務於操縱行為之損害賠償計算，係採淨損

號民事判決，詳細內容請參見第二章第四節第二項第一款。

[658] 慶豐富案，臺中地方法院 101 年金字第 3 號民事判決、臺灣高等法院臺中分院 103 年金上字第 5 號民事判決，參閱第二章第四節第二項第二款；陶煥五案，臺北地方法院 103 年金字第 1 號民事判決，參閱第二章第四節第二項第三款；和旺案，臺北地方法院 108 年度金更一字第 1 號判決，詳細內容請參見第二章第二節第二項第十款。

[659] 慶豐富案，臺中地方法院 101 年金字第 3 號民事判決，詳細內容請參見第二章第四節第二項第二款。

差額法，並多採用操縱行為開始「前」10 個營業日收盤平均價格為擬制之真實價格。因此，若系爭個案涉及多個階段的操縱行為，各階段間隔較短，例如，前一階段的操縱行為發生在 3 月 1 日至 3 月 10 日，若下一階段的操縱行為若僅隔數日，就可能產生真實價格計算不易的問題。若前後兩階段的操縱行為過於密接，研究團隊建議，應以前一階段操縱行為開始前 10 個營業日之收盤平均價格擬制為系爭股票之真實價格。

問題在於，如何判斷各操縱行為之間是否具有密接性？投保中心擬以各段操縱行為之間隔是否超過 30 日作為判斷依據。從比較法上來看，也有這樣的做法。中國大陸司法解釋就財報不實案件，以揭露／更正日起至系爭個股之成交量達可流通部分的 100%（即股票達到 100%換手率時）或 30 日，作為計算基準價格之基礎[660]。

研究團隊建議，或可以前後兩個操縱行為是否相隔 20 個營業日，來判斷是否具有密接性。若間隔未超過 20 個營業日，則認為前後兩個操縱行為係屬密切，此時，應以前一個操縱行為開始「前」10 個營業日收盤平均價格，作為擬制之真實價格。

研究團隊考量，我國司法實務有以操縱行為開始前 10 個營業日收盤平均價格作為真實價格的認定基準，也有以操縱行為揭露後 10 個營業日收盤平均價格作為真實價格的認定基準。就後者而言，法院係參考證券交易法第 157 條之 1 第 3 項前段有關內線交易損害賠償計算之

660「若干規定」第三十三條：
投資差額損失計算的基準日，是指虛假陳述揭露或者更正後，為將投資人應獲賠償限定在虛假陳述所造成的損失範圍內，確定損失計算的合理期間而規定的截止日期。基準日分別按下列情況確定：
（一）揭露日或者更正日起，至被虛假陳述影響的證券累計成交量達到其可流通部分 100%之日。但通過大宗交易協定轉讓的證券成交量不予計算。
（二）按前項規定在開庭審理前尚不能確定的，則以揭露日或者更正日後第 30 個交易日為基準日。
（三）已經退出證券交易市場的，以摘牌日前一交易日為基準日。
（四）已經停止證券交易的，可以停牌日前一交易日為基準日；恢復交易的，可以本條第（一）項規定確定基準日。

規定，其基本考量為，證券詐欺行為在揭露後 10 個營業日對於市場之影響應謂趨於平靜。雖然就操縱行為而言，未必有明確的揭露日，但該條以 10 個營業日為基準，仍有相當之參考性。

研究團隊認為，在系爭操縱行為個案中，若有前後兩個操縱行為，宜認為前操縱行為結束後起算 10 個日營業日後，市場始歸於平靜，後操縱行為應再行起算該行為開始前 10 個營業日，作為推定真實價格之基礎較為妥適。如此，若前後兩段操縱行為相距不足 20 日，則後操縱行為開始前 10 個營業日之收盤平均價，將受到前一個操縱行為之影響，不宜作為擬制真實價格之基礎。此時，應以前一個操縱行為開始「前」10 個營業日收盤平均價格，作為前後兩段操縱行為之擬制之真實價格。

三、 若投資人於操縱期間內，多次買入與賣出證券：建議採用純粹淨損益法

建議與分析與前述財報不實說明相同。

第三節　結論

本研究團隊建議，未來如擬修法，可朝以下方向進行之：

第一項　財報不實

壹、 毛損益法

毛損益法，係指投資人於不實資訊揭露／更正日後，起訴時已「賣出」證券者，以其買入證券價格與實際賣出證券價格之差額計算其損害賠償金額；若投資人於不實資訊揭露／更正後，起訴時仍「持有」證券者，則以其買入證券價格及「擬制賣價」之差額計算投資人之損害賠償金額。前述「擬制賣價」係以投資人起訴時證券的市場價格作為依據。

貳、 淨損差額法

依其是否進行損益相抵區分為兩類：

（一） 不進行損益相抵

1. 淨損差額法，係指以投資人買入證券之價格與擬制系爭證券不受不實資訊影響下的真實價格間之差額，作為投資人之損害賠償金額。
2. 擬制之真實價格如何計算？研究團隊建議可參酌我國證交法內線交易第 157 條之 1 第 3 項之規定，先算出系爭證券於不實資訊揭露／更正後 10 個營業日之收盤平均價格，再考量類股與市場對於證券價格之影響進行調整。
3. 例外：
   (1). 系爭個案若於不實資訊揭露／更正後未滿 10 個營業日，該證券即停止交易或終止上市之情況，則以不實資訊揭露／更正日後實際交易日之收盤平均價格為擬制之真實價格。
   (2). 於以下情況適用毛損益法，並建議就算得之數額，再進行調整，排除市場、類股等因素對於損害賠償金額計算之影響，以符合淨損差額法之精神：

A. 系爭個案若發生不實資訊尚未揭露／更正，該證券即停止交易或終止上市之情況時，或

B. 系爭個案中，不實資訊揭露／更正後之實際營業日天數很少（例如一至兩日）

因此時無市場價格或有限交易日之市場價格未必能完全反映不實資訊更正後對於股價之影響，應例外採取毛損益法，並進行相應之調整。

（二） 進行損益相抵（純粹淨損益法）

1. 研究團隊認為，證券市場的交易特性與一般民事交易有所不同，投資人在證券市場進行買賣，係憑藉各種資訊進行分析，不實資訊發布後，當然亦會影響投資人的投資決策與交易的損益結果。故研究團隊肯定損益相抵之作法。
2. 以投資人於不實資訊影響期間內買賣證券與擬制之真實價格間之差額計算所受損害與所獲利益，並進行相抵，以計算投資人之損害額。

研究團隊建議採取（二）進行損益相抵之純粹淨損益法。

第二項 公開說明書不實

本研究團隊建議，公開說明書不實損害賠償計算方法應以毛損益法計算之，其中賣價與擬制賣價之認定，同前項說明。

第三項 操縱行為

本研究團隊建議，操縱行為之損害賠償計算方法應以純粹淨損益法計算之，其中擬制真實價格之認定，原則上應以操縱行為開始前 10 個營業日之收盤平均價格計算。於以操縱行為達護盤結果之操縱案例，例外以操縱行為結束後 10 個營業日之收盤平均價格擬制真實價格。

參考文獻

中文文獻

田甜，操縱市場行為民事賠償責任探究，法制與經濟，第 347 期，頁 12-13，2013 年 5 月。

朱德芳，證券交易法下資訊不實案件董監事民事責任之免責抗辯事由，載：財經法新課題與新趨勢（二），頁 197-241，2015 年 12 月。

江偉，民事訴訟法， 2007 年（第三版）。

吳雲飛，我國操縱證券市場民事責任制度研究，吉林大學碩士學位論文，2017 年 5 月。

宋永飛，立案登記制之實踐挑戰及制度應對，中國法院網，2017 年 7 月 28 日，https://www.chinacourt.org/article/detail/2017/07/id/2938100.shtml。

李珍、夏中寶，新證券法中操縱市場條款修訂的得失評析，金融理論與實踐第 7 期，頁 82-89，2020 年。

何曜琛、陳盈如，資訊不實民事損害賠償之過失相抵／最高院 102 台上 1305 判決，台灣法學雜誌，第 251 期，頁 178-186，2014 年 7 月。

沈中華、周賓凰，漲跌幅限制下的股市星期效應與序列相關，經濟論文，第 25 卷第 1 期，頁 21-44，1997 年 3 月。

沈中華、李建然，事件研究法─財務與會計實證研究必備，2000 年 9 月。

林仁光，論老股承銷公開說明書不實記載之民事責任是否有證券交易法第三十二條之適用，法令月刊，第 55 卷第 8 期，頁 36-59，2004 年。

林文里，資訊公開不實所致損害金額之計算方法，載於：現代公司法制之新課題－賴英照教授六秩華誕祝賀論文集，頁 505-542，2005 年。

邵慶平，財報不實淨損差額法的得失與司法制度變革，月旦法學雜誌，第 310 期，頁 84-96，2021 年 3 月。

胡韶雯，連續交易炒作之過去、現在與未來－美國法之啟示，臺灣財經法學論叢，第 2 卷第 1 期，頁 299-335，2020 年 1 月。

孫秀振，欺詐發行責令回購股票制度：目標定位及現實構建，證券市場導報，第 9 期，頁 73-78，2019 年。

高海濤，試論資訊型策操縱的違法性及防控對策，證券法苑，第 22 卷，頁 455-471，2017 年。

張心悌，美國證券求償訴訟損失因果關係之實務案例研究，財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心委託研究， 2020 年 4 月。

張心悌，證券交易法專題研究系列之一／從美國最高法院 Dura 案思考證券詐欺之損失因果關係，月旦法學雜誌，第 155 期，頁 220-228，2008 年 4 月。

張心悌，證券詐欺之因果關係與損害賠償－板橋地方法院九六年金字第二號民事判決評釋，台灣本土法學雜誌，第 101 期，頁 251-258，2007 年 12 月。

張培倫，操縱市場行為的認定及其民事責任研究，法制博覽，頁 50-51，2016 年。

張捷，證券市場虛假陳述案件投資差額損失計算方法的最優選擇，人民司法第 22 期，頁 88-92，2008 年 11 月。

張紹勳，多變量統計之線性代數基礎：應用 STaTa 分析，五南圖書出版，2018 年 10 月，初版。

莊永丞，由美國 Dura v. Broudo 案反思證券投資人之損害因果關係，東吳法律學報第 22 卷 4 期，頁 99-144，2011 年 4 月。

莊永丞，論證券交易法第二十條證券詐欺損害賠償責任之因果關係，中原財經法學第 8 期，頁 147-183，2002 年 6 月。

莊永丞，論證券價格操縱行為之規範理論基礎－從行為人散布流言或不實資料之操縱行為開展，東吳法律學報，第 20 卷第 1 期，頁 167-204，2008 年 7 月。

莊永丞，證券交易法第二十條證券詐欺損害估算方法之省思，臺大法學論叢第 34 卷第 2 期，頁 123-180，2005 年 3 月

陳惟龍、林仁光，各國關於操縱股價之損害賠償責任規範及實踐研究，財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心委託研究，2013 年 12 月。

陳銀燕，證券虛假陳述損害賠償研究，華東政法大學碩士學位論文，2019 年 6 月。

湯欣、高海濤，操縱市場行政處罰案例全景觀察，證券法苑，第 18 卷，頁 21-64，2016 年。

湯欣、高海濤，證券市場操縱行為認定研究—行政處罰案例的視角，當代法學，第 4 期，頁 103-117，2016 年。

湯欣、楊祥，虛假陳述損害賠償的最新實踐及法理檢視——以萬福生科與海聯訊補償方案為例，證券市場導報，第 16 期，頁 64-72，2015 年 3 月。

黃柏夫，操縱行為之民刑事責任，萬國法律第 159 期，頁 62-68，2008 年 6 月。

黃柏夫，證券詐欺之民刑事責任，萬國法律第 162 期，頁 94-103，2008 年 12 月。

黃朝琮，事件研究法於證券詐欺訴訟之應用，載：公司法論文集 II：特殊交易型態與資訊揭露，頁 251-292，2021 年 1 月。

黃熙坤，關於對操縱市場民責任制度若干思考—以某醫療案為例，法制博覽，第 2 期，頁 126-127，2021 年。

黃銘傑，從安隆案看我國會計師民事責任之現狀，月旦法學雜誌第 85 期，頁 105-118，2002 年 6 月。

楊宏、唐茂軍、傅祥民，證券虛假陳述案投資者損失計算軟體的運行邏輯，投資者第 5 輯，頁 85-95，2020 年。

葉新民,論資本市場上因不實資訊而致投資人損害的賠償方法-以德國法為中心，中原財經法學第 23 期，頁 107-178，2009 年 12 月。

葉承芳，證券市場虛假陳述侵權責任因果關係的認定，北京青年政治學院學報，第 4 期，頁 71-76，2010 年。

賈緯，解析關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定，人民法院報第 204 期，頁 4-12，2003 年 1 月。

賈緯,操縱市場行為的認定及其民事責任,人民司法,第 17 期,頁 12-15,2007 年。

管新春,論操縱證券市場行為的民事法律責任,知識經濟,第 9 期,頁 46-47,2013 年。

趙丹，司法實踐中操縱證券市場民事賠償問題研究，華南理工大學碩士學位論文，2017 年。

劉連煜，財報不實之所害賠償責任：法制史上蜥蜴的復活？—證券交易法新增訂第二十條之一的評論，月旦民商法雜誌第 11 期，頁 51-62，2006 年 3 月。

劉連煜，財報不實損害賠償之真實價格如何認定及投資人是否與有過失問題－最高法院一○二年度台上字第一二九四號等民事判決研究，東吳法律學報第 22 卷 4 期，頁 99-144，2011 年 4 月。

談佳英,證券虛假陳述侵權損害賠償計算標準,合作經濟與科技,第 3 期,頁 188-189,2021 年。

鄧峰，論投服中心的定位、職能與前景，投資者第 2 期，頁 89-109，2018 年 3 月。

鄧學敏、孫琳（北京煒衡（上海）律師事務所律師），新證券法下虛假陳述投資損失該如何計算，搜狐網，https://www.sohu.com/a/383427500_657048（最後瀏覽日：2021/05/01）。

鄭婷嫻，論對市場詐欺理論於美國法制動態與我國實務運用更迭，東海大學法學研究第 58 期，頁 143-189，2019 年 9 月。

賴英照，最新證券交易法解析， 2020 年 4 月。

閻維博，操縱市場民事責任因果關係認定：類型化分析與利益衡量，投資者，第 1 期，頁 108-122，2019 年。

龍振海，市場操縱案件民事賠償機制，中證中小投資者服務中心有限責任公司，2019 年 9 月 6 日，http:／／www.isc.com.cn／html／ztlte2／20190906／882.html。

簡銀瑩、黃士洲、林世銘，大法官解釋對金融業股價及成交量之影響－以釋字 693 號為例，會計評論第 67 期，頁 123-154，2018 年。

魏俊，操縱市場行為界定的法解釋學分析，上海商學院學報，第 15 卷第 3 期，頁 65-72，2014 年 6 月。

日文文獻

山下友信、神田秀樹『金融商品取引法概說 第 2 版』，有斐閣（2017 年）。

加藤貴仁『商事法の新しい礎石ー落合誠一先生古稀記念』，有斐閣（2014 年）。

岸田雅雄 神作裕之 弥永真生 大崎貞和『注釈金融商品取引法 第 4 巻』，きんざい（2020 年）。

松尾健一一「金融商品取引法 19 条 2 項の賠償の責めに任じない損害の額と民事訴訟法 248 条の類推適用——最一小判平 30・10・11 の検討」金融法務事情 2123 号（2019 年）。

近藤光男、吉原和志、黒沼悦郎『金融商品取引法入門 第 4 版』商事法務（2015 年）。

神田秀樹（監修）、野村證券株式会社法務部、川村和夫（編）『注解証券取引法』有斐閣（1997 年）。

神田秀樹、黒沼悦郎、松尾直彦（編）『金融商品取引法コンメンタール 4』商事法務（2011 年）。

神田秀樹、黒沼悦郎、松尾直彦（編）『金融商品取引法コンメンタール１』商事法務（2016 年）。

飯田秀総―「有価証券報告書等の虚偽記載により投資者に生じた損害の額の算定」ジュリスト 1440 号（2012 年）。

黒沼悦郎―「証券取引法における民事責任規定の見直し」商事法務 1708 号（2004 年）。

潮見佳男―「虚偽記載等による損害―不法行為損害賠償法の視点から」商事法務 1907 号（2010 年）。

英文文獻

Adams, Edward S., and Runkle, David E., *Solving a Profound Flaw in Fraud-on-the-Market Theory: Utilizing a Derivative of Arbitrage Pricing Theory to Measure Rule 10b-5 Damages*, 145 U. Pa. L. Rev. 1097 (1996).

Allen, Linda, *Meeting Daubert Standards in Calculating Damages for Shareholder Class Action Litigation*, 62 Bus. Law. 955 (2007).

Ball, Ray, and Brown, Philip, *An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers*, 6 (2) Journal of Accounting Research 159 (1968).

Bhagat, Sanjai, and Umesh, U. N., *Do Trademark Infringement Lawsuits Affect Brand Value: A Stock Market Perspective*, 2 Journal of Market-Focused Management 127 (1997).

Bizjak, John M., and L. Coles, Jeffrey, *The Effect of Private Antitrust Litigation on the Stock-Market Valuation of the Firm*, 85 The American Economic

Review 436 (1995).

Brav, Alon, and Heaton, J. B., *Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias*, 93 Wash. UL Rev. 583 (2015).

Brenner, Menachem, *The Effect of Model Misspecification on Tests of the Efficient Market Hypothesis,* 32 The Journal of Finance 57 (1977).

Cheng, Christine, and Crumbley, D. Larry, *Measuring Damages in Federal Securities Fraud Cases: A Herculean Task*, 8 Journal of Forensic & Investigative Accounting 1 (2016).

Dickey, Jonathan C., and Mayer, Marcia Kramer, *Effect on Rule 10b-5 Damages of the 1995 Private Securities Litigation Reform Act: A Forward-Looking Assessment*, 51 Bus. Law. 1203 (1995).

Eisenberg, Larry and Noe, Thomas H., *Systemic risk in financial systems. Management Science*, 47 Management Science 236 (2001).

Fox, Merritt B., Glosten, Lawrence R., and Rauterberg, Gabriel V., *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, 35 Yale J. on Reg. 67 (2018).

Finkelstein, Jared Tobin, *Rule 10b-5 Damage Computation: Application of Financial Theory to Determine New Economic Loss*, 51 Fordham L. Rev. 838 (1983).

Fisch, Jill E., Gelbach, Jonah B., and Klick, Jonathan, *The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation*, 96 Tex. L. Rev. 553 (2017).

Galley, Catherine J., Tyukody, Daniel J., McGlogan, Erin E. & Krajcer, Jason L., *Limiting Rule 10b-5 Damages Claims*, Cornerstone Research (2014).

Galley, Catherine J., Tyukody, Daniel J., McGlogan, Erin E. & Krajcer, Jason L., *Estimating Recoverable Damages In Rule 10b-5 Securities Class Actions*, Cornerstone Research (2014).

Grundfest, Joseph A, *Damages and Reliance under Section 10 (b) of the Exchange Act*, 69 Bus. Law. 307 (2013).

Hazen, Thomas Lee (2009), PRINCIPLE OF SECURITIES REGULATION, London: West Group Publishing.

Jaconette, James I., *Fraud-on-the-Market Theory in State Law Securities-Fraud Suits: Mirkin v. Wasserman and an Examination of Market Reliance Principles in the Common Law of Deceit*, 46 Hastings L.J. 1967 (1995).

Kaufman, Michael J. (2012), SECURITIES LITIGATION DAMAGES, America: Thomson Reuters.

Korsmo, Charles R., *Mismatch: The Misuse of Market Efficiency in Market Manipulation Class Actions*, 52 William and Mary Law Review 1111(2011).

King, S. Austin, *Proffering the Right Evidence: Proving Loss Causation and Damages under SEC Rule 10b-5,* 18 NC Banking Inst. 431 (2014).

Levens, Tara E, *Too Fast, too Frequent: High-Frequency Trading and Securities Class Actions*, 82 U. Chi. L. Rev. 1511 (2015).

Mitchell, Mark L, and Netter, Jeffry M., *The Role of Financial Economics in Securities Fraud Cases: Applications at the Securities and Exchange Commission*, 49 Bus. Law. 545 (1994).

Mcdermott, Edward T., *Holder Claims – Potential Causes Of Action In Delaware And Beyond*, 41 Del. J. Corp. Law 933 (2017).

Prospectus Liability and Rule 10b-5: A Sequel to Bar Chris, 56 Duke Law Journal. 559 (1971).

Roll, Richard, *A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests' Part I: On Past and Potential Testability of the Theory*, 4 Journal of Financial Economics 129 (1977).

Tabak, David and Dunbar, Frederick, *Materiality and Magnitude: Event Studies In The Courtroom*, 34 NERA Working Paper (1999).

Taylor, Robert W., *Re-Evaluating Holder Actions: Giving Defrauded Securities Holders a Fighting Chance*, 86 Notre Dame L. Rev. 413 (2013).

THOMAS LEE HAZEN, PRINCIPLE OF SECURITIES REGULATION (2009).

Thompson, Robert B., *The Measure of Recovery Under Rule 10b-5: A Restitution Alternative to Tort Damages*, 37 Vand. L. Rev. 349 (1984).

德文文獻

Büche, Christian, *Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität als Baustein eines integeren Finanzmarkts*, 2005.

Doğan, Sezer, *Ad-hoc-Publizitätshaftung: Zivilrechtliche Haftung wegen Verletzung von Ad-hoc-Publizitätspflichten nach dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz*, Nomos 2005.

Dühn, Matthias, *Schadensersatzhaftung börsennotierter Aktiengesellschaften für fehlerhafte Kapitalmarktinformation: de lege lata und de lege ferenda*, P. Lang/Europäischer Verlag der Wissenschaften, 2003.

Fleischer, Holger., *Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz,* Neue Juristische Wochenschrift. 2977-2983, 2002.

Kissner, Wolfgang., *Die zivilrechtliche Verantwortlichkeit für Ad-hoc-Mitteilungen*, 105 Studien zur Rechtswissenschaft. 258, 2002.

Kümpel, Siegfried, *Günther, Strafrecht Allgemeiner Teil*, 4. Aufl, 1991.

Markworth, David, *Kapitalmarktinformationshaftung wegen Bilanzmanipulationen*, BKR. 443, 2020.

Schmolke, Klaus Ulrich, *Private Enforcement und Institutionelle Balance*, Verlangt das Effektivitätsgebot des Art 4. 721-728, 2016.

Szesny, André-M., and Thorsten Kuthe, eds, *Kapitalmarkt Compliance*. CF Müller, 2018.

期中會議記錄

會議時間：2021/09/03（五）09:30am～12:30pm

Q&A

一、 針對團隊建議應銷除老股部分：

- 投保中心與會人員：

(1). 不實資訊影響前之買入，若於不實資訊影響期間賣出，因賣出時股價已受不實資訊影響，應認為投資人受到灌水利益，應該屬於投資人所獲利益而納入損益相抵範圍。不明白為何係銷除不計入。

(2). 承上，如何建構老股須銷除，但期間內買賣卻不須銷除之合理性？

- 投保中心董事長張心悌教授：

不明白應如何銷除老股？是否須將不實資訊影響期間之賣出與老股配對銷除？若不夠銷除，是否須銷除到不實資訊影響期間後之賣出？

- 馬秀如教授：建議將「老股」此一用詞更改為「期初餘額」，較符合會計用語。
- 陳彥良教授：在承認市場詐欺理論之前提下，於計算損害時似乎不須強調應百分之百合乎因果關係之認定，以避免陷入因果關係的循環論證，故似乎不須將老股銷除。

■ 研究團隊回應：

(1). 研究團隊建議之調整式毛損益法及調整式純粹淨損益法，均須依先進先出法配對銷除老股。理由是，研究團隊認為，僅不實資訊影響期間之買入始係受到不實資訊影響而須計算損失，則為緊扣因果關係之要求，自應以不實資訊影響期間買入復賣出之股數始計入損益相抵的範圍，故研究團隊建議於計算損害賠償額時應排

除老股。

(2). 然而比較法上亦有見不須銷除老股的做法，例如美國的 Household 案例及中國大陸早期實務做法。因此，不論是否銷除老股，比較法上均有相關案例可資參考，均有其見地。

(3). 由於「老股」的用詞受到實務廣為使用，故研究團隊仍將保留此用詞，但於適當處會加入「期初餘額」之用語。

二、 針對團隊建議採取之調整式毛損益法及調整式純粹淨損益法之計算方法部分：

- 投保中心與會人員：

就證券交易法第 20 條第 3 項、第 20 條之 1 規定「因而所受之損害」，投保中心原主張係投資人誤信不實資訊買入有價證券，後因不法情事爆發股價下跌蒙受損失，故而採取研究報告中所稱毛損益法，銷除不實財報公告前買入及不實財報期間內買入又賣出之交易，後有部分案件主張係投資人於不實資訊影響期間買入，斯時股價因不實資訊虛漲而蒙受損失，並認期間內賣出之交易亦因不實資訊導致價格虛漲而獲有利益，應予相抵，故而採取研究報告中所稱純粹淨損益法，則團隊建議方式既銷除不實資訊前買入，復進行損益相抵，希望研究團隊提供為何要採取「調整式」純粹淨損益法之說理，供訴訟上主張參考。

- 馬秀如教授：

(1). 贊同研究團隊所採取之調整式毛損益法，調整式毛損益法計算投資人於不實資訊影響期間之買入平均成本的概念，相當於會計上之加權平均法。

(2). 不建議依 FIFO 或 LIFO 進行交易配對，蓋此種分批認定的方式對於投資人而言不具意義，徒增書記及配對之作業成本。且不論是 FIFO 或 LIFO 均有可能受到操弄。

(3). 不建議採取中國大陸移動加權平均法之見解。

■ 研究團隊回應：

(1). 關於調整式純粹淨損益法之邏輯如前題所述。

(2). 研究團隊亦係考量現行實務依先進先出法銷除投資人買入復賣出之股數，餘下股數及其對應之買入價格始計入求償範圍，恐對投資人產生不公平，故建議改採調整式毛損益法，以投資人買入證券平均價格作為求償基礎，較符合投資人的投資習慣。

三、 針對團隊建議以投資人是否可證明交易因果關係而異其請求內容部分：

● 投保中心與會人員：

(1). 現行實務多已接受以交易因果關係、損失因果關係建構相關主張，並肯認不實資訊公告後散布於市場將影響股價，投資人信賴股價而買入有價證券即相當於信賴該資訊之主張，而認可依詐欺市場理論或民事訴訟法第 277 條但書推定交易因果關係，則若又要求投資人證明交易因果關係，並改為主張抽象因果關係、具體因果關係，是否有所矛盾或易造成誤解？且有無直接閱讀不實資訊、得否證明具體因果關係乃個別投資人行為，團體訴訟實務恐無法為一致性主張。

(2). 建議調整「交易因果關係」之用語，蓋研究團隊主張之「是否可證明交易因果關係」，其內涵與傳統交易因果關係之定義不同。

(3). 由於投保中心提起之訴訟屬於團體訴訟之性質，若還須依投資人之舉證能力而有不同的計算方式，對於投保中心而言負擔沉重。亦擔心投資人因此而認為投保中心未替投資人主張最有利投資人的計算方法，反而產生爭議。

- 陳彥良教授：

(1). 團隊建議依是否得以證明交易因果關係而區分不同損害賠償計算方法，於實務運作上恐難運行，法院可能無法接受此一新的因果關係內涵。故建議可依請求權基礎來區分，若依民法第 184 條、185 條請求損害賠償，則要求投資人證明因果關係，而賦予投資人依毛損益法請求回復原狀之權利；若依證券交易法第 20 條之 1、第 32 條，因受到交易因果關係之推定，則投資人即依淨損差額法請求損害賠償。

(2). 若要採取淨損差額法，同意於證券詐欺之案件中援引內線交易之規定，以不實資訊更正揭露後 10 日之收盤平均價格擬制真實價格。

- 杜怡靜教授：

(1). 建議確認研究案之核心價值為何，係為提供較好操作之計算方式、或投資人保護，抑或投資人與被告間之公平性。蓋此核心價值亦會影響研究案之結論。

(2). 若要選擇最容易操作的，似乎應採取毛損益法。若要兼顧公平性，則可能建議採取淨損差額法，且計算方法越細緻越好。

- 馬秀如教授：

(1). 從會計的角度來看，損益之所以會發生，一定是因為買入及賣出之行為，單純的買入不會造成已實現的利益或損失。且買入後繼續持有者，可能產生持有利益及持有損失。因此，若採淨損差額法，於買入證券當下即計算買入損失，形同完全不考慮投資人之持有利益及持有損失，難以贊同。

(2). 真實價格及真實價值具有不同之意義，建議改成真實價值。

- 莊永丞教授：

德國法上「交易因果關係」的內涵似乎與美國法不同，由於德國法因果

關係之內涵似乎較偏向我國法上的損失因果關係之討論，故建議調整用語，改為若投資人無法證明「損害」時，可參考德國法上具體因果關係及抽象因果關係之討論。

■ 研究團隊回應：

(1). 研究團隊主張之依投資人得否舉證「交易因果關係」而異其計算方法，該交易因果關係之內涵確實與現行實務認定之交易因果關係有部分差異，故會調整用語。

(2). 研究團隊提出之主張，其請求權基礎均係證券交易法第 20 條之 1 及證券交易法第 32 條，無意以民法或證券交易法為區分主張之依據。

(3). 實務上經常混用真實價值與真實價格之用語，惟研究團隊會注意用詞並調整用語。

(4). 有鑑於投保中心之訴訟乃團體訴訟，與一般私人訴訟有異，研究團隊建議之計算方法不見得適用於團體訴訟的類型，此部分論述將於期末報告中特別說明。

四、 針對切割責任期間部分

● 投保中心與會人員：

(1). 切割責任期間係認被告僅須就其擔任董事期間所發生之財報不實責任負責，如果又以財報具連續性為由，用總損失除以不實財報期間發布之財報數，是否會跟切割責任期間之目的牴觸？

(2). 如果投資人於某一期財報中未交易，則該期間是否仍須納入研究團隊建議應考量之總期數中？

● 馬秀如教授：

於財報不實期間所發布之多個財報中，各財報發生不實之項目可能不相

同，若以總期間之損失除以不實財報期間發布之財報數，相當於認為財報不實上的錯誤只有一種，且不斷地在整個不實財報期間中延續。

■ 研究團隊回應：

(1). 研究團隊建議之算法原係為減輕投保中心計算上之負擔，且亦認為因財務報告具有連續性，前一期財報的不實部分通常亦會延續至下一期財報中，故認為使被告依其任期佔不實財報期間之比例分攤投資人於不實資訊影響期間的損失亦無不可。

(2). 此部分的計算方式，研究團隊會再思考及調整。

五、 針對操縱行為密接性部分

● 投保中心與會人員：

內線交易通常有消息揭露，但操縱行為通常沒有明顯的揭露日期，則操縱行為結束後，需要多少時間市場才能反應完全？是否可以援用內線交易之規定，不無疑問。

■ 研究團隊回應：

(1). 研究團隊認為，內線交易以消息揭露後 10 個營業日計算損害賠償金額之規定，乃立法者認定資訊進入市場完全反應所需花費之時間，因此，即便操縱行為通常不會有明顯的揭露／更正日，仍應肯認內線交易之相關規定有參考的價值，而認為於操縱行為結束後至少須有 10 日之反應期間。則若於計算損害賠償時，以操縱行為前 10 個營業日擬制真實價格，則至少前後操縱行為間須具有 20 個營業日之間隔。故研究團隊建議以 20 個營業日作為認定複數操縱行為是否具有密接性之依據。

(2). 然而，研究團隊之建議僅係以計算損害賠償金額時，前後操縱行

為所須間隔的最短期間為立論基礎。若投保中心欲主張前後二操縱行為間須具有更長的間隔期間始脫離密接性，亦無不可。

期末會議記錄

會議時間：2022/02/11（五）14:00-16:30pm

Q&A

■ **陳彥良老師**

一、 提問與建議

1. 研究團隊認為應區分團體訴訟以及投資人自行起訴，並以德國法制為參考基礎。但德國的團體訴訟係採示範訴訟制度，與我國團體訴訟仍有差異，因此是否有他國案例或比較法立法例如同研究團隊建議之區分團體訴訟與投資人自行起訴而有不同主張？
2. 增資部分，利多和利空不實資訊對增資時損害賠償計算方式是否有影響？擬制價格是否會受到增資影響？
3. 本研究案雖係討論證券詐欺損害賠償計算方式，實務上更常討論的似乎是證券詐欺刑事犯罪不法所得計算之方式，則不法所得計算方式是否與損害賠償計算方法相同？還是會另有計算方法？

二、 研究團隊回應

1. 關於團體訴訟與自行起訴應有所區分之主張，研究團隊考量我國受到美國法制詐欺市場理論之影響，多採推定交易因果關係，故研究團隊主要參考美國司法實務之舉證分配與團體訴訟性質說明，如研究報告所指 Basic 案，即係說明團體訴訟之特性，而非參考德國法制。研究團隊會再修正文字，以資明確。
2. 研究團隊雖僅於研究報告中分析不實利多消息影響期間發生增資時之損害賠償計算方法，惟考量增資係投資人基於其股東身分之無償取得，故增資部分均不納入損害計算。至於增資對價格擬制之影響，若增資發生於不實資訊影響期間，對於價格之擬制不生影響；若增資係發生於不實資訊更正揭露後，研究團隊尚未討論過此種增資類型，將於期末報告補充。

3. 損害賠償計算與不法所得之計算有異，目前關於不法所得計算，應可參考最高法院刑事大法庭 108 年度台上大字第 4349 號判決之說明。

■ **杜怡靜老師**

一、 提問與建議

1. 研究目的建議加入團體訴訟之說明，與研究結論較有連貫性。
2. 與陳彥良老師第一項提問類同，研究報告頁 414 提及參考德國法規定，但其實研究團隊係參考美國法制，故建議修正用語。
3. 我國實務判決是否有類同研究團隊所建議，區分團體訴訟與投資人自行起訴之見解？
4. 關於團隊的修法建議，是否建議將計算方法予以明文？預計要修正哪些法規？
5. 不採日本法之原因？

二、 研究團隊回應

1. 針對杜老師所提第一、二項建議，研究團隊將於期末報告為相應修正。
2. 我國司法實務未有見區分團體訴訟或投資人自行起訴之見解。現行司法實務多受到原告、被告所為毛損益法或淨損差額法主張之影響，且多係採推定交易因果關係存在之見解。
3. 研究團隊建議將證券詐欺損害賠償計算方法以類同證券交易法第 157 條之 1 規範之方式予以明文化，並修正證券交易法第 20 條之 1、第 32 條以及第 155 條。
4. 研究團隊所提出之修法建議係以我國現行司法實務與投保中心主張為脈絡，日本法制雖亦明文規定損害賠償計算方法，但與我國現行實務見解差距較大，若要採用須有更多說明。

■ 莊永丞老師

一、 提問與建議

1. 贊同陳彥良老師關於增資的提問。
2. 交易因果關係乃事實上的因果關係，採用條件理論，故不生因果關係中斷的問題。則德國法採用之抽象或具體因果關係，將如何操作條件理論？
3. 研究團隊建議採取之調整式毛損益法，於損益相抵同時又主張要銷除老股，在此種主張下，可預見是否銷除老股將成為未來原告、被告激烈爭執之處。若考量到訴訟上主張之便利性，是否還須主張銷除老股？

二、 研究團隊回應

1. 德國法不區分交易與損失因果關係，而係根據投資人舉證內容區分為抽象與具體因果關係，若投資人舉證證明其閱讀不實財報或資訊以致其作出投資決策，即符合具體因果關係之舉證；若投資人無法為具體舉證，即屬於抽象因果關係。
2. 採取毛損益法時，若不銷除老股，將產生不實資訊影響期間內買賣股數計算結果與投資人不實資訊揭露／更正日持有股數無法對應之結果，即產生計算上之矛盾。因此，依毛損益法計算損害時，須以先進先出法配對銷除老股，係毛損益法計算邏輯下必然之結果。

■ 馬秀如老師

一、 提問與建議

1. 建議回歸期中報告之主張，依投資人舉證程度區分損害賠償計算方法，即可避免團體訴訟與非團體訴訟之爭議。
2. 建議補充法律上損害賠償計算與會計報表上損益之認定有所不同，以資明確。

3. 雖財報不實、公開說明書不實與操縱市場均屬證券詐欺，但財報與公開說明書不實係文件內容不實，與操縱市場之行為有異，損害賠償之內容似應有所不同。
4. 減資區分為單純退股的減資與彌補虧損之減資，建議研究團隊可加以補充研究建議所討論之減資係屬何種類型。

二、 研究團隊回應

1. 研究團隊將參考馬老師之建議為相應的文字調整。
2. 期末報告所討論之減資聚焦於減資所產生之股數及證券價格變動，因此並未特別區分減資類型，研究團隊將補充此段說明。

■ 投保中心

一、 提問與建議

1. 研究團隊建議於法院依推定而不要求投資人就「善意」負交易因果關係舉證責任時，應以淨損差額法計算損害；若投資人自行提起訴訟且得證明不實資訊影響交易決策，則依毛損益法請求損賠。惟「善意」與「交易因果關係」是否為不同概念？
2. 根據研究團隊抽象／具體因果關係之說明，是否係指法院推定交易因果關係存在後，損失因果關係亦無須再為舉證？
3. 研究團隊建議以操縱行為開始前 10 個營業日收盤平均價格擬制證券真實價格，並以投資人於操縱行為期間買賣證券價格與真實價格之差額，計算投資人之損益。如為一般常見操縱市場拉抬股價之案例，此種計算方式或許合適，但若係操縱市場以達護盤之結果或不成功之操縱行為之案例，是否仍適合以前述方式計算賠償額？
4. 依淨損差額法計算損害賠償時，真實價格之擬制是否會依不同季財報而分別擬制各段財報期間之真實價格？
5. 關於淨損差額法適用之例外情況，若不採例外適用毛損益法之主張，

而仍以淨損差額法計算，則於不實資訊更正揭露後公司隨即下市（櫃）時，研究團隊是否認同以 0 元擬制真實價格？或以不實資訊進入市場前 10 日收盤平均價格擬制真實價格？

二、研究團隊回應

1. 研究團隊將為相應文字調整。
2. 研究團隊之主張不涉及損失因果關係，損失因果關係之認定仍依照現行實務操作。
3. 研究團隊將於期末報告中再為補充。
4. 研究團隊建議參考豐達案實務做法，依不同季財報期間分段擬制真實價格，相關建議內容已詳載於研究報告中。
5. 若於不實資訊揭露／更正前或揭露／更正後一兩天內公司隨即下市（櫃）者，仍應觀察該公司是否繼續營運或已停業，若屬前者，則應以估價方式擬制真實價格；若屬後者，則可以公司淨值擬制真實價格。