

財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心  
委託專案研究

民事判決實務演變與分析－  
以投保中心訴訟案件為中心（二）

期末報告

委託單位：財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心

計畫主持人：莊永丞教授

研究助理：戴君穎、李昱盈、林禹辰

中華民國一〇九年十二月十五日

# 目錄

壹、團體訴訟.....	6
一、財報暨公開說明書不實類型.....	8
(一) 請求權相關爭點演變趨勢.....	8
1.95年1月11日前案件得否參照證§32 責任主體與舉證責任分配.....	9
2.95年1月11日前案件得否援引證§20-1 為法理而予適用.....	11
3.合夥會計師事務所是否類推適用民§28.....	14
4.證§20II 是否以不實內容具重大性為必要.....	17
5.證§20 是否限於故意.....	21
6.證交法是否屬民§184II 之保護他人法律.....	26
7.本案是否罹於時效.....	29
8.是否有被告依證§20-1 負比例責任.....	32
(二) 個別責任主體爭點演變趨勢.....	35
1.董事、監察人責任.....	35
(1) 代表人董監事應負賠償責任時，法人股東是否應連帶.....	36
(2) 得否以不法行為發生於就任前為由免責.....	39
(3) 得否以公司已委任會計師查核財報為由免責.....	41
(4) 得否以股東會已決議承認財報為由免責.....	44
(5) 得否以授權經營階層／未參與經營為由免責.....	46
(6) 得否以擔任獨董無法參與決策為由免責.....	49
(7) 董監事是否係依公§27II 選任.....	52
2.發行人、會計師、職員責任.....	55
(1) 發行人責任.....	55
(2) 會計師責任.....	59
(3) 職員、廠商、其他相關主體責任.....	61
(三) 因果關係爭點演變趨勢.....	65

1.交易因果關係是否依民訴§277 推定 .....	65
2.交易因果關係是否適用詐欺市場理論推定 .....	68
3.交易因果關係與損失因果關係是否須分別證明 .....	72
4.持有人是否須證明信賴要件 .....	75
5.詐欺市場理論是否以效率市場為必要 .....	77
6.損失因果關係是否以爆發後股價下跌為證（推認揭露前股價遭不當膨脹） .....	80
7.損失因果關係是否以爆發後個股與市場波動情形相比對 .....	83
（四）損害賠償爭點之演變趨勢 .....	85
1.（非採純粹淨損益法者）不實財報（或不法行為）期間內交易是否損益相抵 .....	85
2.投資人於消息揭露後是否有出售有價證券義務 .....	89
3.是否以 0 元計算現值 .....	91
4.計算方式是否採毛損益法 .....	94
5.計算方式是否採淨損益法（淨損差額法） .....	98
6.負比例責任者就已和解部分得否主張與應分擔額間差額之免除 .....	101
7.買入成本是否以先進先出法計算 .....	105
二、操縱股價類型 .....	107
（一）是否以被告行為造成股價波動、有無相對成交或使用人頭等因素判斷 .....	107
（二）被告是否須有誘使他人買賣之主觀意圖 .....	111
（三）是否以交易動機、型態、占有率、是否違反投資效率等因素判斷 .....	114
（四）單純提供資金是否屬於操縱股價之共同行為 .....	116
（五）交易因果關係是否依民訴§277 推定 .....	118
（六）交易因果關係是否適用詐欺市場理論推定 .....	120
（七）交易因果關係與損失因果關係是否須分別證明 .....	123
（八）真實價格或現值是否援用證§157-1 以 10 日均價計算 .....	125
（九）真實價格是否以 90 日均價擬制 .....	129
（十）真實價格是否以不法行為開始前均價擬制 .....	132
（十一）計算方式是否採純粹淨損益法（期間內買賣損益互抵） .....	135

三、內線交易類型 .....	138
(一) 消息傳遞人是否須符合美國法上三要件始構成責任 .....	138
(二) 得否以非牟取私利為由免責 (是否以圖利為必要) .....	140
(三) 交易因果關係是否依民訴§277 推定 .....	142
貳、代表訴訟 .....	145
一、就涉案不法事實是否得以適用商業判斷原則為由免責 .....	146
二、如不法行為係造成子公司受損害，是否可認為母公司亦有損失 .....	148
三、提起代表訴訟時，被告是否須在任 .....	150
參、解任訴訟 .....	153
一、是否可以跨任期解任 .....	154
二、從事內線交易是否屬重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項 .....	156
三、從事內線交易是否屬執行業務 .....	159
四、從事股價操縱是否屬重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項 .....	161
五、從事股價操縱是否屬執行業務 .....	163
六、裁判解任訴之聲明是否須以目前任期為限 .....	165
七、跨任期解任是否侵害被告工作權 .....	167
八、編製不實財報是否屬重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項 .....	168
九、編製不實財報是否屬執行業務 .....	172
肆、其他類型案 .....	174
一、奇美材歸入權案 .....	175
二、歌林行政訴訟參加案 .....	177
三、樂陞請求塗銷所有權移轉 (陳逸) 案 .....	178
四、味全 (彰化地院) 案 .....	179
五、樂陞請求塗銷抵押權 (張書泓) 案 .....	181
六、三陽 (二) 確認債權 (周慧美) 案 .....	182
七、三陽 (一) 確認債權 (黃珮穎) 案 .....	183
八、日勝生 (歸入權) 案 .....	184

九、創見（歸入權）案 .....	187
十、吉祥全（撤銷信託行為之訴）案 .....	188
十一、勤美（歸入權一）案 .....	189
十二、勤美（歸入權二）案 .....	189
十三、歌林（確認債權）案 .....	193
十四、友聯（股東會決議訴訟）案 .....	195
十五、東森國際（股東會決議訴訟）案 .....	195
十六、大毅（一）（股東會決議訴訟）案 .....	196
十七、大毅（二）（股東會決議訴訟）案 .....	200
十八、安泰銀行（股東會決議訴訟）案 .....	202
十九、清惠光電（股東會決議訴訟）案 .....	204
二十、和勤精機（股東會決議訴訟）案 .....	204
二十一、東森媒體股票收購詐欺案 .....	206

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

本次針對中心所提起之團體訴訟、代表訴訟、解任訴訟及其他類型判決，經法院於 107 年 10 月 1 日起至 109 年 6 月 30 日間作成裁判者，及聲請假扣押，經法院於 106 年 1 月 1 日起至 109 年 6 月 30 日間作成相關裁判者，共 158 件判決進行分析，並以前述期間為據，分別對其中判決所涉重要之請求權爭點、因果關係爭點以及損害計算之爭點等，進行分類、統計及趨勢分析。針對每一個所探討之爭點，先以案件之審級為區分依據，探討各審級中採取肯定與否定見解者分別有多少件；再以不同類型之案件分別依其裁判年份做區分，分析各年度間法院就所討論之爭點採取之見解為何。最後，探討涉及此爭點之判決法院分別以何理由作為認定依據，並介紹相關案件之裁判內容。

## 壹、團體訴訟

就本次之研究範圍中涉及團體訴訟共有 40 個案件，共 49 個判決。其中，財報不實類型共有 33 個判決；公開說明書不實類型共有 9 個判決（因為公開說明書類型之案件與財報不實類型案件判決完全重疊，故僅以財報不實類型案件之統計數為計算基準）；內線交易類型共有 6 個判決；操縱股價類型共有 10 個判決。

因部分案件同時涉及財報不實類型之爭點及公開說明書不實類型之爭點，故合併論述，以下附上各案件類型之簡表。

案件編號	名稱	裁判法院	裁判字號	裁判日期	財報不實	公開說明書不實	內線交易	操縱市場
096014	東森媒體	最高法院	108台上378 108台上379	1090226				
106024	立錡	高等法院	108金上10	1090414			V	
097011	友昱	最高法院	106台上2617	1080307	V			
098001	遠航	臺北地院	99金6	1071114	V			
098012	飛雅	高等法院	105金上更一3	1071121	V			
098012	飛雅	最高法院	108台上613	1081226	V			
099013	飛寶企業	最高法院	106台上2311	1080424	V			
099039	陞泰	最高法院	108台上380	1080411				V
099062	新泰伸(財)	高等法院	105金上6	1080403	V			
106024	立錡	台北地院	107金132	1080123			V	
093005	博達二	高等法院	106金上更一4	1080507	V	V		
093012	欣煜二	士林地院	95金22	1081226	V	V		
098004	名鐘	高等法院	106金上更一1	1080628	V			
103023	智盛	高等法院	106金上6	1080226	V	V		
103023	智盛	最高法院	108台上1417	1090507	V	V		
105005	凱鈺	新竹地院	106金2	1080318	V			
098015	郵港	最高法院	106台上322	1080227	V	V		
101047	科風	新北地院	102金11	1081129	V			
094005	宏傳(判決)	最高法院	106台上2428	1080620	V	V		
094005	宏傳(裁定)	最高法院	106台上2428	1080620	V	V		
100001	日揚	最高法院	108台上40	1080626	V			
102005	恩德	最高法院	107台上1171	1080605				V
102039	康富生技	台中地院	103金31	1080829	V	V		
104025	邦泰	台中地院	105金2	1071025	V			
104025	邦泰	台中高分院	108金上1	1090527	V			
102041	富味鄉(一)	高等法院	107金上5	1071228			V	V
104037	富味鄉(二)	高雄高分院	107金上1	1071120			V	
105002	揚華	新北地院	105金21	1071113	V	V		
095005	茂矽	最高法院	108台上39	1080214			V	
096004	南港一	高等法院	108台上38	1080403				V
096004	南港一	高等法院	108金上更(二)7	1081225				V
102021	普格	台北地院	103金29	1081015	V			
104008	綠能財測	高等法院	106金上17	1080312	V			
104008	綠能財測	最高法院	108台上1496	1090514	V			
106006	興航	台北地院	106金78	1090430	V			
107013	振維	台北地院	108金15	1080815				V
089006	台鳳	高院	01重上更(二)5	1090218				V
094004	宏達科	最高法院	106台上2400	1080613	V			
096003	力霸(財)	最高法院	107台上2	1080613	V			
097014	東森國際(內)	高等法院	101訴24	1080528			V	
097019	宏億	高等法院	104金上更(一)2	1081023	V			
100041	吉祥全	最高法院	106台上2417	1080131	V			
103012	昇貿	最高法院	108台上402	1081231				V
103019	松懋	彰化地院	104金1	1071121	V			
098014	勤美	高院	108金上更一5	1090102	V			
104020	和旺	臺北地院	108金更一1	1080530				V
104020	和旺(二)	橋頭地院	108金4	1090513				V
105020	光洋	臺南地院	106金4	1080227	V			
105020	光洋	台南地院	106金4	1090227	V			
總數					33	9	6	10

圖 1

## 一、財報暨公開說明書不實類型

第一部份針對中心財報暨公開說明書不實類型之訴訟案件共 33 件判決進行分析，並分別對其中判決所涉重要之請求權爭點、因果關係爭點以及損害計算之爭點，進行分類、統計及趨勢分析。針對每一個所探討之爭點，先以案件之審級為區分依據，探討各審級中採取肯定與否定見解者分別有多少件；再以判決裁判之年份做區分，將 33 件判決區分為民國 107 年間、民國 108 年間及民國 109 年間裁判者，分析各年度法院就所討論之爭點採取之見解為何。最後，再介紹涉及此爭點之判決法院分別以何理由作為認定依據，並介紹相關案件之裁判內容。

### (一) 請求權相關爭點演變趨勢

關於我國實務對請求權認定之相關爭點，主要為 1.95 年 1 月 11 日前案件得否參照證§32 責任主體與舉證責任分配、2. 95 年 1 月 11 日前案件得否援引證§20-1 為法理而予適用 3.合夥會計師事務所是否類推適用民§28、4.證§20II 是否以不實內容具重大性為必要、5. 證§20 是否限於故意、6.證交法是否屬民§184II 之保護他人法律、7.本案是否罹於時效、8.是否有被告依證§20-1 負比例責任，以下就財報暨公開說明書不實類型請求權相關爭點演變趨勢進行分析。

## 1.95 年 1 月 11 日前案件得否參照證§32 責任主體與舉證責任分配

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 4 件，一審 2 件、二審 2 件、三審 0 件。其中一審之 2 件判決中，採取肯定見解者有 1 件（佔 50%）、否定見解者 1 件（佔 50%）；二審有 2 件判決且均採取肯定見解（佔 100%）。因此，4 件判決中採取肯定見解者共有 3 件（佔 75%）、採取否定見解者共有 1 件（佔 25%），整理如圖 2。從圖表中可以發現，本爭點涉及之案件不多，一審法院肯否見解皆有所採，二審法院則均採取肯定見解，然最高法院對此爭點尚未表態，故是否為主流見解仍有待觀察。

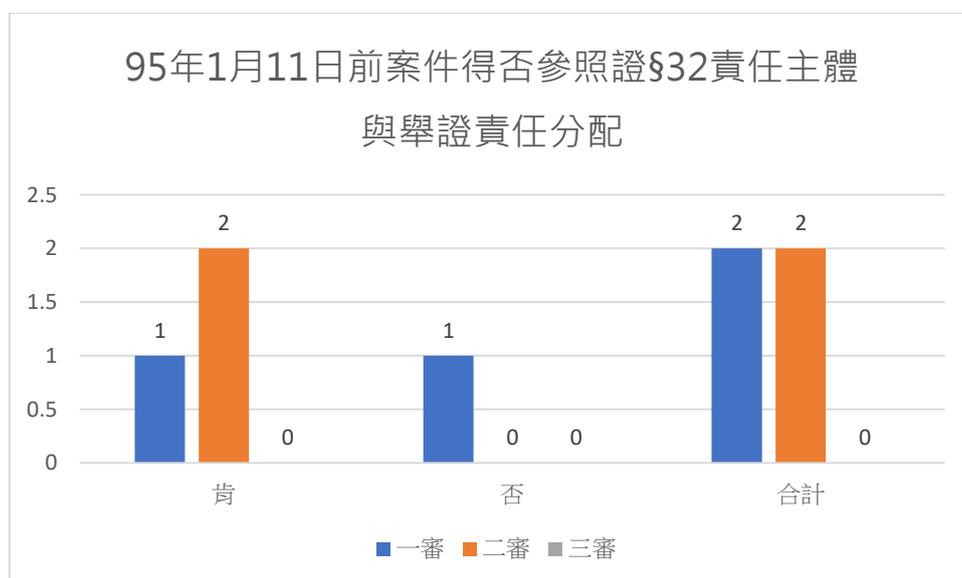


圖 2

若以年度為區分，於民國 107 年間僅有 1 件判決討論此爭點且採

取肯定見解（佔 100%）；民國 108 年間則有 2 件判決，採取肯定見解者有 1 件（佔 50%）、否定見解者 1 件（佔 50%）；民國 109 年間亦僅有 1 件判決並採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 3。從圖表中可以發現，僅民國 108 年間有 1 件判決採取否定見解，可推測實務較傾向採取肯定見解。

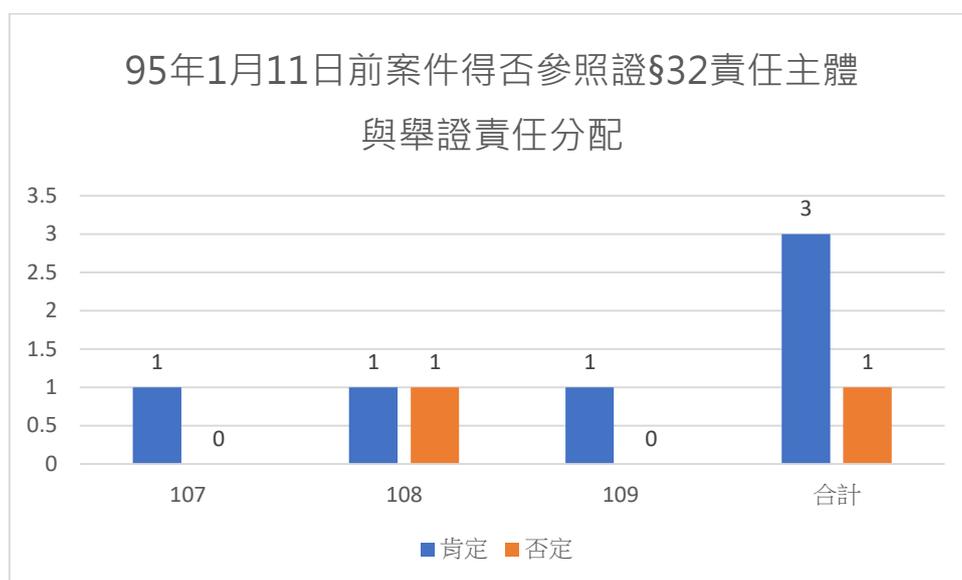


圖 3

對此爭點最早採取肯定見解者為案號 99 金 6 之遠航案一審判決，法院認為：「暨參酌 77 年 1 月 29 日同為修正之同法第 32 條第 1 項、第 2 項，就發行市場中公開說明書記載為虛偽或隱匿行為其責任主體及舉證責任分配之明文規範，上開增修證交法第 20 條之 1 規定，經斟酌其立法政策、社會價值及法律體系精神，應係合乎事物本質及公平正義原則，為價值判斷上本然或應然之理，於增訂前自可引為法理，

俾為增訂前同法第 20 條第 2 項、第 3 項之解釋適用。」。

## 2.95 年 1 月 11 日前案件得否援引證§20-1 為法理而予適用

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 5 件，一審 2 件、二審 3 件、三審 0 件。其中一審之 2 件判決中，採取肯定見解者有 1 件（佔 50%）、否定見解者 1 件（佔 50%）；二審有 3 件判決且均採取肯定見解（佔 100%）。因此，5 件判決中採取肯定見解者共有 4 件（佔 80%）、採取否定見解者共有 1 件（佔 20%），整理如圖 4。從圖表中可以發現，討論本爭點之判決不多，一審法院肯否見解皆有所採，惟二審法院均採取肯定見解，然最高法院對此爭點尚未表態，故肯定說是否為主流見解仍有待觀察。

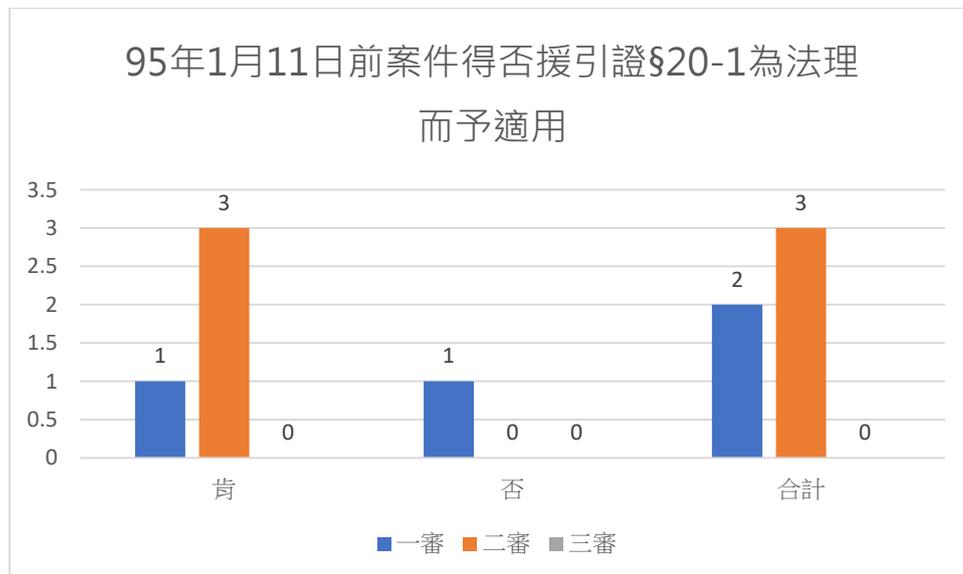


圖 4

若以年度為區分，於民國 107 年間僅有 1 件判決涉及此爭點，採取肯定見解（佔 100%）；民國 108 年間則有 3 件判決，採取肯定見解者有 2 件（佔 75%）、否定見解者 1 件（佔 25%）；民國 109 年間亦僅有 1 件判決並採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 5。從圖表中可以發現，民國 107 年間與民國 109 年間實務對此爭點均採肯定見解，而討論本爭點之判決數較多之民國 108 年間亦僅有 1 件判決採取否定見解，其餘皆採取肯定見解，故應可推測實務較傾向採取肯定見解。

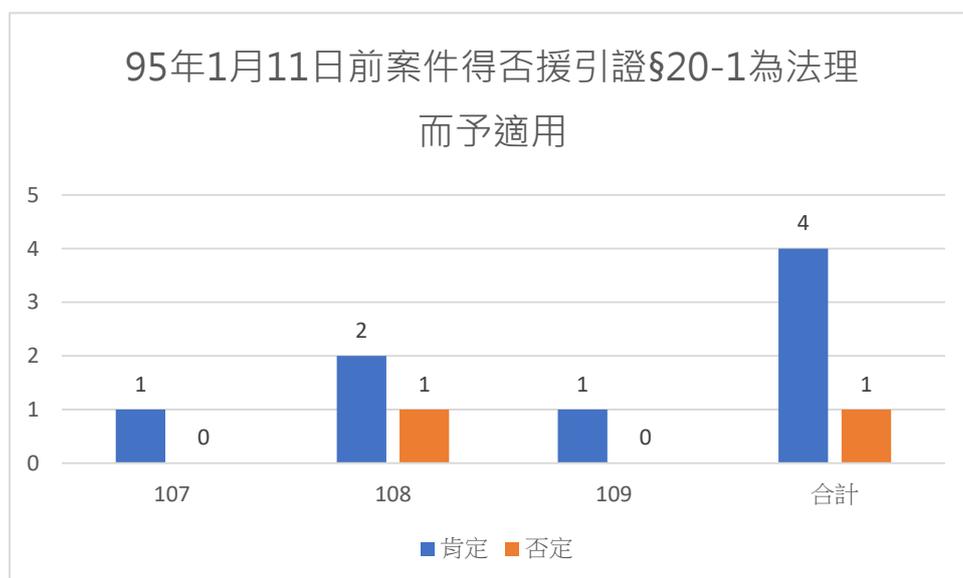


圖 5

對此爭點最早採取肯定見解者為案號 99 金 6 之遠航案一審判決，法院認為：「然則，95 年 1 月 11 日增訂之證交法第 20 條之 1 第 1 項、第 2 項、第 5 項規定，對於董事長、總經理就財報不實應負之『責任型態』（無過失責任）、『責任範圍』（明文排除於比例責任之列）等

均規範明確，茲屬斯時立法政策考量，尚無法律不明確情形，亦無法律明顯或隱藏之漏洞存在；而 104 年 7 月 1 日修正公布之證交法第 20 條之 1 第 1 項、第 2 項、第 5 項規定，乃為過苛賠償責任將降低優秀人才出任董事長、總經理意願，有礙國家經濟發展之立法政策目的而設，並非法理明文化或立法漏洞之填補，是本於法不溯及既往原則，當無溯及適用之效力，茲與 95 年 1 月 11 日增訂證交法第 20 條之 1 規定，屬 77 年 1 月 29 日修正公布之證交法第 20 條第 2 項、第 3 項規定之明確化、法理之明文化，得於修正前援用之情形，顯有不同。又則，77 年 1 月 29 日修正公布之證交法第 20 條第 1 項規定『有價證券之募集、發行或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為』，暨同條第 3 項所定違反之法律效果等『證券詐欺』規範未有實質修正，是凡於有價證券之募集、發行或買賣，參與虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為等證券詐欺之故意行為人，均在適用之列（最高法院 106 年度台上字第 1247 號判決論旨參照）。」。

對此爭點目前唯一採取否定見解者為案號 95 金 22 之欣煜案一審判決，法院認為：「本件訴訟之原因事實係發生於 95 年 1 月 11 日前，斯時尚無修正後證交法第 20 條之 1 之規定，自無從於制定法內類推適用該條規定。又修正前證交法第 20 條規定有關責任主體及責任要件等事項，依法律解釋即可解決，已如前述，是亦難遽認有為制定法

外之法律續造之必要。況修正後證交法及相關法令，復無溯及既往之規定，倘就本件訴訟之原因事實逕予援引修正後證交法第 20 條之 1 規定為法理而予適用，實有抵觸法律不溯及既往原則之嫌，並有悖於法之安定性及明確性原則，當非妥適。」。

### 3.合夥會計師事務所是否類推適用民§28

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 5 件，一審 4 件、二審 1 件、三審 0 件。其中一審之 4 件判決中，採取肯定見解者有 2 件（佔 50%）、否定見解者 2 件（佔 50%）；二審僅有 1 件判決且採取肯定見解（佔 100%）。因此，5 件判決中採取肯定見解者共有 3 件（佔 60%）、採取否定見解者共有 2 件（佔 40%），整理如圖 6。從圖表中可以發現，討論本爭點討論之判決不多，一審法院肯否見解皆有所採，惟二審法院僅有 1 件判決且採取肯定見解，而最高法院對此爭點尚未表態，故實務主流見解為何仍有待觀察。

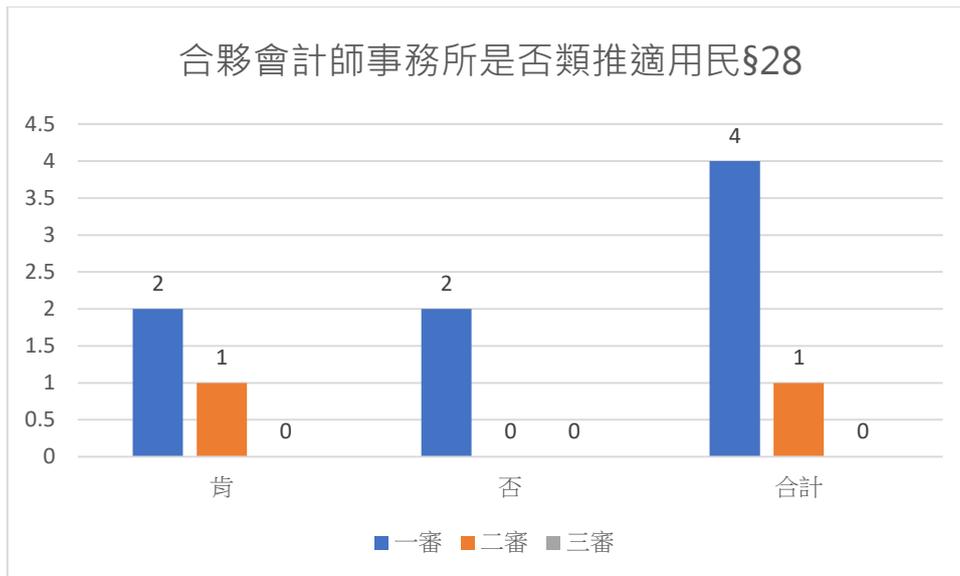


圖 6

若以年度為區分，於民國 107 年間僅有 1 件判決討論此爭點且採取肯定見解（佔 100%）；民國 108 年間則有 4 件判決，採取肯定見解者有 2 件（佔 50%）、否定見解者 2 件（佔 50%）；民國 109 年間則無判決討論此爭點，整理如圖 7。從圖表中可以發現，僅民國 107 年間及民國 108 年間有判決討論此爭點且肯否見解均有所採，惟民國 109 年間後尚無法院對此爭點表態，故後續實務發展為何尚有待觀察。

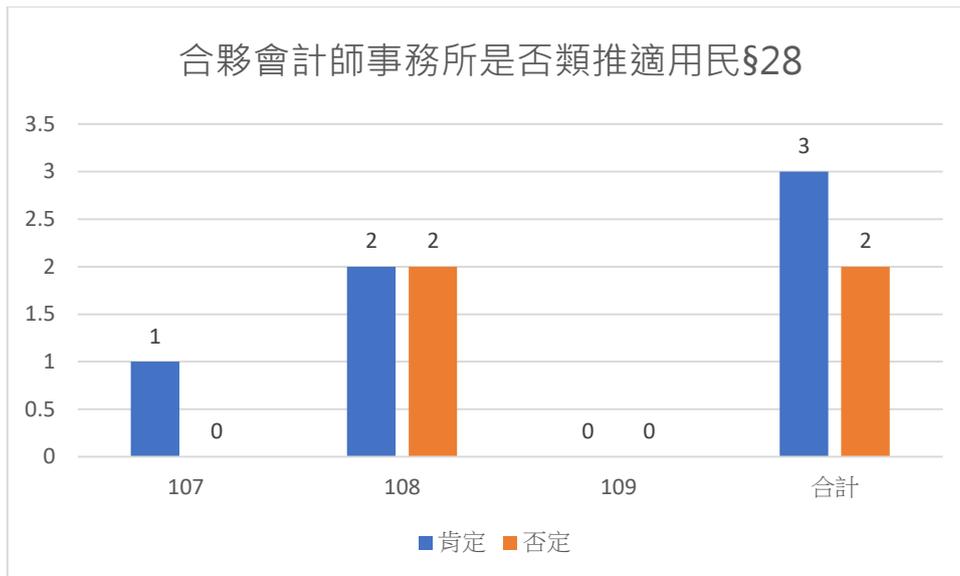


圖 7

對此爭點最早採取肯定見解者為案號 99 金 6 之遠航案一審判決，法院認為：「已見合夥人因經營共同事業，須有合夥代表、一定之組織、財產及活動管理機制，故於契約之外，亦同時表現團體之性質，與法人本質並無軒輊。是以，合夥人若因執行合夥事務，侵害他人權利而成立一般或特殊侵權行為者，與法人之有代表權人，因執行職務加損害於他人之情形相類，其所生之法效應等量齊觀，被害人自可類推適用民法第 28 條規定，請求合夥與該合夥人連帶負賠償責任（最高法院 101 年度台上字第 1695 號判決意旨參照）。被告邱明玉、盧啟昌與被告勤業眾信事務所間為合夥關係，為被告邱明玉、盧啟昌、勤業眾信事務所自承（本院卷十九第 322 頁），渠等以「勤業眾信聯合會計師事務所會計師」名義，就系爭財報出具查核、核閱報告（卷附系爭財報影本），外觀上足認與執行被告勤業眾信事務所之職務有關，

自屬執行職務之範疇（最高法院 107 年度台上字第 509 號、106 年度台上字第 2852 號判決意旨參照），類推適用民法第 28 條規定，被告勤業眾信事務所應各與被告邱明玉、盧啟昌所負比例責任，負連帶賠償責任。」。

對此爭點採取否定見解者，例如案號 102 金 11 之科風案一審判決，法院認為：「原告訴請被告會計師損害賠償並無理由，已如前述，則原告另主張被告會計師為德昌聯合會計師事務所之合夥人，依民法第 681 條或類推適用民法第 28 條規定，訴請德昌聯合會計師事務所負連帶賠償責任一節，亦屬無據，不能准許。」

#### **4.證§20II 是否以不實內容具重大性為必要**

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 7 件，一審 3 件、二審 4 件、三審 0 件。其中一審之 3 件判決，均採取肯定見解（佔 100%）；二審之 4 件判決亦均採取肯定見解（佔 100%）。因此，7 件判決均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 8。從圖表中可以發現，本爭點討論之案件均採取肯定見解，雖最高法院對此爭點尚未表態，然可推測實務較傾向採取肯定見解。

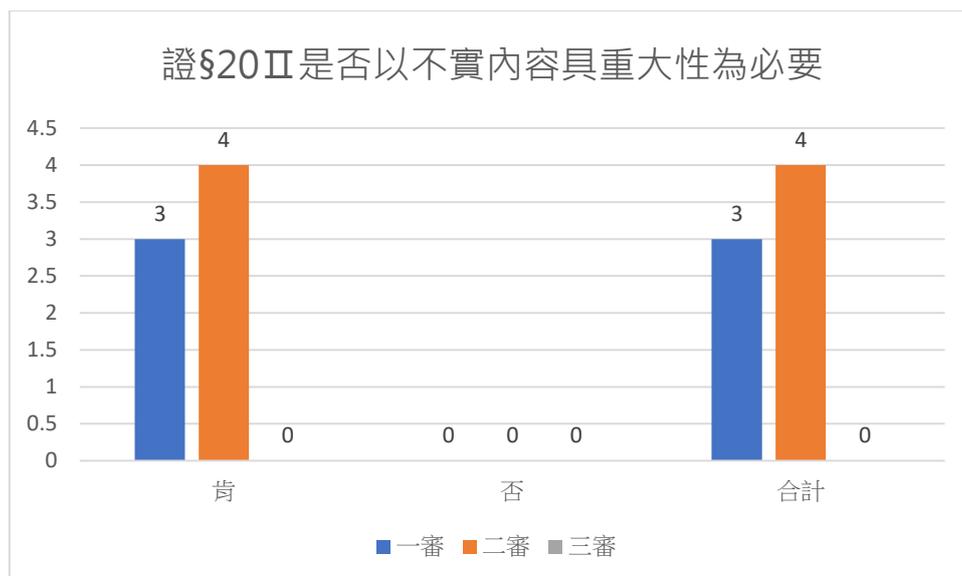


圖 8

若以年度為區分，於民國 107 年間僅有 1 件判決討論此爭點且採取肯定見解（佔 100%）；民國 108 年間則有 4 件判決且均採取肯定見解（佔 100%）；民國 109 年間則有 2 判決且亦均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 9。從圖表中可以發現，民國 107 年間、民國 108 年間及民國 109 年間均有判決討論此爭點且均採取肯定見解，故可推測實務較傾向採取肯定見解。

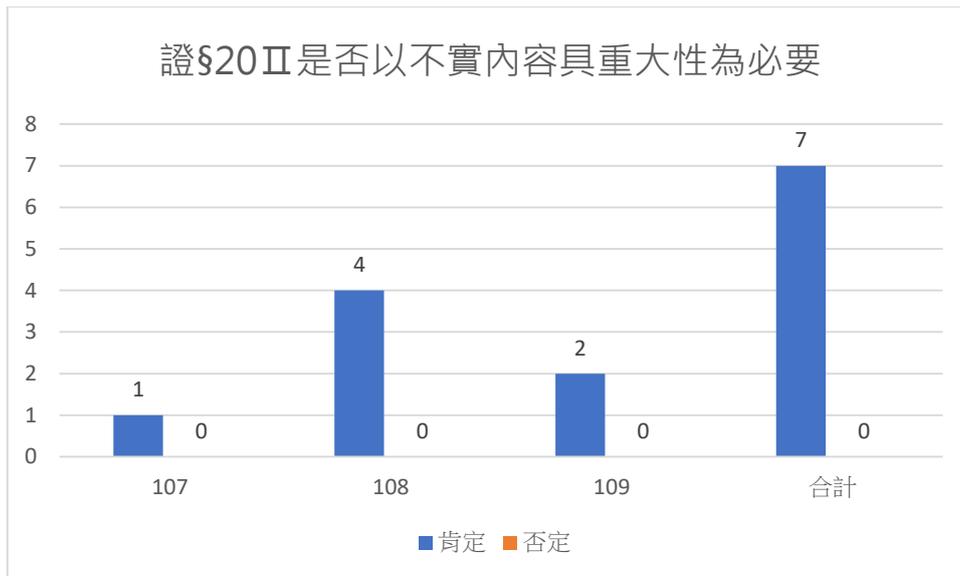


圖 9

對此爭點地院有採取肯定見解者，例如案號 102 金 11 之科風案一審判決，法院認為：「證券交易法上『重大性』概念判斷的核心，在於不實資訊對一般理性投資人而言，可能具有顯著影響，在整體資訊考量下，仍然可能影響其投資決策，因此在判斷某項不實資訊是否符合證券交易法『重大性』要件時，必須根基於理性投資人可能實質改變其投資決策的核心概念下，藉由前述『量性指標』和『質性指標』進行全面性的綜合判斷，只要符合其中之一，即屬重大而應揭露，並不需要兩者兼具，俾發揮『質性指標』補漏網的功能，避免行為人利用『量性指標』、形式篩檢，而為實質脫法規避行為，以維護證券市場之誠信。相反地，如該不實內容，在客觀上不具備『重大性』，即無科以刑罰之必要，庶符刑法謙抑、最後手段性及比例原則，自不待言（最高法院 108 年度臺上字第 1547 號判決意旨參照）。」。

對此爭點高院亦有採取肯定見解者，例如案號 106 金上更一 1 之名鐘案二審判決，法院認為：「按證券交易法第 20 條之 1 第 1 項所稱財務報告之『主要內容』，解釋上應指足以影響一般投資人對投資或其他行為之判斷的重要內容而言。依第 36 號公報第 16 條規定：『核閱人員核閱財務報表時對重大性之考量，應與查核財務報表時相同。』，而查核報表時關於重大性之判斷，依審計準則公報第 51 號（查核規劃及執行之重大性）第 2 條第 2 款、第 6 條第 2 項等規定，應受不實表達之金額、性質或二者之影響，不實表達之金額雖低於重大性，但經查核人員考量相關情況後仍可將其評估為重大；另依美國證券交易委員會所屬幕僚成員於西元 1999 年發布之幕僚會計公告（Staff Accounting Bulletin）第 99 號（重大性評估之原則）（下稱第 99 號公告），則需兼衡『量性』及『質性』指標（見本院卷二第 83、84 頁），自可適用於核閱報表業務之執行。又實務上常用之量性指標有：稅前淨利之 5 % 至 10%、或總（銷貨）收入之 0.5% 至 1%。質性指標則有上開第 99 號公告所揭示：（1）該項誤述是否掩飾了營收趨勢之改變。（2）該項誤述是否掩蓋了公司未能達到分析師預期的事實。（3）該項誤述是否將一項損失轉化為利得，或將利得轉化為損失。（4）該項誤述是否涉及到對公司營運或獲利能力而言扮演重要角色之部門。（5）該項誤述是否影響公司之法規遵循。（6）該項誤述是否影響公

司之履約或償債能力。(7)該項誤述是否導致公司經營階層薪酬提昇，例如藉由滿足紅利或其他激勵薪酬之要件，來達到增加薪酬的效果。

(8) 該項誤述是否涉及某項非法活動之掩飾。(9) 該項誤述是否公司經營階層故意所為。」。

## 5.證§20 是否限於故意

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 6 件，一審 3 件、二審 3 件、三審 0 件。其中一審之 3 件判決，採取肯定見解者有 2 件（佔 66.7%）、否定見解者有 1 件（佔 33.3%）；二審之 3 件判決採取肯定見解者有 1 件（佔 33.3%）、否定見解者有 2 件（佔 66.7%）。因此，6 件判決中採取肯定見解者有 3 件（佔 50%），否定見解者有 3 件（佔 50%），整理如圖 10。從圖表中可以發現，關於本爭點討論之判決，一、二審法院肯否見解均有所採，且判決數量不相上下，然最高法院對此爭點尚未表態，故實務主流見解為何仍有待觀察。

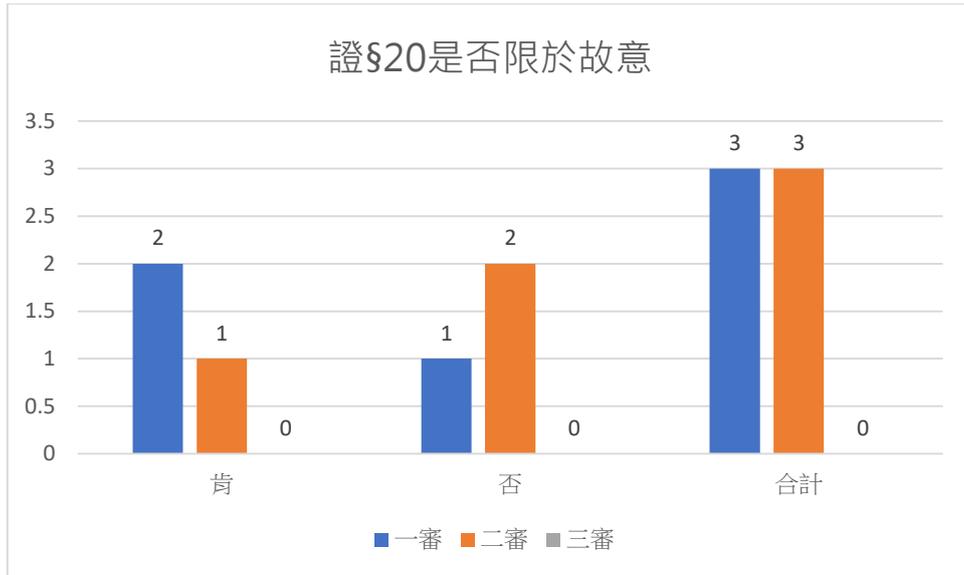


圖 10

若以年度為區分，於民國 107 年間無判決討論此爭點；民國 108 年間則有 4 件判決，採取肯定見解者有 3 件（佔 75%）、否定見解者有 1 件（佔 25%）；民國 109 年間則有 2 判決且均採取否定見解（佔 100%），整理如圖 11。從圖表中可以發現，民國 108 年間多採取肯定見解，民國 109 年間則改採否定見解，實務見解是否有朝向否定見解之趨勢，因本次研究涉及之判決數過少，仍有待觀察。

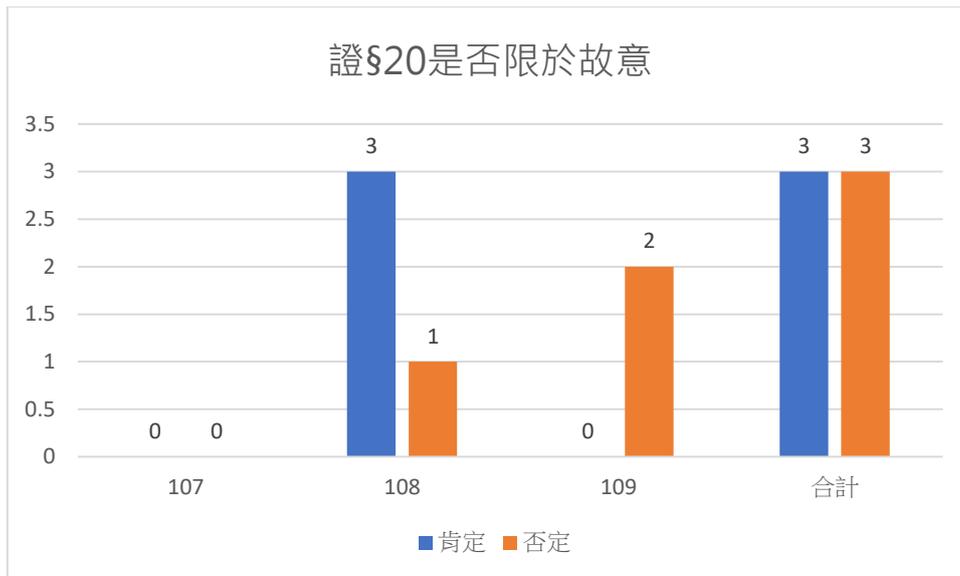


圖 11

對此爭點有採取肯定見解者，例如案號 102 金上 11 之科風案一審判決，法院認為：「就證交法第 20 條第 1 項至第 3 項規定之文義以觀，所指之虛偽、詐欺、隱匿或其他足以致他人誤信之行為類型，均屬行為人主觀出於「故意」行為之主觀態樣甚明。所謂「虛偽」係指陳述之內容與客觀事實不符；「詐欺」係指以欺罔之方法騙取他人財物；「其他足致他人誤信之行為」係指陳述之內容有缺漏或其他原因誤導投資人而言，故應係指行為人有積極之「故意行為」而言；此參之同法第 171 條第 1 項第 1 款，就行為人違為第 20 條第 1 項、第 2 項所定之不實財報罪，無論虛偽、詐欺或其他使人誤信等行為，均須出於行為人之故意為限，否則即不成罪（最高法院 83 年臺上字第 4931 號刑事判決意旨參照），其並不處罰過失犯自明；且從制裁不法以維證券市場交易安定性之考量，上開條文之解釋與適用，自不宜擴

張及於『過失行為』；另參酌同法第 31 條、第 32 條有關募集有價證券向認股人或應募人交付之公開說明書，如其應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者，應負責賠償責任之規定，就該第 32 條於 77 年間修正理由，乃係將原條文『虛偽或欠缺』改為『虛偽或隱匿』，此因『欠缺』屬公司業務上之疏忽，並非故意隱瞞，如公開說明書有欠缺情事時，可以通知發行人補正，不宜遽予處罰，因此將『欠缺』改為『隱匿』，以示處罰故意行為之意；則該法第 20 條、第 32 條之解釋方法應屬一致，即可認虛偽、隱匿、詐欺及其他足致他人誤信之行為，均限於故意，不包括過失行為在內。」。

對此爭點有採取否定見解者，例如案號 106 金上 6 之智盛案二審判決，法院認為：「四、而公開說明書不實（證交法第 32 條）、證券詐欺（證交法第 20 條第 1 項、第 3 項）及資訊不實（證交法第 20 條第 2 項、第 20 條之 1）等民事責任規定，實務上常有競合之情形。證券交易法第 32 條係針對『募集有價證券時所交付之公開說明書』主要內容有虛偽或隱匿情事時，發行人、負責人、在公開說明書上簽章證實之職員及會計師等專門職業或技術人員所應負之責任為規定（無論故意過失均負連帶賠償責任，其中發行人為無過失責任，其他人為推定有過失，應舉證免責）。證交法第 20 條第 2 項、第 20 條之 1 則係就『有價證券發行人依證券交易法規定申報或公告之財務報告

及財務業務文件』主要內容有虛偽或隱匿之情事時，發行人、負責人、在財務報告及財務業務文件簽章證實之職員、簽證會計師所應負責任為規定（發行人及其董事長、總經理為無過失責任，其他負責人、職員為推定過失責任，應舉證免責；會計師為過失責任，應由主張賠償之人舉證其過失。其他負責人、職員及會計師之過失行為依責任比例負責）。至於證交法第 20 條第 1 項、第 3 項關於『有價證券之募集、發行、私募或買賣有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為』之損害賠償責任主體之範圍為何，條文之文義並不明確，參酌 95 年 1 月 11 日修正公布之同法第 20 條之 1 第 3 項及 77 年 1 月 29 日修正公布之同法第 32 條第 1 項第 4 款責任主體所作之規定，在解釋上凡就財務報告應負責之人均應受該條項之規範，且行為人之責任型態應不以故意为限，同法第 20 條之 1 有關各行為人之（推定）過失責任、過失比例責任及舉證責任等規定，不妨作為法理予以適用（最高法院 101 年度台上字第 1695 號、第 2037 號、104 年度台上字第 1994 號判決參照）。而在合於證券交易法第 32 條所定情形，應優先適用該條文，在非屬第 32 條但合於第 20 條之 1 情形，則應適用第 20 條之 1，僅不合於前二條之情形，方得適用第 20 條第 1、3 項規定。另違反證交法第 20 條第 1 項應負損害賠償責任者，如有數人，是否負連帶責任？證交法並未明定，依民法第 272 條規定，本不應連帶負責，惟行為人

如符合民法第 185 條共同侵權行為之要件者，應依該條規定負連帶責任。」。

## 6. 證交法是否屬民§184II之保護他人法律

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 9 件，一審 5 件、二審 4 件、三審 0 件。其中一審有 5 件判決且均採取肯定見解(佔 100%)，；二審有 4 件判決且亦均採取肯定見解（佔 100%）。因此，9 件判決均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 12。從圖表中可以發現，本爭點討論之案件均採取肯定見解，雖最高法院對此爭點尚未表態，然應可推測實務傾向採取肯定見解。

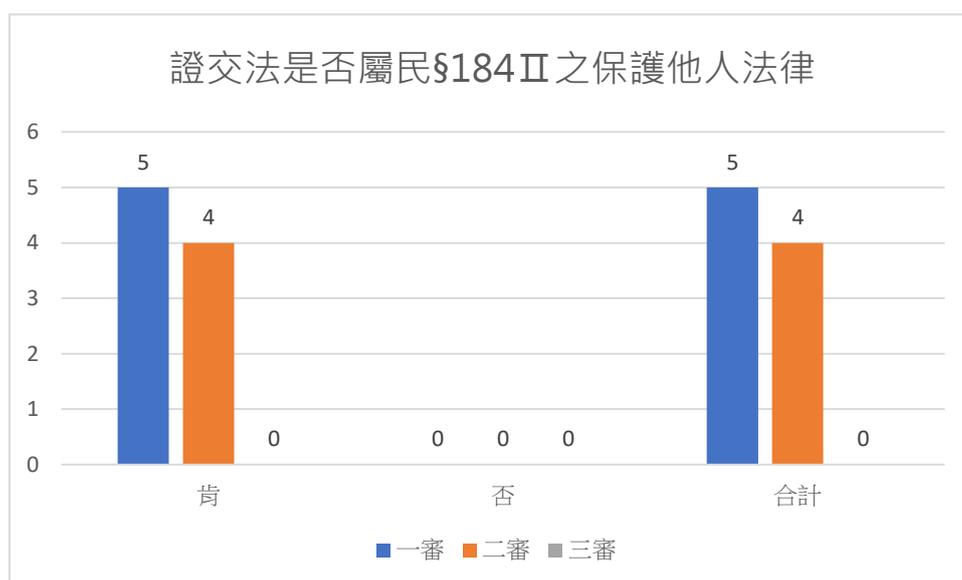


圖 12

若以年度為區分，於民國 107 年間無判決討論此爭點；民國 108 年間有 6 件判決且均採取肯定見解（佔 100%）；民國 109 年間有 3

判決且均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 13。從圖表中可以發現，僅民國 108 年間及民國 109 年間有判決討論此爭點，且均採取肯定見解，故可推測實務較傾向採取肯定見解。

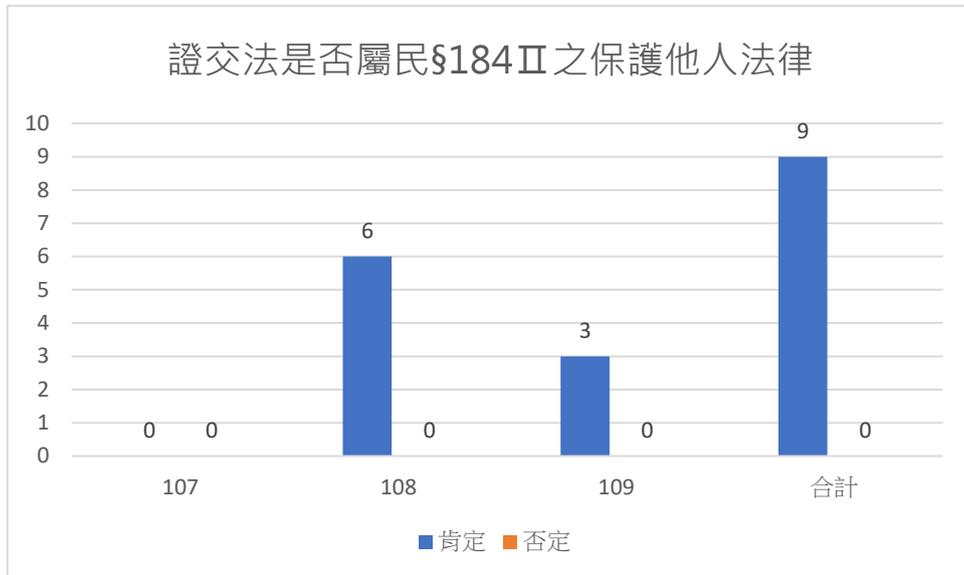


圖 13

對此爭點地院有採取肯定見解者，例如案號 106 金 4 之光洋案一審判決，法院認為：「本件原告主張被告二人違反證交法第 20 條、第 20 條之 1 有關財報真實義務之規定，而證交法屬保護他人之法律，被告二人應構成民法第 184 條第 2 項所定之行為等語，經查：觀證交法第 1 條規定：『為發展國民經濟，並保障投資，特制定本法』，是證交法之規定除為發展及保護國家經濟，本兼有為保護投資人而茲以制訂，且衡諸證交法第 20 條：『有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。發行人依本法規定申

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。違反第 1 項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償責任』；及同法第 20 條之 1 『前條第 2 項之財務報告及財務業務文件或依第 36 條第 1 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。』之規定，本即含有詐欺行為之意涵在內，足徵證交法第 20 條、第 20 條之 1 之規定乃保護他人之法律，固無疑問。」。

對此爭點高院有採取肯定見解者，例如案號 108 金上 1 之邦泰案二審判決，法院認為：「又依證交法第 1 條明定保障投資為立法之目的，故證交法係屬保護投資人之法律，故違反證交法之行為，應屬違反保護投資人之法律，是證交法第 20 條第 2 項之規定，應屬侵權行為之特別類型規定，則關於民法第 184 條以下侵權行為之規定，亦有其適用。」。

## 7.本案是否罹於時效

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 6 件，一審 0 件、二審 5 件、三審 1 件。其中一審尚無判決討論此爭點；二審之 5 件判決中，採取肯定見解者有 1 件（佔 20%）、否定見解者有 4 件（佔 80%）；三審僅有 1 件判決且採取肯定見解（佔 100%）。因此，6 件判決採取肯定見解者有 2 件（佔 33.3%），採取否定見解者有 4 件（佔 66.7%），整理如圖 14。從圖表中可以發現，本爭點討論之案件二審法院肯否見解均有所採，然大多採取否定見解，雖最高法院對此爭點採取肯定見解，然二審多採否定見解，故實務主流見解為何尚有待觀察。

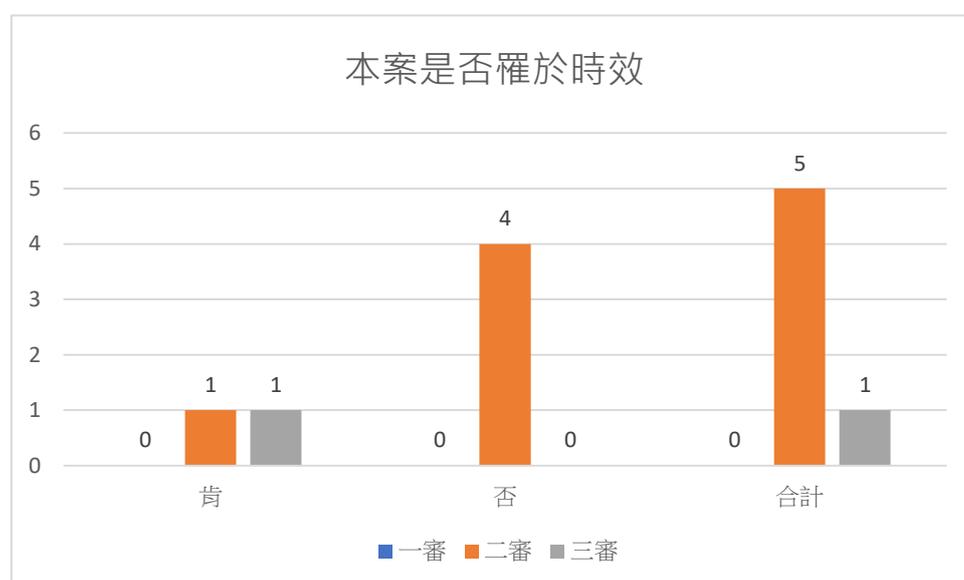


圖 14

若以年度為區分，於民國 107 年間無判決討論此爭點；民國 108 年間則有 4 件判決，採取肯定見解者有 1 件（佔 25%），採取否定見

解者有 3 件（佔 75%）；民國 109 年間則有 2 判決，採取肯定見解者有 1 件（佔 50%）、否定見解者有 1 件（佔 50%），整理如圖 15。從圖表中可以發現，僅民國 108 年間及民國 109 年間有判決討論此爭點，民國 108 年間多採取否定見解，民國 109 年間則肯否見解均有所採，惟實務主流見解為何尚有待觀察。

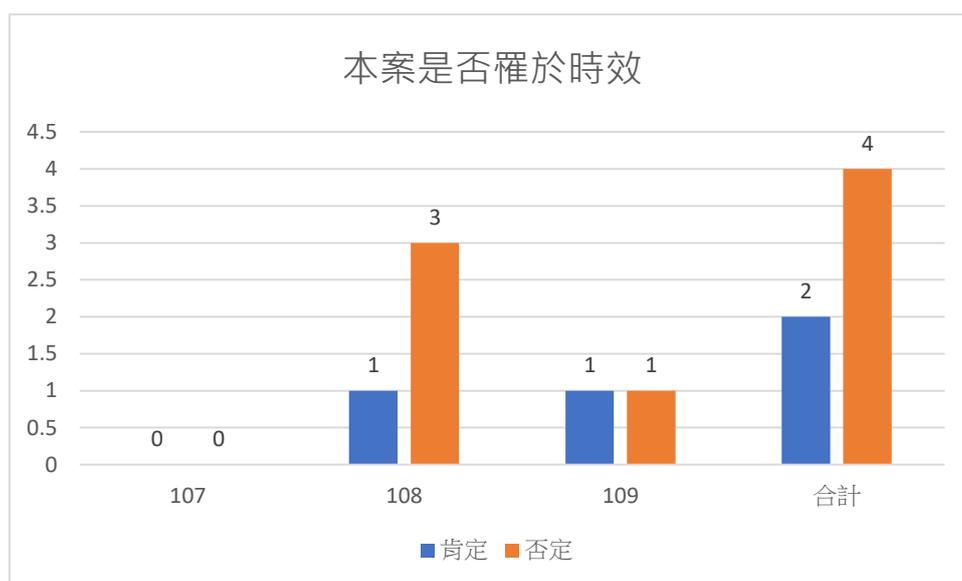


圖 15

對此爭點高院有採取否定見解者，例如案號 108 金上 1 之邦泰案二審判決，法院認為：「末按，證交法第 21 條規定：『本法規定之損害賠償請求權，自有請求權人知有得受賠償之原因時起二年間不行使而消滅；自募集、發行或買賣之日起逾五年者亦同。』上訴人主張於 103 年 6 月 6 日媒體揭露邦泰公司因前執行長古○○掏空案，同年 9 月 9 日消息爆發後，授權投資人於前揭時點始知悉上情等語，尚難認有違

一般社會常情，故本院認前揭時點應可據為認定授權投資人因被上訴人違反證交法第 20 條之 1 規定，實際知悉損害及賠償義務人之時點。準此，上訴人於 105 年 4 月 1 日對被上訴人起訴請求損害賠償，尚未罹於時效消滅。從而，被上訴人主張本件損害賠償請求權，業已罹於時效而消滅，並為時效抗辯云云，自無可採。」。

對此爭點有採取肯定見解者，例如案號 108 台上 1496 之綠能財測案三審判決，法院認為：「參以前述原財測所憑基本假設變動及綠能公司營收遽降之資訊早已進入證券市場，可否謂綠能公司之合理投資人於綠能公司更新原財測時，對該公司因基本假設變動應即時更新原財測而未更新之侵權行為未能知悉？況綠能公司針對其部分員工 100 年間疑涉內線交易情事，於 102 年 7 月 6 日發布重大訊息，同日或翌日蘋果日報、中國時報等對此所為報導，亦載有綠能公司拖延公告調降財測事（見一審卷二第 6 至 12 頁），則合理投資人是否至此仍可謂其未能知悉綠能公司未即時更新原財測之侵權行為，亦非無疑，自待研求。上訴人抗辯被上訴人於 104 年 8 月 3 日提起本訴，請求權已罹於 2 年時效等語（見一審卷二第 5 頁），亦似非無稽空言。原審未察，逕謂授權人自綠能公司更新原財測、針對員工所涉內線交易所發布重大訊息及其相關報導，未能知悉林蔚山、林和龍故意怠於更新原財測之侵權行為，並為不利上訴人之論斷，亦屬疏略。」。

## 8.是否有被告依證§20-1 負比例責任

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 8 件，一審 3 件、二審 5 件、三審 0 件。其中一審之 3 件判決均採取肯定見解（佔 100%）；二審僅有 5 件判決中，採取肯定見解者有 4 件（佔 80%）、否定見解者有 1 件（佔 20%）。因此，8 件判決中採取肯定見解者共有 7 件（佔 87.5%）、採取否定見解者共有 1 件（佔 12.5%），整理如圖 16。從圖表中可以發現，本爭點之討論實務見解肯否兩說皆有所採，惟多數採取肯定見解，雖最高法院對此爭點尚未表態，然應可推測實務傾向採取肯定見解。

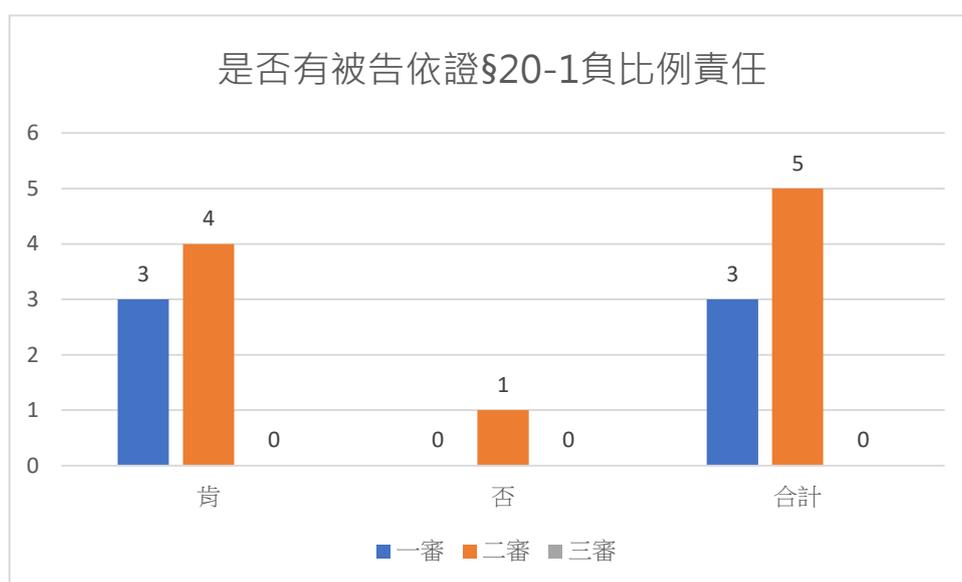


圖 16

若以年度為區分，於民國 107 年間僅有 1 件判決討論此爭點且採取肯定見解（佔 100%）；民國 108 年間則有 6 件判決，採取肯定見解

者有 5 件 (佔 83.3%)，採取否定見解者有 1 件 (佔 16.7%)；民國 109 年間亦僅有 1 判決且採取肯定見解 (佔 100%)，整理如圖 17。從圖表中可以發現，民國 107 年間至民國 109 年間均有判決討論此爭點，雖偶有採否定見解者，惟歷年來採取肯定見解者均較多，於民國 108 年間更顯而易見，故應可推測實務傾向採取肯定見解。

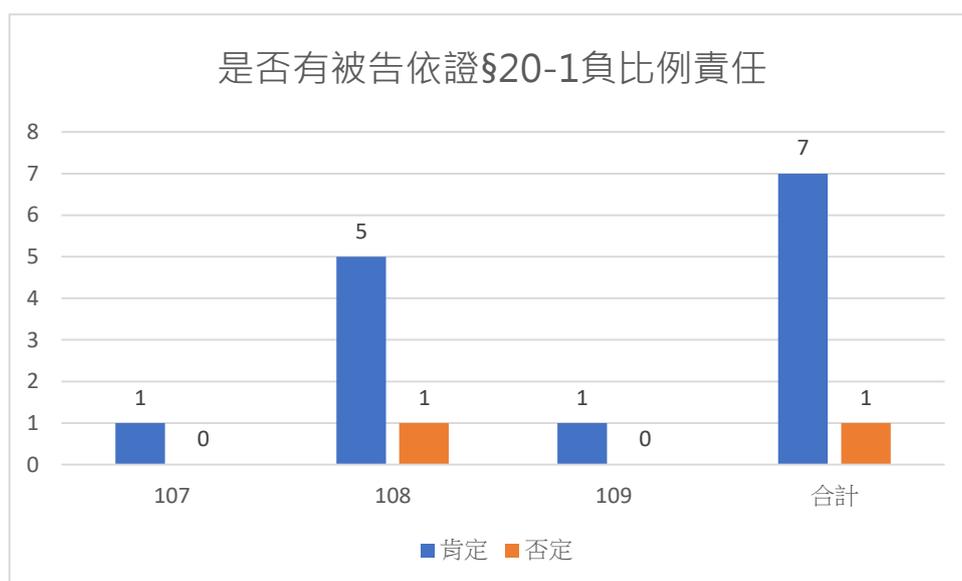


圖 17

對此爭點有採取否定見解者，例如案號 105 金上 6 之新泰伸(財)案二審判決，法院認為：「(2) 證交法第 20 條之 1 第 5 項規定：除發行人、發行人之董事長、總經理外，因其過失致第一項損害之發生者，應依其責任比例，負賠償責任。此項規定之立法理由指出『參考美國 1995 年 Private Securities Litigation Reform Act，未來法院在決定所應負責任時，可考量導致或可歸屬於原告損失之每一違法人員之行為特

性，及違法人員與原告損害間因果關係之性質與程度，就個案予以認定，故為利法院未來就是類案件之判決，責任比例認定之準則，於第四項規定授權主管機關定之。』。本件新泰伸公司董事長王台齡、總經理林仁佑（兼董事）、實際負責人林正清、會計主管陳立祥（兼董事）共同隱匿關係人交易、虛偽循環交易，故意編製不實系爭財報，而董事王財旺、林耿賢、吳武明、羅東太、監察人吳佳鴻、朱玉珠等人為編造、通過、查核、承認系爭財報之人，亦非因過失行為所致，故均應負全部連帶賠償責任，無依過失程度減輕責任之可言；法人董事之東陞公司、金霆公司就其公司代表人應負之賠償責任，依民法第28條、公司法第23條規定應負連帶責任。另高昭陽、周文盛係將中基公司、進巨公司之大小印章及票據文件等交付林正清為不正當使用，與林正清有犯意聯絡，為不法行為之共同行為人，同非因過失所致，亦無按情節輕重定其責任比例規定之適用。」。

對此爭點有採取肯定見解者，例如案號108金上1之邦泰案二審判決，法院認為：「肯定說。是徐文宗、俊順公司、登財公司、午研公司、字佩芬等人於擔任邦泰公司董事期間，怠於履行其監督邦泰公司業務執行及內部控管之職權，未查察公司營運及財務狀況有無舞弊情事，未盡善良管理人注意義務，亦有過失；而監察人亦怠於行使監察人職權，未依公司法有關監察人監督、調查權等規定，隨時檢查邦

泰公司業務、財務狀況，及查核簿冊文件，亦有應注意，能注意而未注意之過失。再嚴文筆等三人係如附表二所示編號 18 至 24 之財務報告簽證會計師，負責查核公司簿冊等財務報告文件，而未能及時查出邦泰公司前揭進行借貸、保證情事，致如附表二所示之各財報確有上開虛偽不實之處，令公司會計師簽證查核之制度形同虛設，亦屬有過失，且其等過失致如附件一至附件七所示之授權投資人誤信上開財務報告而在交易市場買入有價證券，受有損害各節，均已詳如前述。再審酌損害賠償之目的，在於填補債權人所生之損害，其應回復者，並非原來狀態，而係應有狀態，應將非可歸責於債務人事由之變動狀況考慮在內，是徐文宗、俊順公司、登財公司、午研公司、字佩芬等董事及監察人，與嚴文筆等三人就本件賠償責任，應各負  $1/2$ 、 $1/5$  之比例責任為適當。」。

## （二）個別責任主體爭點演變趨勢

### 1. 董事、監察人責任

就董事及監察人之責任主要係以證交法第 20 條之 1 第 1 項第 1 款認定，並依同條第 2 項係採推定過失責任，而其多以 1. 代表人董監事應負賠償責任時，法人股東是否應連帶、2. 得否以不法行為發生於就任前為由免責、3. 得否以公司已委任會計師查核財報為由免責、4.

得否以股東會已決議承認財報為由免責、5.得否以授權經營階層／未參與經營為由免責、6.得否以擔任獨董無法參與決策為由免責，及 7. 董監事是否係依公§27II 選任，以下分別介紹該七種抗辯事由法院之認定：

### (1) 代表人董監事應負賠償責任時，法人股東是否應連帶

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 5 件，一審 3 件、二審 1 件、三審 1 件。其中一審之 3 件判決中，採取肯定見解者有 2 件（佔 66.7%）、否定見解者 1 件（佔 33.3%）；二審僅有 1 件判決且採取肯定見解（佔 100%）；三審僅有 1 件判決且採取否定見解（佔 100%）。因此，5 件判決中採取肯定見解者共有 3 件（佔 60%）、採取否定見解者共有 2 件（佔 40%），整理如圖 18。從圖表中可以發現，本爭點之討論實務見解肯否兩說皆有所採，雖最高法院對此爭點採取否定見解，然討論本爭點之判決過少，故實務之主流見解為何尚有待觀察。

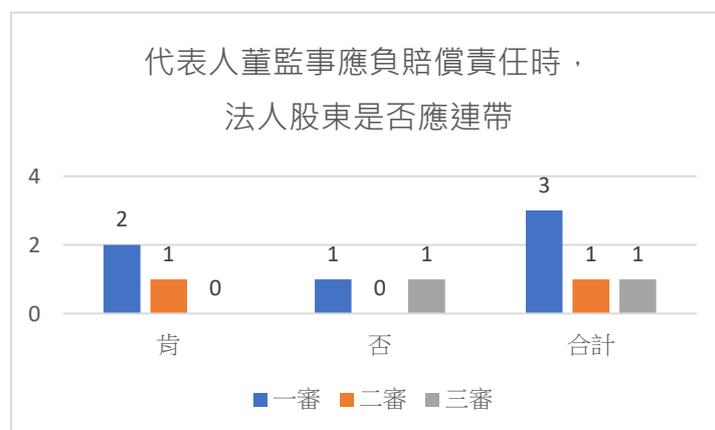


圖 18

若以年度為區分，於民國 107 年間僅有 1 件判決討論此爭點且採取肯定見解（佔 100%）；民國 108 年間則有 4 件判決，採取肯定見解者有 2 件（佔 50%）、否定見解者有 2 件（佔 50%）；民國 109 年間則無判決討論此爭點，整理如圖 19。從圖表中可以發現，僅民國 107 年間、民國 108 年間有判決討論此爭點，雖民國 107 年間採取肯定見解，惟民國 108 年間肯否兩說見解皆有所採，故實務主流見解為何尚有待觀察。

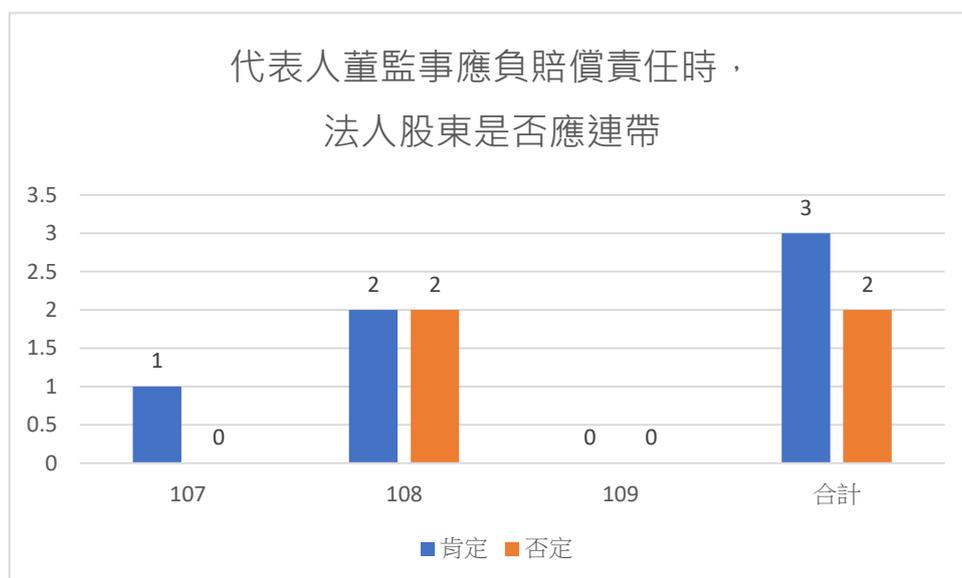


圖 19

對此爭點最早採取肯定見解者為案號 99 金 6 之遠航案一審判決，法院認為：「法人指派自然人代表人依公司法第 27 條第 2 項規定當選為他公司董事或監察人情形，該自然人代表人屬他公司之當然負責人或職務負責人，應無疑義；而依公司法第 27 條第 3 項規定，法人股

東既得隨時改派自然人代表人補足原任期，無庸經董、監事補選或改選程序，有完全且實質之人事、財務、持股之監控權，且該受指派之自然人代表人與法人股東間復具代表之關係，則該自然人代表人倘執行職務加損害於他人，並依一般侵權行為或特殊侵權行為之法律應負賠償責任之際，該法人股東亦應依民法第 28 條規定，負連帶賠償之責。依上論旨，法人股東無論自行當選為董事、監察人，指定自然人代表行使職務（公司法第 27 條第 1 項），或指派自然人代表人當選為董事或監察人（公司法第 27 條第 2 項），該自然人代表人均屬他公司之當然負責人或職務負責人，倘該自然人代表人因執行職務加損害於他人，併成立一般、特殊侵權責任，本諸自然人代表人與該法人股東間之代表關係，該法人股東均應依民法第 28 條規定負連帶賠償責任。」。

對此爭點最高法院有採取否定見解者，例如案號 106 台上 2400 之宏達科案三審判決，法院認為：「原審就上訴人請求國發基金，永豐銀行給付部分、耀管會給付關於附表 C、E、F 財報損害賠償部分，鍾自強給付關於附表 C 財報損害賠償部分，廢棄第一審所為耀管會、鍾自強、國發基金部分敗訴之判決，改為駁回上訴人該部分之訴，暨維持第一審就其餘部分所為上訴人敗訴部分之判決，駁回上訴人該部分之上訴，經核於法並無違誤。」。

## (2) 得否以不法行為發生於就任前為由免責

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 2 件，一審 2 件、二審 0 件、三審 0 件。而一審之 2 件判決均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 20。從圖表中可以發現，本爭點之討論實務見解均採取肯定見解，然二審及最高法院對此爭點均未表態且討論本爭點之判決較少，故實務之主流見解為何尚有待觀察。

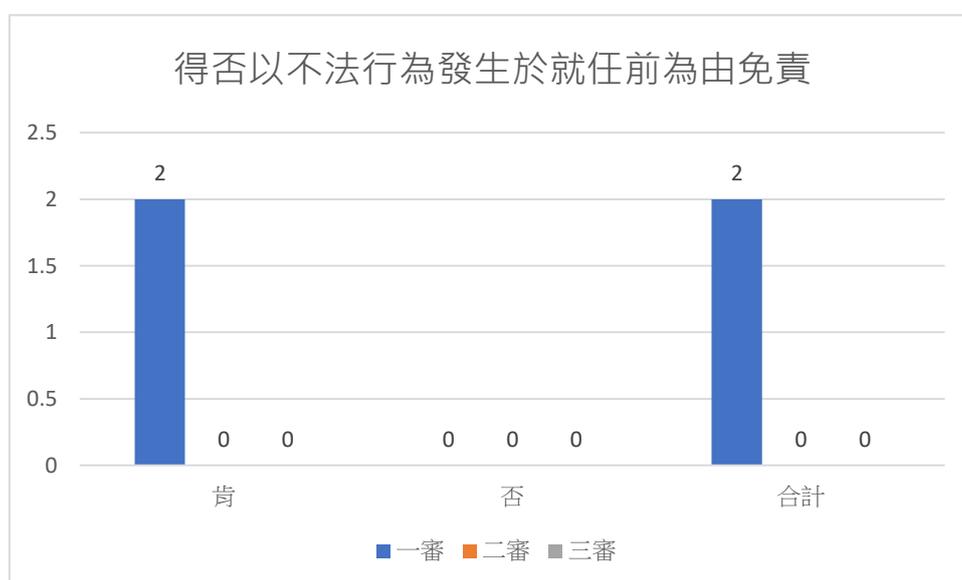


圖 20

若以年度為區分，於民國 107 年間僅有 1 件判決討論此爭點且採取肯定見解（佔 100%）；民國 108 年間亦僅有 1 件判決且採取肯定見解（佔 100%）；民國 109 年間則無判決討論此爭點，整理如圖 21。從圖表中可以發現，僅民國 107 年間及民國 108 年間有判決討論此爭點且均採取肯定見解，惟討論本爭點之判決甚少，故實務主流見解為

何，尚有待觀察。

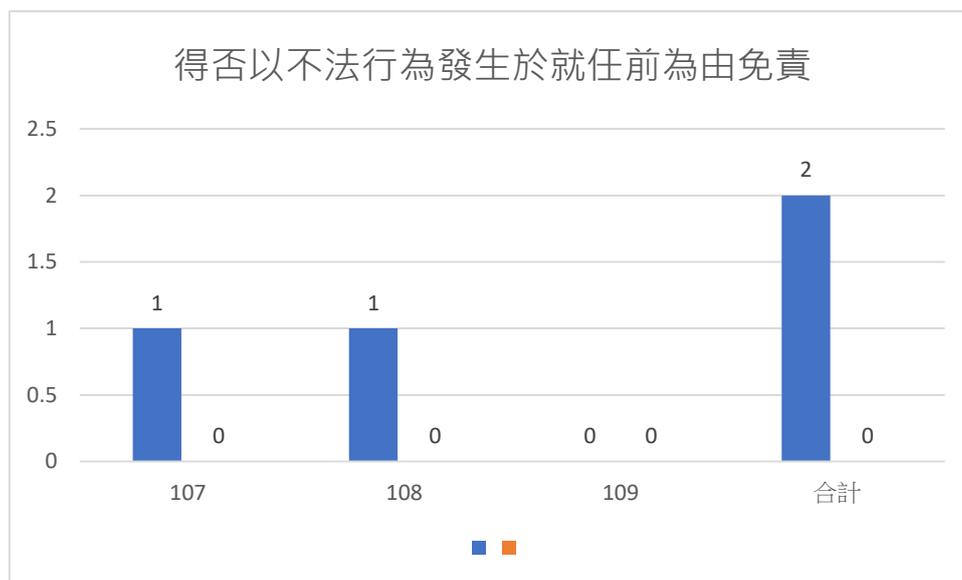


圖 21

對此爭點最早採取肯定見解者為案號99金6之遠航案一審判決，法院認為：「惟被告陳協裕、王得山任職董、監之始，系爭財報均已公告完畢，而系爭虛增費用亦未曾登載於系爭財報而對外揭露，則無論被告陳協裕、王得山是否未盡董事、監察人注意義務，均與系爭授權人買賣被告遠航公司股票或繼續持有，暨系爭授權人所受損失間，顯無相當因果關係。原告依民法第184條第2項規定，請求被告陳協裕、王得山負損害賠償責任，並依民法第185條第1項規定，請求渠等與其餘被告連帶賠償，並不可取。」。

### (3) 得否以公司已委任會計師查核財報為由免責

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 6 件，一審 2 件、二審 3 件、三審 1 件。其中一審有 2 件判決且均採取否定見解(佔 100%)；二審有 3 件判決且均採取否定見解(佔 100%)；三審亦僅有 1 件判決且採取否定見解(佔 100%)。因此，6 件判決均採取否定見解(佔 100%)，整理如圖 22。從圖表中可以發現，本爭點之討論無論審級為何實務均採取否定見解，故應可推測實務傾向採取否定見解。

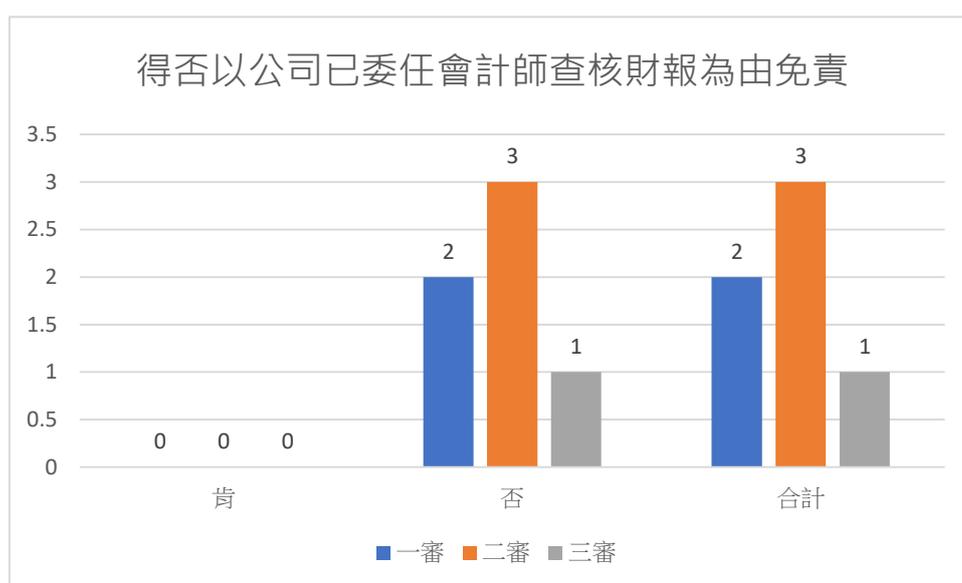


圖 22

若以年度為區分，於民國 107 年間僅有 1 件判決討論此爭點且採取否定見解(佔 100%)；民國 108 年間則有 5 件判決且亦均採取否定見解(佔 100%)；民國 109 年間則無判決討論此爭點，整理如圖 23。從圖表中可以發現，雖僅民國 107 年間及民國 108 年間有判決討論此

爭點，然其均採取否定見解，故應可推測實務傾向採取否定見解。

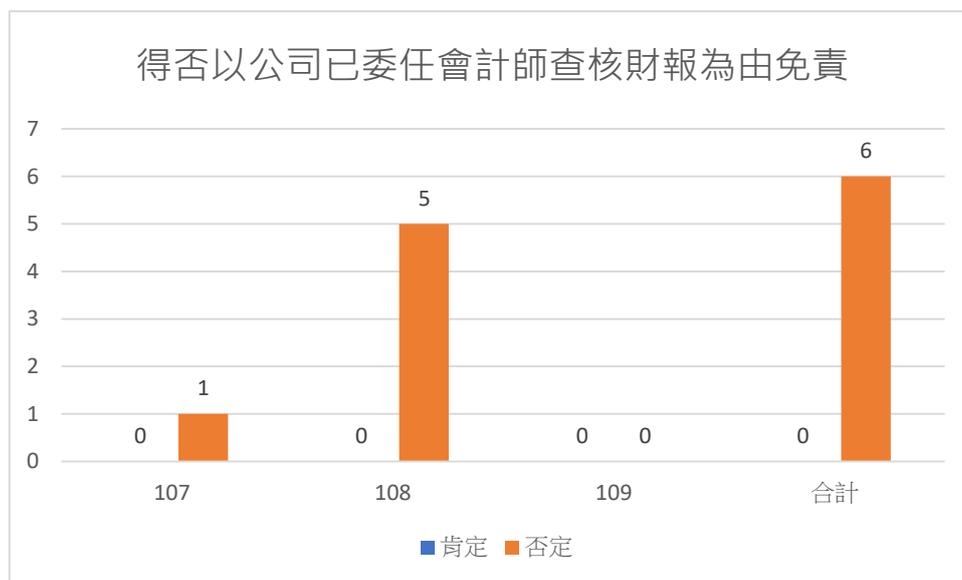


圖 23

對此爭點最早採取否定見解者為案號99金6之遠航案一審判決，法院認為：「況則，董事、監察人與簽證會計師，於地位、權限及責任本有所不同，董事、監察人為財報內部監督者，後者為外部審查者，三者各應依法定職責執行業務發揮功能，茲為法律確保財報內容真實之設計，並無互為信賴轉嫁卸免推諉責任之餘地，被告僅以專業分工信賴為空言抗辯，未提出具體事證證明已善盡注意能事，渠等上抗辯，自不可取。又如附表三所示虛增營收之不實交易，所涉金額均非微薄，並屬重要業務範疇，倘董事會僅形式上踐行會議程序，監察人僅形式上履行監督之責，毫未就該等不實交易為絲毫異議、查核，深入瞭解、追查，則董事、監察人均怠於行使董事、監察人職權，更甚明確。而

公司職能分工、分層授權之組織運作型態，顯非豁免、解除董事、監察人忠實義務及善良管理人注意義務之法定事由。又專業會計師簽證查核是否發見交易不實、虛增營收情事，或偵查機關偵查近半年，乃得釐清本件所涉交易不實，而系爭刑事案件迄未確定等節，均無足推認被告已盡相當之注意義務，則被告上之抗辯，亦不可採。」。

對此爭點最高法院亦有採取否定見解者，例如案號 106 台上 2617 之友昱案三審判決，法院認為：「再按股份有限公司之監察人得隨時調查公司業務及財務狀況，查核簿冊文件，並得請求董事會或經理人提出報告，公司法第 218 條第 1 項定有明文，故監察人得經由實質審查財務報表等簿冊以達成承認公司所公告並申報之財報之責任。99 年 6 月 2 日修正前證交法第 36 條第 1 項規定，發行有價證券之公司申報及公告之財報應經會計師查核簽證、董事會通過及監察人承認。參諸其於 57 年 4 月 30 日制定及 77 年 1 月 29 日修正之立法理由『本條規定旨在加強發行公司財務報告之可靠性，並規定應定期向主管機關申報並公告之，以符財務公開之原則』、『發行公司之財務報告為投資人投資有價證券之主要參考依據，必須符合可靠性、公開性外，尚須具時效性，使投資人了解公司之現狀與未來』，乃為符合財報可靠性、公開性及時效性，而要求公司財報應經外部專業人士之會計師查核簽證或核閱，並及時申報公告，但仍需經由監察人承認，此係與監

察人各司其責，而非解免監察人詳實審認後方得予以承認之義務。原審見未及此，未查究友昱公司之監察人王炳仁於任職期間，有無善盡監察人實質審查財務報表等簿冊之義務，即以財報三已經會計師查核後出具無保留意見，遽謂其已盡相當注意，並有正當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿情事，而為不利上訴人之判決，亦有未合。上訴論旨，指摘原判決違背法令，求予廢棄，非無理由。」。

#### (4) 得否以股東會已決議承認財報為由免責

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 2 件，一審 2 件、二審 0 件、三審 0 件。而一審之 2 件判決均採取否定見解（佔 100%），整理如圖 24。從圖表中可以發現，本爭點討論之案件不多，但實務見解均採取否定見解，然討論本爭點之判決較少且最高法院對此爭點尚未表態，故後續見解仍有待觀察。

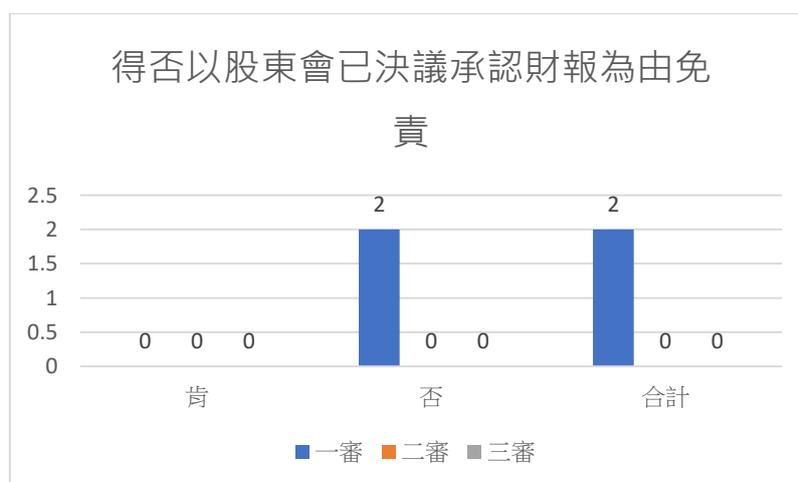


圖 24

若以年度為區分，於民國 107 年間僅有 1 件判決討論此爭點且採取否定見解（佔 100%）；民國 108 年間亦僅有 1 件判決且採取否定見解（佔 100%）；民國 109 年間則無判決討論此爭點，整理如圖 25。從圖表中可以發現，僅民國 107 年間及民國 108 年間均有判決討論此爭點且均取否定見解，惟民國 109 年間後尚無法院對此爭點進行表態，且討論此爭點之判決數過多，實務是否採取否定見解仍有待觀察。

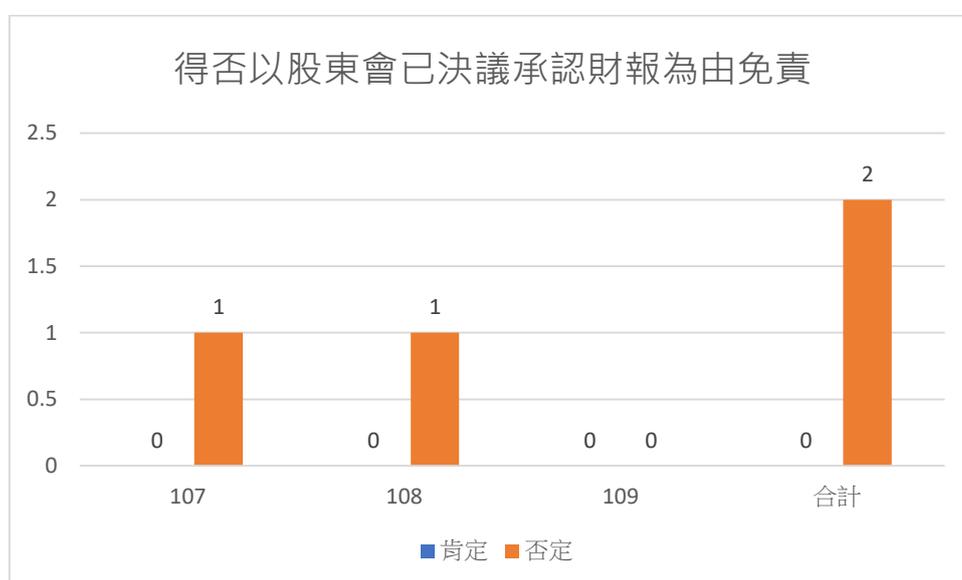


圖 25

對此爭點最早採取否定見解者，例如案號 99 金 6 之遠航案一審判決，法院認為：「被告雖抗辯：依公司法第 231 條規定，系爭財報經股東會決議承認後，伊等董、監責任均應解免云云。惟按，公司各項表冊（包含營業報告書、財務報表、盈餘分派或虧損撥補之議案，合稱會計表冊）經股東會決議承認後，視為公司已解除董事及監察人

之責任，但董事或監察人有不法行為者，不在此限，公司法第 231 條定有明文。前開所謂『解除董事及監察人之責任』，應限於董事會於每會計年度終了所編造，經監察人查核會計表冊所揭露記載之事項，或自此等表冊得以查知之事項，非包括因不法行為所生已發生或未確定發生之各種責任而言，且於其他事項，亦不包括在內。蓋股份有限公司之股東會非常設機關，僅於每年召集 1 次，或於必要時召集之(公司法第 170 條規定參照)；上開會計表冊所未揭露，無法使股東得以知悉之事項，既非股東會職權行使能力所及，自不能因股東會決議之承認，解除董事及監察人之責任，以保護公司及股東之權益，並符合企業所有與企業經營分離之精神(最高法院 105 年度台上字第 2074 號、95 年度台上字第 1942 號判決意旨參照)。自系爭財報之形式以察，系爭財報所涉如附表三虛增營收之情事，顯非通常股東會依其職權行使之能力自財報得查知之事項，揆諸上開論旨，縱經股東會決議承認，亦無得解免董事、監察人應負之責任，被告此部分抗辯，並不可採。況則，公司法第 231 條所定『解除責任』，乃董事及監察人得主張『解除對公司之責任』，並非得免除渠等對投資人依證交法第 20 條、第 20 條之 1 等規定所負責任，茲徵被告此部分抗辯，當不可取。」。

#### (5) 得否以授權經營階層／未參與經營為由免責

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 4 件，一審 2 件、二審 2 件、三審 0 件。其中一審之 2 件判決中，採取肯定見解者有 1 件（佔 50%）、否定見解者 1 件（佔 50%）；二審有 2 件判決且均採取否定見解（佔 100%）。因此，4 件判決中有採取肯定見解者共 1 件（佔 25%）、否定見解者共 3 件（佔 75%），有整理如圖 26。從圖表中可以發現，本爭點討論之案件不多，且實務肯否見解均有所採，雖多數仍採取否定見解，然最高法院對此爭點尚未表態，故後續實務見解之發展仍有待觀察。

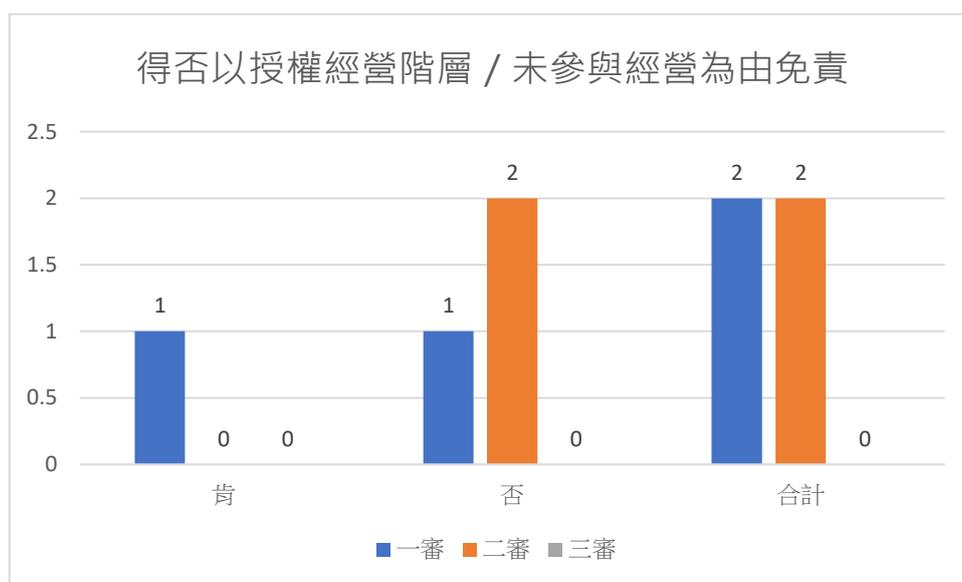


圖 26

若以年度為區分，於民國 107 年間僅有 1 件判決討論此爭點且採取否定見解（佔 100%）；民國 108 年間有 3 件判決，採取肯定見解者有 1 件（佔 33.3%）、否定見解者有 2 件（佔 66.7%）；民國 109 年則

無判決討論此爭點，整理如圖 27。從圖表中可以發現，僅民國 107 年間及民國 108 年間均有判決討論此爭點，雖民國 107 年間法院採取否定見解，然民國 108 年間肯否見解均有所採，惟民國 109 年間後尚無法院對此爭點表態，故後續實務發展為何尚有待觀察。

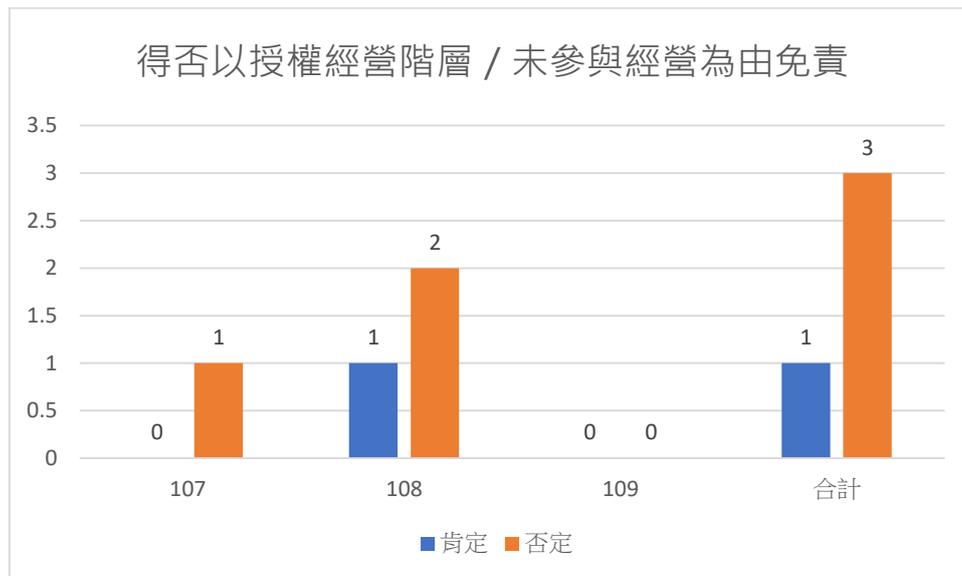


圖 27

對此爭點最早採取肯定見解者，例如案號 103 金 31 之康富生技案一審判決，法院認為：「被告黃淑宜、蕭子誼、林清福並無實際參與公司之營運及財務報告之製作，客觀上易信賴該各筆交易確有實際銷貨及付款之事實，且該財報亦經會計師簽註無保留意見書，足見被告黃淑宜、蕭子誼、林清福等顯有正當理由確信其主要內容無虛偽、隱匿情事，並對於會計師簽證之意見顯有正當理由確信其為真實，固縱被告康富生技公司系爭財報及公開說明書有所不實，原告未舉證證

明被告黃淑宜、蕭子誼、林清福等人有任何不法故意或過失存在，其等自不負賠償責任。」。

對此爭點最早採取否定見解者，例如案號 99 金 6 之遠航案一審判決，法院認為：「又如附表三所示虛增營收之不實交易，所涉金額均非微薄，並屬重要業務範疇，倘董事會僅形式上踐行會議程序，監察人僅形式上履行監督之責，毫未就該等不實交易為絲毫異議、查核，深入瞭解、追查，則董事、監察人均怠於行使董事、監察人職權，更甚明確。而公司職能分工、分層授權之組織運作型態，顯非豁免、解除董事、監察人忠實義務及善良管理人注意義務之法定事由。又專業會計師簽證查核是否發見交易不實、虛增營收情事，或偵查機關偵查近半年，乃得釐清本件所涉交易不實，而系爭刑事案件迄未確定等節，均無足推認被告已盡相當之注意義務，則被告上述之抗辯，亦不可採。」。

#### **(6) 得否以擔任獨董無法參與決策為由免責**

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 2 件，一審 1 件、二審 1 件、三審 0 件。其中一審有 1 件判決且採取肯定見解（佔 100%）；二審有 1 件判決且採取否定見解（佔 100%）。因此，2 件判決中採取肯定見解者共 1 件（佔 50%）、否定見解者共 1 件（佔 50%），整理

如圖 28。從圖表中可以發現，對於此爭點實務肯否見解均有所採，然討論本爭點之案件過少且最高法院對此爭點亦尚未表態，故後續實務見解之發展仍有待觀察。

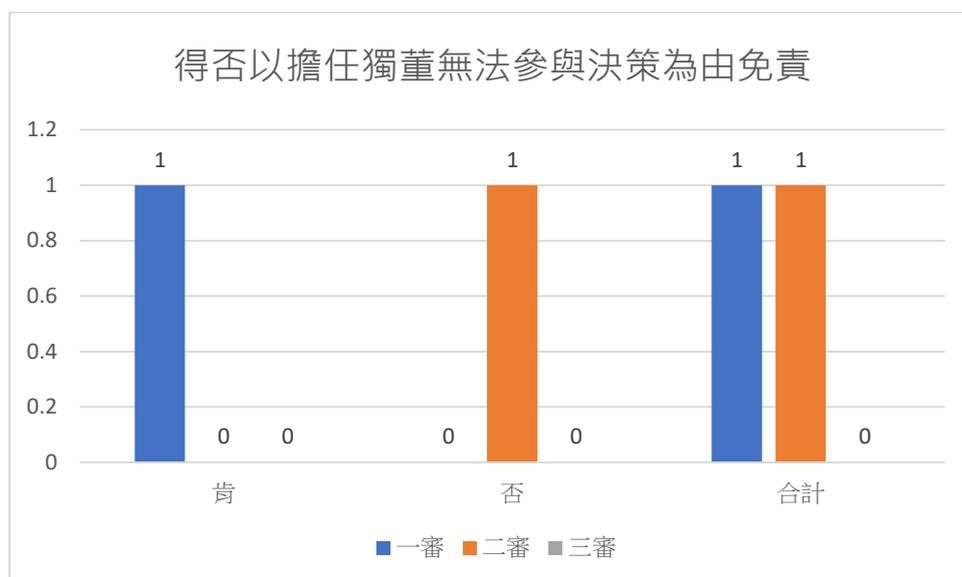


圖 28

若以年度為區分，僅民國 108 年間有 2 件判決討論到此爭點，採取肯定見解者有 1 件（佔 50%）、否定見解者有 1 件（佔 50%），整理如圖 29。從圖表中可以發現，討論本爭點之判決過少且實務肯否見解均有所採，故後續實務發展為何尚有待觀察。

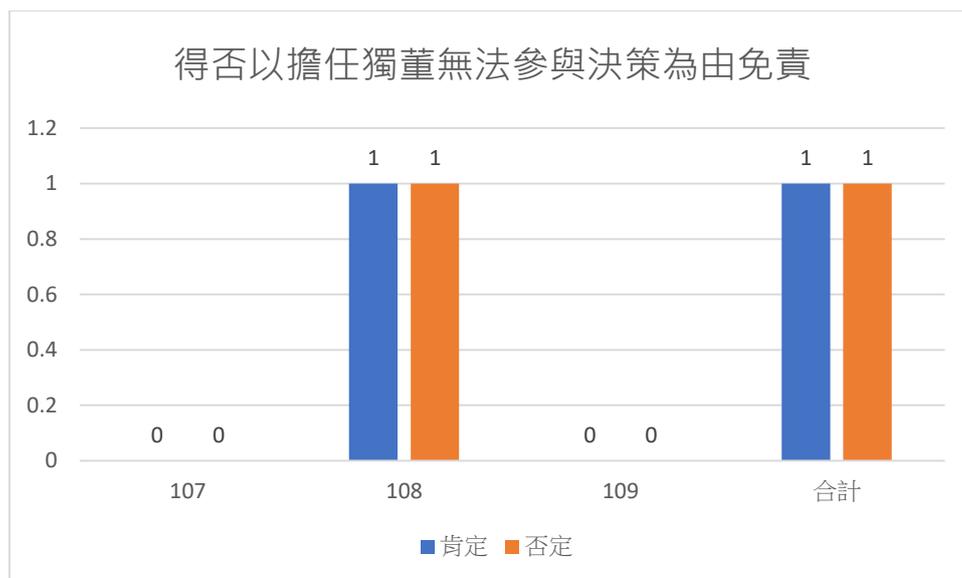


圖 29

對此爭點有採取肯定見解，例如案號 103 金 31 之康富生技案一審判決，法院認為：「被告單良雖為被告康富生技公司之獨立董事，僅自 100 年 6 月 30 日起至 102 年 9 月 8 日止，其亦非董事長或總經理，未參與實際經營業務，其抗辯：無力審核公司財務報告內容或對公司決策提出具體建議或辦法，應非無據，尚難強求被告單良應負善良管理人責任，故康富生技公司於 100 年 6 月 30 日前之財務報告是否有不實情形，自均與被告單良無關。」。

對此爭點有採取否定見解，例如案號 106 金上 6 之智盛案二審判決，法院認為：「又所謂獨立董事，係指可對公司事務為獨立判斷及提供客觀意見之董事，乃強調其獨立性及專業性，有助於監督公司之運作及保護股東權益，故金管會依證交法第 14 條之 2 第 2 項規定，

授權訂定之公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法，要求獨立董事具有一定專業資格，且非屬公司及其關係企業之關係人、不得具有一定之親屬關係，並依證交法第 14 條之 3 規定，獨立董事對於董事會決議如有反對或保留意見者，應於會議紀錄載明，更強調獨立董事監督公司運作之功能，是依公司法等相關法令，並未特別限制獨立董事職權之行使範圍，自無獨立董事不能參與決策致不能監督公司業務狀況之情形」。

### **(7) 董監事是否係依公§27II選任**

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 3 件，一審 1 件、二審 2 件、三審 0 件。其中一審有 1 件判決且採取肯定見解（佔 100%）；二審有 2 件判決，採取肯定見解者有 1 件（佔 50%）、否定見解者有 1 件（佔 50%）。因此，3 件判決中均採取肯定見解者共 2 件（佔 66.7%）、否定見解者共 1 件（佔 33.3%），整理如圖 30。從圖表中可以發現，本爭點討論之案件不多，且實務肯否見解均有所採，雖較多採取否定見解，然最高法院對此爭點尚未表態，故後續實務見解之發展仍有待觀察。

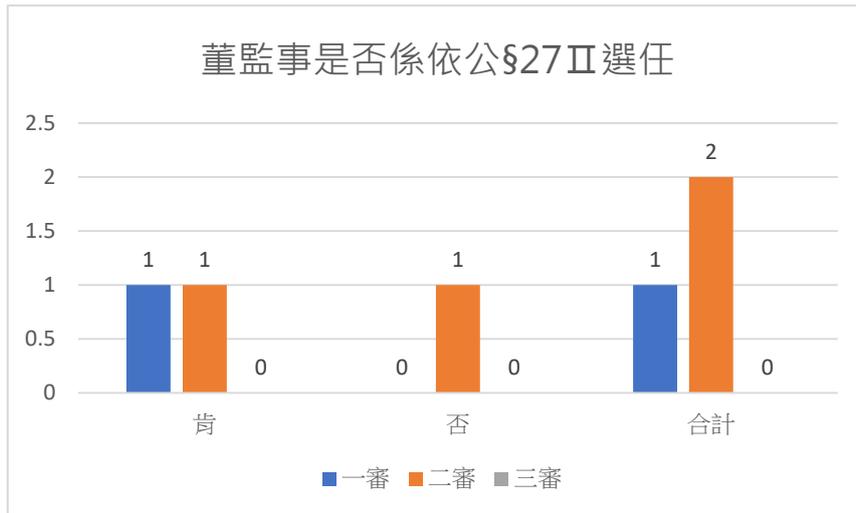


圖 30

若以年度為區分，僅有民國 108 年間有 3 件判決討論此爭點，採取肯定見解者有 2 件（佔 66.7%）、否定見解者有 1 件（佔 33.3%），整理如圖 31。從圖表中可以發現，僅民國 108 年有判決討論此爭點，，惟因肯否見解均有所採且判決數過少，故後續實務發展為何尚有待觀察。

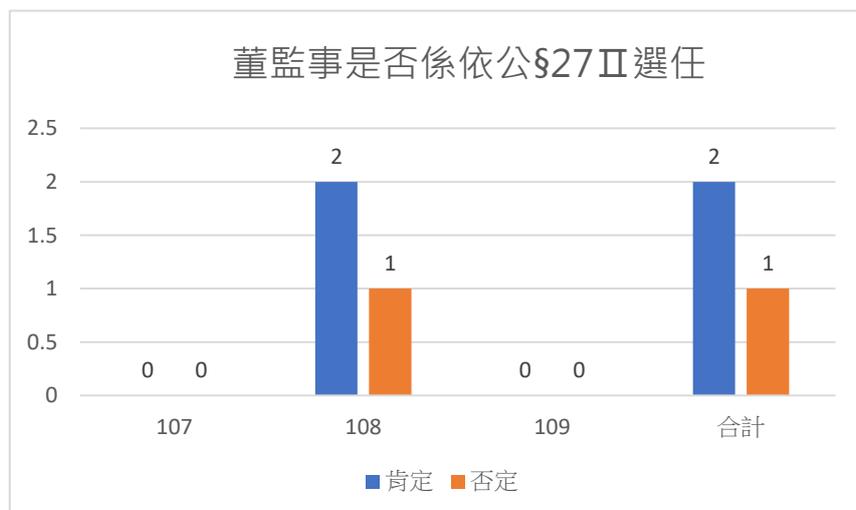


圖 31

對此爭點有採取否定見解者，例如案號 106 金上更一 4 之博達二案二審判決，法院認為：「(2) 陳忠義部分：陳忠義辯稱伊係因久津公司依公司法第 27 條第 1 項當選博達公司法人董事，而指定伊代表行使職務，伊本身並非博達公司董事等情，有博達公司 87 年股東臨時會董、監當選名單、88 年至 89 年博達公司董、監及持股 5% 以上股東名冊、董監事聯席會簽到單、董事會簽到單等影本附卷可稽(見原審卷(五)第 101 頁至第 104 頁、卷第 113 頁至第 123 頁)，觀諸前開董、監當選名單、股東名冊、簽到單所載，久津公司係以法人名義當選為博達公司董事，陳忠義為該公司指派出席董事會之代表人，倘陳忠義未出席，久津公司則指派他人代表出席；核與原審被告葉素菲、葉孟屏於原審證稱：是久津公司當選為董事，不是陳忠義，陳忠義是代表法人公司(即久津公司)等語相符(見原審卷第 87 頁、第 102 頁)，則陳忠義所辯，堪以採信。是陳忠義既非博達公司之董事，與博達公司間自無委任關係，縱陳忠義代表董事久津公司出席董事會，未善盡久津公司委託其出席代表久津公司履行董事之法定職務，通過博達公司記載虛偽進銷貨及未據實揭露銀行往來等相關金融商品操作內容不實之半年度財務報告、年度財務報告及公開說明書，並致上訴人之授與訴訟實施權人誤信上開財務報告及公開說明書而在交易市場買入有價證券，受有損害，此僅係陳忠義與久津公司間之內部關

係，對外仍應由久津公司負責。」。

對此爭點有採取肯定見解者，例如案號 105 金上 6 之新泰伸(財)案二審判決，法院認為：「至於王台齡稱伊僅為法人董事家揚公司及金霆公司之代表擔任新泰伸公司董事長，依公司法第 27 條第 3 項規定，伊之職務關係隨時得由其代表之法人改派，不具獨立性云云，然本件不實財務報告及財務業務文件上所載新泰伸公司董事長均為王台齡，自不因其職務是否隨時得由所代表之法人改派，而改變其實際上確有參與編製不實財務報表之行為事實，故其所辯，並不可採。」。

## 2.發行人、會計師、職員責任

### (1) 發行人責任

就證券交易法第 20 條第 2 項主體是否限於發行人之認定，本次研究案中有 5 件判決討論此爭點，一審 3 件、二審 2 件、三審 0 件。其中一審有 3 件判決且均採取否定見解(佔 100%)；二審有 2 件判決且亦均採取否定見解(佔 100%)。因此，5 件判決均採取否定見解(佔 100%)，整理如圖 32。從圖表中可以發現，一、二審法院對本案爭點均採取否定見解，然最高法院對此爭點尚未表態，故後續實務見解之發展仍有待觀察。

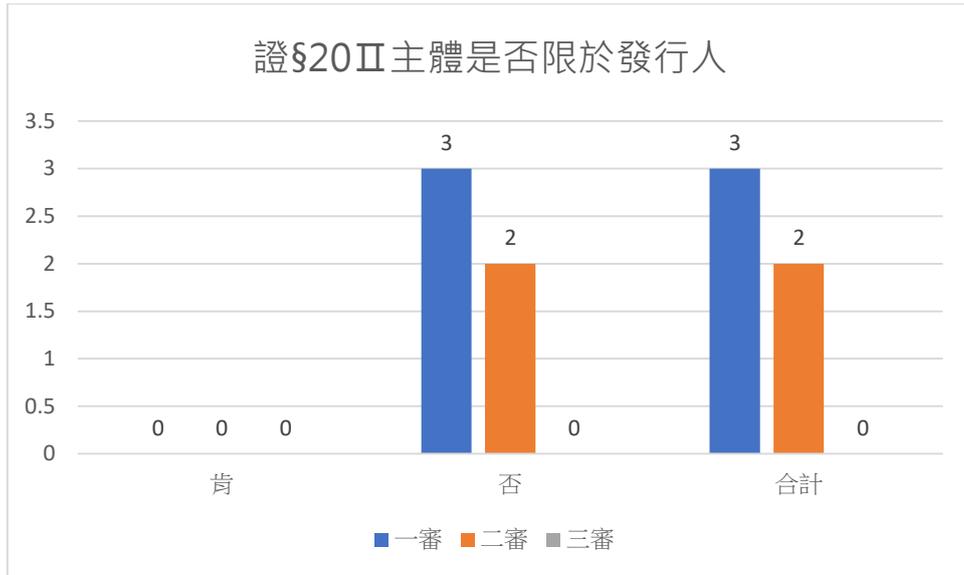


圖 32

若以年度為區分，於民國 107 年間僅有 1 件判決討論此爭點且採取否定見解（佔 100%）；民國 108 年間有 3 件判決且均採取否定見解（佔 100%）；民國 109 年間僅有 1 件判決討論此爭點且採取否定見解（佔 100%），整理如圖 33。從圖表中可以發現，從民國 107 年間至民國 109 年間法院對此爭點之討論均採取否定見解，雖最高法院尚未表態，然可合理推測實務主流見解係採取否定見解。

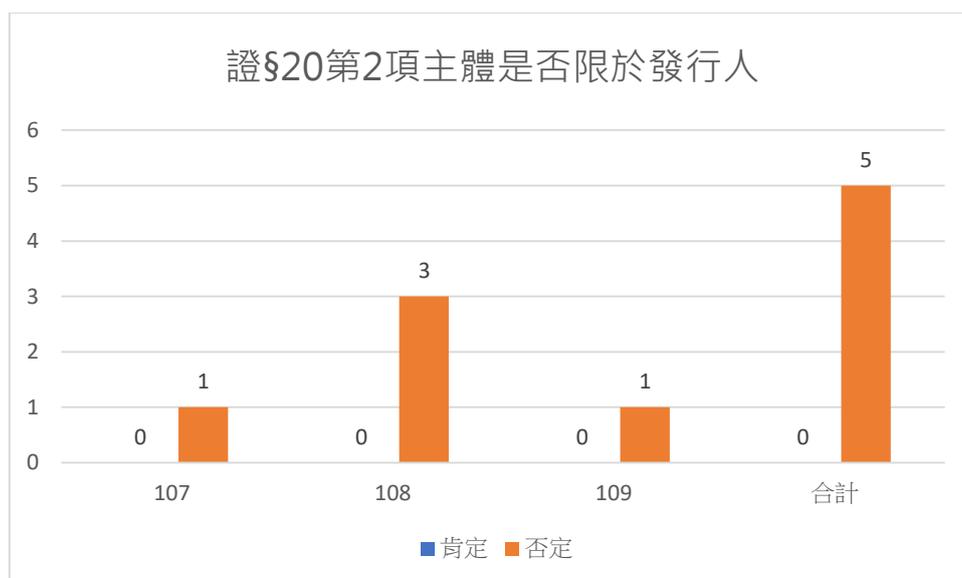


圖 33

對此爭點最早採取否定見解者，例如案號 105 金 21 之揚華案一審判決，法院認為：「按『(第一項)有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。(第二項)發行人依本法規定申報或公告之財務報告及財務業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。(第三項)違反第一項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償責任。(第四項)委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人，視為前項之取得人或出賣人。』、『(第一項)前條第二項之財務報告及財務業務文件或依第三十六條第一項公告申報之財務報告，其主要內容有虛偽或隱匿之情事，下列各款之人，對於發行人所發行有價證券之善意取得人、出賣人或持有人因而所受之損害，應負賠償責任：一、發行人及其負責人。」

二、發行人之職員，曾在財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章者。

（第二項）前項各款之人，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。

（第三項）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。（第四項）前項會計師之賠償責任，有價證券之善意取得人、出賣人或持有人得聲請法院調閱會計師工作底稿並請求閱覽或抄錄，會計師及會計師事務所不得拒絕。（第五項）第一項各款及第三項之人，除發行人外，因其過失致第一項損害之發生者，應依其責任比例，負賠償責任。（第六項）前條第四項規定，於第一項準用之。』，證券交易法第 20 條及第 20 條之 1 分別定有明文。上開規定不限於適用於發行人，於財務報告或業務文件上有虛偽或隱匿情事，凡參與編製財務報告之董事、總經理、財務主管等人，均包含在內，以資確保公開發行公司公司資訊之正確，以資保護發行市場及交易市場投資人，故該規定之適用，並不以發行人為限，但此等人員以故意不法行為致財報不實者為限，負其責任。」。

## (2) 會計師責任

就得否依懲戒結果認定會計師之過失，本次研究案中有 2 件判決討論此爭點，一審 1 件、二審 1 件、三審 0 件。其中一審之 1 件判決採取肯定見解(佔 100%)；二審之 1 件判決則採取否定見解(佔 100%)。因此，2 件判決中均採取肯定見解者共 1 件（佔 50%）、否定見解者共 1 件（佔 50%），整理如圖 34。從圖表中可以發現，一、二審法院對本案爭點均採取不同見解，前者採取肯定見解，後者則採取否定見解，然討論本爭點之判決較少且最高法院對此爭點尚未表態，故後續實務見解之發展仍有待觀察。

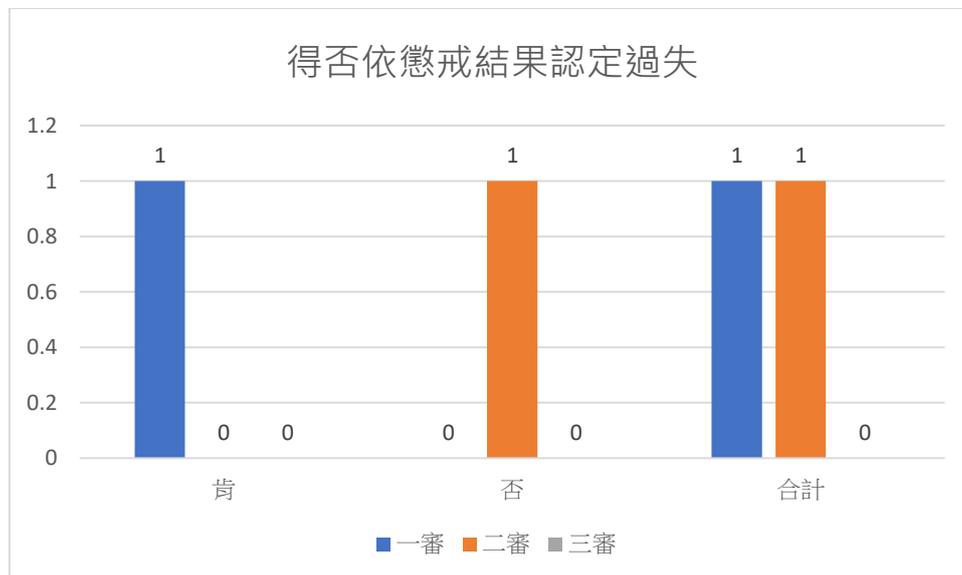


圖 34

若以年度為區分，於民國 107 年間僅有 1 件判決討論此爭點且採取肯定見解(佔 100%)；民國 108 年間亦僅有 1 件判決且採取否定見

解（佔 100%）；民國 109 年間則無判決討論此爭點，整理如圖 35。

從圖表中可以發現，僅民國 107 年間與民國 108 年間均有判決討論此爭點，且肯否見解均有所採，惟討論本爭點之判決仍不多，實務於民國 108 年後是否有改採否定見解之趨勢，尚有待觀察。

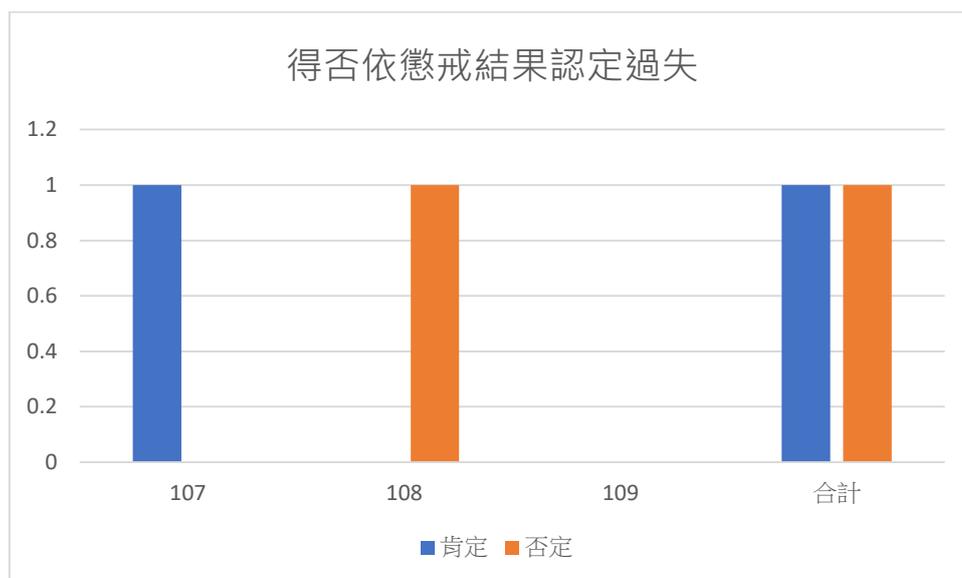


圖 35

對此爭點有採取肯定見解者，例如案號 99 金 6 之遠航案一審判決，法院認為：「會計師懲戒委員會對於會計師是否違反或廢弛其業務上應盡義務之判斷，可認為業經反映會計師之專業同儕認知及法律對於其業務責任之要求，就法院在相同事項判斷上，即為具有重要參考價值之表面證據。而倘該會計師懲戒結果，復經會計師懲戒覆審委員會審議，又經行政爭訟後，仍得相同之結論，揆諸前開論旨，應可作為推認會計師確有違反或廢弛其業務上應盡義務行為之優勢證

據。」。

對此爭點有採取否定見解者，例如案號 106 金上更一 1 之名鐘案二審判決，法院認為：「惟查，會計師 2 人於執行核閱系爭財報時有未盡注意義務之情事，已如前述，自屬具有『過失』，不因金管會函文用語為『缺失』而有異，且金管會是否將會計師 2 人移送懲戒，乃行政管理層面之問題，與彼等是否應負民事損害賠償責任，核屬二事。」。

### (3) 職員、廠商、其他相關主體責任

就非屬證券交易法第 20 條之 1 主體者是否應負責之認定，本次研究案中僅有 1 件判決討論此爭點，即民國 108 年間，案號 106 台上 2400 之宏達科案三審判決，法院採取否定見解並認為：「『違反第一項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償責任』，證券交易法第 20 條第 1、3 項定有明文。查永豐銀行既非豐達公司之董監事，亦未在系爭財報簽名，更非簽證會計師，其既不知豐達公司對 Penn 公司等之應收帳款不實，經豐達公司同意，以『止扣』方式凍結撥予豐達公司之款項，目的在確保應收帳款，且嗣後確有收受 Penn 公司等給付之部分應收帳款，為原審認定之事實。則就系爭財報之製作自無虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為，而

無證券交易法第 20 條第 1 項之情事，不負同條第 3 項之賠償責任。

原審就此雖漏未論斷，但於判決結果並無影響。」。

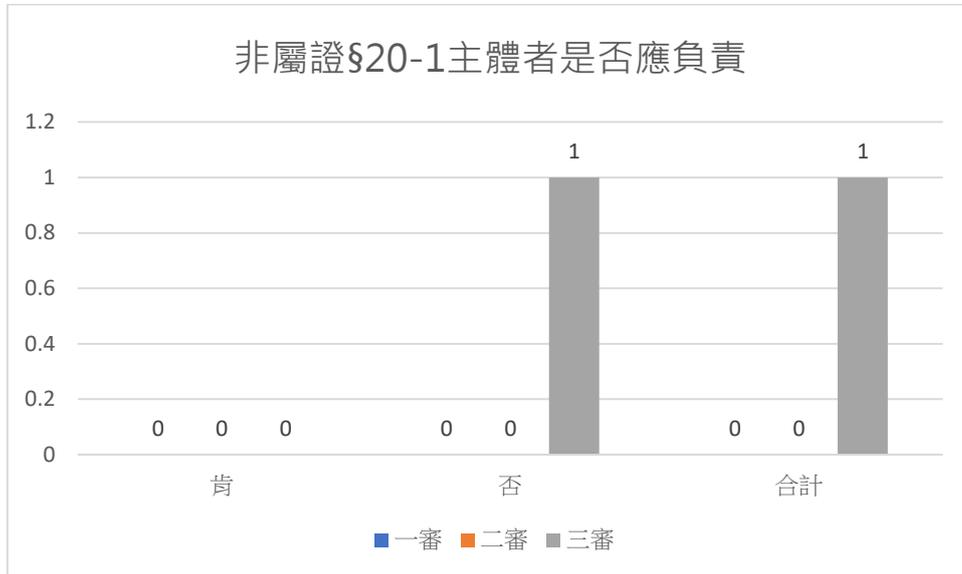


圖 36

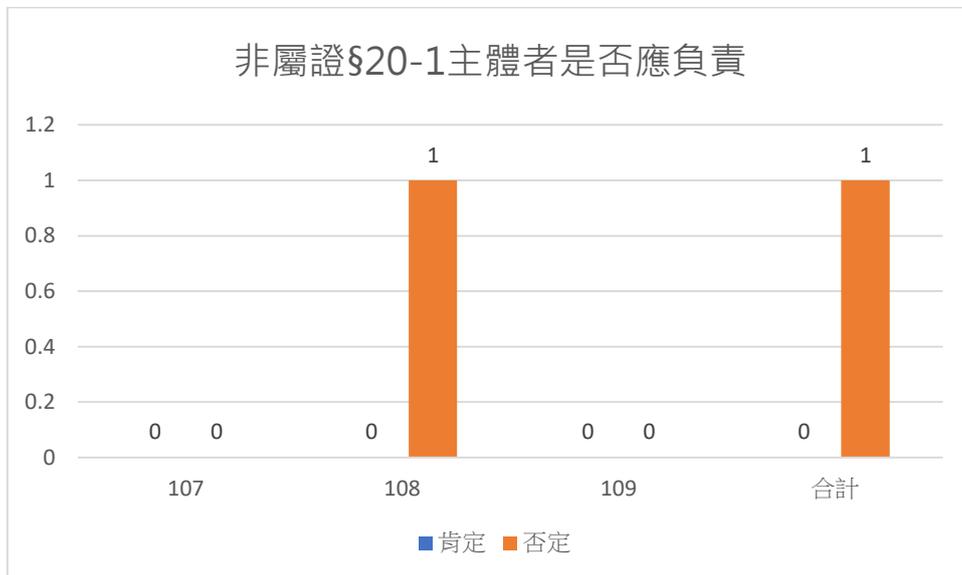


圖 37

就證券交易法之經理人是否以經登記者為限之認定，本次研究案

中亦僅有 1 件判決討論此爭點，即民國 108 年間，案號 105 金上 6 之新泰伸（財）案二審判決，法院採取肯定見解並認為：「按公司因內部分工或人事管理，給予副理、協理、襄理等職稱，或有其各別公司內部管理之考量，未必均有為公司管理事務及簽名之權，難以職稱為經理即認係公司法第 8 條第 2 項之公司負責人（經理人職權參照公司法第 31 條）；新泰伸公司之稽核室主任廖春連、會計部經理張美娟、財務部經理陳佩嫻、行銷事業處副總陳明發、行銷事業處經理林健一、行銷事業處副理郭火全、董事長室助理專員陳怡菁等人（下稱廖春連等 7 人），固依林正清或總經理林仁佑之指示編製公司內訂單、付款票據等會計憑證，但其等並未在財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章，與證交法第 20 條之 1 第 1 項第 2 款規定不符，參以證交法第 20 條之 1 第 1、2 項規定公司負責人應就公司財報資訊不實負無過失結果責任或推定過失責任，其根本關鍵之歸責基礎在於公司負責人（包括：董事、監察人、經理人在內）所應承擔之公司治理責任，透過公司登記而公示於投資大眾（公司法第 393 條第 2 項第 5、6 款），投資大眾得以信賴已公示於眾之負責人會參與公司之營運、監督及治理。在財報或財務業務文件上簽名或蓋章之公司職員之所以應負推定過失責任，亦係同一法理（財報將因公告申報而有公示作用），故公司法第 8 條第 2 項規定之經理人應以經公司登記者為限。依新泰伸公司

變更登記表（見北院卷一第 245 至 250 頁），廖春連等 7 人均非新泰伸公司登記之經理人，投保中心復未舉證廖春連等 7 人與林正清、林仁佑間有何共同侵權行為之事實，故其主張廖春連等 7 人應與新泰伸公司、林正清、林仁佑等人共同負本件損害賠償責任，並不可採。」。

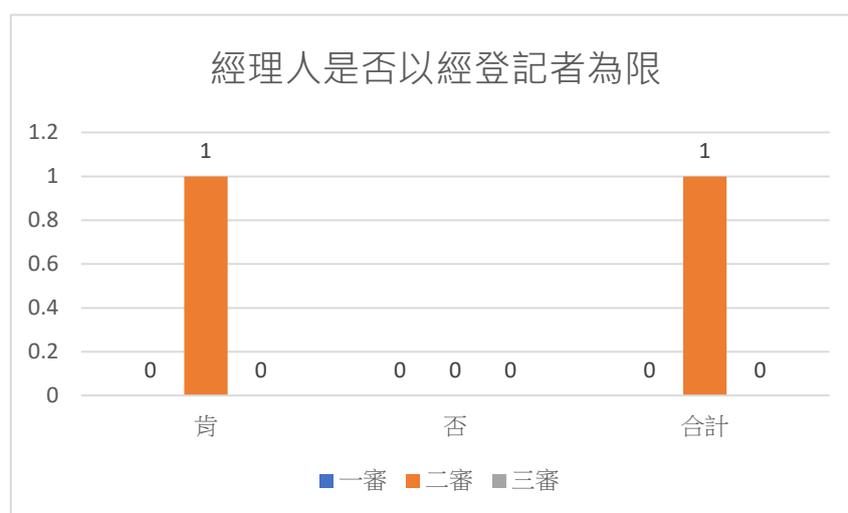


圖 38

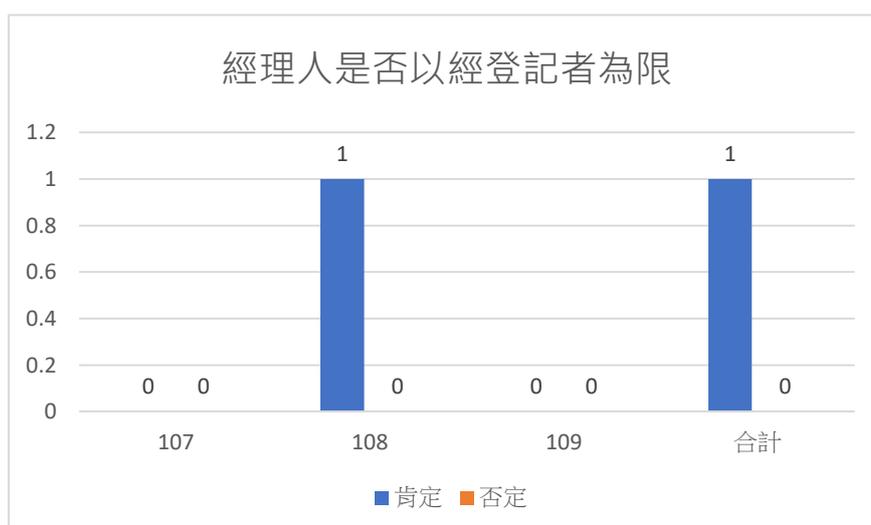


圖 39

### (三) 因果關係爭點演變趨勢

關於我國實務對因果關係認定之相關爭點，主要為 1.交易因果關係是否依民訴§277 推定、2.交易因果關係是否適用詐欺市場理論推定、3.交易因果關係與損失因果關係是否須分別證明、4.持有人是否須證明信賴要件、5.詐欺市場理論是否以效率市場為必要、6.損失因果關係是否以爆發後股價下跌為證(推認揭露前股價遭不當膨脹)，及 7.損失因果關係是否以爆發後個股與市場波動情形相比對，以下就財報暨公開說明書不實類型因果關係爭點演變趨勢進行分析。

#### 1.交易因果關係是否依民訴§277 推定

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 13 件，一審 6 件、二審 4 件、三審 3 件。其中一審有 6 件判決且均採取肯定見解(佔 100%)；二審之 4 件判決中，採取肯定見解者有 3 件(佔 75%)、否定見解者有 1 件(佔 25%)；三審之 3 件判決中，採取肯定見解者有 2 件(佔 66.7%)、否定見解者有 1 件(佔 33.3%)。因此，13 件判決中採取肯定見解者共有 11 件(佔 84.6%)、採取否定見解者共有 2 件(佔 15.4%)，整理如圖 40。從圖表中可以發現，關於本爭點各審級法院之多數見解均為肯定見解，故應可推測實務傾向採取肯定見解。

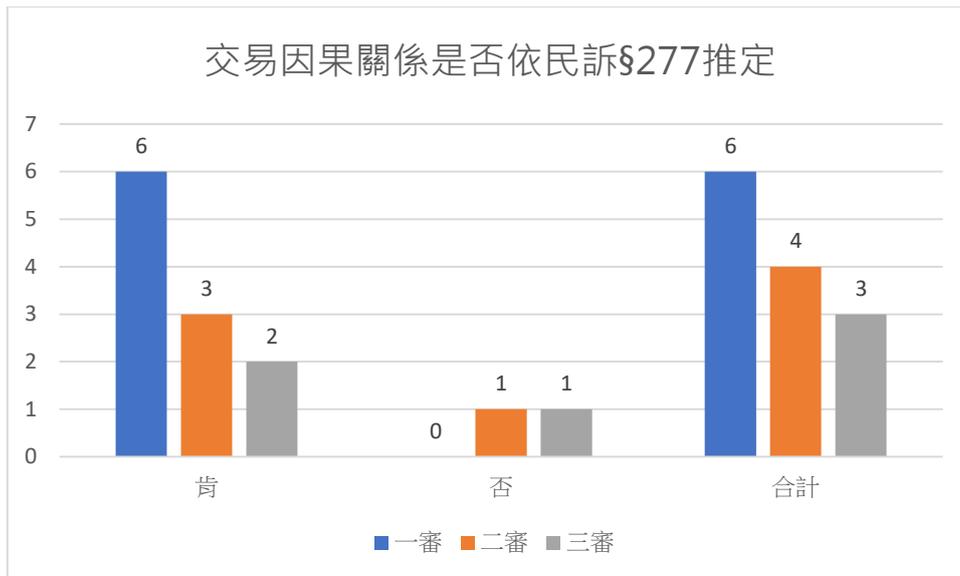


圖 40

若以年度為區分，於民國 107 年間有 2 件判決討論此爭點，採取肯定見解者有 1 件（佔 50%）、否定見解者有 1 件（佔 50%）；民國 108 年間則有 6 件判決且均採取肯定見解（佔 100%）；民國 109 年間則有 5 件判決，採取肯定見解者有 4 件（佔 80%）、否定見解者有 1 件（佔 20%），整理如圖 41。從圖表中可以發現，實務從民國 107 年間至民國 109 年間均有對此爭點進行討論，雖偶有否定見解，惟大多數仍採取肯定見解，故應可推測實務較傾向採取肯定見解。

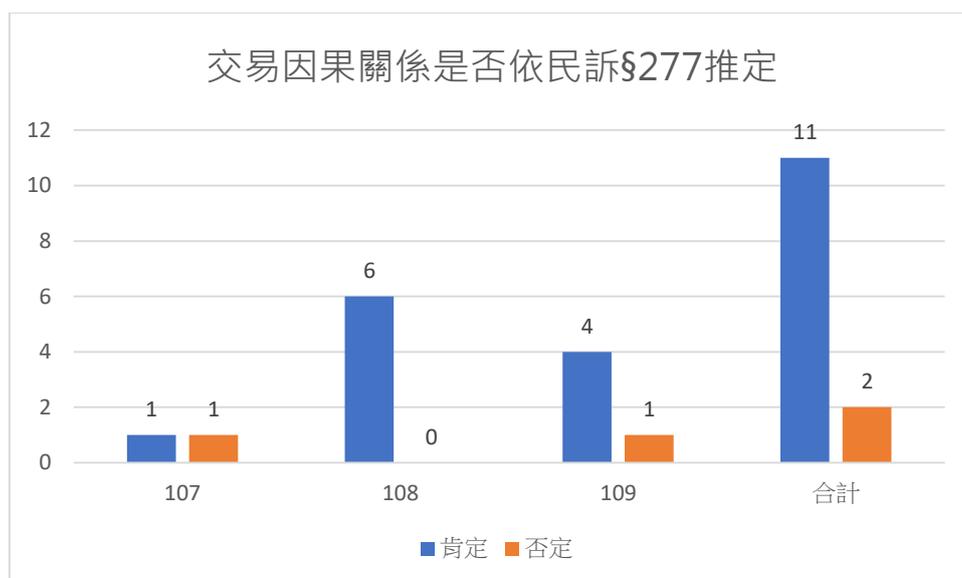


圖 41

對此爭點最高法院有採取否定見解者，例如案號 108 台上 1417 之智盛案三審判決，法院認為：「按當事人就其主張有利於己之事實，負舉證之責任，此觀民事訴訟法第 277 條前段規定即明。發行公司之投資人，不問係在公開市場買賣，或於公司發行新股時向發行人認購，倘因信賴公司之不實財務報告或公開說明書，而買入或認購公司股票，致受有損害者，須證明其損害及金額與不實財務報告或公開說明書間，有相當因果關係。」。

對此爭點最高法院亦有採取肯定見解者，例如案號 108 台上 1496 之綠能財測案三審判決，法院認為：「證券交易法第 20 條之 1 規定，不實資訊與交易間之因果關係，倘採嚴格標準，則投資人閱覽資訊時，未必有他人在場，且信賴資訊而下投資判斷屬主觀意識，難以舉證，

其結果將造成不實資訊橫行，投資人卻求償無門，而顯失公平。而有依民事訴訟法第 277 條但書規定，減輕投資人舉證責任必要。即透過市場信賴關係，推定投資人對公司發布之重大資訊產生信賴，不實資訊與交易間有因果關係。」。

## 2.交易因果關係是否適用詐欺市場理論推定

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 16 件，一審 8 件、二審 6 件、三審 2 件。其中一審之 8 件判決中，採取肯定見解者有 6 件（佔 75%）、否定見解者有 2 件（佔 25%）；二審之 6 件判決中，採取肯定見解者有 5 件（佔 83.3%）、否定見解者有 1 件（佔 16.7%）；三審有 2 件判決且均採取肯定見解（佔 100%）。因此，16 件判決中採取肯定見解者共有 13 件（佔 81.3%）、採取否定見解者共有 3 件（佔 18.7%），整理如圖 42。從圖表中可以發現，關於本爭點雖偶有採取否定見解者，惟各審級法院之多數見解仍為肯定見解，故應可推測實務傾向採取肯定見解。

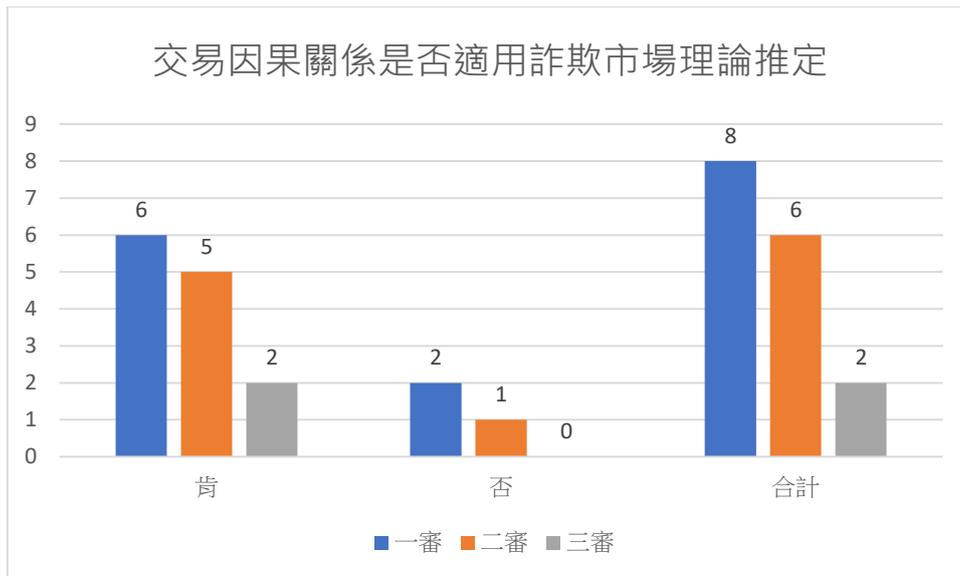


圖 42

若以年度為區分，於民國 107 年間有 3 件判決討論此爭點，採取肯定見解者有 2 件（佔 66.7%）、否定見解者有 1 件（佔 33.3%）；民國 108 年間則有 9 件判決，採取肯定見解者有 7 件（佔 77.8%）、否定見解者有 2 件（佔 22.2%）；民國 109 年間則有 4 件判決且均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 43。從圖表中可以發現，實務從民國 107 年間至民國 109 年間均有對此爭點進行討論，雖民國 107 年間與民國 108 年間偶有否定見解之出現，惟於民國 109 年後實務均採取肯定見解，故應可推測實務較傾向採取肯定見解。

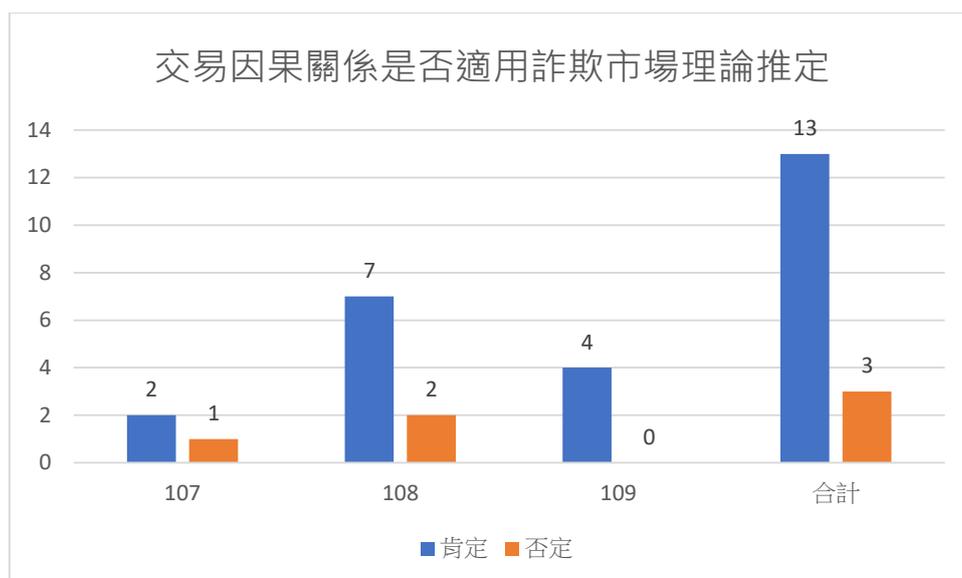


圖 43

對此爭點最早採取否定見解者，例如案號 105 金上更一 3 之飛雅案二審判決，法院認為：「堪認被上訴人飛雅公司之股票交易量甚小，乃投資客炒作之標的，非屬『效率資本市場』，兼衡由被上訴人飛雅公司之股價漲跌情形，無法認定被上訴人飛雅公司之股價有充分反映因『不法行為一』造成之財報資訊不實，已論述如前，縱使被上訴人以虛偽不實之資訊公開於市場，尚難視為對被上訴人飛雅公司股票交易市場形成詐欺，應無『詐欺市場理論』之適用。是故，上訴人援引『詐欺市場理論』，作為本件因果關係之證明，殊非可採。上訴人不論以何項規定作為請求權基礎，均以被上訴人之行為與本件投資人之損害間具有因果關係為前提，上訴人未能證明因果關係存在，所為各項請求即無理由，被上訴人鄭珮榆針對上訴人之請求權基礎所為其他

抗辯，無庸再予審究。」。

對此爭點有採取肯定見解者，例如案號 106 金上 6 之智盛案二審判決，法院認為：「依證交法應公告或申報之財務報告及財務文件或依同法第 36 條第 1 項公告申報之財務報告，其主要內容有虛偽或隱匿之情事，有價證券之善意取得人、出賣人或持有人就其因而所受之損害，得依同法第 20 條之 1 第 1 項至第 3 項之規定，向應負賠償責任之發行人、負責人、曾於財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章之發行人職員及簽證會計師請求賠償，其性質為侵權行為損害賠償，請求權人原應證明因信賴不實財報而陷於錯誤，因此一誤信而為投資之決定（買進、賣出或持續持有），並因該投資決定而受有損害。然股票價值之認定與一般商品不同，無從依外觀認定其價值，往往須參酌公司過往經營績效、公司資產負債、市場狀況等資訊之揭露，使市場上理性之投資人得以形成判斷；倘若企業經營管理者，利用其資訊上之優勢，故意製作虛偽之財報申報或公告，自足使投資人誤以該企業之業績將有成長或有所轉機，而作出買賣股票之決定，故依詐欺市場理論，不論投資人是否閱讀此不實財報，均應推定其信賴此財報而有交易因果關係，俾符合資本市場之本質，並達成發展國民經濟，保障投資之目的（證交法第 1 條規定參照）。」。

### 3.交易因果關係與損失因果關係是否須分別證明

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 7 件，一審 4 件、二審 3 件、三審 0 件。其中一審有 4 件判決且均採取肯定見解(佔 100%)；二審有 3 件判決，採取肯定見解者有 2 件(佔 66.7%)、否定見解者有 1 件(佔 33.3%)。因此，7 件判決中採取肯定見解者共有 6 件(佔 85.7%)、採取否定見解者共有 1 件(佔 14.3%)，整理如圖 44。從圖表中可以發現，關於本爭點雖最高法院尚未表態，惟一、二審法院大多採取肯定見解，故應可推測實務傾向採取肯定見解。

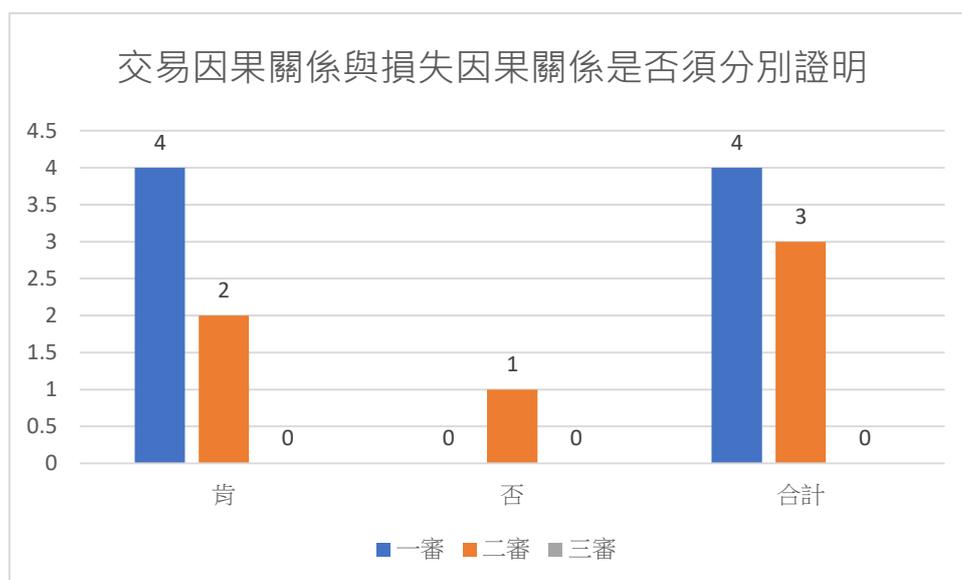


圖 44

若以年度為區分，於民國 107 年間有 2 件判決討論此爭點且均採取肯定見解(佔 100%)；民國 108 年間有 2 件判決且亦均採取肯定見解(佔 100%)；民國 109 年間則有 3 件判決，採取肯定見解者有 2

件（佔 66.7%）、否定見解者有 1 件（佔 33.3%），整理如圖 45。從圖表中可以發現，實務從民國 107 年間至民國 109 年間均有對此爭點進行討論，民國 107 年間與民國 108 年間均採取肯定見解，惟於民國 109 年間雖有 1 件否定見解，然多數仍採取肯定見解，故應可推測實務較傾向採取肯定見解。

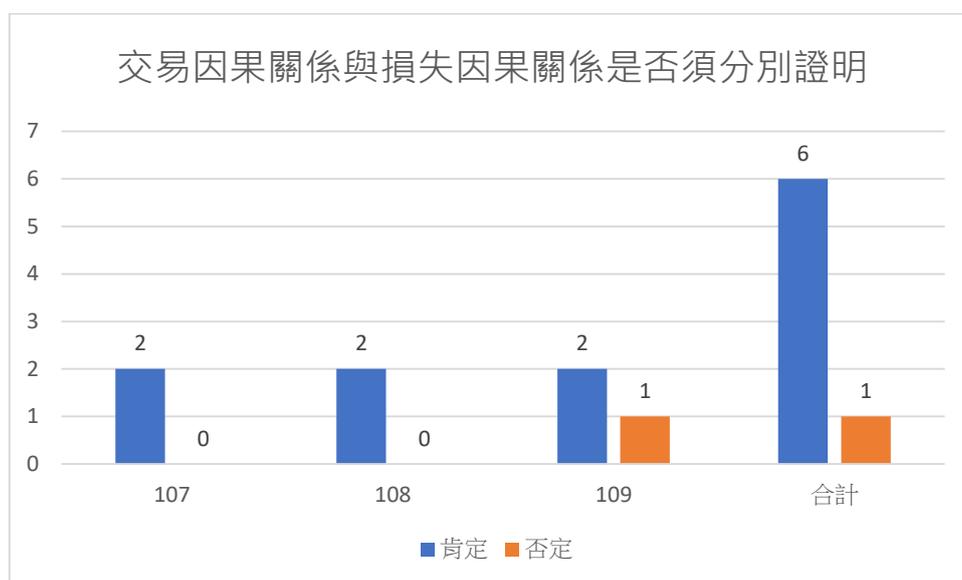


圖 45

對此爭點有採取肯定見解者，例如案號 99 金 6 之遠航案一審判決，法院認為：「買賣股票行為與不實財報間之因果關係，基於股票價值認定與一般商品不同，無從由外觀認定，輒須透過公司過往經營績效、公司資產負債、市場狀況等資訊之揭露，使市場上理性投資人得以形成判斷。於投資人買進或賣出時，因不實消息已有效反應於股價上，故依市場信賴理論，無論投資人是否閱讀不實財報，均推定不

實財報與買賣交易具『交易因果關係』，業如上（四）論述。然於財報不實所涉損害賠償事件，投資人仍須證明所受損害與不實財報間具『損失因果關係』（最高法院 105 年度台上字第 2145 號、104 年度台上字第 225 號判決意旨參照）。」。

對此爭點有採取否定見解者，例如案號 108 金上 1 之邦泰案二審判決，法院認為：「揆之前揭說明，不實財務報告之違法情事與本件授權投資人損害間，推定有交易因果關係（詐欺市場理論），依民事訴訟法第 277 條但書，減輕上訴人舉證之責。是被上訴人抗辯認上訴人除了必須具體指明『財務報告內容不實』外，尚須提供『不實資訊受到更正時，股價確實產生變化』之資訊，以證明授權投資人當初交易所憑之股價確實受而扭曲云云，難謂可取。況被上訴人復未舉證證明本件授權投資人所受之損害，核與邦泰公司前揭不實財務報告間，並無因果關係，是上訴人主張被上訴人應就授權投資人所受之損害，負賠償責任，洵屬有據，應堪可採。是被上訴人認上訴人依美國『效率資本市場』主張之『詐欺市場理論』，與『詐欺市場理論』僅行為人有『故意』虛偽不實陳述致影響證券價格真實性之情事，始有適用，及上訴人依證券投資人保護法成立之機構，對應證事實之舉證、非顯無能力，就交易及損失因果關係，上訴人應負舉證責任，而無民事訴訟法第 277 條但書之適用云云，揭禁前揭說明，洵無足採。又上訴人

或授權投資人就本件訴訟有關舉證責任之減輕，尚不因上訴人係代授權投資人提起本件訴訟，而有所不同，衡諸上情，被上訴人前揭所指，亦無可取。」。

#### 4. 持有人是否須證明信賴要件

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 2 件，一審 1 件、二審 0 件、三審 1 件。其中一審之判決採取肯定見解（佔 100%）；三審之判決亦採取肯定見解（佔 100%）。因此，2 件判決均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 46。從圖表中可以發現，關於本爭點實務上均採取肯定見解，然因案件量較少，故實務主流見解為何，尚有待觀察。

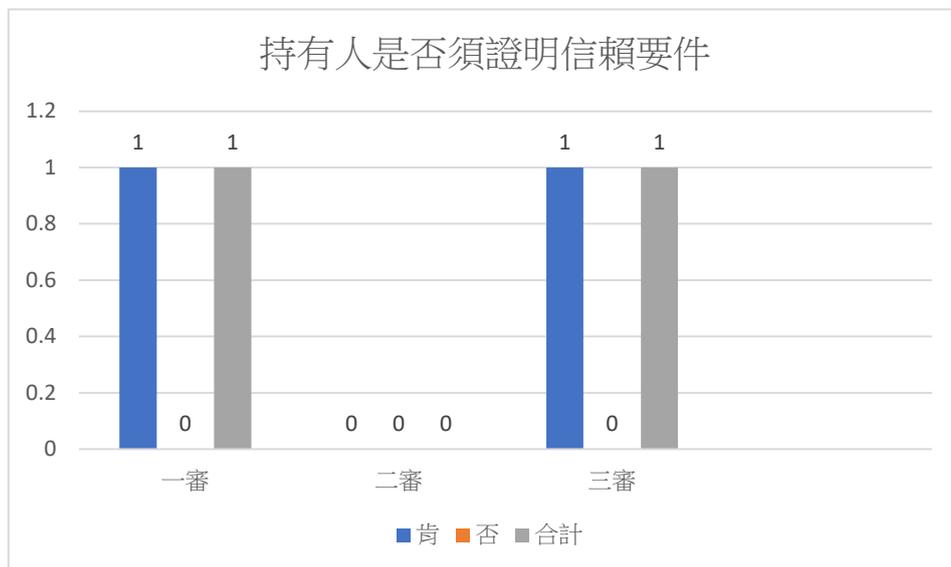


圖 46

若以年度為區分，於民國 107 年間有 1 件判決討論此爭點且採取

肯定見解(佔 100%);民國 108 年間有 1 件判決,亦採取肯定見解(佔 100%),整理如圖 47。從圖表中可以發現,實務於民國 107 年間及民國 108 年間均有對此爭點進行討論,且均採取肯定見解。然民國 109 年間則無判決討論此爭點,且討論本爭點之案件量較少,故實務見解是否傾向採取肯定見解,尚有待觀察。

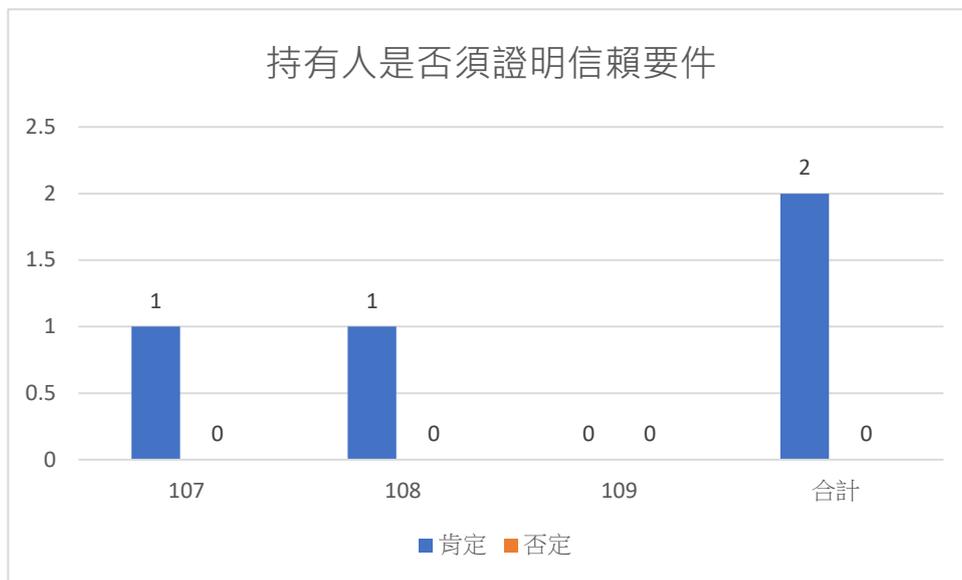


圖 47

對此爭點有採取肯定見解者,例如案號 99 金 6 之遠航案一審判決,法院認為:「於立法政策上,固得將有價證券之『持有人』或『潛在之賣者』(potential seller)列為賠償請求權主體,然倘『持有人』或『潛在之賣者』,關於有價證券之繼續持有,亦有減輕舉證責任、市場信賴關係或推定因果關係之適用,不啻將不實財報公告至真實消

息揭露期間，『所有持有發行公司股份之人』全數推定為因財報不實而繼續持有，且乃受有損害，鼓勵『持有人』或『潛在之賣者』均利用個別或團體訴訟制度提起訴訟，肇生稀釋積極從事交易之『取得人或出賣人』損害賠償請求權，且徒增訟累、社會成本之效果，而於投機性索賠情形，更干擾正常商業活動，影響市場健全發展。職此，於不實財報公告前已取得發行公司股票之持有人，或於不實財報公告後繼續持有發行公司股票之人，就其繼續持有股票所受損害，倘依證交法第 20 條、第 20 條之 1 規定請求損害賠償，乃應證明其『繼續持有股票』及與『財報不實』間具交易因果關係，無減輕舉證責任、市場信賴關係或推定因果關係之適用(最高法院 104 年度台上字第 225 號判決類此論旨)。」。

## 5. 詐欺市場理論是否以效率市場為必要

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 8 件，一審 4 件、二審 4 件、三審 0 件。其中一審之 4 件判決中，採取肯定見解者有 3 件(佔 75%)、否定見解者有 1 件(佔 25%)；二審亦有 4 件判決，採取肯定見解者有 2 件(佔 50%)、否定見解者有 2 件(佔 50%)。因此，8 件判決中採取肯定見解者共有 5 件(佔 62.5%)、採取否定見解者共有 3 件(佔 37.5%)，整理如圖 48。從圖表中可以發現，關於本爭點一審

法院多採取肯定見解，然二審法院肯否見解各有所採且比例相同，惟最高法院對此爭點尚未表態，故實務主流見解為何尚有待觀察。

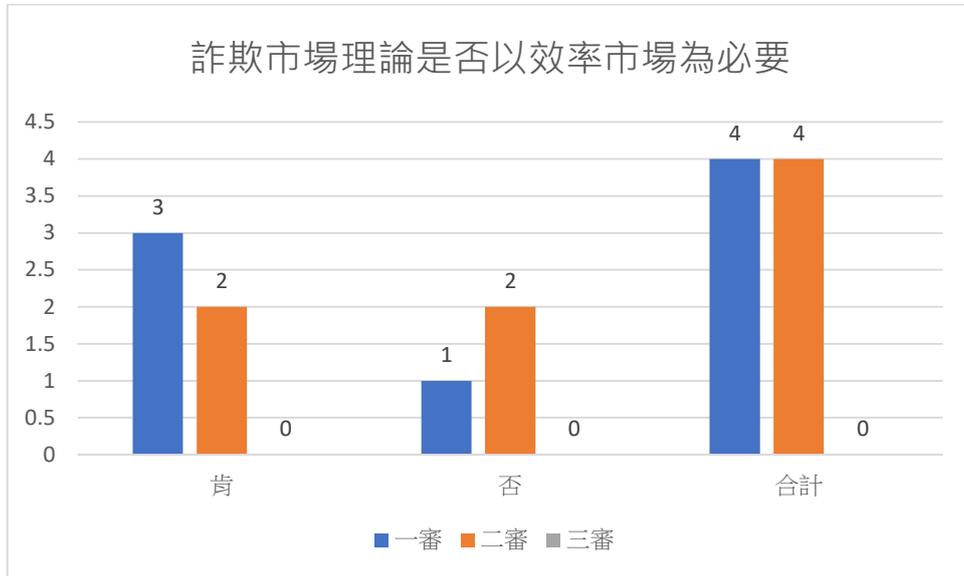


圖 48

若以年度為區分，於民國 107 年間有 2 件判決討論此爭點，採取肯定見解者有 1 件（佔 50%）、否定見解者有 1 件（佔 50%）；民國 108 年間有 3 件判決，採取肯定見解者有 1 件（佔 33.3%）、否定見解者有 2 件（佔 66.7%）；民國 109 年間則有 3 件判決且採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 49。從圖表中可以發現，實務從民國 107 年間至民國 109 年間均有對此爭點進行討論，民國 107 年間法院肯否見解皆有所採且比例相同，民國 108 年間法院則多採取否定見解，然民國 109 年間法院卻又均採取肯定見解，由實務對於本爭點從肯否見解持平至否定見解為多數，又至肯定見解為多數之趨勢，可知實務對於

此爭點之主流見解為何，尚有待觀察。

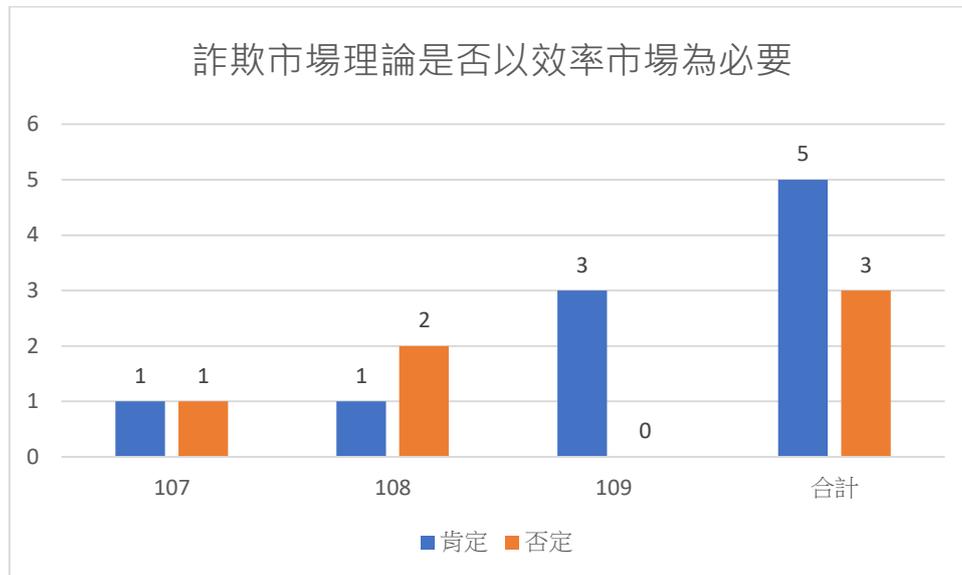


圖 49

對此爭點最早採取否定見解者，例如案號 99 金 6 之遠航案一審判決，法院認為：「被告另抗辯適用『詐欺市場理論』須先存在『效率市場』，然何謂『效率市場』，學說理論標準不一，且是否以此『效率市場』假說建構詐欺市場理論，亦無定論。而倘採『效率市場』為嚴格之前提，無異鼓勵詐欺行為，阻礙投資人求償，且於所謂『非效率市場』，更令投資人陷於無從舉證之困境。從而，適用『詐欺市場理論』時不以證明『效率市場』存在為前提，茲與我國證交法嚴格加害人賠償責任之立法本旨，亦屬相符。」。

對此爭點有採取肯定見解者，例如案號 106 金 4 之光洋案一審判決，法院認為：「由上開論述可知，適用詐欺市場理論之前提，必須

我國之證券市場屬於效率市場，始足當之。惟我國之證券市場是否屬於效率市場，學說上仍無定論，原告就此亦未舉證證明，本件自無法貿然依原告之主張逕行援用詐欺市場理論作為投資人所受股價損害與系爭不實財報間因果關係之立論基礎。」。

## 6.損失因果關係是否以爆發後股價下跌為證（推認揭露前股價遭不當膨脹）

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 12 件，一審 4 件、二審 4 件、三審 4 件。其中一審有 4 件判決且均採取肯定見解(佔 100%)；二審有 4 件判決且均採取肯定見解(佔 100%)；三審之 4 件判決中，採取肯定見解者有 3 件(佔 75%)、否定見解者 1 件(佔 25%)。因此，12 件判決中採取肯定見解者共有 11 件(佔 91.7%)、採取否定見解者共有 1 件(佔 8.3%)，整理如圖 50。從圖表中可以發現，關於本爭點雖有一件採取否定見解，惟各審級仍多採取肯定見解，故可合理推測實務傾向採取肯定見解。

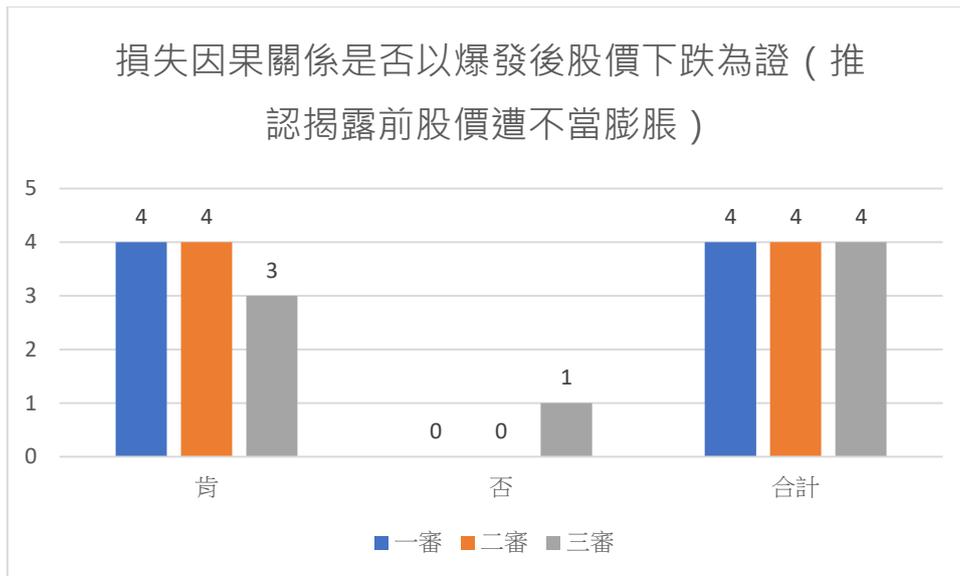


圖 50

若以年度為區分，於民國 107 年間有 4 件判決討論此爭點且均採取肯定見解 ( 佔 100% )；民國 108 年間有 6 件判決且亦均採取肯定見解 ( 佔 100% )；民國 109 年間則有 2 件判決，採取肯定見解者有 1 件 ( 佔 50% )、否定見解者有 1 件 ( 佔 50% )，整理如圖 51。從圖表中可以發現，實務從民國 107 年間至民國 109 年間均有對此爭點進行討論，民國 107 年間與民國 108 年間均採取肯定見解，然民國 109 年間有一件採取否定見解，其餘多數判決均採取肯定見解，故於民國 109 年後是否有改採否定見解之趨勢仍有待觀察，惟因民國 107 年間至民國 109 年間實務絕大多採取肯定見解，故應可推測實務目前主流見解仍為肯定見解。

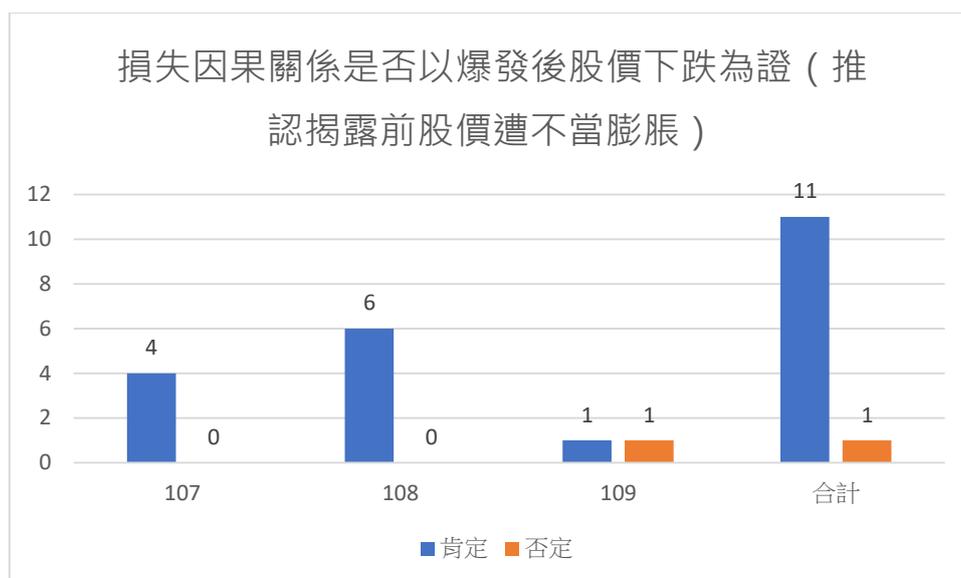


圖 51

對此爭點，唯一一件採取否定見解者為案號 108 台上 1417 之智盛案三審判決，法院認為：「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。原審未遑詳究，徒以上開公告及停止興櫃買賣後股價挫跌之結果，遽認本件授權人所受股票交易價格下跌之損害與系爭財報及系爭公開說明書之不實資訊間有因果關係，未免速斷。」。

對此爭點最高法院亦有採取肯定見解者，例如案號 108 台上 613 之飛雅案三審判決，法院認為：「原審就此未詳加研求，徒以檢察官起訴日前後，飛雅公司之股價未有大幅變動，遽以上訴人不能證明投資人所受之股價跌價損失，與系爭財報間有因果關係為由，而為不利上訴人之判決，亦有可議。上訴論旨，指摘原判決違背法令，求予廢

棄，非無理由。」。

## 7.損失因果關係是否以爆發後個股與市場波動情形相比對

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 8 件，一審 5 件、二審 2 件、三審 1 件。其中一審有 5 件判決且均採取肯定見解(佔 100%)；二審有 2 件判決且亦均採取肯定見解(佔 100%)；三審有 1 件判決且亦採取肯定見解(佔 100%)。因此，8 件判決均採取肯定見解(佔 100%)，整理如圖 52。從圖表中可以發現，關於本爭點實務上各審級均採取肯定見解，故應可推測實務傾向採取肯定見解。

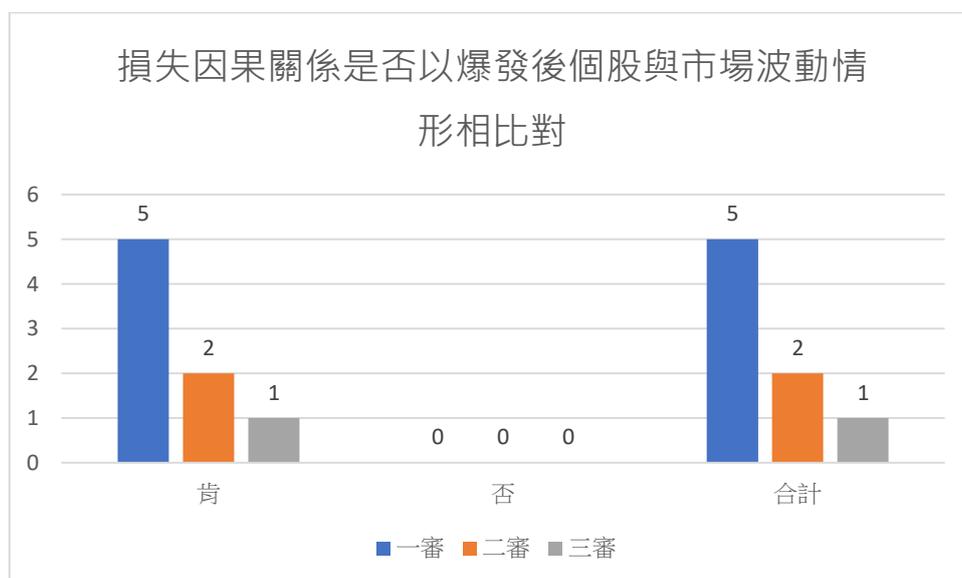


圖 52

若以年度為區分，於民國 107 年間有 2 件判決討論此爭點且均採取肯定見解(佔 100%)；民國 108 年間有 5 件判決且亦均採取肯定見

解(佔 100%)；民國 109 年間則有 1 件判決並採取肯定見解(佔 100%)，整理如圖 53。從圖表中可以發現，實務從民國 107 年間至民國 109 年間均有對此爭點進行討論，且均採取肯定見解，故應可認為實務之主流見解為肯定見解。

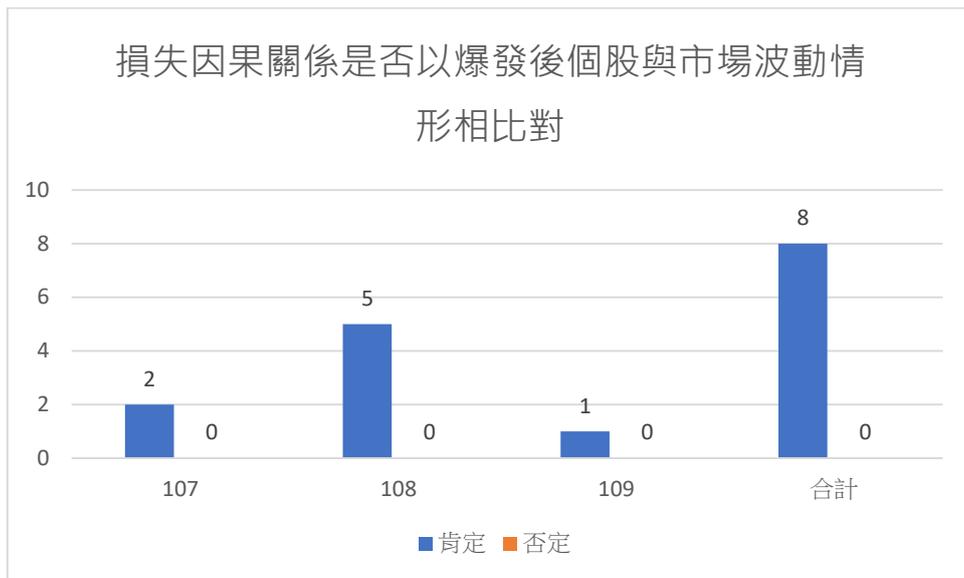


圖 53

對此爭點最高法院有採取肯定見解者，例如案號 108 台上 40 之日揚案三審判決，法院認為：「原審本於採證、認事之職權行使，綜合相關事證及調查證據所得，認定日揚公司公告系爭財報或系爭訊息揭露後，股價並未大漲或大跌，亦未悖離櫃買大盤及同類股走勢，難認系爭授權人投資損失與日揚公司系爭財報及系爭訊息揭露間有損失因果關係，因以上述理由，為上訴人不利之判決，經核於法並無違誤。」。

#### **(四) 損害賠償爭點之演變趨勢**

關於我國實務對損害賠償認定之相關爭點，主要為 1. (非採純粹淨損益法者) 不實財報 (或不法行為) 期間內交易是否損益相抵、2. 投資人於消息揭露後是否有出售有價證券義務、3. 是否以 0 元計算現值、4. 計算方式是否採毛損益法、5. 計算方式是否採淨損益法 (淨損差額法)、6. 負比例責任者就已和解部分得否主張與應分擔額間差額之免除，及 7. 買入成本是否以先進先出法計算，以下就財報暨公開說明書不實類型損害賠償爭點演變趨勢進行分析。

##### **1. (非採純粹淨損益法者) 不實財報 (或不法行為) 期間內交易是否損益相抵**

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 4 件，一審 2 件、二審 2 件、三審 0 件。其中一審有 2 件判決且均採取否定見解 (佔 100%)；二審之 2 件判決亦均採取否定見解 (佔 100%)。因此，4 件判決中採取否定見解者共有 4 件 (佔 100%)，整理如圖 54。從圖表中可以發現，關於本爭點一審法院均採取否定見解，二審法院亦均採取否定見解，惟最高法院對此爭點尚未表態，故實務主流見解為何尚有待觀察。

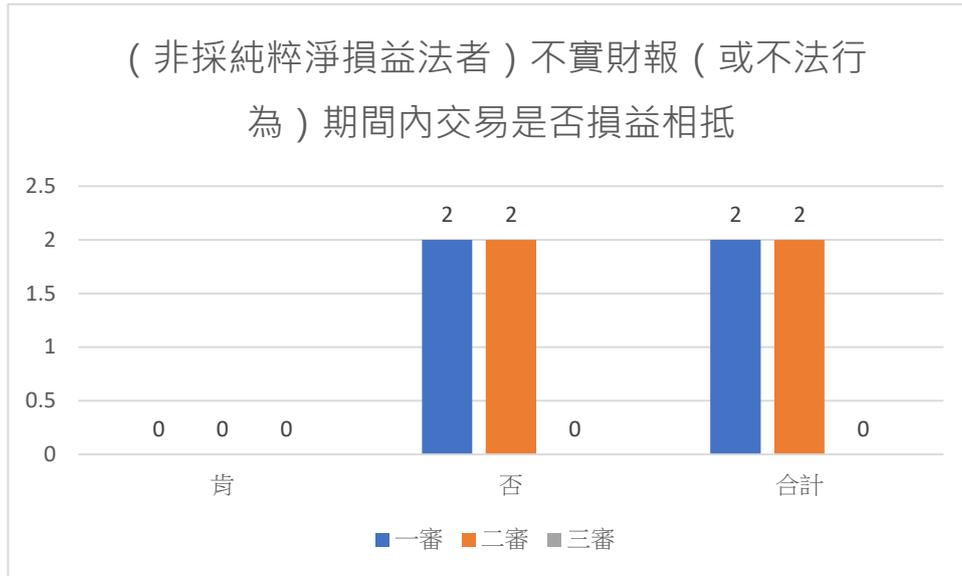


圖 54

若以年度為區分，於民國 107 年間有 1 件判決討論此爭點且採取否定見解(佔 100%)；民國 108 年間有 3 件判決，皆採取否定見解(佔 100%)，整理如圖 55。從圖表中可以發現，實務僅民國 107 年間及民國 108 年間有對此爭點進行討論，民國 107 年間採取否定見解，民國 108 年間則均採取否定見解，惟民國 109 年間尚未對此爭點進行討論且討論本爭點之判決數較少，故實務之主流見解為何仍有待觀察。

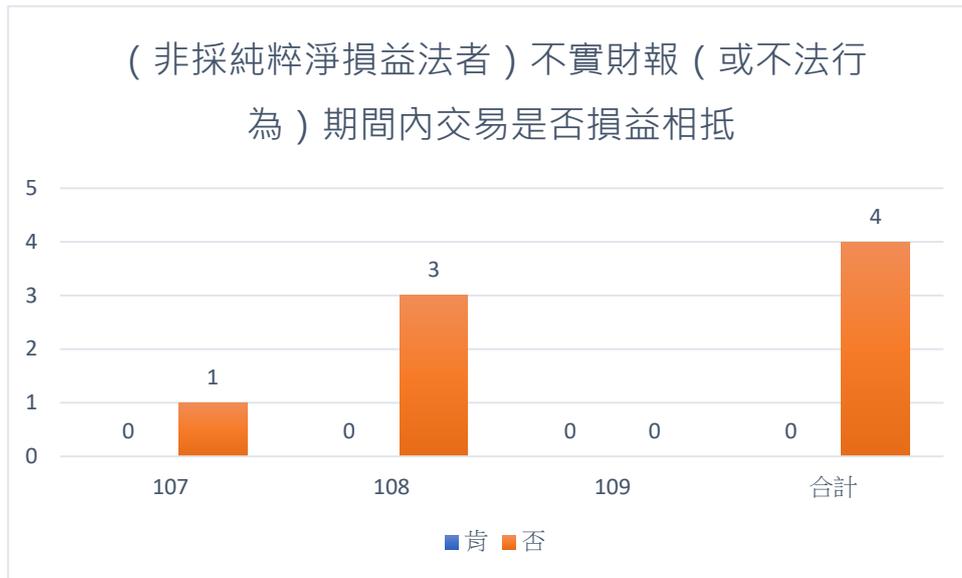


圖 55

對此爭點有採取否定見解，例如案號 106 金上更一 4 之博達二案二審判決，法院認為：「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 88 年 12 月 18 日上市後，於 89 年度每仟股無償配發 220 股、90 年度每仟股無償配發 400 股、91 年度每仟股無償配發 250 股、92 年度每仟股無償配發

20 股，此有博達公司重大訊息公告在卷可稽〔見原審卷(十八)第 11 頁至第 14 頁〕。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」。

對此爭點有採取否定見解者，例如案號 105 金上 6 之新泰伸(財)案二審判決，法院認為：「另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。」。

## 2.投資人於消息揭露後是否有出售有價證券義務

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 4 件，一審 3 件、二審 1 件、三審 0 件。其中一審有 3 件判決且均採取否定見解(佔 100%)；二審僅有 1 件判決且亦採取否定見解(佔 100%)。因此，4 件判決均採取否定見解(佔 100%)，整理如圖 56。從圖表中可以發現，關於本爭點一、二審法院均採取否定見解，雖最高法院對此爭點尚未表態，但應可推測實務傾向採取否定見解。

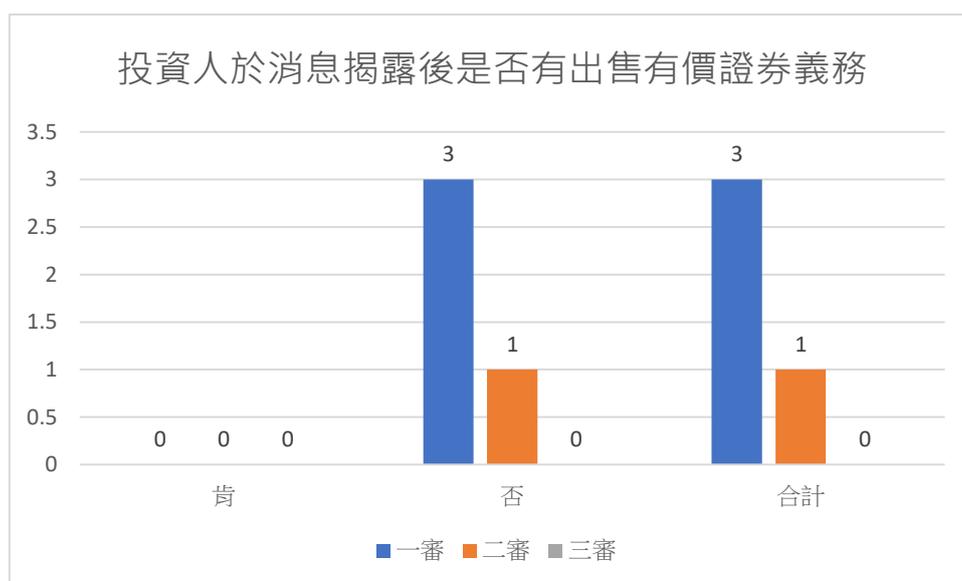


圖 56

若以年度為區分，於民國 107 年間有 1 件判決討論此爭點且採取否定見解(佔 100%)；民國 108 年間有 2 件判決且亦均採取否定見解(佔 100%)；民國 109 年間則有 1 件判決並採取否定見解(佔 100%)，整理如圖 57。從圖表中可以發現，實務從民國 107 年間至民國 109

年間均有對此爭點進行討論，且均採取否定見解，故應可認為實務之主流見解為否定見解。

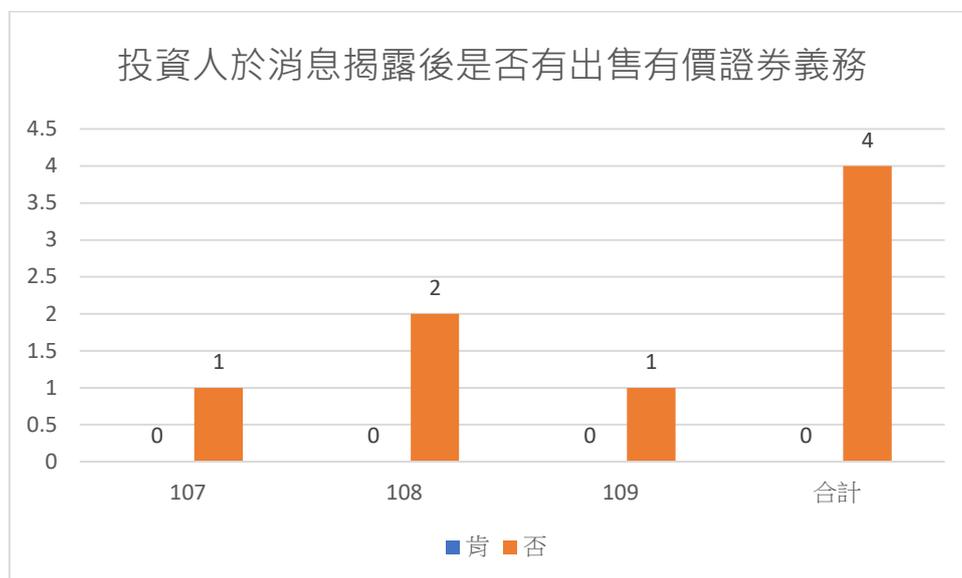


圖 57

對此爭點有採取否定見解者，例如案號 105 金上 6 之新泰伸(財)案二審判決，法院認為：「衡以證交法第 20 條之 1 所規定之資訊不實證券詐欺，法律賦予善意取得有價證券人賠償請求權之規範目的在保障投資人，而因不實資訊遭揭露後，投資人急欲出脫持股以減少損失係屬常情，故出現恐慌性賣壓、股價急遽下跌，爾後股價是否會回升不得而知，且公司亦可能結束營業或破產，致其股票無價值，事實上此類公司遭掏空、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（如遭證交所、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在不實資訊揭露後可即時出脫持股，且投資人實無從判斷何時出售為宜，未來股價可能漲也可能跌，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），股票交易市場於分秒間交易價額均有差異，究應如何判斷售股與否，實無任何標準可循，況如苛責投資人有於特定時期出售持股之義務，將導致不法者得因市場上之其他因素而享有免除或減輕賠償責任之不公平現象，故只要投資人係善意且受有損害即應受保護，不因未及時出售持股而減輕對其保護。」。

### 3.是否以 0 元計算現值

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 6 件，一審 2 件、二審 3 件、三審 1 件。其中一審有 2 件判決且均採取肯定見解（佔 100%）；二審有 3 件判決且均採取肯定見解（佔 100%）；三審則有 1 件判決惟係採取否定見解（佔 100%）。因此，6 件判決中採取肯定見解者共有 5 件（佔 83.3%）、採取否定見解者共有 1 件（佔 16.7%），整理如圖 58。從圖表中可以發現，關於本爭點一、二審法院均採取肯定見解，惟最高法院雖採取否定見解卻僅有一件判決，是否可以推翻一、二審之五件採肯定之判決，本計畫以為三審法院判決過少，故後續實務見解發展為何尚有待觀察。

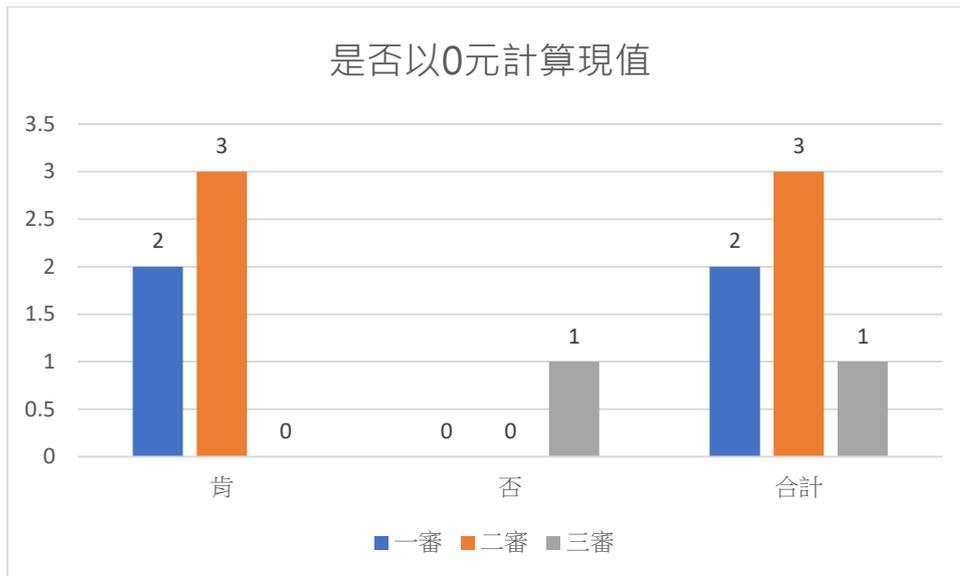


圖 58

若以年度為區分，於民國 107 年間有 1 件判決討論此爭點且採取肯定見解（佔 100%）；民國 108 年間有 5 件判決，採取肯定見解者有 4 件（佔 80%）、否定見解者有 1 件（佔 20%），整理如圖 59。從圖表中可以發現，實務僅民國 107 年間及民國 108 年間有對此爭點進行討論，對此爭點民國 107 年間採取肯定見解，民國 108 年間則多採取肯定見解，然民國 109 年間並未對此爭點進行討論，觀之民國 107 年間及民國 108 年間多採取肯定見解，故可合理推測現行實務見解係採取肯定見解。

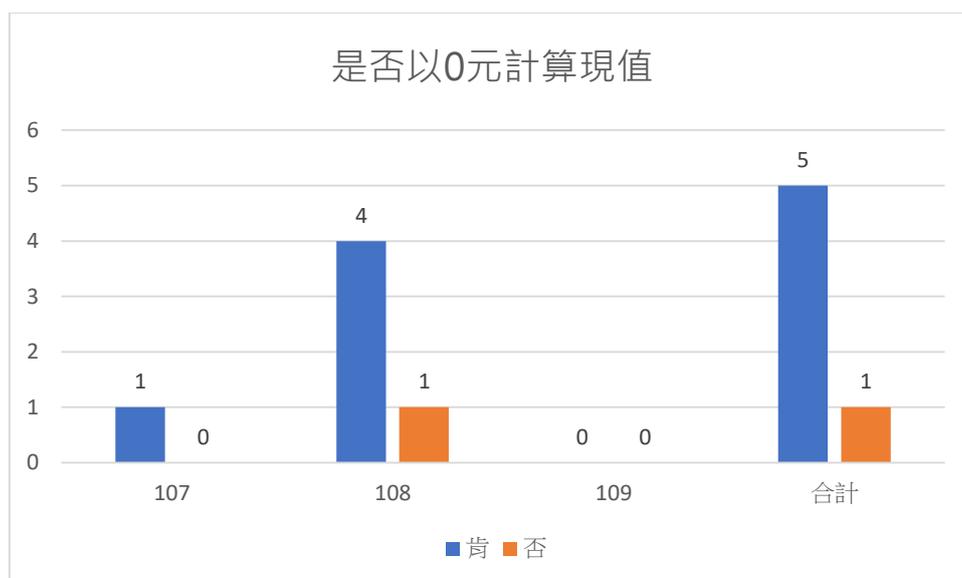


圖 59

對此爭點有採取肯定見解者，例如案號 106 金上更一 4 之博達二案二審判決，法院認為：「投資人未出售之有價證券部分：依博達公司檢查人於 93 年 7 月間出具之檢查報告，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。」。

對此爭點最高法院有採取否定見解者，例如案號 106 台上 322 之邨港案三審判決，法院認為：「再查，邨港公司及方祖熙等 2 人抗辯

邨港公司雖於 97 年遭終止興櫃買賣，惟自翌年起每年營收均逾 1 億元，至 102 年度起更已轉虧為盈，年度淨利已有 327 萬 1,492 元。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 99 至 101 年度營業稅申報資料、97 至 102 年度財報資料、營運資料等為證（見原審卷（四）第 57 至 83 頁、卷（五）第 52 至 76 頁、第 173 至 188 頁、卷（六）第 180、181、218、219 頁）。參諸原審亦認定系爭股票於 99 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，進而以之作為計算邨港公司等 11 人應付賠償額之依據，自欠允洽。」。

#### 4. 計算方式是否採毛損益法

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 8 件，一審 3 件、二審 4 件、三審 1 件。其中一審有 3 件判決且均採取肯定見解（佔 100%）；二審有 4 件判決亦均採取肯定見解（佔 100%）；三審則有 1 件判決惟係採取否定見解（佔 100%）。因此，8 件判決中採取肯定見解者共有 7 件（佔 87.5%）、採取否定見解者共有 1 件（佔 12.5%），整理如圖 60。從圖表中可以發現，關於本爭點一、二審法院均採取肯定見解，

惟最高法院對此爭點採取否定見解，然其否定見解並非推翻前審肯定見解，故實務主流見解為何尚有待觀察。

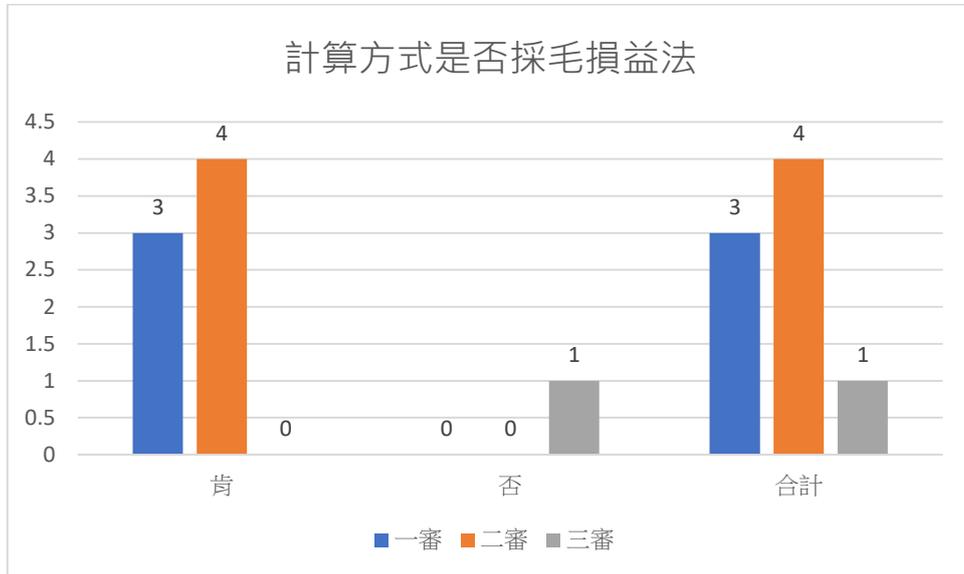


圖 60

若以年度為區分，於民國 107 年間有 2 件判決討論此爭點且均採取肯定見解（佔 100%）；民國 108 年間有 4 件判決且亦均採取肯定見解（佔 100%）；民國 109 年間則有 2 件判決，採取肯定見解者有 1 件（佔 50%）、否定見解者有 1 件（佔 50%），整理如圖 61。從圖表中可以發現，實務從民國 107 年間至民國 109 年間均有對此爭點進行討論，惟民國 107 年間至民國 109 年間均有採取肯定見解者，僅民國 109 年間有 1 件判決採取否定見解，是否意味著實務有改採否定見解之趨勢，尚有待觀察。

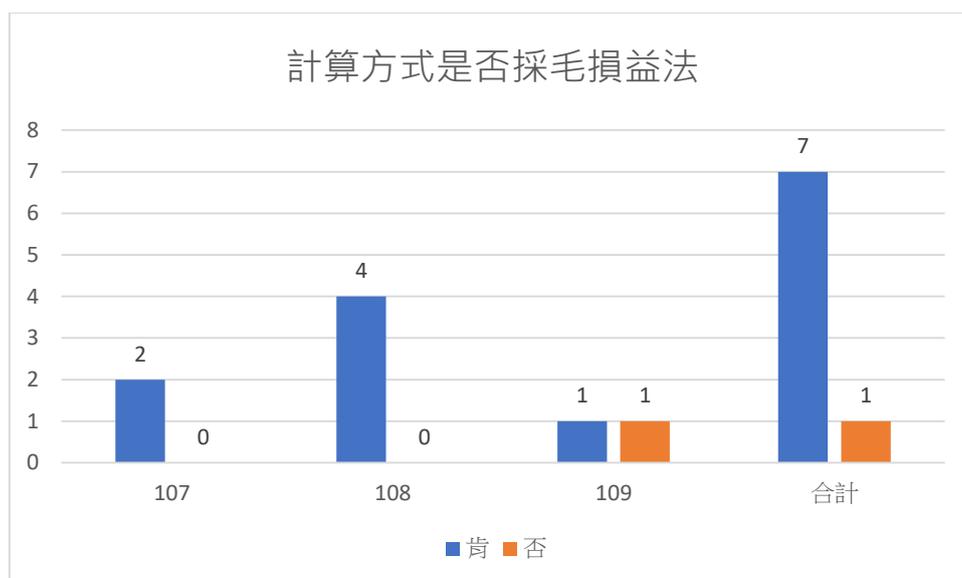


圖 61

對此爭點有採取肯定見解者，例如案號 108 金上 1 之邦泰案二審判決，法院認為：「是被上訴人認授權投資人縱因邦泰公司發布不實資訊而為錯誤判斷，進而為買或賣交易行為，亦應採『淨損差額法』計算，即以『交易當時之真實價格』認定基準，或資訊更正後 10 日內每日收盤價之平均價格作為交易當時之真實價格，為損害額之認定，始屬正確云云。惟上訴人主張計算授權投資人所得求償之股數，乃係以授權投資人『先進先出法』之配對銷除方式得出其求償之股數，此為被上訴人所不爭執；且因『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（最高法院 106 年度台上字第 700 號、105 年度台上字第 2294 號判決意旨參照），且實

務上就損失因果關係採事後觀點之毛損益法（見本院卷(五)第 44 頁反面），亦有：1.本院 98 年度金上更（一）1 號（○○鋼鐵）2.新竹地院 91 年度重訴字第 162 號(○○電子案)3.高雄高分院 97 年度金上更(一) 字第 2 號（○○農畜案）、4.最高法院 104 年度台上字第 698 號（○○國際案）5.最高法院 101 年度台上字第 1695 號（○○案）、6.最高法院 100 年度台上字第 640 號（○○鋼鐵案）、7.最高法院 106 年度台上字第 700 號 8.最高法院 104 年度年台上字第 1894 號（○○案）。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。」。

對此爭點有採取否定見解者，例如案號 106 台上 1417 之智盛案三審判決，法院認為：「又損害賠償之目的在填補所生之損害，其應回復者，並非原來狀態，而係應有狀態，自應將非可歸責於債務人之變動狀態予以排除，僅應有狀態之損失始與財報或公開說明書之不實資訊間有因果關係。原審既認本件授權人係於智盛公司真實財務狀況揭露，因股價下跌而受有損害，依上說明，即應以授權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。」。

## 5.計算方式是否採淨損益法（淨損差額法）

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 6 件，一審 4 件、二審 1 件、三審 1 件。其中一審之 4 件判決中，採取肯定見解有 2 件（佔 50%）、否定見解者有 2 件（佔 50%）；二審有 1 件判決且採取否定見解（佔 100%）；三審有 1 件判決且採取肯定見解（佔 100%）。因此，6 件判決中採取肯定見解者共有 3 件（佔 50%）、採取否定見解者共有 3 件（佔 50%），整理如圖 62。從圖表中可以發現，關於本爭點各審級肯否見解皆有所採且比例大致相同，故實務主流見解為何尚有待觀察。

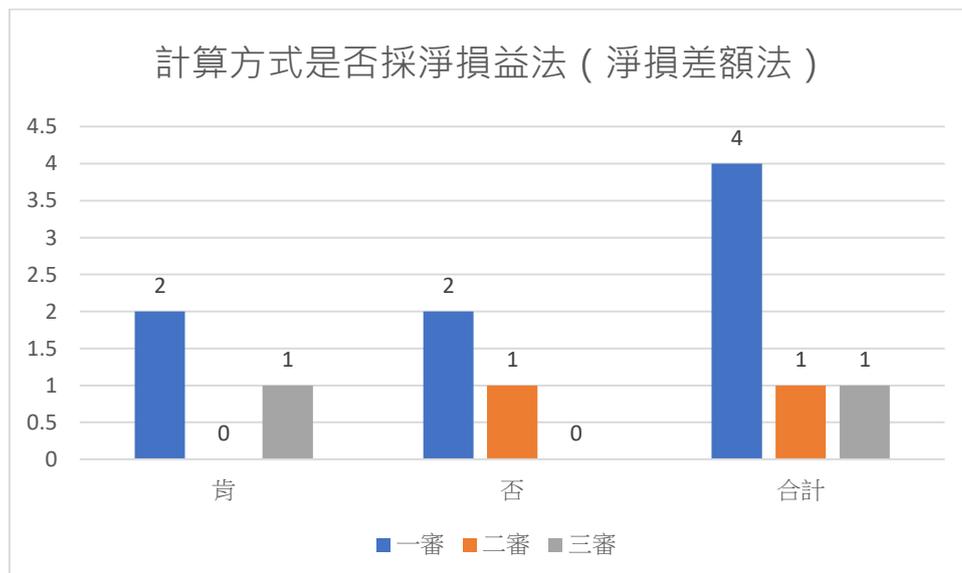


圖 62

若以年度為區分，於民國 107 年間有 1 件判決討論此爭點且採取否定見解（佔 100%）；民國 108 年間有 3 件判決，採取肯定見解者有 1 件（佔 33.3%）、否定見解有 2 件（佔 66.7%）；民國 109 年間則有 2 件判決且均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 63。從圖表中可以發現，實務從民國 107 年間至民國 109 年間均有對此爭點進行討論，民國 107 年間至民國 108 年間實務肯否見解均有所採，然民國 109 年間均採取肯定見解，故肯定見解可能為現行主流見解，惟因判決數不多，仍有待觀察。

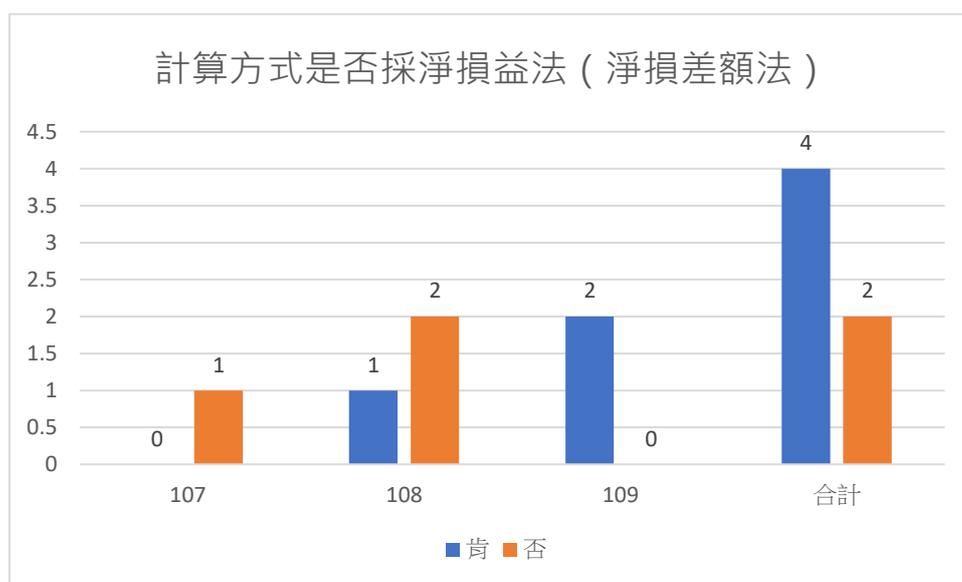


圖 63

對此爭點有採取否定見解者，例如案號 106 金上 6 之智盛案二審判決，法院認為：「依毛損益法而言，不論差額係不實財報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；

蓋投資人若知悉財務報告內容為不實者，根本不會作成自發行市場或交易市場買受股票之決定，故認為賠償義務人應賠償投資人因作成投資而買受股票之全部損失。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』與『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 97 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，99 年度甚至達 99.4%，扣除該八、九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。」。

對此爭點有採取肯定見解者，例如案號 108 台上 1417 之智盛案三審判決，法院認為：「又損害賠償之目的在填補所生之損害，其應回復者，並非原來狀態，而係應有狀態，自應將非可歸責於債務人之變動狀態予以排除，僅應有狀態之損失始與財報或公開說明書之不實資訊間有因果關係。原審既認本件授權人係於智盛公司真實財務狀況

揭露，因股價下跌而受有損害，依上說明，即應以授權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。」。

## **6. 負比例責任者就已和解部分得否主張與應分擔額間差額之免除**

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 4 件，一審 2 件、二審 1 件、三審 1 件。其中一審有 2 件判決且均採取否定見解（佔 100%）；二審有 1 件判決且採取肯定見解（佔 100%）；三審有 1 件判決且亦採取肯定見解（佔 100%）。因此，4 件判決中採取肯定見解者共有 2 件（佔 50%）、採取否定見解者共有 2 件（佔 50%），整理如圖 64。從圖表中可以發現，關於本爭點實務肯否見解均有所採，一審採取否定見解，惟二、三審均採取肯定見解似有傾向採取否定見解之趨勢，然因沒有上級審推翻下級審之情形，故實務主流見解為何尚有待觀察。

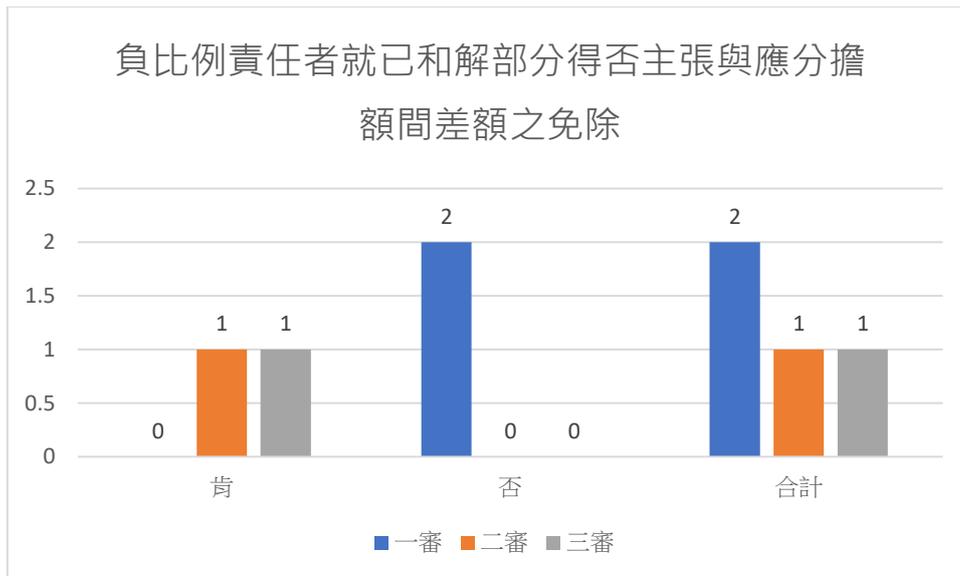


圖 64

若以年度為區分，於民國 107 年間有 2 件判決討論此爭點，採取肯定見解者有 1 件（佔 50%）、否定見解者有 1 件（佔 50%）；民國 108 年間有 2 件判決，採取肯定見解者有 1 件（佔 50%）、否定見解者有 1 件（佔 50%），整理如圖 65。從圖表中可以發現，實務僅民國 107 年間及民國 108 年間有對此爭點進行討論，且各年度間肯否見解相當，而民國 109 年間並未對此爭點逕行討論，故實務之主流見解為何尚有待觀察。

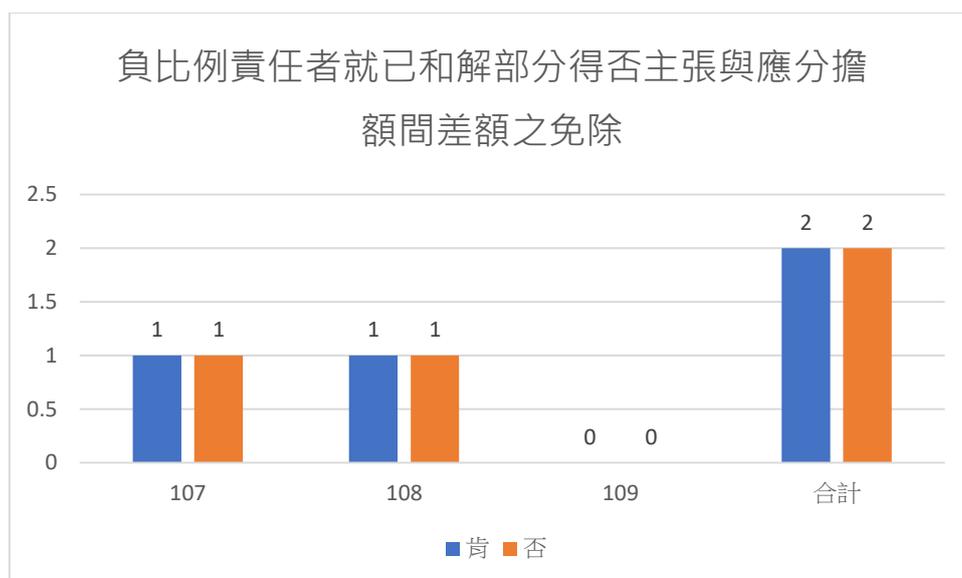


圖 65

對此爭點最早法院採取否定見解者為案號 99 金 6 之遠航案一審判決，法院認為：「債權人向連帶債務人中之一人免除債務，而無消滅全部債務之意思表示者，除該債務人應分擔之部分外，他債務人仍不免其責任；前項規定，於連帶債務人中之一人消滅時效已完成者準用之，民法第 276 條定有明文。不真正連帶債務因祇有單一之目的，各債務人間無主觀之關聯，而連帶債務則有共同之目的，債務人間發生主觀關聯，二者不同，故連帶債務之有關規定，於不真正連帶債務，並不當然適用。就不真正連帶債務人與債權人間之外部關係而言，債權人對於不真正連帶債務人之一人或數人或全體，得同時或先後為全部或一部之請求。不真正連帶債務人中之一人為清償，滿足債權之給付，同時滿足不真正連帶債務之客觀上單一目的時，發生絕對效力；

就不真正連帶債務相互間之內部關係而言，不真正連帶債務人間互無分擔部分(最高法院85年度台上字第975號判決論旨參照)。申言之，不真正連帶債務人與連帶債務人；暨不真正連帶債務人間，均無民法第276條規定適用。」。

對此爭點最高法院有採取肯定見解者，例如案號107台上2之力霸(財)案三審判決，法院認為：「按不真正連帶債務之發生，係因相關之法律關係偶然競合，多數債務人之各債務具有客觀之同一目的，而債務人各負有全部之責任，債務人中之一人或數人向債權人為給付者，他債務人於其給付範圍內亦同免其責任。倘不真正連帶債務人中之一人所為之給付，已滿足債權之全部或一部，即生絕對清償效力，債權人就已受償部分不得再向其他債務人請求清償。查廣信事務所之合夥會計師單思達、郝麗麗執行力霸公司94年第3季至95年第3季財報查核或核閱，屬責任期間11至14，應負責任比例均為20分之1，被上訴人代授權人自郝麗麗取得和解金115萬元，應依比例分配予該責任期間之授權人，廣信事務所應與單思達負連帶賠償責任，並與同一責任期間其餘應負賠償責任之債務人間為不真正連帶債務，被上訴人將郝麗麗之和解金分配予授權人前，應負20分之1比例責任者之賠償總額為69萬3,140元(即附表三責任期間11至14之F欄加總)，為原審合法認定之事實。果爾，郝麗麗給付和解金115萬元，已逾該

損害賠償總額，就單思達應負同一責任期間債務似足生清償之效力。」。

## 7..買入成本是否以先進先出法計算

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 5 件，一審 1 件、二審 4 件、三審 0 件。其中一審有 1 件判決且採取肯定見解（佔 100%）；二審有 4 件判決且亦均採取肯定見解（佔 100%）。因此，5 件判決均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 66。從圖表中可以發現，關於本爭點實務均採取肯定見解，雖最高法院對此爭點尚未表態，但應可合理推測實務傾向採取肯定見解。

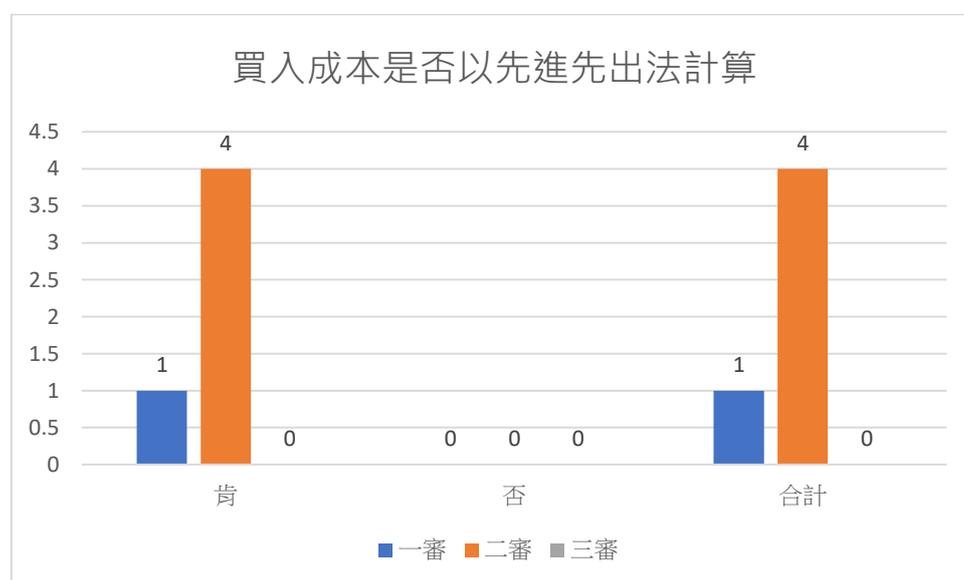


圖 66

若以年度為區分，於民國 107 年間無判決討論此爭點；民國 108

年間有 4 件判決且均採取肯定見解（佔 100%）；民國 109 年間則有 1 件判決且亦採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 67。從圖表中可以發現，實務僅民國 108 年間及民國 109 年間有對此爭點進行討論，且均採取肯定見解，故可合理推測實務傾向採取肯定見解。

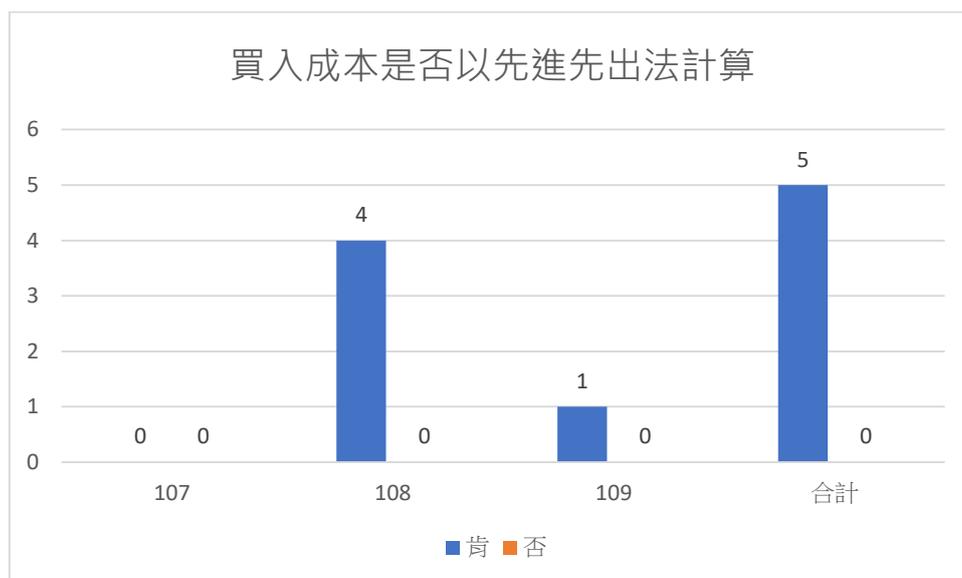


圖 67

對此爭點有採取肯定見解者，例如案號 106 金上更一 4 之博達二案二審判決，法院認為：「買入成本之計算方式：原判決附表一至附表十所示授與訴訟實施權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。」。

## 二、操縱股價類型

關於我國實務對操縱股價類型認定之相關爭點，主要為 1.是否以被告行為造成股價波動、有無相對成交或使用人頭等因素判斷、2. 被告是否須有誘使他人買賣之主觀意圖、3.是否以交易動機、型態、占有率、是否違反投資效率等因素判斷、4.單純提供資金是否屬於操縱股價之共同行為、5.交易因果關係是否依民訴§277 推定、6.交易因果關係是否適用詐欺市場理論推定、7.交易因果關係與損失因果關係是否須分別證明、8.真實價格或現值是否援用證§157-1 以 10 日均價計算、9.真實價格是否以 90 日均價擬制、10.真實價格是否以不法行為開始前均價擬制、11.不法情事揭露後（或不法行為結束後）交易是否損益相抵、12.計算方式是否採定額法（擬制買價及賣／持股價），及 13.計算方式是否採純粹淨損益法（期間內買賣損益互抵），以下就操縱股價類型相關爭點進行趨勢分析。

### **（一）是否以被告行為造成股價波動、有無相對成交或使用**

#### **人頭等因素判斷**

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 3 件，一審 2 件、二審 1 件、三審 0 件。其中一審有 2 件判決且均採取肯定見解（佔 100%）；

二審有 1 件判決且亦採取肯定見解（佔 100%）。因此，3 件判決均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 68。從圖表中可以發現，關於本爭點實務均採取肯定見解，雖最高法院對此爭點尚未表態，但應可合理推測實務傾向採取肯定見解。

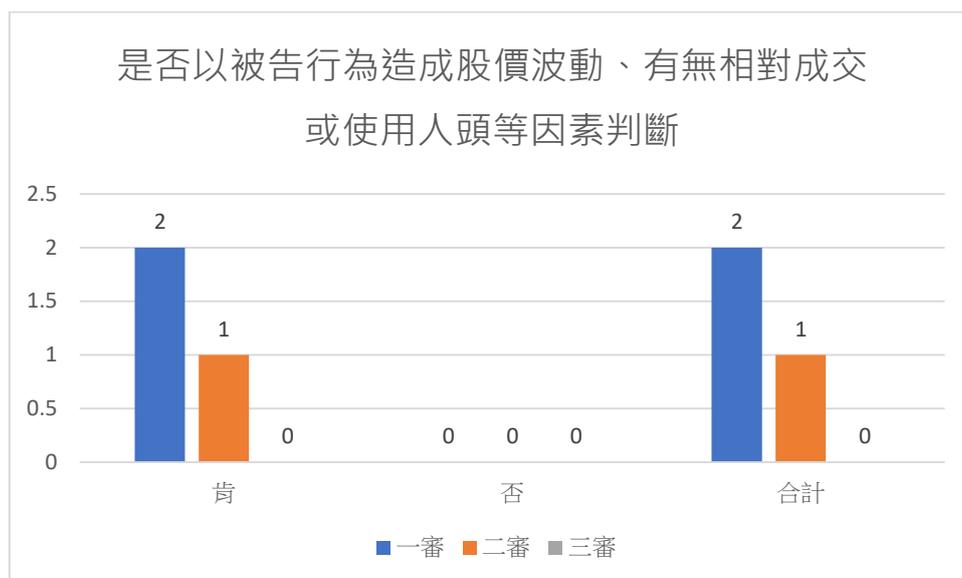


圖 68

若以年度為區分，於民國 107 年間無判決討論此爭點；民國 108 年間有 1 件判決且均採取肯定見解（佔 100%）；民國 109 年間則有 2 件判決且亦採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 69。從圖表中可以發現，實務僅民國 108 年間及民國 109 年間有對此爭點進行討論，且均採取肯定見解，故可合理推測實務傾向採取肯定見解。

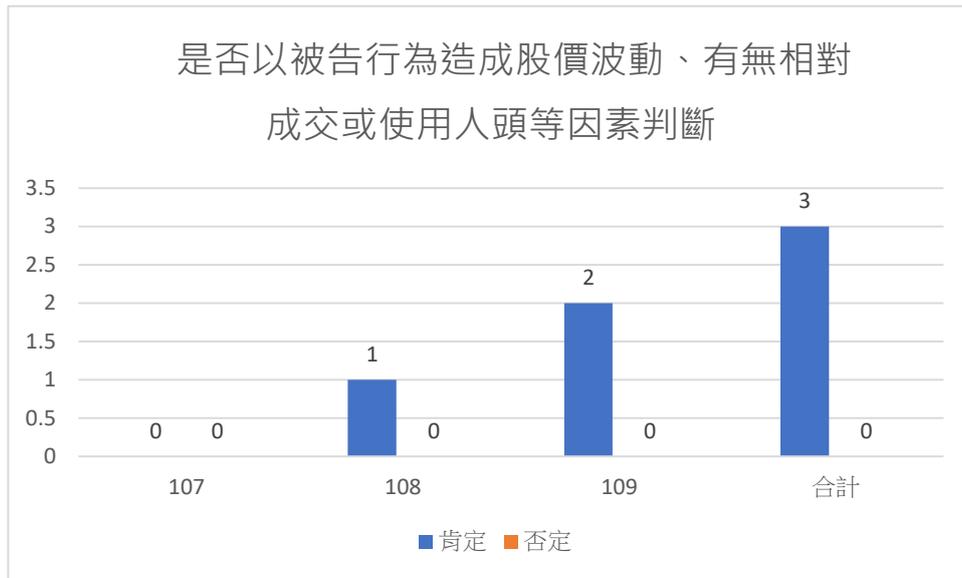


圖 69

對此爭點有採取肯定見解者，例如案號 108 金上更（二）7 之南港一案二審判決，法院認為：「查南港股票於 92 年 5 月 2 日收盤價為 13.8 元，92 年 8 月 29 日收盤價為 20.6 元，上漲 6.8 元，漲幅 49.28%，該段期間最高收盤價為 92 年 6 月 16 日之 24.8 元，最低收盤價為 92 年 5 月 21 日之 13.4 元，振幅 82.61%。又南港股票同類股於 92 年 5 月 2 日之收盤指數為 66.23 點，92 年 8 月 29 日之收盤指數為 80.04 點，上漲 13.81 點，漲幅 20.85%，該段期間收盤指數最高為 92 年 7 月 28 日之 84.75 點，最低為 92 年 5 月 2 日之 66.23 點，振幅 27.96%。另元瑞等公司帳戶於 92 年 5 月 29 日、6 月 10 日、6 月 12 日、8 月 22 日分別以等於或高於當時揭示成交價 1 檔、3 檔買進南港股票，且該成交數量分別占同時段市場成交比例 99% 至 100% 不等，另於 92

年 6 月 26 日、6 月 27 日、6 月 30 日、7 月 11 日分別以低於當時揭示成交價 1 檔至 3 檔賣出南港股票，且該成交數量分別占同時段市場成交比例 46.51% 至 100% 不等，元瑞等公司帳戶於 92 年 6 月 10 月至 6 月 30 日間有連續多日以高價買入或低價賣出之交易行為，其中 92 年 6 月 12 日、6 月 26 日、6 月 27 日、6 月 30 日、7 月 11 日、8 月 22 日南港股票除盤中上漲或下跌 3 檔以上者外，該個股漲跌幅與各該日同類股及大盤漲跌幅相較明顯偏高，有台灣證券交易所股份有限公司（下稱證交所）製作之南港股票交易分析意見書（下稱 92 年交易分析意見書）在卷可稽（本院卷一第 299 至 326 頁）。又林爭輝於 92 年 5 月 7 日起至同年 8 月 22 日間，委託詹美年以元瑞等公司股票帳戶，買賣如附表二所示南港股票，已如前述，足認林爭輝於 92 年查核期間確有意圖抬高或壓低南港股票之交易價格，藉由元瑞等公司帳戶連續以高價買入或以低價賣出方式，影響南港股票之漲幅，核屬證交法第 155 條第 1 項第 4 款規定意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，對該有價證券連續以高價買入或低價賣出，而有影響市場價格或市場秩序之虞之情形。」。

## (二) 被告是否須有誘使他人買賣之主觀意圖

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 3 件，一審 3 件、二審 0 件、三審 0 件。其中一審之 3 件判決中，採取肯定見解者有 2 件（佔 66.7%）、否定見解有 1 件（佔 33.3%）。因此，3 件判決均採取肯定見解者有 2 件（佔 66.7%）、否定見解者有 1 件（佔 33.3%），整理如圖 70。從圖表中可以發現，關於本爭點實務見解肯否均有所採，惟二、三審法院對此爭點尚未表態，故實務主流見解為何尚有待觀察。

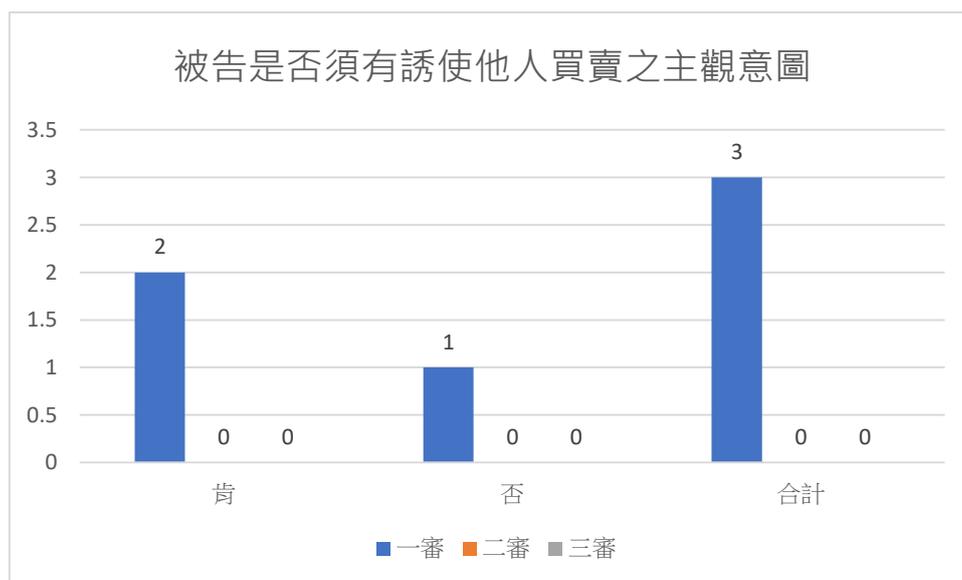


圖 70

若以年度為區分，於民國 107 年間無判決討論此爭點；民國 108 年間有 2 件判決，採取肯定見解者有 1 件（佔 50%）、否定見解者有 1 件（佔 50%）；民國 109 年間則有 1 件判決且採取肯定見解（佔 100%），

整理如圖 71。從圖表中可以發現，實務僅民國 108 年間及民國 109 年間有對此爭點進行討論，且肯否見解均有所採，又因判決數過少，故主流見解為何尚有待觀察。

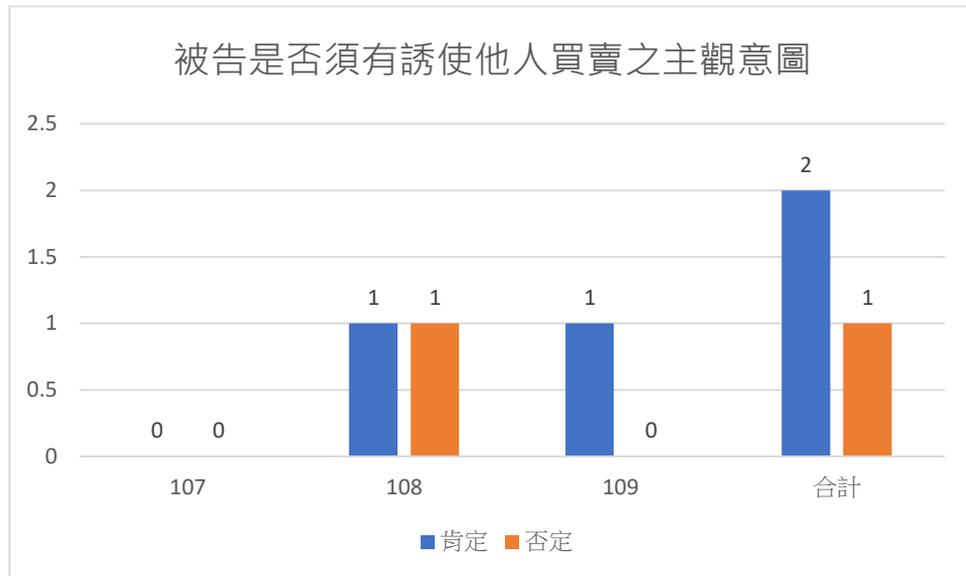


圖 71

對此爭點有採取肯定見解者，例如案號 108 金 4 之和旺（二）案一審判決，法院認為：「按對於在證券交易所上市之有價證券，不得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，證交法第 155 條第 1 項第 4 款定有明文。次按違反該項禁止規定者，應依同法第 171 條第 1 款之規定論處。其目的係在使有價證券之價格能在自由市場正常供需競價下產生，避免遭受特定人操控，以維持證券價格之自由化，而維護投資大眾之利益。」

故必行為人主觀上有影響或操縱股票市場行情之意圖，客觀上有對於某種有價證券連續以高價買入或低價賣出之行為，始克成立。而所謂炒作行為，乃就證券集中市場建制之公平價格機能予以扭曲，藉由創造虛偽交易狀況與價格假象，使投資大眾受到損害，而達操縱股票交易市場目的。故炒作行為人主觀上應有以造成交易活絡表象，對市場供需之自然形成加以人為干擾，藉資引誘他人買進或賣出，以利用股價落差圖謀不法利益之意圖（最高法院 96 年度台上字第 1044 號刑事判決參照）。」。

對此爭點有採取否定見解者，例如案號 108 金 15 之振維案一審判決，法院認為：「倘行為人於一定期間內，就該特定之有價證券連續以高價買進或以低價賣出之行為，致集中交易市場行情有發生異常變動而影響市場秩序之危險者，復無其他合理之投資、經濟上目的（例如因應市場上之經濟或非經濟因素，基於合理投資判斷而大量高價買進、低價賣出），即得據以認定其主觀上有拉抬或壓抑交易市場上特定有價證券之意圖。具體而言，判斷行為人是否有影響或操縱市場以抬高或壓低某種有價證券價格之主觀意圖，除考量行為人之屬性、交易動機、交易前後之狀況、交易型態、交易占有率以及是否違反投資效率等客觀情形因素外，行為人之高買、低賣行為，是否意在創造錯誤或使人誤信之交易熱絡表象、誘使投資大眾跟進買賣或圖謀不法利

益，固亦為重要之判斷因素，但究非本條成罪與否之主觀構成要件要素。蓋行為人高買、低賣行為之目的不一，誘使投資大眾跟進買賣以圖謀不法利益固為多數炒作者之主要動機；然基於其他各種特定目的，例如為避免供擔保之有價證券價格滑落致遭斷頭，或為締造公司經營榮景以招徠投資，或為順利取得銀行資金奧援，而維持特定有價證券於一定價格之護盤行為，同係以人為操縱方式維持價格於不墜，具有抬高價格之實質效果，致集中交易市場行情有發生異常變動而影響市場秩序之危險。此雖與拉高倒貨、殺低進貨之炒作目的有異，行為人在主觀上不一定有坑殺其他投資人之意圖，但破壞決定價格之市場自由機制，則無二致，亦屬上開規定所禁止之高買證券違法炒作行為，最高法院 103 年度台上字第 3799 號判決要旨參照。」。

### **（三）是否以交易動機、型態、占有率、是否違反投資效率**

#### **等因素判斷**

就本研究案中，涉及此爭點之判決僅有 1 件並採取肯定見解，為民國 108 年間作成，案號 108 金 15 之振維案一審判決，法院認為：「具體而言，判斷行為人是否有影響或操縱市場以抬高或壓低某種有價證券價格之主觀意圖，除考量行為人之屬性、交易動機、交易前後之狀

況、交易型態、交易占有率以及是否違反投資效率等客觀情形因素外，行為人之高買、低賣行為，是否意在創造錯誤或使人誤信之交易熱絡表象、誘使投資大眾跟進買賣或圖謀不法利益，固亦為重要之判斷因素。」。

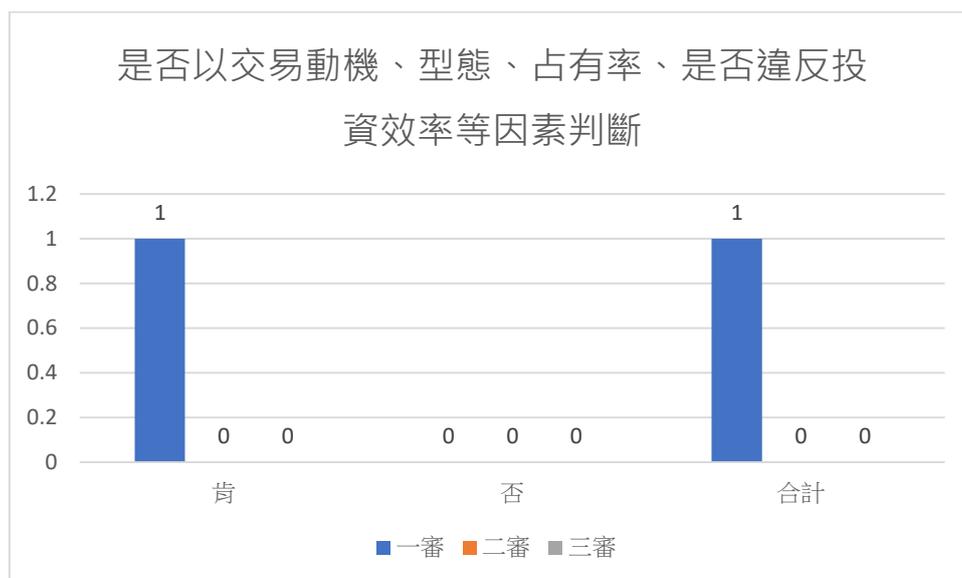


圖 72

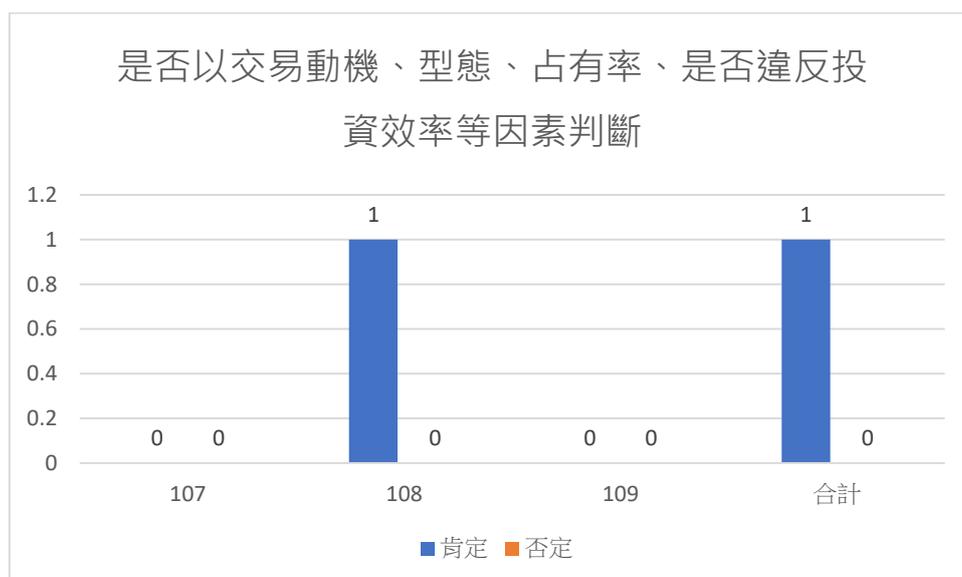


圖 73

#### (四) 單純提供資金是否屬於操縱股價之共同行為

就本研究案中，涉及此爭點之判決僅有 1 件並採取否定見解，為民國 108 年間作成，案號 108 台上 38 之南港一案二審判決，法院認為：「按證交法第 155 條第 1 項所規定之『反操縱條款』，旨在遏止以不正當方法或手段，扭曲證券市場自然調節功能，企圖控制有價證券及價格，以影響市場價格之合理形成，破壞市場之交易秩序，其所規定之 6 款行為，分別為不同類型之不法操縱行為，行為人之行為究該當於何種態樣，應予區分，不能混為一談。原審先謂林爭輝於 95 年查核期間違反證交法第 155 條第 1 項第 3 款規定之相對交易行為(判決書第 8 頁)，復謂其係違反同條項第 3 款、第 4 款規定(判決書第 10 頁)，惟對其行為如何合於該等規定之要件未詳加審究，復與被上訴人主張林爭輝係違反證交法第 155 條第 1 項第 4 款、第 5 款之規定不符，自非無進一步調查釐清之必要。其次，民法第 185 條第 1 項前段所謂共同侵權行為，須共同行為人皆已具備侵權行為之要件始能成立，若其中一人非侵權行為人，即不負與其他具備侵權行為要件之人連帶賠償損害之責任。原審謂林學圃、賴秋貴提供資金交王美惠炒作股票，縱未與林爭輝共同謀議，仍負共同侵權行為責任云云，惟就上訴人 3 人是否皆已具備民法第 184 條第 1 項後段故意以背於善良風俗

之方法加損害於他人之要件，未予詳加審認，且於上訴人間無共同謀議之情形下，林學圃、賴秋貴之買賣行為與林爭輝之買賣行為如何合併認定為違反證交法第 155 條第 1 項第 4 款所定操縱股價之連續買賣行為，更待斟酌。」。

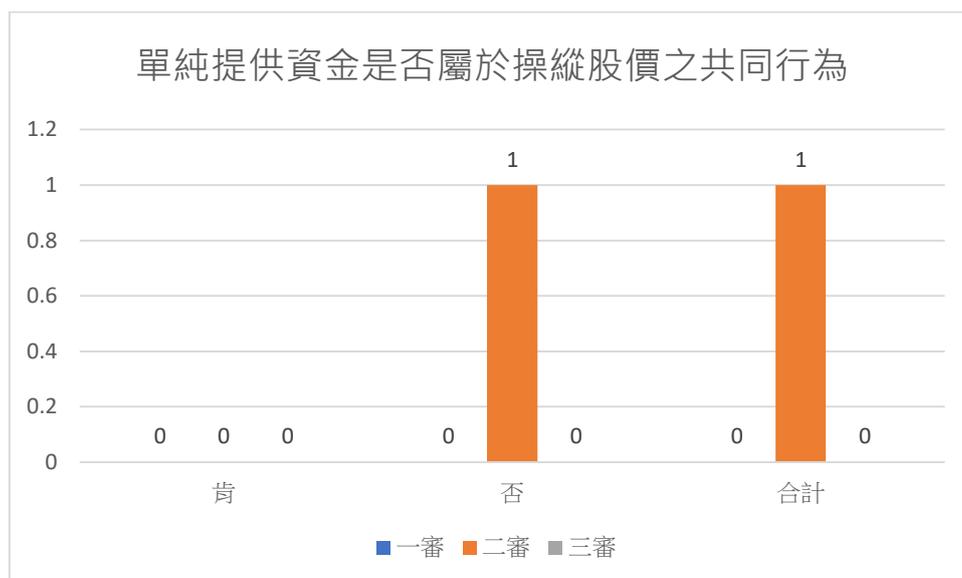


圖 74

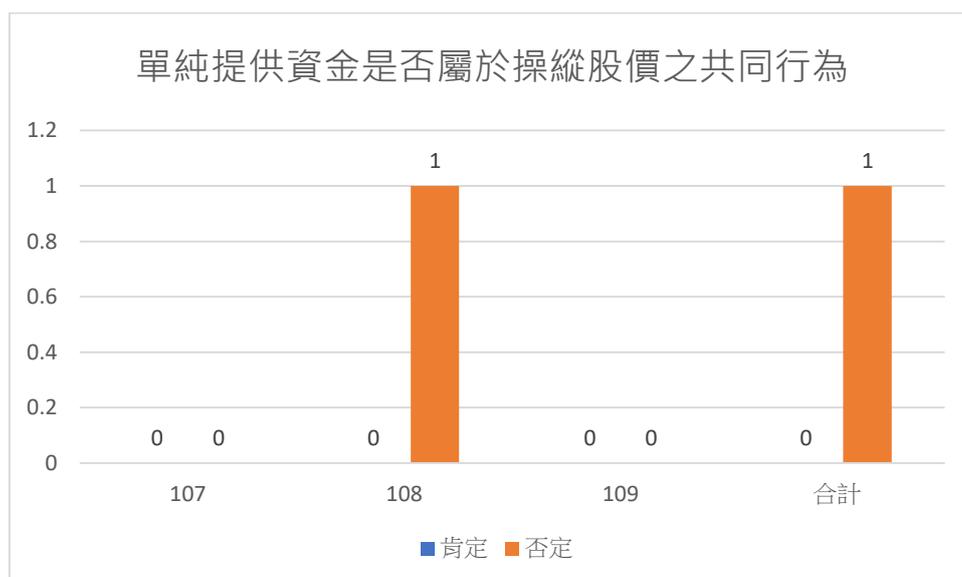


圖 75

## （五）交易因果關係是否依民訴§277 推定

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 3 件，一審 1 件、二審 2 件、三審 0 件。其中一審有 1 件判決且均採取肯定見解(佔 100%)；二審有 2 件判決且亦採取肯定見解(佔 100%)。因此，3 件判決均採取肯定見解(佔 100%)，整理如圖 76。從圖表中可以發現，關於本爭點實務均採取肯定見解，雖最高法院對此爭點尚未表態，但應可合理推測實務傾向採取肯定見解。

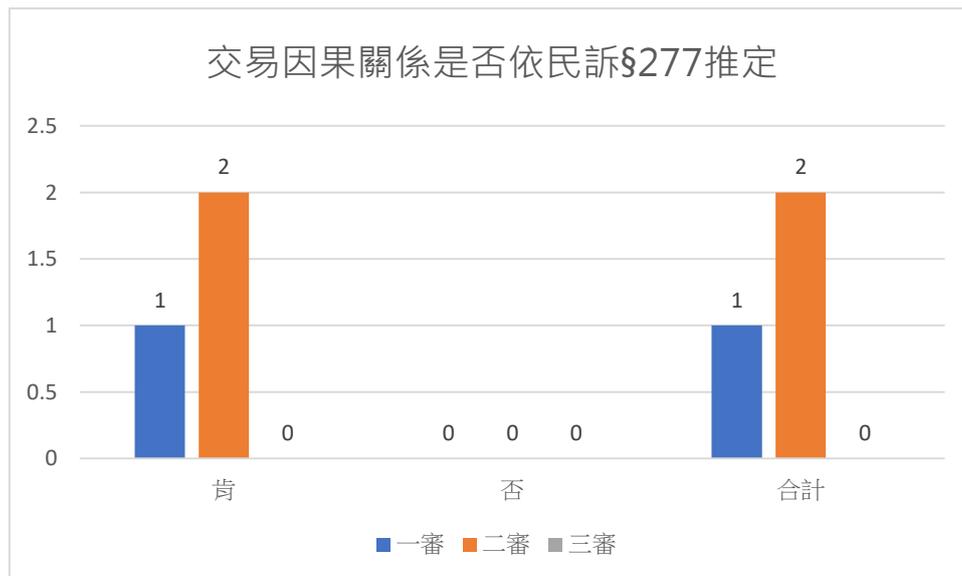


圖 76

若以年度為區分，於民國 107 年間無判決討論此爭點；民國 108 年間有 2 件判決且均採取肯定見解(佔 100%)；民國 109 年間則有 1 件判決且亦採取肯定見解(佔 100%)，整理如圖 77。從圖表中可以

發現，實務僅民國 108 年間及民國 109 年間有對此爭點進行討論，且均採取肯定見解，故可合理推測實務傾向採取肯定見解。

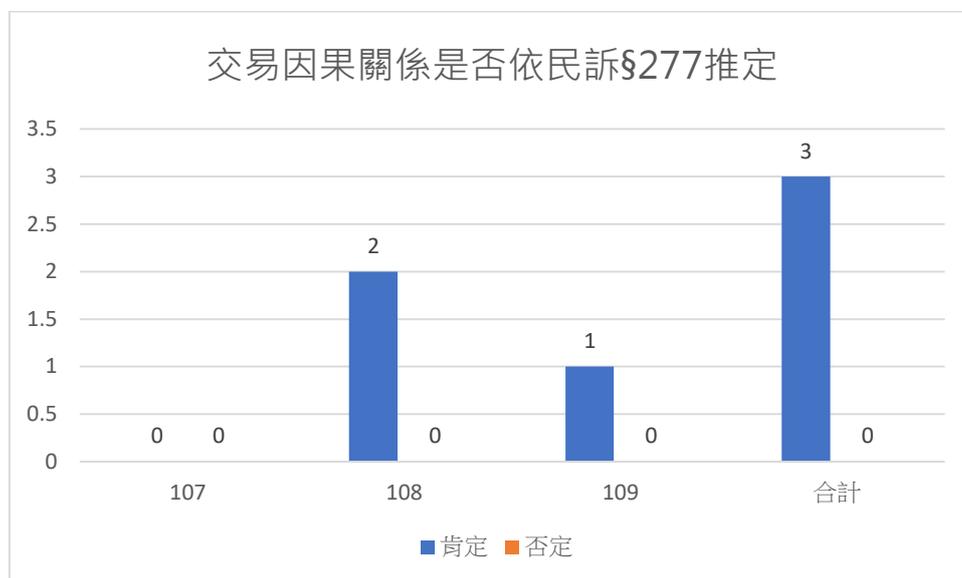


圖 77

對此爭點有採取肯定見解者，例如案號 101 重上更（二）56 之台鳳案二審判決，法院認為：「次按證交法第 155 條第 1 項所規定之『反操縱條款』，旨在遏止以不正當方法或手段，扭曲證券市場自然調節功能，企圖控制有價證券及價格，以影響市場價格之合理形成，破壞市場之交易秩序。而價量乃股市交易之重要資訊，相對委託及連續買賣等人為操縱股價行為乃股票自由市場所不許，該操縱股價行為，除誘使投資人進場交易外，亦破壞該股票由證券市場決定價格之機能，導致市場價格之扭曲，使投資人以不實際之價格買賣股票，而蒙受真相爆發後股價價差之損失，故證券交易損害賠償事件之受害人僅需舉

證操縱者有操控股價行為，而受害人受有損害，即應依民事訴訟法第 277 條但書規定，推定操縱者之操控股價行為與被害人之損害間具有因果關係（最高法院 99 年度台上字第 2244 號民事判決、105 年度台上字第 1904 號民事判決參照）。」。

### （六）交易因果關係是否適用詐欺市場理論推定

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 4 件，一審 3 件、二審 1 件、三審 0 件。其中一審有 3 件判決且均採取肯定見解（佔 100%）；二審有 1 件判決且亦採取肯定見解（佔 100%）。因此，4 件判決均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 78。從圖表中可以發現，關於本爭點實務均採取肯定見解，雖最高法院對此爭點尚未表態，但應可合理推測實務傾向採取肯定見解。

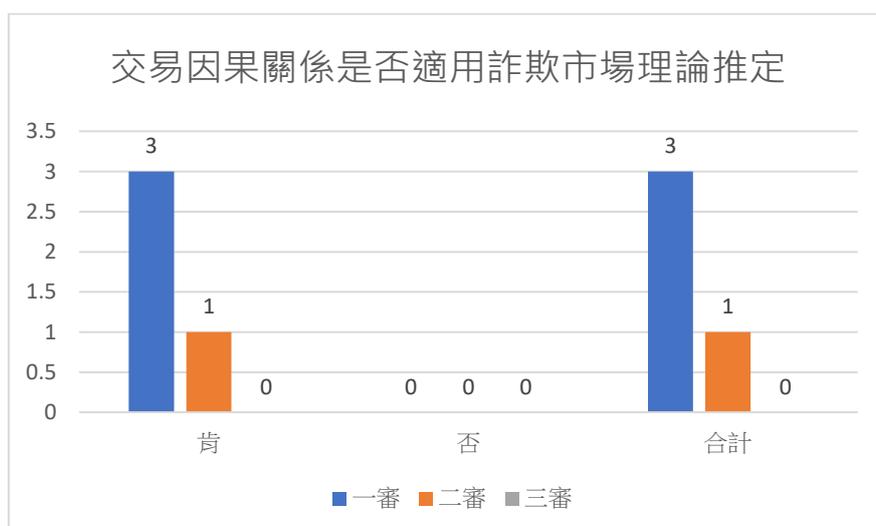


圖 78

若以年度為區分，於民國 107 年間無判決討論此爭點；民國 108 年間有 3 件判決且均採取肯定見解（佔 100%）；民國 109 年間則有 1 件判決且亦採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 79。從圖表中可以發現，實務僅民國 108 年間及民國 109 年間有對此爭點進行討論，且均採取肯定見解，故可合理推測實務傾向採取肯定見解。

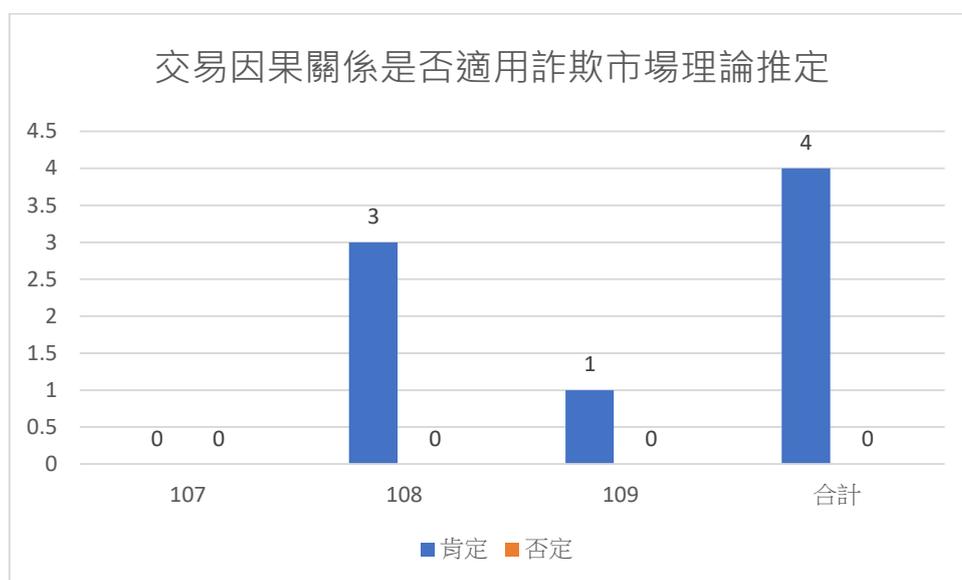


圖 79

對此爭點有採取肯定見解者，例如案號 108 金更（一）1 之和旺案一審判決，法院認為：「被告上開操縱股價及隱匿系爭連帶保證債務致財報不實之行為，與本件授權投資人所受損害間，具交易因果關係及損失因果關係：1.操縱股價部分：（1）按證交法第 155 條第 3 項損害賠償成立之因果關係要件，包括交易因果關係與損害因果關係，前者為善意買入或賣出有價證券之人基於證交法第 155 條第 1 項行為

人之行為而進行交易；後者乃善意買入或賣出有價證券之人因上述交易行為而受有損害（最高法院 104 年度台上字第 1483 號民事判決參照）。復參考美國法院基於集團訴訟之背景，結合效率資本市場假說（the Efficient Capital Market Hypothesis），進而發展出所謂詐欺市場理論（Fraud-on-the-market Theory），認在一個有效率之資本市場中，股價會充分反應所有可得之資訊，交易大眾係信賴所有公開資訊均已忠實反映於市價而進行交易，而投資人既然係以市場所決定之價格買賣證券，則行為人操縱股價之行為即是欺騙市場，可推定所有投資大眾對該操縱之結果存在信賴，彼等若知其事當不會以當時之市價進行交易，應推定其買賣與操縱股價之行為之間，存有因果關係；並將證券詐欺訴訟之因果關係區分為『交易因果關係』與『損失因果關係』，在操縱股價之案件中，所謂『交易因果關係』係指投資人因相信行為人操縱股價之結果為真實而做成買賣證券之決定，所謂『損失因果關係』則係指投資人買賣證券所受之具體經濟損失係因行為人之操縱股價所致，避免將其他市場因素所致之損失歸責於行為人，合理限制行為人之賠償責任，為我國學說實務多予肯認。」。

## （七）交易因果關係與損失因果關係是否須分別證明

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 2 件，一審 2 件、二審 0 件、三審 0 件。其中一審有 2 件判決且均採取肯定見解(佔 100%)。因此，2 件判決均採取肯定見解(佔 100%)，整理如圖 80。從圖表中可以發現，關於本爭點一審均採取肯定見解，然二、三審法院對此爭點尚未表態，且討論本爭點之案件較少，故實務主流見解為何尚有待觀察。

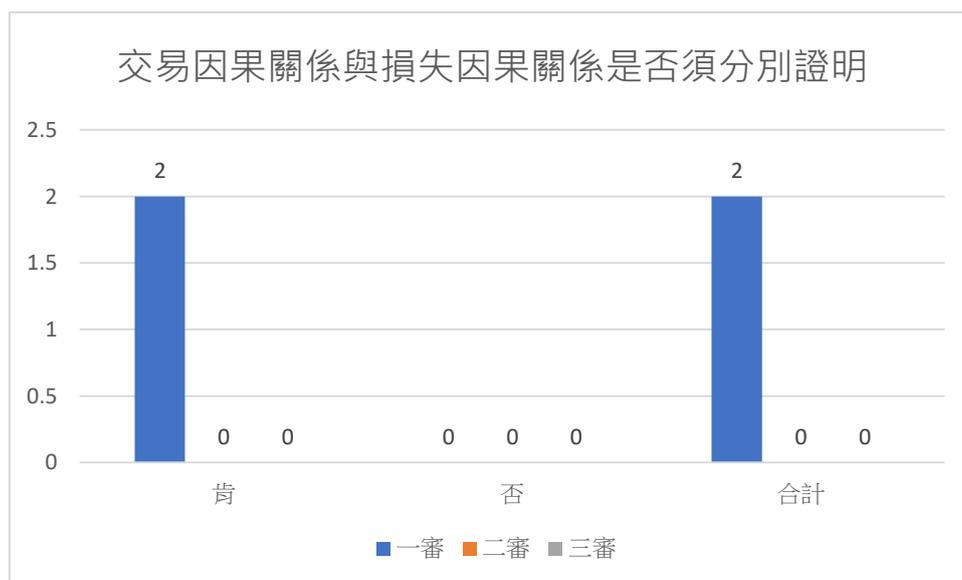


圖 80

若以年度為區分，於民國 107 年間無判決討論此爭點；民國 108 年間有 1 件判決且採取肯定見解(佔 100%)；民國 109 年間則有 1 件判決且亦採取肯定見解(佔 100%)，整理如圖 81。從圖表中可以

發現，實務僅民國 108 年間及民國 109 年間有對此爭點進行討論，且均採取肯定見解，惟討論本爭點之案件較少，故實務之主流見解為何尚有待觀察。

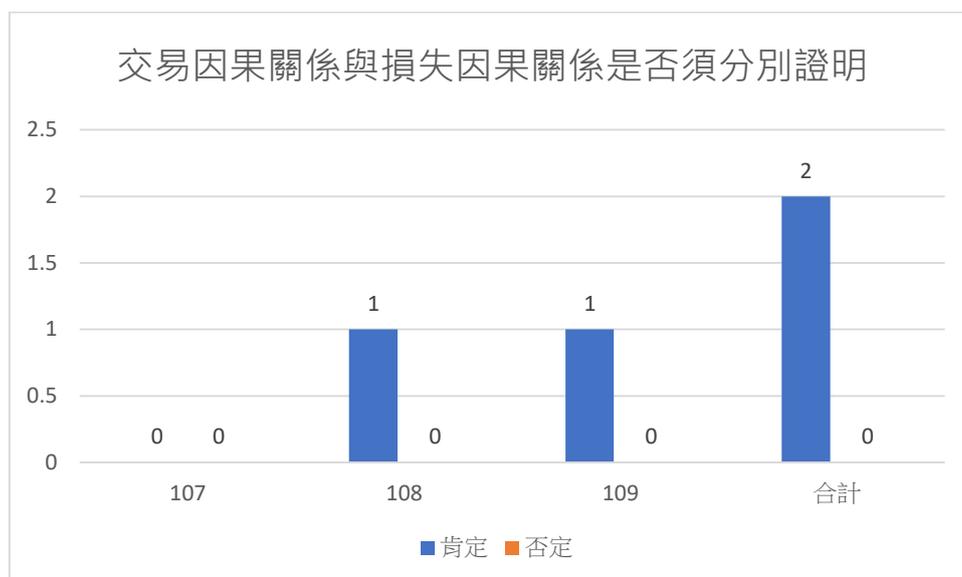


圖 81

對此爭點有採取肯定見解，例如案號 108 金 4 之和旺（二）案一審判決，法院認為：「蓋證券交易市場每日成交金額及成交筆數眾多，且證券交易之買賣雙方係透過證券經紀商在集中交易市場由電腦撮合成交，證券交易之買賣雙方並未直接交涉，無從透過直接接觸而探知對造的主觀信賴狀態，要求證券詐欺事件之受害人負因果關係之舉證責任，始得請求損害賠償，證交法有關行為人應負損害賠償責任之規定，將因投資人舉證之困難，形同具文，實不符證交法第 1 條保障投資之立法目的，故鑒於操縱行為及證券市場之特性，就操縱股價求

償案件之因果關係舉證責任之分配，應減輕投資人對因果關係之舉證責任，以符公平，倘被告對證券市場確有操縱情事，應先推定原告係因被告之操縱行為而形成交易行為，原告毋須再就信賴之有無，負積極舉證之責任，而應由被告舉證證明其操縱情事，與原告之損害間無因果關係，否則被告仍不得免除其責任。再按股票投資人通常以發行公司經營績效、公司資產負債、財務業務狀況、行業景氣及其他相關因素作為投資股票之依歸，『相對委託』及『連續買賣』等人為操縱股價行為乃股票自由市場所不許，股票投資人推定信賴自由市場之機制而有交易因果關係，但投資人仍須證明其損害及金額與上揭人為操縱股價行為間，具有損害因果關係，否則，不啻將此項債務人賠償責任，轉化為填補債權人交易損失之投資保險，尚非事理之平（最高法院 105 年度台上字第 2218 號判決參照），足認上開詐欺市場理論所生之交易因果及損失因果之認定標準，亦為我國實務所採，先予敘明。」。

#### **（八）真實價格或現值是否援用證§157-1 以 10 日均價計算**

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 5 件，一審 3 件、二審 1 件、三審 1 件。其中一審有 3 件判決且均採取肯定見解（佔 100%）；二審有 1 件判決且亦採取肯定見解（佔 100%）；其中三審有 1 件判決

惟係採取否定見解（佔 100%）。因此，5 件判決中採取肯定見解者共有 4 件（佔 80%）、採取否定見解者共有 1 件（佔 20%），整理如圖 82。從圖表中可以發現，關於本爭點一、二審法院均採取肯定見解，惟最高法院採取否定見解，故實務主流見解為何尚有待觀察。

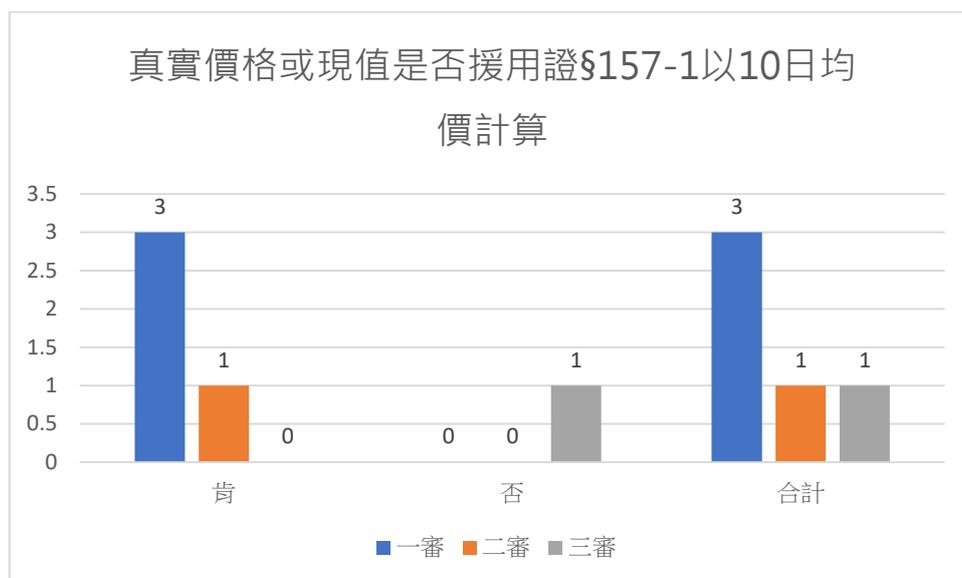


圖 82

若以年度為區分，於民國 107 年間無判決討論此爭點；民國 108 年間有 3 件判決，採取肯定見解者有 2 件（佔 66.7%）、否定見解者有 1 件（佔 33.3%）；民國 109 年間則有 2 件判決且均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 83。從圖表中可以發現，實務僅民國 108 年間及民國 109 年間有對此爭點進行討論，民國 108 年間肯否見解均有所採且多數採取肯定見解，惟民國 109 年後實務則均採取肯定見解，雖討論本爭點之案件不多，然應可推測實務傾向採取肯定見解。

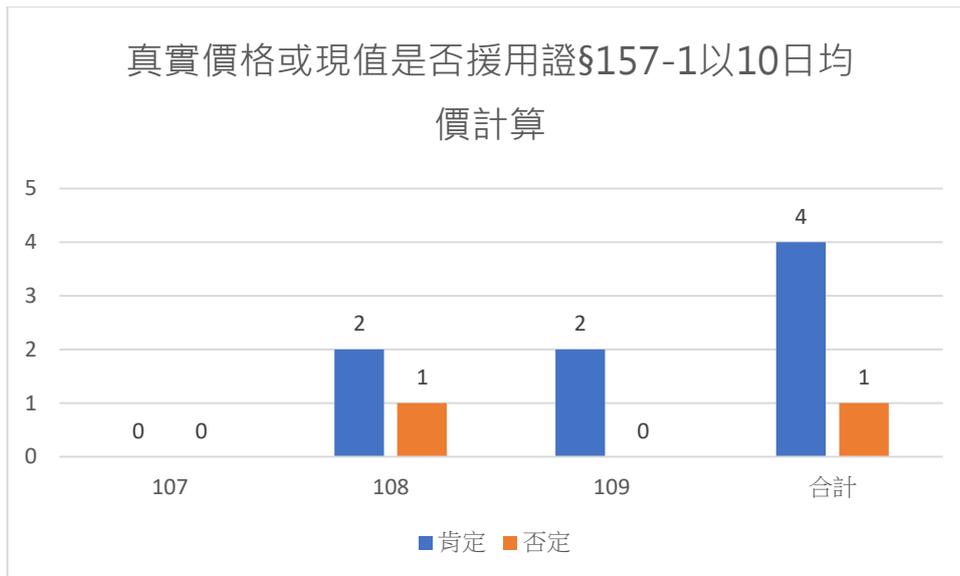


圖 83

對此爭點有採取肯定見解者，例如案號 101 重上更（二）56 之台鳳案二審判決，法院認為：「考量於操縱市場類型之合理股價於操縱行為結束後未能即時回復，操縱行為開始前之股價未受操縱行為影響，應為較客觀公正之價格，及證交法第 157 條之 1 第 3 項關於內線交易侵權行為損害計算方法所規定之 10 個營業日期間，堪認投保中心主張以 86 年 11 月 11 日操縱行為開始前 10 個交易日（86 年 10 月 28 日至同年 11 月 10 日）之平均收盤價即每股 77.5 元【 $(70+69.5+74+78.5+79+80+81.5+80+80.5+82) \div 10 = 77.5$ 】擬制為真實價格（見本院更一卷五第 244 頁、卷七第 453 頁），應屬客觀公平，為屬可取。準此，授權人及許瑞珠等 8 人因被上訴人不法操縱行為所受損害，為其於操縱期間 86 年 11 月 11 日至 87 年 7 月 31 日買

受台鳳股票之實際買入價格與該擬制真實價格即 77.5 元間之差額乘以股數據以計算，洵無疑義。」。

對此爭點有採取否定見解者，例如案號 108 台上 402 之昇貿案三審判決，法院認為：「原審認為上訴人係於 98 年 7 月 6 日開始操縱系爭股票，並以該日前 10 日之平均收盤價格加計同類股平均漲跌幅擬定真實價格，惟系爭股票 98 年 6 月 30 日收盤價為每股 43.8 元，自翌日起之 3 個交易日期間，已分別漲升至 45.8 元、49 元、52.4 元，該 3 日股價合計漲升 8.6 元，漲幅高達 19.6%；成交股數則由 25 萬 7,658 股增加至 371 萬 8,137 股、成交筆數由 161 筆擴增至 1,367 筆、成交金額亦由 1,136 萬 7,101 元提高至 1 億 8,707 萬 6,225 元（見一審卷（一）第 107 頁）。果爾，系爭股票於該期間股價之變動及交易之熱絡，是否單純係正常市場因素所致，而得作為系爭股票於操縱行為期間真實價格之計算基準，洵非無疑。上訴人抗辯不應以其操縱行為開始前 10 日之平均收盤價格作為擬定系爭股票真實價格之依據云云（見原審卷（一）第 24 頁），是否毫無可採，非無斟酌之餘地。」。

### (九) 真實價格是否以 90 日均價擬制

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 3 件，一審 2 件、二審 1 件、三審 0 件。其中一審有 2 件判決且均採取否定見解(佔 100%)；二審有 1 件判決且亦採取否定見解(佔 100%)。因此，3 件判決均採取否定見解(佔 100%)，整理如圖 84。從圖表中可以發現，關於本爭點實務均採取否定見解，故可推測事實審有採取否定見解之趨勢，惟最高法院對此爭點尚未表態，且討論本爭點之案件過少，故實務之主流見解為何尚有待觀察。

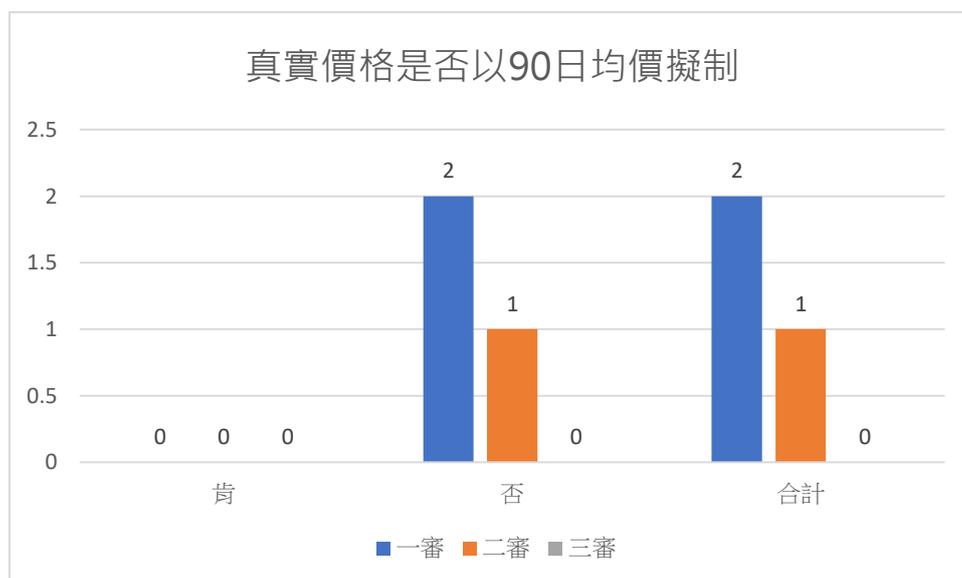


圖 84

若以年度為區分，於民國 107 年間無判決討論此爭點；民國 108 年間有 1 件判決且採取否定見解(佔 100%)；民國 109 年間則有 2

件判決且亦均採取否定見解（佔 100%），整理如圖 85。從圖表中可以發現，實務僅民國 108 年間及民國 109 年間有對此爭點進行討論，且均採取否定見解，可推測實務有採取否定見解趨勢，惟討論本爭點之判決較少，後續發展仍有待觀察。

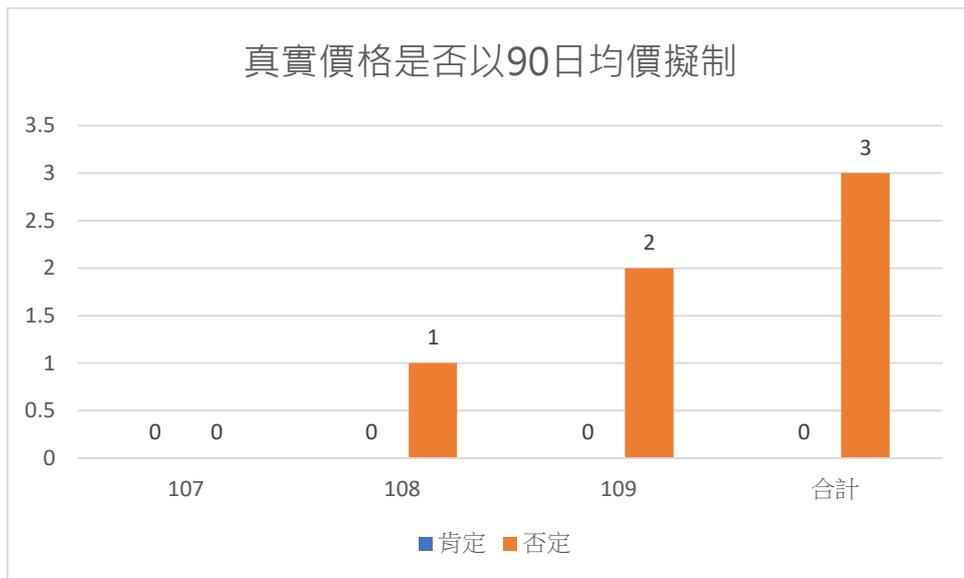


圖 85

對此爭點有採取否定見解者，例如案號 101 重上更（二）56 之台鳳案二審判決，法院認為：「（四）關於證交法第 155 條第 3 項規定損害賠償之方法，依民法第 216 條規定應填補債權人所受損害及所失利益（最高法院 100 年度台上字第 847 號民事裁定參照），係以賠償權利人之損害為計算基礎，查台鳳股票股價係遭被上訴人不法操縱行為，是授權人及許瑞珠等 8 人本得以較低之真實價格買入台鳳股票，卻因被上訴人不法操縱股價，致需支出不法操縱後上漲之較高價格始得購

入，其所受損害，即為因台鳳股票經操縱上漲之股價，與其真實股價間之價差，此所謂真實價格者，即係指若無詐欺因素之影響股票應有之價值，將詐欺因素之影響自股價抽離還原其本來價值；證交法第155條第3項就此真實價格計算未設明文，審酌被上訴人操縱股價雖於87年7月31日結束，然未即時揭露該股價遭操縱情事，台鳳股票價格操縱期間經過後之87年10月加權平均價尚有89.18元(見本院更二卷五第199頁)，然於87年10月21日至11月間經媒體揭露(見本院更一卷三第316-325頁)後，其同年11、12月之加權平均價依序僅餘68.28元及53.26元(見本院更二卷五第199頁之台鳳月成交資訊)，故操縱行為對於股價所生影響非必於行為結束後即由市場交易價格當然反映，以操縱行為結束後10日或90日所計算之平均收盤價，是否得全然排除詐欺因素影響真實價格，實非無疑，此與內線交易重大消息公開後股價即會於交易市場反映之特性顯然不同，更無更正不實消息之問題；另被上訴人所抗辯關於本件擬制真實價格，應採取操縱行為結束後90個交易日之平均收盤價格，所引用之其他實務見解及外國資料(見本院更二卷七第543—593頁)，或針對不實資訊被揭穿或更正不實消息，或針對其他股票遭操縱所為論述，亦難逕採為本件認定真實價格之標準。」。

## (十) 真實價格是否以不法行為開始前均價擬制

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 5 件，一審 3 件、二審 1 件、三審 1 件。其中一審有 3 件判決且均採取肯定見解(佔 100%)；二審有 1 件判決且亦採取肯定見解(佔 100%)；三審有 1 件判決惟係採取否定見解(佔 100%)。因此，5 件判決中採取肯定見解者共有 4 件(佔 80%)、採取否定見解者共有 1 件(佔 20%)，整理如圖 86。從圖表中可以發現，關於本爭點一、二審法院均採取肯定見解，雖最高法院採取否定見解，然因事實審採取肯定見解之判決數較多，故推測實務主流見解應係採取肯定見解。

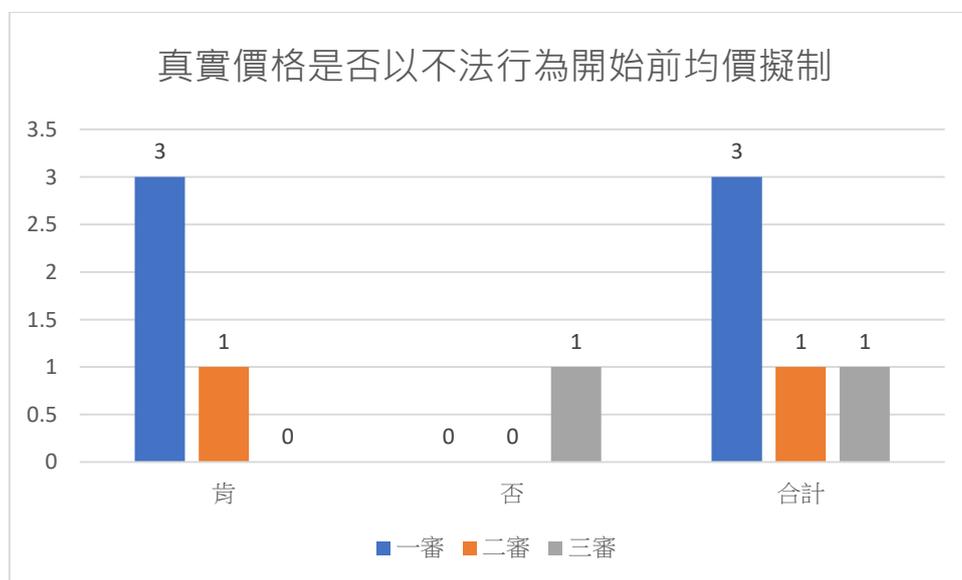


圖 86

若以年度為區分，於民國 107 年間無判決討論此爭點；民國 108 年間有 3 件判決，採取肯定見解者有 2 件（佔 66.7%）、否定見解者有 1 件（佔 33.3%）；民國 109 年間則有 2 件判決且均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 87。從圖表中可以發現，實務僅民國 108 年間及民國 109 年間有對此爭點進行討論，民國 108 年間肯否見解均有所採，惟民國 109 年間均採取肯定見解，雖歷來判決多採取肯定說，然討論本爭點之判決較少，故實務主流見解為何尚有待觀察。

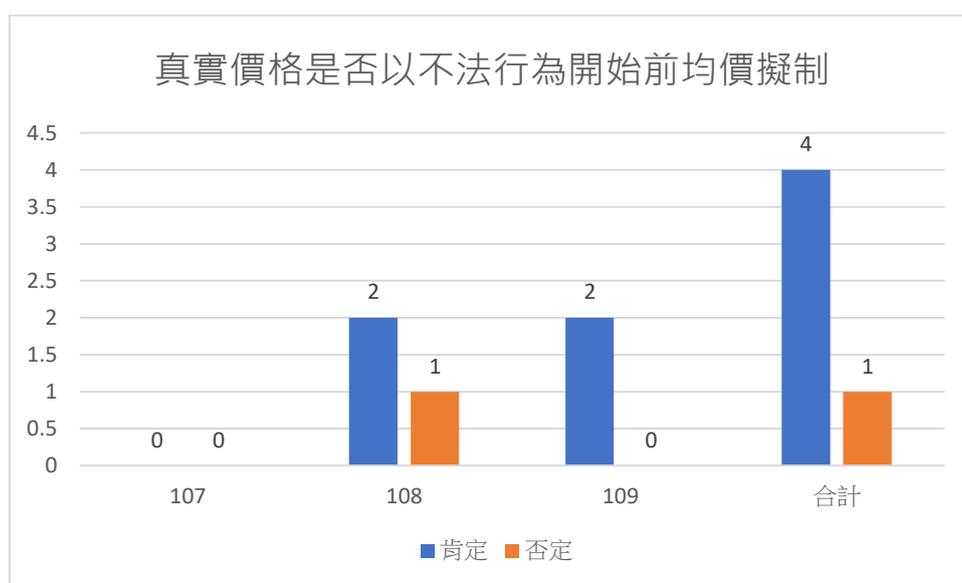


圖 87

對此爭點有採取肯定見解者，例如案號 101 重上更（二）56 之台鳳案二審判決，法院認為：「考量於操縱市場類型之合理股價於操縱行為結束後未能即時回復，操縱行為開始前之股價未受操縱行為影響，應為較客觀公正之價格，及證交法第 157 條之 1 第 3 項關於內線交

易侵權行為損害計算方法所規定之 10 個營業日期間，堪認投保中心主張以 86 年 11 月 11 日操縱行為開始前 10 個交易日（86 年 10 月 28 日至同年 11 月 10 日）之平均收盤價即每股 77.5 元【 $(70+69.5+74+78.5+79+80+81.5+80+80.5+82) \div 10 = 77.5$ 】擬制為真實價格（見本院更一卷五第 244 頁、卷七第 453 頁），應屬客觀公平，為屬可取。準此，授權人及許瑞珠等 8 人因被上訴人不法操縱行為所受損害，為其於操縱期間 86 年 11 月 11 日至 87 年 7 月 31 日買受台鳳股票之實際買入價格與該擬制真實價格即 77.5 元間之差額乘以股數據以計算，洵無疑義。」。

對此爭點有採取否定見解者，例如案號 108 台上 402 之昇貿案三審判決，法院認為：「原審認為上訴人係於 98 年 7 月 6 日開始操縱系爭股票，並以該日前 10 日之平均收盤價格加計同類股平均漲跌幅擬定真實價格，惟系爭股票 98 年 6 月 30 日收盤價為每股 43.8 元，自翌日起之 3 個交易日期間，已分別漲升至 45.8 元、49 元、52.4 元，該 3 日股價合計漲升 8.6 元，漲幅高達 19.6%；成交股數則由 25 萬 7,658 股增加至 371 萬 8,137 股、成交筆數由 161 筆擴增至 1,367 筆、成交金額亦由 1,136 萬 7,101 元提高至 1 億 8,707 萬 6,225 元（見一審卷（一）第 107 頁）。果爾，系爭股票於該期間股價之變動及交易之熱絡，是否單純係正常市場因素所致，而得作為系爭股票於操縱行為

期間真實價格之計算基準，洵非無疑。上訴人抗辯不應以其操縱行為開始前 10 日之平均收盤價格作為擬定系爭股票真實價格之依據云云（見原審卷（一）第 24 頁），是否毫無可採，非無斟酌之餘地。」。

### （十一）計算方式是否採純粹淨損益法（期間內買賣損益互抵）

就本研究案中，涉及此爭點之判決有 3 件，一審 2 件、二審 1 件，其中一審有 2 件判決，均採取肯定見解（佔 100%）；二審有 1 件判決且亦採取肯定見解（佔 100%）。因此，3 件判決均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 88。從圖表中可知，關於本爭點一、二審均採取肯定見解，雖最高法院尚未表態，惟事實審均採取肯定見解，故推測實務主流見解應係採取肯定見解。

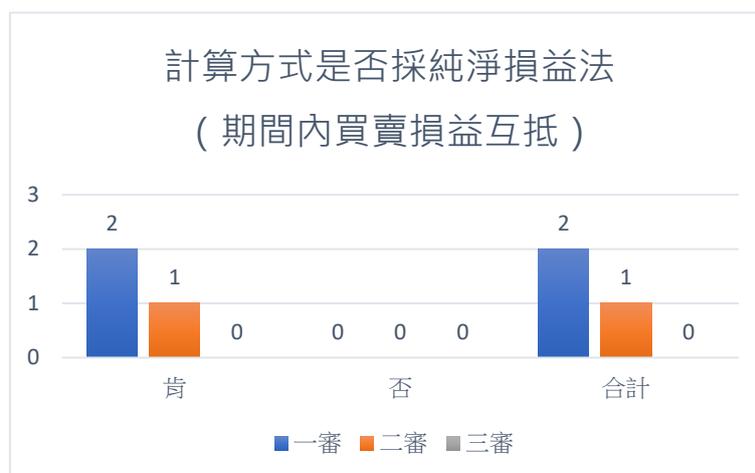


圖 88

若以年度為區分，於民國 107 年間有 1 件判決，採取肯定見解(佔 100%)，於民國 108 年間有 2 件判決，均採取肯定見解(佔 100%)，整理如圖 89。從圖表中可以發現，民國 107 年及民國 108 年間均採取肯定見解，雖民國 109 年間尚未有判決討論此爭點，然可合理推測實務主流見解應為肯定見解。

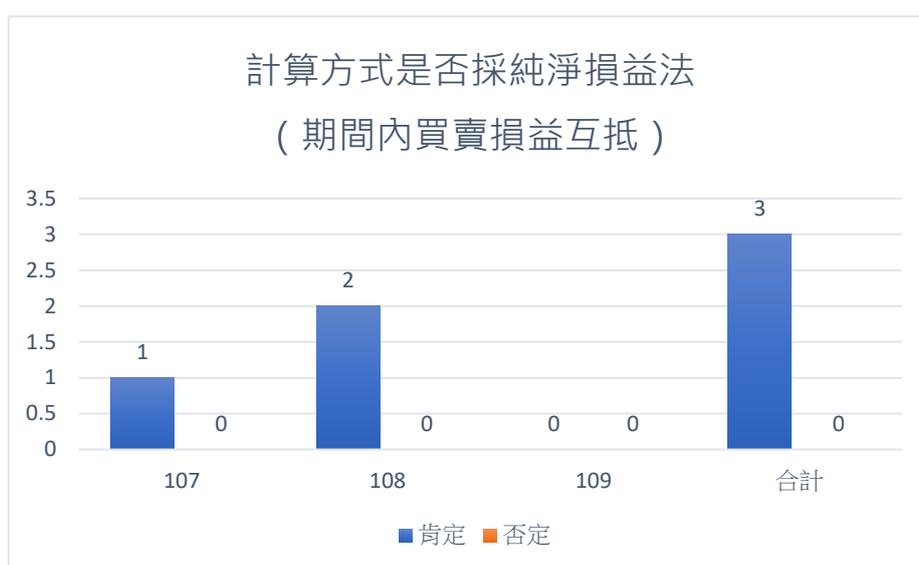


圖 89

對此爭點有採取肯定見解者，例如案號 108 金更（一）1 之和旺案一審判決，法院認為：「(2) 次按違反證交法第 155 條第 1 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；違反同法第 20 條第 1 項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償責任；違反同法第 20 條第 2 項之財務報告及財務業務文件或依第 36 條第 1 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，證交法第 155 條第 3 項、第 20 條第 3 項及第 20 條之 1 第 1 項分別定有明文。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，亦即將投資人求償範圍限於與被告詐欺行為所致之損害，避免將所有投資風險轉嫁予被告承擔。」。

### 三、內線交易類型

關於我國實務對內線交易類型認定之相關爭點，主要為 1.消息傳遞人是否須符合美國法上三要件始構成責任、2.得否以非牟取私利為由免責(是否以圖利為必要)、3.交易因果關係是否依民訴§277 推定，及 4.真實價格或現值是否援用證§157-1 以 10 日均價計算以下就內線交易類型相關爭點進行趨勢分析。

#### (一) 消息傳遞人是否須符合美國法上三要件始構成責任

就本研究案中，涉及此爭點之判決僅有 1 件並採取否定見解，為民國 107 年間作成，案號 107 金上 1 之富味鄉(二)案二審判決，法院認為：「而依證交法第 157 條之 1 第 1 項第 3 款所規定『基於職業或控制關係獲悉消息之人』之文義觀之，並未限定消息受領人必須對於該消息有預見之可能性，是舉凡基於工作、職務之便利獲得發行公司足以影響股價變動之資料或消息而為該公司股票之買賣者，自均為該條款規範對象之範圍所及。且從證交法禁止內線交易乃為防止公司內部人藉其特殊地位獲悉重大消息買賣股票，造成不可預期之交易風險，以保護善意投資人，維護交易、健全證券市場發展之立法目的觀之，如認證交法第 157 條之 1 第 1 項第 3 款規定之適用僅限於有預見

可能性者，顯與上開規定之文義及立法目的不符，故應認凡基於職業或控制關係而獲悉消息者，即均有證交法第 157 條之 1 第 1 項第 3 款之適用」。

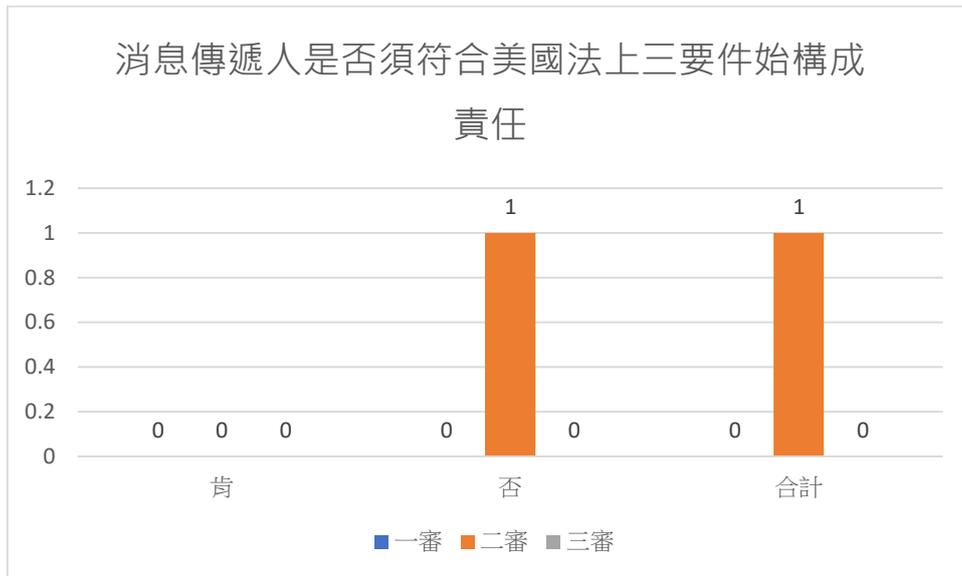


圖 90

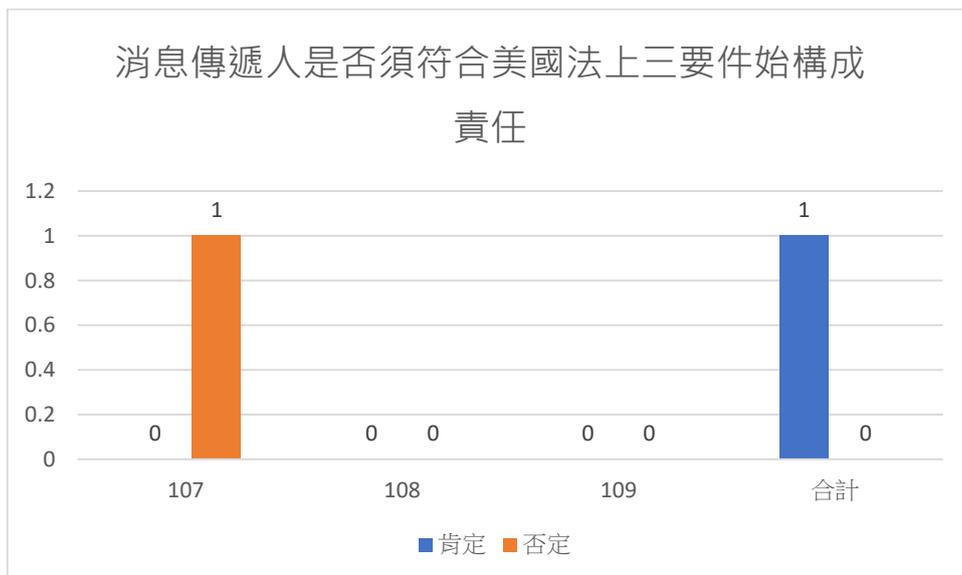


圖 91

## （二）得否以非牟取私利為由免責（是否以圖利為必要）

就本研究案中，涉及此爭點之判決僅有 1 件並採取肯定見解，為民國 108 年間作成，案號 101 訴 24 之東森國際（內）案二審判決，法院認為：「王令麟抗辯森暉公司、東森百貨、東森得易購分別自 94 年 5 月 16 日、92 年 12 月 9 日起、84 年 9 月 26 日起，即陸續以系爭 3 帳戶買入東森國際股票一節，原告對此並不爭執，則王令麟辯稱係因擔任東森國際董事，為掌控東森國際經營權，方指示黃鈺婷以系爭 3 家公司名義，長期持續買入東森國際股票，亦非無憑，自難以王令麟曾指示黃鈺婷以系爭 3 家公司名義，陸續買進東森國際股票，即認屬於修正前證交法第 157 條之 1 第 1 項所定內線交易行為，本院 105 年度金上重更二字第 14 號刑事判決亦為相同之認定。從而，原告主張王令麟指示黃鈺婷以其可實質控制之系爭 3 家公司名義，於 95 年 3 月 13 日起至同年 7 月 6 日間，陸續購入東森國際股票，係王令麟支配之內線交易行為，依間接正犯理論，應認王令麟為實質行為人，須負證交法第 157 條之 1 第 2 項規定之賠償責任云云，尚不足採。」。

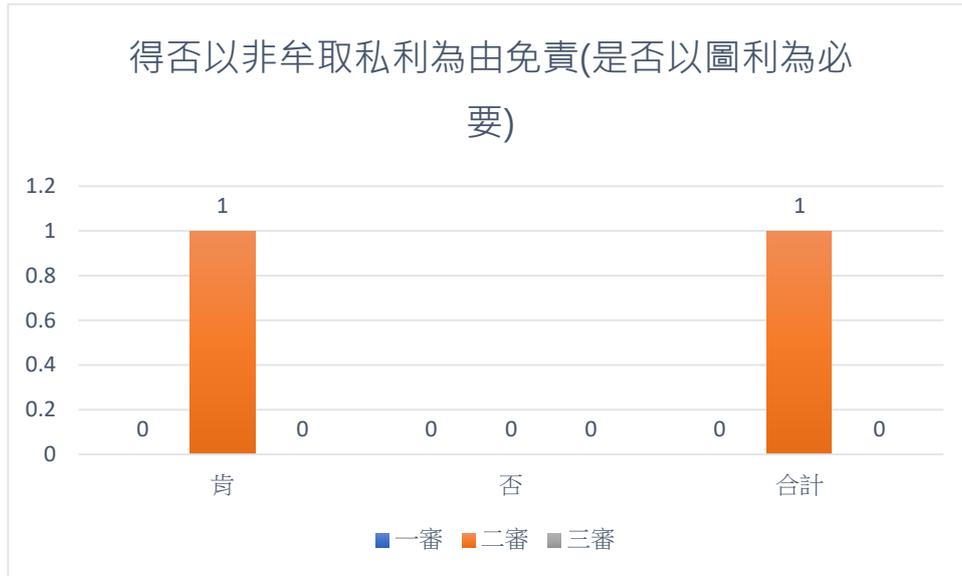


圖 92

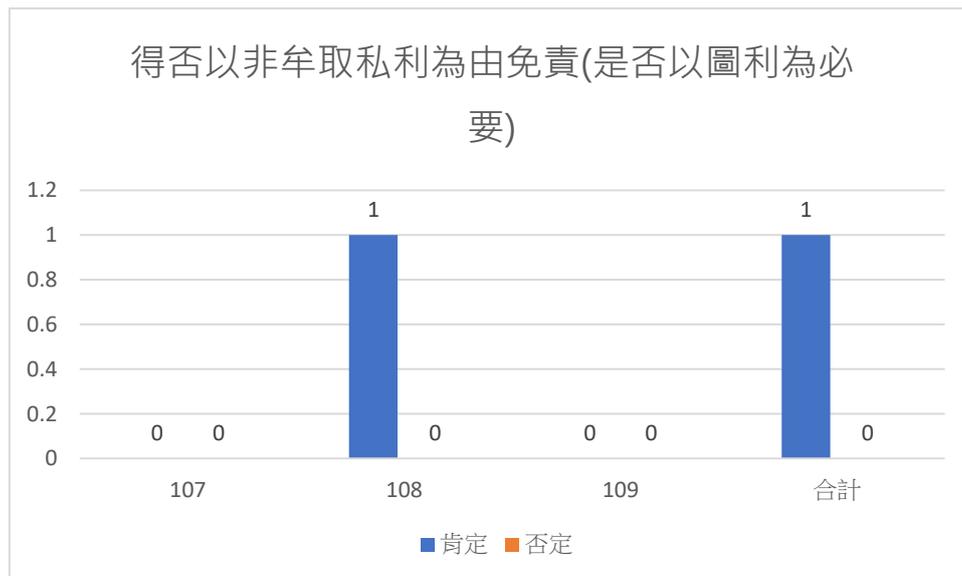


圖 93

### (三) 交易因果關係是否依民訴§277 推定

就本研究案中，涉及此爭點之判決僅有 1 件並採取肯定見解，為民國 107 年間作成，案號 107 金上 1 之富味鄉（二）案二審判決，法院認為：「2.按違反證交法第 157 條之 1 第 1 項規定，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 10 個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任，證交法第 157 條之 1 第 3 項前段定有明文。所謂『善意從事相反買賣之人』所稱之『善意』者，係指不知情而言。故上開規定之所謂『善意』從事相反買賣之人，當係指不知有重大影響其股票價格之消息或內線交易行為之人。次按，當事人主張有利於己之事實者，就其事實有舉證之責任。但法律別有規定者，或依其情形顯失公平者，不在此限，民事訴訟法第 277 條亦有明文。證券交易市場每日成交金額高達數百億，成交筆數數十萬筆，買賣雙方未曾謀面或直接交涉，係透過證券經紀商在集中市場由電腦撮合交易，是以要求內線交易事件之受害人就有關之因果關係，須負舉證責任，始得請求損害賠償，實屬不易，亦不符證券交易法第 1 條保障投資人之立法目的，並將使證券交易法關於行為人應負賠償責任之規定，因受害人之舉證困難而形同具文。因此，對投資人係屬善意之內心權利障礙之事，按舉證責任分配原則，即應由主張權利不存在

之一方負舉證責任，方符合事理之平，故本件自應由上訴人就本件授與權人非屬善意負舉證之責。經查：(1) 上訴人雖以新北市衛生局於 102 年 10 月 21 日起，即對富味鄉公司展開稽查，富味鄉公司復於新北市衛生局於同月 23 日稽查時，承認有摻雜油品並內銷台灣市場之事實，此經新聞媒體報導，系爭消息已為眾所周知之事實，本件授與權人難謂善意不知系爭重大訊息云云，然上訴人就此抗辯並無提出任何證據以實其說。(2) 系爭消息係屬利空消息，一旦公開將導致富味鄉公司股價重大下跌，此由前揭證券櫃檯買賣中心富味鄉公司 102 年 10 月、11 月之股價資料可明，亦為上訴人所自承。是以，常人如知悉系爭消息存在，衡諸事理，拋售持股尚猶不及，豈有再加以買入之理，可見本件授與權人就系爭消息應係不知情，上訴人前開所辯，洵非可取。」。

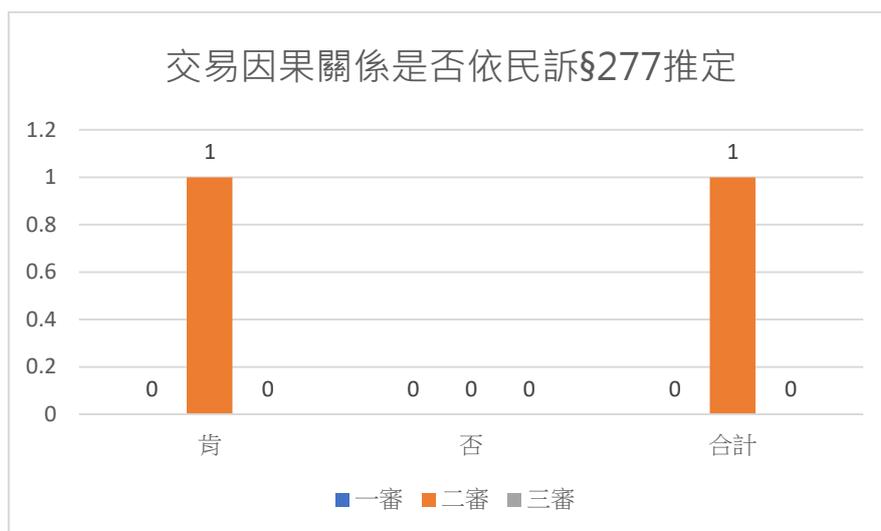


圖 94

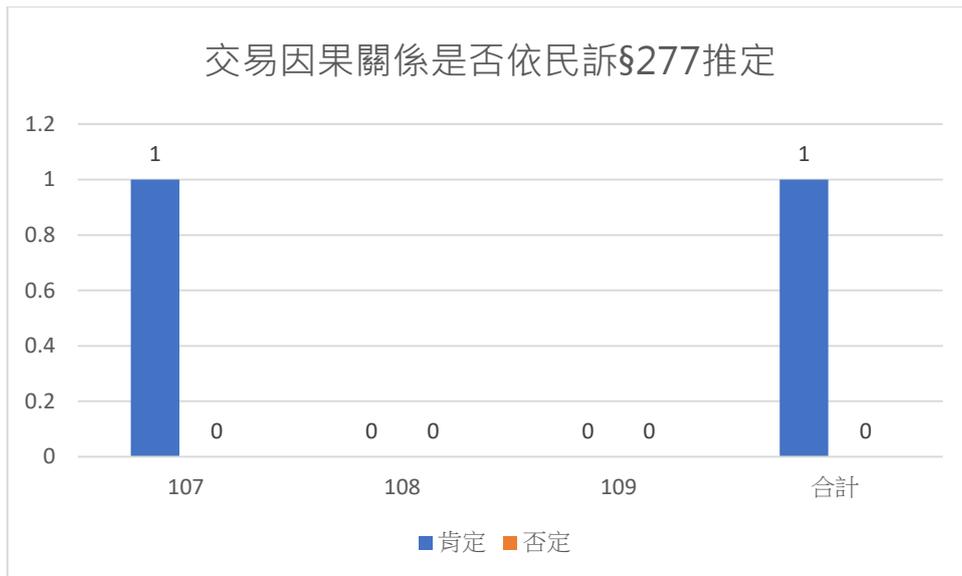


圖 95

## 貳、代表訴訟

就本次之研究範圍中涉及代表訴訟者共有 10 個案件，共 13 個判決。若以審級區分，則一審有 6 件、二審有 3 件、三審有 4 件；若以年份區分，則民國 107 年間之判決有 3 件、民國 108 年間之判決有 7 件及民國 109 年間之判決有 3 件。以下就團體訴訟、代表訴訟、解任訴訟及其他類型判決中，涉及代表訴訟之相關爭點進行趨勢分析：1.就涉案不法事實是否得以適用商業判斷原則為由免責、2.本中心就投保法第 10 條之 1 增訂前發生之案件是否有提起代表訴訟之權限、3.如不法行為係造成子公司受損害，是否可認為母公司亦有損失，及 4.提起代表訴訟時，被告是否須在任。

## 一、就涉案不法事實是否得以適用商業判斷原則為由免責

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 2 件，均為一審判決，而 2 件判決一件採取肯定見解（佔 50%），另一件採取否定見解（佔 50%），整理如圖 96。從圖表中可以發現涉及此爭點之案件不多，且僅有一審判決並採取不同之見解，故實務對此爭點之見解如何尚有待觀察。

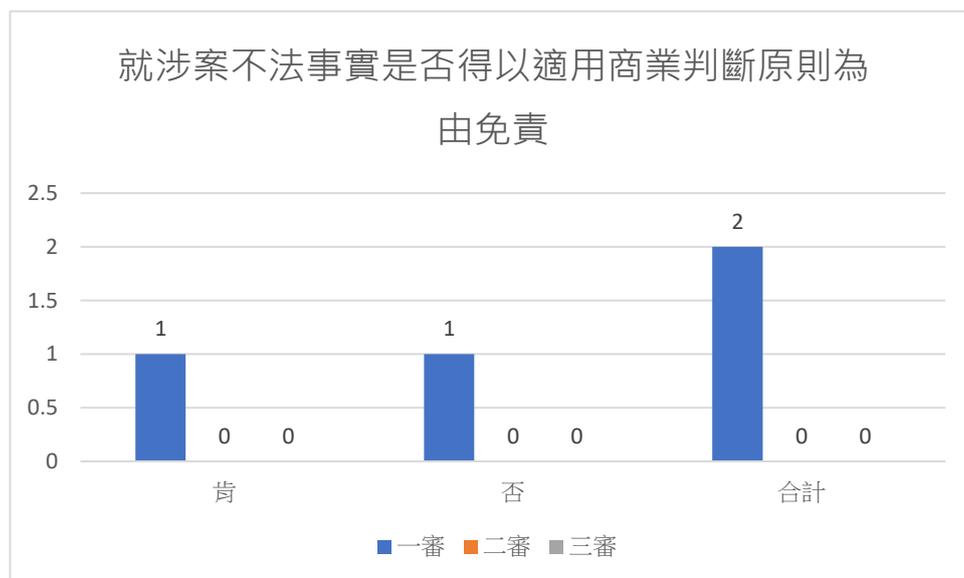


圖 96

若以年度為區分，於民國 107 年間及民國 109 年間各有 1 件判決討論到此爭點，民國 107 年之判決採取否定見解（佔 50%），民國 109 年之判決則採取肯定見解（佔 50%），整理如圖 97。由圖表中雖可發現民國 107 年至民國 109 年肯否見解均有所採，惟因涉及此爭點之判

決數不多，故亦尚難以得出明顯增加趨勢之確信，仍有待後續之觀察。

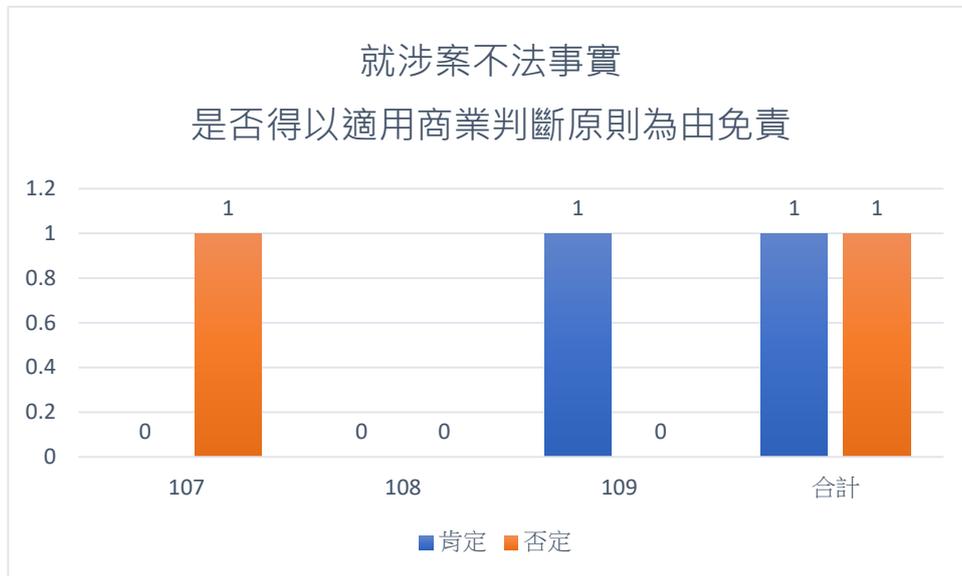


圖 97

對於此爭點最早採取否定見解者為案號 105 金 4 之聯福生案，法院認為：「本件被告沈秀美一人身兼買賣雙方公司之代表人，訂約手續與契約條款均由其個人意志為之，且自當事人所提之證據可知，該買賣契約中欠缺買賣雙方所需協商之各自供需條件、市場機制、利潤考量等磋商談判過程之因素，客觀上與商業市場買賣交易之常規態樣已無一相同，難謂符合交易常規所為之商業判斷。」。

## 二、如不法行為係造成子公司受損害，是否可認為母公司亦有損失

就本次研究案中，涉及此爭點之判決僅有 1 件，係於民國 108 年間所裁判之案號 108 台上 41 之勤美案三審判決，法院係採取肯定見解，認為：「本件依上揭刑事判決，就編號②、④損害部分被訴之犯罪事實，係認定被上訴人利用其勤美公司董事長職務身分，侵占從屬子公司日華資產公司及日華投資公司之資產，且控制公司行為之負責人，故意侵害從屬公司財產為目的，因從屬公司獨立性薄弱，形同控制公司內部單位，侵占從屬公司資產實與侵占控制公司資產無異，應視為一體觀察，而認被上訴人違反證券交易法第 171 條第 1 項第 3 款特殊侵占罪，有第 25 號刑事判決可稽（見第 25 號刑事判決第 6 頁、第 8 頁、第 32 至 33 頁，原審卷一第 394 頁、第 396 頁、第 420 至 421 頁），似係認勤美公司亦屬因被上訴人犯罪而受損害之人。果爾，則上訴人依前揭投保法規定，為勤美公司提起附帶民事訴訟請求被上訴人賠償該公司之損害，是否與刑事訴訟法第 487 條規定有違？尚非無進一步研求餘地，原法院見未及此，遽以勤美公司非因被上訴人犯罪直接受損害之人，逕為上訴人不利之判斷，已有可議。」。

另外，由於本次研究案涉及此爭點者僅有 1 件判決，故法院對於此爭點之認定結果仍有待後續觀察之。

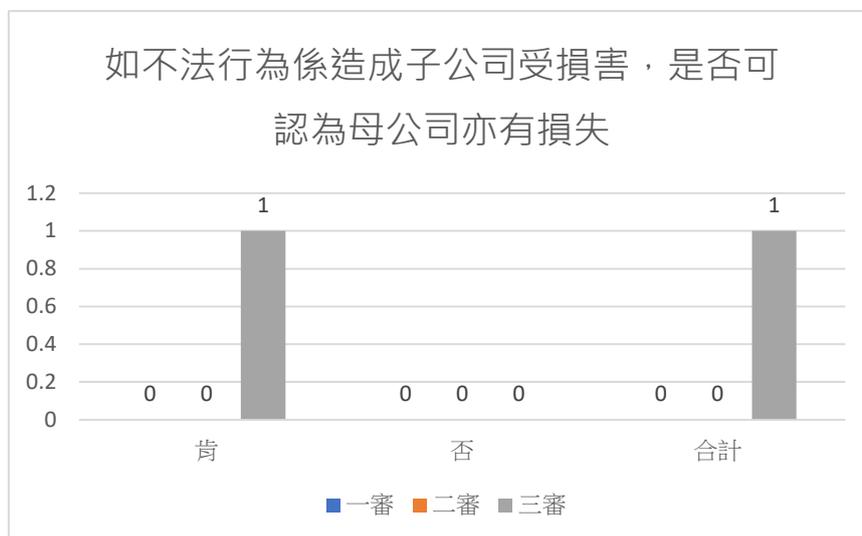


圖 98

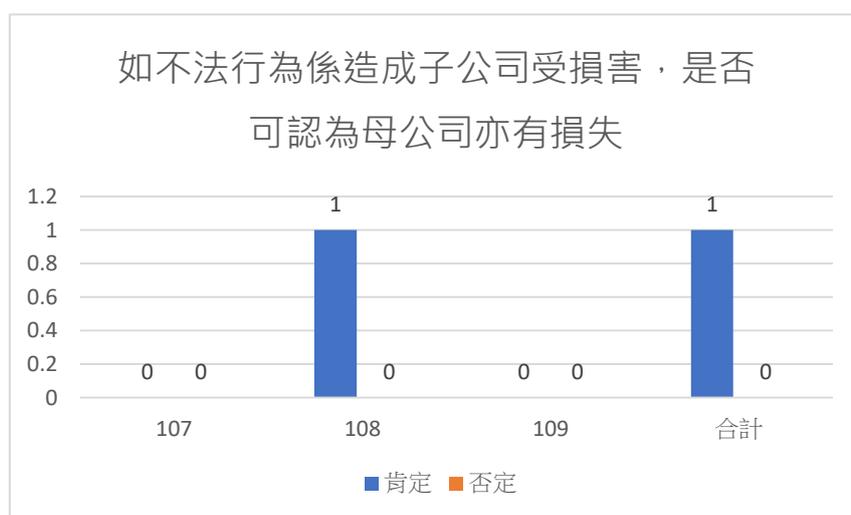


圖 99

### 三、提起代表訴訟時，被告是否須在任

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 3 件，其中二審有 1 件判決採取否定見解（佔 33.3%），三審有 2 件判決均採取肯定見解（佔 66.7%），整理如圖 100。雖然涉及此爭點之判決不多，惟已有 2 件最高法院判決採取肯定見解，故肯認實務有採取肯定見解之趨勢。

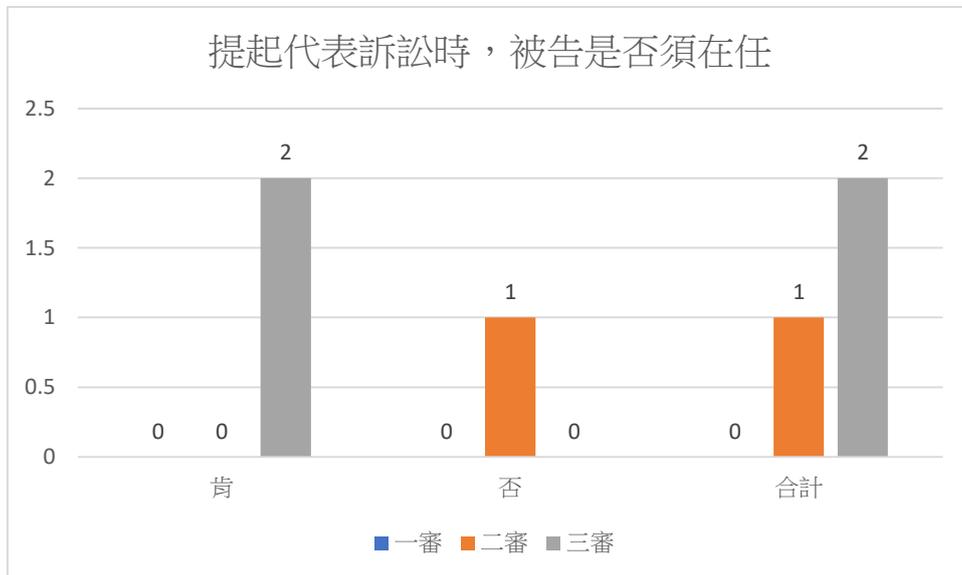


圖 100

若以年度為區分，此 3 件判決分別係發生於民國 107 年至民國 109 年間，於民國 107 年至民國 108 年間係採取肯定見解（佔 66.7%），於民國 109 年則有判決採取否定見解（佔 33.3），整理如圖 101。從年度分析中可以發現，涉及此爭點之判決不多，是否得以判斷實務於近年來有改採否定見解之趨勢，仍有待觀察之。

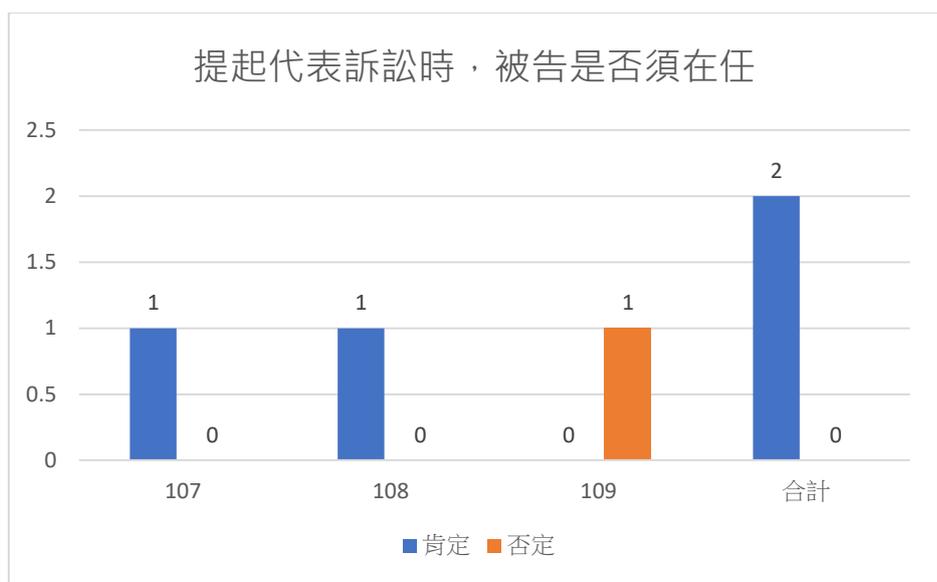


圖 101

就此爭點「提起代表訴訟時，被告是否須在任」，首先採取肯定見解者為案號 106 台上 2420 之吉祥全案三審判決，認為：「按投保法第 10 條之 1 之立法目的，係為加強公司治理機制，使保護機構對於公司經營階層背信掏空或董事、監察人違反善良管理人注意義務等情事，進行相關措施，以保障股東權益，故於該條第 1 項第 1 款規定保護機構辦理第 10 條第 1 項業務，發現公司之董事或監察人執行業務，有重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項，得不受公司法相關規定之限制，而有代表訴訟權，俾得充分督促公司管理階層善盡忠實義務。該款既係為使保護機構得充分監督公司現任管理階層善盡忠實義務而設，其代表訴訟權自不及於已卸任董事、監察人，此觀諸同條項第 2 款規定保護機構訴請裁判解任者，亦以現為公司董事、監察人為對象，始有裁判解任可言即明。」。

採取否定見解者，則為案號 108 金訴更（三）1 之元大證案二審判決，法院認為：「投保法第 10 條之 1 第 1 項第 1 款所規定之董事或監察人，無庸限縮解釋僅指現任董事之理，而應認亦涵蓋已卸任之董事，以期達該條文立法意旨，並避免產生公司或監察人均不願究責，致股東權益無法受保障之情事。被告雖抗辯於原告起訴時，杜麗莊等 2 人皆已辭去元大證券之董事職務，原告不得依投保法第 10 條之 1 第 1 項第 1 款規定為元大證券對被告起訴云云。惟查，杜麗莊等 2 人於系爭增購股權案時分別為元京證券之董事長、董事，嗣元京證券相關權利義務則由元大證券繼受，依上說明，原告自得為元大證券對杜麗莊等 2 人提起訴訟。」。

## 參、解任訴訟

就本次之研究範圍中涉及解任訴訟者共有 12 個案件，共 13 個判決。若以審級區分，則一審有 4 件、二審有 2 件、三審有 7 件；若以年份區分，則民國 107 年間之判決有 2 件、民國 108 年間之判決有 7 件及民國 109 年間之判決有 4 件。以下就團體訴訟、代表訴訟、解任訴訟及其他類型判決中，涉及解任訴訟之相關爭點進行趨勢分析：1. 是否可以跨任期解任、2. 從事內線交易是否屬重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項、3. 從事內線交易是否屬執行業務、4. 從事股價操縱是否屬重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項、5. 從事股價操縱是否屬執行業務、6. 裁判解任訴之聲明是否須以目前任期為限、7. 跨任期解任是否侵害被告工作權、8. 編製不實財報是否屬重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項，及 9. 編製不實財報是否屬執行業務。

## 一、是否可以跨任期解任

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 9 件，一審 3 件、二審 2 件、三審 4 件。而 9 件判決均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 102。從圖表中可以發現對此爭點實務主流係採取肯定見解，且亦獲得最高法院之肯認。

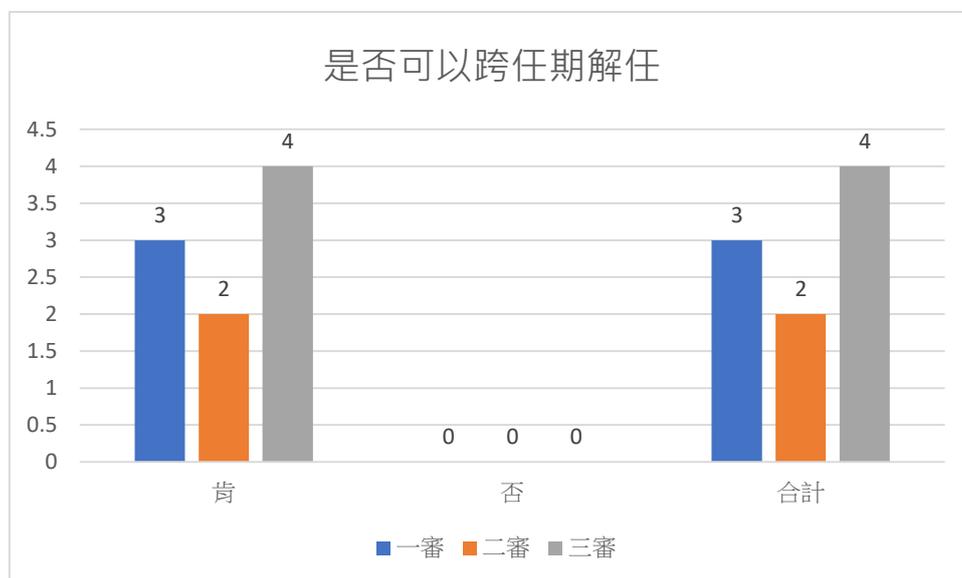


圖 102

若以年度為區分，民國 107 年間之判決有 1 件；民國 108 年間有 6 件判決討論到此爭點；民國 109 年間則有 2 件判決討論到此爭點，而 9 件判決均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 103。從圖表中可以發現，民國 108 年間討論到此爭點之判決數較多，且法院對此爭點之看法一致。此外，於年度分析下亦可得知法院對此爭點歷年來均一

致採取肯定見解。

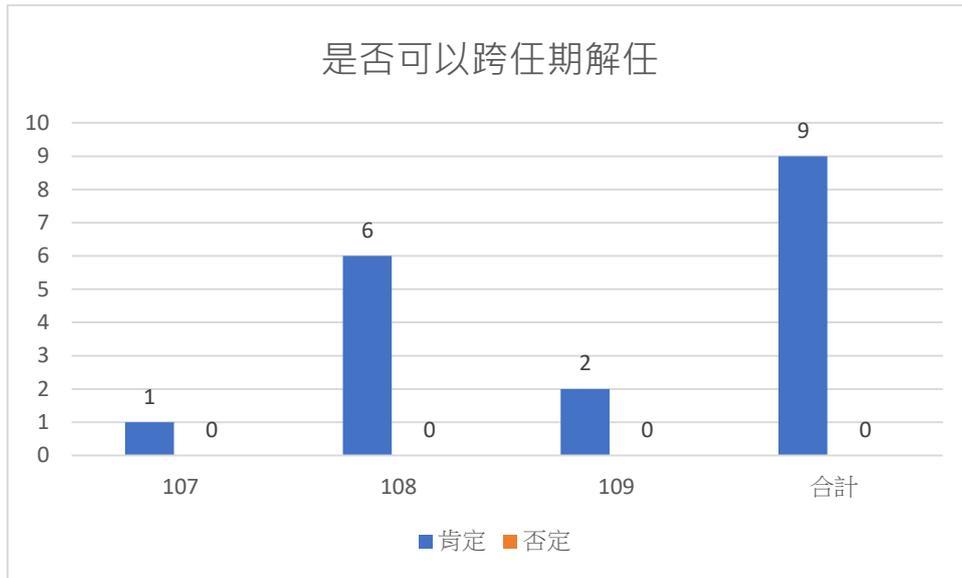


圖 103

對於此爭點最早採取肯定見解者為案號 106 金上 3 中化案之二審判決，法院認為：「投保法第 10 條之 1 規定本中心發現董事有重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項時，得行駁裁判解任之形成訴權，發現時點與行為時點本有時間上之差異，故裁判解任之事由不應以發生於起訴時之當次任期內為限。否則若該行為發生虞任期即將屆滿之際，或於該次任期屆滿後，始經本中心發現，或行為人發現後，即辭去董事職務，再經重新選任時，本中心均不得依投保法第 10 條之 1 請求法院裁判解任，將致使股東權益或社會公益無法依本規定獲得保護，使本條形同具文」。

而三審中亦有採取肯定見解者，例如案號 108 台上 614 之佳總

案，法院認為：「另投保法未明文規定該法第 10 條之 1 第 1 項第 2 款規定之解任董事事由，以對該董事起訴當次任期內發生者為限，從而，被上訴人為依證券投資人及期貨交易人保護法設立之保護機構，依投保法第 10 條之 1 第 1 項第 2 款規定，請求解任曾繼立於佳總公司之董事職務，應予准許，且不因佳總公司未因上開操縱股價行為造成重大損害，而有不同等詞。」。

## **二、從事內線交易是否屬重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項**

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 2 件，均為一審判決且均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 104。從圖表中可以發現有討論到此爭點之判決不多，且均為一審判決，實務主流見解為何，仍有待後續觀察。

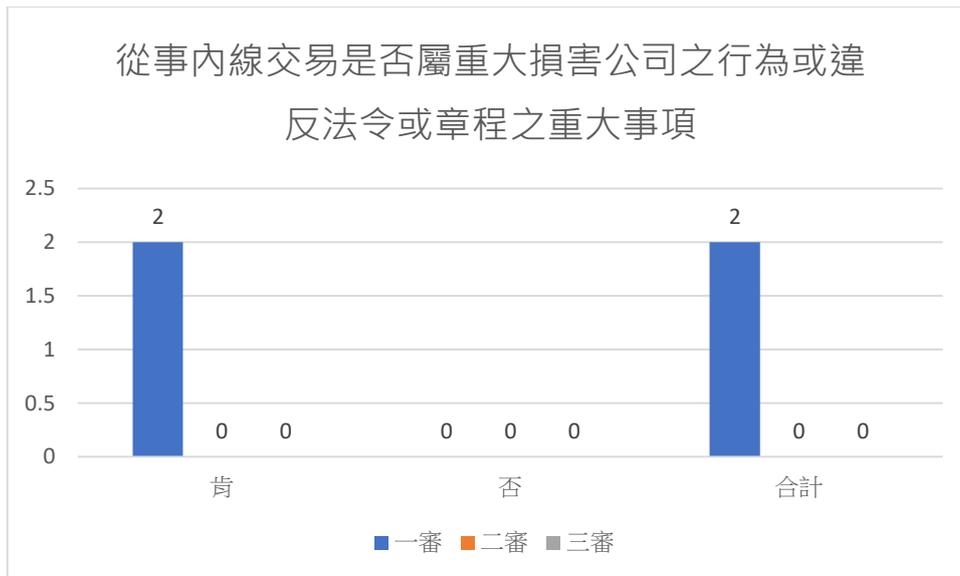


圖 104

若以年度為區分，民國 107 年及民國 108 年間各有 1 件判決，且均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 105。就年度分析而言，雖民國 107 年間及民國 108 年間均有採取肯定見解者，惟因案件數過少，實務主流之見解為何，仍有待後續觀察。

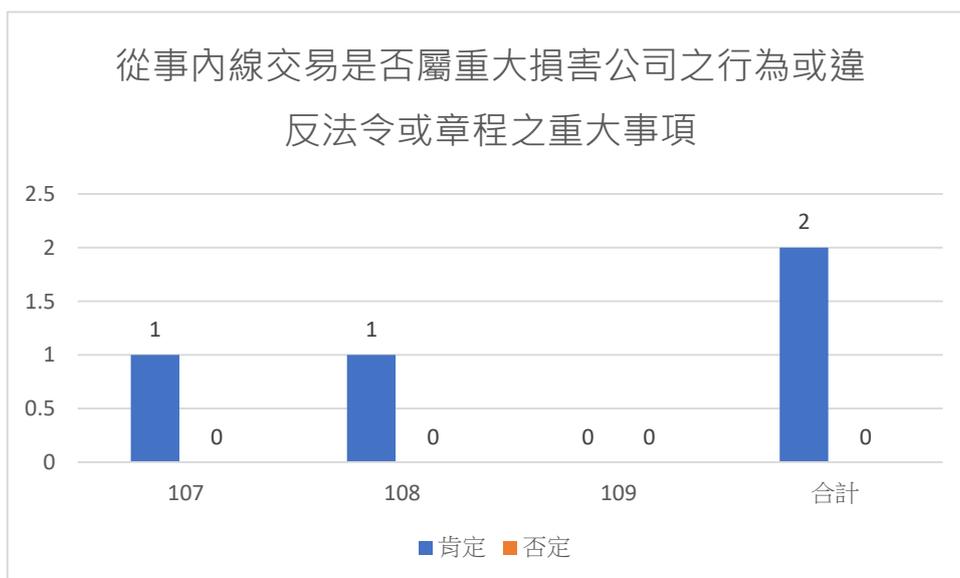


圖 105

對於此爭點最早採取肯定見解者為案號 106 金 77 興航（二）易飛網案之一審判決，法院認為：「被告易飛網公司為復興航空票務代理業者，復興航空為使易飛網公司得及早安排其客戶轉換其他航空機位，始由該公司之團控人員林彥君通知復興航空將於 105 年 11 月 22 日停飛一天之訊息，復興航空並無要將停飛一天之訊息，容任被告易飛網公司或周育蔚據以提早出脫股票，謀取私利，違反內線交易禁止規定之用。揆諸前開規定及說明，易飛網公司及周育蔚均屬『基於職業關係而獲悉消息之人』，在該消息明確後，未公開前或公開後十八小時內，均不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票或其他具有股權性質之有價證券，自行或以他人名義買入或賣出。被告周育蔚為易飛網公司之負責人，竟違反上開規定，而代易飛網公司為上開交易行為，自己違反證交法第 157 條之 1 第 1 項規定，而應依同法第 171 條第 1 項第 1 款、第 179 條第 1 項規定對其執行負責人即被告周育蔚處罰。又依上開規定，違反證交法第 157 條之 1 禁止內線交易規定，其法定本刑為 3 年以上有期徒刑之重罪，自屬重大不法行為。」。

### 三、從事內線交易是否屬執行業務

就本次研究案中，涉及此爭點之判決僅有 1 件，係於民國 107 年間所裁判之案號 106 金 77 之興航（二）易飛網案一審判決，法院係採取肯定見解，認為：「原告主張被告周育蔚為易飛網公司之負責人，於執行業務時，有違反證交法第 157 條之 1 禁止內線交易規定，代易飛網公司進行內線交易，涉犯證交法第 171 條第 1 項第 1 款、第 179 條第 1 項之罪，核已該當於投保法第 10 條之 1 第 1 項『違反法令之重大事項』法定解任事由等語，核屬有據。」。

另外，由於本次研究案涉及此爭點者僅有 1 件判決，故法院對於此爭點之認定結果仍有待後續觀察之。

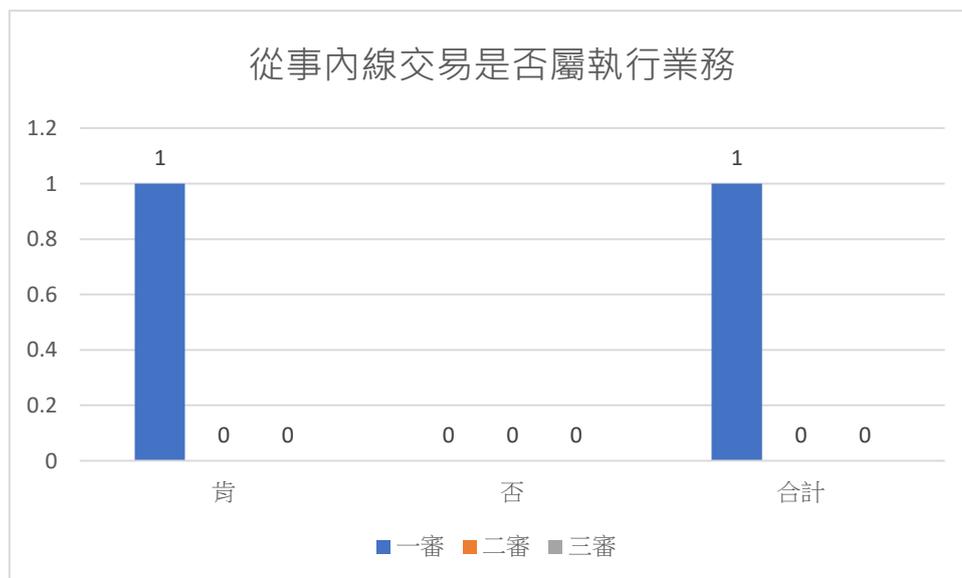


圖 106

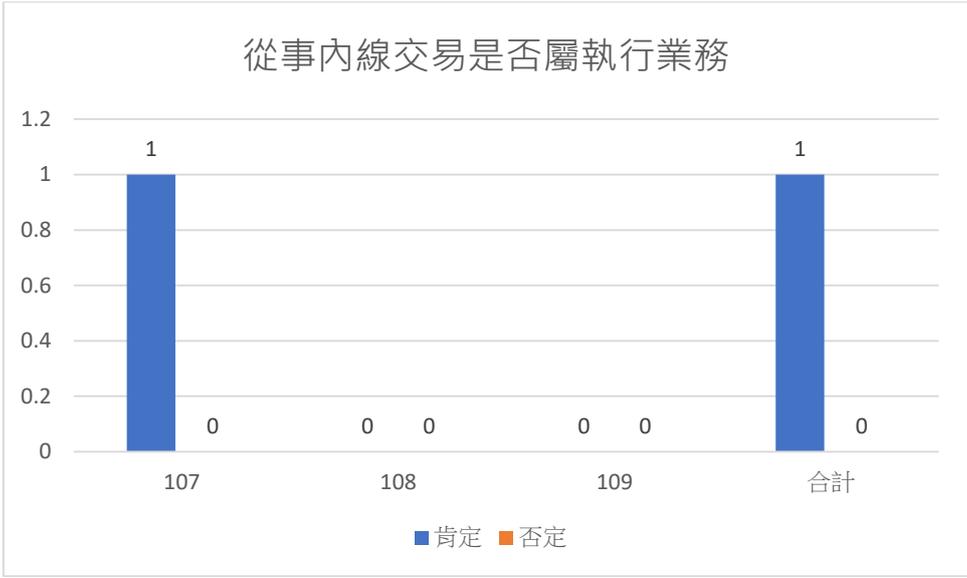


圖 107

#### 四、從事股價操縱是否屬重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 2 件，均為三審判決且均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 108。從圖表中可以發現有討論到此爭點之判決雖不多，惟最高法院已有 2 件判決採肯定見解，可得知實務有朝向採取肯定見解之趨勢。

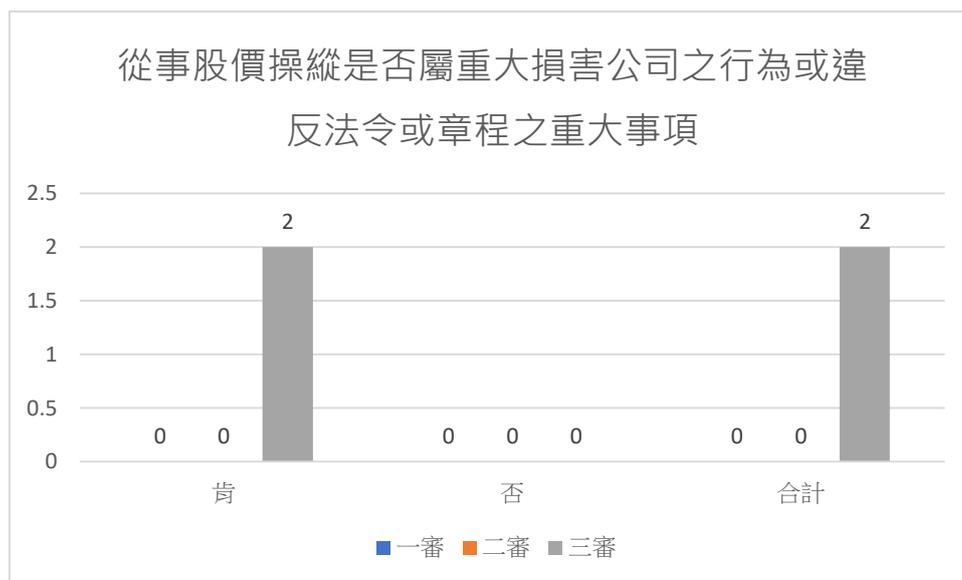


圖 108

若以年度為區分，僅有民國 108 年間有 2 件判決，且均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 109。就年度分析而言，雖民國 108 年間有 2 件判決討論到此爭點，惟因案件數過少，實務主流之見解為何，仍有待後續觀察。

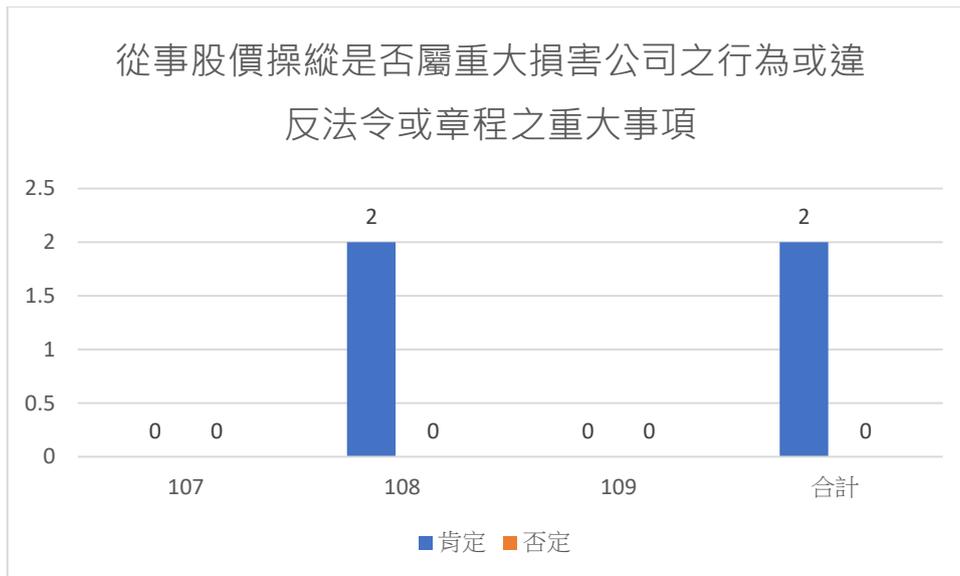


圖 109

對於此爭點最早採取肯定見解者為案號 108 台上 614 佳總案之三審判決，法院認為：「又佳總公司實收資本額為 16 億 6,230 萬 1,370 元，屬小型股，在外流通股份少，具有易於操縱之特性，曾繼立及李茂昌等 3 人於 100 年間該公司擬辦理增資時，公司營運狀況不佳，股票成交量低，短期間內大量出售股票不易且會造成股價下跌，藉由多數人頭帳戶分散操作避免主管機關查核，再與黃明松約定在公開市場上承接買進佳總公司股票，無限制地補貼其買進價格逾每股 11 元之價差，使該公司股價不因渠等大量出售而下跌，造成該公司股票市場交易熱絡之表象，誘使他人買賣佳總公司股票，藉以拉抬公司股價，賺取股價上漲之利益及提高股東認購新股之意願，自有以前揭方式操縱抬高股價之意圖，渠等所為顯違反證交法第 155 條第 2 項準用同條第 1 項第 4 款及第 5 款之規定，且情節重大。」

## 五、從事股價操縱是否屬執行業務

就本次研究案中，涉及此爭點之判決僅有 1 件，係於民國 108 年間所裁判之案號 107 台上 2364 之裕國案三審判決，法院係採取肯定見解，認為：「董事忠實義務為不確定之法律概念，其概念意涵係指董事於處理公司事務時，應以公司最佳利益為考量，不得利用公司職務謀取自己或第三人之不當利益。投保法第 10 條之 1 第 1 項所稱『執行業務』，應參酌上開意涵採廣義解釋。審酌楊得根係因擔任裕國公司董事職務，得以全面掌握公司相關經營資訊，確認股票市場無其他市場主力介入高價賣出該公司股票甚或融券放空獲利之可能，始能以前揭人頭帳戶相對買賣，持續抬高股價，因認其操縱股價行為與董事職務密切相關，係屬利用其董事職務上權限或機會之行為，並違反董事忠實義務，而為廣義執行業務行為。其操縱股價行為，已使股市投資人誤認裕國公司經營績效優良，進而以抬高之股價買進該公司股票而受損害，影響裕國公司聲譽重大，應屬違反法令之重大事項。」。

另外，本次研究案涉及此爭點者雖僅有 1 件判決，惟因該判決為三審判決，故可初步推論實務有朝向肯定見解之趨勢，然而，法院對於此爭點之主流見解為何仍有待後續觀察。

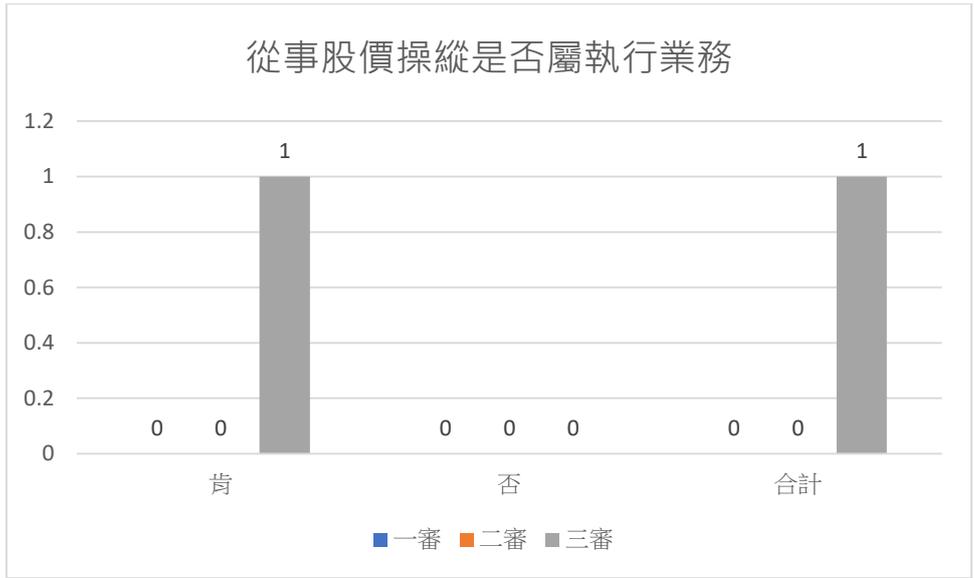


圖 110

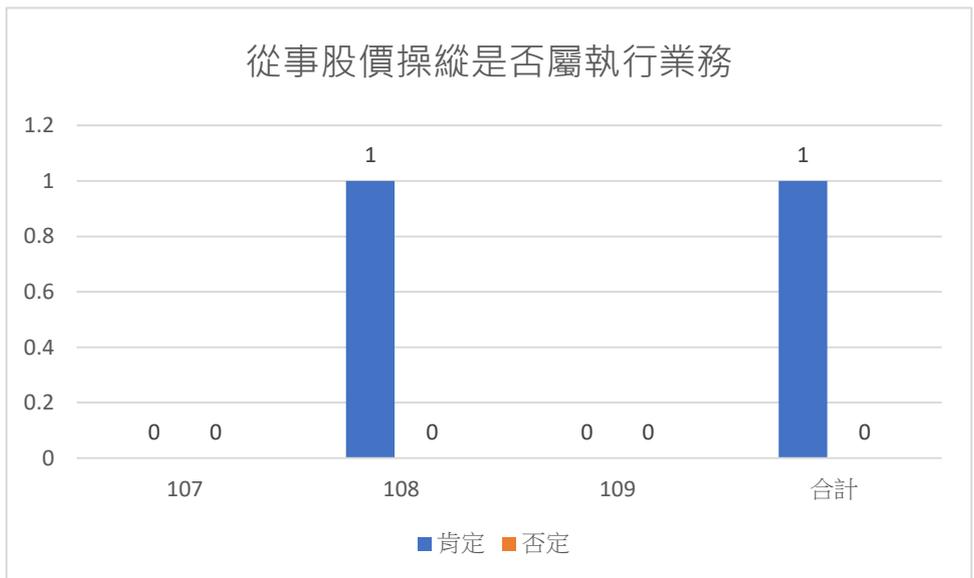


圖 111

## 六、裁判解任訴之聲明是否須以目前任期為限

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 2 件，均為三審判決，且均採取否定見解（佔 100%），整理如圖 112。從圖表中可以發現雖然討論此爭點之判決數不多，惟三審判決有 2 件且均採取否定見解，故可推測實務有採否定見解之趨勢。

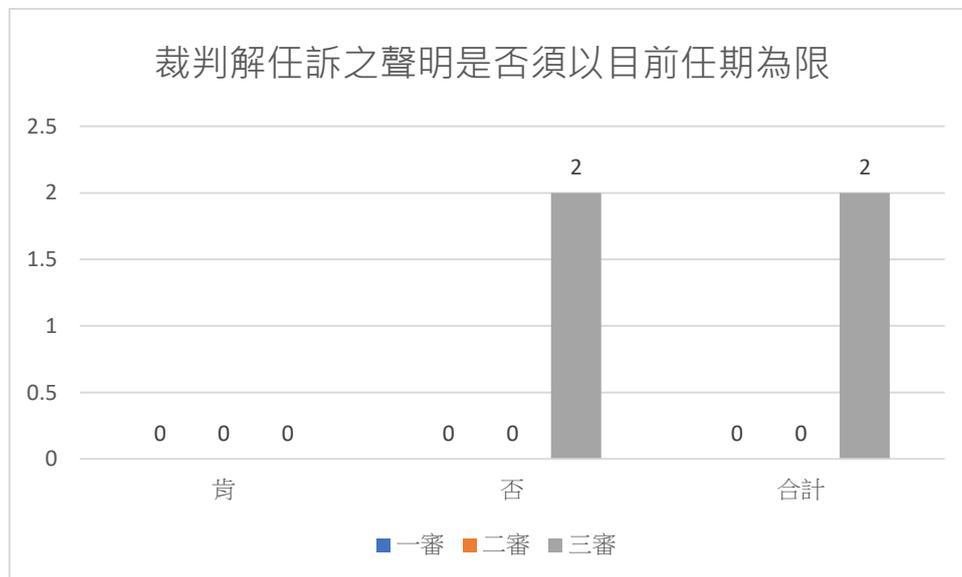


圖 112

若以年度為區分，僅有民國 108 年間有 2 件判決且均採取否定見解（佔 100%），整理如圖 113。就年度分析而言，2 件判決均集中於民國 108 年，於其他年度則尚無涉及此爭點之判決，故法院主流之趨勢為何，仍有待觀察。

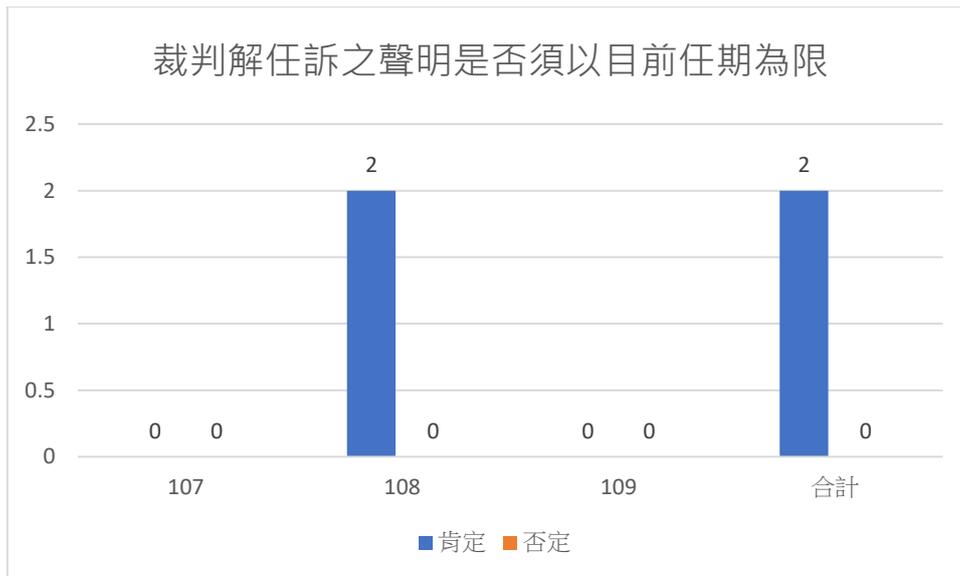


圖 113

採取否定見解者，例如案號 108 台上 403 科風案之三審判決，法院認為：「按投保法第 10 條之 1 第 1 項第 2 款之裁判解任權，乃立法機關賦予具公益色彩之保護機構之形成訴權，其立法目的在於落實公司治理之精神，適時解任不適任之董事，以保護證券投資人權益，發揮保護機構之職能。而董事有故意為重大損害公司，或違反法令或章程之重大事項之行為，倘因重新改選而得繼續擔任董事，顯然有違該條款之立法目的。故該不適任之董事苟於事實審法院言詞辯論終結時，仍擔任董事者，保護機構即得請求法院予以解任，不以該董事於當次任期內發生裁判解任事由者為限，解任之訴其訴之聲明亦不須限定特定任期。」。

## 七、跨任期解任是否侵害被告工作權

就本次研究案中，涉及此爭點之判決僅有 1 件，係於民國 107 年間所裁判之案號 107 台上 2364 之裕國案三審判決，法院係採取否定見解，認為：「又其判決解任之效力，僅及於事實審言詞辯論終結前已開始之任期，至於該屆原任期屆滿後另重新當選之董事職務，則非該判決效力所及，尚不生過度限制被解任董事工作權之問題。上訴人謂原判決不當剝奪其工作權而有違憲之虞云云，洵無足取。」。

另外，本次研究案涉及此爭點者雖僅有 1 件判決，惟因該判決為三審判決，故可初步推論實務有朝向否定見解之趨勢，然而，法院對於此爭點之主流見解為何仍有待後續觀察。

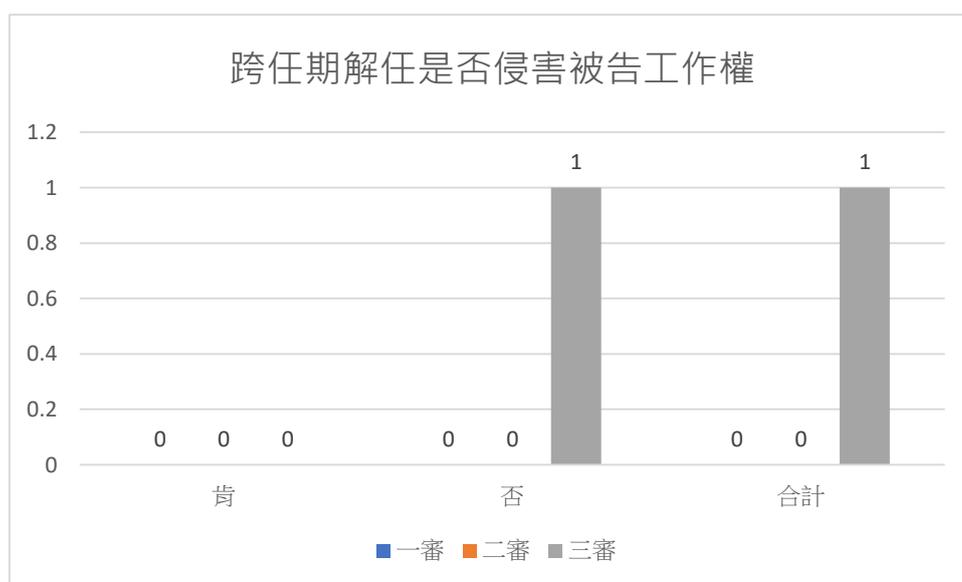


圖 114

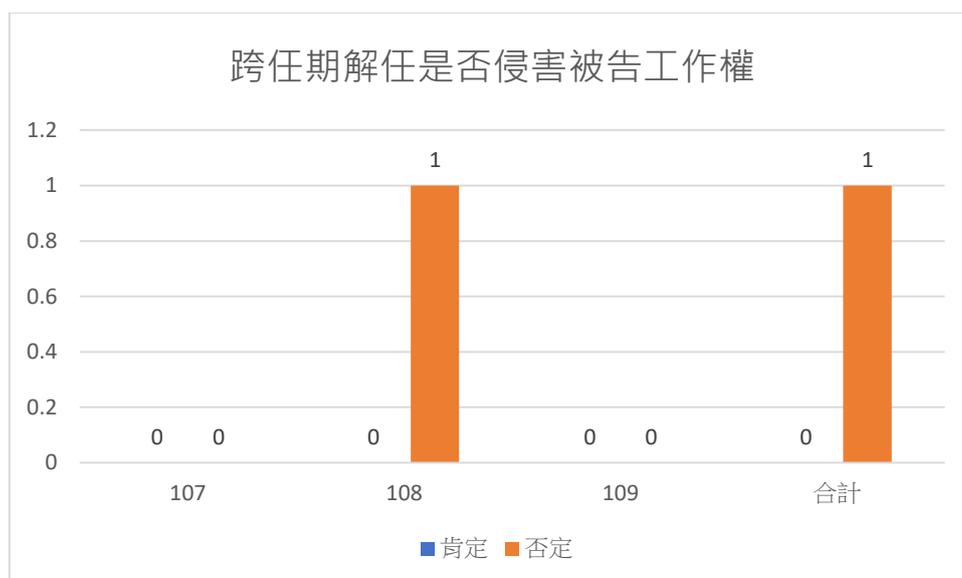


圖 115

## 八、編製不實財報是否屬重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項

就本次研究案中，涉及此爭點之判決共有 2 件，二審及三審判決各 1 件。其中，二審之 1 件判決係採取肯定見解（佔 50%）、三審之 1 件判決則係採取否定見解（佔 50%），整理如圖 116。從圖表中可以發現，二審及三審均有判決討論到此爭點，惟 2 件判決係不同案件之不同審級所做之認定，無上級審推翻下級審之情事，故尚難以得知實務之主流見解為何，仍有待後續觀察。

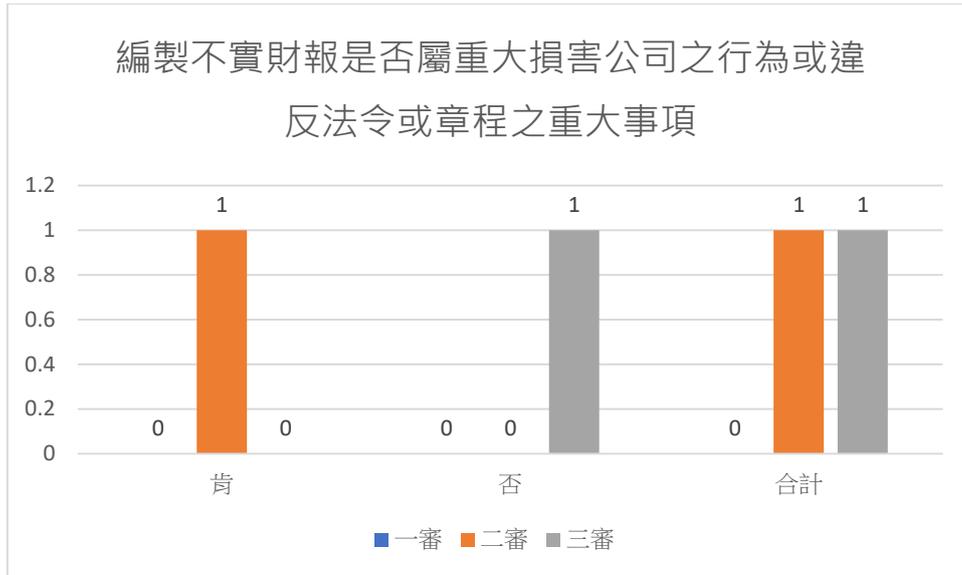


圖 116

若以年度為區分，僅有民國 109 年間有 2 件判決，惟採取肯定見解及否定見解者各 1 件（各佔 50%），整理如圖 117。就年度分析而言，2 件判決均集中於民國 109 年，且肯否見解各一，於其他年度則尚無涉及此爭點之判決，故法院主流之趨勢為何，仍有待觀察。

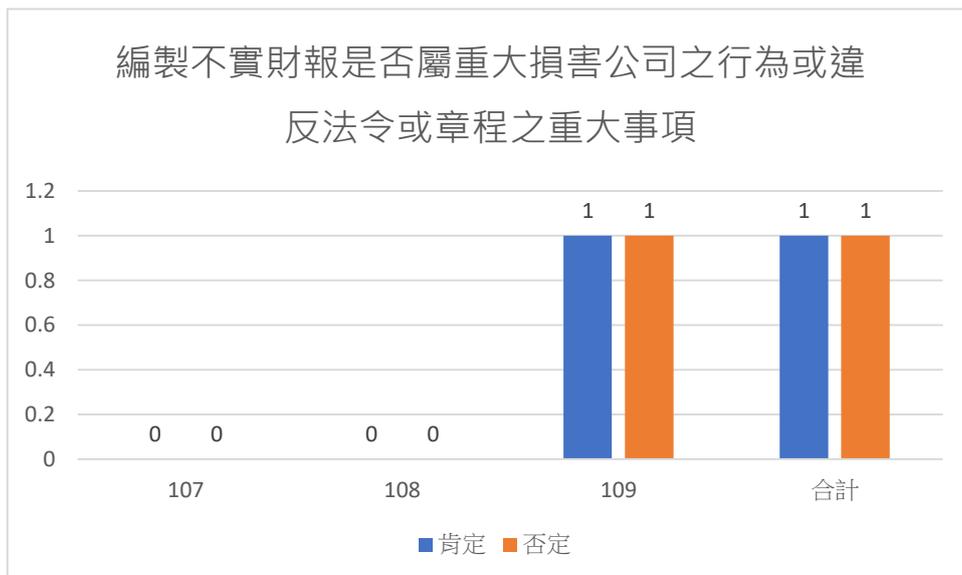


圖 117

對於此爭點採取肯定見解者為案號 107 金上更（一）7 漢唐案之更一審判決，法院認為：「又按財務報告中所稱不得有虛偽或隱匿情事之『內容』，係指該項資訊的表達或隱匿，對於一般理性投資人之投資決定，具有重要的影響而言；參諸證交法第 20 條之 1 規定，暨合目的性解釋、體系解釋及比較法觀點，目前學界及實務上通說認應以具備『重大性』為限。其重大性之判斷標準，雖法無明文，然我國邇來實務已漸次發展出演繹自上開法規命令之『量性指標』，例如本件行為時 94 年修正前編製準則第 13 條之 1 第 1 款第 7 目規定（即 94 年修正編製準則第 15 條、100 年修正後編製準則第 17 條）所規定『與關係人進、銷貨之金額達 1 億元或實收資本額達 20% 以上者』、第 8 目所規定『應收關係人款項達 1 億元或實收資本額 20% 以上』，及證交法施行細則第 6 條第 1 項第 1 款之『應重編財務報告』門檻（即更正稅後損益金額在 1,000 萬元以上，且達原決算營業收入淨額 1% 或實收資本額 5% 者）等量化規定。另尚應參考美國證券交易委員會發布之第 99 號幕僚會計公告所列舉之不實陳述是否掩飾收益或其他趨勢、使損失變成收益（或收益變成損失）、影響發行人遵守法令之規範、貸款契約其他契約上之要求、增加管理階層的薪酬、涉及隱藏不法交易等因素，而演繹出『質性指標』；而此質性指標，並非單純以關係人間之『交易金額』若干為斷，尚涵括公司經營階層是否有『舞

弊』、『不法行為』的主觀犯意，或該內容是否足以『掩飾營收趨勢』、『影響履約或償債能力』及『影響法律遵循』等各項『質性因子』，加以綜合判斷（最高法院 108 年度台上字第 1547 號刑事判決先例可參）。此證交法第 20 條第 2 項為確保投資人獲得正確翔實資訊之判斷標準，於 93 年 4 月 28 日修法前，係依同法第 174 條處罰，修法後改依第 171 條論處，刑度明顯加重。上開關於刑法謙抑、最後手段性及比例原則之判斷，於上訴人依投保法第 10 條之 1 第 1 項第 2 款訴請解任董事時，亦可作為董事執行業務違反法令之重大事項時之判斷標準。」。

而採取否定見解者為案號 108 台上 2134 和桐案之三審判決，法院認為：「和桐公司未揭露系爭 6,000 萬元資金之進出，縱有財報不實，亦不致影響投資人之判斷，不能認為重大等語，是否全然無據？亦非無再為研求之餘地。」。

## 九、編製不實財報是否屬執行業務

就本次研究案中，涉及此爭點之判決僅有 1 件，係於民國 109 年間所裁判之案號 107 金上更（一）7 之漢唐案更一審判決，法院係採取肯定見解，認為：「股份有限公司之董事，為公司之負責人，與公司間為委任關係，應依民法第 544 條規定，忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務。於董事會決議通過之財務報告，就違反編製原則，致內容有重大不實之財務報表，對內已影響公司內控、對外亦影響投資大眾，董事於此執行職務之範圍內，明知其違反法令，情節重大，而仍予以決議通過，自有違反善良管理人之注意義務至明。」。

另外，由於本次研究案涉及此爭點者僅有 1 件判決，故法院對於此爭點之認定結果仍有待後續觀察之。

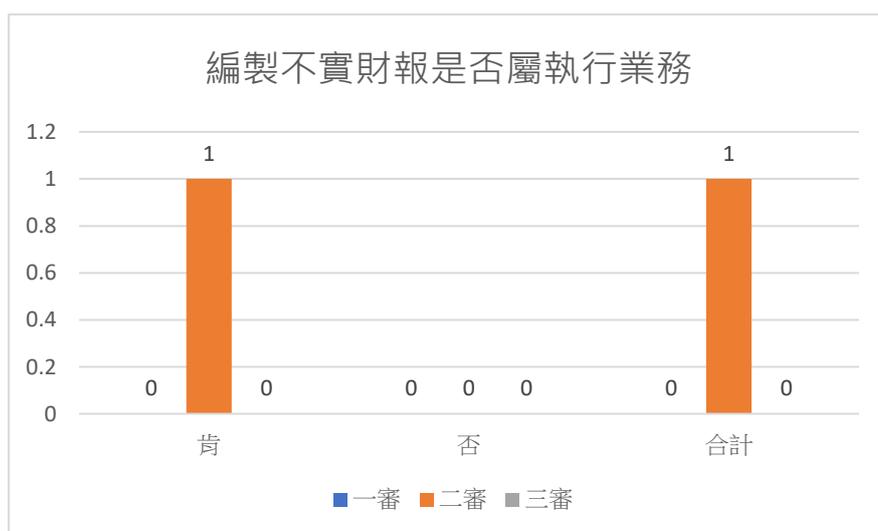


圖 118

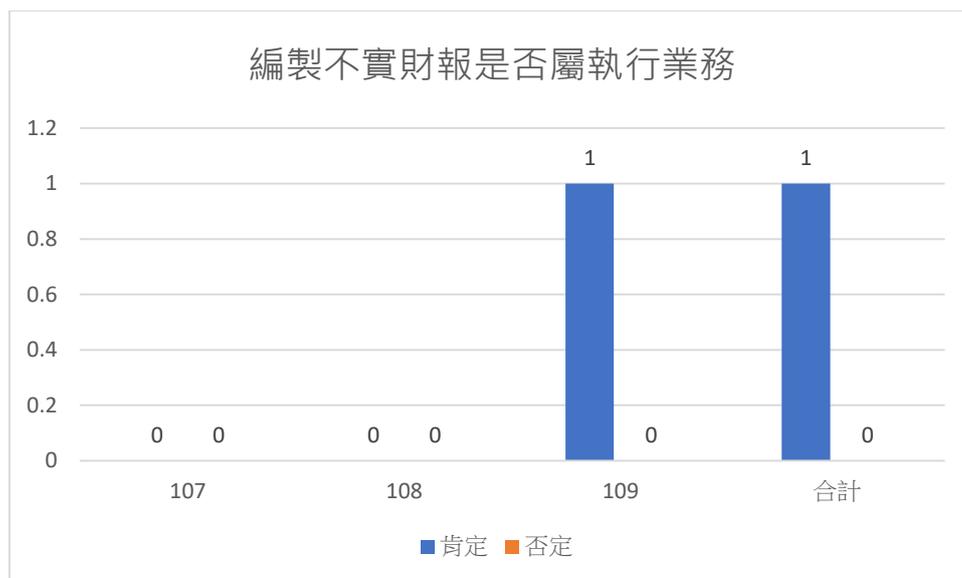


圖 119

## 肆、其他類型案

就本次之研究範圍中涉及其他類型案者共有 22 個案件，共 35 個判決。若以審級區分，則一審有 19 件判決、二審有 9 件判決、三審有 7 件判決，整理如圖 120；若以年份區分，則民國 96 年到 100 年間之判決有 11 件、民國 101 年到 105 年間之判決有 10 件及民國 106 年以後之判決有 14 件，整理如圖 121。以下就團體訴訟、代表訴訟、解任訴訟及其他類型判決中，涉及其他類型判決之相關爭點進行分析。惟由於其他類型之案件並無統一之爭點得用以趨勢分析，故改以個別案件為區分依據，並就各審級之主要爭點進行分析。

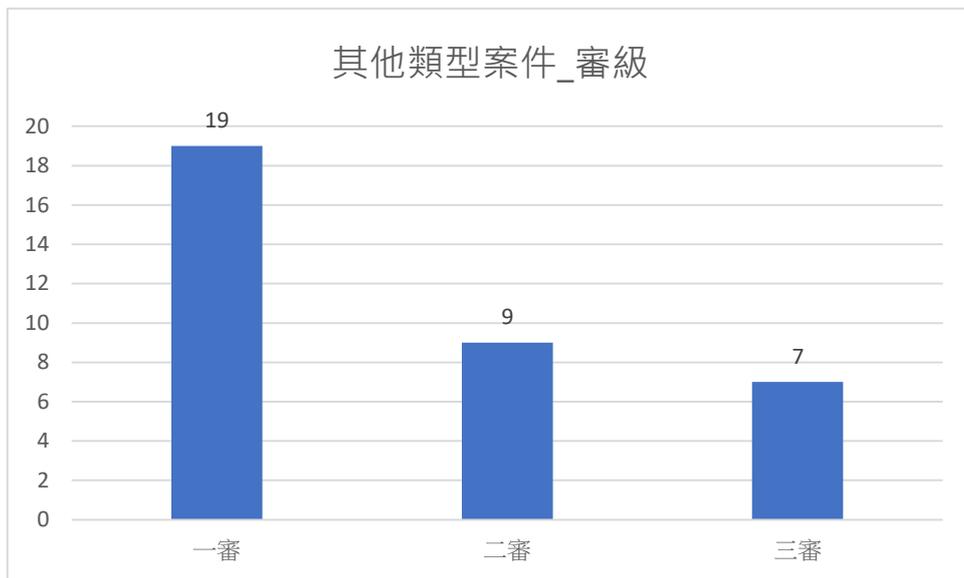


圖 120

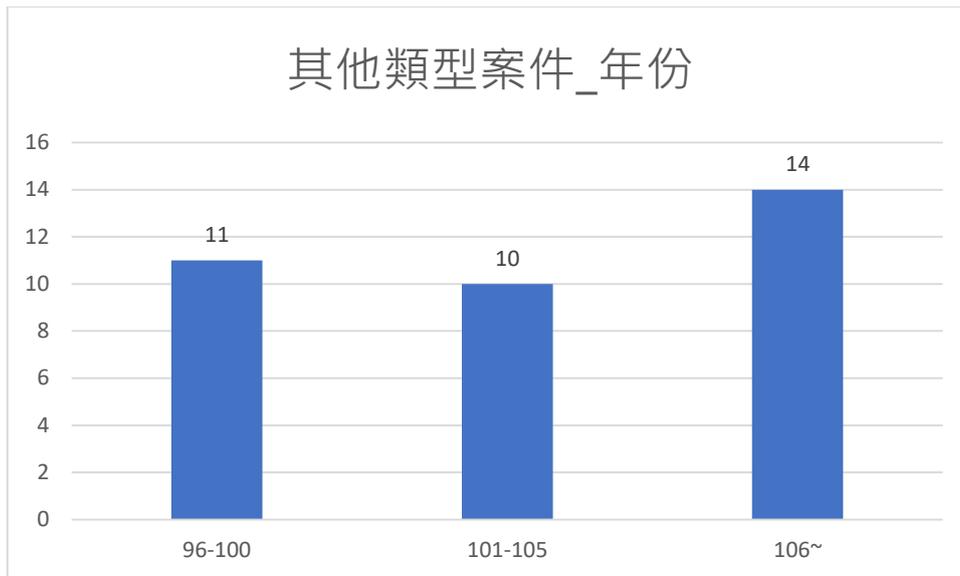


圖 121

## 一、奇美材歸入權案

奇美材歸入權案共有一個審級，類型為歸入權訴訟。其判斷爭點主要在於「短線交易取得方式是否以金錢對價為限？」。對此，臺灣高等法院臺南分院 107 金上 1 判決採否定見解，認為：「按發行股票公司董事、監察人、經理人或持有公司股份超過 10% 之股東，對公司之上市股票，於取得後 6 個月內再行賣出，或於賣出後 6 個月內再行買進，因而獲得利益者，公司應請求將其利益歸於公司。證交法第 157 條第 1 項定有明文。該條所定『取得』之行為態樣，並未定義。然用語既有別於同條文『買進』、『賣出』者，則其取得之方式自不限有金錢對價之買賣方式。」。

又，針對「是否須內部人交易有不當利用公司內部資訊，始有『歸

入權』之適用？」，臺灣高等法院臺南分院 107 金上 1 判決採取否定見解，認為：「證交法第 157 條之立法目的在『規範特定人不得短線買賣股票，係為避免有機會接觸公司重大訊息之公司內部人利用其特殊身分牟利而有害交易市場之平等性』（見原審金卷第 13 頁反面）。然立法技術上既係採取機械性之方式，即對於內部有短線交易行為，不去論究內部人實際有無不當利用公司內部資訊之情事，以避免公司行使歸入權時舉證上之困難，且條文並無特設例外規定，亦未以授權立法之方式，授權行政機關訂定子法或施行細則以增訂豁免規定，則解釋即應從嚴，不論內部人交易是否有不當利用公司內部資訊，亦不論其交易是否有正當合法之目的，均有『歸入權』之適用。此舉，固有將實際上並無不當交易者，亦納入本條適用範圍的結果，但不如此，將使公司行使歸入權時，仍須舉證內部人是否有不當利用公司內部資訊，與其交易股票之目的是否正當合法，復因舉證不易，使部分內線交易得以脫免民事責任，影響投資人對證券市場信心，反與當初立法目的未符。」。

## 二、歌林行政訴訟參加案

歌林行政訴訟參加案共有一個審級，類型為行政訴訟參加。判決中主要討論之爭點為「分割共有物之補償金，是否及於補償義務人所分得不動產之全部而有抵押權？」對此，臺北高等行政法院 107 訴 685 號判決採取肯定見解，認為：「民法第 824 條之 1 第 4 項、第 5 項規定係為保障因不動產之裁判分割而應受補償共有人之權益而設，應受補償人對於補償義務人之補償金債權，就補償義務人分得之不動產，有法定抵押權。該法定抵押權，於辦理共有物分割登記時，由地政機關併予登記。其次序應優先於因共有物分割訴訟而移存於特定應有部分之抵押權，始足以確保應受金錢補償之共有人之利益，並兼顧交易安全（立法理由參照）。查系爭確定判決係將系爭土地原物全部分配予原告，而由原告依其他共有人陳啟菁等 6 人之應有部分比例以每坪 125 萬元為補償，其中共有人陳賀芳應受金錢補償 523 萬 729 元（本院卷第 32-34 頁），是系爭土地原共有關係自系爭確定判決確定時即生分割效力，原告不待登記或交付即取得分得部分（按指：系爭土地全部）之單獨所有權，而共有關係亦同時消滅。然應受補償之其他共有人即包含陳賀芳在內之陳啟菁等 6 人，就其補償金額，依民法第 824 條之 1 第 4 規定，對於補償義務人即原告所分得之不動產（即系爭土地全部），有抵押權。該抵押權原告依同條第 5 項規定，應於

辦理共有物分割登記時，一併登記。」。

### 三、樂陞請求塗銷所有權移轉（陳逸）案

樂陞請求塗銷所有權移轉（陳逸）案共有一個審級，類型為請求塗銷所有權移轉案。判決中主要討論之爭點為「以履行買賣契約之外觀隱藏終止借名登記之返還登記物之法律關係，是否因通謀虛偽而無效？」對此，臺灣臺北地方法院 106 金 94 號判決採取否定見解，認為：「因最高法院認為無買賣契約存在，而以買賣為不動產之移轉原因，固為通謀虛偽意思表示，但其隱藏之他項法律行為如已具備成立要件及生效要件，即不得以其為虛偽之買賣而請求塗銷該不動產之所有權移轉登記（最高法院 95 年度台上字第 2590 號判決參照）。」。

又，針對「債務人就已屆清償期之債務為清償者，得否指為民法第 244 條第 1 項或第 2 項之詐害行為？」，臺灣臺北地方法院 106 金 94 號判決仍採取否定見解，並認為：「因法院認為借名登記契約之出名入，雖登記為財產之權利人，然其並非該財產之真正所有權人，該財產即無從擔保出名入本身之債務。債務人就已屆清償期之債務為清償者，固生積極財產之減少，但同時亦減少其消極財產，於債務人之資力並無影響，不得指為民法第 244 條第 1 項或第 2 項之詐害行為。」

#### 四、味全（彰化地院）案

味全（彰化地院）案共有一個審級，類型為訴訟參加案。判決中主要討論之爭點為「保護機構辦理投保法第 10 條第 1 項業務始得為公司提起訴訟？」對此，臺灣彰化地方法院 103 重訴 44 號判決即認為：「投保法之立法目的在於保障證券投資人及期貨交易人之權益，以提供公平及安全之交易環境，促進證券及期貨市場健全發展。為達此項立法目的，乃明定主管機關應指定證券及期貨交易市場相關機構，設立保護機構，統籌執行證券投資人及期貨交易人保護事宜（投保法第 1 條、第 7 條及其立法理由參照）。同法第 10 條第 1 項規定：『保護機構應於業務規則中，規定下列事項：一、證券投資人或期貨交易人與發行人、證券商、證券服務事業、期貨業、交易所、櫃檯買賣中心、結算機構或其他利害關係人間，因有價證券之募集、發行、買賣或期貨交易及其他相關事宜所生民事爭議之處理程序。二、保護基金之保管、運用。三、對發行人、證券商、證券服務事業及期貨業之財務業務查詢。四、證券及期貨交易相關法令之諮詢服務。五、主管機關委託辦理事項。六、其他有助於達成本法目的之業務。』第 10 條之 1 第 1 項規定：『保護機構辦理前條第一項業務，發現上市或上櫃公司之董事或監察人執行業務，有重大損害公司之行為或違反法令或

章程之重大事項，得依下列規定辦理：一、請求公司之監察人為公司對董事提起訴訟，或請求公司之董事會為公司對監察人提起訴訟。監察人或董事會自保護機構請求之日起三十日內不提起訴訟時，保護機構得為公司提起訴訟，不受公司法第 224 條及第 227 條準用第 214 條之限制。保護機構之請求，應以書面為之。二、訴請法院裁判解任公司之董事或監察人，不受公司法第 200 條及第 227 條準用第 200 條之限制。」由此可見，須保護機構「辦理投保法第 10 條第 1 項業務」，發現上市或上櫃公司之董事或監察人執行業務，有重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項，於書面請求公司之監察人對董事提起訴訟，或請求公司之董事會為公司對監察人提起訴訟，而監察人或董事會自投保中心請求之日起 30 日內不提起訴訟，始得為公司提起訴訟。非謂保護機構只要知悉上市或上櫃公司之董事執行業務，有重大損害公司之行為或違反法令、章程之重大事項，於踐行上開請求程序後，監察人或董事會逾期為對董事或監察人提起訴訟，不論保護機構是否執行投保法第 10 條第 1 項業務（主要為同條第 1 款規定之證券投資人或期貨交易人與發行人、證券商、證券服務事業、期貨業、交易所、櫃檯買賣中心、結算機構或其他利害關係人間，因「有價證券之募集、發行、買賣或期貨交易及其他相關事宜」所生「民事爭議」之處理程序），均可為公司提起訴訟。本件參加人投保中心並未提出

其因辦理投保法第 10 條第 1 項業務，而發現味全公司之前董事長魏應充有其主張之重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項，且以書面請求味全公司之監察人對魏應充提起訴訟而逾 30 日不提起訴訟之相關事證，顯難謂就本訴訟有何法律上利害關係。另參加人同時為味全公司之股東，雖有所提股票餘額單為證。然參加人之股利盈餘分配或剩餘財產分配等股東權益，雖然可能因味全公司勝訴而增加，但此種期待可能，僅係經濟上關係而已，並非法律上利害關係。至最高法院 105 年度台抗字第 115 號裁定及台灣高等法院 101 年度抗字第 746 號裁定，其本訴訟均為確認股東權利存在之訴，法院判決結果將使聲請參加之股東權益因此發生變動，其案情顯然不同，無從執為有利參加人之認定。」。

## 五、樂陞請求塗銷抵押權（張書泓）案

樂陞請求塗銷抵押權（張書泓）案共有二個審級，類型為請求塗銷抵押權案。判決中主要討論之爭點為「撤銷詐害債權之舉證責任分配？」對此，臺灣臺北地方法院號 106 金 83 判決即認為債權人應先證明詐害債權行為致債務人無其他財產可清償債權，此觀民事訴訟法第二百七十七條之規定自明。

又，針對「撤銷詐害債權舉證責任分配？」臺灣臺北地方法院號 106 金 83 判決復認為：「原告就系爭抵押權設定為無償行為一節係負本證之責，被告張書泓就系爭抵押權設定之『非無償』僅負反證責任，則原告在就被告間無償之系爭抵押權設定行為未能盡其本證舉證責任前，被告張書泓自無提出反證之義務，是原告自不得以被告張書泓未提出借款流向之證據，而謂被告間無消費借貸關係。」。

## 六、三陽（二）確認債權（周慧美）案

三陽（二）確認債權（周慧美）案共有三個審級，類型為確認債權案。判決中主要討論之爭點為「詐害債權行為是否須被告與第三人間屬通謀虛偽意思表示？」對此，臺灣新竹地方法院 106 重訴 48 號判決採取肯定見解，認為：「按債務人所為之有償行為，於行為時明知有損害於債權人之權利者，以受益人於受益時亦知其情事者為限，債權人得聲請法院撤銷之。債權人依前項規定聲請法院撤銷時，得並聲請命受益人或轉得人回復原狀。但轉得人於轉得時不知有撤銷原因者，不在此限，民法第 244 條第 2 項、第 4 項定有明文。準此，債權人依前揭規定訴請撤銷債務人所為之有償行為時，必須受益人於受益時亦明知有損害債權人之權利者，方得撤銷」。

又，針對「是否得以契約當事人間有特殊親誼關係或價金之交付不實，即謂該贈與或買賣係通謀虛偽成立？」，臺灣新竹地方法院 106

重訴 48 號判決則採取否定見解，認為：「按表意人與相對人通謀而為虛偽意思表示者，其意思表示無效，民法第 87 條第 1 項前段定有明文。該條項所謂通謀虛偽意思表示，必須表意人與相對人均明知其互為表現於外部之意思表示係屬虛構，而有不受該意思表示拘束之意，始足當之；若僅一方無欲為其意思表示所拘束之意，而表示與真意不符之意思者，尚不能指為通謀而為虛偽意思表示，在贈與或買賣契約，亦不能僅因契約當事人間有特殊親誼關係或價金之交付不實，即謂該贈與或買賣係通謀虛偽成立(最高法院 86 年度台上字第 3865 號、101 年度台上字第 1722 號判決意旨參照)。」。

## 七、三陽（一）確認債權（黃佩穎）案

三陽（一）確認債權（黃佩穎）案共有一個審級，類型為確認債權案。判決中主要討論之爭點為「詐害債權行為是否須被告與第三人間屬通謀虛偽意思表示？」對此，臺灣士林地方法院 106 訴 397 號判決採取肯定見解，認為：「民法第 244 條第 2 項規定，須受益人於受益時亦明知有損害債權人之權利者，方得撤銷，而所謂『明知』，係指直接及確定之故意而言，不包括懷疑或因過失而不知情等情形在內」。

又，針對「是否得以契約當事人間有特殊親誼關係或價金之交付不實，即謂該贈與或買賣係通謀虛偽成立？」，臺灣士林地方法院 106

訴 397 號判決則採取否定見解，認為：「民法第 87 條第 1 項所謂通謀虛偽意思表示，乃指表意人與相對人互相故意為非真意之表示而言，故相對人不僅須知表意人非真意，並須就表意人非真意之表示相與為非真意之合意，始為相當，若僅一方無欲為其意思表示所拘束之意，而表示與真意不符之意思者，尚不能指為通謀而為虛偽意思表示，在贈與或買賣契約，亦不能僅因契約當事人間有特殊親誼關係或價金之交付不實，即謂該贈與或買賣係通謀虛偽成立（最高法院 86 年度台上字第 3865 號判決、97 年度台上字第 543 號判決意旨參照）」。

## 八、日勝生（歸入權）案

日勝生（歸入權）案共有三個審級，類型為歸入權案。判決中主要討論之爭點為「歸入權是否有與有過失之適用？」對此，臺灣臺北地方法院 97 重訴 213 判決採取否定見解，認為：「本條歸入權之行使，性質上並非為填補公司之損害，實具有懲罰之性質，是歸入權之行使當不以內部人實際獲得利益為前提要件，亦不以公司實際發生損害為必要，由此可徵『歸入權』之性質並非損害賠償之債，而屬一懲罰性之民事責任，核與損害賠償之債旨在填補被害人之損害有別，故歸入權之行使實難認有該條過失相抵之適用甚明。從而，被告抗辯原告與有過失，請求減輕其賠償責任云云，核屬無據。」而此見解亦獲得臺灣高等法院 98 金上 1 號判決及最高法院 99 台上 1838 號判決之肯認：

「歸入權係由從事短線交易之大股東歸還利益予公司，而非在於填補公司所受之損害，並不具損害賠償之性質，自無民法第二百十七條第一項過失相抵之適用，且欠缺類推適用之基礎，亦無類推適用該規定之餘地。」。

又，針對「歸入權行使之對象是否應以配偶持有股票列入本人持股計算之董事而非其配偶？」，臺灣臺北地方法院 97 重訴 213 判決採取肯定見解，認為：「次按，證券交易法第 22 條之 2 第 3 項乃係規定以配偶、未成年子女及利用他人名義持有之股份應合併計算，以防止董事、股東等人以他人持股之方式規避證券交易法之適用，是發行股票公司董事之配偶對該公司之上市股票，於取得後六個月內再行賣出，或於賣出後六個月內再行買進因而獲得利益者，其歸入權行使之對象自仍應以配偶持有股票列入本人持股計算之董事而非其配偶。」。

另外，針對「證交法第 22 條之 2 第 3 項是否以證明該股東『利用』配偶、未成年子女之名義持有之股票為必要？」臺灣高等法院 98 金上 1 號判決即採取否定見解，認為：「又第 22 條之 2 第 3 項之規定，係將配偶、未成年子女持有之股票，與『利用他人名義持有』之股票，分別列舉，而非規定：「利用配偶、未成年子女及他人名義持有之股份」，可知只須為配偶、未成年子女持有之股票，即應適用該條第 1 項規定，並不以經證明係該股東利用配偶、未成年子女之名

義持有之股票為必要。至於該條第 3 項之立法理由固謂：『為防第一項股票持有人，藉配偶、未成年子女或他人名義持有股票，規避本條之限制，於第三項明定包括之。』（見立法院公報第 76 卷第 96 期，44 頁，本院卷(-)，44 頁），然此立法理由，重在強調避免股東以他人名義持有股票，規避法律適用而已，非謂適用該條規定時，必先證明有利用配偶或未成年子女名義持有股票之事實，何況該立法理由所謂『藉』配偶、未成年子女或他人名義持有股票，並未規定為法律條文，亦難據此立法理由使用之文字，認為判斷是否為持有公司股份超過 10% 之股東，必須有此利用名義關係之配偶、未成年子女所持有之股份，始能合計之。再者，我國證券交易法第 22 條之 2 第 3 項係將配偶、未成年子女，列於利用他人名義持有股份之外，與美國法例（見本院卷(-)，36 頁），僅以『受益股東』為涵蓋者，亦有不同，難完全依美國法例，解釋我國前開規定。至於大法官釋字第 586 號解釋意旨，固認為證券交易法第 43 條之 1 第 1 項規定：『任何人單獨或與他人共同取得任一公開發行公司已發行股份總額超過百分之十之股份者，應於取得後十日內，向主管機關申報其取得股份之目的、資金來源及主管機關所規定應行申報之事項；申報事項如有變動時，並隨時補正之。』所稱『共同取得』，一般而言，具有意思聯絡達到一定目的之核心意義，不得單純以配偶、未成年子女及二親等以內親屬所取得之股份，

即謂共同取得而適用該條規定等語，但此與證券交易法第 22 條之 2 第 3 項，已明定包含配偶、未成年子女所持有之股份者，並不相同，無從依該解釋意旨，認為第 22 條之 2 第 3 項之配偶，必須有共同意思聯絡等利用關係為前提。」而此見解亦獲得最高法院 99 台上 1838 號判決之肯認：「查證券交易法第一百五十七條第一項之規定，乃運用一種客觀實際之立法技術，使股票上市公司董事、監察人、經理人或大股東等公司內部人，將其在短期間內反覆買賣公司股票所得之利益歸還，藉以防杜公司內部人之短線交易行為，俾維護證券市場之公正性及公平性，自不以公司內部人有利用公司內部資訊或從事不當交易為必要。」。

## 九、創見（歸入權）案

創見（歸入權）案共有一個審級，類型為歸入權案。判決中主要討論之爭點為「選擇權契約是否屬證§157-1 所規範之有價證券？」對此，臺灣臺北地方法院 99 金 41 號判決採取否定見解，認為：「被告為原告之董事，並於前揭時間購買以原告為連結標的之系爭認購權證，有交易明細在卷，但被告所購買之系爭認購權證，係由元大京華證券股份有限公司所發行，縱系爭認購權證因僅以原告之單一個股為標的，原告股票之價格高低與系爭認購權證之價格有正相關，但系爭認購權證既非原告所發行，即與前開規定有間，故被告購買系爭認購權證之

行為非屬內線交易，原告自不得依前揭法條對被告行使歸入權。至原告及參加人所舉財政部證券暨期貨管理委員會於92年2月24日台財證三字第0920000717號函，所為公司內部人買賣『以所屬公司股票為基礎證券』之證購權證，即有證券交易法第157條適用等情，該函釋性質上屬於行政規則，對本院並無拘束力，尚不得據為有利原告之認定。」。

## 十、吉祥全（撤銷信託行為之訴）案

吉祥全（撤銷信託行為之訴）案共有一個審級，類型為撤銷信託型為案。判決中主要討論之爭點為「信託法第6條第1項所定之債權人是否以取得對債務人之確定判決者為限？」對此，臺灣臺北地方法院102訴763號判決採取否定見解，認為：「按債權人得依民法第二百四十四條規定行使撤銷權，以其債權於債務人為詐害行為時，業已存在者為限，最高法院著有62年台上字第2609號判例要旨可參，據此可知，上開規定所稱之債權人自非以取得對債務人之確定判決者為限。再依信託法第6條第1項即債權人撤銷權之規定，其立法理由係謂：『為防止委託人藉成立信託脫產，害及其債權人之權益，爰參考民法第244條第1項之規定，於本條第1項規定信託行為有害於委託人之債權人之權利者，債權人得聲請法院撤銷之，而不以委託人於行為時明知並受益人於受益時亦知其情事者為限，以保障委託人之債權

人，並期導信託制度於正軌』等語，除強調其乃民法第 244 條規定之特別規定外，於無特別明文下，民法有關債權人撤銷詐害行為之規定，亦有適用之，則依首揭說明，民法第 244 條所謂債權人之要件，於上開信託法規定當亦適用，即此所謂之債權人，其債權應於債務人為有害其權利之信託行為前存在即可，並不以取得對債務人之確定判決者為限。」。

## 十一、勤美（歸入權一）案

勤美（歸入權一）案共有一個審級，類型為歸入權案。判決中主要討論之爭點為「認購權證是否有歸入權之適用？」對此，臺北簡易庭 103 北金簡 51 號判決採取肯定見解，認為：「證交法既係國家制定來規範證券交易市場，提供市場一公平交易之環境，以『保障投資大眾』之法律，本件『認購權證』之衍生性金融商品規範，解釋上應納入歸入權之適用，始能貫徹短線交易之立法意旨，以達證交法之為發展國民經濟，並保障投資之立法目的。」。

## 十二、勤美（歸入權二）案

勤美（歸入權二）案共有一個審級，類型為歸入權案。判決中主要討論之爭點為「認購權證是否有歸入權之適用？」對此，臺灣臺北地方法院 103 金 103 號判決採取肯定見解，認為：「1.查證交法第 157

條第 6 項規定：『關於公司發行具有股權性質之其他有價證券，準用本條規定。』，是其要件須為『公司所發行』、『具有股權性質』之其他有價證券。而系爭認購權證係由稱國泰證券、元大證券等證券商所發行，以原告公司股票為連結標的之認購權證，並非由原告公司所發行具有股權性質之有價證券，與證交法第 157 條第 6 項規定要件不符，是本件無法直接適用證交法第 157 條第 1 項規定甚明。2.按發行股票公司董事、監察人、經理人或持有公司股份超過 10% 之股東，對公司之上市股票，於取得後 6 個月內再行賣出，或於賣出後 6 個月內再行買進，因而獲得利益者，公司應請求將其利益歸於公司。證交法第 157 條第 1 項定有明文。而查證交法第 157 條乃仿美國證交法第 16 條 b 項而制定，其立法意旨乃為運用一種實際的方法，使內部人負擔民事責任，以防止內部人的短線交易，其基本精神在於事前的遏阻，至於實際上內部人是否利用未公開的消息，或意圖在買進後六個月內賣出股票，均非所問，惟如證明確有利用內部消息之事實者，則另有第 10 條 b 項及規則第 10b(5) 的適用。又按美國 1934 年證交法 Section 3 (a) (11) 規定原文為 "The term "equity security" means any stock or similar security; or any security future on any such security; or any security conveyable, with or without consideration, into such a security, or carrying any warrant or right to subscribe or purchase such a security; or any such warrant or right; or any other security which the Commission shall deem to be of similar nature and consider necessary or appropriate, by such rules and regulations as it may prescribe in the

public interest or for the protection of investors, to treat as an equity security."可知其立法意旨，係認為發行股票公司之董監事、經理人與大股東等公司內部人，因其職務或地位，較易獲悉公司內部重要資訊，與一般投資人處於本質上不平等之地位，為避免公司內部人不當使用公司內部資訊買賣股票圖利，並使內部人專心於公司本業之經營，使資本市場發揮功能，健全交易秩序及加強投資人信心，嚴格剝奪公司內部人短線交易之所有利得，以遏阻內部人短線交易，並藉由機械性適用此制度解決舉證困難的問題，以維護一般投資人對證券市場公平性、公正性，此亦即我國證交法第 157 條第 1 項明文禁止內部人短線交易之由來。3.又金融證券主管機關為活絡證券交易市場之交易，乃不斷推出各種以上市櫃公司股票為連結標的之衍生性金融商品，而法律修訂速度往往不及金融商品推出之快，致產生部分新金融商品無法直接適用證交法短線交易之規定，89 年 7 月 19 日總統公布修正之證交法第 157 條乃增訂第 6 項之規定，其立法理由為『規範公司發行具有股權性質之其他有價證券如可轉換公司債等準用本條，以周嚴有價證券之歸入權行使規範』，足見增訂第 6 項之目的係為『周嚴有價證券之歸入權行使規範』。而該條項僅列『公司發行』具有股權性質之其他有價證券，未包括其他依法律規定得發行其他具有股權性質之有價證券之機構（如證券商）所發行者，顯然無法達到『周嚴有價證券之歸入權行使規範』之目的，亦無法貫徹前揭證交法第 157 條之立法

目的，當非係立法政策上之考量，顯屬立法上之疏漏，應認為係法律漏洞。4.再未經法律規範之事項，得否類推適用某項法律規定，應先探求某項法律規定之規範目的即立法理由，其次再判斷得否基於『同一法律理由』，依平等原則將該法律規定類推及於該未經法律規範之事項。此有最高法院 101 年度台上字第 923 號裁判要旨參照。依前揭證交法第 157 條之立法目的，既為維護一般投資人對證券市場公平性、公正性，使內部人專心於公司本業之經營，避免其不當使用公司內部資訊買賣公司股票或與公司股票有連結之其他有價證券圖利，自應嚴格剝奪公司內部人短線交易之所有利得，是短線交易規範之對象應不以『發行股票公司』所發行之其他有價證券為限。而系爭認購權證雖非原告公司所發行之其他有價證券，惟係以原告公司股票為發行基礎之衍生性金融商品，無法獨立於連結之股票而存在，其價格亦與標的股票具有高度連動，並以標的股票之買賣為其履行權利義務之內容，甚且，短線交易人透過認購（售）權證交易，可以用更少之成本，獲得更高之利潤，實具備高度之槓桿作用，倘認公司內部人得不受此類有價證券之短線交易規範，則在高利潤之誘使下，內部人勢將大舉轉進認購（售）權證市場從事短線交易，將無法達成證交法第 157 條規範之目的，對資本市場交易之公平性將造成極大衝擊，並嚴重損及投資人之信心。是基於『同一法律（立法）理由』，應認系爭認購權證

得類推適用證交法第 157 條第 6 項之規定，有同條第 1 項歸入權之適用。從而，原告主張依證交法第 157 條第 1 項、第 6 項規定行使歸入權，為屬有據。」。

### 十三、歌林（確認債權）案

歌林（確認債權）案共有四個審級，類型為確認債權案。判決中主要討論之爭點為「重整監督人剔除重整債權是否為公司法第 299 條第 2 項之『異議』：」對此，臺灣臺北地方法院 99 金 12 號判決採否定見解，認為：「是重整債權人、股東及利害關係人得於權利申報期間屆滿後債權審查期日前，查閱其申報權利之初步審查結果。且重整監督人既能形式審查申報人之權利，即非申報人一經申報其權利，重整監督人即必須將其列入重整權利；亦非重整監督人一旦未將其列入重整權利，即必須由重整監督人向法院提出異議，未經異議，即視為確定，否則，以重整公司係公開發行股票或公司債之公司，其債權人或股東之人數眾多，上萬人者實屬常見，倘重整監督人未將申報人申報之權利列入，即必須由重整公司向法院提出異議，並俟法院裁定後，重整公司再一一對申報人提起確認之訴，非但不符社會經濟原則，亦恐將使重整公司陷於訴訟癱瘓，顯非上開公司法之立法意旨。況倘重整監督人將申報人之權利剔除，申報人仍可向重整監督人陳述意見，以使重整監督人再次審查；倘申報人仍對重整監督人複審認定之結果

有異議，亦得依公司法第 299 條第 2 項之規定向本院提出異議。倘申報人對重整監督人初步審查或複審認定剔除其權利之結果，並未陳述意見或未提出異議，當事人間既均接受審查結果之認定，自無必要因重整監督人將申報人之權利剔除行為，均視為向法院提出異議而必須由法院裁定之必要」。而此判決亦獲得上級審臺灣高等法院 104 抗 1136 號判決之肯認。

又，就「重整債權人、股東若無查閱重整監督人初步審查結果之機會，其所申報之債權或股東權是否發生仍會依公§299 發生失權效？」，最高法院 104 台抗 1067 採否定見解，認為：「惟按債權人、無記名股東向重整監督人申報其重整債權或股東權，重整監督人為輔助法院，應於債權及股東權審查期日之三日以前，就其初步審查結果聲報法院及備置於適當處所，並公告其開始備置日期及處所，供重整債權人、股東及其他利害關係人查閱，觀諸公司法第二百九十八條第一項即明。是以重整債權人、股東既有公開查知之機會，且依同法第二百九十九條第一項規定，在債權及股東權審查時亦得陳述意見，則在法院宣告債權及股東權審查終結前，若未為反對之表示，固得依同條第四項規定，視為接受初步審查結果而告確定，惟重整債權人、股東倘無上開查閱重整監督人初步審查結果之機會，即難謂其所申報之債權或股東權逕自發生失權效果。」。

#### 十四、友聯（股東會決議訴訟）案

友聯案共有一個審級，類型為撤銷股東會決議案。判決中主要討論之爭點為「股東會解除董事競業禁止義務之許可，得否概括為之？」對此，臺灣臺北地方法院 96 訴 4616 號判決採否定見解，認為：「股東會所為解除董事競業禁止義務之許可，應就具體行為個別為之，概括之許可應不予准許，若非如此，則前開條文所設『對股東會說明其行為之重要內容』之要求，將無由達成。」。

#### 十五、東森國際（股東會決議訴訟）案

東森國際案共有一個審級，類型為撤銷股東會決議案。判決中主要討論之爭點為「股東會解除董事競業禁止義務之許可，得否概括為之？」對此，臺灣臺北地方法院 96 訴 4947 號判決採否定見解，認為：「公司在進行股東許可決議前，至少應提供全體股東有關董事競業行為之重要內容，以便股東在表決前有相當之判斷資料。倘股東會議案僅為概括性地解除董事競業禁止之義務，對於董事競業行為之內容卻毫無所悉，則全體股東無法評估判斷是否解除董事競業禁止之義務及其風險，與公司法第 209 條第 1 項之立法目的顯然有違，違反該規定者，依公司法第 191 條「股東會決議之內容，違反法令或章程者無效。」之規定，係屬於違反強制規定，應認為股東會決議無效。」。

又，就「公§209I董事之說明義務得否因股東於決議前自行自『公開資訊觀測站』查詢資料而排除？」，臺灣臺北地方法院 96 訴 4947 號判決採否定見解，認為：「公司法第 209 條第 1 項既已明定『董事為自己或他人為屬於公司營業範圍內之行為，應對股東會說明其行為之重要內容並取得其許可』之規定，與全體股東是否於決議前，自行自『公開資訊觀測站』查詢資料，並無關連，且被告亦未舉證該『公開資訊觀測站』內有『董事競業行為之重要內容』等資料，故被告辯稱已給予股東會充分機會判斷競業之內容，並不可採。」。

## 十六、大毅（一）（股東會決議訴訟）案

大毅（一）案共有三個審級，類型為撤銷股東會決議案。判決中主要討論之爭點為「股東會變更章程之議案，是否需於召集事由中詳細列舉變更之內容？」對此，臺灣桃園地方法院 96 訴 1543 號判決採否定見解，認為：「對於股東會時修改章程之議案，公司於會前究竟需於開會通知、議事手冊之召集事由中載明、揭露資訊至何程度？相較於證交法第 26 條之 1 對於公司董事競業禁止、以發行新股分派紅利、公積撥充資本、及證交法第 43 條之 6 第 6 項公司進行有價證券之私募之股東會議案，除規定需於召集事由中列舉並應說明其主要內容、重要事項，不得以臨時動議提出之規定，公司法第 172 條第 5 項對於股東會變更章程之議案僅僅規定需於召集事由『列舉』，不得以

臨時動議提出。是以上開規定雖同係基於資訊揭露原則，然法文對於公司資訊揭露之要求程度有所不同，所應探究者即為上開法文於公司對股東揭露資訊不同程度之要求，係立法有意之安排、立法政策之選擇？抑或係立法之疏漏，於解釋、適用公司法第 172 條第 5 項時，應以資訊揭露為上位概念，類推適用證交法之上開規定？由上開（二）之論述可知，由於章程規定事項甚廣，不若公司法第 172 條第 5 項其他應列舉事項、或證交法上開規定事項具體明確，強令公司予以詳列之結果，即為不是公司需耗費大量資源網羅蒐集會前資訊以陳列與股東，就是公司乾脆將所有章程內容列於開會通知、議事手冊，反而造成股東對於資訊無法接收解讀，亦即強令公司詳列變更章程內容結果，並無法達成資訊揭露的真正目的即使一般股東得以充分參與理性決策，反而耗費公司資源，且使得股東會經常發生百密一疏即無法進行決議之無效率情形，亦危及一般股東之提案權。是以，要達成股東充分參與理性決策之目的，股東對於股東會議的實際出席參加、於會議中充分地討論表達以獲得多數股東支持票決始為的論，而非一味地要求公司應詳列變更章程事項。據上，於法令尚未就此修改抑或立法政策有所變更時，本院認關於股東會變更章程之議案，依據公司法第 172 條第 5 項僅需於召集事由中列舉，無須詳列其變更之內容甚明。最高法院 72 年台上字第 113 號判決、96 年度台上字第 642 號判決、

台灣高等法院 86 年度上更（一）字第 275 號判決亦同此認定。」而此判決亦獲得臺灣高等法院 97 上 463 號判決及最高法院 98 台上 923 號判決之肯認。

又，就「撤銷股東會決議之訴之提起是否受民法第 56 條第 1 項但書限制？」，臺灣桃園地方法院 96 訴 1543 號判決採肯定見解，認為：「又按依公司法第 189 條規定訴請法院撤銷股東會決議之股東，應受民法第 56 條第 1 項但書之限制，如已出席股東會而其對於股東會之召集程式或決議方法未當場表示異議者，不得為之（最高法院 73 年台上字第 595 號、75 年台上字第 594 號判例參照）。本件原告起訴時為被告之股東，原告曾出席系爭股東會，並於系爭股東會為系爭股東會決議（一）、（二）、（三）時當場表示異議，為兩造所不爭執，且有系爭股東會議事錄在卷可稽（本院卷一第 26 頁）；又據本院於原告起訴狀所蓋用之收狀章顯示原告係於 96 年 9 月 20 日起訴，即原告提起本件撤銷之訴係於系爭股東會決議後 30 日內無訛。而觀諸民法第 56 條第 1 項但書之規定，係鑑於出席而對股東會召集程式或決議方法原無異議之股東，若事後得轉而主張召集程式或決議方法為違反法令或章程，訴請法院撤銷該項決議，不啻許股東任意翻覆，影響公司之安定甚鉅，法律秩序，亦不容許任意干擾，故予限制（最高法院 72 年 9 月 6 日 72 年度第 9 次民事庭會議參照）。故若出席股東已對

於決議表示異議，雖未明確表明係針對股東會召集亦或決議方法異議，即無所謂股東任意反覆抑或影響公司安定、法律秩序之虞，是本件原告既已於系爭股東會決議時表示異議，並於系爭股東會決議後 30 日內提起本件撤銷股東會決議之訴，自應允准其訴。」。

另外，就「股東會決議中對特定議案所提出之修正案是否屬臨時動議？」，臺灣高等法院 97 上 463 號判決採否定見解，認為：「查被上訴人公司於股東會召集通知及公開資訊觀測站網站上，均已明示該次股東常會召集事由（三）「討論與選舉事項」中（4）為「修訂本公司章程案」，系爭股東會於進行選舉討論事項第 4 案修訂公司章程案時，股東戶數 16593 之代理人提議增訂第 13 條之 1：「本公司董事及監察人之選舉，每一股份有與應選出董事及監察人人數相同之選舉權，每名被選舉人所得選舉權以各選舉股東所持有股數之全額計算，股東所填選之被選舉人數不得超過應選人數」（見本院卷 1 第 217 頁），將董監之選舉改採全額連記法之方式（即系爭股東會決議（一）），並經持股 1% 以上股東附議，主席裁定提付票決後，系爭股東會決議（一）之修正案以贊成權數 81,323,594 股、反對權數 64,448,284 股，廢票權數 0 股而票決通過等情，為兩造所不爭，業如前述。上訴人雖主張被上訴人事先安排股東提案修正，然未舉證以實其說，難信為真實，且與系爭股東會決議效力無涉。是被上訴人公司之股東依被上訴人股東

會議事規則第 10 條之規定，於系爭股東會當場就已列為議程之變更章程案提出修訂章程第 13 條之 1 議案，係就系爭股東會議案所提出之修正案，自非屬臨時動議，上訴人主張股東提案增訂系爭章程第 13 條之 1，屬臨時動議，須事先在開會通知及議事手冊揭露變更章程內容云云，要難採取。」。

## 十七、大毅（二）（股東會決議訴訟）案

大毅（二）案共有一個審級，類型為撤銷股東會決議案。判決中主要討論之爭點為「股東會追認決議是否為違反法令或章程之情事而無效？」對此，臺灣桃園地方法院 97 訴 1181 號判決採否定見解，認為：「股東會之決議內容，違反法令或章程者無效，公司法第 191 條定有明文。查得否撤銷情況不明之股東會決議，得否以他決議追認之，我國公司法並無明文規定，而兩造間之公司章程亦無關於該方面之約定，是被告於 97 年 6 月 13 日召開股東會之追認行為，自難謂有何違反法令或章程之情事而認定為無效。」。

又，就「股東會包裹決議是否屬違反法令或章程之行為？」，臺灣桃園地方法院 97 訴 1181 號判決採否定見解，認為：「1、被告雖抗辯系爭股東會通知書及股東會議事手冊之記載，將追認 96 年 8 月 22 日上午召開之 96 年股東常會決議，即 96 年股東會『討論與選舉事項』第四、四之一、五、七案及臨時動議均列入追認範圍而分別列明云云，

並提出大毅公司股東會通知書及大毅公司 97 年股東會議事手冊為證，固非無據。2、然依據大毅公司 97 年度股東會議事手冊其中第五案『案由』為：追認本公司 96 年 8 月 22 日上午 9 點召開之 96 年股東常會決議，『表決結果』部分之記載為：贊成權數 109,038,921 權(109 張)、反對權數 0 權 (0 張)、廢票權數 0 權 (0 張)、無效票 1,551 權 (1 張)。3、再依據上開股東會議事手冊中之『決議』部分之記載為：『本案照案通過』。4、復參以被告自承就表決結果之提案，包含有數個議題。再查，依上揭股東會議事手冊表決結果部分中，僅載明一個關於該方案投票贊成、反對、廢票、無效之股數為何，足見於上開股東會討論時，各該股東就上開 96 年股東會『討論與選舉事項』第四、四之一、五、七案及臨時動議等五種議題處理方式之選擇均無割裂，打散之情形產生，股東亦未就單一議題單獨表示意見，是原告主張系爭股東會就決議方式採包裹表決，股東會只作成一項決議為有理由，自可採信。5、末查，被告公司股東於系爭股東會中雖僅為一次表示行為，作成一個股東會決議，而該決議中不論是關於『96 年股東會討論與選舉事項第四、四之一、五、七案及臨時動議等五種議案』等各部分，就召集程序及決議方法均無違反公司法之規定而得撤銷，則該決議自應屬全部不得撤銷。是原告主張該項決議違反公司法之規定，股東得依法起訴請求撤銷決議為無理由，應予駁回。」

## 十八、安泰銀行（股東會決議訴訟）案

安泰銀行案共有三個審級，類型為撤銷股東會決議案。判決中主要討論之爭點為「公司法第 197 條之 1 第 2 項是否包含董監事於就任前設定質權之情形？」對此，臺灣臺北地方法院 101 訴 2889 號判決採否定見解，認為：「雖公司法第 197 條之 1 第 2 項用語中雖無『在任期中』等語，惟參酌前揭修正提案說明所指：『於公司法中，對於董監事持股都有相當限制，如果他們將股票質押再質押，在實質上已經變換成現金及相關的債權，然而他們仍有投票權，這對公司的良性治理及健全我們的資本市場是沒有幫助的』等語，係要彌補公司法中有關董監事持股規範缺漏之意旨，所限制者之類型，乃為董監事任職期間持股變動行為之限制，而非狀態之限制；因此，從法律體系上以觀，公司法第 197 條之 1 第 2 項之規定，應係公司董事監察人設定質權之『行為結果』為規範，並無專就公司法第 197 條之 1 第 2 項之規定例外解釋為『狀態結果』作為規範之理，是被告主張：公司法第 197 條之 1 第 2 項之應係限於董監事於就任後設定質權之規範，應可認定。申言之，如於立法上認為將股份設定質權之行為，將減損股份上所表彰之表決權而需限制其行使時，則當對設定質權之股份為一體規範，方符合其限制之邏輯，解釋上不應以是否具備董事身份作為其表決權限制之要件，否則，如此解釋之結果，將形成以設定質權股份

參選董監事時，歷來所設定質權不會產生減損股份表決權之結果，但一旦當選董監事之時，歷來所設定質權立即產生減損股份表決權之效果，前後顯有其矛盾之處。」。而上級審臺灣高等法院 102 上 604 號判決亦採取相同見解。

然而，本案上訴於三審時，最高法院 103 台上 1732 號判決改採肯定見解：「按公司法第一百九十七條之一第二項規定，公開發行股票之公司董事以股份設定質權超過選任當時所持有之公司股份數額二分之一時，其超過之股份不得行使表決權，不算入已出席股東之表決權數。核其立法意旨，無非係因發生財務困難之上市、上櫃公司，其董監事多將持股質押以求護盤，使持股質押比例往往較一般公司高；但股價下跌時，為免遭銀行催補擔保品，又再大肆借貸力守股價，惡性循環之結果導致公司財務急遽惡化，損害投資大眾權益。為健全資本市場與強化公司治理，實有必要對設質比重過高之董事、監察人加強控管，以杜絕企業主炒作股票之動機與歪風，及防免董監事信用過度膨脹、多重授信。故無論董監事之持股設質係在任期前或任期中，對其超過一定比例之股份限制其表決權之行使，始符法意。則依此規定計算董監事股份設質數時，應不以其於任期中之設質為限。」

## 十九、清惠光電（股東會決議訴訟）案

清惠光電案共有一個審級，類型為撤銷股東會決議案。判決中主要討論之爭點為「董事競業義務得否概括性解除？」對此，臺灣新竹地方法院 106 訴 578 號判決採否定見解，認為：「是公司在進行股東許可決議前，至少應提供全體股東有關董事競業行為之重要內容，以便股東在表決前有相當之判斷資料。倘股東會議案僅為概括性地解除董事競業禁止之義務，對於董事競業行為之內容卻毫無所悉，則全體股東無法評估判斷是否解除董事競業禁止之義務及其風險，與公司法第 209 條第 1 項之立法目的顯然有違，違反該規定者，依公司法第 191 條『股東會決議之內容，違反法令或章程者無效。』之規定，係屬於違反強制規定，應認為股東會決議無效。」。

## 二十、和勤精機（股東會決議訴訟）案

和勤精機案共有一個審級，類型為撤銷股東會決議案。判決中主要討論之爭點為「董事競業義務得否概括性解除？」對此，臺灣彰化地方法院 106 訴 861 號判決採否定見解，認為：「是公司在進行股東許可決議前，至少應提供全體股東有關董事競業行為之重要內容，以便股東在表決前有相當之判斷資料。倘股東會議案僅為概括性地解除董事競業禁止之義務，對於董事競業行為之內容卻毫無所悉，則全體

股東無法評估判斷是否解除董事競業禁止之義務及其風險，與公司法第 209 條第 1 項之立法目的顯然有違，違反該規定者，依公司法第 191 條『股東會決議之內容，違反法令或章程者無效。』之規定，係屬於違反強制規定，應認為股東會決議無效。」。

另外，就「公§209I董事之說明義務得否因股東於決議前自行自『公開資訊觀測站』查詢資料而排除？」，臺灣彰化地方法院 106 訴 861 號判決採否定見解，認為：「公司法第 209 條第 1 項既已明定『董事為自己或他人為屬於公司營業範圍內之行為，應對股東會說明其行為之重要內容並取得其許可』之規定，與全體股東是否於決議前，自行自『公開資訊觀測站』查詢資料，並無關連，且被告亦未舉證該『公開資訊觀測站』內有『董事競業行為之重要內容』等資料，故被告辯稱已給予股東會充分機會判斷競業之內容，並不可採。又董事未得公司許可之競業行為，該競業行為雖然仍有效，屬歸入權之問題，惟此董事競業行為之有效否與股東會決議違反上開規定，股東會決議是否應歸於無效，兩者屬不同之問題，並不能以股東會仍得對為競業行為之董事行使歸入權，即認股東會決議違反上開規定者，應為有效。是被告辯稱倘董事競業行為損及公司利益，視同未得股東會決議免除競業義務之許可，被告仍可依公司法第 209 條第 5 項之規定行使歸入權，

故系爭股東會決議就「無損及公司利益」之前提下為董事競業禁止之許可，難認有何違法云云，亦不可採。」。

## 二十一、東森媒體股票收購詐欺案

東森媒體股票收購詐欺案共有一個審級、兩件最高法院判決，類型為股票收購詐欺案，判決中主要討論之爭點為「附帶民事訴訟之請求權人是否以刑事判決認定受有損害者為限？」對此最高法院 108 台上 379 號判決即認為：「查投保中心係於刑案第一審訴訟程序中提起本件附帶民事訴訟，嗣經裁定移送民庭，惟其中附表編號 44、45、51 所示訴訟實施權授與人，未經刑案第一審判決認定為王令麟犯罪事實之被害人，此為投保中心所不爭執（更一審卷四 134 頁）」，且投保中心並陳明倘該 3 人所提附帶民事訴訟不合法時，不於本件另為追加請求（更一審卷二 162 頁反面、卷三 70 頁）。原審因認投保中心為附表編號 44、45、51 所示訴訟實施權授與人，提起本件刑事附帶民事訴訟，為不合法，應予駁回，核無不當。」

其次，針對「以脫法行為規避揭露義務等強制規定而隱匿股份收購之重大訊息，是否構成證交法第 20 條第 1 項所稱其他足致他人誤信之隱匿行為？」，最高法院 108 台上 379 號判決即認為：「原審本於採證、認事之職權行使，並斟酌全辯論意旨，認定：王令麟利用其身分及影響力，主導東森媒體公司系爭董事會決議通過申請撤銷公開發

行案，藉此規避證交法之限制，達到隱匿其與凱雷集團簽訂系爭意向書及系爭交易等重大訊息之目的，構成證交法第 20 條第 1 項所定『足致他人誤信之行為』之要件，並無可議。」

又，對於爭點「證交法第 43 條之 2 第 2 項所稱收購價格，是否包含基於其他股東之個人事由或商業條件之加價？」，最高法院 108 台上 379 號判決認為：「而證交法第 43 條之 2 第 2 項所稱『收購價格』，係指在公開市場買賣之收購價格，收購人與應賣人間如基於其他事由所造成之加價，不包含在內。原審審酌新橋自由集團、凱雷集團洽談收購股權之過程、價格，及盛澤公司曾對小股東出價收購股權等一切情況，參佐陳昭里會計師之鑑定報告等相關資料，酌定附表編號 1 至 43、46 至 50 所示股東出售東森媒體公司股份時之合理價格為每股 29.5 元，並以上開股東之實際出售價與 29.5 元間之差額，作為其得請求王令麟賠償之損害金額，仍無可議。」。

另針對「附帶民事訴訟之請求權人是否以刑事判決認定受有損害者為限？」之爭點，最高法院 108 台上 378 號判決認為：「查投保中心係於刑案第一審訴訟程序中提起本件刑事附帶民事訴訟，嗣經裁定移送民庭，惟其中附表編號 44、45、51 所示訴訟實施權授與人，未經刑案第一審判決認定為王令麟犯罪事實之被害人，此為投保中心所不爭執（更一審卷二 274、387 頁），且投保中心並陳明倘該 3 人所提

附帶民事訴訟不合法時，不於本件另為追加請求(更一審卷一 283 頁)。

原審因認投保中心為附表編號 44、45、51 所示訴訟實施權授與人，提起本件刑事附帶民事訴訟，為不合法，應予駁回，核無不當。」

再者，對於爭點「民法第 28 條所稱董事或其他有代表權之人，是否以登記或章程認定者為限？」最高法院 108 台上 378 號判決認為：「民法第 28 條所稱『法人董事或其他有代表權之人』，包括雖未經登記為董事或未任命為代表人，但實際為該法人之負責人，其因執行職務加於他人之損害時，法人應與該行為人連帶負賠償責任。原審本於採證、認事之職權行使，並斟酌全辯論意旨，認定：王令麟利用其身分及影響力，主導東森媒體公司系爭董事會決議通過申請撤銷公開發行案，藉此規避證交法之限制，達到隱匿其與凱雷集團簽訂系爭意向書及系爭交易等重大訊息之目的，已構成證交法第 20 條第 1 項所定之『足致他人誤信之行為』，且其為得易購等 2 公司之實質負責人，執行向東森媒體公司小股東收購股權之職務，加損害於低價出售股份之小股東，並無可議。」

而對於爭點「證交法第 43 條之 2 第 2 項所稱收購價格，是否包含基於其他股東之個人事由或商業條件之加價？」最高法院 108 台上 378 號判決認為：「而證交法第 43 條之 2 第 2 項所稱『收購價格』，係指在公開市場買賣之收購價格，收購人與應賣人間如基於其他事由

所造成之加價，不包含在內。原審審酌新橋自由集團、凱雷集團洽談收購股權之過程、價格，及盛澤公司曾對小股東出價收購股權等一切情況，參佐陳昭里會計師之鑑定報告等相關資料，酌定附表編號 1 至 43、46 至 50 所示股東出售東森媒體公司股份時之合理價格為每股 29.5 元，並以上開股東之實際出售價與 29.5 元間之差額，作為其得請求王令麟賠償之損害金額，亦無可議。」。