

2020 理律盃
校際法律系所學生模擬法庭辯論賽

被告言詞辯論意旨狀

被告：綠騎士股份有限公司

參賽編號：2002

言詞辯論意旨狀

案 號：○○年度○○字第○○號

股 別：○股

訴訟標的金額或價額：新臺幣 1 億 8 仟萬元整

被 告 綠騎士股份有限公司 設：○○市○○路○○段○○號

代 表 人 普若達 住：○○市○○路○○段○○號

訴訟代理人 ○○○ 住：○○市○○路○○段○○號

原 告 天蒂寶投資公司 設：○○市○○路○○段○○號

代 表 人 ○○○ 住：○○市○○路○○段○○號

訴訟代理人 ○○○ 住：○○市○○路○○段○○號

為上開當事人間確立董事會決議效力、賣回權之請求及損害賠償事件，謹依法提
呈言詞辯論意旨狀事：

答辯聲明

一、原告之訴及其假執行、假處分之聲請均駁回。

二、訴訟費用由原告負擔。

三、如受不利之判決，願供擔保請准宣告免為假執行。

1 事件及理由

2 本件事實

3 一、原告 Angelearthbaby Investment Company Limited (中文名稱譯為天蒂
4 寶投資公司)為專業機構投資人，一向選擇在企業經營中考量環境永續、
5 社會參與、與公司治理精神之公司作為投資目標；而被告綠騎士股份有
6 限公司為一家依臺灣法律組織設立之興櫃公司，主要經營運動用品、運
7 動器材之生產，發行 1,400 萬股普通股，每股面額 10 元。

8 二、被告自 2016 年耗費鉅資研發 MLS 環保運動鞋，於 2017 年 1 月上
9 市並廣告主打「全臺最綠的運動鞋」。原告因相中被告於 CSR 指標平
10 台的高分評比結果、長期致力於環境保護並捐助節能減碳相關之活動，
11 並同時考量被告 2015 年與 2016 年在產品行銷、形象管理與財務等穩
12 健之表現，故原告於 2017 年 2 月起開始與被告洽談投資事宜。同年 4
13 月，原告對被告進行法律及財務盡職調查，被告以 30% 之環保成分回
14 應原告針對 MLS 運動鞋之疑慮，並承諾於商業及技術可行範圍內提升
15 其環保成分至 50%。

16 三、雙方嗣於 2017 年 6 月 16 日簽訂股份認購協議書（下稱「認購協議
17 書」），由被告發行 600 萬股特別股，每股面額 10 元，每股認購價
18 格 30 元，總投資金額為新臺幣 1 億 8 千萬元（下稱「本投資案」）。
19 且為預防契約爭議，雙方於認購協議書中第 6.8 條明訂一概排除過去
20 之口頭陳述、信件交流，或任何其他形式之協商、約定、討論，悉數以
21 此認購協議書為準。2017 年 9 月 30 日辦理本投資案之交割，2017
22 年 12 月 15 日原告於被告召開之股東臨時會中，以自己名義當選董事，
23 並指派其自然人代表郝治然行使權利，與其他 4 席董事組成董事會。

24 四、2019 年 1 月 2 日，球星尹正赫於賽事中穿著被告生產之 MLS 運動
25 鞋，發生爆鞋慘摔事件。經媒體將 MLS 運動鞋提供第三方實驗室進行

26 檢測，發現 MLS 運動鞋內含之 MLS 材料在內之環保成分比例僅占
27 約 20%有餘、 25%不足的區間中。

28 五、此外，被告名下擁有一間位於彰化鄰近海邊之閒置廠房，長期出租與生
29 產醫療口罩、外科口罩、N95 口罩等產品之健世里股份有限公司（下
30 稱「健世里公司」）。被告與健世里公司簽訂十年租賃，租賃期間自 2010
31 年 04 月 01 日至 2020 年 03 月 31 日止，以每年僅 200 萬元，遠
32 低於年租金 1000 萬元之市價水準出租。被告於 2020 年 1 月得知經
33 營數位貨幣投資之彼得庫幣科技股份有限公司（下稱「彼得公司」）欲
34 尋求短期租賃場地，以 1440 萬年租金承租一年。

35 六、被告於 2020 年 3 月 25 日召開董事會。為免公司持續虧損而無法繼
36 續營運，且亦考量口罩工廠對於社會之公共利益，決議延長與健世里公
37 司原租賃至 2020 年 6 月 30 日，並維持原租賃契約之極低租金，於
38 租約到期後將廠房改租與彼得公司。

39 七、改租廠房事件加上 2019 年之爆鞋事件，導致鄉民與消費者發起拒買
40 MLS 運動鞋活動，被告股票於興櫃市場的交易價格於 2020 年 4 月 9
41 日起均低於每股 10 元面額，至本案準備程序終結時，交易價格尚未回
42 漲。

43 八、原告於 2020 年 4 月 10 日已對被告發出通知，表示：被告董事會決
44 議改租一事已違反公司章程，其決議無效，天蒂寶公司保留請求損害賠
45 償之權利；且 MLS 運動鞋產品之生產及廣告行為違背 2017 年 4 月
46 雙方電子郵件往來之承諾，亦違反認購協議書之 CSR 聲明保證事項及
47 CSR 承諾事項；2020 年 3 月 25 日綠騎士公司董事會決議改租廠房
48 與彼得公司的決定，則違反認購協議書之 CSR 承諾事項，故欲行使賣
49 回權，要求被告買回全部原告所持有之特別股股份。

九、孰料原告明知被告董事會決議無悖於公司章程或法令，且截至原告發出賣回權通知時，被告皆未有任何違反認購協議書之情形，原告竟主張被告董事會決議無效並欲行使賣回權，於法無據，望 鈞院明察，茲依法答辯。

理由

壹、原告主張被告董事會決議無效，無理由。

程序事項

一、董事會決議無使原告在法律上地位有任何不安定，本件確認之訴無確認利益。

今原告確認董事會決議無效完全無確認利益，蓋被告董事會決議並無違反原告所主張之企業社會責任之理念，其已於考量公益後犧牲自己公司利益補貼健世里公司三個月之租金，根本無侵害任何原告之企業社會責任理念或其股東之利益。退步言之，按最高法院 103 年度台上字第 1568 號¹民事判決意旨，董事長對外所為之特定交易行為有無經董事會決議及其決議有無瑕疵等，均非交易相對人從外觀即可得知，為保障交易安全，應認董事長代表公司所為交易行為時，於交易相對人為善意時，公司不得僅因未經董事會決議或其決議有瑕疵，即逕否認其效力。查彼得公司早已於 7 月 1 日與被告簽訂一年租期之租賃契約並已進駐系爭廠房，健世里公司早已搬離系爭廠房，原告今日提起之確認之訴，縱董事會決議確實無效，亦無法改變被告與彼得公司租賃契約之效力，縱使董事會決議無效並非當然使健世里公司得以繼續以極低租金承租系爭廠房，故告確認董事會決議無效之訴不具確認利益，欠缺當事人適格，懇請 鈞院審酌上情，逕以裁定駁回原告之訴。

實體事項

¹ 參引證一：最高法院 103 年度台上字第 1568 號民事判決。

一、系爭董事會決議²合法有效，原告主張系爭決議違反公司法第 206 條第 2 項之說明義務與第 206 條第 4 項準用同法第 178 條之迴避義務而無效，係屬無理由，請求法院判決駁回原告之訴。

(一) 原告主張被告董事長普若達及其友好董事甄仕德因獲知彼得公司願意於新租約簽訂後提供兩人各 5% 股份之投資機會，而認普若達及甄仕德與系爭董事會決議議案具自身利害關係，為無理由。按最高法院 107 年度台上字第 1666 號民事判決³及近期實務多數見解，所謂自身利害關係，指決議之事項須對董事自身有直接具體之權利義務變動，將使該董事特別取得權利、或免除義務、或喪失權利、或新負義務，並致公司利益有受損害之可能而言⁴⁵。

(二) 查本案中彼得公司聲稱願意提供普若達與甄仕德各 5% 股份之投資機會，惟，普若達係將該投資機會之訊息誤傳給郝自然，故被告之董事甄仕德自始不知有投資機會，甄仕德不可能係有自身利害關係之人。

(三) 次查該投資機會係一無意義且空洞之概括消息，亦未說明 5% 股份之種類、交易價格、購買方式、交易時間與購買條件等，普若達完全不受該空泛之消息影響。再者，挖礦產業本就較傳統產業複雜且高風險，投資挖礦公司一事，並非係僅僅給予 5% 股份投資機會即可使人願意且無顧慮地踏進虛擬貨幣的世界，況且普若達自始未承諾接受該投資機會之利誘，故而彼得公司 5% 股份之投資機會對普若達而言實係一空泛消息，更僅係笑話一則，普若達今日僅欲賺取彼得公司之廠房租金，以填補被告十年來廠房租賃營業項目之虧損，其已綜合考量並兼顧各利害關係人之利益，彌補過去十年來綠騎士公司之錯誤經營決策，而以通常合理之專業經營者於公司該項目之長期虧損下會採取之決策，

² 參被證四：綠騎士股份有限公司 第 4 屆第 2 次董事會議事錄。

³ 參引證二：最高法院 107 年度台上字第 1666 號民事判決。

⁴ 參引證三：臺灣高等法院 108 年上字第 1072 號民事判決。

⁵ 參引證四：臺灣高等法院 104 年度上字第 281 號民事判決。

97 即將系爭廠房改租與高於市價之彼得公司。

98 (四) 普若達係一正直公正之董事長，完全不受彼得公司 5%投資機會之誘
99 惑，如前揭所述，該 5%股份投資機會對普若達而言僅笑話一則，完
100 全無吸引力，而今普若達於董事會上更有提案折衷作法，願意延長原
101 與健世里公司之租期三個月，倘無董事長之發言與影響力，殊難想像
102 被告會選擇繼續將廠房租與健世里公司三個月而持續使公司虧損，即
103 被告董事會決議極可能將廠房於 2020 年 4 月 1 日起直接改租與彼
104 得公司，普若達以公正不阿之精神經營，未受彼得公司 5%投資機會
105 影響，難認普若達有自身利害關係。

106 (五) 綜上，甄仕德因自始不知有 5%投資機會之存在，故不係具自身利害
107 關係之人，於董事會決議中不具說明及迴避義務。且該投資機會空泛
108 而不切實際，普若達亦未承諾接受彼得公司所提供之機會，同時，此
109 一投資至本案準備程序終結前均未發生⁶，故該投資機會完全無法影響
110 普若達之獨立判斷，普若達於決議中不具自身利害關係，故而原告主
111 張普若達及甄仕德負說明及迴避義務，係屬無理由。

112 二、董事會決議改租廠房與否係屬被告商業經營判斷原則下之合理行為。

113 (一)按臺灣高等法院 105 年重上字第 973 號民事判決⁷所採之英美法「商
114 業經營判斷原則」，商業經營判斷原則係保障董事得完全自由行使其被
115 授與之經營權力，倘公司負責人在經營公司時，已盡善良管理人之注
116 意義務，縱決策後致公司發生損失，此時仍不可反推公司負責人未盡
117 其善良管理人之注意義務，此即英美法所謂「經營判斷原則」(Business
118 Judgment Rule)。按實務及學說⁸認定商業經營判斷原則之要件，(1)限
119 於經營決定、(2)不具個人利害關係且獨立判斷、(3)盡注意義務、(4)

⁶ 參見賽題第 19 點。

⁷ 參引證五：臺灣高等法院 105 年重上字第 973 號民事判決。

⁸ 參引證六：廖大穎、林志潔，「商業判斷原則」與董事刑事責任之阻卻—台北地院九十六年度重訴字第一一五號刑事判決，月旦法學雜誌，第 183 期，2010 年 7 月，頁 224。

善意、(5)未濫用裁量權。

(二)查本案系爭董事會決議屬於商業經營判斷原則下之決策，改租廠房為一經營決定，而參與董事會決議之董事非有自身利害關係且係經獨立之判斷，蓋彼得公司所提出以每月 120 萬元之租金遠高於每年 1 千萬元之市價，且被告已連年虧損，若仍按照原與健世里公司所定之低額租金延長租約，公司亦無法填補虧損。被告亦基於疫情之公益考量，將租期延長至 2020 年 6 月 30 日，賦予健世里公司得於 3 個月內與政府協調新場地，並非要求健世里公司立即將廠房遷移至他處。改租與彼得公司後，公司可獲得較高之收益，且公司亦須為股東與員工之利益進行考量，而非僅為公共利益。在資訊充分之情況下，董事會考量公司所面臨之財務問題，並盡最大努力協助健世里公司廠房調度之問題，基於誠信善意之判斷，其所採取之決策係合理且最有利於公司之利益，而被告亦未濫用裁量權，故改租廠房應屬公司之裁量權範圍，系爭董事會決議應屬商業經營判斷原則下之合理行為。

三、被告董事會決議未違反其公司章程第 4 條之 1，故原告主張系爭決議違反公司法第 193 條而無效，無理由。

(一)以極低租金出租與健世里公司並不符合被告章程第 4 條之 1 所規範之「公益」。

1. 按被告章程⁹第 4 條之 1 規定：「公司於投入營運、生產、管理等商業活動中，應以合乎公益目的之商業模式解決社會問題，落實社會回饋，於營利之外，同時應善盡企業社會責任，並盡最大努力兼顧永續發展。」今被告係依照我國公司法第 1 條第 1 項所組織設立之營利事業，非所謂非營利事業，故被告於公司經營中仍須以營利為其主要目的。

⁹ 參被證一：綠騎士股份有限公司 公司章程

2. 查健世里公司十年來係以與市價偏差愈來愈大之極低租金向被告租用廠房，使被告替其承擔長達十年來之租金成本¹⁰，今被告理應於發現公司虧損原因時，儘速處理造成虧損之漏洞，然顧及疫情嚴峻之社會現況，被告董事會決議於連年虧損狀態下已延長健世里公司三個月之租期，仍以遠低於市價之 200 萬元年租金出租與健世里公司，被告已於其營運能力範圍內做出最大努力與犧牲，提供健世里公司相當合理期間另尋合適廠房。
3. 次按大法官釋字第 516 號解釋理由書第 1 段¹¹意旨，國家因公用或因其他公益目的之必要，得依法徵收人民之財產，而人民為公共利益所受之特別犧牲，國家則應給予其合理及相當之補償。再按《傳染病防治財物徵用徵調作業程序及補償辦法》第 6 條，徵用土地、建築物之補償費，應參照徵用當時同一區域鄰近房地之租金加計二成計算。
4. 蓋廠房租金本即為健世里公司營運所須負擔之生產成本，不應轉嫁於被告承擔，倘健世里公司仍無法尋得適合之廠房，其應透過政府徵收廠房供其生產口罩，而非逕無理要求被告須以極低租金提供其營利。今政府所徵收之標的係醫療口罩本身，而非廠房，更何況即便是政府徵收廠房，亦以高於鄰近地區租金市價之兩成費用補償被徵收者，今健世里公司逕以找不到廠房為由而要求被告持續以遠低於市價之租金出租與其，實難謂有理。
5. 另查，健世里公司係一營利事業，而非公益團體或慈善事業等非營利組織，自 2010 年以來之十年間，健世里公司均未改善經營模式，以提升其財務負擔能力，卻於被告已連年虧損之際，要求被告減少原可收入之合理租金，補貼其營利，今被告於章程中所追求之公益

¹⁰ 參見賽題第 13 點。

¹¹ 參引證七：釋字第 516 號解釋理由書第 1 段。

168 目的並非補貼另一特定營利事業，且被告係屬營利事業，而非公益
169 團體等非營利事業，更不是政府，原告以被告僅將廠房延長租期與
170 健世里公司三個月，而主張被告之決策不合乎公益目的，於情於理
171 皆無理由。

172 6. 綜上，原告主張被告應以極低租金持續出租健世里公司以補貼其營
173 利，始符合被告章程之「公益目的」，然何以補貼特定營利事業屬於
174 原告所聲稱之「做公益」或「盡企業社會責任」，不無疑問。故原告
175 主張被告之決策不以合乎公益目的解決社會問題，顯無理由。

176 (二)原告主張被告僅注重公司短期利益，而忽視其長期利益，實屬空洞且無
177 理由。

178 1. 被告董事會決議將廠房改租與彼得公司，係出於考量公司之整體利
179 益後所為之決策。被告認為公司落實企業社會責任之同時不應只談
180 抽象空泛之理念，仍需討論其為公司整體利益帶來之具體成效，而
181 非僅以提升公司名聲與形象等抽象概念為理由，要求公司忽略能夠
182 改善財務虧損之解決辦法。

183 2. 查被告自 2017 年以來已持續產生虧損，且均無法分配股東股利。
184 為追求公司之永續發展，被告董事會需考量於現今疫情嚴峻之際，
185 如何決策得以成就公司整體利益。觀現今之社會大眾大多不知悉其
186 每日所配戴之口罩係由何廠商生產，更毋庸論社會大眾知悉口罩工
187 廠廠房之出租人為何人，能否提升被告名聲與形象等長期利益，且
188 續租與健世里公司所能帶來之具體成效為何，不無疑問。

189 3. 次查被告主要係一經營運動用品、運動器材之公司¹²，其近年更主打
190 以自然死亡之海洋生物骨骼生產 MLS 運動鞋，可見被告之主要營
191 業項目係生產環保運動用品，而廠房租賃非被告之主要營業項目。

¹² 參照賽題第 1 點。

192 今被告董事會決議將廠房於 2020 年 7 月 1 日起改租與彼得公司，
193 係為改善公司多年來虧損之財務狀況，將非主要營業項目之虧損填
194 補後，以該資金運用於被告 MLS 運動鞋環保成分之研發上，使公
195 司未來能持續生產環保運動產品。又，MLS 運動鞋為當初 2017 年
196 原告投資被告時所相中看好之產品，為盡可能符合原告期待該系列
197 產品之改善，被告認為應先填補公司財務虧損，再運用非主要營業
198 項目之所得利潤，去經營其主要營業項目，即生產環保運動用品，
199 以符合公司章程第 4 條之 1 所謂於營利之外，同時善盡企業社會
200 責任與永續發展之規範，故而被告所為之決策並未違反章程第 4 條
201 之 1。

202 (三)綜上所述，被告乃考量公司整體利益後而為董事會決議，屬於合理的裁
203 量判斷決策。公司應有營收方能永續發展繼續回饋社會，倘公司持續虧
204 損而有倒閉之虞，則毋庸談盡企業社會責任。董事會決議最終所採取之
205 折衷作法為延長原與健世里公司之租約至 2020 年 6 月 30 日，實已兼
206 顧社會公益及防疫之公共利益，且改善虧損狀態方能將資金更多投入研
207 發環保產品，兼顧環境永續之目標並符合企業社會責任之精神。被告董
208 事會決議係以公司整體利益為考量之決策，未違反其章程第 4 條之 1
209 企業社會責任之理念。

210 四、被告董事會決議並未違反民法第 148 條「權利之行使不得違反公共利益」，
211 決議有效而非當然無效。

212 (一)疫情嚴峻公共利益固然重要，然被告並無罔顧公共利益而構成民法第
213 148 條第 1 項「權利的行使不得違反公共利益」之情形。查被告仍以遠
214 低於市價之租金延長三個月租與健世里公司，係考量並兼顧國民之健康
215 權與社會整體公共利益，且今本案係健世里公司以遠低於市價之租金承
216 租，健世里公司生產口罩本應負擔其廠房租金之成本，而健世里公司十

多年來將其租金之成本轉嫁由被告承擔，難謂有理。被告向來顧及誠實信用及與健世里公司董事長之交情，十年來從未調漲租金且未有任何違約或終止租賃關係之情形。今於疫情之際，政府徵收之標的為健世里公司之口罩，倘健世里公司於 3 個月間找不到廠房，仍可透過政府找合適之廠房，非逕以無理之要求強迫被告須以極低租金出租，況且，倘若今日國家所徵收為被告之場地，國家因公用或其他公益目的，徵收人民之財產，則係屬因公共利益所受之特別犧牲，國家自然應給予補償，填補人民財產權被剝奪或其權能受限制之損失¹³，並非逕自強迫人民必須為了公共利益而犧牲，同時，依照《傳染病防治財物徵用徵調作業程序及補償辦法》第 6 條，倘政府徵收廠房亦會以當時同一區域鄰近房地之租金加計二成計算補償費用。即便連政府在徵收廠房時，都願意以當地租金市價加兩成補償，而健世里公司只願以遠低於市價之租金承租，使被告承擔健世里公司生產成本，係基於何種理由，是否有理，實不無疑問。原告主張被告改租廠房與彼得公司有違反公共利益，實屬無理由。

(二)如前揭所述，被告已考量到疫情需求，延長原租約三個月，而健世里公司無法承租廠房係因其欲以遠低於市價之租金承租，該租金成本原應由健世里公司承擔，非由被告替其承擔，故被告董事會決議改租廠房實屬合理公平且係兼顧利害關係人之決策，對於被告公司整體利益及社會總體利益為最有利之決定，於行使權利時無危害公共利益，故原告主張董事會決議違反民法第 148 條而無效，係屬無理由。

貳、原告請求被告被告應給付原告 1 億 8 千萬元及自起訴狀繕本送達翌日起至清償日止，按週年利率 5% 計算之法定利息，無理由。

一、原告主張被告違反了盡職調查時 30% 之陳述，而違反認購協議書第 6.7 條，欲依認購協議書第 3.1 條請求賣回，實無理由。

¹³ 參引證七：釋字第 516 號解釋理由書第 1 段。

241 (一)認購協議書排除盡職調查電子郵件¹⁴中之陳述。

242 1. 按認購協議書（下稱「本契約」）第 6 條本文中 “the following
243 statements are true, correct, complete ... as of the date of this
244 Agreement and will continue to be true as of the Closing Date.”¹⁵
245 之意旨，被告僅聲明保證認購協議書第 6 條所有事項，於簽訂認
246 購協議書至交割前，皆為真實正確並無誤導。而今認購協議書中第
247 6 條並未提及任何有關 MLS 運動鞋環保成分之具體數據或比例，
248 縱被告於盡職調查時聲稱 MLS 運動鞋之環保成分達 30%。惟認
249 購協議書第 6 條本文所謂「自簽訂認購協議書至交割之期間」，並
250 不包含盡職調查此階段，且被告已於訂定認購協議書時更正資訊為
251 以 “eco-friendly”（下稱「使用環境友善之材料」）取代 30%環保
252 成分之數據。依照一般社會通念，於此情形下通常足認雙方當事人
253 之真意實已變更為「被告聲明保證於簽訂認購協議書至交割前，須
254 生產製造「使用環境友善之材料」產品，而非聲明保證須生產製造
255 30%環保成分之產品，故被告自簽訂認購協議書至交割前皆無任何
256 不實或虛偽之陳述。

257 2. 次按認購協議書第 6.8 條意旨，被告所聲明與保證事項限定於本
258 份認購協議書第 6 條事項，排除了本契約以外之其他陳述或契約
259 等。故認購協議書不包含被告於盡職調查電子郵件中 30%環保成
260 分之陳述，且如前揭所述，認購協議書中第 6.7 條已以「使用環
261 境友善之材料」產品取代 30%環保成分之產品。

262 (二)原告主張被告盡職調查 30%環保成分之陳述違反認購協議書第 6.7
263 條，為無理由，請求法院判決駁回原告之訴。

264 1. 按認購協議書第 6.7 條規定，僅明文須採用環境友善的生產製程

¹⁴ 參被證二。

¹⁵ 參見被證三，頁 4。

265 並使用環境友善的材料，且所經營之商業活動均符合應適用之重大
266 環保法令。完全無任何明文 MLS 運動鞋之環保成分具體數據。次
267 按民法第 98 條意旨，契約之解釋應探求當事人之真意。

268 2. 查本案被告於盡職調查時雖聲稱 MLS 運動鞋之環保成分達 30%，
269 惟雙方未將該 30%環保成分之具體數據納入認購協議書中，應肯
270 認雙方之真意係以「使用環境友善之材料」取代盡職調查時 30%
271 之環保成分。雙方未於認購協議書中明文規定環保成分應達至少
272 30%等具體數據，其原因係基於 MLS 環保成分之原物料每年供應
273 不穩定，即每年自然死亡之海洋生物的骨骼與牙齒等原物料有限且
274 無法擔保每年皆有穩定數量之海洋生物自然死亡，更不可能為了製
275 作達到 30% MLS 環保成分之運動鞋而濫殺海洋生物，故改以「使
276 用環境友善之材料」取代原先盡職調查時 30%環保成分之聲稱，
277 並明定於認購協議書中，可見雙方之真意為被告於簽定認購協議書
278 截至交割前皆須生產製造「使用環境友善之材料」之產品，而非侷
279 限於須達 30%環保成分之產品。倘原告之真意係以 MLS 運動鞋
280 之環保成分達 30%才符合所謂的「使用環境友善之材料」，則原告
281 應將該具體數據定入認購協議書中，可推定原告亦同意以「使用環
282 境友善之材料」取代 30%環保成分之死板數據。而今被告於生產
283 製造 MLS 運動鞋時，已採用至少 20%的 MLS 環保成分，未違
284 反任何環保法規且已符合環境友善之生產製程。

285 3. 綜上所述，被告已於訂定認購協議書時更正資訊為以「使用環境友
286 善之材料」取代 30%環保成分之數據，依照一般社會通念，於此
287 情形下通常足認雙方當事人真意實已變更為「被告聲明保證於簽訂
288 認購協議書至交割前，須生產製造『使用環境友善之材料』產品」，
289 而非聲明保證須生產製造 30%環保成分之產品。故被告自簽訂認

購協議書至交割前，皆無任何不實、虛偽或詐欺之陳述。且被告於
生產製造 MLS 運動鞋之過程，已使用至少 20%環保材料，係已
符合認購協議書中第 6.7 條「於生產、製造產品之過程使用環境
友善材料」之規定，故原告不得主張被告之 30%陳述違反認購協
議書第 6.7 條，進而主張認購協議書第 3.1(a) 條之賣回權。

二、原告主張被告未履行改善 MLS 運動鞋環保成分比例，而違反認購協議書
第 8.2 條，為無理由，請求法院判決駁回原告之訴。

(一)按認購協議書第 8.2 條中之規定被告應遵守所有應適用之法規，並
應兼顧所有利害關係人權益，於利害關係人間取得適當的平衡，逐年
於兼顧所有利害關係人權益之前提下，提升公司治理、永續經營及環
境保護之實際效能。

(二)查本案被告今已於商業及技術可行範圍內已盡其最大努力，並調和與
兼顧利害關係人之利益，逐年將 MLS 運動鞋之環保成分比例進行改
善與提升，且被告在 2017 年出現虧損之狀況下，仍堅持研發 MLS
運動鞋，以利環保材料得以逐漸取代傳統之原生塑膠鞋墊。

(三)次查，被告於電子郵件中即已明確表示係在技術及商業可行範圍內，
提升 MLS 運動鞋之環保成分比例至 50%。惟仍有前提是在技術及商
業可行範圍內方能進行環保成分比例之提升，且因 MLS 環保材料係
由往生海洋生物骨骼及牙齒等原料取得，蓋自然往生之海洋生物每年
數量本即有限，更不可能為了生產環保鞋而濫殺海洋生物。在被告之
商業及技術可行範圍內，其已盡其最大努力追求將 MLS 環保材料進
行提升，惟受限於 MLS 材料高技術及成本考量，仍只能將其比例提
升至 25%左右。

(四)綜上所述，在被告已虧損且無法分配股利之情形下，被告仍有盡其努
力兼顧所有利害關係人之利益並逐年提升 MLS 運動鞋之環保成分

比例，被告非僅為公司之營利為唯一考量，亦未惡意辜負原告對於
MLS 運動鞋之環保成分改善之合理期待，而係已盡最大努力調和公司之成本和公司持續追求環境友善及永續發展之理念，故原告今日以
被告之環保材料未改善為由，指責被告違反認購協議書第 8.2 條，
而欲行使認購協議書第 3.1(b) 條之賣回權，實屬無理由。

三、被告延長租期並改租廠房之董事會決議未違反認購協議書第 8.2 條，故
原告依認購協議書第 3.1 條請求賣回，為無理由。

(一)按認購協議書第 8.2 條承諾事項，係指被告「於生產、製造、銷售
產品之過程中，應遵守所有適用之法規，並承諾逐年於兼顧所有利害
關係人權益之前提下，提升公司治理、永續經營及環境保護之實際效能。」，即認購協議書中所規範之範疇為產品之生產、製造、銷售過程，並於認購協議書當中提及“strike a proper balance between or
among...”¹⁶ 賦予董事會有調和各利害關係人權益之裁量權，應認其
屬於商業經營判斷原則之範疇。

(二)查被告之事業主要係經營運動用品、運動器材之生產¹⁷，並不包含租賃廠房，彰化廠房之出租雖屬被告營運範圍，惟並非主要營業項目，
故將彰化廠房改租與彼得公司之決策，非屬認購協議書第 8.2 條承諾事項中「生產、製造、銷售」之範疇，不可認為被告有違反其承諾
事項。

(三)次查，被告將廠房以遠低於市價之租金租與健世里公司已長達十年，
健世里公司十年間皆未改善其經營方式而使其無法負擔一般市價之
租金，倘健世里公司真因無法以極低租金承租被告廠房而致工廠倒閉，
實基於其長期自身經營之問題，原告逕將健世里公司未來可能倒閉致
無法生產口罩之責任歸咎於被告本身，難謂有理。

¹⁶ 參見被證三，頁 6。

¹⁷ 參見賽題第 1 點。

339 (四)另查，被告董事會決議延長租期並改租廠房一事，確實係於充分考量
340 所有利害關係人之權益後所為之決策，被告考量到疫情嚴峻，顧慮到
341 社會大眾之健康權與生命權重要性，而願意於連年虧損狀態下，堅持
342 以遠低於市價之原租金出租與健世里公司三個月，未調漲租金，其已
343 提供健世里公司相當合理之期間另尋合適之廠房，係兼顧社會公益之
344 維護及國家防疫之需求。

345 (五)再查，被告調和利害關係人利益之同時尚須以「公司整體利益」為考
346 量，今公司已長年虧損，被告為經營其 MLS 運動鞋之主業，應先將
347 非主業項目之虧損填補，並將該資金投入於研發其環保鞋之主業，以
348 達到公司永續經營之目的，應肯認被告董事會決議係追求公司永續經
349 營並兼顧利害關係人利益，未有任何違反認購協議書第 8.2 條之情
350 形，故原告主張被告董事會決議廠房租賃之決策，違反認購協議書第
351 8.2 條承諾事項，而欲行使認購協議書第 3.1 (b) 條，係屬無理由。

352 四、原告主張被告於盡職調查時宣稱 30%之環保成分比例構成民法第 184 條
353 第 1 項後段及違反證券交易法第 20 條第 1 項之誠實義務，均無理由，
354 請求法院判決駁回原告之訴。

355 (一)被告盡職調查時宣稱 30%之環保成分比例，並無構成民法第 184 條
356 第 1 項後段之侵權行為。

357 1. 按民法第 184 條第 1 項之規定，行為人須故意「以背於善良風俗
358 的方法」侵害被害人的「利益」，兩者間須具相當因果關係，且侵
359 害被害人利益導致被害人受有損害，兩者間亦須具相當因果關係。
360 所謂的利益是指，規範社會生活的公共秩序以及保護個人法益的法
361 規所包括的一切利益。

362 2. 查本案，如前揭所述，認購協議書第 6.7 條既明定「使用環境友
363 善之材料」，而未將 30%之環保成分比例之具體數據納入認購協議

書中，可見雙方之真意係以「使用環境友善之材料」取代先前盡職調查時 30%之環保成分比例，原告係因被告於認購協議書中聲明保證「使用環境友善之材料」，始簽訂認購協議書甚至於 2017 年 9 月 30 日履行其交割義務，蓋原告認購被告股份係因被告於認購協議書中聲明保證「使用環境友善之材料」、2015 年與 2016 年被告在產品行銷、形象管理與財務表現等各方面皆表現穩健、CSR 指標平臺上被告之高分評比結果綜合考量始簽訂認購協議書。

3. 故原告既非因被告盡職調查時宣稱 30%之環保成分比例而簽訂認購協議書，則被告盡職調查時宣稱 30%之環保成分比例未使原告受有任何利益侵害，更無受有損害可言，原告更因認購被告之股份而成為被告之股東，甚至當選被告之董事，享有一切股東及董事之權利，何來利益受侵害甚至受有損害可言。因此，原告主張被告盡職調查時宣稱 30%之環保成分比例構成民法上詐欺及民法之侵權行為，實屬無理由。

(二)被告盡職調查時宣稱 30%之環保成分比例並未構成證券詐欺，原告不得請求證券交易法第 20 條第 3 項之損害賠償。

1. 按我國證券交易法第 20 條第 1 項證券詐欺之規範，須行為人於募集、發行、私募或買賣有價證券之過程中有虛偽或詐欺等行為，且該行為使原告誤信而為交易，兩者間須具交易因果關係。次按證券交易法第 20 條第 3 項證券詐欺損害賠償之規定，須原告因受證券詐欺而為交易，且該交易與原告受有之損害間具損害因果關係。另按我國實務向來就證券詐欺之交易因果關係的認定標準，原告須舉證其確實因信賴被告虛偽或詐欺之不實陳述，始為該證券交易，且原告確實因行為人之詐欺或不實陳述而受有損害。
2. 查本案原告之交易行為既非基於被告盡職調查時宣稱 30%之環保

成分比例所致，而係基於被告於認購協議書中聲明保證「使用環境友善之材料」、被告 2015 年與 2016 年在產品行銷、形象管理與財務表現等各方面皆表現穩健、CSR 指標平臺上被告之高分評比結果綜合考量，始決定投資被告，故難認被告盡職調查時宣稱 30% 之環保成分比例與原告投資之交易行為間具因果關係。

3. 次查，原告不得主張其倘知悉被告盡職調查時宣稱 30% 之環保成分比例後則不會投資被告，故以「投資金額」為其損害。因原告於 2019 年 1 月知悉被告 MLS 運動鞋之環保成分僅 20% 後，其至 2020 年 3 月止，皆未有任何表示，無從得知其倘知悉被告之 MLS 運動鞋的實際環保成分時則不會投資被告，且原告完全未向被告為任何表示，亦未於合理期間賣出被告之股票，竟仍持續持有被告之股票逾一年。按我國有力學說見解，其繼續持有股票相當於第二次投資¹⁸，第二次投資與被告盡職調查時宣稱 30% 之環保成分比例間更無任何交易因果關係。

4. 另查本案，原告於 2019 年 1 月知悉被告 MLS 運動鞋之環保成分僅 20% 後，其至 2020 年 3 月止，皆未有任何表示，其竟拖延至 2020 年 4 月 10 日始通知欲行使賣回權，原告欲行使賣回權實際原因係被告 2020 年 4 月 9 日於興櫃市場之股價下跌。倘容許原告得於股價下跌時，方以其早先受被告不實陳述為由而主張被告應回復原狀返還原告之投資金額，豈不形同將被告當成原告投資失敗之保險人，凡原告市場上失利，不管是何種原因造成投資標的嗣後價格之變動，原告皆可不分青紅皂白請求被告回復其交易時之地位，對被告顯不公平¹⁹。

¹⁸ 參引證八：莊永丞，證券交易法第二十條證券詐欺損害估算方式之省思，國立臺灣大學法學論叢，第 34 卷第 2 期，2005 年 3 月，頁 136。

¹⁹ 參引證九：莊永丞，論證券交易法第 20 條證券詐欺損害賠償責任之因果關係，中原財經法學，第 8 期，2002 年 6 月，頁 33。

412 5. 再查本案原告自 2017 年以來，享有投資金額之對價權利，包含享
413 受一切股東權利，並對被告之股東會決議議案有重要影響力等，殊
414 難想像原告主張投資金額為其損害有理由，故原告主張其投資金額
415 為損害並請求被告返還原告投資金額，於情於理均無理由。

以上，狀請

鈞院鑒核，賜判決如答辯聲明，如蒙玉成，是所至幸。

此 致

台北地方法院公鑒

中華民國 ○○○年○○月○○日

具狀人○○○

撰狀人○○○

被告證物名稱目錄

- 被證一 綠騎士股份有限公司 公司章程
- 被證二 電子郵件往來
- 被證三 認購協議書
- 被證四 綠騎士股份有限公司 第4屆第2次董事會議事錄

引證證物名稱目錄

- 引證一 最高法院 103 年度台上字第 1568 號民事判決。
- 引證二 最高法院 107 年度台上字第 1666 號民事判決。
- 引證三 臺灣高等法院 108 年上字第 1072 號民事判決。
- 引證四 臺灣高等法院 104 年度上字第 281 號民事判決。
- 引證五 臺灣高等法院 105 年重上字第 973 號民事判決。
- 引證六 廖大穎、林志潔，「商業判斷原則」與董事刑事責任之阻卻—台北地院九十六年度重訴字第一一五號刑事判決，月旦法學雜誌，第 183 期，2010 年 7 月，頁 224。
- 引證七 釋字第 516 號解釋理由書第 1 段。
- 引證八 莊永丞，證券交易法第二十條證券詐欺損害估算方式之省思，國立臺灣大學法學論叢，第 34 卷第 2 期，2005 年 3 月，頁 136。
- 引證九 莊永丞，論證券交易法第 20 條證券詐欺損害賠償責任之因果關係，中原財經法學，第 8 期，2002 年 6 月，頁 33。

綠騎士股份有限公司

公司章程

第一章 總則

- 第一條： 本公司依照公司法規定組織之，定名為綠騎士股份有限公司。
- 第二條： 本公司所營事業如下
F104110 布疋、衣著、鞋、帽、傘、服飾品批發業
F204110 布疋、衣著、鞋、帽、傘、服飾品零售業
I501010 產品設計業
F401010 國際貿易業
H703100 不動產租賃業
ZZ99999除許可業務外，得經營法令非禁止或限制之業務
- 第三條： 本公司設於台北市，必要時經董事會之決議得在國內外設立分公司。
- 第四條： 本公司之公告方法依照公司法第28條規定辦理。
- 第四條之一： 公司於投入營運、生產、管理等商業活動中，應以合乎公益目的之商業模式解決社會問題，落實社會回饋，於營利之外，同時應善盡企業社會責任，並盡最大努力兼顧永續發展。

第二章 股份

- 第五條： 本公司資本總額定為新台幣500,000,000整，分為50,000,000股，每股面額新台幣10元，得分次發行普通股或特別股。
- 第五條之一： 本公司甲種特別股之權利義務及其他重要發行條件如下：
- 一、 特別股股息以年利率百分之五為上限，按每股發行價格計算，股息每年以現金一次發放，於每年股東常會承認財務報告後，由董事會訂定基準日支付前一年度得發放之股息。發行年度及收回年度股息之發放，按當年度實際發行日計算。
 - 二、 特別股股東分派本公司賸餘財產之順序優先於普通股股東，但以不超過發行金額為限。
 - 三、 除本公司章程或法令另有規定外，甲種特別股股東於股東會各議案均有表決權與選舉權。每一甲種特別股所得行使之表決權與選舉權，應以本章程第七條規定於當次股東常會或股東臨時會之停止過戶期間首日為基準日，就每一甲

種特別股得轉換為普通股後股數之比例計算每一普通股享有一表決權。

四、甲種特別股得隨時依每一股甲種特別股轉換為一股普通股之比率，轉換為普通股。甲種特別股轉換成普通股後，其權利義務與普通股相同。

五、如於甲種特別股股東依甲種特別股股東及本公司於2017年6月16日簽訂之股份認購協議書第三條規定行使賣回權時，本公司應以甲種特別股發行價格計算之每股價格，乘以甲種特別股股東所賣回之甲種特別股股數，贖回甲種特別股股東賣回之甲種特別股股數。關於本公司贖回甲種特別股之其他細節事項，應依照甲種特別股股東及本公司於2017年6月16日簽訂之股份認購協議書第三條規定執行之。

第六條：本公司股票概為記名式，其發行依照公司法第161-1條規定辦理。

第七條：股東名稱記載之變更，自股東常會開會前六十日內，股東臨時會開會前三十日內，或公司決定分派股息及紅利或其他利益之基準日前五日內，不得為之。

第三章 股東會

第八條：股東會分常會及臨時會二種，常會每年至少召集一次，於每會計年度終了後六個月內由董事會依法召開之；臨時會於必要時依法召集之。

第九條：股東得於股東會出具委託契約或公司印發之委託書，載明授權範圍，委託代理人，出席股東會。一股東以出具一委託書並以委託一人為限，委託書有重複時，以最先送達者為準。但聲明撤銷前委託者，不在此限。

委託書送達公司後，股東欲親自出席股東會或欲以書面或電子方式行使表決權者，應於股東會開會二日前，以書面向公司為撤銷委託之通知；逾期撤銷者，以委託代理人出席行使之表決權為準。除信託事業或經證券主管機關核准之股務代理機構外，一人同時受二人以上股東委託時，其代理之表決權不得超過股份總數表決權之百分之三，其超過之表決權不予計算。

第十條：本公司股東每股有一表決權，但公司依法自己持有之股份，無表決權。

股東以書面或電子方式行使表決權者，其意思表示應於股東會開會二日前送達公司，意思表示有重複時，以最先送達者為準。但聲明撤銷前意思表示者，不在此限。

股東以書面或電子方式行使表決權後，欲親自出席股東會者，應

於股東會開會二日前，以與行使表決權相同之方式撤銷前項行使表決權之意思表示；逾期撤銷者，以書面或電子方式行使之表決權為準。

股東以書面或電子方式行使表決權，並以委託書委託代理人出席股東會者，以委託代理人出席行使之表決權為準。

第十一條：股東會之決議，除本公司章程或法令另有規定外，應有代表已發行股份總數過半數股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之。

出席股東如有不足前項定額而有代表已發行股份總數三分之一以上之股東出席時，以出席股東表決權過半數之同意，為假決議，並將假決議通知各股東，於一個月內再行召集股東會，對於假決議仍有已發行股份總數三分之一以上股東出席，並經出席股東表決權過半數之同意時，視同第一項之決議。

第四章 董事及監察人

第十二條：本公司設董事三至五席，監察人一席，任期均為三年，由股東會就有行為能力之人中選任，連選得連任。

第十三條：董事會由董事組織之，由三分之二以上之董事出席及出席董事過半數之同意互推董事長一人，董事長對外代表本公司。

第十四條：董事會應至少每季召開一次。本公司董事會之召集，應載明事由，於開會七日前通知各董事及監察人；但遇有緊急情事時，得隨時召集之。董事會召集通知得以書面、電子郵件或傳真方式為之。

第十五條：董事長請假或因故不能行使職權時，其代理依公司法第208條規定辦理。

第十六條：董事因故不能出席董事會時，得出具委託書委託其他董事代理出席，但以代理一人為限。董事會開會時，如以視訊會議為之，其董事以視訊參與會議者，視為親自出席。

第十七條：全體董事及監察人之報酬，由股東會議定之。不論營業盈虧得依同業通常水準支給之。

第五章 經理人

第十八條：本公司得設經理人，其委任、解任及報酬，依照公司法第29條規定辦理。

第六章 會計

- 第十九條： 本公司每屆會計年度終了後，董事會應編造營業報告書、財務報表及盈餘分派或虧損撥補之議案，交監察人查核後，並提請股東常會承認。
- 第二十條： 公司年度如有獲利，應提撥不低於百分之五為員工酬勞，另得提撥不高於百分之一為董監酬勞。但公司尚有累積虧損時，應先預留彌補虧損數。
- 第二十一條： 公司年度總決算如有盈餘，應先提繳稅款，彌補累積虧損，次提百分之十為法定盈餘公積，但法定盈餘公積已達資本總額時不在此限，其餘除派付股息外，如尚有盈餘，再由股東會決議分派股東紅利。

第七章 附則

- 第二十二條： 本公司組織規程及辦事細則由董事會另定之。
- 第二十三條： 本章程未盡事宜悉依照公司法之規定辦理。
- 第二十四條： 本章程訂立於中華民國九十八年六月一日。
第一次修訂於中華民國九十九年六月十五日。
第二次修訂於中華民國一〇一年六月十五日。
第三次修訂於中華民國一〇二年六月十五日。
第四次修訂於中華民國一〇三年六月十五日。
第五次修訂於中華民國一〇四年六月十五日。
第六次修訂於中華民國一〇五年六月十五日。
第七次修訂於中華民國一〇六年六月一日。
第八次修訂於中華民國一〇六年八月三十一日。
第九次修訂於中華民國一〇七年六月十五日。
第十次修訂於中華民國一〇八年六月十五日。
第十一次修訂於中華民國一〇九年六月十五日。

綠騎士股份有限公司

董事長：普若達

附件 2

From: Wing Young [[mailto: WingY@greenknight.com](mailto:WingY@greenknight.com)]

Sent: Monday, April 17, 2017 7:49 PM

To: XiaoMing Huang

Subject: Re: Follow-up Questions re DD

Dear Xiao Ming,

Your message is duly noted.

We are confident that we will meet the next milestone within around 6 months from now, of which we will keep you abreast of. And again, we promise that we will increase the percentage of eco-friendly materials in MLS sports shoes to 50% or even higher based on technical and commercial feasibility.

Cheers,
Wing Young

Vice President
Green Knight Co., Ltd.
8F, No. 1234, Sec. 4, Zhongxiao E. Rd.
Taipei 11072, Taiwan, R.O.C.
T: +886-2-2715-5987
E-mail: www.greenknight.com

From: XiaoMing Huang [<mailto:Xmhuang@angelearthbaby.com>]

Sent: Monday, April 17, 2017 11:50 AM

To: Wing Young

Subject: RE: Follow-up Questions re DD

Dear Wing,

Thanks for the clarification. We take note of your trade secrets response relating to the testing report, though we feel a bit disappointed.

We think unless the eco-friendly materials contained in the MLS sports shoes reach at least 50%, the MLS sports shoes should not be claimed as "the most green sports shoes in Taiwan".

We understand that it may take some time to develop the technology to reduce the costs of MLS materials, so please keep us posted on the progress and the schedule regarding the increase of the percentage of eco-friendly materials in MLS sports shoes,

Best regards,
XiaoMing Huang

APAC General Counsel

Angeleearthbaby Investment, Inc.

PO Box 59487 KY1-1209, Seven Mile Beach

Grand Cayman, KY1-1209 Cayman Islands

T: +1 (345) 943-9487

E: www.angelaearthbaby.com

From: Wing Young [<mailto:WingY@greenknight.com>]

Sent: Friday, April 14, 2017 13:32 PM

To: XiaoMing Huang

Subject: Re: Follow-up Questions re DD

Dear Xiao Ming,

Thank you for your email.

We certainly understand your concern. As you may be aware, the MLS materials are processed by our exclusive technology and thus are our trade secrets. Therefore, we apologize that we are not able to share the eco-friendly materials testing report in relation to the MLS sports shoes with you. However, based on our latest progress, there is at least 30% of eco-friendly materials contained in the MLS sports shoes now.

And while the production cost of the MLS materials is still quite high at the current stage, please be assured that we will work relentlessly to keep improving our technology in order to contain an increased amount of eco-friendly materials in our MLS sports shoes, to the extent commercially and technologically feasible.

Being the leader of this market, we firmly believe that the MLS sports shoes represent the promising future of green sports products.

We hope the above clarifies your concern. Please feel free to let us know if you have any questions.

Cheers,
Wing Young

Vice President

Green Knight Co., Ltd.

8F, No. 1234, Sec. 4, Zhongxiao E. Rd.

Taipei 11072, Taiwan, R.O.C.

T: +886-2-2715-5987

E-mail: www.greenknight.com

From: XiaoMing Huang [<mailto:Xmhuang@angeleearthbaby.com>]

Sent: Thursday, April 13, 2017 6:23 PM

To: Wing Young

Subject: Follow-up Questions re DD

Dear Wing,

We greatly appreciate the cooperation from the company side during the legal due diligence. While we are still in the middle of our DD exercise, we would like to clarify one issue about the marine life skeleton material (MLS) sports shoes.

We learned that Green Knight has been working on the R&D of eco-friendly materials and is eager to introduce the eco-friendly sports products to the market. And a milestone of such goal is that Green Knight has launched the MLS sports shoes (which were claimed as "the most green sports shoes in Taiwan") a few months ago. As you know, we support all kinds of green products, and so we are thrilled to see the creation of the MLS sports shoes by you.

However, one thing that alerted us is that, based on our preliminary due diligence findings, a substantial part of the materials used for the manufacturing of MLS shoes is still virgin plastic, and it appears that there is still approximately 80% or more virgin plastic used in the MLS sports shoes.

In this connection, could you share with us a copy of the eco-friendly materials testing report in relation to the MLS sports shoes so that we can verify the percentage of the eco-friendly materials contained in the MLS sports shoes? Please note that this information is crucial to our board's investment decision-making process.

We hope that Green Knight understands our concern, and we look forward to hearing your thoughts on this.

Best regards,
XiaoMing Huang

APAC General Counsel
Angelearthbaby Investment, Inc.
PO Box 59487 KY1-1209, Seven Mile Beach
Grand Cayman, KY1-1209 Cayman Islands
T: +1 (345) 943-9487
E: www.angelaearthbaby.com

SHARE PURCHASE AGREEMENT

THIS SHARE PURCHASE AGREEMENT (this "**Agreement**") is executed as of June 16, 2017, by and among:

- (a) **Green Knight Co., Ltd. (綠騎士股份有限公司)**, a company duly incorporated under the laws of the Republic of China ("**ROC**" or "**Taiwan**") and having its registered address at 8F, No. 1234, Sec. 4, Zhongxiao E. Rd., Taipei 11072, Taiwan, R.O.C. (the "**Company**"); and
- (b) **Angelearthbaby Investment, Inc. (天蒂寶投資公司)**, a company duly incorporated under the laws of Cayman Islands and having its registered address at PO Box 59487 KY1-1209, Seven Mile Beach, Grand Cayman, KY1-1209 Cayman Islands (the "**Buyer**").

The Buyer and the Company, each a "**Party**" and collectively, the "**Parties**".

RECITALS

WHEREAS, the Company is a company traded at the emerging market in Taiwan, and is engaged in the manufacturing and sales of sports goods and equipment and gear;

WHEREAS, the Buyer is a leading international investment firm focusing its investment in the environmental-friendly and sustainable businesses worldwide;

WHEREAS, the Buyer intends to subscribe and purchase 6,000,000 preferred shares to be issued by the Company and the Company intends to issue and sell such 6,000,000 preferred shares to the Buyer on the terms and conditions hereof; and

NOW, THEREFORE, in consideration of the foregoing and the mutual covenants and agreements herein contained, and intending to be legally bound hereby, the Parties agree the following terms and conditions.

1. Definitions.

The following terms shall have the meanings ascribed to them below:

"**Business Day**" means any day (other than a Saturday or Sunday or statutory holidays in Taiwan) on which banks are generally open for business in Taiwan.

"**Closing**" means the consummation of the transfer of the Purchasing Shares.

"**Closing Date**" means the date of Closing.

"**FIA**" shall mean the foreign investment application to be submitted by the Buyer to the Investment Commission of the Ministry of Economic Affairs for the purchase of the Purchasing Shares from the Company as provided herein.

"**Law(s)**" means any constitutional provision, statute or other law, rule, regulation, official policy or interpretation of any governmental authority and any injunction, judgment, order, ruling, assessment or writ issued by any governmental authority.

"**Material Adverse Effect**" means any (a) event, occurrence, fact, condition, change or development that has had or reasonably would be expected to have a material adverse effect on the business, operations, value, financial, operating results, prospects, or other condition, assets or liabilities of the Company, either individually or taken as a whole; (b) material impairment of the ability of the Company to perform their respective obligations hereunder or under any other ancillary agreements, as applicable; or (c) change, event or effect that is or would reasonably be expected to have a material and adverse effect on the legality, validity or enforceability of this Agreement or any ancillary agreements.

"**Transaction**" means the transaction contemplated under this Agreement.

2. Share Purchase and Closing.

2.1 Sale and Purchase of the Purchasing Shares. Subject to the terms and conditions of this Agreement, at the Closing, the Buyer agrees to subscribe and purchase from the Company 6,000,000 preferred shares of par value NT\$10 (the "**Purchasing Shares**") each to be issued by the Company at NT\$30 per preferred share (the "**Purchase Price**") and the Company intends to issue and sell the Purchasing Shares to the Buyer. The total amount of the purchase price for the Purchasing Shares is NT\$180,000,000 (the "**Total Purchase Price**").

2.2 Closing. The purchase and sale of the Purchasing Shares shall take place remotely via the exchange of documents and signatures within two Business Days upon the satisfaction or waiver of all the closing conditions set forth herein, or at such other time and place as the Company and the Buyer mutually agree upon in writing.

2.3 Delivery.

- (a) At the Closing, the Buyer shall deliver to the Company the Total Purchase Price, which shall be paid in the form of wire transfer of immediately available funds to the bank account designated by the Company in writing.
- (b) At the Closing, the Company shall deliver to the Buyer:

- (i) a share certificate representing the Purchasing Shares that is registered in the Buyer's name; and
- (ii) a copy of the shareholder roster of the Company, reflecting the Purchasing Shares being purchased by the Buyer.

3. The Buyer's Put Option.

3.1 Exercise of Put Option. Notwithstanding anything to the contrary contained herein, under either of the following circumstances, the Buyer has the right, but not the obligation, to require the Company to redeem the whole or part of the Purchasing Shares pursuant to the procedure specified in this Section 3 (the "**Put Option**"):

- (a) the Company is in breach of any of its representations and warranties made under Section 6.6 or Section 6.7 herein; or
- (b) the Company is in breach of any of its covenants or undertakings made under Section 8.2 herein.

The Parties hereby expressly acknowledge that the Buyer's exercise of its Put Option to sell back the Purchasing Shares shall not affect or compromise the Buyer's rights under any other provisions herein or its rights to claim damages.

3.2 Purchase Price of the Put Shares. The Company shall, within ten (10) business days or such other days as promptly as legally possible following its receipt of the Buyer's written notice requiring the Company to redeem the Purchasing Shares (the "**Put Notice**"), purchase such number of the Purchasing Shares identified in the Put Notice (the "**Put Shares**") at the same Original Purchase Price per Put Share (collectively, the "**Redemption Price**") (the "**Put Option Transaction**").

3.3 Put Option Transaction Closing. At the closing of the Put Option Transaction, the Company shall pay the Redemption Price, by wire transfer of the funds in NT\$ to the bank account as designated by the Buyer, and the Buyer shall deliver the share certificates representing

the applicable Put Shares:

- 3.4 Put Option Transaction Closing Condition.** The closing of the Put Option Transaction shall be conditioned upon the Buyer's obtaining the approval of the Investment Commission of the Ministry of Economic Affairs for the Buyer's transfer and delivery of the applicable Put Shares to the Company. The Company shall make best efforts to assist the Buyer with such application process as reasonably requested by the Buyer.

4. Conditions to the Buyer's Obligations at the Closing.

The obligation of the Buyer to purchase the Purchasing Shares at the Closing, unless otherwise waived by the Buyer, is subject to the fulfilment, to the satisfaction of the Buyer on or prior to the Closing Date, of the following conditions, except for those with a specified date, on or prior to such specified date:

- 4.1 Representations and Warranties.** With respect to the Closing, the representations and warranties made by the Company in Section 6 shall be true and correct when made, and shall be true and correct as of the Closing Date with the same force and effect as if they had been made on and as of the Closing Date or any such date specified in the representations and warranties, subject to changes contemplated by this Agreement.
- 4.2 FIA.** Buyer shall have obtained the FIA approval and all other government approvals, if any, as may be required in connection with the Transaction.
- 4.3 Due Diligence.** The Buyer shall have completed a due diligence review on the business, legal (including any compliance matters related to anti-corruption and anti-bribery), financial and tax aspects of the Company and the results are satisfactory to the Buyer as of the Closing Date.
- 4.4 No Material Adverse Effect.** Since the date of this Agreement and until the Closing Date, there shall have been no event, change, development, condition or circumstance constituting or giving rise to a Material Adverse Effect.

5. Conditions to the Company's Obligations at the Closing.

The obligation of the Company to issue and sell the Purchasing Shares at the Closing, unless otherwise waived by the Company, is subject to the fulfilment, to the satisfaction of the Company on or prior to the Closing Date, of the

following conditions, except for those with a specified date, on or prior to such specified date:

5.1 Representations and Warranties. With respect to the Closing, the representations and warranties made by the Buyer in Section 7 shall be true and correct when made, and shall be true and correct as of the Closing Date with the same force and effect as if they had been made on and as of the Closing Date or any such date specified in the representations and warranties, subject to changes contemplated by this Agreement.

6. Representations and Warranties of the Company

The Company hereby represents and warrants to the Buyer that the following statements are true, correct, complete and not misleading as of the date of this Agreement and will continue to be true, correct, complete and not misleading as of the Closing Date.

6.1 Organization and Qualification. The Company is a corporation duly organized, validly existing under the laws of Taiwan and has all requisite corporate power and authority to carry on its business as presently conducted and as presently proposed to be conducted. The Company is duly qualified to transact business and is in good standing in applicable jurisdictions.

6.2 Legal Capacity. The Company is duly organized, validly existing and, if applicable, in good standing under the laws of Taiwan, and has the legal right and full power to conduct its business as such business is currently being conducted, and has full legal capacity and all requisite power and authority to execute and deliver this Agreement, and to carry out the provisions of this Agreement and is not under any prohibition or restriction, contractual, statutory or otherwise against doing so.

6.3 Compliance with Laws. (i) There are presently no existing circumstances that are likely to result in any violation of or liability under any applicable Laws or other requirements relating to the assets, liabilities, results of operation, condition, financial or otherwise, or prospects of the Company; and (ii) the Company has not received any written or oral notification of any asserted present or past failure by the Company to comply with such laws, rules or regulations, or contracts or agreements.

6.4 Litigation. There is no pending action, suit, proceeding, arbitration, mediation, complaint, claim, charge or investigation before any court, arbitrator, mediator or governmental body or, to the Company's knowledge, currently threatened in writing (a) against the Company or

(b) against any consultant, officer, director or employees of the Company arising out of his or her consulting, employment or board relationship with the Company, that could cause a Material Adverse Effect to the Company, or could otherwise materially impact the validity of this Agreement and the Transaction.

6.5 Financial Statements.

- (a) The Company has delivered to the Buyer its latest audited financial statements (collectively, the "**Financial Statements**"). Such Financial Statements: (i) are in accordance with the books and records of the Company; and (ii) are true, correct and complete and present fairly the financial condition of the Company at the date or dates therein indicated and the results of operations for the period or periods therein specified.
- (b) Except as set forth in the Financial Statements, the Company has no material liabilities or obligations, contingent or otherwise, other than (i) liabilities incurred in the ordinary course of business, and (ii) obligations under contracts and commitments incurred in the ordinary course of business.

6.6 Environmental Matters. The Company is, in all material respects, in compliance with all applicable Laws relating to the health, safety and environment (HSE) regulation, protection of the environment or protection of natural resources, including without limitation, the Air Pollution Control Act, the Water Pollution Control Act, Waste Disposal Act, Toxic and Chemical Substances Control Act ("**Environmental Laws**"), which compliance includes obtaining, maintaining and complying with all permits and approvals and monitoring process required under applicable Environmental Laws to operate its business. The Company has not received notice of any pending action or, to the knowledge of the Company, threatened action alleging noncompliance with or potential liability under Environmental Laws. Any and all the manufacturing plants owned or leased by the Company comply with all applicable Laws in respect of safety and quality.

6.7 Corporate Social Responsibility. During the production and manufacturing process, the Company has honored its corporate social responsibility, implemented the environmental, social and governance standards, adopted the eco-friendly production process and used eco-friendly materials, and complied with all the applicable major environmental laws and regulations.

6.8 No Other Representations or Warranties. Except as otherwise expressly set forth in this Section 6 of this Agreement, the Company

expressly disclaims any representations or warranties of any kind or nature, statutory, express or implied, including any representation or warranty as to the accuracy or completeness of any information regarding the Company made available to the Buyer or its representatives, including its condition (financial or otherwise) or prospects, business, or operation, and any information, documents or material made available to the Buyer in the data room, management presentations or in any other form in expectation as the transaction contemplated hereby or as to the condition, value or quality of the business of the Company.

7. Representations and Warranties of the Buyer

The Buyer hereby represents and warrants to the Company that the following statements are true, correct, complete and not misleading as of the date of this Agreement and will continue to be true, correct, complete and not misleading as of the Closing Date.

7.1 Organization and Qualification. The Buyer is a company incorporated and validly existing under the laws of the Cayman Islands, and has all requisite corporate power and authority to carry on its business as now conducted and to invest in the Company by purchasing the Purchasing Shares contemplated hereunder.

7.2 Authorization. This Agreement will constitute a valid and legally binding obligation of the Buyer, subject to, as to enforcement of remedies, applicable bankruptcy, insolvency, moratorium, reorganization and similar laws affecting creditors' rights generally.

8. Covenants, Undertakings and other Agreements

8.1 General. Subject to the terms of this Agreement, each Party shall use best endeavours to take, or cause to be taken, all actions and do all things necessary, proper or advisable in order to consummate and make effective the transaction contemplated by this Agreement.

8.2 Corporate Social Responsibility. During the production, manufacturing and sales process, the Company shall comply with all applicable laws, and shall strike a proper balance between or among the corporate governance, environmental protection, human rights, community engagement, employees' welfare, shareholders' rights, relationship with the upstream and downstream manufacturers, and relationship with the customers. The Company undertakes to, by taking the interest of all stakeholders into account, year by year promote the efficacy of the corporate governance, sustainable development and environment protection.

8.3 Survival of Representations and Warranties. The representations and warranties contained in Section 6 hereof shall survive the Closing.

9. Miscellaneous

9.1 Governing Law. This Agreement will be governed by and construed under the laws of Taiwan without giving effect to any choice of law or conflict of law provision or rule thereof.

9.2 Dispute Resolution. Any dispute, controversy, difference or claim arising out of, relating to or in connection with this Agreement, or the breach, termination or invalidity thereof, shall be finally settled by the Taiwan Taipei District Court as the court of the first instance.

9.3 Amendment. Any term of this Agreement may be amended only with the written consent of the Parties.

9.4 Counterparts. This Agreement may be executed in any number of counterparts, each of which shall be deemed an original, but all of which together shall constitute one and the same instrument.

IN WITNESS WHEREOF, the Parties have executed this Agreement as of the date first written above.

BUYER:

Angelearthbaby Investment, Inc. (天蒂寶投資公司)

By: _____
Name: Angel Amelia Hudson
Title: Chairman

COMPANY:

Green Knight Co., Ltd. (綠騎士股份有限公司)

By: _____
Name: Purata Green Giant
Title: Chairman

綠騎士股份有限公司

第 4 屆第 2 次董事會議事錄

時間：中華民國 109 年 3 月 25 日 15 時 0 分

地點：台北市忠孝東路四段 1234 號 8 樓

主席：董事長普若達

紀錄：龍麥可

出席董事： 董事長普若達

董事 Angelearthbaby Investment Company Limited(天蒂寶投資公司)

(自然人代表：郝治然)

董事甄仕德

董事程德思

董事何貝登

列席人員： 監察人林華倫

董事長普若達擔任主席，主席宣布出席人數達法定及章程規定，宣布開會。

報告事項：無

討論事項

(1) 上次會議保留之討論事項：無。

(2) 本次會議之討論事項：

第一案

案由： 為將原出租予健世里股份有限公司（下稱「健世里公司」）之彰化縣土地廠房改出租予彼得庫幣科技股份有限公司（下稱「彼得公司」），謹提請 討論。

說明：

1. 本公司自 2010 年 4 月 1 日起，以每年新台幣（下同）200 萬租金為對價，將本公司所有之彰化縣土地廠房（下稱「彰化土地廠房」）出租予健世里公司作為醫療口罩製造與生產之用。本公司與健世里公司之租約將於 2020 年 3 月 31 日屆至，健世里公司欲以每年 300 萬元之租金續租，續約租期為五年。

2. 另一方面，經營數位貨幣投資之彼得公司則欲以每月120萬元，向本公司承租彰化土地廠房，以設置挖礦電腦設備，租賃期限為一年，且期滿後彼得公司仍有續租可能。
3. 依據2019年市場第三方調查報告顯示，由於近年來受惠離岸風電產業之土地需求，彰化沿岸地區類似規模土地之市面租金價格已漲到每年1,000萬元租金之水準，故健世里公司之續約條件遠較市場行情為低。此外，本公司自2017年以來，為生產具有環保材質之MLS運動鞋，每年均必須承受物料與研發技術等高額成本，導致財務上持續產生虧損情形，今年1月初又發生MLS運動鞋代言球星之爆鞋事件，已開始對MLS運動鞋之營收產生影響。故本公司如能出租彰化土地廠房予彼得公司，預期將能大幅改善本公司之財務結構，使本公司得以永續經營，繼續回饋社會。
4. 惟因COVID-19肺炎疫情仍持續延燒，考量防疫需求，有延長與健世里公司現有租約之必要，讓健世里公司能夠繼續於彰化土地廠房生產口罩。
5. 提請董事會同意，延長本公司與健世里公司之租約至2020年6月30日止，並自2020年7月1日起，將彰化土地廠房改租給彼得公司，且授權董事長及/或其指定之人代表本公司處理與租賃彰化土地廠房有關之一切必要程序並採取相關必要之行為，包括但不限於準備、簽署、交付及增修所有相關文件及合約。

經提議、附議、出席董事表決如下：

決議：除董事天蒂寶投資公司聲明異議，表示不贊成將彰化土地廠房改租給彼得公司，而應繼續出租給健世里公司外，其餘四名出席董事同意照案通過。

臨時動議：無

散會

最高法院 103 年度台上字第 1568 號

【裁判字號】103,台上,1568

【裁判日期】民國 103 年 8 月 7 日

【裁判案由】請求排除侵害商標權行為等

【裁判內文】

最高法院民事判決 一○三年度台上字第一五六八號

上訴人 汶萊商至盛國際有限公司 (ESITO International Corporation)

法定代理人 楊智欽

訴訟代理人 石繼志律師

被上訴人 海揚國際實業股份有限公司

法定代理人 陳國隆

訴訟代理人 林正隆律師

上列當事人間請求排除侵害商標權行為等事件，上訴人對於中華民國一○二年十月三日智慧財產法院第二審更審判決（一○二年度民商上更(一)字第一號），提起上訴，本院判決如下：

主文

原判決關於命上訴人給付及負擔該訴訟費用部分廢棄，發回智慧財產法院。

理由

本件訴訟上訴本院後，被上訴人之法定代理人已由黃君賢變更為陳國隆，其具狀聲明承受訴訟，核無不合，先予敘明。

次查被上訴人主張：民國九十九年五月一日註冊公告第○一四○八五○○號「橘平屋」商標（下稱系爭商標），係伊於九十八年九月二十一日向經濟部智慧財產局（下稱智財局）所申請，當時伊公司法定代理人為蕭萬德，嗣於九十八年十一月十三日解任，上訴人之法定代理人楊智欽竟於同年十一月三十日持同年月二十七日由蕭萬德代表伊簽訂之商標申請權轉讓同意書，向智財局申請變更商標申請人，成為系爭商標之登記名義人，惟該同意書及同年十月三十日簽訂之商標註冊申請權更正轉讓協議書均未經伊公司股東會、董事會決議，對伊自不生效力。上訴人與蕭萬德共同侵害伊商標權，為無法律上之原因而受利益，致伊受損害等情，依民法第一百十三條、第一百七十九條、第一百八十四條第一項前段、第一百八十五條第一項、修正前商標法第六十一條第一項（即現行商標法第六十九條第一項）、民法第二十八條及公司法第二十三條第二項之規定，求為命上訴人將系爭商標之商標權人變更登記為伊之判決（被上訴人逾上開範圍之請求，已受敗訴判決確定）。

上訴人則以：上開商標申請權轉讓同意書係被上訴人當時法定代理人蕭萬德所合法簽訂；縱該同意書之簽訂未經被上訴人法定代理人合法代理，被上訴人依其與楊智欽簽訂之前開商標註冊申請權更正轉讓協議書第四條約定，對楊智欽負有移轉商標申請權之義務，不得主張回復登記為其所有等語，資為抗辯。

原審除確定部分外，將第一審所為被上訴人敗訴之判決廢棄，改判如其聲明，無非以：本件涉外民事事件，被上訴人依不當得利等法律關係為請求，我國法院有國際裁判管轄權。被上訴人主張上訴人依我國商標法規定取得之商標權應回復登記為伊所有等事實，參照一○○年五月間修正施

行之涉外民事法律適用法第四十二條第一項規定，其準據法為中華民國法律。查上訴人之法定代理人楊智欽自九十一年一月間被上訴人公司設立登記時起，即擔任該公司副總經理職務，系爭商標於九十八年九月二十一日向智財局申請註冊，斯時楊智欽仍任職被上訴人公司。蕭萬德係被上訴人法人股東安有投資股份有限公司（下稱安有公司）指派之法人股東代表，並擔任被上訴人公司董事長，於同年十月三十日代表被上訴人與楊智欽簽訂商標註冊申請權更正轉讓協議書，第四條約定被上訴人同意配合楊智欽或其指定代理人，辦理系爭商標註冊權更正移轉登記手續。嗣安有公司於同年十一月十三日，依公司法第二十七條第三項規定，以存證信函通知蕭萬德，解除其董事長職務，改派王天錫接任，蕭萬德於同年月二十日收受通知，其董事長職務即已解除。上訴人之法定代理人楊智欽於九十八年十一月二十日至同年十二月八日被上訴人收到安有公司寄來之改派董事存證信函止，未曾聽聞蕭萬德提及此事，則楊智欽於九十八年十一月三十日持同年月二十七日簽訂蓋有被上訴人公司印章及蕭萬德印章之商標申請權讓與同意書，指定上訴人與被上訴人辦理商標註冊權更正轉讓手續，向智財局申請變更申請人為上訴人，即非屬侵權行為。嗣智財局於九十九年五月一日註冊公告登記系爭商標之商標權人為上訴人。上開商標註冊申請權更正轉讓協議書及九十八年十一月二十七日「註冊前變更申請書」、商標申請權讓與同意書，均未經被上訴人公司股東會、董事會之決議，為兩造所不爭。系爭商標申請權讓與，未依公司法第二百零二條規定經被上訴人公司股東會同意及董事會決議，違反此一禁止規定，依民法第七十一條規定應屬無效，亦即對於被上訴人不生效力。上訴人之法定代理人楊智欽持前開商標申請權讓與同意書，將系爭商標登記於上訴人名下，係屬無法律上之原因而受有該商標登記之利益，致被上訴人喪失該商標之商標申請權人地位，自屬不當得利。從而被上訴人依不當得利之法律關係，請求上訴人將系爭商標之商標權人變更登記為伊部分，應予准許等詞，為其判斷之基礎。

按依公司法第二百零八條第三項規定，股份有限公司之董事長對內為股東會、董事會及常務董事會主席，對外代表公司。雖同法第二百零二條規定：「公司業務之執行，除本法或章程規定應由股東會決議之事項外，均應由董事會決議行之」、第二百零六條第一項規定：「董事會之決議，除本法另有規定外，應有過半數董事之出席，出席董事過半數之同意行之」，惟股份有限公司之董事會係定期舉行，其內部如何授權董事長執行公司之業務、董事長對外所為之特定交易行為有無經董事會決議及其決議有無瑕疵等，均非交易相對人從外觀即可得知；而公司內部就董事會與董事長職權範圍之劃分，就交易對象言，與公司對於董事長代表權之限制無異，為保障交易安全，自應參酌公司法第五十七條、第五十八條之規定，認董事長代表公司所為交易行為，於交易相對人為善意時，公司不得僅因未經董事會決議或其決議有瑕疵，即逕否認其效力。查上訴人一再抗辯：上開商標註冊申請權更正轉讓協議書及商標申請權讓與同意書，均係被上訴人尚未變更公司登記負責人前即已簽訂，當時被上訴人公司董事長蕭萬德仍有權代理該公司執行業務，其中協議書更早在安有公司於九十八年十一月十三日發函解除蕭萬德董事職務前之同年十月三十日即經簽訂，應屬合法有效，且依該協議書第四條約定，被上訴人對楊智欽負有移轉商標申請權之義務；又依民法第二十七條第三項、公司法第二百零八條第五項準用同法第五十八條之規定，對於代表公司之董事代表權所加之限制，不得對抗善意第三人，因此代表公司之董事長與他人簽訂之合約，縱未經董事會決議，亦不得任指該合約無效等語（見原審卷五二、七一頁、八四頁背面及八五頁），此與蕭萬德代表被上訴人與楊智欽簽訂各該協議書、同意書時，楊智欽是否善意及其效力如何攸關，自屬重要之防禦方法。原審未遑詳查究明，徒以系爭商標申請權讓與未經被上訴人公司董事

會決議而違反公司法第二百零二條規定，應屬無效為由，遽認對於被上訴人不生效力，據為上訴人不利之判決，自有可議。上訴論旨，指摘原判決於其不利部分為不當，求予廢棄，非無理由。據上論結，本件上訴為有理由。依民事訴訟法第四百七十七第一項、第四百七十八條第二項，判決如主文。

中 華 民 國 一〇三 年 八 月 七 日

最高法院民事第七庭

審判長法官 沈 方 維

法官 吳 惠 郁

法官 鄭 傑 夫

法官 吳 麗 惠

法官 簡 清 忠

本件正本證明與原本無異

書 記 官

中 華 民 國 一〇三 年 八 月 十八 日

G

歷審裁判

智慧財產法院 100 年度民商訴字第 14 號判決

智慧財產法院 100 年度民商上字第 17 號判決

最高法院 102 年度台上字第 859 號判決

智慧財產法院 102 年度民商上更(一)字第 1 號判決

最高法院 103 年度台上字第 1568 號判決

智慧財產法院 103 年度民商上更(二)字第 1 號

智慧財產法院 103 年度民商上更(二)字第 1 號判決

智慧財產法院 103 年度民商上更(二)字第 1 號

相關法條

公司法第 23 條、公司法第 27 條、公司法第 57 條、公司法第 58 條、公司法第 202 條、公司法第 206 條、公司法第 208 條、商標法第 61 條、商標法第 69 條、民法第 27 條、民法第 28 條、民法第 71 條、民法第 113 條、民法第 179 條、民法第 184 條、民法第 185 條、涉外民事法律適用法第 42 條

最高法院 107 年度台上字第 1666 號

【裁判字號】107,台上,1666

【裁判日期】民國 107 年 10 月 11 日

【裁判案由】請求確認股東會決議不成立等

【裁判內文】

最高法院民事判決

107 年度台上字第 1666 號

上訴人 王○○

訴訟代理人 張右人 律師

被上訴人 申○企業股份有限公司

法定代理人 王○德

訴訟代理人 楊雯齡 律師

上列當事人間請求確認股東會決議不成立等事件，上訴人對於中華民國 105 年 8 月 23 日臺灣高等法院臺中分院第二審判決（105 年度上字第 161 號）提起上訴，本院判決如下：

主文

上訴駁回。

第三審訴訟費用由上訴人負擔。

理由

本件上訴人主張：伊為被上訴人之股東兼監察人，被上訴人於民國 104 年 6 月 29 日召開之 104 年股東常會，就「確認 103 年度損益及稅額計算表、資產負債表」、「103 年度盈餘分配議案，經董事會決議，103 年度盈餘不分配」議案（下稱系爭議案）作成假決議（下稱系爭假決議），復於同年 8 月 3 日召開臨時股東會就系爭假決議作成決議（下稱系爭決議）。系爭假決議係於同年 6 月 29 日作成，被上訴人遲至同年 8 月 3 日始再行召集臨時股東會，已逾公司法第 175 條應於 1 個月內再行召開股東會之規定，系爭決議應不成立或無效。又被上訴人於 104 年 5 月 28 日所發召集系爭股東常會之開會通知書僅檢附 103 年度損益及稅額計算表、資產負債表（下稱資產負債表等文件），未將相關會計表冊交伊查核，且被上訴人之董事長王○德、董事王○光（下稱王○德等 2 人），將因系爭議案經股東會決議免除義務，公司利益有受損害之可能，王○德等 2 人，未迴避而加入表決，其決議方法違反公司法第 178 條規定，伊得依同法第 189 條規定訴請撤銷等情，先位聲明求為確認系爭假決議、系爭決議不成立或無效；備位聲明求為撤銷系爭決議之判決。

被上訴人則以：伊於 104 年 6 月 29 日召開系爭股東常會，出席股東持有股數已達股份總數 50%，乃作成系爭假決議，嗣於 1 個月內即同年 7 月 14 日發函通知各股東將於同年 8 月 3 日召集臨時股東會，並檢附系爭假決議，該臨時股東會召開時，有持股 50%之股東出席，出席股東全體同意系爭假決議，作成系爭決議，即無決議不成立或無效情形。系爭股東常會、系爭臨時股東會決議確認資產負債表等文件，為伊向國稅局報稅所需，伊之經營並無虧損，縱免除王○德等 2 人之責任，亦無害於公司之利益，其等無迴避之必要等語，資為抗辯。

原審以：被上訴人已發行股份總數為 1 萬 2,000 股；被上訴人於 104 年 6 月 29 日召開系爭股東常會，到場股東持股總數共 6,000 股，到場股東對「確認 103 年度損益及稅額計算表、資產負債表」、「103 年度盈餘分配議案，經董事會決議，103 年度盈餘不分配」議案均同意，而作成假決

議；被上訴人於同年 7 月 13 日董事會決議於同年 8 月 3 日召開臨時股東會，以表決系爭假決議，該臨時股東會到場股東持股總數共 6,000 股，均同意系爭假決議，而作成系爭決議等情，為兩造所不爭執。按出席股東不足前條定額，而有代表已發行股份總數 3 分之 1 以上股東出席時，得以出席股東表決權過半數之同意，為假決議，並將假決議通知各股東，於 1 個月內再行召集股東會，公司法第 175 條第 1 項前段定有明文。該法條所稱「於 1 個月內再行召集股東會」，係指於 1 個月內寄發召集股東會之通知而言，此並有經濟部 94 年 8 月 17 日經商字第 09402120100 號函釋：「至於公司法第 175 條第 1 項後段所稱『於 1 個月內再行召集股東會』，係指於 1 個月內寄發召集股東會之通知」可供參考。系爭股東常會於 104 年 6 月 29 日開會，經到場股東對系爭 2 議案作成系爭假決議。被上訴人於同年 7 月 14 日寄送系爭假決議及於 104 年 8 月 3 日召開系爭臨時股東會之開會通知予各股東，開會時，50% 股東到場同意系爭假決議而作成系爭決議，為兩造所不爭執。足見系爭股東常會、臨時股東會所為系爭假決議及系爭決議，並未違反公司法第 175 條之規定。上訴人主張系爭假決議及系爭決議不成立或無效，洵屬無據。次查股東對於會議之事項，有自身利害關係致有害於公司利益之虞時，不得加入表決，並不得代理他股東行使其表決權，公司法第 178 條亦有明文。其立法意旨在避免特定股東於行使表決權時因私忘公，致生損害公司或其他股東之利益。該法條所稱「股東對於會議之事項有自身利害關係」，限於因該決議之表決結果會使特定股東「取得權利或免除義務」，或「喪失權利或新負義務」，即決議作成時，將直接導致該特定股東具體之權利義務發生變動，且有損害公司利益之虞，該特定股東始有迴避，不加入表決之必要。公司法第 230 條第 1 項前段規定，董事會應將其所造具之各項表冊，提出於股東常會請求承認。系爭議案核屬股份有限公司每年度均須討論之一般性事務，程序上須經股東會議決而已，尚難逕認王○德等 2 人將因該議案有具體、直接之權利義務變動，而於表決時必須迴避。況王○德等 2 人編造系爭資產負債表等文件倘有不法行為，依同法第 231 條但書規定，並不解除其責任，自不得以王○德等 2 人兼為被上訴人之董事長或董事，謂其對該議案之表決必須迴避。上訴人主張王○德等 2 人應迴避上揭議案之表決而未迴避，該決議之決議方法違法，應予撤銷，亦屬無據。故上訴人先位聲明請求確認系爭假決議、決議不成立或無效，備位聲明請求撤銷系爭決議，為無理由，均不應准許。爰維持第一審所為上訴人敗訴之判決，駁回其上訴。按公司法第 175 條第 1 項規定，出席股東不足前條定額，而有代表已發行股份總數 3 分之 1 以上股東出席時，得以出席股東表決權過半數之同意，為假決議，並將假決議通知各股東，於 1 個月內再行召集股東會。所稱於 1 個月內再行召集股東會，係指於 1 個月內寄發召集股東會之通知而言，非謂應於 1 個月內實際開會。又同法第 178 條前段規定，股東對於會議之事項，有自身利害關係致有害於公司利益之虞時，不得加入表決。所稱有自身利害關係，係指特定股東將因該事項之決議取得權利、免除義務，或喪失權利、新負義務而言。倘無此情事，該特定股東對於該事項即非不得加入表決。原審本此見解為上訴人敗訴之判決，經核於法並無違誤。上訴論旨，指摘原判決違背法令，求予廢棄，非有理由。

據上論結，本件上訴為無理由，依民事訴訟法第 481 條、第 449 條第 1 項、第 78 條，判決如主文。

中 華 民 國 107 年 10 月 11 日

最高法院民事第一庭

審判長法官 陳 國 禎

法官 鄭 雅 萍

法官 吳 青 蓉

法官 陳 靜 芬

法官 陳 真 真

本件正本證明與原本無異

書 記 官

中 華 民 國 107 年 10 月 22 日

歷審裁判

臺灣臺中地方法院 104 年度訴字第 2369 號裁定

臺灣臺中地方法院 104 年度訴字第 2369 號判決

臺灣高等法院 臺中分院 105 年度上字第 161 號判決

臺灣高等法院 臺中分院 105 年度上字第 161 號裁定

最高法院 107 年度台上字第 1666 號判決

最高法院 107 年度台上字第 1666 號判決

相關法條

公司法第 175 條、公司法第 178 條、公司法第 189 條、公司法第 230 條、公司法第 231 條、民事訴訟法第 78 條、民事訴訟法第 449 條、民事訴訟法第 481 條

臺灣高等法院 108 年度上字第 1072 號

【裁判字號】108,上,1072

【裁判日期】民國 109 年 7 月 21 日

【裁判案由】確認董事會決議無效

【裁判內文】

臺灣高等法院民事判決

108 年度上字第 1072 號

上 訴 人 尤慧青

訴訟代理人 方文萱律師

李岳庭律師

李岱穎律師

被 上 訴 人 美麗華城市發展股份有限公司

法定代理人 黃世昌

訴訟代理人 簡維能律師

譚亦蕙律師

洪詒嶸律師

上列當事人間請求確認董事會決議無效事件，上訴人對於中華民國 108 年 5 月 30 日臺灣臺北地方法院 107 年度訴字第 2985 號第一審判決提起上訴，本院於 109 年 6 月 30 日言詞辯論終結，判決如下：

主 文

上訴駁回

第二審訴訟費用由上訴人負擔。

事實及理由

壹、程序方面：

一、按當事人於第二審不得提出新攻擊或防禦方法。但如不許其提出顯失公平者，不在此限，民事訴訟法第 447 條第 1 項第 6 款定有明文。查上訴人於本院言詞辯論時始提出被上訴人於民國 107 年 6 月 21 日召開臨時董事會（下稱 107 年 6 月 21 日臨時董事會）決議違反修正前公司法第 206 條第 3 項（上訴人誤載為現行法第 4 項）準用第 178 條規定，應屬無效之答辯（見本院卷一第 484 頁），固屬新攻擊防禦方法之提出，惟事涉董事會決議方法有效與否之爭執，影響上訴人出席董事會陳述意見、行使職權等權益，揆諸前開說明，自應准許。

二、被上訴人法定代理人原為黃憲文，嗣於 108 年 7 月 17 日變更登記為黃世昌，業據其具狀聲明承受訴訟，並提出被上訴人公司變更登記表為憑（見本院卷一第 253 至 261 頁），核無不合，應予准許。

貳、實體方面：

一、上訴人主張：訴外人美麗華興業有限公司（下稱美麗華興業公司）為被上訴人之法人股東，其推派伊當選被上訴人之法人代表董事。詎被上訴人於 107 年 6 月 18 日晚上 9 時許，以 LINE 訊

息通知訴外人即美麗華娛樂股份有限公司（下稱美麗華娛樂公司）職員施麗淑轉知伊，將於 107 年 6 月 19 日召開臨時董事會（下稱 107 年 6 月 19 日臨時董事會），於 107 年 6 月 19 日上午某時許，派人將 107 年 6 月 19 日臨時董事會開會通知送交無權代伊收受文件之訴外人即伊胞姐尤麗蘋簽收，旋於同日下午 3 時許召開臨時董事會；另被上訴人於 107 年 6 月 21 日上午某時許，派人將記載開會事由「由前日（6/19）董事會決議成立的協商小組報告」之 107 年 6 月 21 日臨時董事會開會通知送交尤麗蘋簽收，旋於同日下午 3 時許召開臨時董事會。兩次臨時董事會之召集不僅未合法送達開會通知，且違反修正前公司法第 204 條第 1 項「應載明事由，於 7 日前通知」規定，決議均屬無效。另大直影城並無被上訴人所稱放映機故障、片商不供應影片及美麗新娛樂股份有限公司（下稱美麗新娛樂公司）造成大直影城營運異常等緊急狀況，被上訴人召開 107 年 6 月 19 日臨時董事會、107 年 6 月 21 日臨時董事會亦與修正前公司法第 204 條第 1 項但書規定不符。其次，107 年 6 月 21 日臨時董事會授權美麗華娛樂公司收回大直影城自營，因為被上訴人與美麗華娛樂公司為母子公司，且美麗華娛樂公司董事即訴外人黃秋香、黃維翊同為被上訴人董事會成員，另名董事張博凱則係被上訴人董事張政雄之子，形同上開 3 名董事自己授權自己，該次會議之決議方法違反修正前公司法第 206 條第 3 項準用同法第 178 條規定，應屬無效。爰依修正前公司法第 204 條第 1 項、同法第 206 條第 3 項準用同法第 178 條規定，求為確認 107 年 6 月 19 日臨時董事會決議、107 年 6 月 21 日臨時董事會決議均無效之判決。

二、被上訴人則以：董事會召集之通知係採發信主義，107 年 6 月 19 日臨時董事會、107 年 6 月 21 日臨時董事會之開會通知，分別於 107 年 6 月 19 日及同年月 21 日送交向來代美麗華興業公司及尤慧青收受信件之尤麗蘋簽收，且送達處所為黃世杰所經營美麗新娛樂公司及美麗華興業公司之實際營業處所。況伊將 107 年 10 月 15 日臨時董事會之開會通知，於 107 年 10 月 12 日送交尤麗蘋簽收，上訴人出席開會，可見尤麗蘋有權替上訴人收受開會通知，已生合法送達之效果。且兩次臨時董事會皆載明討論事由，上訴人應可知悉 107 年 6 月 19 日臨時董事會係因大直影城所生緊急狀況而召開，107 年 6 月 21 日臨時董事會則係就 107 年 6 月 19 日成立之協商小組後續處理狀況為討論決議。再者，美麗華娛樂公司前於 99 年 11 月 1 日委託美麗新娛樂公司經營大直影城，然美麗新娛樂公司卻於 105 年間自行在附近另成立「皇家影城」，美麗華娛樂公司 107 年 5 月 2 日董事會決議終止與美麗新娛樂公司間之服務契約。惟大直影城 6 間影廳放映機於 107 年 6 月 18 日凌晨亮起紅燈顯示異常，有 6 間影廳無法放映影片，美麗華娛樂公司亦無法登入大直影城之 Vista 系統、訂票官網、APP 系統，美麗新娛樂公司遲未回應，被上訴人始緊急召開 107 年 6 月 19 日臨時董事會，並決議由張博凱、黃維翔、黃世昌成立協商小組，與美麗新娛樂公司董事長黃世杰協商，確保大直影城正常營運，然美麗新娛樂公司在協商小組於 107 年 6 月 20 日溝通之際，卻逕自對外公告片商不提供即將上映之電影影片予大直影城，並告知美麗華娛樂公司須自行修復放映機，且自 107 年 6 月 22 日起不再安排任何電影場次，被上訴人只得再次召開 107 年 6 月 21 日臨時董事會，被上訴人召開該兩次臨時董事會皆符合修正前公司法第 204 條第 1 項但書規定等語，資為抗辯。

三、原審為上訴人全部敗訴之判決（原審原告美麗華興業公司已撤回上訴），上訴人聲明全部不服，提起上訴，並上訴聲明：（一）原判決廢棄；（二）確認 107 年 6 月 19 日臨時董事會、107 年 6 月 21 日臨時董事會之決議均無效。被上訴人答辯聲明：上訴駁回。

四、上訴人主張 107 年 6 月 19 日臨時董事會、107 年 6 月 21 日臨時董事會之開會通知未載明開

會事由及合法送達，亦未於 7 日前通知董事及監察人，違反修正前公司法第 204 條第 1 項規定之召集程序瑕疵，該兩次臨時董事會決議均為無效；另 107 年 6 月 21 日臨時董事會因黃秋香、黃維翊身兼被上訴人與美麗華娛樂公司董事，該次決議違反修正前公司法第 206 條第 3 項準用同法第 178 條規定而無效等語，被上訴人固不否認未於 7 日前通知上訴人而召開上開兩次臨時董事會乙節，惟以前詞置辯。茲本院判斷如下：

(一)按確認法律關係之訴，非原告有即受確認判決之法律上利益者，不得提起之，民事訴訟法第 247 條第 1 項定有明文。又所謂即受確認判決之法律上利益，係指法律關係之存否不明確，原告主觀上認其在法律上之地位有不安之狀態存在，且此種不安之狀態，能以確認判決將之除去者而言，若縱經法院判決確認，亦不能除去其不安之狀態者，即難認有受確認判決之法律上利益（最高法院 52 年台上字第 1237 號判例可參）。查，上訴人既為被上訴人之法人代表董事，則被上訴人 107 年 6 月 19 日臨時董事會、107 年 6 月 21 日臨時董事會之開會通知有無合法送達及載明開會事由，攸關上訴人出席表達意見及行使董事職權之權益，其在法律上之地位即有受侵害之危險，而此項危險得以確認之訴予以除去之，是上訴人提起本件確認之訴，應有確認利益。

(二)次按董事會係股份有限公司之業務執行機關，而公司業務之執行及決定，貴在迅速召集全體董事集會討論並作成決議，以掌握商機，苟採到達主義，而於開會前仍須先確定開會通知已否全部到達各董事及監察人，則董事會召集將曠日廢時，貽誤商機，並將因發送召集董事會通知之爭執，而迭陷董事會決議於不確定之狀態，甚至不能執行之窘境，顯不利於公司業務之執行，故董事會會議通知亦應採發信主義，故召集權人於通知發出之時，即生通知之效力，該董事嗣後是否實際收受該通知，要非所問（最高法院 106 年度台上字第 2611 號判決意旨可參）。上訴人主張尤麗蘋無權代其收受 107 年 6 月 19 日臨時董事會、107 年 6 月 21 日臨時董事會之開會通知云云。查，被上訴人將 107 年 6 月 19 日臨時董事會、107 年 6 月 21 日臨時董事會開會通知，分列收件人黃世杰（即被上訴人之董事）、美麗新興業股份有限公司（即被上訴人之監察人，下稱美麗新興業公司）、美麗華興業公司。雖上開通知書之收件人記載為美麗華興業公司，但上訴人既係美麗華興業公司推派當選為被上訴人之法人代表董事，兩者間自有委任之法律關係存在，被上訴人將兩次臨時董事會開會通知送交美麗華興業公司，效力自應及於受美麗華興業公司委任之上訴人。又被上訴人將兩次臨時董事會通知，送至懸掛美麗華開發股份有限公司即美麗華興業公司、美麗新興業公司之實際營業處所，有被上訴人所提出照片可查（見本院卷三第 29 頁）；況尤麗蘋即 Agnes 為上訴人胞姊，其既未拒絕為黃世杰、美麗新興業公司、美麗華興業公司簽收 107 年 6 月 19 日臨時董事會通知，復於相隔 2 日後同樣為其等簽收 107 年 6 月 21 日臨時董事會開會通知，有被上訴人提出之 107 年度郵寄明細附卷為證（見原審卷第 157 頁），而黃世杰身兼美麗華興業公司及美麗新興業公司之法定代理人，嗣黃世杰以訴外人杰昌股份有限公司（下稱杰昌公司）代表董事，與美麗新興業公司之法人監事代表康芳慈，均如期出席兩次臨時董事會並參與表決等情，為兩造所不爭執（見本院卷一第 270 頁），復有 107 年 6 月 19 日臨時董事會（即第 7 屆第 13 次董事會）開會通知暨會議紀錄、107 年 6 月 21 日臨時董事會（即第 7 屆第 14 次董事會）開會通知暨會議紀錄可考（見原審卷第 63、73、461 頁、本院卷二第 167 頁），再佐以尤麗蘋於 107 年 10 月 12 日同樣代美麗華興業公司及黃世杰簽收 107 年 10 月 15 日臨時董事會開會通知，上訴人及黃世杰則均出席該次會議，有 107 年 10 月 15 日臨時董事會開會通知之 107 年度郵寄明細、被上訴人第 7 屆第 16 次董事（臨時）會董事簽到簿在卷可憑（見本院卷二第 59 至 61 頁），

顯見尤麗蘋有代上訴人、黃世杰、美麗新興業公司簽收臨時董事會通知之權限，自己發生送達之效力。是上訴人以被上訴人未合法送達兩次臨時董事會開會通知云云，自不可取。

(三)又按董事會之召集，應載明事由，於 7 日前通知各董事及監察人。但有緊急情事時，得隨時召集之，修正前公司法第 204 條定有明文。復按董事會為股份有限公司之權力中樞，為充分確認權力之合法、合理運作，及其決定之內容最符合所有董事及股東之權益，原應嚴格要求董事會之召集程序、決議方法須符合公司法第 203 條至第 207 條之規定，如有違反，應認為當然無效。惟公司法第 204 條關於董事會之召集應載明事由於 7 日前通知各董事及監察人之規定，其目的無非係以董事會由董事所組成，董事會之召集通知，自應對各董事為之，俾確保各董事均得出席董事會，參與議決公司業務執行之事項。故董事會之召集雖違反上開規定，惟全體董監事倘皆已應召集而出席或列席董事會，對召集程序之瑕疵並無異議而參與決議，尚難謂董事會之召集違反法令而認其決議為無效（最高法院 104 年度台上字第 823 號判決意旨可資參照）。上訴人主張被上訴人未於 7 日前通知召開 107 年 6 月 19 日臨時董事會、107 年 6 月 21 日臨時董事會，且開會通知未詳載開會事由云云，被上訴人固不否認其未於 7 日前將 107 年 6 月 19 日臨時董事會、107 年 6 月 21 日臨時董事會通知上訴人，惟辯以因大直影城發生人事、放映機故障等緊急情事，才會臨時通知開會，且兩次開會通知均已詳載開會事由等語。經查：

(1)被上訴人之子公司美麗華娛樂公司於 99 年 11 月 1 日委託美麗新娛樂公司經營「大直影城」，因美麗新娛樂公司另在附近經營與大直影城業務衝突之「皇家影城」，美麗華娛樂公司於 107 年 3 月 2 日董事會決議重新議定雙方合作事宜，於 107 年 5 月 2 日臨時董事會決議終止與美麗新娛樂公司間之服務契約，並以存證信函通知美麗新娛樂公司等情，有被上訴人提出之美麗華威影城股份有限公司（更名後為美麗新娛樂公司）服務契約、美麗華娛樂公司 107 年度第 4 屆第 7 次 107 年 3 月 2 日董事會會議紀錄、107 年度第 4 屆 107 年 5 月 2 日臨時董事會會議事錄、臺北北安郵局第 169 號存證信函為憑（見原審卷第 159 至 163、171 至 175、177 至 179 頁）。美麗華娛樂公司終止契約後，美麗華娛樂公司員工即負責大直影城技術督導陳璧維、儲備督導郭信璋、副理蕭毓芳於 107 年 6 月 10 日離職；在大直影城擔任全職人員、行政助理、儲備經理、行銷專員、儲備督導、放映技師、機電技師等職務之美麗華娛樂公司員工，則自 107 年 6 月 1 日起至同年 6 月 17 日止陸續離職，有上開人員之離職信可考（見原審卷第 181 至 203 頁）；又大直影城自 107 年 6 月 12 日起，陸續發生電腦系統、網路訂票系統、結帳系統無法登入等故障情事，美麗華娛樂公司經理張博凱乃不斷以電子郵件、LINE，商請美麗新娛樂公司之資訊人員張猛勝協助處理等情，有張博凱與美麗新娛樂公司資訊人員張猛勝於 107 年 6 月 12 日電子郵件、107 年 6 月 15 日之 LINE 對話紀錄附卷可稽（見原審卷第 507 至 515 頁）；另大直影城 6 間電影廳之放映機，於 107 年 6 月 18 日凌晨起，突然無法放映，經張博凱及擔任大直影城放映室工讀生之林嘉駿分別與維修廠商李建富、美麗新娛樂公司營運經理施淑麗及資訊人員張猛勝聯繫未果；嗣張博凱於 107 年 6 月 18 日晚上 8 時 24 分許，以 LINE 訊息通知施淑麗，表示：「EMMA（指施麗淑），大直影城面臨重大危機，已向母公司求助，明天會召開臨時董事會討論。也請您打個招呼。」等情，業經證人林嘉駿、吳櫟汶、李建富於原法院 107 年度重訴字第 893 號事件（下稱另案）107 年 1 月 7 日準備程序證述明確（見原審卷第 517 至 534 頁），復有張博凱與施淑麗於 107 年 6 月 18 日 LINE 對話紀錄、張博凱與張猛勝於 107 年 6 月 18、19 日 LINE 對話紀錄附卷可考（見原審卷第 61 頁、第 539 至 543 頁）。是被上訴人子公司美麗華娛樂公司終止其與美麗新娛樂公司間

委託經營契約後，於召開 107 年 6 月 19 日臨時董事會前，大直影城人事及營運上，確實發生員工離職、電影訂票系統當機及放映器材損壞等情。

(2)被上訴人於 107 年 6 月 19 日臨時董事會開會通知中檢附開會附件，記載：「提案人張博凱」，提案內容：「一、建請董事會授權董事長，依美麗華娛樂（股）公司將大直影城收回自營過程中之實際需求，支援辦理。二、建請討論身兼美麗新娛樂（股）公司董事長之黃世杰先生，適任本公司總經理之適任性。」，並說明：「一、針對提案一：（一）大直影城原委託『美麗新娛樂（股）公司』（以下簡稱「美麗新」）管理，『美麗新娛樂（股）公司』（以下簡稱「美娛」）將大直影城收回自營之過程中，遭受美麗新人員之刻意阻擾與破壞，除製造正職人員之離職潮致人力嚴重短缺外，更遭美麗新將管理影城所必需之系統權限關閉，於 000-0-00 一度面臨無法營業之狀況。自美娛向美麗新預先聲明終止契約以來，不論是現場未取得網路訂票資訊製造成顧客不滿，或是工讀生下班無法登出系統，大大小小的系統異常狀況不斷發生，於今日（6/18）該六個影廳之網路訂票，更雪上加霜，不僅造成美娛之損失，更使現場第一線人員成出氣筒。（二）提案董事受本公司董事會指派，擔任美娛之董事，面對上開嚴重挑戰，有必要將美娛之近況報告董事會，更需要母公司之全力支援，建請決議授權母公司董事長依美娛需求支援辦理，以渡過難關。二、關於提案二：（一）美娛之董事長原為現擔任本公司總經理之黃世杰先生所擔任，黃世杰先生更兼任美麗新之董事長（及原受託管理大直影城之公司），以及大直影城之競爭對手皇家影城之負責人。對於提案一說明所示之交接干擾，美麗新公司董事長黃世杰難以置身事外。（二）黃世杰先生身兼多職，除有利益衝突，更未將時間有效放在本公司，致發生本館 5 樓原華漾餐廳契約到期，而無適合之其他餐廳接上，致大面積空間自三月以來即空置之損失。（三）是實有必要討論黃世杰先生擔任本公司總經理之適任性，以決定是否立即解任其總經理職位，或視其是否確實讓大直影城順利完成交接再為決定。」（見原審卷第 65 至 67 頁）。經被上訴人於召開該次臨時董事會後，決議由張博凱、黃世昌、黃維翊 3 人組成談判小組與美麗新娛樂公司董事長黃世杰協商大直影城之運作問題，有 107 年 6 月 19 日臨時董事會會議紀錄可考（見本院卷二第 167 至 171 頁）。足見 107 年 6 月 19 日臨時董事會開會通知已詳載係因美麗華娛樂公司與美麗新娛樂公司間糾紛及大直影城人事、營運之緊急情事。至上訴人主張大直影城放映機只有 1 臺損壞，且可維修，並不具緊急狀況云云，雖大直影城維修商李建富於另案起初證稱：美麗華戲院有 1 臺放映機故障，請伊去的時候，聽到他們在聊天有 1 臺不能放映，伊有問原因，他們說 ICP 不能用，伊有問原因，林嘉駿說他們有拔過電池，伊判斷資料會遺失，應該是不能用，後來他們有買 ICP 新品，伊有送過去，由美麗華技術人員自行裝上等語（見原審卷第 530 頁），復改證稱：伊記得 106 年 6 月 19 日有回撥電話給大直影城人員，請他們確認是什麼東西壞掉，他們說有幾臺不能放映，機器亮紅燈。他們是直接跟伊說是 ICP 壞掉，伊請他們確認為什麼 ICP 壞掉，美麗華戲院說有好幾片壞掉，伊說怎麼可能，伊手上也沒這麼多片，遂請人先送 1 片過去等語（見原審卷第 531 頁），足認李建富就其前往維修故障放映機之數量事實部分，初稱僅有 1 臺，然後又改稱數臺放映機故障，其證詞前後不一，自難採憑，則上訴人前開主張，應不可取。

(3)被上訴人在 107 年 6 月 21 日臨時董事會開會通知之討論事項記載：「案由：協商小組報告。說明：由前日（6/19）董事會決議成立的協商小組報告」（見原審卷第 69 頁），目的在討論 107 年 6 月 19 日臨時董事會開會後之協商小組之後續處理狀況，然協商小組於 107 年 6 月 19 日成立後，美麗新娛樂公司排片部經理劉鎰旋於 107 年 6 月 20 日以電子郵件向美麗華娛樂公司表

示：「大直影城放映設備目前仍有 5 個廳無法放映，且修復進度未定，故今晚（6/20）18：00 將不會開放任何本週五起場次。……」、「……基於大直影城目前的狀況：1、片商決定不提供大直影城接下來即將上映的『超人特攻隊 2』及『蟻人 2』影片，並請我們及時停止『蟻人 2』的預售活動，本週五（6/22）預計開放預售的『超人特攻隊 2』也會取消……」等語（見原審卷第 205 頁、第 471 頁），足見協商小組成立後，大直影城仍發生無法如期放映影片之情，被上訴人為處理上開緊急情事，並瞭解協商小組處理經過，召開 107 年 6 月 21 日臨時董事會，以維護其營運及消費者權利，實屬妥當。

(4)從而，被上訴人召開 107 年 6 月 19 日、同月 21 日臨時董事會固有未於 7 日前通知上訴人之瑕疵，惟該兩次臨時董事會開會通知均已合法送達上訴人，且召開目的係為處理大直影城人事、營運之緊急情事，自應符合修正前公司法第 204 條第 1 項但書規定。是上訴人主張上開兩次臨時董事會之召集程序違反修正前公司法第 204 條規定，兩次決議均為無效云云，自無可取。

四上訴人主張 107 年 6 月 21 日臨時董事會決議，形同被上訴人 3 名董事黃秋香、黃維翊、張政雄自己授權自己，決議方法違反修正前公司法第 206 條第 3 項準用同法第 178 條規定，應屬無效云云。惟按股東對於會議之事項，有自身利害關係致有害於公司利益之虞時，不得加入表決，並不得代理他股東行使其表決權，修正前公司法第 178 條定有明文。上開規定依修正前同法第 206 條第 3 項規定，於董事會之決議準用之。該法文所謂有自身利害關係，係指特定股東將因該事項之決議取得權利、免除義務，或喪失權利、新負義務而言。倘無此情事，該特定股東對於該事項即非不得加入表決（最高法院 107 年度台上字第 1666 號判決意旨參照）。依 107 年 6 月 21 日臨時董事會會議紀錄記載，8 名董事出席，經表決後有 6 名董事同意：「經協商小組建議擬授權美麗華娛樂董事會全權處理美麗華影城的相關事宜」（見原審卷第 461 頁），該決議與黃秋香、黃維翊身為被上訴人董事之權利義務毫無任何關聯，黃秋香、黃維翊並無因 107 年 6 月 21 日臨時董事會決議而取得或喪失任何權利、免除或新負任何義務。又張政雄參與 107 年 6 月 21 日臨時董事會時，其子張博凱為美麗華娛樂公司之董事，然兩人各自代表不同公司獨立行使職權，毫無關連。上訴人泛稱有董事黃秋香、黃維翊、張政雄未迴避而參與表決，107 年 6 月 21 日臨時董事會決議違反修正前公司法第 206 條第 3 項準用公司法第 178 條規定而無效等語，殊無可取。

五、綜上所述，上訴人主張被上訴人召開 107 年 6 月 19 日臨時董事會及 107 年 6 月 21 日臨時董事會，未合法送達且違反修正前公司法第 204 條第 1 項規定、同法第 206 條第 3 項準用同法第 178 條規定，請求確認上開兩次會議決議均無效，為無理由，不應准許。從而，原審所為上訴人敗訴之判決，並無不合，上訴論旨指摘原判決不當，求予廢棄改判，為無理由，應駁回其上訴。

六、本件事證已臻明確，兩造其餘之攻擊或防禦方法及所用之證據，經本院斟酌後，認為均不足以影響本判決之結果，爰不逐一論列，附此敘明。

七、據上論結，本件上訴為無理由，依民事訴訟法第 449 條第 1 項、第 78 條，判決如主文。

中 華 民 國 109 年 7 月 21 日

民事第四庭

審判長法 官 傅中樂

法 官 周祖民

法 官 趙伯雄

正本係照原本作成。

如不服本判決，應於收受送達後 20 日內向本院提出上訴書狀，其未表明上訴理由者，應於提出上訴後 20 日內向本院補提理由書狀（均須按他造當事人之人數附繕本）上訴時應提出委任律師或具有律師資格之人之委任狀；委任有律師資格者，另應附具律師資格證書及釋明委任人與受任人有民事訴訟法第 466 條之 1 第 1 項但書或第 2 項（詳附註）所定關係之釋明文書影本。如委任律師提起上訴者，應一併繳納上訴審裁判費。

中 華 民 國 109 年 7 月 22 日

書記官 陳韋杉

附註：

民事訴訟法第 466 條之 1（第 1 項、第 2 項）：

對於第二審判決上訴，上訴人應委任律師為訴訟代理人。但上訴人或其法定代理人具有律師資格者，不在此限。

上訴人之配偶、三親等內之血親、二親等內之姻親，或上訴人為法人、中央或地方機關時，其所屬專任人員具有律師資格並經法院認為適當者，亦得為第三審訴訟代理人。

歷審裁判

臺灣臺北地方法院 107 年度訴字第 2985 號裁定

臺灣臺北地方法院 107 年度訴字第 2985 號裁定

臺灣臺北地方法院 107 年度訴字第 2985 號判決

臺灣臺北地方法院 107 年度訴字第 2985 號裁定

臺灣高等法院 108 年度上字第 1072 號裁定

臺灣高等法院 108 年度上字第 1072 號判決

相關法條

公司法第 178 條、公司法第 203 條、公司法第 203-1 條、公司法第 204 條、公司法第 205 條、公司法第 206 條、公司法第 207 條、民事訴訟法第 78 條、民事訴訟法第 247 條、民事訴訟法第 447 條、民事訴訟法第 449 條、民事訴訟法第 466-1 條

臺灣高等法院 104 年度上字第 281 號

【裁判字號】104,上,281

【裁判日期】民國 104 年 7 月 7 日

【裁判案由】撤銷股東臨時會決議

【裁判內文】

臺灣高等法院民事判決

104 年度上字第 281 號

上 訴 人 曄翔投資股份有限公司
樂祺投資股份有限公司

共 同

法定代理人 曾金池

共 同

訴訟代理人 鄭雅芳律師

被上訴人 樂士股份有限公司

法定代理人 施允澤

訴訟代理人 呂偉誠律師

劉緒倫律師

上列當事人間撤銷股東臨時會決議事件，上訴人對於中華民國 103 年 12 月 30 日臺灣臺北地方法院 103 年度訴字第 4429 號第一審判決提起上訴，經本院於 104 年 6 月 23 日言詞辯論終結，判決如下：

主文

上訴駁回。

第二審訴訟費用由上訴人負擔。

事實及理由

一、本件被上訴人法定代理人於上訴後由林榮照變更為施允澤，有公司變更登記表足據（見本院卷第 62 頁），施允澤並具狀聲明承受訴訟（見本院卷第 59 頁），應予准許。

二、上訴人曄翔投資股份有限公司、樂祺投資股份有限公司（下合稱上訴人；或分稱曄翔公司、樂祺公司）主張：曄翔公司、樂祺公司均為被上訴人股東，分別持有股份數 14,000,000 股、33,930,000 股。被上訴人於民國 103 年 5 月 13 日董事會中以償還借款、充實營運資金以改善財務結構為由決議進行股份私募案（下稱系爭私募案）發行新股（下稱系爭私募新股），並將此訊息公告於公開資訊觀測站，復經董事會將系爭私募案提出於 103 年 6 月 30 日股東常會（下稱 103 年股東常會），因系爭私募新股之應募人均為被上訴人之自然人董事、監察人及其所代表之法人股東，刻意排除法人股東即曄翔公司指派之自然人董事曾金池、黃宋丞，且系爭私募案決定之應募價格為每股新臺幣（下同）2.67 元，遠低於決議當時被上訴人公司每股市價 3.33 元，且系爭私募案發行股份之權利義務均與已發行之普通股相同，如予以執行，顯有害於公司之利益，故於同年 7 月 28 日召開董事會（下稱系爭董事會）時，董事曾金池、黃宋丞當場表示反對之意，然被上訴人其餘董事仍決議於 103 年 8 月 11 日以每股價格 2.67 元私募 50,000,000 股而執行系爭私募案（下稱系爭董事會決議），且最終應募人即為曾金池、黃宋丞以外全體董事、監察人及所代表法人股東，系爭董事會決議顯然違反公司法第 206 條第 3 項準用第 178 條規定而無效，亦即

系爭私募新股不存在，自無股東權可得行使，然被上訴人於 103 年 9 月 30 日召開 103 年度第 2 次股東臨時會（下稱系爭股東臨時會），於該次會議中討論修訂章程、減資彌補虧損等議案（下稱系爭股東臨時會決議）。依系爭股東臨時會當日被告公司公佈之出席股份數，上午 8 時 55 分許出席股份總數為 202,301,977 股，上午 9 時 43 分許出席股份總數為 202,721,977 股，然其中 50,000,000 股實為系爭私募新股，不得加入表決，系爭股東臨時會之決議方法有瑕疵等情，依公司法第 189 條規定求為撤銷系爭股東臨時會決議之判決。經原審判決駁回，上訴人提起上訴，聲明：（一）原判決廢棄。（二）系爭股東臨時會之決議應予撤銷。

三、被上訴人則以：關於系爭私募案，伊先於 103 年 5 月 13 日董事會列為當日討論事項第 5 案，說明系爭私募案之私募價格擬不低於參考價格之八成，而參考價格以 103 年 5 月 13 日董事會前 30 個營業日平均價格計算，參考價格為 3.15 元，私募價格暫訂為 2.52 元，實際定價授權董事會視日後洽特定人情形辦理，應募人建議名單為群家投資股份有限公司、群捷投資股份有限公司、林榮照、蕭家松、楊邦寬、邱春兆、陳明瑩、陳虹元、賴碧君、詠興投資有限公司、蔡耀仁、賴慧娥、陳芳娜等 13 人（下稱群家公司等 13 人），該討論案經出席董事無異議通過；再於同年 6 月 30 日召集之股東常會開會通知第 2 點記載系爭私募案之內容，列為該次股東常會討論事項第 6 案，經全體出席股東當場投票表決結果，以過半數以上同意而決議通過系爭私募案；伊依據 103 年股東常會之決議復於同年 7 月 28 日召開系爭董事會，討論系爭私募案發行新股定價及應募人名單，於討論過程中，董事曾金池雖表示：建議將系爭私募案之每股價格提高至 3.33 元，如應募人無意願，曄翔公司願全數認購云云，然因曄翔公司如欲成為系爭私募案之應募人，依公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項相關規定，應於公司股東會通知書載明始得認購系爭私募新股，當場由主席說明，後經出席董事表決結果，決議依原系爭私募案通過。系爭董事會決議係依據 103 年股東常會通過之決議案辦理，並無違反該次股東常會之決議，亦無損害公司之利益；且公司已發行總股份數為 299,708,922 股，縱使扣除系爭私募新股 50,000,000 股不計入，其餘已發行總股份數 249,708,922 股，系爭股東臨時會出席股權數 202,721,977 股，扣除系爭私募新股後仍有 152,721,977 股，已超過其餘已發行股份總數一半，故系爭股東臨時會之召集程序仍屬合法，且系爭股東臨時會討論事項第 1 至 3 案之贊成權數縱扣除系爭私募新股不計入，仍未影響前揭議案決議之結果，顯見上訴人請求撤銷系爭股東臨時會決議並無理由等語，資為抗辯。並答辯聲明：上訴駁回。

四、查：曄翔公司、樂祺公司均為被上訴人股東，分別持有股份數 14,000,000 股、33,930,000 股，曄翔公司並指派曾金池、黃宋丞為被上訴人董事。被上訴人於 103 年 5 月 13 日董事會中將系爭私募案列為當日討論事項第 5 案，說明系爭私募案之私募價格擬不低於參考價格之八成，而參考價格以 103 年 5 月 13 日董事會前 30 個營業日平均價格計算，參考價格為 3.15 元，私募價格暫訂為 2.52 元，實際定價授權董事會視日後洽特定人情形辦理，應募人建議名單為群家公司等 13 人，該討論案經出席董事無異議通過，再於 103 年股東常會通知第 2 點記載系爭私募案之內容，列為該次股東常會討論事項第 6 案，經全體出席股東當場投票表決結果，以過半數以上同意而決議通過系爭私募案，系爭董事會乃就私募 50,000,000 股，每股價格 2.67 元，以 103 年 8 月 11 日為增資基準日進行討論，會議過程中曾金池提議將私募價格增訂為每股 3.33 元，然出席董事 6 位同意原案，曾金池、黃宋丞反對原案，系爭董事會乃決議按原案通過，被上訴人復於 103 年 9 月 30 日召開系爭股東臨時會，當日出席股份總數為 202,721,977 股，上訴人於系爭股東臨時會

出席，並當場對股東臨時會決議方法表示異議等情，為兩造所不爭，並有被上訴人公司變更登記表、103年5月13日董事會議事錄、103年股東常會議事錄、系爭董事會議事錄、系爭股東臨時會議事錄在卷可參（見原審卷第39-43、54-91、105-107頁），堪信為真。上訴人主張系爭董事會決議違反公司法第206條第3項準用第178條規定而無效，系爭私募新股不得加入表決，系爭股東臨時會之決議方法有瑕疵云云，為被上訴人所否認。從而，本件所應審究者厥為：（一）系爭董事會決議是否違反公司法第206條第3項準用第178條規定而無效？（二）上訴人依公司法第189條規定請求撤銷系爭股東臨時會之決議，有無理由？茲分述如下：

（一）系爭董事會決議是否違反公司法第206條第3項準用第178條規定而無效？

1.上訴人主張：系爭董事會決議私募股數及價格時，出席董事對於討論之議案有利害關係致有害於公司利益之虞而應迴避，卻仍逕行參與投票表決，致決議應募價格為每股2.67元，遠低於當時被上訴人每股市價3.33元，致有侵害公司利益之虞，故系爭董事會決議應為無效等情；被上訴人則辯稱：系爭董事會所決議定價為每股2.67元，高於103年股東常會所暫定之2.52元甚多，並無違反系爭股東會所決議之定價規定，亦無損害於公司利益之情形等語。

2.按股東對於會議之事項，有自身利害關係致有害於公司利益之虞時，不得加入表決，並不得代理他股東行使其表決權，公司法第178條定有明文，上開規定依同法第206條第3項規定為董事會決議所準用。又該條所謂「有自身利害關係致有害於公司利益之虞」，係指會議之事項，其決議對股東或董事自身有直接具體之權利義務之變動，將使該股東或董事特別取得權利、或免除義務、或喪失權利、或新負義務，並致公司利益有受損害之可能而言。若股東對會議事項之決議，並無直接具體之權利義務之變動，並無特別取得權利、或免除義務、或喪失權利、或新負義務之情事，或無致公司利益有受損害之可能者，該股東即無迴避，不加入表決之必要。經查，被上訴人先於103年5月13日董事會將系爭私募案列為當日討論事項第5案，說明系爭私募案之私募價格擬不低於參考價格之八成，而參考價格以103年5月13日董事會前30個營業日平均價格計算，參考價格為3.15元，私募價格暫訂為2.52元，實際定價授權董事會視日後洽特定人情形辦理，應募人建議名單為群家公司等13人，該討論案經出席董事無異議通過；再於103年股東常會開會通知第2點記載系爭私募案之內容，列為該次股東常會討論事項第6案，經全體出席股東當場投票表決結果，以過半數以上同意而決議通過系爭私募案等情，已如前述。參諸證券交易法第43條之6規定，公開發行股票之公司，本得對該公司或其關係企業之董事、監察人及經理人，進行有價證券之私募，即系爭私募案以群家公司等13人為應募人，與前開規定無違。復以，系爭私募案既經103年股東常會決議通過並將私募價格暫訂為2.52元，且未經撤銷，系爭董事會依上開股東常會決議，以每股價格2.67元私募50,000,000股而執行系爭私募案，該私募價格之決定，旨在確立應募者取得私募股票之代價，並未使該董事特別取得權利、或免除義務、或喪失權利、或新負義務，而有直接具體之權利義務之變動，本非公司法第178條所謂「有自身利害關係致有害於公司利益之虞」，況倘依上訴人所言，董事本身為私募股票之應募人時，對於私募價格之決定即為「有自身利害關係致有害於公司利益之虞」而應迴避，則若全體董事均為應募人，全體董事於股東會通過私募案而應決定私募價格之董事會議，均應迴避，形同無人得參與表決，該私募案即無從進行，顯非合理。

3.再查，上訴人雖主張系爭董事會決議應募價格為每股2.67元，遠低於當時被上訴人每股市價3.33元，致有侵害公司利益之虞云云。然查，上開決議之應募價格每股2.67元，已高於股東臨

時會暫訂之 2.52 元價格，難認有何侵害公司之情事。況被上訴人曾於 102 年進行私募，當時每股參考價格為 2.24 元，私募價格訂為 2 元，然無人應募，有被上訴人提出之 102 年股東常會議事錄、102 年 7 月 30 日董事會議事錄可參（見本院卷第 77-89 頁），且為上訴人所不爭執，則被上訴人公司既曾出現私募價格已低於參考價格之情況下猶無人應募之情況，上訴人未能證明本件將應募價格訂為市價即每股 3.33 元仍有應募人願意應募，即主張系爭董事會決議將私募價格訂為 2.67 元有侵害公司利益之虞，已屬無據。再按「有價證券私募之應募人及購買人除有左列情形外，不得再行賣出：一、第四十三條之六第一項第一款之人持有私募有價證券，該私募有價證券無同種類之有價證券於證券集中交易市場或證券商營業處所買賣，而轉讓予具相同資格者。二、自該私募有價證券交付日起滿一年以上，且自交付日起第三年期間內，依主管機關所定持有期間及交易數量之限制，轉讓予符合第四十三條之六第一項第一款及第二款之人。三、自該私募有價證券交付日起滿三年。四、基於法律規定所生效力之移轉。五、私人間之直接讓受，其數量不超過該證券一個交易單位，前後二次之讓受行為，相隔不少於三個月。六、其他經主管機關核准者。」，證券交易法第 43 條之 8 定有明文。

足見私募之有價證券在轉讓時受有較多之限制，本難期應募人願以接近市價之參考價格參加私募，上訴人前揭主張，即非有據。上訴人又主張：系爭董事會開會時，董事曾金池曾表示建議將系爭私募案之每股價格提高至 3.33 元，如應募人無意願，曄翔公司願全數認購云云，然按公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項第 4 項第 2 款第 1 目規定：「公開發行公司依本（證券交易）法第四十三條之六私募有價證券，除普通公司債得依同條第三項經董事會決議外，應依同條第六項規定於股東會召集事由中列舉下列相關事宜，並於股東會充分說明：（二）特定人選擇方式：1.應募人如為公司內部人或關係人者，應於董事會中充分討論應募人之名單、選擇方式與目的、應募人與公司之關係，並於股東會召集事由中載明，未符前揭規定者，前揭人員嗣後即不得認購。所訂私募普通股每股價格不得低於參考價格之八成；所訂私募特別股、轉換公司債、附認股權特別股、附認股權公司債、員工認股權憑證之發行價格不得低於理論價格之八成。」，系爭私募案之應募人名單為群家公司等 13 人，曄翔公司非名單中人，本不得參與本次認購，自不得以曾金池上開陳述，即認系爭私募案以市價 3.33 元應募，能完成私募。

4.至上訴人主張系爭私募案發行股份之權利義務均與已發行之普通股相同，如予以執行，顯有害於公司之利益云云，然系爭私募新股既為普通股，除股份轉讓時受有相當之限制如前述外，其權利義務與已發行普通股相同，自屬當然，無損於公司之利益，況系爭私募案之目的本為償還借款、充實營運資金以改善財務結構及投資新事業，此有 103 年 5 月 13 日董事會討論事項第 5 案之說明資料可佐（見原審卷第 61 頁），對公司實有相當利益，而系爭私募案更經 103 年度股東常會決議通過，系爭董事會就該決議完成私募股數及價格之決定，以利公司執行系爭私募案，要無損害公司利益之虞。

5.綜上，參與系爭董事會之董事就決議事項，並未使該董事特別取得權利、或免除義務、或喪失權利、或新負義務，而有直接具體之權利義務之變動，亦無致公司利益有受損害之可能，自無公司法第 178 條所謂「自身利害關係致有害於公司利益之虞」之情，上訴人主張系爭董事會決議違反公司法第 206 條第 3 項準用第 178 條規定而無效，即無足採。

（二）系爭董事會決議既非無效如上述，系爭私募新股自有表決權，上訴人以系爭私募新股無表決權而加入系爭股東臨時會之表決為由，主張系爭股東臨時會之決議方法有瑕疵，依公司法第

189 條規定請求撤銷系爭股東臨時會之決議，即無理由。況按法院對於公司法第 189 條撤銷決議之訴，認為其違反之事實非屬重大且於決議無影響者，得駁回其請求，同法第 189 條之 1 定有明文。查被上訴人公司於 103 年 9 月 30 日計算之已發行股份數為 299,708,922 股，縱使扣除系爭私募新股股權 50,000,000 股，其餘已發行總股份數仍有 249,708,922 股，系爭股東臨時會出席股權數 202,721,977 股，扣除系爭私募新股後仍有 152,721,977 股，已超過其餘已發行股份總數之半數，且系爭股東臨時會討論事項第 1 至 3 案表決結果贊成權數均為 153,744,343 股，是各案所示贊成權數縱扣除系爭私募新股不計入，表決結果之贊成權數仍逾出席股權數之半數，並未影響前揭各議案決議之結果，上訴人對此亦不爭執（見本院卷第 119 頁反面），依首揭說明，顯見上訴人請求撤銷系爭股東臨時會決議仍無理由，應予駁回。

五、綜上所述，上訴人依公司法第 189 條規定，請求撤銷系爭股東臨時會決議，非屬正當，不應准許。從而，原審所為上訴人敗訴之判決，並無不合。上訴論旨指摘原判決不當，求予廢棄改判，為無理由，應駁回其上訴。

六、本件事證已臻明確，兩造其餘之攻擊或防禦方法及所用之證據，經本院斟酌後，認為均不足以影響本判決之結果，爰不逐一論列，附此敘明。

七、據上論結，本件上訴為無理由。依民事訴訟法第 449 條第 1 項、第 78 條，判決如主文。

中 華 民 國 104 年 7 月 7 日

民事第九庭

審判長法 官 黃熙嫣

法 官 李昆曄

法 官 黃炫中

正本係照原本作成。

如不服本判決，應於收受送達後 20 日內向本院提出上訴書狀，其未表明上訴理由者，應於提出上訴後 20 日內向本院補提理由書狀（均須按他造當事人之人數附繕本）上訴時應提出委任律師或具有律師資格之人之委任狀；委任有律師資格者，另應附具律師資格證書及釋明委任人與受任人有民事訴訟法第 466 條之 1 第 1 項但書或第 2 項（詳附註）所定關係之釋明文書影本。如委任律師提起上訴者，應一併繳納上訴審裁判費。

中 華 民 國 104 年 7 月 8 日

書記官 高瑞君

附註：

民事訴訟法第 466 條之 1（第 1 項、第 2 項）：

對於第二審判決上訴，上訴人應委任律師為訴訟代理人。但上訴人或其法定代理人具有律師資格者，不在此限。

上訴人之配偶、三親等內之血親、二親等內之姻親，或上訴人為法人、中央或地方機關時，其所屬專任人員具有律師資格並經法院認為適當者，亦得為第三審訴訟代理人。

歷審裁判

臺灣臺北地方法院 103 年度訴字第 4429 號判決

臺灣臺北地方法院 103 年度訴字第 4429 號裁定

臺灣高等法院 104 年度上字第 281 號判決

相關法條

公司法第 178 條、公司法第 189 條、公司法第 189-1 條、公司法第 206 條、民事訴訟法第 78 條、民事訴訟法第 449 條、民事訴訟法第 466-1 條、證券交易法第 43-6 條、證券交易法第 43-8 條

臺灣高等法院 105 年度重上字第 973 號

【裁判字號】105,重上,973

【裁判日期】民國 106 年 11 月 15 日

【裁判案由】損害賠償等

【裁判內文】

臺灣高等法院民事判決

105 年度重上字第 973 號

上 訴 人 幸福人壽保險股份有限公司

法定代理人 清理人財團法人保險安定基金清理小組召集人謝良
謹

訴訟代理人 范瑞華律師

王之穎律師

被上訴人 鄧文聰

潘善建

共 同

訴訟代理人 劉慧君律師

鄧依仁律師

陳碧瑩律師

被上訴人 李廣進

訴訟代理人 謝文倩律師

陳怡君律師

上列當事人間請求損害賠償等事件，上訴人對於中華民國 105 年 9 月 19 日臺灣臺北地方法院 104 年度重訴字第 784 號第一審判決提起上訴，並為訴之追加，本院於 106 年 10 月 18 日言詞辯論終結，判決如下：

主文

上訴及追加之訴均駁回。

第二審訴訟費用（含追加之訴部分）由上訴人負擔。

事實及理由

甲、程序方面按在第二審為訴之變更或追加，非經他造同意，不得為之，但請求之基礎事實同一者，不在此限，民事訴訟法第 446 條第 1 項、第 255 條第 1 項第 2 款定有明文。本件上訴人於原審係依公司法第 23 條、第 34 條、民法第 544 條、第 227 條、第 184 條第 1 項前段、第 2 項、第 185 條之規定，請求被上訴人潘善建、李廣進、鄧文聰（下均逕稱其姓名，合稱被上訴人）各應給付新台幣（下同）1,179 萬 6,452 元及自民國 104 年 1 月 27 日起算法定遲延利息，且被上訴人間就上開給付為不真正連帶關係。原審判決上訴人敗訴，上訴人不服，提起上訴後，將上開依公司法第 23 條、第 34 條、民法第 544 條、第 227 條第 1 項規定之請求，改列為先位之訴，另追加提起備位之訴，主張若認被上訴人均未構成契約或公司法上損害賠償責任，即依民法第 184 條第 1 項前段、第 2 項、第 185 條第 1 項前段規定，請求被上訴人應就上開金額，負連帶給付之責。經核上訴人追加備位之訴仍係基於因購買系爭房地（詳後述）而對於被上訴人所為之請求，其請求之基礎事實與原訴實屬同一，依前開說明，無須經被上訴人同意，應予准許，合先敘明。

乙、實體方面一、上訴人主張：伊公司不動產投資一部於 101 年 5 月 8 日製作簽呈（下稱系爭簽呈），建議以每坪 490 萬元、總價 9,800 萬元之價格購買臺北市○○區○○段○○段 000 地號土地（權利範圍 66116/109800，下稱系爭土地）及其上臺北市○○街 00 號 1 樓之 21、1 樓之 22、2 樓之 8、3 樓之 10、7 樓之 24 等 5 戶房屋（與系爭土地合稱系爭房地），經該部門協理潘善建、伊公司副總經理李廣進、董事長鄧文聰簽核後，於 101 年 6 月 8 日與訴外人邱創豐就系爭房地簽訂不動產買賣契約書（下稱系爭買賣契約）。然瑞普國際不動產估價師事務所（下稱瑞普事務所）鑑估系爭土地正常價格僅為每坪 421.5 萬元，況系爭土地共有人達 21 人，整合不易，被上訴人卻未思慮及此，而怠忽職責、違背善良管理人注意義務，逕簽核通過系爭房地投資案，致伊公司當年度進行會計查核時，遭會計師認定購買價格明顯高於正常價格，無法反應系爭房地實際價值，因而提列交易損失 1,179 萬 6,452 元；更遭金融監督管理委員會（下稱金管會）裁罰 180 萬元。為此，爰先位依公司法第 23 條、第 34 條、民法第 544 條、第 227 條第 1 項之規定，求為命被上訴人各應給付 1,179 萬 6,452 元及加計自 104 年 1 月 27 日起算法定遲延利息，且被上訴人間就上開給付為不真正連帶關係之判決；備位依民法第 184 條第 1 項前段、第 2 項、第 185 條第 1 項前段之規定，求為命被上訴人連帶給付 1,179 萬 6,452 元及加計自 104 年 1 月 27 日起算法定遲延利息之判決（原審為上訴人敗訴之判決，上訴人不服，提起上訴，並為訴之追加。）。並於本院(一)上訴聲明：1.原判決廢棄。2.鄧文聰、潘善建、李廣進應各給付上訴人 1,179 萬 6,452 元，及自 104 年 1 月 27 日起至清償日止，按年息 5%計算之利息。3.前開給付，任一被上訴人已為全部或一部給付者，其餘被上訴人於清償範圍內，即免給付義務。4.願供擔保，請准宣告假執行。(二)追加（即備位）之訴聲明：1.被上訴人應連帶給付上訴人 1,179 萬 6,452 元，及自 104 年 1 月 27 日起至清償日止，按年息 5%計算之利息。2.願供擔保，請准宣告假執行。

二、鄧文聰、潘善建則以：伊等主觀上並無損害上訴人或圖謀自己利益之意圖，基於經營判斷法則，法院原則上不得事後審查經營者之各項商業決策。況西門町土地釋出稀有，捷運松山線即將通車，系爭房地周邊成交價格約每坪 433.7 萬元至 1,578 萬元，短期內可獲租金收益，都市更新整合開發後尚有可觀利潤，上訴人以每坪 490 萬元購入系爭土地，並非不合理。又依會計原則提列減損，並非實際已生損失，上訴人應就其主張所受損害及得以低價購得系爭房地乙節，負舉證之責。另伊等僅係受僱員工，且已遭資遣，目前僅靠微薄勞保年金過活，縱須負賠償責任，亦應依民法第 218 條規定減輕賠償責任。此外，縱認上訴人受有損害，侵權行為請求權亦罹於時效而消滅，且依損益相抵原則扣除系爭房地歷來租金收益及臺中市烏日區光日段土地（下稱烏日區土地）獲利後，已無損害等語，資為抗辯。並於本院答辯聲明：(一)上訴及追加之訴均駁回。(二)如受不利判決，願供擔保請准宣告免為假執行。

三、李廣進則以：系爭房地投資案係由上訴人公司不動產投資一部於 101 年 5 月 8 日檢附相關資料會簽各單位，且經法務室進行確認，伊審閱相關資料後，認無不當之處始會簽，並代理總經理簽核「擬提不動產投資審查會議討論」，經投資審查會議討論決議送董事長裁示，再經鄧文聰審閱核可、董事會追認，是伊已善盡職責，並無違反忠實義務及善良管理人注意義務。又系爭房地投資案既經上訴人最高業務執行機關董事會追認通過，縱有損害，應自負最大之過失責任，伊僅係受薪員工負責初步審查，應依民法第 217 條規定予以減輕或免除賠償責任。另伊僅為受薪階級，年逾 60 歲，更於 104 年 3 月 31 日遭資遣，若遭求償千餘萬元，將無以維生，亦應依民法第 218 條規定減輕賠償責任。此外，上訴人所主張之侵權行為請求權已罹於時效而消滅，且依損

益相抵原則扣除系爭房地歷年租金收益及烏日區土地獲利後，已無損害等語，資為抗辯。並於本院答辯聲明：(一)上訴及追加之訴均駁回。(二)如受不利判決，願供擔保請准宣告免為假執行。四、上訴人主張被上訴人故意或過失未盡善良管理人之注意義務，而簽核系爭房地投資案，致伊因簽訂系爭買賣契約，遭受提列交易損失 1,179 萬 6,452 元，伊自得依公司法第 23 條、第 34 條、民法第 544 條、第 227 條第 1 項之規定，先位請求被上訴人就上開損失負不真正連帶賠償責任；以及依民法第 184 條第 1 項前段、第 2 項、第 185 條第 1 項前段之規定，備位請求被上訴人如數連帶賠償等語，為被上訴人所否認，並以前揭情詞置辯。經本院於 106 年 10 月 18 日與兩造整理並協議簡化之爭點為（見本院卷(三)第 297 頁反面至 298 頁）：

(一)潘善建、李廣進會簽系爭簽呈時，與上訴人間究係委任關係，抑或僱傭關係？

(二)被上訴人會簽系爭簽呈，是否係執行職務，未盡善良管理人之注意義務？處理委任事務有無過失？是否不完全給付？上訴人是否受有 1,179 萬 6,452 元之損害？

(三)被上訴人是否共同因故意或過失不法侵害上訴人之權利？是否共同違反保護他人之法律（即保險法第 148 條之 3 第 1 項規定）？

(四)上訴人就損害之發生是否與有過失？本件有無損益相抵之適用？有無民法第 218 條規定之適用？

(五)上訴人之侵權行為損害賠償請求權是否已罹於時效？

五、茲論述如下：

(一)按公司之經理人或清算人，股份有限公司之發起人、監察人、檢查人、重整人或重整監督人，在執行職務範圍內，亦為公司負責人。公司得依章程規定置經理人，其委任、解任及報酬，於股份有限公司應由董事會以董事過半數之出席，及出席董事過半數同意之決議行之。經理人之職權，除章程規定外，並得依契約之訂定。經理人在公司章程或契約規定授權範圍內，有為公司管理事務及簽名之權，公司法第 8 條第 2 項、第 29 條第 1 項第 3 款、第 31 條分別定有明文。是股份有限公司應經董事會以董事過半數之出席，及出席董事過半數同意之決議委任經理人，經理人之職權除公司章程外，亦得依契約定之。又公司設置協理，乃受公司之任命，以輔佐總經理或經理。協理既在輔佐總經理或經理，其執行職務自應受總經理或經理之指揮監督，為公司處理一定事務之人，非僅為公司服勞務之人，故公司與協理間為委任關係，而非僱傭關係（最高法院 97 年度台上字第 2351 號判決意旨參照）。經查：

1.鄧文聰、李廣進、潘善建分別自 97 年 6 月、100 年 8 月、97 年 9 月間起擔任上訴人公司董事長、副總經理及不動產投資一部協理，為兩造所不爭執（見本院卷(一)第 92 頁反面），且有上訴人公司董事會會議紀錄、從業人員人事資料表在卷可稽（見原審卷(一)第 10 至 14 頁）。又上訴人公司章程第 32 條前段、第 33 條規定，由董事會以董事過半數之出席，及出席董事過半數同意之決議，委任總經理 1 人，副總經理、協理及經理 5 人以上。總經理秉承董事長、副董事長之命依董事會之決議綜理本公司之業務，副總經理、協理及其他經理人應輔佐總經理執行公司之業務，亦有上訴人公司 100 年 12 月 5 日第 17 次修訂之章程附卷可憑（見本院卷(三)第 168 至 170 頁），足見上訴人公司副總經理、協理係經董事會議通過聘任，非由總經理依章程第 34 條規定選任，核與一般僱傭人員之聘用方式不同。另上訴人公司不動產投資一部協理於取得或處分不動產作業之審查案件及投資標的鑑估、出具開發案可行性分析報告、交易條件之適法性及法律程式等事項，有核定之權，另於取得或處分不動產作業之簽擬交易條件、案件核准、取得或處分不動產處理程

序之訂定與修正、取得不動產買賣契約之擬訂、取得或處分不動產策略及業務規劃、取得或處分不動產作業流程之檢討、取得或處分不動產作業收益及風險評估，以及行政業務之年度不動產開發策略、預算與投資組合之擬定、公司其他重大不動產開發決定，具有核轉之權，且上訴人公司不動產投資審查會議（下稱投審會）成員包括總經理、督導副總經理、不動產開發部主管、法務室主管及放款部主管，有上訴人公司不動產投資一部業務分層負責表、取得或處分不動產處理程序（下稱上訴人公司不動產處理程序）在卷可佐（見本院卷(一)第 58 至 63 頁）。此外，潘善建擔任上訴人公司不動產開發部及不動產投資部協理期間，為上訴人公司不動產投資業務之最高主管；李廣進擔任上訴人公司副總經理，統管專案投資部、證券投資部、資金管理部、國外股票投資部、不動產投資一部及二部等部門，有上訴人公司組織圖可按（見原審卷(一)第 220 頁），其等經上訴人依公司章程第 33 條規定，授權於不動產投資之職務範圍內為上訴人處理事務，負責統籌公司所有不動產投資案之規畫、提案、核定及執行，自具有相當之裁量職權，應堪認定。由此可知，潘善建、李廣進之職權範圍包括參與上訴人公司之年度不動產開發策略、預算與投資組合之擬定及其他重大不動產開發決定，審查不動產投資標的、分析不動產開發案可行性、交易條件之適法性及法律程式等，揆諸上開說明，潘善建、李廣進於執行上開職務範圍內，即為上訴人公司之負責人。

2.至潘善建嗣經上訴人於 102 年 6 月 20 日以第九屆第十九次董事會決議解除潘善建不動產投資一部經理人職務，並改僱為不動產投資一部業務委員，為兩造所不爭執（見本院卷(三)第 224 頁反面）。上訴人於 103 年 8 月 12 日經財團法人保險安定基金（下稱安定基金）接管後，縱以業務減縮及虧損為由資遣潘善建、李廣進，並於潘善建所提起原法院 104 年度勞訴字第 119 號確認僱傭關係存在事件（下稱另案確認僱傭關係事件）、勞資爭議調解程序中不爭執其與潘善建、李廣進間係屬僱傭關係（見原審卷(二)第 9 至 13 頁），亦不生影響潘善建於擔任上訴人公司不動產投資一部協理、李廣進擔任上訴人公司副總經理期間，與上訴人公司間係委任關係。是以潘善建以另案確認僱傭關係事件之調解紀錄及言詞辯論筆錄（見原審卷(一)第 253 至 259 頁）、李廣進以上開調解紀錄為據，辯稱其等與上訴人間係僱傭關係云云，尚無足採。

(二)次按公司負責人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，如有違反致公司受有損害者，負損害賠償責任；經理人不得變更董事或執行業務股東之決定，或股東會或董事會之決議，或逾越其規定之權限；經理人因違反法令、章程或前條之規定，致公司受損害時，對於公司負賠償之責。因可歸責於債務人之事由，致為不完全給付者，債權人得依關於給付遲延或給付不能之規定行使其權利。受任人處理委任事務，應依委任人之指示，並與處理自己事務為同一之注意，其受有報酬者，應以善良管理人之注意為之。受任人因處理委任事務有過失，或因逾越權限之行為所生之損害，對於委任人應負損害賠償責任。公司法第 23 條第 1 項、第 33 條、第 34 條、民法第 227 條第 1 項、第 535 條、第 544 條分別定有明文。所謂善良管理人義務即依交易上一般觀念，認為有相當知識經驗及誠意之人應盡之注意。而所謂忠實義務，即公司負責人因受公司股東信賴而委以特殊優越之地位，故於執行業務時，自應本於善意之目的，著重公司之利益，依公司規定之程序做出適當之經營判斷，避免自身利益與公司利益相衝突。

忠實義務大致可歸納為二種類型，一為禁止利益衝突之規範理念，一為禁止奪取公司利益之理念。為促進企業積極進取之商業行為，應容許公司在經營上或多或少之冒險，司法應尊重公司經營專業判斷，以緩和企業決策上之錯誤或嚴格之法律責任追究，並降低法律對企業經營之負面牽制，

此即為美國法上所稱「商業判斷法則」(business judgment rule)，應可作為判斷公司負責人是否已盡善良管理人注意義務之參考。詳言之，法院不應立即事後猜測(second guess)而予以違法之認定，即使該經營決定是一個錯誤，而且其結果也確實讓公司因此遭受虧損，公司負責人亦不因此而負賠償責任，除非得以證明公司負責人於作成行為之當時，係處於『資訊不足』之狀況，或係基於『惡意』所作成，或參與作成決定者係具有重大利益衝突之關係等。當公司負責人之行為符合：(1)對於經營判斷之事項不具利害關係。(2)就經營判斷事項之知悉程度，為其在當時情況下合理相信為適當者。(3)合理相信其經營判斷符合公司最佳利益，而基於善意作出經營判斷時，即認其已滿足應負之注意義務。查上訴人公司不動產投資一部承辦人即訴外人李建興於 101 年 5 月 8 日擬具系爭簽呈，擬以每坪 490 萬元、總價 9,800 萬元之價格購買系爭房地，經部門主管潘善建、訴外人即法務室劉松炎、副總經理李廣進簽核，由訴外人即代理總經理郭明枝召開投審會於 101 年 5 月 29 日討論通過，董事長鄧文聰於 101 年 6 月 4 日核決，為兩造所不爭執（見本院卷(一)第 92 頁反面至 93 頁），且有系爭簽呈、101 年 5 月 29 日投審會議紀錄附卷可稽（見原審卷(一)第 99 至 113 頁）。經查：

1.按保險業對不動產之投資，以所投資不動產即時利用並有收益者為限；其投資總額，除自用不動產外，不得超過其資金百分之三十。但購買自用不動產總額不得超過其業主權益之總額。保險業不動產之取得及處分，應經合法之不動產鑑價機構評價。保險法第 146 條之 2 定有明文。又依金管會 100 年 2 月 24 日金管保財字第 10002502291 號函釋：「二保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則如下：(一)不動產達可使用狀態且已利用，並有合理之投資報酬率者，可認定為即時利用並有收益。但不包括以素地作為停車場、出租廣告或搭建其他未經合法編釘門牌號碼建物使用之情形。(二)前款所稱合理之投資報酬率以不動產出租率達百分之六十（出租面積／持有面積）且年化收益率（年化收益／帳面價值）不低於中華郵政股份有限公司牌告二年期郵政定期儲金機動利率加二碼為準。」（見本院卷(三)第 274 頁）又依上訴人公司不動產處理程序第 6 條規定：「本公司取得或處分不動產或其他固定資產應以下列方式評估及決定價格：一評估應由執行單位簽報送交相關部門，評估其必要性或合理性。二價格、交易條件及授權額度之決定程序(一)取得或處分不動產，應參考公告現值、評定價值、鄰近不動產實際交易價格或專業估價者出具之鑑價報告等，決議交易條件及交易價格，作成分析報告提報總經理及副董事長、董事長，其金額在新台幣貳億元以下者，應呈請總經理及副董事長、董事長核准並應於事後最近一次董事會中提會追認；超過新台幣貳億元者，另須提經董事會通過後始得為之。...三執行單位本公司取得或處分不動產或其他固定資產時，經呈副董事長、董事長核准或呈副董事長、董事長核決經董事會同意後，由承辦部門負責執行。...」、第 3 條規定：「二專業估價者：指不動產估價師或其他依法律得從事不動產、其他固定資產估價業務者...」、第 9 條規定：「投資非自用或自用不動產額度：一非自用之不動產，投資總額不得高於保險業資金的百分之三十。但購買自用不動產總額不得超過本公司業主權益之總額。」（見本院卷(一)第 59 至 60 頁、(三)第 310 頁），復有不動產購入作業流程圖、授權層級與額度圖附卷可參（見原審卷第(一)第 15 頁）。是被上訴人受上訴人委任執行投資不動產開發等業務，倘均已遵循上開法令及內部規範之程序處理，對於系爭房地投資案並無利害關係，依其等所知悉程度已注意系爭房地有委請專業估價者進行鑑估，所設定交易條件及交易價格，在當時情況下合理相信為適當，且善意相信符合上訴人最佳利益，而核簽系爭簽呈，即應認已忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務。

2.本件上訴人公司不動產投資一部建請購入系爭房地前，已委請瑞普事務所就系爭房地進行鑑估，有估價報告書在卷可按（見原審卷(一)第 20 至 47 頁），並完成投資評估報告、系爭房地投資案報酬分析，輔以郵政儲金利率表（見原審卷(一)第 102 至 105 頁），由李建興擬具系爭簽呈送請相關主管簽核，系爭簽呈並記載：系爭土地於 101 年 3 月間經瑞普事務所鑑估，正常價格每坪 421.5 萬元，特定價格每坪 596 萬元，系爭土地所有權人邱創豐願以每坪 490 萬元，總價 9,800 萬元出售，經上訴人公司不動產投資一部計算，若僅評估系爭土地，開發後投資報酬率為 17.57%，若評估系爭土地合併鄰地進行都市更新，開發後投資報酬率達 36.48%，由於本案開發須一定時間，上訴人公司不動產投資一部已與邱創豐協議，在上訴人持有期間，邱創豐保證售後租回，每月租金 16 萬元，年租金 192 萬元，核算年租金報酬率約為 1.96%，依目前 2 年期郵政定期儲金小額存款機動利率為 1.375%，加二碼後為 1.875%，可符合即時利用規定，投資利益可期，又符合保險業投資不動產相關法令，擬建議公司購入（見原審卷(一)第 19 頁）等語。又系爭土地所在區域業經臺北市政府於 93 年 9 月 21 日以府都規字第 00000000000 號修訂臺北市萬華區都市計畫，列為都市計畫之西門中心商業區，以商業發展為主，並提供商業、居住使用之必要性公共服務設施，有臺北市都市計畫書存卷可參（見本院卷(三)第 16 至 22 頁），足見該老舊社區經都市更新後前景可期。且系爭簽呈附件之投資評估報告已敘明：「三投資報酬率：(一)售後租回：地主承諾售後租回建物，每月租金 16 萬元，年租金 192 萬元，核算年租金報酬率約為 1.96%。目前(101 年 5 月 08 日)二年期郵政定期儲金小額存款機動利率為 1.375%，加二碼後為 1.875%，本案租金可符合即時利用之規定。(二)土地開發投資報酬率：本基地現況為老舊建物供住宅及零星店面使用，並未達最高最有效使用，故以未來拆除重建後計算土地投資報酬率如下：1.139 地號土地拆除重建：預估全案投資報酬率為 17.57%。2.139 地號土地結合鄰地辦理都市更新：預估全案投資報酬率為 36.48%。」，並檢附瑞普事務所估價報告、建物外觀照片、地籍圖、土地登記謄本、房屋稅籍證明書、投資報酬分析詳表、郵政儲金利率表、不動產交易檢核表等（見本院卷(三)第 232 至 251 頁），符合上訴人不動產投資一部「不動產購入」作業流程（SOP）（見本院卷(二)第 17 頁）。至土地開發計畫簽核、建築設計規劃、合建評估分析、合建條件之研擬及確認、合建契約鑑價等，則屬「新建銷售」、「合建分售」、「合建分屋」等所應遵守之作業流程（見本院卷(二)第 18 至 21 頁），均非屬購入系爭房地所應評估項目，況上訴人係以投資獲利而購入系爭土地，並非自任整合開發商，上訴人內部規定復查無於購入土地時即須評估整合鄰地及進行都市更新之時間及成本，難認被上訴人於購入系爭土地前即須先完成土地開發計畫、研擬合建條件、合建評估分析等。另上訴人 101 年 9 月 28 日第九屆第十二次董事會議中，副董事長卜運喜表示：「今年以來公司帳上的現金部位經常都有 150 億元以上，佔可運用資金的 25%以上，此資金均存放於銀行，其報酬率非常的低，...本公司投資部門非常的努力，績效也不錯，但如果這些閒置的現金部位能配置出去，那年化投資報酬率就可達 6%，今年就能轉虧為盈了，因此閒置資金的去化對公司損益非常重要。」、獨立董事金寧海表示：「今年之投資有如此效益實在不錯，閒置資金 150 億元，太多也可惜了，投資部門是否想辦法作更有效的處置。」、主席鄧文聰：「本公司至現在為止（九月份），帳上平均有 150 億元之閒置資金，無法配置出去，沒有作有效運用，所以投資部門更要努力尋找好的投資標的，以去化資金。」（見本院卷(一)第 232 至 233 頁）、董事陳文燕於另案證稱：不動產的投資對於保險業占有相當重要獲利比例，幸福人壽現金部位佔可用資金高達 20%，而一般壽險業不會超過 10%，現金存款利率不到 1%，投資報酬率不高，相較於投資不動

產，方為保險公司獲利之方式（見本院卷(二)第 267 頁）等語，可見上訴人公司於 101 年間平均帳上現金高達 150 億元，資金安全性、流動性高，甚至影響公司報酬率，並無屆期償付不足疑慮。至陳文燕固與鄧文聰同為上訴人公司股東富久有限公司指派之代表董事，有上訴人董事、監察人持股情形表可參（見本院卷(三)第 158 頁），惟其證詞並非有違常情，且與其他證人證詞相符，難認有何故意附和被上訴人之情事，堪可採信。此外，上訴人於 99 至 101 年度投資不動產佔年度資產比例分別僅有約 4.9% $(3,142,202 \div 64,198,197 \approx 0.049)$ 、6.9% $(4,050,090 \div 58,472,030 \approx 0.069)$ 、8.1% $(5,048,850 \div 62,659,265 \approx 0.081)$ ，亦有上訴人 99 年至 101 年度資產負債表附卷可考（見本院卷(一)第 227 至 228 頁、(三)第 36 頁），且上訴人於購入系爭房地時，整體不動產投資並未超過資金之 30%，為兩造所不爭執（見本院卷(三)第 299 頁），難認被上訴人因投資系爭土地及其他不動產，即會造成上訴人惡化其償付能力。另按「保險業資金之運用，除存款外，以下列各款為限：一有價證券。二不動產。三放款。四辦理經主管機關核准之專案運用、公共及社會福利事業投資。五國外投資。六投資保險相關事業。七從事衍生性商品交易。八其他經主管機關核准之資金運用。前項所定資金，包括業主權益及各種準備金。」保險法第 146 條第 1、2 項定有明文，可知保險業可運用資金包含業主權益及各種準備金，且法令亦無限制淨值為負數之保險公司不得運用準備金投資不動產。是以上訴人以被上訴人購入前無具體土地開發計畫及未進行合建評估等分析，且伊公司於 101 年資產為 626 億元、負債 829 億元，應提列各項準備金為 829 億元，淨值（即股東權益）為負 213 億元，已不足提列各項準備金，被上訴人未就上訴人償付能力及風險等詳為評估，逕自投資系爭土地等變現低之不動產為由，主張被上訴人怠忽職責云云，委無可採。再者，不動產估價技術規則第 84 條規定：「數筆土地合併為一宗進行土地利用之估價，應以合併後土地估價。」瑞普事務所估價報告書記載：系爭土地為中心，半徑 800 公尺以內，具備臺北火車站及捷運板南線西門站之交通設施，西門町商圈徒步區之娛樂業設施，中興國小、福星國小之學校設施，及銀行、郵局等金融服務設施，區位條件優，系爭土地雙面臨路，交通動線佳，地勢平坦，整體地形略呈矩形，規劃潛力佳。系爭土地之正常價格乃指系爭土地「獨立進行開發」情況下之合理市場價值，目前系爭土地上有一 6 層樓未登記建物，未達最高最有效使用，故考量法令上許可、實體上可能及財務可行等條件下，判斷系爭土地建築為住宅大樓產品，可達到最高最有效使用；而系爭土地之特定價格則指系爭土地「合併鄰地 83-1 等 31 筆土地」，透過都市更新相關機制，獲取容積條件下所形成之價格，評估系爭土地地上建物極為老舊且周遭鄰地之地上建物亦呈現相同現象，若能合併鄰地並透過臺北市政府都市更新相關機制爭取相關容積獎勵，可增加土地之開發效益，考量法令上許可、實體上可能及財務可行等條件下，判斷整合後基地建築規劃為優質高級住宅大樓產品，可達最高最有效使用（見原審卷(一)第 24 頁、第 29 頁反面、第 31 至 32 頁），核與上訴人購入系爭土地係為與相臨土地合併開發利用之目的相符，且本件復查無任何事證顯示瑞普事務所有何不具不動產價值鑑定資格之情事，事涉鑑定機構之專業判斷，難逕認被上訴人就此仍應負審核義務。此外，臺北市○○區○○段○○段 000 地號土地（下稱 139 地號土地）固存有其他共有人，惟邱創豐於系爭買賣契約成立時已持有 139 地號土地應有部分達 548600/0000000（接近 1/2），有土地登記謄本可按（見原審卷(一)第 106 頁），足認其整合 139 地號土地已頗具規模，且更承諾於出售系爭房地後向上訴人承租系爭房地 3 年，每月租金 16 萬元（每年 192 萬元），此觀系爭買賣契約第 5 條第 2 項約定甚明（見原審卷(一)第 51 頁）。由此可見，上訴人公司不動產投資一部已按相關法令及上開上訴人公司取得或處分不動產處理程序之

內部規範，進行評估投資系爭房地，所設定交易條件及價格，並無明顯違反常情，亦符合金管會所要求即時利用收益之目的，難認有何不利於上訴人。

3.不動產估價技術規則第 2 條規定：「一正常價格：指具有市場性之不動產，於有意願之買賣雙方，依專業知識、謹慎行動，不受任何脅迫，經適當市場行銷及正常交易條件形成之合理價值，並以貨幣金額表示者。二限定價格：指具有市場性之不動產，在下列限定條件之一所形成之價值，並以貨幣金額表示者：(一)以不動產所有權以外其他權利與所有權合併為目的。(二)以不動產合併為目的。(三)以違反經濟合理性之不動產分割為前提。三特定價格：指具有市場性之不動產，基於特定條件下形成之價值，並以貨幣金額表示者。四特殊價格：指對不具市場性之不動產所估計之價值，並以貨幣金額表示者...」、第 6 條第 2 項規定：「不動產估價，應註明其價格種類；其以特定價格估價者，應敘明其估價條件，並同時估計其正常價格。」，另依據 102 年 12 月 30 日修正公布前公開發行公司取得或處分資產處理準則第 9 條規定：「公開發行公司取得或處分不動產或設備，...交易金額達公司實收資本額百分之二十或新臺幣三億元以上者，應於事實發生日前取得專業估價者出具之估價報告，並符合下列規定：一因特殊原因須以限定價格、特定價格或特殊價格作為交易價格之參考依據時，該項交易應先提經董事會決議通過，未來交易條件變更，亦應比照上開程序辦理...。三專業估價者之估價結果有下列情形之一...應洽請會計師依財團法人中華民國會計研究發展基金會所發布之審計準則公報第二十號規定辦理，並對差異原因及交易價格之允當性表示具體意見：(一)估價結果與交易金額差距達交易金額之百分之二十以上。...」，足見公開發行公司取得或處分不動產時，除得以正常價格進行交易，亦得以限定價格、特定價格或特殊價格為交易，且於交易金額未超過估價結果 20% 以上者，即無須洽請會計師出具合理性意見，亦即法令除前述規範外，並無要求或限制必須以正常價格以下金額交易。況不動產交易價格攸關買賣雙方之主觀意願、投資目的、預期開發利益、市場前景等考量因素，投資之策略運用亦屬多元，並不存有絕對正確之價格。再者，系爭房地投資案業經代理總經理郭明枝召開 101 年 5 月 29 日投審會討論通過，上訴人公司於 101 年 8 月 7 日檢送該公司第九屆第十次董事會議議程予金管會保險局，金管會雖於 101 年 8 月 15 日函請上訴人公司於董事會中說明是否已與承租人簽訂租賃契約並有租金收益、實際年化收益率是否符合不動產投資以及時利用並有收益之原則、系爭房地原所有權人邱創豐與上訴人公司獨立董事邱創盛是否為利害關係人，以及每坪單價均高於正常價格，是否可持有系爭土地至參與都更或變更為第三種商業區而致獲利均屬未知，請上訴人審慎評估購入價格等情，惟經上訴人於 101 年 8 月 20 日召開董事會討論後決議追認購入系爭房地，嗣金管會並未要求上訴人公司撤銷董事會決議，有 101 年 5 月 29 日投審會議紀錄、金管會 101 年 4 月 18 日金管保理字第 10102543750 號函、同年 8 月 15 日金管寶財字第 10102906190 號函、上訴人公司 101 年 8 月 7 日 (101) 福管字第 1890 號函、同年 8 月 15 日 (101) 福管字第 1952 號函、同年 8 月 21 日 (101) 福管字第 1971 號函在卷可佐 (見原審卷(一)第 110 至 113 頁、本院卷(一)第 151 至 154 頁、卷(二)第 336 至 337 頁)，足認系爭房地投資交易流程符合上訴人公司不動產處理程序。觀諸上訴人公司 101 年 8 月 20 日第九屆第十次董事會議紀錄記載：「...案由四：有關本公司台北市○○區○○街 00 號 1 之 21、之 22、2 樓之 8、3 樓之 10、7 樓之 24 等 5 戶房地買賣案，如說明，僅提請追認。說明：

...三本案已委由瑞普國際不動產估價師事務所出具估價報告書，詳如附件十，價格日期為民國 101 年 3 月 6 日，正常價格土地每坪 421.5 萬元，本公司係依市價，故購買價格高於估價正常價格，

但差距未達 20%，尚不需洽請會計師依會計研究發展基金會所發布之審計準則規定對差異原因及交易價格之允當性表示具體意見。惟購買價格仍低於透過都市更新相關機制，所形成土地開發潛力價值之特定價格土地每坪 596 萬元，頗具有潛藏之獲利空間。...決議：

經全體出席董事一致同意，照案追認。」（見原審卷(一)第 114 至 120 頁），亦見已就以高於正常價格購買系爭土地之原因為充分說明，並經全體董事一致同意。此外，上訴人亦自承不動產交易非不得以特定價格交易（見本院卷(三)第 132 頁反面），復未舉證證明被上訴人就投資系爭房地有何利害關係或圖利自己或邱創豐之情事，則上訴人既為公開發行公司，在符合上開法令規範範圍內，上訴人不動產投資一部為購得系爭房地，設定系爭房地之鑑估條件縱屬假設之未成就條件，亦非絕對不可行，而委託瑞普事務所進行限定價格鑑估，由承辦人李建興擬具系爭簽呈，被上訴人分別善意相信符合上訴人最佳利益而審核同意，均難認有何未盡善良管理人之注意義務。

4.再按「保險業自有資本與風險資本之比率（即 Risk Based Capital，簡稱 RBC，下稱資本適足率），不得低於百分之二百；必要時，主管機關得參照國際標準調整比率。前項資本適足率劃分為下列等級：一資本適足。二資本不足。

三資本顯著不足。四資本嚴重不足。前項第一款所稱資本適足，指資本適足率達第一項所定之最低比率；「主管機關對於保險業就同一人、同一關係人或同一關係企業之放款或其他交易得予限制；其限額、其他交易之範圍及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之；「保險業應建立內控制度及稽核制度；其辦法，由主管機關定之」，保險法第 143 條之 4 第 1 項至第 3 項前段、第 146 條之 7 第 1 項、第 148 條之 3 分別定有明文。所謂資本適足率等於（自有資本/風險資本）乘以 100%，自有資本係指：保險公司於持續經營或停業假設下可用於吸收損失之資本要素或金融工具，於不利情境下或清理時提供保單持有人保障和金融穩定的功能，其主要項目為保險公司經認許之業主權益（淨值），及其他依主管機關規定之調整項目，例如具有吸收損失性質之準備金等；風險資本係指：依照保險公司實際經營所承受之風險程度計算而得之資本，人身保險業風險資本包含資產風險、保險風險、利率風險及其他風險 4 個風險項目，風險資本的經濟意涵，是保險公司要避免失卻清償能力所需的最低資本，對於兩家自有資本相同之保險公司，於財務和業務經營上承擔較高風險的公司，因其風險資本額較大，資本適足率會較低，代表其清償能力低於風險資本額較低的公司；若為兩家資產規模、投資與業務經營策略完全相同之保險公司，自有資本較少之保險公司因可承受風險的能力較弱，會有較低的資本適足率，表示其清償能力不如自有資本更為充裕的公司，資本適足率主要用來衡量公司整體之清償能力，是法定清償能力量化指標中之最低要求，有財團法人保險事業發展中心（下稱保發中心）106 年 1 月 19 日（106）保中字第 74 號函、同年 7 月 6 日保中字第 1060000969 號函在卷可參（見本院卷(一)第 347 至 351 頁、(二)第 365 頁反面）。是主管機關對資本適足率低之保險公司，得限制其經營範圍、資金運用範圍、各項投資項目比例及金額上限（例如對同一關係人單一交易限額 1 億元、累積總餘額 2 億元之限制），保險公司在主管機關限制範圍內運用資金投資，即無不可。縱上訴人於保險安定基金 103 年接管前資本適足率低於 50%（102 年度資本適足率為 -1672.75%），亦難據以推認上訴人於購入系爭房地時資本適足率嚴重不足。至上訴人所提出上訴人公司 100 至 102 年度資本適足比率分析表，業經被上訴人否認其形式上真正（見本院卷(三)第 226 頁反面），上訴人復未就上訴人公司自 100 至 102 年度資本適足率為 -864.22%、-927.21%、-1672.75%乙節，另舉證以實其說，自難憑採。

況上訴人並未經主管機關依保險業資本適足率等級得對其採取保險法第143條之4規範之措施之一部或全部，為上訴人所不爭執（見本院卷(三)第223頁反面），則上訴人主張伊為資本適足率嚴重不足之公司，即不得投資系爭房地，被上訴人逕予核簽系爭簽呈，自有未盡善良管理人之注意義務云云，洵無可採。

5.依金管會訂定之保險業內部控制及稽核制定實施辦法第7條規定：「保險業為維持有效之內部控制制度運作，達成第二條所定內部控制之目標，應配合採行下列措施：一內部稽核制度...二法令遵循制度...五風險控管機制」、保險業風險管理實務守則第2.3.2條、第3.2.1條、第5.1.4條、第6.2條規定：「保險業應訂定風險胃納，並注意以下事項：1.應根據公司之經營策略與目標，並考慮業務成長、風險與報酬等因素，訂定公司整體之風險胃納。...4.董事會應每年審視風險胃納，若有需要則進行適當調整。」、「董事會1.應認知保險業營運所需承擔之各項風險，確保風險管理之有效性並負整體風險管理之最終責任。」、「1.統計方法(一)對於公司整體或個別投資商品之市場風險衡量，應採統計方法，作為公司了解整理市場風險之參考依據。(二)若欲衡量投資組合之市場風險，建議採用風險值(VaR；Value at Risk)或條件尾端期望值法，可提供公司風險衡量之共通比較基礎。」、「風險資訊揭露：保險業除應依主管機關規定及其他財務會計準則規範揭露相關資訊外，亦應將經董事會通過之風險管理報告妥善保存。」（見本院卷(二)第198至209頁），可知金管會建議保險業採用風險值，以衡量公司整體或個別投資商品之市場風險。查風險值（Value at Risk, VaR）係風險資本占可運用資金之比率，是衡量在一特定時間內，與一信賴水準下，某投資組合（或單一標的）可能之最大損失，為一種損失風險衡量，故可作為風險衡量參考指標，但不宜以之單獨作為評估投資組合是否影響人壽保險公司償付能力之依據，以不動產投資為例，其流動性較股票、債券等證券為差，交易較不頻繁且不易，因此缺乏合理且具代表性的資料來準確計算風險值，而應該另需其他量化或質化之指標來補強判斷其風險，一般公司訂定其投資組合的風險值，如無訂有其整體投資風險承受程度上限範圍，即由公司依其風險概廓、投資策略等自行決定其範圍，而資本不足之人壽保險公司，大多以不再嚴重擴大損失為基準訂定其承受範圍，有保發中心106年7月6日保中字第1060000969號函在卷可參（見本院卷(二)第364至366頁）。另依上訴人公司不動產處理程序第16條規定：「本公司取得或處分不動產，應注意下列重要風險管理及稽核事項之控管，並納入處理程序：一交易原則與方針：應包括投資不動產之範圍、額度、...二、風險管理措施。...」、第17條風險管理措施：「一風險管理範圍，應包括市場價格、作業、合約內容及法律風險管理。...」（見本院卷(一)第62頁）、市場風險管理辦法第5條規定：「風險管理單位採用 VaR 風險值來衡量公司交易部位及備供出售部位投資組合之市場風險，並與風險限額進行比較與監控。」（見本院卷(二)第338頁），上訴人公司並召開99年6月2日董事會訂定風險管理政策及風險值，該會議紀錄載有：「案由六：本公司99年度整體風險胃納為風險資本總額(未乘以K值)不超過可運用資金10%，謹提請鑒核。(提案部門：風險管理室)說明：一依本公司風險管理政策第十三條規定，本公司以RBC所計算的風險資本總額(未乘以K值)不超過可運用資金特定比例為公司整體之風險胃納。二本公司97年及98年之上述比例介於7%~9.15%間(詳下表)，本公司係首次訂定此一比例，故建議此一特定比例訂為10%。...決議：經全體出席董事一致同意，照案通過。」（見本院卷(二)第210至212頁），且經向主管機關金管會報備，金管會亦未表示反對或提出糾正，為上訴人所不爭執（上訴人僅稱被上訴人引用此數值只是混淆，見本院卷(三)第225頁）。此外，上訴人公司風險管理室於101年8月20日第九屆第十次董事會議中

報告：「案由二：檢視本公司 101 年 6 月整體投資風險承受程度檢討報告案，僅提請鑒察。...說明：...三本公司 101 年 6 月整體 VAR 值為 6.89%，控管在本公司整體投資風險承受程度上限範圍內」，有該次董事會議紀錄可憑（見本院卷(二)第 117 至 119 頁），足見上訴人於購入系爭房地前後之投資風險已控管在風險值範圍內。又上訴人公司制訂風險值 10%係指整體投資而言，並未限定適用於有價證券投資組合，上訴人徒以風險管理部 101 年 6 月所製投資風險月報告內容，即認上訴人公司有關風險值僅係針對會計分類為「交易部位」及「備供出售部位」之有價證券投資組合而言，並不包括不動產投資項目云云，亦無足取。

6.另按保險業應建立內部控制及稽核制度；其辦法，由主管機關定之。保險業違反此規定，未建立或未執行內部處理制度或程序，處新臺幣 60 萬元以上 6 百萬元以下罰鍰。保險法第 148 條之 3 第 1 項、第 171 條之 1 第 3 項定有明文。查上訴人因投資系爭房地等不動產，遭金管會以「...五貴公司 101 年 6 月 28 日購入臺北市○○街 00 號 1 樓之 21、22、2 樓之 8、3 樓之 10 及 7 樓之 24 等 5 戶房地，均屬 6-21 坪不等之格局，總價計 98,000 千元，查購入價格高於不動產估價師事務所鑑估正常價格約 16.25%~21.29%，惟未具體敘明理由，另所持有地號之土地持有人達 21 人，該土地整合複雜且不易，貴公司投資評估未分析短期內整合鄰地之可行性及二年內即時利用期限，即逕以高價購入，投資評估作業有欠合理，核與保險法第 148 條之 3 第 1 項授權訂定之『保險業內部控制及稽核制度實施辦法』第 5 條第 1 項第 4 款規定（漏載不符）...且貴公司對於不動產投資價格之合理性、標的完整性、後續開發與利用之可行性等內部評估作業未有效落實，顯示公司內部控制制度未有效發揮，並有保險法第 149 條第 1 項規定所列有礙健全經營之虞等情事，應依保險法第 171 條之 1 第 4 項（按應係同條第 3 項之誤載）規定處以罰鍰 180 萬元整，及依同法第 149 條規定予以糾正，並令貴公司就本案及本會 102 年 5 月 22 日金管保財字第 00000000000 號裁處書中，有關不動產投資缺失事項需改正完畢並經本會認可後，始得新增不動產投資。」為由裁罰 180 萬元，固有金管會 102 年 7 月 16 日金管保財字第 00000000000 號裁處書在卷可按（見原審卷(一)第 17 至 18 頁）。惟按保險業「內部控制制度，指管理階層所設計，董（理）事會通過，並由董（理）事會、管理階層及其他員工執行之管理過程，其目的在於促進保險業之健全經營，以合理確保達成下列目標：...五管理階層能辨識、評估、管理，及控制營運之風險，並保有適足之資本以因應風險。」、「保險業應分別業務性質及規模，依內部牽制原理訂定至少應包括下列控制作業之處理程序：...四各種資金運用作業：包括整體性投資政策、各種投資資產之取得、保管、處分及利害關係人交易規範。」保險業內部控制及稽核制度實施辦法（下稱內控稽核辦法）第 2 條、第 5 條第 1 項第 4 款定有明文。又上訴人公司關於審定組織規程、重要規章及契約，以及決定不動產買賣等，係屬董事會職權，此觀上訴人公司 100 年 12 月 5 日第 17 次修訂之章程第 23 條第 3、8、16 款規定甚明（見本院卷(三)第 169 頁），則上訴人公司關於不動產投資之內部控制及稽核制度不夠完善，致未能有效發揮促進公司健全經營，以確保管理階層能辨識、評估、管理，及控制營運之風險，並保有適足之資本以因應風險，應屬上訴人公司董事會職責。是以金管會雖以上揭理由裁罰上訴人，亦應由上訴人公司董事會負最終責任，自難徒憑上訴人曾遭金管會裁罰 180 萬元，即認被上訴人有何違反保險法第 148 條之 3 第 1 項及內控稽核辦法第 5 條第 1 項第 4 款，且未盡善良管理人之注意義務。

7.又上訴人主張依內政部 101 年度交易實價登錄資料，系爭土地周邊土地交易價格每坪僅約數十萬元，單價最高不逾 102.8 萬元云云，固提出數交易個案之實價登錄資料為據（見本院卷(二)第

306 至 312 頁)，惟上開交易個案土地均屬公共設施保留地或道路用地（見本院卷(三)第 47 至 53 頁），核與本件土地使用分區為第四種商業區顯有不同，自難相提並論。況依被上訴人所提其他系爭土地周邊同年度交易個案之實價登錄資料（見原審卷(一)第 151 至 158 頁），亦可見每坪土地價格自約 433 萬至 1,578 萬元不等，其中透天厝部分自 5 百餘萬至 1 千 5 百餘萬元間，差異極大，足見每件交易不動產個案情況均有不同，實價登錄資料僅能供作參考，更遑論系爭土地業經瑞普事務所鑑定其價格，尚難以實價登錄資料推論上訴人係以不合理價格購買系爭房地。

8.第一太平戴維斯不動產估價師事務所(下稱戴維斯事務所)106 年 6 月 13 日 106 估務字 0000000 號函覆系爭土地於 101 年 12 月 25 日之估價報告書（見本院卷(二)第 221 至 253 頁）內容略有：「四(一)估價目的：資產證明（會計準則公報第三十五號中『可回收金額』之參考。...(三)估價條件：1.正常價格：評估 139 地號於完整產權下可獨立開發之素地價格。2.限定價格：依委託人提供之相關資料，以 139 地號合併鄰地 83-1 等 31 筆土地，評估合併開發前提下之土地價值。3.依委託者要求，本案採獨立估價原則，不考慮地上建物對土地價格之影響。亦不考慮區分所有權持分面積對土地價格之影響。...五評估價值結論：(一)限定價格：...（NT\$1,654,082,100.00）(二)正常價格：...（NT\$144,815,200.00）(三)幸福人壽保險股份有限公司持分之限定價格：...

（NT\$99,600,498.00）(四)幸福人壽保險股份有限公司持分之正常價格：...（NT\$87,200,436.00）」，已見較購入系爭土地時之正常價格為高。上訴人公司於 101 年底經正風聯合會計師事務所（下稱正風會計事務所）會計師查帳後，固以上開戴維斯事務所估價報告之正常價格為據，將系爭房地認列減損損失 1,179 萬 6,452 元，且經 102 年 6 月 20 日上訴人公司第九屆第十九次董事會議決通過，有戴維斯事務所估價報告書、最近五年經營管理階層責任實地查核分析報告、董事會議紀錄在卷可佐（見本院卷(二)第 174 至 193 頁、原審卷(一)第 16 頁、第 218 至 219 頁、第 263 至 264 頁）。

惟依國際會計準則第 36 號公報第 1 段、第 59 段、第 110 段及第 114 段規定：「本準則之目的係訂定企業用以確認資產之列報未超過其可回收金額之程序。資產帳面金額如超過經由該資產之使用或出售而回收之金額，即謂超過可回收金額列報。若為此種情況，該資產即稱之為已減損，本準則規定企業應認列減損損失。本準則亦明確規範企業應於何時迴轉減損損失以及應揭露之事項。」、「企業僅於資產可回收金額低於其帳面金額時，始應將其帳面金額減少至可回收金額。此減少部分即為減損損失。」、「企業應於每一報導期間結束日評估是否有任何跡象顯示，於以前期間已認列除商譽外之資產減損損失，可能已不復存在或已減少。若有任一該等跡象存在，企業應估計該資產之可回收金額。」及「於以前期間已認列除商譽外之資產減損損失，僅於自前次減損損失認列後，用以決定該資產可回收金額之估計發生變動時，始應迴轉。若為此種情況，除第 117 段所規定者外，該資產帳面金額應增加至其可回收金額，該增加部分即為減損損失之迴轉。」

（見原審卷(一)第 159 至 169 頁）。又正風會計事務所 106 年 6 月 1 日第 000-000F 號函覆稱：「三(一)...本事務所於該年度（即 101 年度）評估系爭標的於資產負債表日是否有減損跡象時，係以不動產估價師所提供之鑑價報告為依據，按鑑價報告評估系爭標的於 101 年底之正常價格（淨公平價值）為 87,201 仟元，與原取得成本 98,997 仟元存有差異 11,796 仟元，本事務所經查核後認為應將此差異認列減損損失，...(二)(1)...系爭房地於 101 年度所適用資產減損之會計處理係按財務會計準則公報第 35 號『資產減損之會計處理準則』進行評估。(2)由前揭準則第 90 段：『資產（商譽除外）於以前年度所認之累積減損損失，嗣後若資產可回收金額之估計發生變動而增加可

回收金額，即應予迴轉。此時，資產帳面價值應增加至可回收金額，惟不得超過第 92 段所述之帳面價值。」可知，嗣後系爭房地之資產若有回升，原提列之減損損失可以迴轉，惟迴轉後之帳面價值，不得超過資產在未認列減損損失之情況下，減除應提列折舊或攤銷後之帳面價值。」(3)...國際會計準則第 36 號『資產減損』影本，其中第 114 段、117 段亦說明當可回收金額之估計發生變動而增加（資產價值回升）時，已認列之減損損失可以迴轉，惟不得超過該資產若未於以前年度認列減損損失時所決定之帳面金額（減除攤銷或折舊）。」等語，並檢附財務會計準則公報第 35 號「資產減損之會計處理準則」在卷可憑（見本院卷(二)第 131 至 162 頁）。參以證人即上訴人公司前董事陳文燕於另案本院 105 年度重上字第 613 號損害賠償等事件（下稱另案第 613 號損賠事件）中證稱：資產評價係根據每年底例行會計作業，依國際會計準則 36 號公報，每年年底要針對公司金融商品及不動產等資產評價，因當初購置不動產係以特定價格為考量，以此作為成本入帳，但年底會計師查帳時基於保守原則，建議以正常價格計算資產，如評價有損失，就在會計上暫時提列資產減損，係未實現之損失，日後倘不動產有回升利益時，即可將原提列未實現損失予以迴轉，董事們基於瞭解會計規範，始同意例行會計作業提列資產減損（見本院卷(二)第 266 頁）等語、證人即會計師吳欣亮於另案第 613 號損賠事件中證稱：依據財務會計準則相關公報規定，資產減損必須以正常價格評估，原指在活絡市場下正常交易所產生之價格，至特定價格可能加上未來期待值所為之交易價格，伊據估價報告金額與帳面上差異，在 101 年度提列減損，在財務報表上係一個未實現之損失（見本院卷(二)第 268 頁）等語，可知依會計保守原則提列之暫時性、未實現之帳上資產減損損失，僅係公司依每季末帳上資產狀態所為之保守評價，而為暫時性會計調整科目，如帳上已提列資產減損者，日後如有回升亦應予以迴轉，並非已實現發生之實際損失。另佐以上訴人公司 102 年 6 月 20 日、同年 8 月 28 日、103 年 5 月 14 日董事會議紀錄記載：「本案減損原因都是因為不動產評價所產生的減損，是將估價報告中的可回收金額先扣除土地增值稅，再與帳面成本比較後產生的減損金額」、「二...實際上本公司不動產投資各部門 101 年第四季不動產彙總表所示帳載成本為 524,633 萬元，鑑價金額為 635,352 萬元，應無減損之事實。帳列損失原因為會計師採取保守評價結果，而非實際損失...三本公司不動產投資部門各項投資皆依本公司規定辦理，鑑價與購買金額之核定皆依法辦理...」、「一本公司 102 年度資產減損迴轉利益計\$80,080 仟元，資產減損提列金額計\$76,627 仟元，業已認列入帳...」等記載（見原審卷(一)第 218 頁、第 263 至 270 頁），益徵前開資產提列減損，係因會計師查核財務報告時，依國際會計準則公報第 36 號保守評估不動產可回收金額，尚難認屬系爭投資案實際發生之損害。另上訴人經安定基金接管後，委託高源不動產估價師聯合事務所（下稱高源事務所）基於「符合 IAS36 號可回收金額的衡量之不動產合理價值評估用」提列資產減損之目的，價格種類為正常價格，評估系爭房地於 103 年第 3 季之總價為 1 億 0,173 萬 2,612 元（相當於每坪 508.63 萬元）、可回收金額為 1 億 0,033 萬 3,184 元（扣除土增稅及處分成本 140 萬元），有高源事務所估價書摘要附卷可按（見原審卷(一)121 至 123 頁），益見系爭房地呈逐年上漲趨勢，斯時正常價格不僅遠高於 101 年底之 8,720 萬 1,000 元，更高於取得時之特定價格 9,800 萬，且經上訴人公司於 103 年 10 月 22 日簽呈財政部關於 103 年第三季不動產投資暨金融資產減損檢查結果之附件不動產投資減損評估表「減損金額欄」內載為 0（見原審卷(一)第 124 至 128 頁），而上訴人上開簽呈說明二記載：「...4.不動產投資部針對 103/9/30 止公司持有之不動產提報減損檢查表，...(2)、帳上已提列減損部位之不動產標的，若無法說明更換新鑑價公司之充分理由或在無新經濟事項發生前，鑑價報告

應以原提列減損時之鑑價公司為主，同一鑑價公司所出具之可回收金額如有回升，據此迴轉減損損失較為恰當。(3)、帳上已提列減損部位之不動產標的中，...及洛陽街 45 號等三筆標的，未符合第 2 點（即(2)）所述之原則，因此可迴轉之金額合計\$41,385,068 元擬暫不迴轉。

...」等語（見原審卷(一)第 125 頁），堪認上訴人公司上開簽呈未予以迴轉原因係原提列損失之不動產估價單位與該次估價單位不同所致，況不動產投資時有波動漲跌，依會計保守原則提列之暫時性、未實現之帳上資產減損損失，難認屬已實現發生之實際損失。至上訴人另提出戴德梁行就系爭土地所為於 104 年 1 月 9 日之不動產估價書，認系爭土地價格為 4,600 萬元，每坪約 230 萬元（見原審卷(一)第 221 至 233 頁），據以主張上訴人以不合理高價購入系爭房地，至其受有溢價損失云云，惟上開估價書僅針對系爭房地之正常價格為鑑定，且非以合併鄰地透過都市更新獲取容積作為鑑估之條件，即難為有利於上訴人認定。是以上訴人徒以會計帳上依保守原則而提列資產減損為由，主張其購買系爭房地受有溢價之損失，洵無足取。

9.依前揭戴維斯事務所鑑定系爭土地於 101 年 12 月 25 日之素地正常價格為 8,720 萬 0,436 元、高源事務所鑑定系爭房地於 103 年第 3 季之總價為 1 億 0,173 萬 2,612 元，已見系爭土地價值呈逐年升高趨勢，確有整合開發之潛力。又依安定基金標售公告，投標人資格限於非現任或曾任依保險法受監管或接管處分之人身保險業負責人或控制股東（見原審卷(一)第 316 頁），鄧文聰固無法參與投標，惟其曾於 104 年 3 月間委任律師向上訴人表示願以上訴人當初購買系爭房地之價格承買，並請求上訴人應就名下不動產分別標價公開標售，以合理呈現資產處分價值，有存證信函 2 份在卷可佐（見原審卷(一)第 129 至 139 頁），上訴人仍連同其他非保留資產負債營業標售予國泰人壽保險股份有限公司，復自陳無從確認系爭房地處分之價格為何（見本院卷(二)第 270 頁反面），難認上訴人因購入系爭房地受有何實質損害。另按當事人已證明受有損害而不能證明其數額或證明顯有重大困難者，法院始應審酌一切情況，依所得心證定其數額，民事訴訟法第 222 條第 2 項定有明文。本件上訴人既未證明被上訴人應負損害賠償責任，則其請求依上開規定酌定具體損害數額云云，自無可取。是以上訴人主張被上訴人利用廣大保戶所交保費炒作不動產，以不合理高價購買系爭房地，致伊受有損害云云，洵無可取。

10.綜此，被上訴人簽擬提案、核定系爭房地投資案時，已遵守相關法令規範及上訴人公司內控規範、並注意各交易原則與方針及風險管理措施，在主管機關發布各項投資限制規定之內操作運用資金，本乎善意相信上開決策經營判斷符合上訴人之最佳利益，合於商業經營判斷法則，應認被上訴人已盡善良管理人之注意義務。至本院 98 年度上字第 1307 號、最高法院 99 年度台上字第 2284 號、98 年度台上字第 1302 號判決意旨，係指公司負責人或經理人執行職務未審慎評估財務狀況而違反內部控制及稽核制度，而認未盡善良管理人之注意義務，核與本件事實不同，自難比附援引，併此敘明。本件被上訴人既無違反關於不動產投資之法令及內部規範，亦難認其等有何未盡忠實執行職務及善良管理人之注意義務，致上訴人受有 1,179 萬 6,452 元之溢價損失，則上訴人依公司法第 23 條、第 34 條、民法第 544 條、第 227 條第 1 項之規定，請求被上訴人應就上開溢價損失負不真正連帶之賠償責任云云，自屬無據。

(三)按侵權行為之成立，須行為人因故意或過失不法侵害他人權利，亦即行為人須具備歸責性、違法性，並不法行為與損害間有因果關係，始能成立，故主張侵權行為損害賠償請求權之人，對於侵權行為之成立要件應負舉證責任(最高法院 100 年度台上字第 328 號判決要旨參照)。經查：1.被上訴人抗辯已盡忠實執行職務，並未違反善良管理人注意義務，為可採信，已如前述，上訴

人復未能證明被上訴人有何故意不法行為，自難認被上訴人有何故意或過失不法侵害上訴人權利可言。又系爭房地投資案於交易年度，固經會計師提列損失 1,179 萬 6,452 元，然並非已實現之損失，上訴人復無法證明其確實受有損害存在，均如前載，則其依民法第 184 條第 1 項前段、第 185 條規定，請求被上訴人連帶賠償 1,179 萬 6,452 元本息，亦乏所據。

2.按民法第 184 條第 2 項前段之規定，違反保護他人之法律，致生損害於他人者，負賠償責任。所謂違反保護他人之法律者，係指以保護他人為目的之法律，亦即一般防止妨害他人權益或禁止侵害他人權益之法律而言；或雖非直接以保護他人為目的，而係藉由行政措施以保障他人之權利或利益不受侵害者，亦屬之（最高法院 100 年度台上字第 390 號判決意旨參照）。次按「保險業之內部控制制度，至少應包括下列組成要素：三控制作業：係指保險業依據風險評估結果，採用適當政策與程序之行動，將風險控制在可承受範圍之內。」、「保險業應分別業務性質及規模，依內部牽制原理訂定至少應包括下列控制作業之處理程序，且應適時檢討修訂：四各種資金運用作業：包括整體性投資政策、各種投資資產之取得、保管、處分及利害關係人交易規範。」，內控稽核辦法第 4 條、第 5 條第 1 項第 4 款分別定有明文。考諸前開內控稽核辦法及上訴人主張之保險法第 146 條之 2、第 146 條之 7、148 條之 3、第 143 條之 3 等各項規定，均屬立法機關與主管機關鑑於保險公司之特殊性，為確保保險公司資金之安定性與確實性所訂，其性質乃係藉由行政措施以規範保險業主體對其所收取保戶資金之運用，是前述規定所欲保護之客體應為保戶之權益，上訴人為應遵守前開法律規範之主體，而非受保護之客體。況被上訴人並無違反各項應遵守之法規，難認其行為具不法性，故上訴人依民法第 184 條第 2 項、第 185 條規定，請求被上訴人連帶賠償 1,179 萬 6,452 元本息，同屬無據。

六、綜上所述，上訴人依公司法第 23 條、第 34 條、民法第 544 條、第 227 條第 1 項之規定，先位請求被上訴人各給付 1,179 萬 6,452 元，及加付自起訴狀繕本送達翌日起算之法定遲延利息，並負不真正連帶責任，非屬正當，不應准許。原審所為上訴人敗訴之判決，及駁回其假執行之聲請，並無不合。上訴論旨指摘原判決不當，求予廢棄改判，為無理由，應駁回其上訴。另上訴人追加依第 184 條第 1 項前段、第 2 項、第 185 條之規定，請求被上訴人連帶給付上開本息部分，亦為無理由，併予駁回。

七、本件事證已臻明確，至於未論述之爭點(四)(五)、兩造其餘攻擊防禦方法及所提證據，經本院斟酌後，認為均不足以影響本判決之結果，而無逐一論駁之必要，併此敘明。

八、據上論結，本件上訴及追加之訴均為無理由，依民事訴訟法第 449 條第 1 項、第 78 條，判決如主文。

中 華 民 國 106 年 11 月 15 日

民事第二十三庭

審判長法 官 林麗玲

法 官 袁雪華

法 官 李昆霖

正本係照原本作成。

如不服本判決，應於收受送達後 20 日內向本院提出上訴書狀，其未表明上訴理由者，應於提出上訴後 20 日內向本院補提理由書狀（均須按他造當事人之人數附繕本）上訴時應提出委任律師或具

有律師資格之人之委任狀；委任有律師資格者，另應附具律師資格證書及釋明委任人與受任人有民事訴訟法第 466 條之 1 第 1 項但書或第 2 項（詳附註）所定關係之釋明文書影本。如委任律師提起上訴者，應一併繳納上訴審裁判費。

中 華 民 國 106 年 11 月 15 日

書記官 張郁琳

附註：

民事訴訟法第 466 條之 1（第 1 項、第 2 項）：

對於第二審判決上訴，上訴人應委任律師為訴訟代理人。但上訴人或其法定代理人具有律師資格者，不在此限。

上訴人之配偶、三親等內之血親、二親等內之姻親，或上訴人為法人、中央或地方機關時，其所屬專任人員具有律師資格並經法院認為適當者，亦得為第三審訴訟代理人。

歷審裁判

臺灣臺北地方法院 104 年度重訴字第 784 號判決

臺灣臺北地方法院 104 年度重訴字第 784 號裁定

臺灣高等法院 105 年度重上字第 973 號裁定

臺灣高等法院 105 年度重上字第 973 號判決

最高法院 107 年度台上字第 326 號判決

臺灣高等法院 108 年度重上更一字第 86 號判決

相關法條

不動產估價技術規則第 2 條、不動產估價技術規則第 6 條、不動產估價技術規則第 84 條、保險業內部控制及稽核制度實施辦法第 2 條、保險業內部控制及稽核制度實施辦法第 4 條、保險業內部控制及稽核制度實施辦法第 5 條、保險法第 143-3 條、保險法第 143-4 條、保險法第 146 條、保險法第 146-2 條、保險法第 146-7 條、保險法第 148-3 條、保險法第 149 條、保險法第 171-1 條、公司法第 8 條、公司法第 23 條、公司法第 29 條、公司法第 31 條、公司法第 33 條、公司法第 34 條、公開發行公司取得或處分資產處理準則第 9 條、民事訴訟法第 78 條、民事訴訟法第 222 條、民事訴訟法第 255 條、民事訴訟法第 446 條、民事訴訟法第 449 條、民事訴訟法第 466-1 條、民法第 184 條、民法第 185 條、民法第 217 條、民法第 218 條、民法第 227 條、民法第 535 條、民法第 544 條

「商業判斷原則」與董事刑事責任之阻卻

↓↓台北地院九十六年度重訴字第一一五號刑事判決

中興大學法律系教授

廖大穎

交通大學科技法律所助理教授

林志潔

摘要

時下在我國財經法律學門，商業判斷原則（Business Judgment Rule）似乎是個流行的名詞，從新近的財經法學術演講，到司法實務的判決案例，不乏這個論述的議題。

其實，商業判斷原則在美國判例法上已有一段相當的歷史，如眾所周知，這是一種在民事程序法上的推定，藉由舉證責任倒置之效果，達到保護企業經營者的一個保護傘。本文擬結合商法學與刑法學的專業分工，針對中紡集團架構下的台北地院九十六年度重訴字第一一五號判決，嘗試釐清如下兩個爭議：一是商業判斷原則之於關係企業的適用？二是商業判斷原則之於刑事程序上的適用？當然，在文末一併檢討關係企業結構下，我國證券交易法第一七一條第一項第二款使公司不利益經營罪之立法與解釋。

壹、事實概要

台○公司與三○興公司、捷○公司為中○紡織集團的關係企業，統稱中紡集團電子事業部，其中三者之間，以台○公司為控制公司，而三○興公司與捷○公司為從屬公司。被告周○喜是中○紡織公司董事長，並自一九八九年間起，接任上市的台○公司董事長一職；被告張○卿於一九九三年間起，至台○公司結束營業止，均擔任台○公司董事長周○喜的特別助理，負責幫董事長處理台○公司事務，並掌管董事長周○喜核決章，公司相關之財務決策，由其決定，而被告蘇○恆於一九八二年間起，進入中○紡織公司，於一九九五年經董事長派至台○公司，擔任管理部經理一職，一九九七年升任管理部協理並兼任公司發言人，二○○三年則另改任財務部協理之職務，負責公司財務現金流量

關鍵詞：商業判斷原則（Business Judgment Rule，經營判斷法則）、舉證責任倒置、董事責任、關係人交易、背信

然，就在二〇〇一年台○公司興建桃園二廠後，因市場萎縮訂單遽減，已陷入營運不佳及財務吃緊的狀況，而其上述二家從屬公司？三○興公司自二〇〇一年起，負債比高達百分之九十九·七四，捷○公司自二〇〇〇年間起，淨值即已虧損。惟此情況，依法務部調查局移送地院檢察署偵查，檢察官起訴指摘的事證，謂被告周○喜竟指示台○公司特助張○卿及財務副理蘇○恆二人被告，分別於二〇〇一年六月與八月間，違反該公司資金貸與他人作業規定，借款予揚○公司新台幣二千九百八十一萬餘元及三○興公司六千五百萬元後，再以「預付購料款」名義，支付三○興公司，致生台○公司一億三千九百一十八萬餘元之款項，未予回收外，並在二〇〇四年上半年度將台○公司對上述公司之借款及預付購料款，全數轉為呆帳，不僅使台○公司的淨值下降，造成公司重大損害，且致台○公司資金週轉不靈，於是年十二月聲請重整，公司全面停工一事。因此，檢察官認為被告周○喜、張○卿及蘇○恆三人違反證交法（下稱「證交法」）第一七一條第一項第二及三款規定，提起公訴。

貳、判決要旨

就上述所訴事證，被告答辯認為該系爭問題，是經理人的商業判斷，並針對檢察官所質疑之關係企業間「非常規交易」，指陳關係企業間所為之交易是否屬於非常規？除考慮長久效益外，更應考量整體綜效，若一交易決策，於決策時，經合理分

析，認為合乎長久利益或得以發揮集團綜效者，實不宜逕視為非常規交易。惟本案承審法院認為台○公司上開資金，借貸予揚○、三○興等子公司，不僅違反該公司資金貸與他人作業程序的內部規定，而該公司的「預付購料款」項目，屬於假借預付貨款的交易方式，而實際支出公司資金予三○興公司，並指稱如此動支，除預付貨款額度與回貨金額，顯不相當外，台○公司的會計表冊帳，亦未依財務會計準則公司第三十二號規定，忠實表達二公司間之借貸事實；然，就此台○公司資金借貸，即迄至二〇〇四年六月止，使台○公司的資金缺口，高達新台幣一億三千九百一十八萬元，而判定其乃不合乎營業常規，屬於「使台○公司為不利益之交易行為」。至於被告所辯稱之商業判斷原則部分，承審法院則指稱「……商業判斷法則是美國法院在判例中發展出來有關董事作出經營決定就其過失行為是否承擔法律責任之新的判斷標準，旨在尊重董事基於善意的對公司經營管理的決定，並保障其於獨立決定後若有致公司損失時免於承擔個人責任的推定法則，然商業經營判斷法則並非毫無限制而仍有其適用要件：(1)限於經營決定（business decision）；(2)不具個人利害關係且獨立判斷（disinterested and independence）；(3)盡注意義務（due care）；(4)善意（good faith）；(5)未濫用裁量權（no abuse of discretion），商業判斷法則適用時，前開五項要素均需具備，若此項推定未被推翻，董事及其決定即受保護，則免受法院之事後審查，反之，只要任一要素

違反，法院就應介入並為實質審查……。足徵法院在適用商業經營法則，對公司經營者為有利判斷之前提，應是公司經營者所為的經營決策係合法、無詐欺之經營作為，始可引進商業經營法則推論公司經營者在做出某一經營判斷時，已經對公司事務處理盡了合理的注意義務而免除刑事上之責任，……簡言之，企業經營手法是否涉及證交法第一七一條第一項第二款所稱不合營業常規情事，除有法令規定為據外，尚可參佐「財務會計準則公報」之規定，以資判斷。……台○公司預付貨款予三○興公司之行為即與合約不符，(且)顯見台○公司確有以資金借款予三○興公司，而卻在帳上採『預付貨款』之記帳方式，預先支付三○興公司尚未銷售之上億元之貨款，而未於財務報表上忠實表達台○公司與三○興公司間借貸之事實，屬違反法令之經營行為，自無商業判斷法則之適用，足堪認定。」

再者，相關上述「使公司為不利益之交易」，是否致台○公司遭受重大損害？就此，承審法院指摘「台○公司於二○〇四年九月三十日公司之淨值為一億四千二百五十八萬元，……相較於同年六月三十日止台○公司之淨值二億二千零二萬九千元，同年三月三十一日止台○公司之淨值八億七千零九萬元……，足見台○公司對三○興高額的備抵呆帳不但使台○公司淨值下降，且為異常交易，也因三○興公司

嗣後未如期還款，台○公司淨值持續下降，因而致本件台○公司以預付購料款支付三○興公司，對於台○公司不僅造成『損害』，亦符合足以影響公司繼續營運之，『重大損害』之要件，堪予認定」；至於前揭相關預付貨款之交易行為，造成台○公司重大損害而與台○公司倒閉，是否具備因果關係？承審法院亦在判決中明諭台○公司以預付貨款與三○興公司之交易方式，致使台○公司資金注往三○興公司無法回收，造成台○公司缺乏資金週轉不靈，因而倒閉間具有因果關係。因此，承審法院肯定被告三人所為，均係犯證交法第一七一條第一項第二款之使公司為不利益交易罪，分別諭知如主文之刑責¹。

參、評釋

一、關係企業間的交易與疑雲

(一)追求團隊經營綜效的經濟實體

從現代企業管理的觀點，為追求公司

最大的利益，一家公司常常不僅可藉由公司業務的多角化經營，以廣納財源，並適當分散風險，同時亦強調所謂不同公司間的策略聯盟，協力達成目標，比方是藉由關係企業的型態，使各企業間得以各自分別獨力經營數種不同的事業，因整合數事業的總體利益；當然，如此的關係企業型態，倘若其中一事業營運失敗，亦不致影響其他事業的經營，而得以明確劃分關係

¹ 台北地院 96 年度重訴字第 115 號刑事判決，請參閱司法院法學資料全文檢索，網址：<http://jirs.judicial.gov.tw/>（瀏覽日期：2010 年 4 月 1 日）

企業內部各種事業之公司責任。就此數企業間的合縱與分工，輒為企業家所鍾情的一種經營型態²。惟何謂關係企業？公司法無明文定義，僅於第三六九條之一明訂其範圍，謂獨立存在，而相互間有如下關係之企業：1. 有控制與從屬關係之公司，2. ……，就如此控制與從屬關係之數公司，即法律所承認之一種企業支配。就本案的控制與從屬間之「關係企業」，不難看出被告所辯護，意味著其間不僅在於業務經營的風險管控上，可藉由控制與從屬公司間財務操作的管控，以穩定資金挹注，並調整分散財務風險萬一不幸發生經營上的破綻，則亦可在公司法人格獨立與股東有限責任的制度下，有效迴避企業責任之法律設計³。因此，相較於傳統公司法是以單一企業的企業組織為其規範之對象，與關係企業所採行之綜效經營的企業組織型態，明顯差異；直言之，關係企業所重視經營策略是企業團隊的整體效益，而非個別公司之單獨利益，但如此實已逾越傳統

法律所規範單一公司的企業經營模式。

當然，一九九七年公司法之所以增訂關係企業法制專章，其立法緣由乃在此⁴。從關係企業與我國現行法的規範而言，控制公司與從屬公司雖在法律上為各自獨立之公司法人，但就其控制與從屬關係所形成企業群體與追求企業團隊的綜合效益（Synergy），關係企業不啻為經濟上的一個巨大實體（Enterprise Entity），因而論從屬公司存在之目的，充其量，僅是為統合企業集團的最大效益，創設一個屬於控制公司，可駕馭支配的事業部門或附屬單位，如此從屬公司的性質，恐類似於控制公司在法律上的一項工具。惟問題在於公司法上之法人格創設，如公司法第一條「謂以營利為目的，……之……法人」，乃是基於每一公司乃為追求個人本身的利益，法律承認其為權利義務之主體，但在關係企業專章，立法上特別承認關係企業的綜效需求，亦即公司法第三六九條之四第一項所明文允許「控制公司直接或間接使從屬

² 關於我國關係企業最新實態的剖析，請參閱中華徵信所，2009 年台灣地區大型集團企業研究，中華徵信所，2009 年，9、32 頁。

³ 賴英照，關係企業法律問題及立法草案之研究，收錄於：公司法論文集，財團法人中華民國證券市場發展基金會，1994 年，191 頁。

⁴ 關於 1997 年的關係企業專章之立法，可參閱賴英照，公司法「關係企業」章介述，證券暨期貨管理，16 卷 1 期，1998 年 1 月 16 日，1 頁；高靜遠，公司法關係企業專章立法沿革與條文說明，會計研究月刊，141 期，1997 年 8 月，11 頁；劉紹樑，論關係企業法，經社法制論叢，21 期，2002 年 12 月 27 日，1 頁；武憶舟，公司法增訂關係企業章分析（1-3），法令月刊，49 卷 6 期，1998 年 6 月，11 頁；洪秀芬，公司法「關係企業」章之研究，朝陽學報，3 期，1998 年 9 月，21 頁；王志誠，論關係企業之立法與課題，證交資料，445 期，1999 年 9 月，13-27 頁；劉連煜，關係企業專章之立法及其實務運用（1-2），實用稅務，311 期，2000 年 11 月，71-74 頁；洪貴參，關係企業法↓↓理論與實務，元照，1999 年，23 頁；施智謀，公司法，1991 年，338 頁，特別指陳關係企業的法制化，意在扶植關係企業的正規發展，並非立法打擊該企業之謂。

公司為不合營業常規或其他不利益之經營」，此乃承認控制公司可藉由企業支配力，操縱損益的原則性規定；然，這在公司法人格完全獨立的傳統理論架構下，實令人無法想像，即所謂「一公司為他公司全面控制，係為他公司利益存在」的企業思維。直言之，我國關係企業法所規範的前提，即是以承認關係企業的綜效理論，作為建構關係企業的誘因性規定，但這似與公司法原有的法律邏輯是矛盾的⁵。其實，關係企業經營綜效，畢竟為管理學的概念，公司法是否宜介入？個人十分質疑，亦即在企業支配的法理上，依公司法第三六九條之四的立法理由所述「控制公司直接或間接使從屬公司為不合營業常規或其他不利益之經營者，如於營業年度終了前已為補償，則不生損害問題」，如此的立法政策，其邏輯不僅正向肯定關係企業的經營綜效，且又本於傳統法律上，控制公司與從屬公司分別是一個完整而獨立之法人格思維，強調條文上是必然的損益補償⁶；易言之，就關係企業所強調集團內部

的經營決策協調，追求集團整體的經濟效益，如藉由支配企業之控制公司與從屬公司的特殊關係，進而利用其支配力，犧牲從屬公司利益，以成就集團的決策或運用從屬公司獨立之法人格，以承接延續經營團隊的策略等，是否為法律所允許之行為？不無疑義之外，但現行法上損益補償的立法，如我國學者所指摘，在企業支配的前提下，似乎無任何效益，反而致生意想不到的法規效果，即是「只要成立關係企業，即可放心運用企業支配力」的一般認知，掛其美名是追求企業綜效，實則利用公司法人格，滿足特定人士在法律上所不應允許的利益⁷。

相較於現行法上的矛盾，論者亦曾指摘另一較早的，但未獲採行的「經濟部關係企業立法草案」版本，該草案第七條即明訂「控制公司不得利用其支配力，使從屬公司為不利於己之法律行為或其他作為或不作為，但已為補償者，不在此限」，且該草案第十二條亦規定「控制公司違反第七條規定，對從屬公司及其股東因此所受

⁵ 相較於另一較早的立法版本，即未獲採行的「經濟部關係企業立法草案」第 7 條，則仿歐陸的德國法制，明定「控制公司不得利用其支配力，使從屬公司為不利於己之法律行為或其他作為或不作為」之原則，恰與現行公司法第 369 條之 4 第 1 項的仿美判例法制的規定，呈現逆向的立法思維，請參閱施智謀，同註 4，343 頁。

⁶ 1997 年公司法部分條文修正草案，增訂第 369 條之 4 第 1 項立法說明，請參閱立法院公報，86 卷 23 期，123 頁。就此立法，方嘉麟，關係企業專章管制控制力濫用之法律問題，政大法學評論，63 期，2000 年 6 月，313 頁，指摘我國如此的關係企業專章，或僅片面肯定企業集團經營的綜效，卻又拘泥於單一法人格而未能進一步調整我國公司法制之原有設計，建立一套完整獨立的關係企業法制，恐未蒙其利，似已先受其害之謂。

⁷ 關於公司法第 369 條之 4 的法規範與實效，請參閱方嘉麟，同前註，271 頁；劉連煜，控制公司在關係企業中法律責任之研究，收錄於：公司法理論與判決研究（一），1995 年，65 頁；廖大穎，論關係企業的內部監控與股東權之保護，收錄於：公司制度與企業金融之法理，元照，2003 年，178 頁。

之損害，分別負賠償責任。前項損害，控制公司代表人與控制公司負連帶賠償責任，如其法條邏輯，係維持原則禁止「以犧牲一企業，為成全整體或為他企業利益」之不法行為，除非已補償從屬公司之不利利益，則可例外承認關係企業追求綜效的特殊需要；質言之，這與我國公司法第三六九條之四的規定，呈現逆向的立法思維，較符合現行公司法基於每一法人格完整獨立的理論架構，而特別明訂控制公司是不得濫用其支配企業的影響力，為所欲為，除非是已補償先前之不合理企業支配，所造成從屬公司的損失，始另當別論⁸。雖企業集團的綜合效益，胥為關係企業形成的重要原因所在，而一般所稱關係企業內部的利益折衝，原就是集團事業經營之本來規劃，但法律上如容許控制公司與從屬公司間「以犧牲一企業，為成全整體或為他企業利益」之行為，這不僅與我國原有的法人理論，即獨立法人格概念是衝突的之外，若因企業團隊的經營決策，所致生關係企業內部各公司間的損益操作，是否應存有補償或賠償之責？如是，則如前所述，不僅無法實現我國公司法第三六九條之四的立法目的，且在法規效益上，亦僅徒生關係企業操縱損益的方便之門；然，如否，無須補償或賠償時，如此容許企業

支配行為的合法性，則又視現行公司法上的既有規範為無物。因此，就關係企業之立法，確宜有不同的思考方向⁹。

(二)典型的關係人交易

關係人交易一詞，並非法律上的專有名詞，但其在會計學上是個相當重要的概念，此即屬財務會計準則公報第六號的「關係人交易之揭露」項次；易言之，相關企業製作財務報表時，應依規定揭露所謂關係人交易事項，此乃企業於每一會計期間，如與「關係人」間有重大交易事項發生時，應於財務報表附註中，揭露上述公報所規定之事項。至於何謂關係人？公司法、證交法亦無明文規定，惟僅於金融控股公司法第四條與銀行法第二五條之一有明訂「同一關係人」的範圍，可供參酌之；然，就會計上揭露關係人交易的關係人概念，依前揭第六號公報所明文之規定，原則上乃「凡企業與其他個體（含機構或個人）之間，若一方對於他方具有控制能力或在經營、理財政策上具有重大影響力者，該雙方即互為關係人」之定義，當然同時亦謂如有「受同一個人或企業控制之各企業，亦互為關係人」，且亦明文具有特定情形者，即推定為企業之關係人，除非能證明不具有控制能力或重大影響力者，不在此限¹⁰。職是，依會計學的觀點，控

⁸ 相關早期在 1970 年代另一但未採行的「經濟部關係企業立法草案」資料，請參閱施智謀，同註 4，339 頁。

⁹ 廖大穎，同註 7，178 頁，認為若關係企業的綜效經營模式，一旦被法律承認，則該關係企業的各分子公司，縱具有獨立之法人格，然，實質上？充其量僅應將視為集團事業的一個單位，不宜堅持再視為法律上獨立的法人格，而將整個事業集團視為一部完整的公司個體，始足以迎合集團事業的綜效理論與法律規範的合理性，但如此重新調整我國相關的法律規定，無異是對既有法律模型的顛覆。

制公司與從屬公司間之交易，本身即為一典型的關係人交易型態。

控制公司與從屬公司間，其雖屬法律上兩個不同之法人格主體，但實為經濟上關聯密切的企業共同體，承上所述，在公司立法的政策上，不僅應正視關係企業的特殊構造，且應考量關係企業的內部交易，雖確有其存在之必要而無須完全禁止，但亦宜謹慎考量控制與從屬公司間的實質支配關係，是否亦藉由如此的關係人交易型態，滿足其經濟上的私慾，以有效掩飾企業間交易所欲隱藏的弊端，例如藉由調整損益的操作方式，達致法律所不允許的行為，而這些將嚴重影響成立關係企業法制的社會期待¹¹。再者，論關係企業內部的交易，其不唯該當於關係人交易，且就關係企業之經濟實體概念以觀，其亦不啻為一種利益衝突的自我交易（self-dealing）型態；既然關係人交易亦是一種

利益衝突的交易類型之一，則其公平性？恐為人所質疑之處不鮮¹²。關於實務上關係人交易與關係企業間不法的研究，例如早在一九九二年台北地院檢察署曾就當時關係企業內部之利益輸送態樣，提出研究報告，而依其所歸納的非常規交易類型，計有：有價證券交易類型、資金融通交易類型、不動產交易類型及進銷貨交易類型等四大態樣之「關係人交易」，暗藏局外人所不知的玄機與「不當」的利益輸送¹³。當然，在國內實務上關係人交易與利益輸送的疑雲個案，不勝枚舉，比方是較具代表性的華隆案，所涉股票交易及土地交易之企業醜聞，其核心即是企業支配力不當行使的問題；惟就華隆案所凸顯關係企業法制之不備，除了關係人之一造，不屬於「公司」，而無法適用關係企業法規範外，論實質支配與關係人交易之爭議，其關鍵自是「非常規交易」，所隱藏迂迴之不法目

¹⁰ 依財務會計準則公報第 6 號（貳之 2），明定除非有反證，否則推定為關係人，其範圍如下：

- (1) 企業採權益法評價之被投資公司。
- (2) 對公司之投資採權益法評價之投資者。
- (3) 公司董事長或總經理與他公司之董事長或總經理為同一人，或具有配偶或二親等以內關係之他公司。
- (4) 受企業捐贈之金額達其實收基金總額三分之一以上之財團法人。
- (5) 公司之董事、監察人、總經理、副總經理、協理及直屬總經理之部門主管。
- (6) 公司之董事、監察人、總經理之配偶。
- (7) 公司之董事長、總經理之二親等以內親屬。

¹¹ 在實務上案例，請參閱陳峰富，〈跨國關係企業之移轉定價與非常規交易〉，全國律師，2004 年 6 月，92 頁等論著所舉。

¹² 廖大穎，〈關係企業與公司治理——試論現階段關係企業法制的問題所在〉，收錄於：《公司制度與企業組織設計之法理》，2009 年，253 頁。同樣見解，例如 Robert C. Clark, Corporate Law (1986), at 159, 指出公司的自己交易行為態樣，包括(1)公司與公司董事、經理人或大股東間之交易，(2)公司與其他組織間之交易，而公司董事、經理人或大股東享有直接或間接的經濟上利益，(3)控制公司與從屬公司間之交易，(4)董事、經理人全部或部分相同公司間之交易，極可能涉及利益衝突的行為。

¹³ 台北地院檢察署研究報告，〈集團企業間利益輸送之態樣與刑責〉，1992 年，93 頁。

的¹⁴。關於非常規交易(non-arm's length transaction)，其概念雖不僅是貫穿公司法第三六九條之四第一項前段使公司為「不合營業常規或其他不利益之經營」的文義內涵，亦是該當於證交法第一七一條第二項第二款使公司為「不利益之交易，且不合營業常規」與否的要件所在，但「常規交易」與「非常規交易」僅是個相對性的價值判斷，何謂非常規交易？亦即，雖有學者試圖建立一個合理的判斷標準，但實非易事，終無法萃取演譯成為一個明確的、抽象的法律概念；因此，如以非常規交易作為公司法第三六九條之四的民事責任，甚至是課予證交法第一七一條刑事責任的構成要件，這均是一項非常大的挑戰¹⁵。

二、被告所援的商業判斷原則與適用於關係企業的爭議

(一)美國判例法上的商業判斷原則

「商業判斷原則」是美國判例法上 Business Judgment Rule 的譯稱，或有譯為「經營判斷法則」等，此即本案判決所指摘的「商業判斷法則是美國法院在判例中發展出來有關董事做出經營決定，就其過

失行為是否承擔法律責任之新的判斷標準」¹⁶。惟關於商業判斷原則之於董事責任訴訟的論據，則如美國德拉瓦州最高法院 Randy J. Holland 法官所指摘「公司訴訟所涉股東質疑董事會之不當企業決策，乃是致生公司受損原因之所在，該州法院認為若屬無利害關係之董事，誠實且謹慎評估企業活動事項之相對風險與報酬，這即是對公司、對股東利益之最大化之商業判斷」；易言之，相關商業判斷原則之於美國司法程序上，係司法機關是否應予介入審查董事行為之判斷基準，然如此推定董事是基於誠信對公司經營管理的決定，並保障其於獨立決定後若有致公司損失時，免於承擔個人責任之一推定法則，以避免司法上的事後諸葛，再重予評斷公司負責人當初所為的經營決定¹⁷。關於商業判斷原則，在德拉瓦州最高法院數代表性的判決中，如此扼要的說明，謂“The business judgment rule is a presumption that in making a business decision, the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the

¹⁴ 關於華隆案所凸顯的關係人交易，就關係企業法與控制股東之議題，請參閱劉連煜，關係人交易與控制股東之義務，月旦法學雜誌，116期，2005年11月，223頁。

¹⁵ 例如王志誠，不合營業常規交易之判定與類型，政大法學評論，66期，206頁，指陳不合營業常規交易之於構成證券交易法第171條的刑責要件部分，恐唯有藉由法律解釋，始足以合理補充如此不確定之法律概念，但其解釋如逾越人民預見可能範圍者，則又有違罪責法定主義之虞。

¹⁶ 關於美國法上的商業判斷原則，請參閱 Robert C. Clark, Corporate Law (1986), at 123; James D. Cox & Thomas L. Hazen & F. Hodge O'Neal, Corporations (I) (1995), at 10.2; Robert W. Hamilton, The Law of Corporations (5th ed., 2000), at 453 等。

¹⁷ Randy J. Holland, An Introduction to Delaware Corporation Law Directors' Fiduciary Duties, 月旦民商法雜誌，19期，2007年9月，97頁（劉怡婷翻譯，王文字審定）。

company...A hallmark of the business judgment rule is that a court will not substitute its judgment for that of the board if the latter's decision can be attributed to any rational business purpose"¹⁸。承上所述，一般常見的是因企業活動的大環境是個非理性的變數，無法預測、亦無法假設董事或經理人「必然」是一個成功的企業經營者，尤其是現代企業管理上所追求企業的積極創新，認為法律應給予企業經營者更廣泛的商業判斷裁量權，同時縱其企業決策是錯誤的，無法達成原先所預期的目標時，在一定的前提下，仍應減免其在法律上的損害賠償責任。

就商業判斷原則與在英美法系公司法制的發展歷史，論者指出隨著社會上自由放任的思潮，認為減免企業經營者的法律責任與促使發揮企業經營的功效是有關聯的、必要的；質言之，使公司擁有商業上的外在競爭力，即是為公司帶來最大的利益，倘若公司的經營決策是在董事或經理人的權限範圍之內，該判斷如能證明董事係本於誠信，且依據充分合理的企業資訊，為公司最佳利益所作成的決定，但最後仍不免致生公司營運上的損害或不利之結果，如此對該董事追究其企業經營責任，是否過苛？從而「針對企業經營責任之爭議，法院宜尊重企業經營者的專業判

斷，無須介入」的如此立論，終為法院所肯定，此即企業經營者之商業判斷原則（Business Judgment Rule）的源起¹⁹。雖股東所選任的企業經營者是董事，並將企業經營權限委任董事，因而董事在法理上當然負有企業經營的最終責任，但觀其商業判斷原則之內涵，其立論形成的背景是股東代表訴訟之追究企業經營責任，被告董事藉由商業判斷原則之辯護，再一次確認股東是共同承受企業風險之企業所有人，而共同選任之董事，亦無法假設該董事日後的企業行為，一定成功之謂；詳言之，美國法上的商業判斷原則是衍生自股東代表公司訴追董事經營責任之公司治理模式，針對錯誤的經營決策與企業行為，致生公司的損害，應先推定該董事是誠信的，基於充分的資訊所做成企業經營之判斷，如原告無反證推翻時，應予以尊重其商業判斷，即公司經營上的損害，應由股東共同承擔如此企業決策的經營風險，在效果上產生否定董事對公司之賠償責任。就此，論者亦謂美國法制上的商業判斷原則，其實是衡平企業管理與法律秩序的一種再思維；惟其法理內涵，則寓有促進企業積極進取，容許在公司經營上或多或少的冒險，緩和公司營運上錯誤與嚴格的法律責任追究，這是針對美國股東代表訴訟之濫用，司法實務亦肯定藉由商業判斷原

¹⁸ 德拉瓦州最高法院的相關代表性判決，例如 *Zapata Corp. v. Maldonado* 430 A. 2d 779 (Del. 1981)、*Aroson v. Lewis* 473 A. 2d. 805 (Del. 1984)、*Smith v. Van Gorkom* 488 A. 2d 858 (Del. 1985)等，請參照。

¹⁹ 葉銀華等，公司治理與金融監管之界線（座談會），台灣本土法學雜誌特刊，2007年12月，101頁（賴源河發言）。

則以減低法律對企業經營所造成的負面效益²⁰。在美國判例法上發展出「商業判斷原則」，如美國學者所述，其乃針對企業經營責任的爭議，提供法院一種合理化的解釋，無須介入董事在權限範圍內所作成的企業行為；簡言之，如無反證推翻時，則應予以尊重其判斷，亦即公司經營上的損害，不應由董事承擔之²¹。當然，值得一提的是美國在商業判斷原則法制化之努力，此即美國法律協會（American Law Institute）所擬定之公司治理原則分析與建議（Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations）§ 4.01²²條文中，試圖將商業判斷原則予以法典化的努力，謂董事會或經理人，基於誠信為公司做出企業決策時，若該董事會或經理人是

1. 對於該商業判斷事項，不具利害關係，
2. 就商業判斷事項之知悉程度，乃在當時情形下，合理相信其為最適當者，且
3. 合理相信是公司最佳利益等，公司董事會或經理人則可免損害賠償之責²²。

惟商業判斷原則之推定，是否可適用於企業支配的控制公司與從屬公司間，即

由從屬公司或其股東訴追控制公司（或其董事）的企業經營責任？這如本案所涉的議題之第一部分，即被告指陳關係企業的經營決策，宜重視集團整體綜合效益之考量，這本質即是一種的商業判斷，始足以合理解釋控制公司與從屬公司間的決策行為，進而辯稱被告之所以如此的「商業判斷」，不僅不悖於決策當時的合理分析，而且亦是符合集團事業的長期利益或集團綜效，謂公司縱有經營上的損失，不宜逕自認定此為非常規交易，課予企業經營者相關證交法第一七一條「使公司不利益經營」之罪責，這乃本案所涉的議題之第二部分。

首先，就關係企業與被告所援美國判例法上的商業判斷原則，為集團企業的支配經營決策，做免責的辯護，但是否合情？合理？合法？其實，如此的辯詞似已逾越美國法判例法上適用商業判斷原則的範疇；申言之，就商業判斷原則與關係企業的經營責任部分，美國判例法上不僅未有案例出現，且亦無任何法律文獻肯定商業判斷原則，可任意延伸至關係企業的支配經營責任。原因何在？吾人若就商業判斷

²⁰ 廖大穎，企業經營與董事責任之追究，收錄於：同註 12，209 頁。

²¹ Robert W. Hamilton, *The Law of Corporation* (4th ed., 1996) at 385. 惟 Bernard Black, Brian Cheffins & Michael Klausner, *Outsider Director Liability*, 58 *Stan. L. Rev.* 1055 (2006), at 1060，則指出美國司法實務與商業判斷原則之推定企業經營者是誠信、合理的假設，而不予介入的司法程序效果，無異是對企業經營者提供強而有力的，且似乎是毫無例外的一把保護傘，這確有助於企業經營者之被追訴民事責任與否的安定性，但在實證統計分析後，並強調美國企業經營者受司法上所採的商業判斷原則及董事責任保險之保護甚大，比例甚高，連著名的 *Smith v. Von Gorkom* 案，肯定企業經營者賠償責任之判決，亦僅屬鳳毛麟角之特例而已。

²² 關於 American Law Institute (ALI) 的 *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*，請參閱 ALI, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations-Volumes 1 & 2* (2008), Thomson West 所刊行。

原則的核心觀之，不難理解，即從適用商業判斷原則的前提之一，乃限於不具利益衝突的商業決策，始得以推定。因此，論控制與從屬關係的公司間交易，如前所指摘，其不唯是一典型的關係人交易，且其本質上，即屬一種利益衝突（interest conflict）、自我交易（self-dealing）的型態；易言之，相關美國判例法上所認定如此的控 制 公 司 責 任，此 是 所 謂 支 配 股 東（controlling shareholder，國人亦有譯為控制股東），是否違反忠實義務的議題，這國人就不難理解了²³。在美國法上的觀點，關係企業之支配經營決策是一種違反忠實義務的問題；因而這種違反忠實義務，法理上早已被排除於適用「商業判斷原則」之外，然我國實務界的先進們，卻在未能完全釐清美國法上商業判斷原則的內涵，急就章地援引外國判例法上的辯詞，倉促為被告辯護，而承審法院亦未能明察秋毫，揪出魚目混珠的主張，殊為遺憾²⁴。至於商業判斷原則的推定效果，是否適用——

刑事程序？此系爭本案議題之第二部分，則於後討論之。

（二）商業判斷原則之舉證責任倒置與我國實務見解

針對商業判斷原則，我國司法實務上相關的判決其實不多，但新近似乎有增加的趨勢。當然，這與國內學者專文介紹美國判例法上的商業判斷原則有關；易言之，就商業判斷原則的法理，其內涵則寓有促進企業積極進取，容許在公司經營上或多或少的冒險，藉由民事程序法上的推定效果，緩和公司營運上錯誤與嚴格的法律責任追究，謂以尊重企業經營的專業判斷²⁵。然，就上述的商業判斷原則，在我國晚近的司法實務上，比方是台北地院九十二年度訴字第四八四四號陸特公司案判決、台北地院九十三年度重訴字第一四四號的中工電訊案判決、台北地院九十四年度訴字第九五一號吉鵬旅行社案判決、台灣高院九十五年重上字第二三三號華南銀行案判決、台北地院九十六年度重訴字——

²³ 關於美國法上支配股東與忠實義務的議題，國內文獻介紹不多，例如張心悌，控制股東與關係人交易，台灣本土法學雜誌特刊，2007年12月，76頁，試從衡平法上「受託人義務（fiduciary duty，本文翻成信賴義務）」，介紹支配股東從事關係人交易法制之美台比較。

²⁴ 當然，就此商業判斷原則的辯護，承審法院雖終不採其辯詞，但觀諸本判決文義，似亦未能加以駁斥，如此張冠李戴的援用；反而隨之起舞……，甚至是對本案刑事責任之適用上，加以斟酌適用商業判斷原則之有無，而令人憂心我國實務界先進對外國法理的專業判斷。

²⁵ 關於商業判斷原則之國內文獻介紹，請參閱劉連煜，公司經營者之裁量權與公司社會責任，收錄於：公司監控與公司社會責任，五南，1995年，151頁；陳錦隆，美國法上董事「經營判斷法則」之概說（一）～（三），會計研究月刊，194期，2002年1月，69頁；林國彬，董事忠誠義務與司法審查標準之研究↓↓以美國德拉瓦州公司法為主要範圍，政大法學評論，100期，2007年12月，51頁；戴志傑，公司法上「經營判斷法則」之研究，月旦法學雜誌，106期，2004年3月，157頁；陳碩甫，英美法商業判斷法則概述，萬國法律，158期，2008年4月，40頁；劉連煜，董事責任與經營判斷法則之運用，收錄於：公司法理論與判決研究（五），元照，2009年，19頁，李維心，從實務觀點談商業判斷法則之引進，中原財經法學，22期，2009年，129頁。

第二三四號的鴻亞光電案判決、台北地院九十六年度訴字第二一〇五號中華郵政案判決、台南地院九十六年度金字第一號官田鋼鐵案判決、台灣高院九十六年度重上字第一四五號農民銀行案判決、台北地院九十七年度訴字第四九七號綠恩生化案判決，甚至是台北地院九十八年度訴字第一三八五號的逸仙文教基金會案等，輒常為企業或事業經營者藉此援引抗辯，或為承審司法人員斟酌是否負企業責任的外國法理論之一，但我國司法判決，其見解並不一致。依司法院法學資料全文檢索全國各級法院相關商業判斷原則之案例，其中較具體、詳細的代表性判決如下：

一是陸特公司案，即台北地院九十二年度訴字第四八四四號民事判決。就此判決，承審法官明白表示美國法上的商業判斷原則，不適用於我國現行法之規定，並謂程序法上的推定免責，應以法律明文規定者為限，亦即相關我國公司法無明文推定免責之規定，一旦若認有商業判斷原則之適用，而使被告等人可推定為善意，並對公司經營已有適當之注意，仍應按原告之舉證情形，分別審酌之，因而不能採用美國判例法上的商業判斷原則，直接否定該原則適用於我國現行法。二是中工電訊案，即台北地院九十三年度重訴字第一四四號民事判決，然此案的承審法院，則直接肯定美國判例法上的商業判斷原則，可適用於我國法；同時，就中工電訊案所涉及——企業經營者與損害賠償責任的議題上，

承審法院亦認為我國法在判斷公司負責人所為之企業決策是否符合商業判斷原則，可採取與美國法院所持的相同標準，如同本案判決所指摘，即「1.限於經營決定（a business decision）；2.不具個人利害關係且獨立判斷（disinterested and independence）；

3.盡注意義務（due care）；4.善意（good faith）²⁶；5.未濫用裁量權（no abuse of discretion）」，明諭公司負責人於當時的經營決策，若具備此上述五項商業判斷原則之構成要件，即可推定其具善良管理人之注意義務，法院則無須再介入公司經營的商業判斷，而肯定公司負責人無庸對公司及股東，負損害賠償責任之謂。

承上，我國這二個見解完全迥異的判決，司法態度實令人玩味的。姑且不論陸特公司案，承審法院認為在程序法上的推定免責，應以法律規定者為限，縱然是中工電訊案，因其肯定適用美國判例法上商業判斷原則，得作為遮斷企業經營者違反注意義務的理論依據，為我國本土案例之第一宗，誠是備受矚目的判決，但其判決亦明示「若公司負責人為經營行為當時，若具備此五項經營判斷法則，則可推定其具有善良管理人之注意義務，而無庸對公司及股東負損害賠償責任」的前提，因而認定公司負責人於原告舉證↓↓公司負責人與企業決策間是具有利害關係的，且未能查證慎選交易對象，則屬違反善良管理注意義務與忠實義務之謂；然，就中工電訊案判決亦為我國學者所指摘，該案承審

26 good faith 一詞，在法律上宜譯為「誠信」，遠較「善意」為妥。

法院所理解之商業判斷原則，與美國判例法的精神有違，認為該案判決係誤解美國司法上的適用商業判斷原則²⁷。的確，中工電訊案判決與美國判例法上見解不一，如依美國德拉瓦州最高法院Holland法官所述，當此假設推定，被原告舉證推翻時，法院所再審究的是系爭交易的公平性原則，這時始由被告的董事，負舉證責任之謂²⁸。簡言之，就此而言，是否為我國司法所誤解？或是我國司法人員基於專業判斷，在適用美國的商業判斷原則時，特別調整該原則的推定效果與訴訟上舉證責任的合理分配，值得再確認²⁹。

(三) 本案訴追的刑事責任與「商業判斷原則」之適用

承審法院於判決理由認定本案被告所為之經營行為違反「財務會計準則公報」等，因而認定被告等三人使公司為非常規交易，公司因之受有重大損害，該當於證交法第一七一條第一項第二款之罪。本案承審法院在判決書中，耗相當篇幅，處理被告之辯護人所提的商業判斷原則，然而，在美國法上並未見有以商業判斷原則作為刑事抗辯之例，——

任規則與民事程序間舉證責任要求不同，我國法院是否得將此原於美國之民事程序作為舉證責任分配的商業判斷原則，直接應用於我國之刑事程序，作為我國法院認定公司負責人的刑責之用？不無疑問。

我國刑事訴訟法第一五四條第二項規定：「犯罪事實應依證據認定之，無證據不得認定其犯罪事實。」此為刑事訴訟法下的證據裁判原則，亦是被告受到無罪推定保障的具體呈現³⁰；在具體的刑事訴訟中，法院依審判所得之證據衡量，需達到足以證明被告之犯罪事實至毫無合理懷疑的「確信」的程度，始能對被告為有罪之判決。³¹同時，我國刑事訴訟法第一六三條第二項規定「法院為發見真實，得依職權調查證據。但於公平正義之維護或對被告之利益有重大關係事項，法院應依職權調查之」，而第一六一條第一項亦規定「檢察官就被告犯罪事實，應負舉證責任，並指出證明之方法。」因此，論者認為我國之刑事訴訟法要求法院有澄清事實之義務，而檢察官有協助法院形成合乎真實的審判結果的證明義務³²。我國最高法院對於刑事案件的犯罪事實證明的基本見解

²⁷ 例如劉連煜，同註 25，39 頁。

²⁸ Holland，同註 21，98 頁。

²⁹ 例如廖大穎，公司負責人之注意義務與商業判斷原則的適用，月旦裁判時報，1 期，2010 年 2 月，117 頁。

³⁰ 林鈺雄，刑事訴訟法（上），元照，2007 年，450 頁。釋字第 509 號亦明白點出檢察官或自訴人負有證明被告有罪之舉證責任，而法院則負有澄清事實之義務。

³¹ 林鈺雄，同前註，473 頁。

³² 林鈺雄，同註 30，479 頁。另可見台灣高等法院 97 年度金上訴字第 1 號刑事判決：「刑事訴訟法修正後第 161 條第 1 項規定『檢察官就被告犯罪事實，應負舉證責任，並指出證明之方法』，明訂檢察官舉證責任之內涵，除應盡『提出證據』之形式舉證責任（參照本法修正前增訂第 163 條之立法理由謂「如認檢察官有舉證責任，但其舉證，仍以使法院得有合理的可疑之程度為已足，如檢察官提出之證據，已足使

為：「按事實之認定，應憑證據，如未能發現確實之證據，或證據不足以證明，自不能以推測或擬制之方法，以為裁判基礎。犯罪事實所憑之證據，雖不以直接證據為限，間接證據亦包括在內，然無論直接或間接證據，其為訴訟上之證明，須於通常一般人均不致有所懷疑而得確信為真實之程度，始得據為有罪之認定，倘其證明尚未達此程度而尚有合理之懷疑存在時，本諸無罪推定之原則，自應為被告無罪之諭知。又被被告否認犯罪事實所持辯解縱使不能成立，除非有確實證據足以證明對於被告犯罪已無合理之懷疑外，不能遽為有罪之認定。」³³ 此與民事程序有極大差異；申言之，在舉證責任上，民事程序要求主張對己有利事實之當事人負舉證責任，而在刑事程序則由檢察官負擔證明被告犯罪事實之責任，同時法院亦有澄清事實之義務，且在事實的證明程度上，刑事程序要求證明被告之犯罪至無合理懷疑之程度，此較民事程序下的證明要求嚴格。關於此，最高法院曾言：「按當事人主張有利於己之事實者……苟於其利己事實之

主張，已為相當之證明，則其舉證責任即屬已盡。換言之，解除其舉證責任，祇須有證據之優勢，即屬非不可採信。此與刑事案件需證明被告犯罪至無合理之可疑，異其旨趣。」³⁴ 職是，刑事案件與民事案件的審理程序在舉證責任或證明程度的要求上均不同，能否直接將商業判斷原則引進刑事案件實有疑問。

再從商業判斷原則之意義及刑事追訴本質的角度觀察，本文認為有下列幾點應予注意：一是法院依我國刑事訴訟法，本即負有澄清事實之義務，而檢察官有協力調查證據之義務，此點不因有無商業判斷原則之保護而有差別。因此，無論有無商業判斷原則之保護，若董事並未違反其職務，檢察官有為其澄清之義務；若有違法之情事，檢察官亦有查明之義務。二是董事未盡身為公司負責人應盡之義務，乃違反其民事上之義務，推翻商業判斷原則僅是認為董事違背其民事上的義務而已，此與違反刑法之行為尚屬有間。況且，民事程序及刑事程序所要求的證明程度並不相同，本案判決書中，承審法院所謂由檢察

法院得有合理的可疑，其形式的舉證責任已盡」外，尚應『指出其證明之方法』，用以說服法院，使法官『確信』被告犯罪構成事實之存在。此『指出其證明之方法』，應包括指出調查之途徑，與待證事實之關聯及證據之證明力等事項。……刑事訴訟法修正後第 163 條釐訂法院與檢察官調查證據責任之分際，一方面揭櫫當事人調查證據主導權之大原則，並充分保障當事人於調查證據時，訊問證人、鑑定人或被告之權利（同條第 1 項）；另一方面例外規定法院得及應依職權調查證據之補充性，必待當事人舉證不足時，法院始自動依職權介入調查，以發見真實（同條第 2 項）；再增訂法院依職權調查證據前，應踐行令當事人陳述意見之程序（同條第 3 項），以貫徹尊重當事人查證之主導意見，確保法院補充介入之超然、中立。」

³³ 最高法院 94 年度台上字第 7169 號刑事判決。

³⁴ 最高法院 73 年度台上字第 2174 號判決。轉引自許士宦，審判法院之選擇與舉證責任之分配，程序保障與闡明義務，2006 年，469 頁。

官證明董事未盡忠實義務，究竟係指檢察官以民事的優勢證據方式證明董事違反義務？或是已無合理懷疑之程度證明之？將民、刑事程序的證明要求混淆，易造成法院認事用法時的混亂。三是我國刑事訴訟法第二五一條規定檢察官經偵查後認被告有犯罪嫌疑時，即應提起公訴，再由法院與檢察官蒐集事證，以認定被告是否曾為犯罪行為，法律並未加諸檢察官先行證明董事違反受託之忠實義務，作為檢察官得對之起訴的前提。四是商業判斷原則僅應用於民事程序，依美國法規定，董事的行為是否違反刑法，法院仍需證明董事的客觀不法及主觀不法至無合理懷疑程度

(beyond a reasonable doubt)。³⁵ 若董事之行為構成犯罪，縱使是為了公司之利益，董事仍不受商業判斷原則之保護，政府仍得追訴其刑事責任。³⁶ 簡而言之，本案被告之辯護律師將商業判斷原則應用於刑事訴訟之中，實已張冠李戴，而法院雖然正確詮釋美國法底下的商業判斷原則適用的範圍及限制，但是卻忽略商業判斷原則僅適用於民事案件，刑事案件另有舉證責任分配規則之事實，於適用此原則上，亦有未恰之處。

三、使公司不利益經營之背信與證交法第一七一條第一項特別刑法之檢討

本案法院認定被告等三人使公司與其所能控制的公司為非常規交易，因而認定被告等人違反證交法第一七一條第一項第二款之罪。然，法院在處理證交法第一七一條第一項第二款之罪時，是否應考慮關係企業間於業務經營的風險管控上的合縱連橫關係及策略性交易的型態？在刑事責任上，本條所限制的「非常規交易」與公司法第三六九條之四所限制的「非常規交易」間，其關係為何？如何解釋證交法第一七一條第一項第二款與公司法第三六九條之四的關係，這將影響證交法第一七一條第一項第二款的適用範圍，而此乃為公司負責人是否須為其經營決策負起刑事責任的重要關鍵。因此，本文認為實有再檢討之必要。

(一) 公司法第三六九條之四對證交法第一七一條第一項第二款解釋適用之影響

基於發動刑罰的正當性考量，將刑法限縮為「禁止社會損害行為」的規範，唯

³⁵ James A. Fanto, *Directors' and Officers' Liability*, 7-6- 7-7 (2008). 我國法院亦曾意識到董事忠實義務之違反與其是否負擔刑事責任間仍屬有別，見台北地方法院 97 年度重訴字第 42 號刑事判決：「……董事或經理人……『合理注意』之違反，倘達到『重大過失』(gross negligence) 程度，表示董事或經理人對於公司整體股東之不關心或行動上欠缺合理，有悖其擔任董事或經理人應謹慎面對風險之任務，即應予歸責。然而，此『重大過失』責任與我國證券交易法第一百七十一條第一項第二款應以『故意』為其主觀構成要件、同條項第三款應以『意圖』及『故意』為其主觀構成要件，顯有不同。」

³⁶ Carl B. Meyer, *The Environmental Fate of Toxic Waters, the Certainty of Harm, Toxic Torts, and Toxic Regulation*, 19 ENVTL. L. 321, 381-82 (1988).

有侵害法益，才構成犯罪，而國家僅能就侵害法益的行為，施加刑罰，這是現代刑法的重要精神³⁷；至於所謂的法益，則會因為時間及空間等因素的改變，受到社會價值觀及倫理道德標準的變遷影響，而有所改變，此時刑法亦需做相應的調整，以合乎社會的變化³⁸。同時，又基於刑法之謙抑性，當其他較輕微的制裁手段還不足以抑制某社會損害行為時，方得以發動刑罰³⁹。以關係企業為例，如前所述，企業間為取得財務及風險控管的優勢而組成集團企業體，以便其在企業經營上的合縱連橫；然，由於企業間之互相配合而為交易時，基於整體策略考量，可能造成一方公司並未獲利，甚至承擔損失之非常規交易，一般而言，此與一公司追求利潤公司最大化的宗旨，並不相符。對此，刑法是否介入，除應考慮此對於社會是否已造成損害之外，亦需考慮刑法介入是否有所必要。

對於關係企業與此種經營之規範，立法者可選擇禁止之或選擇允許之。前者，如前開經濟部所研議但未獲採行的「經濟部關係企業立法草案」第七條對此採取原則禁止之態度，若違反者，除非已經補償從屬公司，否則控制公司代表人與控制公司應負連帶賠償責任。惟後者，如我國現行公司法的關係企業專章，立法者著眼於

關係企業存在之現實面，為避免全面限制非常規交易，影響企業的經營策略，進而影響關係企業之競爭優勢，於第三六九條之四第一項承認控制公司之企業支配力，允許企業集團董事在公司的經營上，可以考量整體集團的利益，以便整個企業團體的運作，只要能在會計年度終了前保護從屬公司的利益即可⁴⁰。當然，如此前提與後續的立法核心，均在於取得企業經營及股東、債權人保護之平衡。就法言法，雖此等立法將各個關係企業視為一個大型企業集團架構底下的一部，與我國公司法認定各個法人各有其獨立人格的基本架構有所扞格，但這畢竟是公司法基本架構是否調整的問題；易言之，既然立法者肯定關係企業間彼此在業務、財務上互相調整搭配的行為，那麼應可認定立法者認為在當今的經濟體系底下，此等行為應屬正當，而不構成法益的侵害，這不啻是在刑事責任上的一種反射效果。

本文認為立法者是否承認控制公司之支配力對於證交法第一七一條第一項第二款的影響極大：若立法者採取原則禁止關係企業間的非常規交易的立法模式，可推測立法者認為公司投資人的保障仍較為重要，那麼證交法第一七一條第一項第二款設立宗旨既為保護公司投資人，⁴¹在解釋上應認為凡「使公司為不利益之交易，且

³⁷ 林鈺雄，新刑法總則，元照，2009年，10頁。

³⁸ 林山田，刑法各罪論（上），2006年，40頁。

³⁹ 林鈺雄，同註37，12頁。

⁴⁰ 劉連煜，控制公司在關係企業中法律責任之研究，收錄於：公司法理論與判決研究（一），元照，1995年，61-63頁。

不合營業常規」者，縱使是關係企業間的非常規交易，由於此等交易類型已遭公司法以保護公司投資人為由而禁止，該行為應被認定為已侵害「保障投資人」之法益。惟我國立法者既然於公司法第三六九條之四允許企業董事以「集團利益」考量，以控制公司為損益操作，而藉由私法權利義務的調整，以兼顧經營利益、現實控制優勢以及被控制公司股東之利益。依當時的行政院立法草案總說明，指出關係企業在企業經營方式上，已取代單一企業成為企業經營之主流，⁴² 為健全關係企業體制方增訂公司法第三九六條之四等條文，說明關係企業間短期資金流通有助於企業整體經營之效益，因此只要會計年間返還其損害即屬被允許之行為。由此點應可推測我國立法者認為此等損益操作，在從屬公司能得到相當補償的前提下，對於投資人並未造成「法益」的侵害，因此不需限制此等交易類型。職是之故，既然立法者認為若給予適當補償便不影響從屬公司投資人之權益，刑法自無介入之餘地，否則刑法過早介入將阻礙整個企業集團的操作、經營策略，進而破壞關係企業之競爭優勢。⁴³因此，對於證交法第一七一條第一項第二款之適用應做限縮解釋，於關係企業之間，若被控制公司因為所屬集團之要求，而為不合常規之交易時，雖受有損害，仍

未必有證交法第一七一條第一項第二款之介入空間；故有論者認為，若控制公司未給予適當之補償，而從屬公司的負責人亦未積極向控制公司及其負責人或其他受有利益之從屬公司求償時，證交法第一七一條第一項第二款始有適用可能，檢察官方有對從屬公司之負責人求處刑責之必要。⁴⁴然，在理論上，一控制公司為了整體集團之利益，透過交易及財務的操作，使控制公司為不利益之交易而將資產挹注於從屬公司之情形亦可能存在，此時此交易亦屬非常規交易，惟此交易情形卻未被納進公司法之規定。此可能是立法之疏漏，亦可能是立法者認為公司法第三六九條之四之訂定，目的乃為了保護受操控之從屬公司及其股東、債權人，今控制公司既使自己為不利益之交易，非受他公司之操控，而無在私法的權利義務關係上予以調整之必要，非為立法之疏漏。然不論如何，既然公司法承認企業集團之經營現實，對於此等交易型態自亦採容忍態度，而不認為此等行為有侵害任何法益的問題方是。故控制公司之董事若基於企業集團整體之考量，而使控制公司與其他被控制之從屬公司為非常規交易，自亦應解為非屬證交法所指之「使公司為不利益交易，且不合營業常規」之態樣。

簡之，關係企業間的非常規交易可能

⁴¹ 見 1999 年及 2004 年證券交易法第 171 條修正理由。

⁴² 立法院公報，86 卷 23 期，2915 號上冊，1997 年 5 月 6 日，116-199 頁。

⁴³ 劉連煜，掏空公司資產之法律責任，月旦法學教室，56 期，2007 年，84-85 頁；賴英照，股市遊戲規則 ↓↓最新證券交易法解析，749-750 頁及其註釋。

⁴⁴ 劉連煜，同前註，85 頁。

隱含利益輸送問題，但是在我國公司法明文允許關係企業之非常規交易存在的情形下，刑法之解釋需與之一致，在證交法第一七一條第一項第二款的適用上，僅能透過立法目的之解釋，將公司法第三六九條之四第一項的非常規交易範圍，限縮至「為企業集團整體利益」之情形，以遏止可能的利益輸送問題。

(二) 證交法第一七一條第一項第二款之於刑法背信罪之關係與解釋

至於證交法第一七一條第一項第二款，依一般見解均認為故「使公司為不利益交易，且不合營業常規」已有董事背棄公司及付其之職責，損及公司及投資人之權益，因而有「詐欺及背信之嫌」⁴⁵。此款乃刑法第三四二條背信罪的特別規定，因而在適用上，除證交法第一七一條第一項第二款所特別規定的要件外，原則上仍須回歸背信罪的最基本主客觀構成要件，既然如此，證交法第一七一條第一項第二款所規定之特別要件「使公司為不利益之交易，且不合營業常規」等，自亦需符合背信罪之基本的主、客觀不法構成要件。

我國刑法第三四二條規定：「為他人處理事務，意圖為自己或第三人不法之利

益，或損害本人之利益，而為違背其任務之行為，致生損害於本人之財產或其他利益，構成背信罪。」按背信罪的主體，係為他人處理事務之人為限，而客觀構成要件行為則是違背其任務之行為。由於我國刑法分則的背信罪並未如德國刑法分則之規定，分為屬濫用權利型（因法律、機關的委託、法律行為等而受本人的委託，處理本人與他人財產事務，也就是行為人對本人與第三人間財產關係有處分權限）與違背信賴構成要件型（不必涉及第三人，僅一個和本人間具有信賴關係的行為人，違反了他與本人間的信賴關係而發生的財產照料義務）兩類，而僅概括規定「為他人處理事務」，因而我國的行為主體與行為要件的問題，便混合成為「究竟為他人處理事務範圍為何」的問題⁴⁶。就此，實務上的解釋，顯示其認為背信罪的範圍不僅包括濫用權限，也包括違背信賴⁴⁷，而傳統的學說亦認為行為人，無論依據法律規定或因事實的信託關係，為他人處理事務，原則上便須依照誠實信用原則，在事物處理權限內，忠實履行信託義務，若其濫用權限或違背信託關係，便形成具有可罰性的背信行為⁴⁸。惟其間亦有學者批評，謂若僅為單純違背信託義務，應從內

⁴⁵ 例如賴英照，同註 43，749 頁。

⁴⁶ 許恆達，身分要素與背信罪的共同正犯↓↓Roxin 構成要件理論的檢討（下），萬國法律，104 期，2002 年，104-105 頁。

⁴⁷ 77 年度台上字第 5189 號判決：「仁愛之家，以辦理社會福利及慈善救濟事業為旨，財產孳息乃經費收入項目之一，經費不得移作他用，此在仁愛之家組織章程定有明文。如利用職權，擅借仁愛之家存款，大部分為支付利息，顯有違背其任務行為，並已生損害於該仁愛之家之財產，應成立刑法背信罪。」

⁴⁸ 林山田，刑法各罪論（上），五版，2005 年。

部契約關係去尋求民事解決，刑事背信所欲處罰者，應限於「為他人處理外部關係的財產上法律事務而造成財產或其他利益損害」，也就是違背本人意思、造成外部關係的利益損失，不致使刑罰權不當擴大。⁴⁹

證交法第一七一條第一項第二款所禁止的行為是公司的董事、監察人、經理人或受僱人使公司為不合營業常規之「不利益交易」，因而本條所規範的乃前開之人，為公司處理外部關係的交易而造成公司受有損害之行為。不論就採範圍較廣見解之傳統學說或是主張限縮背信罪範圍之見解，董事代表公司對外與他人之經營行為，將影響內部關係以外之財產上法律事務，故其行為應能落於背信罪之發動範圍。其次是要成立背信罪，除了客觀要件外，還有主觀要件，亦即背信罪之成立，以處理他人事務之人，在主觀上有圖自己或第三人得不法利益，或圖加損害於本人之意思，而故意為違背其任務之行為為要件。若行為人既不具獲利意圖也不具損害意圖，則縱有違背任務，並致生損害於本人的財產或其他利益，並無由構成本罪⁵⁰。同時，如僅因處理事務怠於注意，致其事務生不良之影響，則為處理事務之過失問題，亦非故意為違背任務之行為，故亦不負任何罪責⁵¹。承上所述，使公司為非常規交易之人，若要將之論以證交法第一七

一條第一項第二款之罪，檢方需證明被告之獲利或損害意圖，且於同時亦需證明被告為背信之故意方可。

肆、結語

在本案，被告周○喜之辯護人提出商業判斷原則，謂「本案被告『以預付貸款之名，行資金貸與之實』的行為為其商業判斷，為合法交易」之見解，實與是否引進商業判斷原則無關，且如此辯解並不會影響被告在刑事程序上應享有之程序利益，因在刑事訴訟之下，似無商業判斷原則適用之餘地。因此，對於被告辯護人所提之辯解，承審法院應將之理解為對於指控「不利益之交易」及「不合營業常規」之客觀不法要件的否認，惟此僅為單純之否認。

然，本案案件事實為台○公司以預付貸款的方式將資金注入三○興公司，由於兩公司具有控制與從屬之關係，因而若有非常規交易，依前開對公司法第三六九條之四與證交法第一七一條第一項第二款之關係的解釋，若系爭交易屬關係企業間基於企業集團之利益而為之財務、業務調配性質之交易，於立法者已容許之行為，證交法第一七一條第一項第二款，即可能不適用。對此，承審法院應加以說明何以證交法第一七一條第一項第二款得以適用於本案，以建立適用法律的合理基礎。再者，

49 黃榮堅，親愛的我把一萬元變大了，月旦法學雜誌，12期，1996年，52-53頁。

50 29年度上字第820號判決。

51 最高法院22年上字第3537號判例。

法院若欲證明被告違反證交法第一七一條第一項第二款之罪，由於論者多認為此款為背信罪之特別規定，法院應證明被告滿足本款之特別不法構成要件及一般背信罪之主客觀不法構成要件：於客觀上，法院需證明被告客觀上「違背受公司所託的義務」，「使公司為不利益之交易」且「不合

營業常規」，「致使公司受有重大損害」，而主觀上被告有「違背受託義務之故意」及「具有使自己或第三人獲利或使公司受害之意圖」。⁶⁷

（本篇已授權收錄於月旦法學知識庫及月旦系列電子雜誌 www.lawdata.com.tw）

ANGLE PUBLISHING



證券市場與企業法制論

◎廖大穎 中興大學法律系教授 著

本書是繼『證券市場與股份制度論』及『公司制度與企業金融之法理』之後，作者彙編近三、四年對外發表的論文，集結所成的『證券市場與企業法制論』一書；其內容共分九章，乃針對台灣當前證券市場與公司制度所面臨的問題點，剖析其關鍵所在，並深入研議企業法制的原理。

◎延伸閱讀

證券市場與股份制度論 / 廖大穎 定價：320 元
 企業籌資法務與個案分析 / 廖大穎 定價：420 元

定價 **450 元**

相關書籍請參閱元照網路書店：<http://www.angle.com.tw>

釋字第 516 號

民國 89 年 10 月 26 日

解釋爭點

行政法院就未依限發補償費，徵收不失效之決議違憲？

解釋文

國家因公用或其他公益目的之必要，雖得依法徵收人民之財產，但應給予合理之補償。此項補償乃因財產之徵收，對被徵收財產之所有人而言，係為公共利益所受之特別犧牲，國家自應予以補償，以填補其財產權被剝奪或其權能受限制之損失。故補償不僅需相當，更應儘速發給，方符憲法第十五條規定，人民財產權應予保障之意旨。準此，土地法第二百三十三條明定，徵收土地補償之地價及其他補償費，應於「公告期滿後十五日內」發給。此項法定期間，雖或因對徵收補償有異議，由該管地政機關提交評定或評議而得展延，然補償費額經評定或評議後，主管地政機關仍應即行通知需用土地人，並限期繳交轉發土地所有權人，其期限亦不得超過土地法上述規定之十五日（本院院字第二七〇四號、釋字第一一〇號解釋參照）。倘若應增加補償之數額過於龐大，應動支預備金，或有其他特殊情事，致未能於十五日內發給者，仍應於評定或評議結果確定之日起於相當之期限內儘速發給之，否則徵收土地核准案，即應失其效力。行政法院八十五年一月十七日庭長評事聯席會議決議略謂：司法院釋字第一一〇號解釋第三項，固謂徵收土地補償費額經標準地價評議委員會評定後，主管機關通知並轉發土地所有權人，不得超過土地法第二百三十三條所規定之十五日期限，然縱已逾十五日期限，無從使已確定之徵收處分溯及發生失其效力之結果云云，其與本解釋意旨不符部分，於憲法保障人民財產權之旨意有違，應不予適用。

解釋理由

憲法第十五條規定，人民之財產權應予保障。此一規定旨在確保個人依財產之存續狀態，行使其自由使用、收益及處分之權能，並免於遭受公權力或第三人之侵害。國家因公用或因其他公益目的之必要，雖得依法徵收人民之財產，但應給予合理之補償。此項補償乃係因財產徵收，對被徵收財產之所有人而言，係為公共利益所受之特別犧牲，國家自應予以補償，以填補其財產權被剝奪或其權能受限制之損失。故補償不僅需相當，為減少財產所有人之損害，更應儘速發給，方符憲法上開保障人民財產權之意旨（本院釋字第四〇〇號、第四二五號解釋參照）。準此，土地法第二百三十三條前段規定：「徵收土地應補償之地價及其他補償費，應於公告期滿後十五日內發給之。」此項期間雖或因對徵收補償有異議，經該管地政機關提交評定或評議而得展延，但補償費額一經評定或評議後，主管地政機關仍應即行通知需用土地人，並限期繳交，以轉發應受補償人，其期限亦不得超過土地法第二百三十三條規定之十五日（本院院字第二七〇四號、釋字第一一〇號解釋參照）。上述徵收程序之嚴格要求，乃在貫徹國家因增進公共利益為公用徵收時，亦應兼顧確保人民財產權益之憲法意旨（本院釋字第四〇九號解釋意旨參照）。對於土地法第二百二十七條所公告，被徵收土地應補償之費額，應受補償人有異議，而拒絕受領，依土地法第二百三十七條第一項第一款規定，得將款額提存之，但該項應補償之費額，如於提交評定或評議後，

認應增加給付時，應增加發給之補償數額，倘未經依法發給，徵收處分即不得謂已因辦理上述提存而不影響其效力。此為有徵收即有補償，補償之發給與徵收土地核准處分之效力間，具有不可分之一體性所必然。觀諸土地法第二百三十五條前段規定，「被徵收土地之所有權人，對於其土地之權利義務，於應受補償發給完竣時終止」亦明。至若應增加補償之數額過於龐大，需用土地人（機關）需動支預備金支應，或有其他特殊情事，致未能於十五日內發給者，仍應於評定或評議結果確定之日起於相當之期限內儘速發給之（依民國八十九年二月二日公布之土地徵收條例第二十二條第四項為三個月），否則徵收土地核准案，即應失其效力。行政法院八十五年一月十七日庭長評事聯席會議決議略謂：司法院釋字第一一〇號解釋第三項，固謂徵收土地補償費額經標準地價評議委員會評定後，主管機關通知並轉發土地所有權人，不得超過土地法第二百三十三條所規定之十五日期限，然縱已逾十五日期限，無從使已確定之徵收處分溯及發生失其效力之結果云云，其與本解釋意旨不符部分，於憲法保障人民財產權之旨意有違，應不予適用。

證券交易法第二十條證券詐欺 損害估算方法之省思

莊永丞*

目 次

- 壹、問題之提出
- 貳、美國一九九五年以前，證券詐欺事件損害賠償之計算方法
 - 一、淨損差額賠償原則
 - 二、毛損益法
- 參、美國一九九五年證券民事訟爭改革法（The Private Securities Litigation Reform Act of 1995），證券詐欺事件損害賠償之上限規定
 - 一、Section 21D (e)
 - 二、崩盤理論（Crash Theories）
 - 三、Section 21D (e)與崩盤理論的批判
- 肆、我國證券交易法第二十條證券詐欺損害估算方法之試論
 - 一、現行法之規定
 - 二、我國實務見解
 - 三、本文建議
- 伍、結 論

關鍵詞：毛損益法、淨損差額賠償原則、指數比較法、事件研究法、證券詐欺、損害賠償、崩盤理論、市場模型、回復原狀、金錢賠償

投稿日：九十三年三月一日；接受刊登日：九十三年五月十二日

*世新大學法學院法律學系專任助理教授；美國印第安那大學布魯明頓分校法學博士（S.J.D.）。本文承蒙兩位匿名審查委員惠賜許多寶貴修正意見，受惠良多，謹此致謝。惟一切文責仍應由作者自負。本文初稿曾發表於「世新大學法學院學術論壇研討會」（世新大學法學院舉辦，台北，2004年6月2日），作者感謝評論人及與會人士所提寶貴意見與建議。此外，對於本文之完成，作者亦要特別感謝財團法人投資人保護中心所提供之諸多協助。

壹、問題之提出

當被告違反證券交易法第二十條之事實獲得確認，原告之損害為何？向來困擾我國實務界及學界。事實上，證券詐欺損害額之計算，如同其他純粹經濟上損失之訴訟，不但訴訟標的金額龐大，涉及層面相當廣泛，更重要的是，損害額的認定，極為複雜困難，並具高度的不確定性。

按證券交易法第一百五十七條之一第二項規定：「違反前項規定者，應就消息未公開前其買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額限度內，對善意從事相反買賣之人負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將責任限額提高至三倍。」，該條係內線交易損害賠償額計算方法的明文規定，惟關於其他證券詐欺之事例，原告之損害如何計算？證券交易法則付之闕如。因此，本文僅就被告未參與市場交易之公開發行股票詐欺事件為討論焦點，在此合先敘明。

舉例言之，倘甲公司在八月二十日公佈其半年報，誇大虛偽陳述其新產品之銷售量，造成二十日的收盤價，由十九日的 100 元漲至 107 元。A 在二十日以 107 元購買一張甲公司的股票。孰料，甲公司在同年十月二十日，更正其先前不實之財務報告，股價遂應聲下跌至 92 元。十月十九日，股價為 99 元。十月二十八日，股價下探至 70 元。同年十二月一日，A 依證券交易法第二十條第三項請求法院命被告賠償損害，當時股價已跌至 30 元。本案法院應如何認定原告之損害額？一般而言，當股價大跌，每一虧損之投資人皆期待被告能賠償其購買價與目前該股市價之差額。惟如此計算模式，是否公平？有無可能反而造成原告之不當得利？

又倘若財務經濟學專家 B 作證指出甲公司股票八月二十日之真實價值 (True Value) 為 100 元，A 之損害額是否會有不同？由於計算方式所採之理論不同，自然影響原告損害額之多寡。參諸美國實務見解，若採淨

損益法 (Net Income Loss) 或淨損差額賠償原則 (Out-of-Pocket)¹，本案原告之損害計算方式應為其購買價 (107 元) 減去股票八月二十日之真實價值 (100 元)，故 A 之損害為每股 7 元。若採毛損益法 (Gross Income Loss)²，原告之損害計算方式為其購買價格減去原告再出售該股票之價格，倘原告持續持有甲公司之股票，則損害之計算方式為購買價格 (107 元) 減去被告揭露事實時之價格 (92 元)，從而原告每股之損害為 15 元。

事 件	股票交易價格
八月十九日	100
八月二十日 (公佈不實財報)	107
十月二十日 (更正財報)	92
十月十九日	99
十月二十八日	70
十二月一日 (原告起訴)	30

雖然淨損差額賠償原則為目前美國通說，但令人好奇的是，淨損差額賠償原則所謂的股票「真實價值」，財務經濟學專家究竟如何得知？論理

¹ See *Affiliated Ute Citizen of Utah v. United States*, 406 U.S. 128, 154-55, *reh'g denied*, 407 U.S. 916 (1972); *Estate Counseling Service v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 303 F.2d 527, 533 (10th Cir. 1962); *Wool v. Tandem Computers Inc.*, 818 F.2d 1433, 1437 (9th Cir. 1987); *Feldman v. Pioneer Petroleum, Inc.*, 813 F.2d 296, 301 (10th Cir. 1987), *cert. denied*, 484 U.S. 954 (1987); *Arrington v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 651 F.2d 615, 621 (9th Cir. 1981); *Blackie v. Barrack*, 524 F.2d 891, 908 (9th Cir. 1975), *cert. denied*, 429 U.S. 816 (1976).

² See *Clark v. John Lamula Investor, Inc.*, 583 F.2d 594, 603-04 (2d Cir. 1978); *Garnatz v. Stifel, Nicolaus & Co.*, 559 F.2d 1357, 1360-62 (8th Cir. 1977), *cert. denied*, 435 U.S. 951 (1978); *Chasins v. Smith, Barney & Co.*, 438 F.2d 1167, 1173 (2d Cir. 1970); *Reeder v. Mastercraft Elec. Corp.*, 363 F. Supp. 574, 581-82 (S.D.N.Y. 1973).

上，有無確定之可能？事實上，該「真實價格」係基於人爲的市場模型假設，運用財務理論及統計分析，所得出之人爲擬制價格，是否妥適，誠有討論之必要。至於毛損益法，其最大的優點在於適用簡便，並貫徹證券交易法保障投資人之立法目的。但其爲人詬病之處在於無法將市場因素造成原告投資之損失與被告詐欺行爲所造成之損失明確區分，倘被告依毛損益法賠償，原告或有不當得利之虞，蓋原告之損失，若係市場因素而非被告詐欺行爲所致，被告實無賠償之必要。至於我國應採何種見解？上述計算損害之方法，在我國適用上有何疑義，實有探討之必要。

按我國證券交易法第一條規定：「爲發展國民經濟，並保障投資，特制定本法。」國民經濟之發展，投資大眾之保障，實爲公益之表徵，值得注意的是，若證券詐欺損害計算的方法不一，則證券交易法保障公益的目的即無由實現³。蓋損害計算方式的不確定，代表被告損害賠償的金額不確定，從而，原告亦無由得知其可受賠償之範圍，進而影響原告利用法院填補其損害之意圖。即使被告違法事實確定，由於損害計算形成過程的不確定，亦難保其所負擔之賠償金額即爲社會因其違法所負之成本。如此，則嚴重戕害證券交易法藉由民事責任的明文以阻卻行爲人違法亂紀之法規範目的⁴，不論就私權之保障或公益之維護而言，現行法制似未能提供一個有效率的損害賠償方法。本文之立論目的，在於尋求我國關於證券詐欺最適之損害計算方法，藉由成本利益之比較分析，希冀設定一套具實效性的損害計算模式，讓公開發行股票公司任何人得以事先評估因不實財報所須負擔之成本，將遠高於誠實揭露公司資訊所花費之成本，而理性選擇規避被制裁之風險，進而達成保障公益，減少我國公司不實財報的發生比例。

基於上述問題意識，本文首先針對美國的淨損差額賠償原則與毛損益

³ 參閱林國全，證券交易法與證券行政，收錄於林國全，「證券交易法研究」，頁 5-10，元照出版公司，2000 年；See also RICHARD W. JENNINGS ET AL., SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS 2-3 (8th ed. 1998).

⁴ 參閱劉連煜，「新證券交易法實例研習」，頁 27-30，自版，2002 年。

法予以分析比較，藉以突顯兩者在以投資人保護為最高指導原則的架構下，所扮演的角色及其功過得失。其次，則深入探討美國一九三四年證券交易法於一九九五年新增的 21D(e) 規定⁵，按該規定原告的損害賠償請求範圍不得超過原告買或賣的價格與公司揭露資訊後起算九十日平均價格的差額⁶；若原告在該九十日內就系爭證券復有交易，則該計算差額之平均價格則變更為自公司揭露資訊後起算至原告再交易日為止之平均價格⁷。從而，21D(e) 之規定嚴格限制了原告可以求償的範圍，尤其當系爭有價證券在資訊揭露後的平均價格若高於原告當初的購買價，則原告即無損害可言。由於 21D(e) 規定採納「崩盤理論」(Crash Theory) 以作為公司揭露資訊後起算九十日平均價格的立論依據，本文將以該理論為中心，論述其在證券詐欺損害賠償的規範下，對於有價證券的真實價值會有如何的影響及效果。第四節，本文歸納前述各節論述的批判與省思，逐一釐清證券詐欺損害計算方法的若干盲點，進而導出我國關於證券詐欺最適之損害計算方法，期能更清楚掌握我國證券交易法的立法精神與規範目的。文末，則總結本文之論點，並提議我國未來證券詐欺損害賠償計算方法可能採取的方式。

貳、美國一九九五年以前，證券詐欺事件損害賠償之計算方法

美國在一九九五年證券民事訟爭改革法 (Private Securities Litigation Reform Act of 1995) 頒佈前，不論是一九三三年的證券法 (The Securities Act of 1933)，抑或一九三四年證券交易(所)法 (The Securities Exchange Act of 1934) 皆未明文規定證券詐欺事件損害賠償之計算方法，以致於各

⁵ See 15 U.S.C. §78u-4(e).

⁶ See *id.* §78u-4(e)(1).

⁷ See *id.* §78u-4(e)(1).

級法院只好仰賴侵權行為法（Torts）損害賠償的法理以為因應⁸。一般而言，上市（櫃）股票若受到不實利多消息激勵，股價多呈上揚局面，惟此際買進之投資人所付出之對價，必高於該股價之真實價值，直到不實利多資訊獲得更正，股價始免於受虛偽不實消息影響，正常反映其真實價值。但股價亦有其無法藉投資組合分散之系統性風險，即股價會受市場因素影響而波動，例如石油漲價、九一一恐怖事件、經濟不景氣等因素。從而，法院在衡量原告之損害時，則必須審慎辨別股價下挫究係肇因於被告虛偽不實或隱匿所致，抑或市場整體因素所不能避免。倘屬前者（被告之詐欺行為），則被告須對原告經濟上之損失負損害賠償責任；若為後者（市場因素），此乃正常之投資風險，投資人須對自己之投資行為負責⁹。至於美國證券詐欺損害賠償之方法大略可分為二種¹⁰，第一、為淨損差額賠償原則（Out-of-Pocket），係以原告之市場損害為中心，該損害為原告因被告詐欺而為交易時，股票之市價與該股票真實價值之差價。第二、回復原狀原則（Rescissory Measure）的毛損益法，係以衡平法（Equity）與被告之利得為論理基礎，由法院賦予買賣契約解除之效果，命被告返還價金或吐出其所獲得之利益，以嚇阻被告之詐欺行為，但有其適用的若干限制。茲分別論述如后：

一、淨損差額賠償原則

淨損差額，意謂原告買賣時之市價與標的物真實或實際價值之差額。此損害賠償原則，對於受害之股票買受人言，係以買進時之市價減去該股票之真實價值所得之差額，以為損害；對於受害之股票出賣人言，則以股票之真實價值減去賣出之市價所得之差額，以為損害¹¹。從而，淨損差額

⁸ See *Kardon v. Nat'l Gypsum Co.*, 69 F. Supp. 512, 513 (E.D. Pa. 1946). 法院依侵權行為法理審理證券詐欺損害賠償事件並主張 "The disregard of the command of a statute is a wrongful act and a tort."

⁹ See Robert B. Thompson, *Simplicity and Certainty in the Measure of Recovery under Rule 10b-5*, 51 BUS. LAW. 1177, 1180 (1996).

¹⁰ See *Jordan v. Duff and Phelps, Inc.*, 815 F.2d 429, 441-42 (7th Cir. 1987).

¹¹ See *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128, 155 (1972); accord,

賠償的賠償方法限於填補原告所受損失，至於所失的期待利益則非所問。其目的在於限縮損害的因果關係，使原告的損害僅侷限於與被告詐欺行為有因果關係的損害，若是非被告詐欺行為所致之損害，如由市場因素或其他系統性風險所造成的股價下跌，被告則無庸負責。因此，淨損差額賠償原則似能避免原告藉由證券詐欺訴訟之提起，將所有投資損失之風險，全部移轉給被告承擔。

值得注意的是，適用此損害賠償原則最大的挑戰與困難為系爭股票真實價值（True Value）的發現。所謂股票的真實價值，就股票買受人的立場言，係指被告若無違反證券交易法，原告所應給付之公平價格；若從股票出賣人的觀點，則為若無被告詐欺行為，原告所應取得之公平價格。而爭議就在於公平價格為何？一般而言，美國法院主張此乃事實認定的問題，必須仰賴財務經濟學的專家予以協助¹²。在 *Green v. Occidental Petroleum Corp.* 一案¹³，Sneed 法官主張在適用淨損差額賠償原則時，得在被告為不實陳述與事實揭露期間，建立兩條線，一為股票市價線（market line），即探尋被告詐欺期間每日股票的交易價格所連成的一條線。另一為股票真實價值線（value line），代表該股票若無被告詐欺行為時每日應有之價格所連成的一條線，原告之損害計算，即以交易日為準，衡量該交易日上下兩線間兩點之差額¹⁴。傳統上，財務經濟學專家運用二種方式來計算股票的真實價值：其一為指數比較法（the comparable index approach）；其二為事件研究法（the event study approach）¹⁵。

e.g., *Randall v. Loftsgaarden*, 478 U.S. 647, 661-62 (1986).

¹² See *Blackie v. Barrack*, 524 F.2d 891, 891 (9th Cir. 1975).

¹³ 541 F.2d 1335 (9th Cir. 1976).

¹⁴ See *id.* at 1344 (Sneed, J. concurring)；另請參閱曾宛如，外國公司在台發行台灣存託憑證之會計上及國際私法上衍生問題之探討，收錄於曾宛如，「公司管理與資本市場法制專論」，頁 337，學林文化事業有限公司，2002 年 10 月。

¹⁵ See Edward S. Adams & David E. Runkle, *Solving a Profound Flaw in Fraud-on-the-Market Theory: Utilizing a Derivative of Arbitrage Pricing Theory to*

(一)指數比較法

指數比較法利用市場模型 (Market Model) 的資產定價模式，以不實消息揭露時的股價，利用相關產業的指數，來預估股票若被告無違反證券交易法時，應有的真實價值¹⁶。換言之，在探求股價預期報酬率的過程，對於因市場因素與相關產業因素等系統性風險所造成股價的波動，一律予以捨棄。在市場模型中，系爭股票的預期報酬率與市場整體報酬率有以下的迴歸直線關係¹⁷：

$$\text{迴歸方程式： } R = \alpha + \beta_m \times R_m + \beta_i \times R_i + \varepsilon \quad (1)$$

R 代表系爭股票的在特定期間的預期報酬率， R_m 代表整個股票市場特定期間的實際報酬率， R_i 代表系爭股票所屬產業投資組合在特定期間的實際報酬率，這些報酬率皆可由股票市場價格獲得。 α 、 β_m 與 β_i 皆為該股票經由線性迴歸模式，利用統計原理實證所假設之迴歸係數，一般皆與市場保持一定的關係。 α 為一定數，代表該股票的無風險利率， β_m 亦為一定數，代表該股票的系統系性風險指標。 β_i 亦為一定數，代表系爭股票所屬產業投資組合系統性風險的量度， ε 則為量度之隨機誤差，即異常報酬的指標¹⁸。此外，該股票之預期報酬率亦可經由下列方程式求得：

$$R = \frac{(P_1 - P_0 + D_1)}{P_0} \quad (2)$$

R 代表系爭股票的在特定期間的預期報酬率， P_1 代表期末的股價， P_0 代表期初的股票， D_1 則代表期中公司所發放的股利。而 P_0 正是財務經濟學專家所欲探求之股票真實價值，因此從方程式(2)可以導出¹⁹：

Measure Rule 10b-5 Damages, 145 U. PA. L. REV. 1097, 1103-07 (1997).

¹⁶ See Bradford Cornell & R. Gregory Morgan, *Using Finance Theory to Measure in Fraud on the Market Cases*, 37 UCLA L. REV. 883, 897 (1990).

¹⁷ See *id.* at 898; See also RICHARD W. JENNINGS ET AL., *supra* note 3, at 1386.

¹⁸ See Adams & Runkle, *supra* note 15, at 1122-23.

¹⁹ See Cornell & Morgan, *supra* note 16, at 898.

$$P_0 = \frac{(P_1 + D_1)}{R + 1} \quad (3)$$

因此，以公司正確揭露公司資訊日之股價為基準，利用方程式(1)所導出之預期報酬率，再運用方程式(3)即可回溯算出公司資訊揭露前一日之真實價格，依此循序計算，便可導出從被告詐欺日起至公司更正資訊揭露日止之股票真實價值，故方程式(3)亦可以下列算式表現²⁰：

$$Value_{t-1} = \frac{Value_t}{1 + Predicted Return_{t-1}} \quad (4)$$

從上述方程式得出股票之真實價值後，對於仍持有系爭股票之受害買受人，其損害之計算方法為，原告購買日所付之價格減去購買日該股票之真實價值。對於在公司正確資訊揭露前即已賣出之買受人（In-and-Out buyers），其損害之計算方法為，先計算原告購買日已付之價格減去購買日該股票之真實價值之差額，再計算原告賣出日所得之價格減去賣出日該股票真實價值之差額，最後再將前後兩者差額相減，若為正數，即為原告之損害；若原告買進日之差額小於原告賣出日之差額，則意謂原告之損害，已經由市場獲得填補²¹。若原告為系爭股票之受害出賣人，其計算損害之方式，則為前述方法之倒置，不待贅言。

(二)事件研究法²²

事件研究法基本上與指數比較法相似，利用市場模型以探尋系爭股票若無被告之詐欺行為，股票之真實價值為何。據此，事件研究法經由比較

²⁰ See *id.*

²¹ See Jonathan C. Dickey & Marcia Kramer Mayer, *Effect on Rule 10b-5 Damages of the 1995 Private Securities Litigation Reform Act: A Forward-Looking Assessment*, 51 BUS. LAW. 1203, 1205 (1996).

²² 事件研究法的基本介紹，請參閱沈中華與李建然，「事件研究法」，華泰文化事業股份有限公司，2000年。See also RONALD J. GILSON & BERNARD S. BLACK, *THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS* 193-228 (2nd ed. 1995).

該股票在揭露期間實際報酬率與資訊未被揭露時之預期報酬率，以評估被告不實隱匿或陳述遭揭露之事件對於系爭股價所造成之衝擊²³。值得注意的是，事件研究法與指數比較法最大的不同在於前述方程式(2)，事件研究法係以該股票的實際報酬率取代預期報酬率為計算依據，再將方程式(1)的預期報酬率與方程式(2)實際報酬率予以比較觀察，遂可判斷該股票有無因被告隱匿或不實陳述所造成的異常報酬率，其目的在利用迴歸方程式剔除任何非被告行為所造成股價波動之因素。申言之，從該異常報酬率的發生，即實際報酬率與預期報酬率之差額，財務經濟學專家即可推知，若無被告違反證券交易法之情形，該差額即為被告隱匿或不實陳述所造成股價之衝擊，從而導出該股票之實際價值，換言之，也就是淨損差額賠償原則的股票真實價值。故上述之方程式(4)，在事件研究法則以下列算式表現²⁴：

$$Value_{t-1} = \frac{Value_t}{1 + Constructed Return_{t-1}} \quad (5)$$

財務經濟學專家即以上述方程式，以公司更正資訊日起，回溯計算每日股票之真實價值，直至被告違反證券交易法日止。由於事件研究法之股票真實價值與市價皆維持一定程度的正相關，故不論股票之市價如何變動，股票真實價值皆隨著市價變動而調整，故美國實務上，In-and-Out（買進賣出）的投資人，較不傾向利用事件研究法，請求損害賠償。但是指數比較法，股票真實價值並不會隨著市價變動而調整，因此，較受原告青睞²⁵。

(三)市場模型之偏見與迷思

不論是事件研究法抑或指數比較法皆以「市場模型」試算系爭股票之真實價值線，惟該條真實價值線卻奠基於某些特定的事實假設，以人為的

²³ See Janet Cooper Alexander, *The Value of Bad News in Securities Class Actions*, 41 UCLA L. REV. 1421, 1433 (1994).

²⁴ See Cornell & Morgan, *supra* note 16, at 899.

²⁵ See Dickey & Mayer, *supra* note 21, at 1205.

方式所擬制而得，至於該事實假設是否合理，誠屬一困難而極具爭議的問題²⁶。所謂股票的真實價值，係指若無被告的不實陳述或隱匿，系爭股票的受害買受人於購買時所應付之公平價格。為釐清該公平價格，市場模型必須大膽假設所有投資人對於市場因被告的不實陳述或隱匿遭揭露所造成衝擊的內心預期或價值觀並無差異，據此，市場模型得將場景回溯至原告交易當時，倘被告適時公開公司重大訊息，則所有投資人對於系爭股價都會有一致的主觀信念與期待²⁷，申言之，市場模型的論述前提是，倘被告無違反證券交易法，市場的每一投資人都會因當時公司適時公開資訊，對於當時該公司未來的現金流量與風險評估皆會有相同的看法。如此的事實假設恐難與事實契合，蓋股票之所以有流動性，關鍵在於市場的投資人對於股票的價值，皆有其自己的信仰、期待與價值觀，若每一投資人對於該公司未來的現金流量與風險評估皆持相同的看法，則交易將無由形成，故市場模型之事實假設，應容有很大的爭議空間。

指數比較法的問題在於將所有造成系爭股票下跌的原因，只要不歸因於市場因素或系爭股票所屬產業指數因素，皆歸究於被告的詐欺行為，尤其當公司揭露更正先前不實財報的同時，亦宣佈公司其他的利空消息，進而造成的股價下跌，若依指數比較法，即有可能高估被告所須負的損害賠償責任；蓋當天股價下跌的原因，除不實財報的揭露外，亦有可能包括公司同時發佈其他的利空消息所致，惟指數比較法似無法加以區分²⁸。

對於上述指數比較法可能高估損害賠償額之困境，事件研究法則以被告嗣後揭露時之實際報酬率取代預期報酬率以為因應，凡與被告詐欺行為無關的其他造成股價波動的因素，經由單一「事件」的研究方法，一律予以摒除，是故，不會有指數比較法高估損害賠償額之風險²⁹。惟事件研究

²⁶ See Janet Cooper Alexander, *Rethinking Damages in Securities Class Actions*, 48 STAN. L. REV. 1487, 1491-93 (1996).

²⁷ See Cornell & Morgan, *supra* note 16, at 895-96.

²⁸ See *id.* at 903-04.

²⁹ See Janet Cooper Alexander, *supra* note 26, at 1491-92.

法對於公司揭露前之股價下跌現象，皆不視為被告詐欺因素所致，倘公司修正公佈重大消息前，市價確已反映部份被告隱匿或不實陳述之消息，則實際報酬率與預期報酬率之差額，便無法真正反映出嗣後公司揭露對於股價的經濟衝擊，從而造成事件研究法低估損害賠償額之風險³⁰。

此外，指數比較法與事件研究法對於公司嗣後揭露造成股價大幅波動的所有訊息，皆認定該所有訊息亦應能在原告先前交易時被完整的揭露，據此，財務經濟專家始能估算原告當初交易時，系爭股票之真實價值。既然系爭股票之真實價值，係以被告當時未隱匿或未為不實陳述為假設前提，而得出原告交易當時市場之公平交易價格，令人好奇的是，財務經濟學專家如何能預測當時原告在面對該同一假設條件時，會有如何的想法與作法？申言之，公司嗣後更正揭露的資訊所造成股價劇烈的震動，除了代表市場對於被告隱匿或不實陳述所作的反應外，或許亦有可能包含市場對於公司未來法律責任所作的反應³¹，從而，以嗣後揭露的股價，作為探求當初原告交易時真實價值之基礎，論理上，恐有未盡周延之處；蓋被告若當初並未違反證券交易法而適時揭露公司重大訊息，可以確定的是，市場不可能會反應前述有關公司未來法律責任的問題，如此，公司適時揭露與嗣後揭露，對於市場的衝擊，應有不同。雖然財務經濟學專家提供了實用的指數比較法與事件研究法以計算系爭股票的真實價值，但財務經濟學並無法提供我們任何方法可以預知，市場的投資人在面臨被告適時揭露公司重大消息時，主觀上會有如何的因應，是故，指數比較法與事件研究法對於公司嗣後揭露造成股價大幅波動的「所有訊息」，皆認定該「所有訊息」應能在原告先前交易時，倘被告未隱匿或據實陳述，亦能被完整的揭露，似乎犯了過於武斷與過度樂觀的謬誤。

二、毛損益法

以回復證券詐欺受害人至交易前之經濟應有狀態為原則（Rescissory

³⁰ See Cornell & Morgan, *supra* note 16, at 904-06.

³¹ See Janet Cooper Alexander, *supra* note 23, at 1435-37.

Measure) 的毛損益法，係以衡平法 (Equity) 與被告之利得為論理基礎，由法院賦予解除買賣契約之法律效果，命被告返還價金或吐出其所獲得之利益，以嚇阻被告之詐欺行為。惟值得注意的是，衡平法的救濟方式，原告必須要有「一雙乾淨的手」，不可有任何可歸責之事由，若被告詐欺事實與原告起訴時間相隔過久，原告則無衡平法救濟之利益³²。

雖然被告隱匿或不實陳述而未為交易行為致無任何利得可言，美國法院仍允許原告請求被告以金錢賠償未有侵害事實時，原告之應有狀態³³。至於被告與原告間是否須具備契約當事人關係 (Privity) 或忠實義務關係 (Fiduciary Relationship)，原告始得主張此損害賠償方式，美國法院見解並不一致。肯定說主張由於以回復原狀為原則的損害賠償方式，對於被告權益影響甚鉅，尤其當被告未為交易時，仍命被告負擔因回復不能之金錢損害賠償，形同將原告市場之投資風險移轉予被告承擔，從而必須嚴格要求原被告間應存有契約當事人關係或忠實義務關係，原告始得主張³⁴。否定說則認為即使原被告間不具備契約當事人關係，因原告係被告證券詐欺之受害人，若被告隱匿或虛偽不實公司重大訊息於原告交易時即揭露於公開市場，原告則不可能為交易行為，故原告僅須於知悉被告詐欺事實起，在合理期間內，迅速主張以回復原狀為原則的損害賠償方式，被告即應負責回復原告至交易前之地位³⁵。肯否二說，何者為優，茲分析如下：

首先，為避免原告藉由此損害賠償模式規避投資虧損之風險，美國法

³² See *American General Ins. Co. v. Equitable General Corp.*, 493 F. Supp.721 (E.D. Va. 1980).

³³ See e.g., *Burgess v. Premier Corp.*, 727 F.2d 826, 837 (9th Cir. 1984); *Glick v. Campagna*, 613 F.2d 31, 37 (3d Cir. 1980); *Arrington v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 651 F.2d 615, 621 (9th Cir. 1981); *Garnatz v. Stifel, Nicolaus & Co., Inc.*, 559 F.2d 1357, 1360 (8th Cir. 1977), *cert. denied*, 435 U.S. 951 (1978).

³⁴ See *Huddleston v. Herman & MacLean*, 640 F.2d 534, 554 (5th Cir. 1981); *Young v. Taylor*, 466 F.2d 1329 (10th Cir. 1972); *Chasins v. Smith, Barney & Co.*, 438 F.2d 1167 (2d Cir. 1970).

³⁵ See *Bruschi v. Brown*, 876 F.2d 1526, 1532 (11th Cir. 1989).

院皆認定原告自知悉被告詐欺情事之時點起，應可自由決定要繼續持有該系爭股票，抑或決意訴請法院請求被告回復原告至交易前之地位，如原告未在合理期間內，儘速訴請回復原狀之損害賠償，意謂原告在該特定之時點，已決心繼續投資該系爭股票，換言之，原告之繼續持有行為，意謂原告對於系爭股票再為第二次之投資行為，既然是第二次之投資行為，原告自不得嗣後訴請法院賦予解除第二次投資行為之法律效果³⁶。職是之故，欲回復證券詐欺受害人至交易前原狀之地位，原告必須自知悉時起，在合理期間內訴請法院救濟。

其次，對於證券詐欺事件，被告與原告間是否須具備契約當事人關係（Privity）為必要，肯定說主要論理基礎為美國證券法 12(a)(2) 的規定³⁷。美國證券法 12(a)(2) 的構成要件包括①證券出賣人基於對價而對善意的原告為證券買賣、要約或要約之誘引，②以任何州際通商的方式，③在公開說明書或言語的溝通上，④虛偽不實或隱匿公司重大消息³⁸。違反美國

³⁶ See *Jordan v. Duff and Phelps, Inc.*, 815 F.2d 429, 440 (7th Cir. 1987).

³⁷ Section 12(a)(2) of the Securities Act of 1933, 15 U.S.C. §77, provides that: Any person who--offers or sells a security (whether or not exempted by the provisions of section 3, other than paragraphs (2) and (14) of subsection (a) of said section), by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails, by means of a prospectus or oral communication, which includes an untrue statement of a material fact or omits to state a material fact necessary in order to make the statements, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading (the purchaser not knowing of such untruth or omission), and who shall not sustain the burden of proof that he did not know, and in the exercise of reasonable care could not have known, of such untruth or omission, shall be liable, subject to subsection (b), to the person purchasing such security from him, who may sue either at law or in equity in any court of competent jurisdiction, to recover the consideration paid for such security with interest thereon, less the amount of any income received thereon, upon the tender of such security, or for damages if he no longer owns the security.

³⁸ See *id.*

證券法 12(a)(2) 的法律效果為解除契約回復原狀 (Rescission)³⁹ 或回復不能之金錢損害賠償 (Rescissory Damages)⁴⁰。肯定說遂以美國證券法 12(a)(2) 既明文要求原告與被告間須有買賣契約關係 (Privity) 存在，原告始能訴請回復不能之金錢損害賠償；故以美國證券交易法 Section 10(b) 及 Rule 10b-5 為依據之證券詐欺訴訟，其個人訴權 (Private Right of Action) 因無明文規定，而係由判例法所擬制 (Implied)⁴¹ 而成，故關於回復不能之金錢損害賠償，亦應由法院擬制證券詐欺當事人間須有買賣契約關係，始符合美國證券法 12(a)(2) 的規範目的。惟肯定說之見解，恐有待商榷。蓋美國聯邦最高法院於 *Pinter v. Dahl* 一案⁴²，主張 12(a)(2) 的證券詐欺事件並不以存有嚴格的當事人契約關係為必要，且美國證券交易法 Section 10(b) 及 Rule 10b-5 為依據之證券詐欺訴訟，其構成要件與規範性質與 12(a)(2) 皆不相同；第一、Rule 10b-5 原告須證明被告有詐欺的意圖 (Scienter)；12(a)(2) 的原告對被告過失的行為，亦可主張。第二、12(a)(2) 的原告無庸就信賴要件負舉證責任，故亦無詐欺市場理論 (Fraud on the Market Theory) 適用的必要⁴³，而詐欺市場理論的提出，其目的就在解決公開市場無法特定交易相對人的情形；第三、最重要的差異在於 Rule 10b-5 的原告與被告間根本不須有買賣契約關係 (Privity) 存在⁴⁴，原告始得主張的要件。因此，肯定說將兩者混為一談，論理似有未盡周延之虞。

淨損差額賠償原則與回復原狀為原則的毛損益法，對於金錢損害賠償之方式，原則上皆以原告對於系爭股票之購買價與該股票「公平價格」之

³⁹ See *Randall v. Loftsgaarden*, 478 U.S. 647, 656 (1986); *Avern Trust v. Clarke*, 415 F.2d 1238, 1242 (7th Cir. 1969).

⁴⁰ See *Globus v. Law Research Service, Inc.*, 442 F.2d 1346 (2d Cir. 1971); *Feit v. Leasco Data Processing Equip. Corp.*, 332 F.Supp. 544, 567 (E.D.N.Y. 1971).

⁴¹ See *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375, 380 (1983).

⁴² *Pinter v. Dahl*, 486 U.S. 622 (1988).

⁴³ See *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

⁴⁴ See J WILLIAM HICKS, CIVIL LIABILITIES: ENFORCEMENT & LITIGATION UNDER THE 1933 ACT, §6.23 - §6.27 (2001).

「差額」為原告可得求償之金錢損害。而兩者最大的歧異點，在於公平價格之認知並不相同。淨損差額賠償原則的公平價格，係指原告當初交易時之公平價格；而毛損益法的公平價格，則指被告詐欺情事被揭露時之市價或於揭露後合理期間內原告再出售之市價以為決定，從而，美國實務上，法院或陪審團必須根據個案事實，依個案加以認定，以致於計算的時點不一而足，有以法院判決時之市價為主⁴⁵，有以原告再出賣日之市價為主⁴⁶，亦有以原告知悉被告詐欺情事時之市價為主⁴⁷。但可得確定的是，毛損益法較淨損差額賠償原則更充份保障證券詐欺被害人的權益，蓋毛損益法允許被害人將市場的風險移轉給加害人承擔，故為避免造成被害人故意拖延起訴之時間，以謀求更大之利差，形成被告之過度負擔，據此，美國法院基於衡平原則，皆會要求原告須於知悉被告詐欺情事後，迅速向法院提起以回復至系爭股票交易前原狀為原則的損害賠償方式⁴⁸。

參、美國一九九五年證券民事訟爭改革法 (The Private Securities Litigation Reform Act of 1995)，證券詐欺事 件損害賠償之上限規定

由於前述關於證券詐欺事件損害賠償計算方式的莫衷一是，聚訟盈庭，再加上九〇年代證券詐欺事件「濫訴」的風潮，導致美國許多上市公司（多為高科技業者），只要股價下跌，即易成為集體訴訟的被告。許多

⁴⁵ See *Gottlieb v. Sandia American Corp.*, 304 F. Supp. 980 (E.D. Pa. 1969), *aff'd in part, rev'd in part on other grounds*, 452 F.2d 510 (3d Cir. 1971), cert. denied, 404 U.S. 938 (1971).

⁴⁶ See *Courtland v. Walston & Co.*, 340 F. Supp. 1076 (S.D.N.Y. 1972); *Sarlie v. E. L. Bruce Co.*, 265 F. Supp. 371 (S.D.N.Y. 1967).

⁴⁷ See *Esplin v. Hirchi*, 402 F.2d 94 (10th Cir. 1968).

⁴⁸ See *Baumel v. Rosen*, 412 F.2d 571, 574 (4th Cir. 1969).

上市公司及公司其他相關被告，因無法預測法院所採損害賠償之計算方式，終日惶惶不安，為避免纏訟困擾，多數被告不待終局裁判，而樂於以庭外和解的方式解套，從而予證券集體訴訟原告代理人可乘之機，每每以集體訴訟之提起為手段，而以分配和解金為目的之方式，對上市公司予取予求。美國產業界為求治本之道，遂要求國會能立法解決此一困境，美國國會於一九九五年制定「證券民事訟爭改革法」(The Private Securities Litigation Reform Act of 1995)，以為因應。以下則就該法與本文相關的規定 Section 21D(e)，加以論述：

一、Section 21D(e)

有鑑於以往損害的計算皆以不實消息更正日之市價為參考依據，作為探求系爭股票真實價格之基數，惟該市價涉有摻雜諸多市場恐慌性因素，終致高估原告損害之不合理現象，故美國國會遂明文限制原告證券詐欺之損害賠償須以「平均價格」為計算基礎。申言之，原告之損害以不超過其購買價（或賣出價）與自消息更正日起算九十日平均價格之差額為原則⁴⁹。若原告自消息更正日起算九十日內，即再行賣出（或買進），原告之

⁴⁹ See 15 U.S.C. §78u-4(e) (2003). §78u-4(e) provides:

(e) Limitation on damages

- (1) In general. Except as provided in paragraph (2), in any private action arising under this title [15 U.S.C. §§78a et seq.] in which the plaintiff seeks to establish damages by reference to the market price of a security, the award of damages to the plaintiff shall not exceed the difference between the purchase or sale price paid or received, as appropriate, by the plaintiff for the subject security and the mean trading price of that security during the 90-day period beginning on the date on which the information correcting the misstatement or omission that is the basis for the action is disseminated to the market.
- (2) Exception. In any private action arising under this title [15 U.S.C. §§ 78a et seq.] in which the plaintiff seeks to establish damages by reference to the market price of a security, if the plaintiff sells or repurchases the subject security prior to the expiration of the 90-day period described in paragraph (1), the plaintiff's damages shall not exceed the difference

損害賠償則不得超過自再行賣出日至消息更正日平均價格與先前購買價之差額⁵⁰。美國國會希冀藉由九十天的期間來緩和市場不理性的恐慌性賣壓，試圖以時間來換取系爭股價的向上反彈，再利用平均價格之方式，以求取系爭股票之真實價格，進而限制原告損害賠償的金額，故此項立法政策亦被稱為「股價反彈」法則（the bounce-back rule）⁵¹。茲舉實例說明 Section 21D(e) 之操作方式：

Section 21D(e) 之適用案例說明

原告購買價 = 100 元

原告購買時之真實價格 = 80 元

被告更正不實陳述時之價格 = 40 元

案 例	Section 21D(e) 生效前之損害賠償	九十日平均價 之損害賠償	Section 21D(e) 生效後之損害賠償
一	20 元	100 元 - 70 元 = 30 元	20 元
二	20 元	100 元 - 100 元 = 0 元	0 元
三	20 元	100 元 - 50 元 = 50 元	20 元

between the purchase or sale price paid or received, as appropriate, by the plaintiff for the security and the mean trading price of the security during the period beginning immediately after dissemination of information correcting the misstatement or omission and ending on the date on which the plaintiff sells or repurchases the security.

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

⁵⁰ Section 21D(e)(2), 15 U.S.C. §78u-4(e)(2).

⁵¹ See Jonathan C. Dickey & Marcia Kramer Mayer, *Effect on Rule 10b-5 Damages of the 1995 Private Securities Litigation Reform Act: A Forward-Looking Assessment*, 51 BUS. LAW. 1203, 1208 (1996).

案例一，假設原告之原始購買價為 100 元，若當時真實價格為 80 元，被告嗣後更正不實陳述時之價格為 40 元，Section 21D(e) 生效前，原告之損害賠償為 20 元；Section 21D(e) 生效後，若被告更正後九十日之平均價為 70 元，依股價反彈原則，原告之損害賠償以「不超過」30 元為原則（ $100 - 70 = 30$ ），惟因原告購買時之真實價格為 80 元，故原告之損害賠償仍為 20 元，而非 30 元。蓋 30 元依 Section 21D(e)(1) 規定，僅得為原告損害賠償之上限（cap）或最大值，20 元與 30 元相比，仍以較低的 20 元為原告的損害賠償⁵²，故新法對於本案例並無產生任何影響。

案例二，續前例，若被告更正後九十日之平均價為 100 元或以上，依 Section 21D(e)(1) 股價反彈原則，原告之損害賠償以「不超過」0 元為原則（ $100 - 100 = 0$ ），即使原告購買時之真實價格為 80 元，原告亦不得請求損害賠償 20 元，因 0 元為損害賠償之上限，故本例原告無損害可言，從而，Section 21D(e) 在本例明顯限制了原告的損害賠償請求權。

案例三，續前例，若被告更正後九十日之平均價為 50 元，依 Section 21D(e)(1) 股價反彈原則，原告之損害賠償以「不超過」50 元為原則（ $100 - 50 = 50$ ），惟因原告購買時之真實價格為 80 元，故原告之損害賠償仍為 20 元，而非 50 元。蓋 50 元依 Section 21D(e)(1) 規定，僅得為原告損害賠償之上限（cap）或最大值，20 元與 50 元相比，仍以較低的 20 元為原告的損害，故新法在本例亦無作用。據此，從前三例我們可以得知，九十日之平均價必須介於 80 元至 100 元之間，Section 21D(e) 始會發生效果，因而原告之損害賠償也就只能介於 0 至 20 元之間。

Section 21D(e)(1) 的股價反彈原則，代表美國立法政策採納「崩盤」理論（Crash Theories）的主張⁵³，認為被告因更正不實陳述後所形成之市價，有一部份為被告詐欺因素所致，亦有一部份則為市場投資人恐慌性賣

⁵² See Robert B. Thompson, *Simplicity and Certainty in the Measure of Recovery under Rule 10b-5*, 51 BUS. LAW. 1177, 1194-96 (1996).

⁵³ See Baruch Lev & Meiring de Villiers, *Stock Prices Crashes and 10b-5 Damages: A Legal, Economic, and Policy Analysis*, 47 STAN. L. REV. 7, 9-16 (1994).

壓所形成，對於因投資人恐慌性賣壓所形成股價下跌的因素必須予以剔除，故該市價不宜輕率的作為計算原告損害賠償之基數，否則即有可能不當擴大原告損害之嫌⁵⁴。「崩盤」理論進而提出解決之道在於「等待再等待」；申言之，市場需要時間慢慢恢復理性，從而，股價在經過一段時間的整理，即可漸漸形成系爭股票之真實價格，據此，恐慌性賣壓自可因時間之流逝而消弭於無形⁵⁵。此即 Section 21D(c)(1)之所以訂定「九十日」的立法由來⁵⁶。

二、崩盤理論 (Crash Theories)

一般而言，財務經濟學專家認為股票的價值應為該公司未來現金流量的現值。而現金流量則與該公司的資產、盈餘、存貨、產品競爭力、未來發展性與整體經濟景氣等基本面習習相關。系爭股票崩盤的發生，意謂股價與公司基本面發生嚴重的脫節⁵⁷。脫節的原因在於市場投資人對於股票基本面的消息，產生不同程度的「資訊不對稱」現象 (Asymmetric Information)⁵⁸。對於先知先覺的資訊投資人 (Informed Investors)，如機構投資人、證券分析師等；對於系爭股票的各種基本面的消息，明顯較後知後覺的投資人 (Uninformed Investors)，例如一般散戶，擁有較佳的資訊地位。當公司揭露更正前次不實陳述之消息時，先知先覺的投資人通常即決定立刻拋售該公司股票⁵⁹。對於先知後覺的投資人，一查覺前例專業人士之賣出行為，立即跟進賣出系爭股票，從而形成系爭股票供過於求之情形，股價自然造成下跌之現象。同時，許多針對系爭股票之避險機制，亦於此時開始啟動，更加深股價之跌勢⁶⁰。對於公司基本面後知後覺抑或不知不覺的投資人，見市價跌跌不休，自然會聯想市場定在反映該股票不

⁵⁴ See *id.* at 10.

⁵⁵ See *id.* at 35-36.

⁵⁶ See H.R. Conf. Rep. No. 104-369, at 42, *reprinted in* 1995 U.S.C.C.A.N. 741.

⁵⁷ See Lev & Villiers, *supra* note 53, at 13.

⁵⁸ See *id.*

⁵⁹ See *id.* at 14.

⁶⁰ See *id.* at 15.

尋常的利空訊息，因此，為免損失加遽，唯一的方法即是爭先恐後狂賣該股票，而散戶盲目狂賣的結果，即形成恐慌性的賣壓，終致該股票之崩盤⁶¹。

職是之故，崩盤理論主張股價之崩盤主要係起因於後知後覺與不知不覺投資人恐慌性的賣壓所致，並非肇因於公司更正不實陳述之揭露⁶²。若消息不靈通的投資人，有能力並樂意評估關於公司基本面之公開消息，對於新形成之股價，或許會認定已充分反映公司不實陳述之消息而停止繼續賣出，甚或開始為買進之動作，據此，崩盤即無由發生。但是，事與願違，後知後覺與不知不覺的投資人往往沒有金錢、時間與人力評價公司基本面之消息，散戶的投資人所念茲在茲的，僅有股價；股價漲，即盲目追高；股價跌，即盲目殺低⁶³。因此，股價之崩盤實與公司之基本面無關，反而非關公司基本面之因素佔決定性的影響，尤其是該股票散戶的持股比例若遠高於機構投資人的持股比例，則該股崩盤之機率將會大增⁶⁴。

根據崩盤理論，淨損差額賠償原則之真實價格，必須將恐慌性賣壓造成股價下跌的因素排除在外⁶⁵。申言之，當被告更正不實陳述之揭露所造成之股價下跌，被告僅須就其詐欺之部份負責，至於因崩盤所致之下跌，則非所問。例如，假設原告之原始購買價為 100 元，若當時真實價格為 90 元，半年後大盤整體下跌 40%，故系爭股票之市價為 60 元。被告同時更正不實陳述，價格由 60 元下探至 40 元，一舉下跌 20 元；其中 10 元為被告詐欺所致，另外 10 元則為恐慌性賣壓所致，按崩盤理論之初期操作，在股價反彈前，原告之損害賠償仍為 10 元，而非 20 元。惟實際而言，欲區分股價究係詐欺因素所致抑或崩盤因素所致，誠屬不易，從而，崩盤理

⁶¹ See *id.* at 14.

⁶² See *id.*

⁶³ See *id.*

⁶⁴ See *id.* at 15.

⁶⁵ See *id.* at 10-11.

論決定股票真實價格之方法乃是等待買盤之回復⁶⁶。換言之，一旦系爭股票跌至谷底，先知先覺的投資人必定會再次進場，預期將來股價應有恢復至反映公司基本面的一天，進而帶動市場對於系爭股票的需求，買氣上昇，市場即可一掃崩盤之陰霾，股價遂得以安定的再反映該公司之基本消息⁶⁷，據此，若崩盤之股價經過數日買盤之介入，需求回復，股價從 40 元反彈至 50 元，則原告之損害應為 $(100 - 50 = 50) \times 50$ 元，若股價反彈力道強勁，股價反彈至 100 元以上，則原告即無損害可言。惟問題在於究應給予多久的時間等待反彈，始較合理？論者有謂，應視系爭股票之交易量而定；交易量大者（heavily-traded securities），數日之等待期即可，交易量小者（thinly traded securities），則需一至二週之反彈期⁶⁸。但是美國國會的見解則是不分交易量大小，Section 21D(e)(1) 一律給予自不實消息揭露日起算九十日，作為系爭股票之反彈期間，相較於崩盤理論最長之一至二週反彈期，實不可謂不長。是否妥適，有待下節再予討論。

值得注意的是，崩盤理論是否與效率資本市場的法文化（legal culture）相衝突？論者有謂資本市場效率性（market efficiency）的有無，應分別就「資訊的效率性」（informational efficiency）與「基本的效率性」（fundamental efficiency）加以檢證，兩者缺一不可⁶⁹。簡言之，資訊的效率性著重在市場價格是否能夠「立即迅速」反映市場所有公開可得之資訊⁷⁰；而基本的效率性則強調市場價格是否能「正確的」僅就關於公司基本

⁶⁶ See *id.* at 15-16.

⁶⁷ See Michael Y. Scudder, *The Implications of Market-Based Damages Caps in Securities Class Actions*, 92 NW. U. L. REV. 435, 458-59 (1997).

⁶⁸ See Lev & Villiers, *supra* note 53, at 35.

⁶⁹ See Lynn A. Stout, *Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation*, 81 VA. L. REV. 611, 646-47 (1995); William K.S. Wang, *Some Arguments that the Stock Market is Not Efficient*, 19 U.C. DAVIS L. REV. 341, 344-49 (1986).

⁷⁰ See Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 VA. L. REV. 549, 554 (1984). 關於資本市場是否為一有效率的市場，可參閱 Lynn A. Stout, *The Mechanisms of Market Inefficiency: An*

面的消息而有所反應⁷¹。兩者的關係，若以市場資訊的供需法則予以觀察，資訊的效率性屬於資訊供給層面，其決定市場可得之資訊為何；反之，基本的效率性屬於資訊需求層面，其針對特定之資訊決定市場應如何評價⁷²。倘市場價格不但未能僅就關於公司基本面的消息而有所反應，尚且對其他無關公司基本面的資訊亦能立即反映，則該資本市場即欠缺「基本的效率性」，而非一效率的資本市場。申言之，資本市場必須兼具資訊的效率性與基本的效率性，始可稱為有效率的資本市場。據此，在基本的效率性前提下，由於股價僅就與公司基本面相關的新資訊始可反應，故不可能發生「崩盤」的現象，蓋股價的崩盤與公司的基本面無關，若發生崩盤情事，即可斷定該市場未符基本的效率性，實非一有效率的資本市場⁷³。從而，崩盤理論並無與效率資本市場假說的概念有所衝突。

三、Section 21D(e) 與崩盤理論的批判

九十日反彈原則的適用，使得 Section 21D(e) 產生過度保護被告的效果；若系爭股票在該九十日之股價呈現反彈局面，原告之損害賠償會受到限縮，更甚者，九十日平均價格若反彈至原告期初之交易價格，原告竟無損害可言。相反的，若該股票在九十日的平均價呈現繼續下探格局，由於原告期初買賣時，真實價格之制約，故原告之損害賠償亦無擴大之虞。據

Introduction to the New Finance, 28 J. CORP. L. 635 (2003); see e.g., William T. Allen, *Securities Markets as Social Product: The Pretty Efficient Capital Market Hypothesis*, 28 J. CORP. L. 551 (2003); Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *The Mechanism of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, 28 J. CORP. L. 715 (2003); Donald C. Langevoort, *Taming the Animal Spirits of the Stock Markets*, 97 NW. U. L. REV. 135 (2002); ANDREI SHLEIFER, *INEFFICIENT MARKETS: AN INTRODUCTION TO BEHAVIORAL FINANCE* (2000); Eugene Fama, *Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance*, 49 J. FIN. ECON. 283 (1998).

⁷¹ See Ian Ayres, *Back to Basics: Regulation How Corporations Speak to the Market*, 77 VA. L. REV. 945, 969 (1991).

⁷² See *id.* at 970-71.

⁷³ See Lev & Villiers, *supra* note 53, at 20-21.

此，美國國會欲藉由 Section 21D(e) 限縮證券詐欺被害人之損害賠償範圍，不言可喻。惟本文質疑 Section 21D(e) 的九十日反彈原則，是否與其制定的立法目的矛盾？蓋 Section 21D(e) 的起草目的即是為了將原告的損害填補限制在與損害有因果關係的被告詐欺行為上，至於非被告詐欺因素所致之原告經濟上損失，例如市場因素或其他經濟因素等，原告不得請求損害賠償。值得注意的是，九十日的反彈期間，豈非明文容認市場因素得以介入原告損害賠償之界定？舉例言之，設若 A 公司在更正資訊揭露後三十日，公開發佈公司洽談購併的消息，造成 A 公司股價勁揚。對於在資訊揭露後三十日內賣出之投資人甲與繼續持有 A 公司股票之投資人乙，甲之損害賠償定大於後者乙之損害賠償，究其原因，實與被告之詐欺行為無關，而係 A 公司洽談購併的消息所致。質言之，該九十日期間平均價格之形成，欲與市場因素明顯區隔，恐非易事，亦與事理難以相符，故九十日反彈原則的適用，恐有違 Section 21D(e) 之立法目的。

或許有人會質疑，基於公平原則，依前例乙之損害賠償本來就不應與甲之損害賠償相同，蓋乙之未實現損失已由購併利多消息之發佈而填補，自不得與甲之已實現損失，相提並論。但是若依此論證，倘利多消息係發佈在九十日後，是否應將九十日之期間擴張至一二〇日，甚或一五〇日，以避免造成更多繼續持有股票之原告，獲取不當得利。據此，豈不形成等待股市恢復理性的期間定得越長，被告負損害賠償之可能性就越低，但市場因素之介入也就愈加明顯。故九十日之等待期間，似嫌過長。此外，原則上 Section 21D(e) 對於善意之證券出賣人（誤賣）或買受人（誤買）均應給予相同之保護，始符公平原則。設若丙在 A 公司違反證券交易法前，在集中交易市場以真實價格買受 A 公司之股票，今 A 公司對外不實發佈重大利空消息，股價隨之重挫，丙為免投資損失加遽，只好以遠低於當時之真實價格之交易價格賣出 A 公司之股票。嗣後 A 公司澄清並更正先前之不實利空消息，股價反彈；惟丙因已賣出股票而完全退出市場，故其經濟上之損失不應受有無九十日反彈原則之影響。但 Section 21D(e) 卻對誤買之買受人，以九十日反彈原則限縮原告之損害賠償範圍，顯然對證券買

受人不甚公平，故公平原則之論證，似難支持九十日反彈原則的適用⁷⁴。

其次，「崩盤」理論對於效率資本市場機制有關公司基本價值效率性的洞察，確屬的論。惟令人好奇的是我們究竟有無必要將資本市場的效率性區分為「資訊的效率性」與「基本的效率性」，換言之，是否有區別實益，本文持保留的態度。按效率資本市場理論的提出，其目的僅在說明於何種條件下，會導出一個有效率的資本市場；又在何種情況下，會限制資本市場的效率性⁷⁵。然而，基本的效率性觀點堅持股價須能對所有可得之資訊，迅速並「正確」反映，始符合效率資本市場股價「完全反映」的要件，否則該股價即未「完全反映」所有可得之資訊。須釐清的是，「資訊的效率性」與「基本的效率性」的癥結點在於「完全反映」四個字所代表的意涵不同。進一步言，資本市場的效率性所關切的議題為資訊係如何被快速的反映在股價上，而股價是否正確無誤的吻合任何預期報酬與風險則非所問。蓋所有市場參與者得藉由至少四種股價移動的機制將資訊反映在股價：第一、所有市場參與者由於資訊眾所周知，形成所有的投資人皆為資訊投資人，故市價能立即將該眾所周知的資訊反映在股價上（universally-informed trading）；第二、僅有專業投資人獲悉該公開的資訊，而該資訊透過專業投資人之交易，以近似前述第一種機制之速度，快速反映在股價上（professionally-informed trading）；第三、內線消息僅有少數人士知悉，市場僅能藉由觀察系爭股票不正常的價量表現，或解析推定資訊投資者的交易模式，徐緩的將該內線消息反映在股價上（derivatively-informed trading）；第四、是最不效率的市場機制，因無人知悉該資訊，故該資訊僅能緩慢的透過眾多市場參與者多元的預測，始逐步呈現在股價上，而該股價即成為市場多元看法的最大平均數（uninformed trading）⁷⁶。是故，效率資本市場機制得以運作的關鍵取決於資訊被散佈

⁷⁴ See Dickey & Mayer, *supra* note 21, at 1212-13.

⁷⁵ See Gilson & Kraakman, *supra* note 70, at 553.

⁷⁶ See Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, 28 J. CORP. L. 715, 721 (2003). See also

的廣度與深度，而資訊被散佈的廣度與深度，又須視該資本市場的資訊取得成本結構；換言之，資訊取得成本越低，資訊則會被散佈的越廣，效率機制也就愈發揮其實效，資本市場也因此而更有效率⁷⁷。

據此，在效率資本市場機制運作下，所有市場參與者儼然如同資訊投資者，透過交易迅速的將資訊反映在股價，基本的效率性即等同於資訊的效率性，兩者無區分之必要，很難想像資本市場會僅有資訊的效率性，而無基本的效率性，資訊效率性的存在，股價即可正確的反映交易時最適正的基本資訊。從而，在效率市場機制的前提下，為何仍有論者強烈主張基本的效率性與資訊的效率性分屬兩者不同概念的論點？究其原因可能有二；第一、該論點似乎根本就否認資本市場足以反映所有公開可得之資訊，故股價皆偏離其基本價值，任何人隨時都有進場獲利的機會，理性的專業投資人亦無能力將股價拉回到基本價值。第二、資本市場有人利用內線消息交易，故為不效率的市場，股價無法反映公司的現值⁷⁸。是以，強調基本效率性的後果，會形成市場機制無用論，自然應有另一客觀機制取代市場機制，始能迅速並「正確」的反映公司基本的價值。惟該替代機制為何？很遺憾的至今該學說仍無答案。問題是，倘無另一足以廢棄市場機制的客觀機制存在，則基本效率性學說的提出，是否有以偏蓋全，庸人自擾之嫌？不禁令人質疑其妥當性。職是之故，由於基本的效率性在論點上有若干難以釐清的說理瑕疵，致依附其上之崩盤理論失所附麗，難與效率資本市場機制相容。因此，崩盤理論不為本文所採，美國國會實不宜貿然採用。

此外，Section 21D(e)的九十日反彈原則，是否意味美國的證券市場對於公司發佈的更正消息，因欠缺資訊的效率性，故無法立即反映在股價上，須至三個月後始能反映⁷⁹？換言之，Section 21D(e)似乎假定美國證券

Gilson & Kraakman, *supra* note 70, Parts II and III.

⁷⁷ See *id.* at 721.

⁷⁸ See *id.* at 716 n.2.

⁷⁹ See Michael Y. Scudder, *The Implications of Market-Based Damages Caps in*

市場是不效率的，對於系爭股票，須再給與九十日的期間，證券市場始可恢復其資訊的效率性。此項立法顯與事實與諸多實證研究不符。令人不解的是，Section 21D(e) 如何能一方面否定效率市場機制；另一方面又肯認效率市場機制，論理前後矛盾，欠缺說服力。從而，九十日反彈原則的明文制定，代表美國國會除了背書「崩盤理論」，對於效率市場機制的運作模式，認知上亦有相當程度的誤差。

Section 21D(e) 值得進一步觀察的是，九十日的股價反彈原則究竟會給市場參與者的行為互動模式產生如何重大的變數。首先，限制原告請求損害賠償之金額乃 Section 21D(e) 的立法目的，特別是對於自消息更正日起算九十日仍持有系爭股票的原告而言。若系爭股票在九十日之平均價格上漲至原告之購買價，依法原告無損害可言。據此，本文以為 Section 21D(e) 無非是在「懲罰」繼續持有系爭股票之原告。原本意欲繼續持有之投資人，為避免嗣後股價上漲而招致無損害之懲罰，遂自消息更正日起，即競相狂賣股票。因此，Section 21D(e) 很有可能提供持有系爭股票的投資人出脫股票的強烈誘因，如此，則必更加遽系爭股票「崩盤」的跌勢⁸⁰。美國國會希冀藉由九十天的期間來緩和市場非理性的行為，恐難達成。

就市場整體而言，由於九十日股價反彈原則的明文，有可能促使被告為減輕或免除其損害賠償責任，用盡各種方法來拉抬股價。甚至有可能不惜再一次的或連續的發佈不實利多消息，以拉抬股價⁸¹。雖然原告有新的請求權基礎，但也因數個九十日期間的強制介入，致原告的損害賠償如同空中樓閣、海市蜃樓般的虛無漂渺。同理，對於市場其他潛在的投資人而言，有鑑於被告會拉抬系爭股票的股價以減輕或免除責任，亦有可能自消息更正日起買進系爭股票，或「融資」該系爭股票，或投資系爭股票看多的衍生性金融商品以獲取利益。以上種種，均為 Section 21D(e) 所可能帶來美國證券市場的衝擊，Section 21D(e) 是否適宜，誠有進一步檢討的空

Securities Class Actions, 92 NW. U. L. REV. 435, 461-62 (1997).

⁸⁰ See Dickey & Mayer, *supra* note 21, at 1219.

⁸¹ See *id.*

間。

由以上說明顯示出，上述法規之增訂，並未成功解決美國證券詐欺損害計算方法所生之爭議，反而是隨著上述法律的修正，所衍生之爭議正方興未艾，其後續發展為何，有待進一步觀察。以下，將針對我國關於證券詐欺最適之損害計算方法，進行系統化之分析，以釐清其爭議癥結之所在。

肆、我國證券交易法第二十條證券詐欺損害估算方法之試論

綜合前述，淨損差額賠償原則為目前美國通說，至於毛損益法，在特定條件下，亦得以適用。淨損差額賠償原則與回復受害人交易前應有狀態為原則的毛損益法，對於金錢損害賠償之方式，原則上皆以原告對於系爭股票之不當購買價（或不當出售價）與該股票「公平價格」之「差額」為原告可得求償之金錢損害。至於兩者最大的歧異點，在於公平價格之「定義」並不相同。淨損差額賠償原則的公平價格，係指原告當初交易時之公平價格；而毛損益法的公平價格，則指被告詐欺情事被揭露時之市價，或於揭露後合理期間內原告再出售之市價以為決定。至於我國證券交易法第二十條應採何種見解？以下，本文將探討我國現行法之規定及實務運作之問題點，藉由前揭美國學界及實務之分析，開拓出可供我國進行論述及思維的觀點，並嘗試提出在我國法制下適當之解決方案。

一、現行法之規定

證券交易法第二十條第三項民事責任之性質，學說上向來有契約說、侵權行為說及獨立類型說之論述⁸²。雖自民國七十七年證券交易法第二十

⁸² 參閱賴英照，「證券交易法逐條釋義第一冊」，頁 329-330，自版，1992 年 8 月再版 6 刷；參閱劉連煜，證券交易法一般反詐欺條款之因果關係，收錄於劉連煜，「公司法理論與判決研究(-)」，頁 205-207，自版，1997 年修訂再版；陳春山，「證券交易法論」，頁 345-346，五南圖書出版有限公司，

條修正後，學者通說鑑於修正理由將其定性為侵權責任類型而支持侵權行為說⁸³，惟本文基於貫徹證券交易法之立法目的及保護投資人之立場，強調證券交易法第二十條第三項所規定之民事責任乃證券交易法所特有之證券詐欺民事責任，性質上實為一獨立之法定責任，以避免侵權行為說須按一般侵權行為之構成要件標準，檢視證券詐欺民事責任，終致原告難以獲取應有賠償之窘境⁸⁴。倘被告之行為亦該當民法一般侵權行為之構成要件，上述證券詐欺民事責任自可與民法第一百八十四條第一項後段規定：「故意以背於善良風俗之方法，加損害於他人者，亦同。」及民法第一百八十四條第二項規定：「違反保護他人之法律，致生損害於他人者，負損害賠償責任。」發生請求權競合之關係。須注意的是，原告若主張適用一般侵權行為責任，則必須就被告之行為與其損害有相當因果關係負舉證責任，否則被告之侵權責任即無由成立。同理，若證券交易法第二十條第三項民事責任之性質被解為侵權責任，則原告勢難脫免其舉證責任。從而，證券交易法第二十條第三項之規定即無立法實益。是故，證券交易法第二十條第三項之請求權基礎在構成要件上必須與民法傳統一般侵權行為的構成要件加以區分；申言之，證券交易法第二十條第三項民事責任成立與否之判斷標準，應與侵權責任之成立要件為不同之評價，如此，似較符合證券交易法保障投資人之立法目的，合先敘明。

證券交易法第二十條第三項民事責任之構成要件為何？首先，原告必須是系爭有價證券的善意買受人或出賣人，但被告則不以有買賣系爭有價證券之必要。其次，被告須有違反證券交易法第二十條第一項或第二項規

2003年9月6版。民事損害賠償責任之方法與範圍，均以「責任已經成立」為前提，雖然本文之重點在於證券詐欺賠償責任範圍之討論，因此該責任之性質與成立與否，似無討論之必要，但鑑於我國侵權責任說，有影響證券詐欺被害人權益之虞，故本文以為在檢討賠償責任範圍前，似可就其責任性質，先予討論。

⁸³ 參閱立法院公報，第76卷第96期，頁38，1987年。

⁸⁴ 參閱曾宛如，論證券交易法第二十條之民事責任——以主觀要件與信賴為核心，臺大法學論叢，第33卷第5期，頁59-61，2004年。

定之情事，即被告對於有價證券之募集、發行、私募或買賣，有虛偽、詐欺或其他足致原告誤信之行爲，抑或被告申報或公告之財務報告及其他有關業務文件，內容有虛偽或隱匿之情事。最後，原告之損害與被告之行爲，須有交易的因果關係與損害的因果關係，法院得酌採「詐欺市場理論」，以「推定」的方式建立原告交易的因果關係⁸⁵。是故，證券交易法第二十條第三項之構成要件，雖亦得該當民法第一百八十四條第一項後段之行爲態樣，惟此乃請求權競合之問題。證券交易法第二十條第三項在適用時，法院自應注意侵權行爲責任與證券詐欺法定責任性質之不同，以緩和證券詐欺事件中，原告之舉證責任。不宜再恣意要求原告負與傳統侵權行爲相同之舉證責任，以免違背證券交易法第二十條第三項當初立法者之原意，此亦爲本文主張其責任性質不宜完全援引傳統侵權行爲說之主要理由。

綜上所述，證券交易法之民事責任規定成爲民法之特別法，然對於違反我國證券交易法第二十條規定者，應如何賠償原告之損害？證券交易法則付之闕如，故關於損害賠償之方法與損害賠償之範圍，原則上自仍應適用民法相關之規定。按民法第二百十三條規定，被害人之財產上損害，被害人得選擇請求加害人回復被害人損害發生前之應有狀態；被害人亦得逕請求加害人支付回復原狀所必要之費用，以代回復原狀。至於損害賠償之範圍，則以民法第二百十六條至民法第二百十八條之一等規定爲依歸⁸⁶。須注意的是，證券詐欺事件中，證券交易法公開發行之上市股票，應屬「代替物」，原則上當事人可從公開交易市場取得同種類之有價證券，應無民法第二百五條所稱「不能回復原狀或回復原狀顯有重大困難」之情形，

⁸⁵ 一般民事詐欺訴訟，「交易的因果關係」係指原告須就其正當信賴被告不法行爲而爲交易意思表示的原因因果關係，負舉證責任。「損害的因果關係」則指原告須證明被告之不法行爲，係造成其損害之最直接的原因。參閱莊永丞，論證券交易法第二十條證券詐欺損害賠償責任之因果關係，中原財經法學第8期，頁156-178，2002年。

⁸⁶ 參閱劉連煜，「公司法理論與判決研究(-)」，頁219，自版，1997年修訂再版。

故被害人自無依民法第二百十五條請求金錢賠償之餘地⁸⁷。

值得注意的是，本文證券詐欺被害人之損害，應係指證券詐欺受害人之「純粹經濟上損失」，該損害與股票之侵佔、詐欺或盜賣無涉，不可不察。至於此純粹經濟上損失應如何填補？原則上，應以原告因信賴被告之詐欺，而對於系爭股票之「不當購買價」或「不當出售價」，與該股票若無被告詐欺行為所應有「公平價格」之「差額」，以為原告可得求償之經濟上損失。據此，被害人所請求回復原狀者，並非指「股票」本身滅失前或毀損前之應有狀態，而係請求加害人回復被害人至未受詐欺行為前之經濟上應有狀態。換言之，即係回復被害人至未為系爭證券交易之財產上應有狀態。蓋被害人若事前知悉加害人之詐欺行為，即不可能著手系爭股票之交易行為，造成無謂之財產上變動。從而，加害人必須填補被害人該等財產上所發生之變動，始符合「回復原狀」之真義，然究其核心概念，加害人亦唯有以貨幣之給付，始可填補被害人之經濟上損失，換言之，即以賠償金錢之手段，回復被害人至財產上變動前之應有狀態。但其損害賠償方法之定性，仍不失其為民法第二百十三條「回復原狀」之損害賠償方法，蓋證券詐欺被害人經濟上之損失，應無不能回復原狀或回復顯有重大困難之可能，凡一定程度的金錢賠償均可填補被害人經濟上之損失，但此處之金錢賠償，僅是回復原狀賠償方法之手段或工具，不可與民法第二百十五條之金錢賠償損害賠償方法，混為一談。

⁸⁷ 參閱詹森林，不能回復原狀或回復顯有重大困難時之金錢賠償與加給利息－民法第二百十五條與第二百十三條之關係，收錄於詹森林，「民事法理與判決研究(二)」，頁 71-76，自版，2003 年。但是須注意的是，我國實務上對於加害人民侵佔、詐取或盜賣被害人之股票，得否適用民法第二百十五條之規定，見解並不一致；最高法院八十二年台上字第一五六一號判決持肯定見解，認定「上訴人將詐得之股票變賣朋分，縱能以同種類、同數量之股票賠償被上訴人，亦難期與原股票之價值完全相同，則其回復原狀即顯有重大困難之情形，被上訴人依前開法條規定（即民法第二百十五條），自得請求以金錢賠償其損害。」；最高法院八十八年台上字第二三一號判決，則持否定見解者，認定「系爭誠洲股份有限公司股票現在上市中，可於證券交易市場購得，似無不能回復原狀或回復顯有重大困難情事。」

證券詐欺被害人經濟上之損失，應為系爭股票之被害人「不當購買價」或「不當出售價」，與該股票若無被告詐欺行為所應有「公平價格」之「差額」。有問題的是，在我國法體系下，該「公平價格」，究應如何決定計算的時點？法院判決時之市價？被害人再出賣日之市價？抑或被害人知悉被告詐欺情事時之市價？誠有探討之必要，否則即無由計算出證券詐欺被害人經濟上之損失為何。由於被害人所請求回復原狀者，並非指系爭「股票」本身滅失前或毀損前之應有狀態，而係請求加害人以金錢賠償之途徑，回復被害人至未交易前之經濟上應有狀態。故若直接引用「物被侵害」時，損害賠償之計算方法，以為解套，恐屬未當。蓋物因侵權行為而受損害，係指該物因滅失或毀損之損害。惟綜觀金錢賠償方式，究應以何時為計算基準，實務判決與學說，對於物之侵害提供諸多之討論與見解，甚具研究價值⁸⁸。本文以為若能參酌其思考脈絡，對於證券詐欺事件有關公平價格之決定，亦具啟示性，固非不得提供另一思辨觀點，以利證券詐欺公平價格共識之形成，蓋二者均涉及金錢賠償時基準設定之問題。

⁸⁸ 實務判決與學說，對於物之損害，若以金錢方式賠償，應以何時為計算之基準，見解頗不一致。學說計有①損害事實發生時說；②起訴或請求時說；與③給付時說。實務上，最高法院 64 年 11 月 11 日第 6 次民事庭會議決議謂：「物因侵權行為而受損害，請求金錢賠償，其有市價者，應以請求時或起訴時之市價為準。蓋損害賠償之目的在於填補所生之損害，其應回復者，並非『原來狀態』，而係『應有狀態』，應將損害事故發生後之變動狀況考慮在內。故其價格應以加害人應為給付之時為準，被害人請求賠償時，加害人即有給付之義務，算定被害物價格時，應以起訴時之市價為準，被害人於起訴前已曾為請求者，以請求時之市價為準。惟被害人如能證明在請求或起訴前有具體事實，可以獲得較高之交換價格者，應以該較高之價格為準。因被害人如未被侵害，即可獲得該項利益也。」參閱史尚寬，「債法總論」，頁 310，自版，1990 年再版 7 刷。邱聰智，「民法債編通則」，頁 384，自版，2001 年 10 月新訂 1 版 2 刷。鄭玉波，「民法債編總論」，頁 255，三民書局，1998 年修訂 16 版。曾隆興，「現代損害賠償法」，頁 602-603，自版，1993 年修訂 6 版；孫森焱，「民法債編總論」，頁 464，自版，2001 年；黃立，「民法債編總論」，頁 392，自版，2002 年修訂 2 版。本文以為「加害人應為給付之時」之見解，似可作為決定證券詐欺事件「公平價格」之參考。

但是，物之損害係以金錢賠償作為損害賠償之方法；證券詐欺經濟上之損失，則係以金錢賠償作為回復原狀賠償方法之手段或途徑。因此，若欲直接引用金錢賠償方式之損害賠償計算方法至經濟上損失之計算，仍應加以區別，不可不察。以下則以我國實務見解為例，藉由前文之論理說明，評析我國實務上對於證券詐欺事件有關損害計算方法所採之見解。

二、我國實務見解

台北地方法院曾於七十四年度訴字第一五五二一號民事判決，對於證券交易法第二十條之損害賠償，曾表示其見解，試分析如下。

(一)臺灣臺北地方法院七十四年度訴字第一五五二一號民事判決⁸⁹

1. 判決摘要

被告新竹玻璃製造股份有限公司董事長任和鈞自知公司財務困難，公司所有工廠停工，早於七十四年七月上旬股票價格下跌之前，即已存在。惟任和鈞竟於七十四年八月二日召開記者會，宣稱公司營運正常，財務健全，股價之所以下跌，實乃受同行謠言中傷所致。原告因誤信任和鈞談話為真實，於七十四年八月九日買進新玻股票七萬股，每股 5.5 元，連手續費共支出 385,755 元。旋因任和鈞潛逃出國，新玻公司爆發財務危機，股票價格下降，原告乃於七十四年八月二十七號，以每股 3.25 元賣出九千股，得款 29,187 元。八月二十八日，以每股 3.04 元賣出六萬一千股，得款 185,440 元，計損失 171,518 元。本案原告主張，被告公司負責人隱瞞事實，公然以虛偽詐欺之手段，欺騙投資大眾，顯然違反證券交易法第二十條之規定，被告公司自應對原告因而所受之損害負賠償之責。被告則抗辯原告買進之股票並非因信賴任和鈞之談話，且股票之漲落與任和鈞之談話無必然之因果關係。

法院認為：「被告公司負責人任和鈞以積極手段欺騙投資人之行為已如前述，則原告誤信其談話內容為真，因而買進被告公司之股票，即難謂

⁸⁹ 參閱台北地方法院 74 年度訴字第 15521 號民事判決；參閱賴英照，「證券交易法逐條釋義第一冊」，頁 331-338，自版，1992 年 8 月再版 6 刷。

無因果關係，被告公司為發行有假證券之人，對於其負責人違反證券交易法第二十條以詐欺致使他人誤信之行爲，自應負責，從而本件原告以其善意取得被告公司所發行之股票，因而遭受 171,518 元之損害，請求被告公司依法賠償，自屬有理由，應予准許。」⁹⁰ 顯然，法院於本案完全接受原告所提的損害賠償之計算方式，即以原告之購買價格，減去原告之出售價格，所得之差額，即為原告之經濟上損失⁹¹。是否妥適，實有討論之必要。應進而探究者，其計算損害賠償之方法與範圍，法院的依據及理論為何？究竟為「回復原狀」，抑或「金錢賠償」？又其計算損害之時點為何？損害事實發生時，起訴或請求時，抑或被告給付時？

2. 本案評析

本文以為，對於證券詐欺受害人有關經濟上損失的損害賠償方法，應以回復被害人經濟上損失發生前的應有狀態為原則，而非回復受害人「持有」股票之原來狀態；詳言之，證券詐欺之經濟上損失，不涉及證券之毀損或滅失，純粹只是證券詐欺原因事實發生前之股價，與證券詐欺原因事實發生後之股價，兩相比較所得之差額。而填補該差額最好的方法，即是由加害人以一定金額之給付，以填補受害人純粹經濟上之損失，被害人始能獲得完全之賠償，而達到回復應有狀態之目的。從而，被害人自得依民法第二百十三條第三項定：「第一項情形，債權人得請求支付回復原狀所必要之費用，以代回復原狀。」直接向加害人請求以金錢賠償其純粹經濟上之損失。蓋回復原狀之真義，在於保護被害人之「完整利益」⁹²。所謂完整利益，係指「除被害客體本身應有狀態的完整外，尚包含未有侵害事實時，被害人現時或將來所應處狀態的保持在內」⁹³。至於金錢損害賠償

⁹⁰ 同前註 89。

⁹¹ 參閱劉連煜，「公司法理論與判決研究(-)」，頁 220，自版，1997 年修訂再版。

⁹² 參閱王千維，由民法第二百十三條第三項之修正看我國民法物之損害賠償責任理念的變動，政大法學評論第 74 期，頁 15-17，2003 年。

⁹³ 參閱王千維，同前註 92，頁 22。

之計算方式，應以原告對於系爭股票之不當購買價（或不當出售價）與該股票「真正價值」之股價「差額」，作為原告可得求償之金錢損害賠償。然問題在於，本案系爭股票之真正價值為何？

按淨損差額賠償原則（out-of-pocket），對於受害之股票買受人言，係以買進時之「市價」減去該股票之「真實價值」所得之差額，以為損害。倘法院認定以任和鈞潛逃國外與公司爆發財務危機等消息被揭露時之股價為基礎，經由財務金融專家協助，運用「指數比較法」或「事件研究法」，推算出七十四年八月九日（原告購買新玻股票日），若無任和鈞公開舉行記者會之詐欺行為，新玻每股股價應為之真實價值為 4 元，則可得出原告每股之損害為 1.5 元（ $5.5 - 4 = 1.5$ ），合計七萬股之損失為 105,000 元，再加上手續費 755 元，共計 105,755 元。至於原告於起訴前，分二次售出所有之新玻股票，得款 214,627 元之行為，則在所不問，蓋其股價下跌原因相當複雜，很難區別其原因事實，究係被告詐欺行為所致，抑或其他市場因素所致。申言之，被告僅須就詐欺原因事實所致之股價負責，非詐欺原因事實所致之股價，則應由投資人自行承擔投資失敗之風險，以防止造成原告之不當得利。是以，淨損差額賠償原則，對於原告損害發生之時點，係以原告為證券交易時為計算基準日，再以其交易日股票之「市價」與「真實價值」相較，作為損害賠償。雖然淨損差額賠償原則，不但符合完全填補原告經濟上損失之目的，亦可避免苛求被告賠償非其行為所造成之損害，但其所引發的爭議，在於要用如何的方法，始可確立原告交易當日股票之「真實價值」，至今仍無共識。

惟本案若法院依以回復證券詐欺受害人至交易前之經濟應有狀態為原則（Rescissory Measure）的毛損益法（Gross Income Loss），原告之損害計算方式，應為其購買價格減去原告再出售該股票之價格。倘原告在判決前，仍持續持有新玻公司之股票，則損害之計算方式為其購買價格減去新玻公司財務危機被揭發時之價格。很顯然的，本案法院所採取的損害計算方式即為毛損益法。因此，毛損益法的公平價格，應以被告詐欺情事被揭露時之市價（若原告於裁判時仍持有），或於揭露後合理期間內原告

再出售之市價以爲決定。據此，毛損益法允許證券詐欺受害人，將其投資損失，不論係詐欺原因事實所致，或非詐欺原因事實造成，均由加害人予以承擔。換言之，在原告購買新玻股票至其再賣出之期間，股價下跌之風險，由原告移轉至被告，若被告未能舉反證推翻原告損害之因果關係，被告須概括承受股價所有下跌之風險。是故，毛損益法應是最有利於證券詐欺受害人之損害計算方法，本案判決關於損害之計算方法，原則上應值贊同。

此外，本案關於加害人行爲與被害人損害間有無因果關係之判斷，僅謂「被告公司負責人任和鈞以積極手段欺騙投資人之行爲已如前述，則原告誤信其談話內容爲真，因而買進被告公司之股票，即難謂無因果關係…」是否妥適？似有討論之必要。倘若原告與被告間之證券交易模式爲特定人與特定人間，彼此對話之行爲模式（face-to-face transaction），本案關於因果關係之判斷，尚可接受。惟本案被告新竹玻璃製造股份有限公司，當時係在臺灣證券交易所上市之公開發行股票公司，而臺灣證券交易所係一完全不重視交易相對人特性的集中交易市場（impersonal market），被告之詐欺行爲與原告之買進行爲間，欲成立因果關係，似無法以「難謂無因果關係」一語帶過，恐仍需仰賴「詐欺市場理論」，始可推定原告之損害與被告之加害行爲間有「交易上的因果關係」。否則，原告則須就被告之加害行爲與投資之損害有相當因果關係，負舉證之責任。

(二)臺灣臺中地方法院九十一年度訴字第243號民事判決⁹⁴

1. 判決摘要

被告劉文斌爲大中鋼鐵股份有限公司（以下簡稱大中公司）之負責人，夥同其他共同被告七人，挪用大中等公司之資金，委由另一刑案被告，負責操盤購買大中公司之股票，嗣大中公司因被告之犯罪行爲被揭露，造成公司股價巨額下跌。此外，劉文斌爲掩飾財務困境，竟連續授意辦理大中公司財務業務之其他共同被告，於八十七年十月三十日公告之八十七年

⁹⁴ 臺灣臺中地方法院 92 年度訴字第 243 號判決。

第三季財務報告之期後事項，故意未揭露劉文斌挪用公司資金之實情；且於大中公司八十六年第一季、半年度、第三季、全年度、八十七年第一季、半年度、及第三季財務報告中，對於劉文斌自八十六年三月二十四日起陸續擅自簽發公司票據，或以公司名義擔任背書保證而對外借貸之事實，虛偽記載應揭露事項稱「應收關係企業款、應收關係人款項及暫付款其性質非屬資金融通者，其金額達一億或實收資本額百分之二十以上者……無」。申言之，今因大中公司之財務報告未揭露該公司負責人擅自挪用款項之事實，致使投資大眾無法從該財務報告之內容得悉公司之財務狀況，進而為投資之錯誤判斷，使善意買入股票之原告受有損害，是於此情形下，應轉由被告舉證證明被告之不實財務報告與投資人之損害無因果關係始可免除責任⁹⁵。

由於本件被告未能提出證據證明原告投資大中公司股票，與大中公司公布之財務報表間無任何關聯，則原告主張其因被告等之行爲受有損害，應屬可採。又證券交易法第一百七十四條、第二十條第二項之規定，既兼有保護投資大眾免於受害之目的，自屬保護他人之法律，被告等違反上開規定，致原告善意買入股票，且信賴公司公告之報表而繼續持有股票，以致於大中公司關係企業友力公司違約交割案爆發後，因股價下跌而認賠賣出，受有損害，被告等依民法第一百八十四條第二項後段、第一百八十五條第一項之規定，自應對原告連帶負損害賠償責任⁹⁶。

至於本件原告損害計算之方式，法院認為證券交易市場之股價瞬息萬變，而影響股價之因素眾多，除如本件之違約交割案爆發外，景氣狀況、政策擬定與施行、市場利多利空消息等均會影響股價之變動，並非單一因素所構成，原告雖分別以於八十七年九月二十一日、二十三日、二十五日、十月二十八日分別以每股單價 14.5、14.3 元、14.1 元、13.8 元之價格各買入大中公司股票一萬股、一萬股、一萬股、二萬股，嗣於八十八年一月友

⁹⁵ 同前註 94。

⁹⁶ 同前註 94。

力公司（負責人劉文斌）違約交割案爆發後，於同年三月一日以每股單價 2.4 元賣出股數共五萬股，由於股價變動之因素非單一，是尚難僅以原告買進賣出之差價，即認係原告因被告行為所受之損害，惟於本件中，欲精確排除各種非人為因素而計算原告所受之損害，顯有重大困難，本院爰依民事訴訟法第二百二十二條第二項之規定，審酌原告於買進大中公司股票，至賣出股票期間，鋼鐵類股扣除大中、友力二家涉案公司及中鋼特別股、中鋼構特別股、燁隆特特別股（因特別股籌碼稀少，不足以反應市場波動），八十七年九月二十一日起至八十八年三月一日止，大中鋼鐵跌幅為 84.43%，鋼鐵股（扣除大中、友力及上開特別股）平均跌幅為 39.72%，差額為 44.7%。該差額部分，可認係大中鋼鐵超逾一般鋼鐵類股平均跌幅之部分，爰以之做為計算原告得請求被告賠償之依據。依此計算，原告八十七年九月二十一日以每股 14.5 元買入一萬股，計 145,000 元。八十八年三月一日以每股 2.4 元賣出，計 24,000 元。差額 121,000 元乘以上開跌幅差額 44.7%，為 54,087 元。據此，同理算出其他買進日之跌幅差額後，合計原告得請求被告賠償之金額 267,136 元⁹⁷。

2. 本案評析

首先，本件原告曾於書狀陳述被告因違反證券交易法第二十條第二項之規定，依證券交易法第二十條第三項規定，被告對原告之損害應負賠償責任。而法院亦認定被告違反證券交易法第二十條第二項規定無誤，則法院自可依證券交易法第二十條第三項規定判決被告賠償，但法院竟捨證券交易法不用，而回歸民法侵權行為第一百八十四條第二項之規定而為判決，本文難以贊同。蓋證券交易法第二十條所規範者，乃證券詐欺行為之防止，為實踐其立法目的，本件法院宜優先適用證券交易法。此外，被告若依第一百八十四條第二項規定負責賠償，前提是原告須通過民法一般侵權行為嚴苛構成要件之一一檢驗，尤其是因果關係之判斷，對一般投資人而言，實非易事。況且，證券交易法第二十條僅以評價行為人之故意詐欺

⁹⁷ 同前註 94。

行為為限，過失行為則不在評價範圍內。如此，民法第一百八十四條第二項規定之「過失推定」，即無適用之餘地，僅在加害人為故意行為時，方有請求權競合之情形。據此，法院特別適用民法第一百八十四條第二項規定，究有何實益？實令人費解。

此外，法院主張「股票之價值往往需仰賴投資人對各項消息之判斷來決定，如發行公司隱匿或製造不實對公司消息，將破壞證券市場透過公開資訊進行交易之機能且導致市場價格扭曲。今因大中公司之財務報告未揭露該公司負責人擅自挪用款項之事實，致使投資者無法從該財務報告之內容得悉公司之財務狀況、經營結果暨現金流量已有異常，致為投資之錯誤判斷，則原告主張被告等之犯行，致其所得資訊錯誤，無從正確判斷風險而善意買入股票，受有損害，合於交易市場交易情況，是於此情形下，應轉由被告舉證證明被告之不實財務報告與投資人之損害無因果關係始可免除責任。」⁹⁸。從而，法院關於加害人行為與被害人損害間有無因果關係之判斷，似採「詐欺市場理論」的精神，予以分配當事人之舉證責任。雖然如此，法院並未積極的闡釋舉證責任倒置之依據為何，誠屬可惜。僅以「合於交易市場交易情況」，即肯認被告須負舉證責任證明被告之不實財務報告與投資人之損害無因果關係，而忽略「詐欺市場理論」中「推定」的因果關係，論理上恐難獲得全面的支持。更重要的是，由證券交易所發展的「詐欺市場理論」可否作為民法第一百八十四條第二項規定，一般侵權行為因果關係判斷之理論依據，誠有疑義。是故，法院實不宜以民法第一百八十四條第二項規定，作為賠償原告之依據。

其次，大中公司關係企業友力公司（負責人亦為劉文斌）違約交割案爆發於八十八年一月份，導致大中公司股價下跌，惟原告遲至八十八年三月一日，始以每股 2.4 元認賠賣出。這段期間原告股價下跌的所有損失，是否皆須由被告負完全損害賠償責任，誠值探討。經查大中公司八十八年一月份之收盤價均維持於 12、13 元左右，原告是否即應於違約交割案爆

⁹⁸ 同前註 94。

發後，在一月份即迅速出脫其所持有之大中股票？蓋原告自違約交割案爆發後合理期間內，應可自由決定要繼續持有該系爭股票，抑或決意訴請法院請求被告回復原告至交易前之地位。如原告未在合理期間內，儘速訴請回復原狀之損害賠償，意謂原告在該重大影響股價事件發生後，已決心繼續投資該系爭股票，換言之，原告之繼續持有行為，意謂原告對於系爭股票再為第二次之投資行為，既然是第二次之投資行為，原告自不得以嗣後三月一日認賠賣出之價格，以為前次投資損害賠償計算之基礎。如其不然，則無異放任被害人藉由拖延起訴之時間，將市場風險（非被告詐欺行為所致）所致之損失，全部移轉給加害人承擔，形成被告之過度負擔。從而，為避免造成原告因此獲取不當之利益，法院宜審視原告「損害的因果關係」有無中斷的情形。本件原告一月至二月繼續持有大中公司股票之投資決定，即難謂無該當「第二次投資行為」之評價，蓋原告自違約交割案爆發後，即得出脫大中公司股票以減低損失。前次投資行為有關損害因果關係之判斷，應於第二次投資行為時即予以中斷，不可再為同一因果關係之評價。據此，本案法院實應以違約交割案爆發後隔日之收盤價格，以為大中公司財務報告若無隱匿負責人擅自挪用款項之事實，系爭股票應有之公平價格。是以，原告純粹經濟上損失之計算方式，即以原告對於系爭股票之不當購買價與該股票「公平價格」之股價「差額」，作為原告可得求償之損害賠償。

再者，若捨本文所主張公平價格基準點不談，本件所採之「類股差額計算法」，其算式竟出現嚴重之瑕疵。單就八十七年九月二十一日以每股 14.5 元買入一萬股為例，其原告損害之算法為 145,000（總買入價格）減去 24,000 元（八十八年三月一日以每股 2.4 元之總賣出價格），得出之差額為 121,000 元，再以 121,000 元乘以上開類股跌幅差額 44.7%（大中鋼鐵跌幅 84.43% 減去鋼鐵股平均跌幅 39.72%），得出原告之損害為 54,087 元。惟事實上，大中鋼鐵八十七年九月二十一日每股 14.5 元跌至八十八年三月一日之每股 2.4 元，其跌幅應為 83.44%，而非 84.43%，故其與同類股差額應為 43.72%；則正確的算式，應以總買入價格 145,000 元乘以類

股差額 43.72%，即可得出原告之損害為 63,394 元（約略）。申言之，每股 14.5 元之價格若無被告詐欺之行爲，按鋼鐵股平均跌幅 39.72% 計算，八十八年三月一日應有每股 8.7 元之公平價位，但實際上卻只有每股 2.4 元之價位，故其差額 6.3 元即為原告得請求被告賠償之依據。是以，本案算式與本文見解不符之處，還有待法院釐清。

（三）臺灣新竹地方法院九十年度重訴字第一六二號民事判決⁹⁹

1. 判決摘要

被告京元電子股份有限公司於民國八十九年十一月十六日向證交所申請上市，競價拍賣期間為九十年三月二十日至同年月二十三日，公開抽籤申購期間為九十年四月十日至四月三十日，公開申購每股承銷價格為 65.32 元，被告公司即以每股 65.32 元於九十年五月九日掛牌上市。原告樺彩公司於九十年四月六日起至同年月二十四日止，先後透過未上市盤商購進被告公司八十一萬二千股；原告吳維忠則於九十年四月十二日起至同年月二十七日止先後透過第三人買進被告公司三十一萬七仟股；原告葉素蓮則於九十年四月十六日起至同年月十八日止，亦透過第三人先後買進被告公司三十三萬七仟股¹⁰⁰。被告公司分別於九十年三月二十八日、九十年七月二十六日、九十年十月二十九日更新財務預測，然被告公司於第一次更新財測時，竟引用一九九九年九月 Dataquest 美國半導體預測機構、美國半導體產業協會（SIA）早已失真之景氣樂觀預測資料，作為第一次更新財測之重要基本假設；事實上，該等機構早在九十年一至三月，即被告第一次更新財測前，已大幅調降半導體預測值，惟被告財測之樂觀基本假設卻未因更新而調降，從而，該獲利高估之假設亦由被告公司繼續加以援用，登載於九十年四月二日刊行之公開承銷用之公開說明書。被告公司遲至上市成功後，短短二個半月期間，始大幅調降財測，將獲利由每股 4.19 元，調整為 0.96 元，降幅高達 97%。足見被告於九十年三月二十八日編

⁹⁹ 臺灣新竹地方法院 90 年度重訴字第 162 號民事判決。

¹⁰⁰ 同前註 99。

制之第一次更新財務預測及於九十年四月二日所製作公開說明書，未能掌握時效將影響其重大基本假設之基礎資料及產業景氣反轉之事實，予以即時、充分揭露，致未能妥適反映被告公司營運狀況。據此，被告公司第一次更新財務預測報告及據以編制之公開說明書之內容確有虛偽及足致他人誤信之隱匿情事，故被告公司負責人與被告公司，除依證券交易法第三十二條第一項第一款之規定，尚應依證券交易法第二十條第一項、第二項及第三項之規定負擔民事責任，且上開法條性質上為侵權行為之特別規定，自應有民法第一百八十五條及公司法二十三條之適用，即由被告連帶對於原告所受損害負賠償之責¹⁰¹。

關於當事人舉證責任之分配，本件法院依民事訴訟法第二百七十七條但書之規定，緩和投資人之舉證責任，認應由提供不實訊息之一方，負擔證明相對人並非信賴該不實資訊始購入有價證券而受有損害，或相對人係因獨立之原因始受有損害等情之舉證責任，並藉由否定被告主張我國無「市場詐欺理論」適用之抗辯，而間接採納「市場詐欺理論」，由被告負舉證責任¹⁰²。至於原告所受損害若干？按民事訴訟法第二百二十二條，法院審酌被告公司於九十年七月二十六日公告九十年度第二次更新財務預測後，原告等自得於獲悉此一資訊後相當之消息沈澱時間內出售手中持股；爰以原告以公開申購價格購入股票之花費與如於前開消息沈澱期間出售持股所得價金之損失幅度，大於上市電子工業類股指數自被告公司自九十年五月九日上市交易起相較於同段期間之平均指數跌幅差額部分，做為計算原告得請求被告賠償之依據¹⁰³。從而，以此計算方式原告所受損害分別如下：

(1)原告樺彩公司部分

查上市電子工業類股於九十年七月二十七日至八月十日共十個交易日

¹⁰¹ 同前註 99。

¹⁰² 同前註 99。

¹⁰³ 同前註 99。本件法院亦是採取「類股指數比較法」，惟算式上亦與「大中鋼鐵案」犯同樣之嚴重瑕疵。

之平均收盤指數為 235.138，相較於被告公司上市同日收盤指數 266.88，跌幅為 11.89%。而被告公司九十年七月二十七日至八月二十日平均收盤價為 14.295。原告樺彩公司倘以公開申購價格購入股票之支出為 53,039,840 元（ $65.32 \times 812,000 = 53,039,840$ ），如於前述期間出售持股之平均價值為 18,572,064 元（以除權後股數計算， $14.295 \times 1,299,200 = 18,572,064$ ），相差 34,467,776 元，損失幅度為 64.98%。以首開方式計算，則原告樺彩公司之損失為 18,298,942 元（計算方式為： $34,467,776 \times (64.98\% - 11.89\%) = 18,298,942$ ，元以下四捨五入）¹⁰⁴。

(2)原告吳維忠部分

原告吳維忠倘以公開申購價格購入股票之支出為 20,706,444 元（ $65.32 \times 317,000 = 20,706,440$ ），如於前述期間出售持股之平均價值為 7,250,424 元（以除權後股數計算， $14.295 \times 507,200 = 7,250,424$ ），相差 13,456,016 元，損失幅度為 64.98%。以首開方式計算，則原告吳維忠之損失為 7,143,799 元（計算方式為： $13,456,016 \times (64.98\% - 11.89\%) = 7,143,799$ 元以下四捨五入）¹⁰⁵。

(3)原告葉素蓮部分

原告葉素蓮倘以公開申購價格購入股票之支出為 22,012,840 元（ $65.32 \times 337,000 = 22,012,840$ ），如於前述期間出售持股之平均價值為 7,707,864 元（以除權後股數計算， $14.295 \times 539,200 = 7,707,864$ ），相差 14,304,976 元，損失幅度為 64.98%。以首開方式計算，則原告葉素蓮之損失為 7,594,512 元（計算方式為： $14,304,976 \times (64.98\% - 11.89\%) = 7,594,512$ ，

¹⁰⁴ 同前註。惟若按本件「類股指數比較法」原則，原告樺彩公司損害之計算應為：65.32 元之公開申購價格若同上市電子工業類股跌幅 11.89%，則應有價格為 57.55 元；然系爭股價卻超跌 64.98%，跌至 14.295 元，故其每股損害應為 43.255 元（ $57.55 - 14.295 = 43.255$ ）。從而，原告之損害為 $43.255 \times 812,000 = 35,123,060$ 元。至於被告嗣後無償配發予原告之股票股利 487,200 股，損害之因果關係，似已中斷，故不宜按此基準請求被告予以賠償。

¹⁰⁵ 同前註 104。原告吳維忠之損害應為 $43.255 \times 317,000 = 1,371,184$ 元。

元以下四捨五入)¹⁰⁶。

2. 本案評析

本文對於本件法院關於當事人舉證責任的分配與因果關係推定之見解，深感欽佩，惟仍有部分認事用法或許容有討論空間。首先值得探討的是，按原告等並非購買被告初次上市承銷股票（包括競價拍賣、公開申購）而受損害之股票取得人，而係向第三人於「次級市場」（secondary market）所購得之投資人，從而，證券交易法第三十二條有關「初級市場」（primary market）公開說明書內容瑕疵之民事責任規定，是否仍得適用，即有疑義。蓋原告係透過未上市盤商在流通市場取得被告未上市股票之投資人，並非被告初次上市公開招募之應募人，既然非「發行市場」之應募人或認股人，則原告自無權利要求被告交付公開說明書；同理，被告之承銷商亦無代理被告交付公開說明書予原告之必要，原告須為認購被告初次上市股票之應募人，始該當證券交易法第三十二條之權利主體，原告等雖於被告公司上市承銷期間或公開說明書刊行後買進股票之人，亦非證券交易法第三十二條之相對人。據此，原告若仍得依證券交易法第三十二條向被告請求損害賠償，即難謂其為該條之適格投資人，論理即有未洽，被告第一次更新財務預測有無虛偽及隱匿情事，法院實應依證券交易法第二十條第二項加以論斷。

法院認定本件系爭九十年度第一次更新財務預測之內容確有虛偽及足致他人誤信之隱匿情事，被告縱非故意，亦難解免過失之責。申言之，證券交易法第二十條行為人之主觀要件，法院解為故意或過失之情形均有適用餘地，顯係擴張行為人之責任態樣，此與我國學者通說限於故意之見解並不一致¹⁰⁷。對此一實務見解，本文亦持保留態度。我國證券交易法第二十條第一項規定，一般被稱為「反詐欺條款」，主要係參考美國一九三四年證券交易法第十條第二項及其證管會所制定的 Rule 10b-5 所制定，而

¹⁰⁶ 同前註 104。原告葉素蓮之損害應為 $43.255 \times 337,000 = 14,576,935$ 元。

¹⁰⁷ 參閱賴源河，「證券管理法規」，頁 412，自刊，2000 年 7 月修訂版；賴英照，「證券交易法逐條釋義」第一冊，頁 328，三民書局，1996 年 8 月 6 刷。

美國證券詐欺行為人之主觀要件，則限於詐欺或隱匿之意圖（Scienter）或未必故意（Recklessness），但並不包括過失，蓋「過失詐欺」之概念，難以符合詐欺之核心內涵。其次，就法條用語而言，「虛偽」、「詐欺」或其他與虛偽、詐欺類似而「足致他人誤信之行為」，文義解釋上應僅限於行為人故意之行為而已，至於行為人之過失行為，應無法該當其構成要件。同理，我國證券交易法第二十條第二項規定之「虛偽」或「隱匿」等用語，解釋上亦宜以行為人之故意行為為限。更且，我國證券交易法第二十條第二項之規定係參考美國一九三四年證券交易法第十八條第一項規定所制定¹⁰⁸，則美國該條文之運作情形，似可提供我國法解釋上之參酌。而美國立法例對於違反該規定者，亦僅就對於重大事實為故意虛偽或令人誤信之行為者為限；倘行為人能證明其本於善意且不知情上述情事者，則無庸對系爭證券之善意交易人負任何損害賠償責任¹⁰⁹。據此，我國證券交易法第二十條第二項規定有關行為人主觀要件之解釋，似不宜將過失行為列入規制範疇。本件法院將我國證券詐欺行為，擴及至過失行為態樣，是

¹⁰⁸ 參閱立法院公報，第 76 卷第 96 期，頁 39，民國 76 年 12 月 2 日。

¹⁰⁹ 15 U.S.C.A. §78r(a). Section 18(a) of the Securities Exchange Act of 1934 原文規定如下：「Any person who shall make or cause to be made any statement in any application, report, or document filed pursuant to this title or any rule or regulation thereunder or any undertaking contained in a registration statement as provided in subsection (d) of section 15 of this title, which statement was at the time and in the light of the circumstances under which it was made false or misleading with respect to any material fact, shall be liable to any person (not knowing that such statement was false or misleading) who, in reliance upon such statement, shall have purchased or sold a security at a price which was affected by such statement, for damages caused by such reliance, unless the person sued shall prove that he acted in good faith and had no knowledge that such statement was false or misleading. A person seeking to enforce such liability may sue at law or equity in any court of competent jurisdiction. In any such suit the court may, in its discretion, require an undertaking for the payment of the costs of such suit, and assess reasonable costs, including reasonable attorneys' fees, against either party litigant.

否妥適，誠有疑義。惟本件被告為半導體產業界知名廠商，對於其產業景氣之各種預測資料，相較於一般投資大眾，應知之甚稔，被告卻未能在其第一次更新財測時，引用最新預測資料，揭露經營環境已有變動之事實，仍援引原編財務預測早已失真之不合時宜假設，難謂被告於第一次更新財測之際，無「虛偽」或「隱匿」之故意情事。

再者，本件法院主張以承銷價格（65.32 元）作為原告等購買價之統一計算基礎，似忽略原告等所購買之價格，雖高於承銷價，但係肇因於被告不實過度樂觀之財測所致，換言之，倘被告於第一次更新財測時，即誠實揭露不利之景氣預測，則原告即不會以該高估之不正價格購買系爭股票，因此，法院實應以原告實際之每股購買價格，即因被告虛偽、隱匿所造成之不當價格，以為原告等購買價之計算基準。法院既然肯認原告等並非於承銷期間向被告公司或承銷商之應募人，則自不宜以公開申購價格，作為計算原告得請求被告賠償之依據，方為合理。至於系爭股票之公平價格，法院係以被告公司於九十年七月二十六日第二次財務更新預測翌日起十個交易日之平均收盤價為依據，藉以兼顧投資人於該段期間出售持股之可能性與市場對於不利消息之沈澱。此一十日不利消息沈澱期間，與前述「崩盤」理論，不謀而合，有異曲同工之妙。本文基於前述批判崩盤理論之同一理由，難以贊同該十日反彈原則之適用，蓋該十日期間恐難以避免非被告詐欺因素所致之股價波動，例如市場因素或其他經濟因素等對於系爭股價之影響，故本文仍一本初衷，主張本件應以第二次財務更新預測翌日之收盤價，作為原告系爭股票之公平價格，再以原告買進價格與公平價格之差額，作為原告得請求被告賠償之依據。

三、本文建議

綜上所述，淨損差額賠償原則與回復原狀為原則的毛損益法，對於金錢損害賠償之方式，原則上皆以原告對於系爭股票之不當購買價（或出賣價）與該股票「公平價格」之「差額」，作為原告可得求償之金錢損害。換言之，若非被告之詐欺，原告能以更適正的價格為交易。淨損差額賠償原則的優點為可以填補原告真正之損害，且原告難以從中更獲取不當之利

益。但缺點則為對於原告交易時股票真正價值的觀點，各方聚訟盈庭，莫衷一是。毛損益法的優點為符合證券交易法保障投資人之目的，缺點為對被告不甚公平，被告有可能須對任何原告交易之損失，負完全賠償責任。幾經思考，本文以為，若被害人在交易後，隨即請求損害賠償，則毛損益法的公平價格，原則上應與淨損差額賠償原則的公平價格相同。惟若受害人請求損害賠償之時點延後，而與先前交易時點之間距拉大，則毛損益法公平價格與淨損差額賠償原則公平價格的相異性，會因而愈發明顯。因此，思維的關鍵在於提出任何能夠融合兩者公平價格相異性的解套方案，即可達成既符合保障投資人之目的，亦不悖公平原則的最佳證券損害估算。以下即本著此假設，嘗試尋繹出我國證券交易法第二十條最佳的損害估算方法。

在效率資本市場機制運作前提下，股票的市價應可反映出公司所有公開可得之資訊，倘無被告詐欺市場的行為，「市價」應等同於「公平價格」。從而，當證券市場遭受被告詐欺行為侵擾時，該「市價」即與「公平價格」偏離，直到該詐欺行為被揭露於市場，「市價」始再與「公平價格」合而為一。因此，本文大膽推論，倘若將毛損益法的「差額」限縮在原告交易時市價與市場未被詐欺時之市價，則計算方法的爭議，似可迎刃而解。蓋所謂市場未被詐欺之市價，即為市場知悉詐欺行為時之市價。據此，則毛損益法即可等同於淨損差額賠償原則，蓋本文以為淨損差額賠償原則的公平價格，即是市場未被詐欺之市價。是故，本文主張，公平價格即是詐欺事實被揭露而市場知悉時之「市價」。申言之，本文主張以「市價」(the market price)取代前述指數比較法或事件研究法之「真實價格」(the true value)。因此，我國證券交易法第二十條損害之計算方式，似宜採以毛損益法為原則。至於其公平價格，應指被告詐欺情事被揭露時之市價或於揭露後合理期間內原告再出售之市價以為決定，該合理期間宜由法院依個案予以認定。

當然，以詐欺事實被揭露時之市價，作為證券交易法第二十條損害賠償之依據，並非無懈可擊。持否定說的學者認為：第一、隱匿的資訊適時

公開與嗣後不預期的公開，兩者對於市場的衝擊，應有所不同。尤其是後者的揭露，其市價應包含更多的市場評價¹¹⁰。第二、證券市場有其無法藉投資組合分散之系統性風險，即股價會受市場因素影響而波動，故原告交易時之系統性風險，應與詐欺事實被揭露時之系統性風險不同，因此，不宜以詐欺事實被揭露時之市價，作為原告交易時之公平價格¹¹¹。否定說的見解言之成理，基本上固屬正確，惟基於以下理由，本文仍主張以詐欺事實被揭露時之市價為損害計算基準，似較符合證券交易法的規範目的。首先，鑑於估算先前原告交易時公平價格之高度困難性與爭議性，與其花費大量的時間、人力與金錢成本去估算一個擬制但不確定的「真實價格」，倒不如以一確係存在的市價作為計算損害賠償的基礎，不但簡單明瞭，爭議性亦較少。其次，或許有人質疑本文見解將對被告不公平，反而促成受害人之不當得利。遇此情形，如何處理，吾人確實面臨利益衡量上之難題，本文的回應是，證券詐欺的損害賠償事件，一方面有「損害的因果關係」之箝制，舉凡與被告詐欺原因行為無涉之損害，被告皆得舉反證予以推翻而無庸賠償，故原告不易從中獲取不當利益；另一方面，關於行為人的主觀構成要件，原則上係以被告具有故意的主觀要素為前提，其非難可責性相當高，故為完全填補受害人之損害，並保障證券市場的完整性，以嚇阻故意詐欺情事之發生，證券詐欺事件之被害人應有特別加以保護之必要。

實則，因受詐欺而為意思表示者，表意人得依民法第九十二條規定，撤銷其意思表示。設若原告與被告所涉之證券交易為特定人與特定人間之交易，如私募有價證券之交易（證券交易法第四十三條之八），原告自得依民法第九十二條第一項前段之規定，撤銷其因被詐欺而為買賣證券之意思表示，其意思表示即視為自始無效（民法第一百十四條第一項），而雙方移轉證券及價金之物權行為，依「共同瑕疵」理論¹¹²，也是因受被告詐

¹¹⁰ See Alexander, *supra* note 23, at 1454. Elkind v. Liggett & Myers, Inc., 635 F.2d 156, 170 (2d Cir. 1980).

¹¹¹ See Cornell & Morgan, *supra* note 16, at 890-91.

¹¹² 參閱王澤鑑，受詐欺或脅迫而為意思表示之效力在實例之分析，收錄於王澤

欺的意思表示發動下所為者，故與原告之債權行為具有同一瑕疵原因，原告自得撤銷其物權行為之意思表示，從而原告即須返還私募之證券予被告，而被告則須依不當得利之規定，返還原告當初所給付之價金。是故，其法律效果為雙方回復至未有侵害事實時之應有狀態。值得探討的是，倘若被告並未交易但對上市（櫃）之股票，發佈不實財務報告，對於該股票之善意取得人或出賣人，可否享有前述之法律效果？

首先，按效率資本市場機制，證券集中交易市場所扮演的角色，彷彿是投資人未受報酬的「代理人」，不斷的將市場各種有關標的證券的所有資訊，以市價的方式反映給投資人，以供其買賣的參考依據。其次，依詐欺市場理論，推定原告係因信賴市場而為交易，今市場（代理人）遭被告詐欺，亦得推定原告（本人）被詐欺，惟施詐欺者，並非證券買賣當事人，而是買賣當事人以外之第三人，依民法第九十二條第一項後段之規定，原告自不得撤銷其買賣之意思表示。但對於該被告，原告仍得依民法第一百八十四條或證券交易法第二十條請求損害賠償，由於本例被告故意詐欺之行徑，與前例被告並無二致，故本例對於詐欺加害人之法律效果亦應等同於前例，即加害人應就被害人之完整利益予以賠償，亦即應回復被害人至未有侵害事實時之應有狀態。此之所以本文建議原告之損害計算方式宜採毛損益法，以其購買價格減去在合理期間內原告再出售該股票之價格，蓋若非被告之詐欺行為，原告是不會為交易的，而原告在合理期間內再出售之行為，基本上得評價為「損益相抵」之概念（民法第二百十六條之一），蓋其部份損害已由市場獲得填補。倘原告在判決前，仍持續持有系爭公司之股票，則損害之計算方式為其購買價格減去詐欺情事被揭發時之價格。蓋原告自知悉被告詐欺情事之時點起，應可自由決定要繼續持有該系爭股票，抑或決意訴請法院請求被告回復原告至交易前之應有狀態，如原告未在合理期間內，儘速訴請被告以一定之金額回復原告未有侵害事實之應有狀態，意謂原告在該特定之時點，已決心繼續投資該系爭股票。據此，先

鑑，「民法學說與判例研究(三)」，頁34，自版，1998年9月。

前投資因被害人之詐欺所受之損害，宜以詐欺情事被揭發時之股價，作為計算之基準。

伍、結 論

綜合以上分析，不論就私權之保障或公益之維護而言，現行證券交易法第二十條並未提供一個簡單明確的損害計算方式，除刑事責任外，只能仰賴民法的相關規定始竟其功。惟須注意的是，證券交易法的規範目的與民事侵權行為之立法目的，截然不同，證券交易法的規範目的為國民經濟之發展與投資大眾之保障，故證券詐欺之損害賠償必須掌握同時完全填補債權人之損害與嚇阻有心人士不軌之意圖，以免打擊投資人對市場之信心，影響證券市場之健全發展，不可不辨。

我國證券交易法第二十條證券詐欺之損害，應係指證券詐欺受害人之「純粹經濟上損失」，至於此純粹經濟上損失應如何計算，原則上，應以原告對於系爭股票之「不當購買價」或「不當出售價」與該股票「公平價格」之「差額」，作為原告可得求償之金錢損害。而填補該差額最好的方法，即是由加害人以一定金額之給付，以填補受害人純粹經濟上之損失，被害人始能獲得完全之賠償，而達到回復應有狀態之目的。茲有疑義者乃公平價格之定義為何？本文主張我國宜採用毛損益法的定義。

毛損益法的公平價格，係指被告詐欺情事被揭露時之市價或於揭露後合理期間內原告再為出賣之市價以為決定。基於以下理由，本文主張以詐欺事實被揭露時之市價為損害計算基準，始能貫徹證券交易法的規範目的：第一、鑑於淨損差額賠償原則估算先前原告交易時公平價格之高度困難性與爭議性，與其花費大量的時間、人力與金錢成本去估算一個擬制但不確定的「真實價格」，倒不如以一確係存在的市價作為計算損害賠償的基礎，不但適用簡單，爭議性亦較低。第二、關於證券詐欺行為人的主觀構成要件，原則上係以被告具有故意的主觀要素為前提，其非難可責性相當高，故證券詐欺事件之被害人有特別加以保護之必要，觀諸證券交易法

第一百五十七條之一第二項後段規定「其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將責任限額提高至三倍」，即可獲得明證。第三、不論被告所為之證券詐欺行為，係屬相對人之詐欺或居於第三人所為之詐欺，對於被害人完整利益的終局維護應無不同，即加害人應給付原告一定之金額，以回復原告至未有侵害事實時之應有狀態。職是之故，以詐欺事實被揭露時之市價為損害計算基準的毛損益法，應值贊同。



參考文獻

一、中文部分

- 王千維（2003），由民法第二百十三條第三項之修正看我國民法物之損害賠償責任理念的變動，政大法學評論第 74 期，頁 1-59。
- 王澤鑑（1998），民法學說與判例研究(三)，台北，自版，初版。
- 史尚寬（1990），債法總論，台北，自版，再版七刷。
- 立法院公報（1987），第 76 卷第 96 期。
- 余雪明（2003），證券交易法，台北，證基會，四版。
- 沈中華、李建然（2000），事件研究法，台北，華泰文化事業股份有限公司，初版。
- 林國全（2000），證券交易法研究，台北，元照出版公司，初版。
- 邱聰智（1998），民法債編通則，台北，自版，修訂三版。
- 孫森焱（2001），民法債編總論，台北，自版。
- 莊永丞（2002），論證券交易法第二十條證券詐欺損害賠償責任之因果關係，中原財經法學第 8 期，頁 147-183。
- 陳春山（2003），證券交易法論，台北，五南圖書出版有限公司，六版。
- 曾宛如（2002），公司管理與資本市場法制專論，台北，學林文化事業有限公司，初版。
- 曾隆興（1993），現代損害賠償法，台北，自版，修訂六版。
- 黃立（2002），民法債編總論，台北，自版，二版。
- 詹森林（2003），民事法理與判決研究(二)，台北，自版，初版。
- 劉連煜（1997），公司法理論與判決研究(一)，台北，自版，再版。
- 劉連煜（2002），新證券交易法實例研習，台北，自版，初版。
- 鄭玉波（1998），民法債編總論，台北，三民書局，十六版。
- 賴英照（1992），證券交易法逐條釋，第一冊，台北，自版，再版 6

刷。

賴源河（2000），證券管理法規，台北，自刊，修訂二版
臺灣臺北地方法院七十四年度訴字第一五五二一號民事判決。
臺灣臺中地方法院九十一年度訴字第二四三號民事判決。
臺灣新竹地方法院九十年度重訴字第一六二號民事判決。

二、外文部分

- Adams, Edward S. and Runkle, David E. (1997), Solving a Profound Flaw in Fraud-on-the-Market Theory: Utilizing a Derivative of Arbitrage Pricing Theory to Measure Rule 10b-5 Damages, 145 U. Pa. L. Rev. 1097.
- Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U.S. 128 (1972).
- Alexander, Janet Cooper (1994), *The Value of Bad News in Securities Class Actions*, 41 UCLA L. REV. 1421.
- Alexander, Janet Cooper (1996), Rethinking Damages in Securities Class Actions, 48 Stan. L. Rev. 1487.
- Allen, William T. (2003), *Securities Markets as Social Product: The Pretty Efficient Capital Market Hypothesis*, 28 J. CORP. L. 551.
- American General Ins. Co. v. Equitable General Corp., 493 F. Supp.721 (E.D. Va. 1980).
- Arrington v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 651 F.2d 615 (9th Cir. 1981).
- Avern Trust v. Clarke, 415 F.2d 1238 (7 th Cir. 1969).
- Ayres, Ian (1991), Back to Basics: Regulation How Corporations Speak to the Market, 77 Va. L. Rev. 945.
- Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).
- Baumel v. Rosen, 412 F.2d 571 (4th Cir. 1969).
- Blackie v. Barrack, 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975), cert. denied, 429 U.S. 816 (1976).

- Bruschi v. Brown, 876 F.2d 1526 (11th Cir. 1989).
- Burgess v. Premier Corp., 727 F.2d 826 (9th Cir. 1984).
- Chasins v. Smith, Barney & Co., 438 F.2d 1167 (2d Cir. 1970).
- Clark v. John Lamula Investor, Inc., 583 F.2d 594 (2d Cir. 1978).
- Cornell, Bradford and Morgan, R. Gregory (1990), Using Finance Theory to Measure in Fraud on the Market Cases, 37 UCLA L. Rev. 883.
- Courtland v. Walston & Co., 340 F. Supp. 1076 (S.D.N.Y. 1972).
- Dickey, Jonathan C. and Mayer, Marcia Kramer (1996), Effect on Rule 10b-5 Damages of the 1995 Private Securities Litigation Reform Act: A Forward-Looking Assessment, 51 Bus. Law. 1203.
- Esplin v. Hirchi, 402 F.2d 94 (10th Cir. 1968).
- Estate Counseling Service v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 303 F.2d 527 (10th Cir. 1962).
- Fama, Eugene (1998), Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance, 49 J. Fin. Econ. 283.
- Feit v. Leasco Data Processing Equip. Corp., 332 F. Supp. 544 (E.D.N.Y. 1971).
- Feldman v. Pioneer Petroleum, Inc., 813 F.2d 296 (10th Cir. 1987), cert. denied, 484 U.S. 954 (1987).
- Garnatz v. Stifel, Nicolaus & Co., 559 F.2d 1357 (8th Cir. 1977), cert. denied, 435 U.S. 951 (1978).
- Garnatz v. Stifel, Nicolaus & Co., Inc., 559 F.2d 1357 (8th Cir. 1977), cert. denied, 435 U.S. 951 (1978).
- Gilson, Ronald J. & Black, Bernard S. (1995), The Law and Finance of Corporate Acquisitions (2nd ed.).
- Gilson, Ronald J. and Kraakman, Reinier H. (1984), The Mechanisms of Market Efficiency, 70 Va. L. Rev. 549.
- Gilson, Ronald J. and Kraakman, Reinier H. (2003), The Mechanism of

Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias, 28 J. Corp. L. 715.

Glick v. Campagna, 613 F.2d 31 (3d Cir. 1980).

Globus v. Law Research Service, Inc., 442 F.2d 1346 (2d Cir. 1971).

Gottlieb v. Sandia American Corp., 304 F. Supp. 980 (E.D. Pa. 1969),
aff'd in part, rev'd in part on other grounds, 452 F.2d 510 (3d Cir.
1971), cert. denied, 404 U.S. 938 (1971).

Herman & MacLean v. Huddleston, 459 U.S. 375 (1983).

Hicks, J. William (2001), Civil Liabilities: Enforcement & Litigation
Under the 1933 Act.

Jennings, Richard W. et al. (1998), Securities Regulation: Cases and
Materials (8th ed.).

Jordan v. Duff and Phelps, Inc., 815 F.2d 429 (7th Cir. 1987).

Jordan v. Duff and Phelps, Inc., 815 F.2d 429 (7th Cir. 1987).

Kardon v. Nat'l Gypsum Co., 69 F. Supp. 512 (E.D. Pa. 1946).

Langevoort, Donald C. (2002), Taming the Animal Spirits of the Stock
Markets, 97 Nw. U. L. Rev. 135.

Pinter v. Dahl, 486 U.S. 622 (1988).

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

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

Reeder v. Mastercraft Elec. Corp., 363 F. Supp. 574 (S.D.N.Y. 1973).

Sarlie v. E. L. Bruce Co., 265 F. Supp. 371 (S.D.N.Y. 1967).

Scudder, Michael Y. (1997), The Implications of Market-Based Damages
Caps in Securities Class Actions, 92 Nw. U. L. Rev. 435.

Shleifer, Andrei (2002), Inefficient Markets: An Introduction to
Behavioral Finance.

Stout, Lynn A. (1995), Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement,
Market Failure, and Securities Regulation, 81 Va. L. Rev. 611.

- Stout, Lynn A. (2003), *The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance*, 28 J. CORP. L. 635.
- Thompson, Robert B. (1996), Simplicity and Certainty in the Measure of Recovery under Rule 10b-5, 51 Bus. Law. 1177.
- Wang, William K.S. (1986), Some Arguments that the Stock Market is Not Efficient, 19 U.C. Davis L. Rev. 341.
- Wool v. Tandem Computers Inc., 818 F.2d 1433 (9th Cir. 1987).

摘 要

當被告違反證券交易法第二十條之事實獲得確認，原告之損害為何？向來困擾我國實務界及學界。若證券詐欺損害計算的方法不一，則證券交易法保障公益的目的即無由實現。蓋損害計算方式的不確定，代表被告損害賠償的金額不確定，從而，原告亦無由得知其可受賠償之範圍，進而影響原告利用法院填補損害之意圖。即使被告違法事實確定，由於損害計算形成過程的不確定，亦難保其所負擔之賠償金額即為社會因其違法所負之成本。如此，則嚴重戕害證券交易法藉由民事責任的明文以阻卻行為人違法亂紀之法規範目的，不論就私權之保障或公益之維護而言，現行法制似未能提供一個有效率的證券詐欺損害賠償方法。本文之立論目的，在於尋求我國關於證券詐欺最適之損害計算方法，藉由成本利益之比較分析，希冀設定一套具實效性的損害計算模式，讓公開發行股票公司任何人得以事先評估因不實財報所須負擔之成本，將遠高於誠實揭露公司資訊所花費之成本，而理性選擇規避被制裁之風險，進而達成保障公益，減少我國公司不實財報的發生比例。

Rethinking the Measure of Damages in Article 20 of Securities and Exchange Law

Yung-Cheng Chuang

Abstract

Except for Article 157-1, it seems that neither the parties nor the judges know how to estimate the actual damages in Article 20 of Securities and Exchange Law. The primary goal of securities regulation is to protect the public interest in the integrity of the securities markets. However, if the methodology of damages in securities litigation brought under Article 20 is uncertain, the goal of securities regulation cannot be achieved. In order to deal with the puzzle, the author proposes the gross income loss method as the optimal measure to calculate damages in Article 20 because it is simple and certain. Part II of this article provides a brief overview of U.S. methodology of calculating damages at trial. Part III explains and evaluates the measure of recovery after the 1995 legislation. Part IV argues that the gross income loss would be the optimal measure to calculate the damages in Article 20. Finally, part V concludes the proposed solution of measuring damages in Article 20.

Keywords: Gross Income Loss, Out-of-Pocket, Market Model, Securities Fraud, Crash Theories, Damages, Event Studies, the Comparable Index

論證券交易法第二十條證券詐欺損害賠償責任之 因果關係

莊永丞[□]

目次

壹、前言

貳、證券交易法詐欺民事責任的因果關係一、
美國侵權行為法因果關係理論二、美
國證券詐欺與因果關係理論

參、交易的因果關係

一、「虛偽隱匿」(Fraudulent Omission)二、
「詐欺市場」(Fraud on the Market)

(一)、Basic, Inc. v. Levinson

(二)、效率資本市場假說(The Efficient Capital
Markets Hypothesis)

肆、損害的因果關係

一、直接因果關係說

二、損害預見說

三、風險實現說

四、些許因果關聯說

五、損害因果關係之光與影

伍、結論

關鍵詞：因果關係、效率資本市場假說、詐欺市場理論、交易的因果關係、損害的因果關係、事實上因果關係、法律上因果關係、損害賠償、毛損益法、淨損益法。

投稿日：九十一年六月三日；接受刊登日：九十一年六月十二日

□美國印第安那大學布魯明頓分校法學博士(S.J.D.)，現任中原大學財經法律學系助理教授。本文承蒙二位匿名審查委員惠賜寶貴意見，謹此感謝。惟一切文責仍應由作者自負。

壹、前言

證券交易法第二十條第一項規定：「有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。」同條第二項規定：「發行人申報或公告之財務報告及其他有關業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。」同條第三項規定：「違反前二項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償之責。」至於委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人，在現行集中交易市場或店頭市場中，因非直接的買賣法律關係當事人，故同條第四項予以擬制規定，視為第三項之取得人或出賣人。為維護公平、公開且有效率的證券市場，並使投資大眾免於誤判投資標的而樂於參與證券交易，證券交易法第二十條特藉由反詐欺之規定，賦予有價證券之善意取得人或出賣人侵權行為之損害賠償請求權，以保障其投資權益。惟依我國一般侵權行為法則，原告必須就被告之加害行為與其投資之損害間有相當因果關係，負舉證之責任¹。

在通常之侵權行為案例，如此舉證責任之分配，對於一般侵權行為之被害人言，尚屬合理；舉證特定人之損害與特定人之加害行為有因果關係，並無太大困難。但對於在證券市場遭逢證券詐欺事件之受害人，若亦須負相同之舉證責任，始得請求損害賠償，是否符合我國證券交易

¹ 參閱劉連煜，〈證券詐欺與因果關係〉，月旦法學雜誌，第 78 期，頁22-23 (2001)。參閱曾宛如，〈證券交易法原理〉，頁 184，台北，自版，初版 (2000)。參閱劉連煜，〈證券交易法一般反詐欺條款之因果關係〉，收錄於劉連煜，〈公司法理論與判決研究(一)〉，頁 207，自版，再版 (1997)。

法為發展國民經濟，並保障投資之立法目的，則不無疑問。蓋我國證券交易市場，一般而言，每日成交金額高達數百億新臺幣，每日成交筆數亦可達數十萬筆，而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，換言之，對於證券交易之買賣雙方，在未曾謀面或直接交涉之條件下，要求原告就被告之加害行為與原告之損害間有相當因果關係負舉證責任，實屬不易。畢竟，原告之所以決定買或賣系爭有價證券，影響的因素，不勝枚舉。再加上系爭有價證券價格的波動，亦非被告之單一行為所能左右。若仍堅持適用一般侵權行為之因果關係理論於證券市場之侵權民事責任，則證券交易法有關被告應負損害賠償責任之規定，將因原告舉證之困難，形同具文。故從證券交易法保障投資人之理念，緩和原告之舉證責任，實屬刻不容緩之課題。

本文之目的在尋求減輕原告證券交易法第二十條舉證責任之任何可能的解套方案，以冀證券交易法第二十條之立法目的得以實現。首先，本文試圖藉由美國侵權行為法關於詐欺行為因果關係二階理論的介紹，導引出美國證券詐欺因果關係二階理論的演進歷程。其次，則深入探討二階理論中的「交易因果關係」理論，並評析美國判例所發展之「詐欺市場理論」(The Fraud on the Market Theory)的功過得失。接下來的第四節，則針對「損害因果關係」的認定標準，加以說明，並藉此釐清損害因果關係適用時的若干盲點。文末，則以本文所導出推定因果關係的論證，建議我國證券交易法第二十條將來修法的方向。

貳、證券交易法詐欺民事責任的因果關係

由於我國證券交易法第二十條係參考美國一九三四年證券交易法第十條第二項及其證券管理委員會依前條法律授權所制定的行政命令 Rule

10b - 5 所制定²，故美國法體系有關證券詐欺民事責任因果關係的分析及操作模式，應可供我國參考借鏡。

原則上，原告主張被告負 Rule 10b - 5 的損害賠償責任時，至少應符合下列六要件：(1)原告買或賣系爭有價證券³；(2)被告詐欺或隱匿之事項

² 參閱余雪明，《證券交易法》，頁 526，台北，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會(2000)。參閱賴英照，《證券交易法逐條釋義-第一冊》，頁 349，台北，自版，再版(1996)。美國一九三四年證券交易法第十條第二項原文規定如下：

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange...

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors. 15 U.S.C. §78j(b)(1994).

美國 Rule 10b-5 原文規定如下：

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of circumstances under which they were made, not misleading, or

To engage in any act, practice or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security. 17 C.F.R. §240. 10b-5 (1998).

為重大影響投資人判斷之消息⁴；(3)被告意圖詐欺或隱匿⁵；(4)原告合理信賴被告之不法行為而為買賣⁶；(5)原告之損害與被告之加害行為有因果關係⁷；(6)原告有損害⁸。這六個要件，基本上是以美國傳統侵權行為法(Torts)的詐欺責任(Misrepresentation and Nondisclosure)為基礎所發展而成的⁹。因此，對於美國傳統侵權行為法如何認定因果關係，則有認識之必要。

一、美國侵權行為法因果關係理論

美國侵權行為法因果關係判斷理論可分為二階段，分別為事實上因果關係(Cause-in-fact)與法律上因果關係(Cause-in-law)¹⁰。事實上因果關係亦可稱為「若無，則非」的因果關係(But For Causation)，換言之，有無事實上之因果關係，係以「若無，則非」法則(But For Test)為測試標準，

³ See, e.g., *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975).

⁴ See, e.g., *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* 426 U.S. 438 (1976); *SEC v. Texas Gulf Sulphur*, 401 F.2d 833, 851 (2d Cir. 1968) (*en banc*), *cert. denied sub nom.*

⁵ *Aaron v. SEC*, 446 U.S. 680, 691 (1980); *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 193(1976).

⁶ See, e.g. *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

⁷ *Binder v. Gillespie*, 184 F.3d 1059, 1065 (1999).

⁸ *Camner v. Bloom*, 711 F.Supp. 1264, 1276 (D.N.J. 1989).

⁹ See *Manor Drug Stores*, 421 U.S. at 744.

¹⁰ See Richard W. Wright, *Causation in Tort Law*, 73 CALIF. L. REV. 1735, 1741-42 (1985). W. PAGE KEETON ET AL., PROSSER AND KEETON ON THE LAW OF TORTS § 41, at 263-65 (5th ed. 1984). [hereinafter KEETON ET AL., PROSSER & KEETON]. See also KEETON ET AL., PROSSER & KEETON, § 42, at 272-74. 參閱潘維大，〈美國侵權行為法對因果關係之認定〉，東吳法律學報，第七卷第二期，頁 1-12 (1992)。

適用在具體案例的表現，即為若無被告的不法行為，原告不會遭受損害，則被告的不法行為與原告之損害有事實上之因果關係。反之，若無被告的不法行為，原告仍會遭受損害之結果，則行為與結果間即無事實上之因果關係¹¹。遇有二個或二個以上之原因行為時，美國法院則發展「實質重大因素」法則(The Material Element or Substantial Factor Test)，以補充「若無，則非」(But for)法則適用的困難¹²。因此，事實上因果關係，純屬客觀事實認定的問題，與法律適用無涉。

關於美國傳統詐欺侵權行為的成立要件，原告尚須舉證證明其因「合理信賴」被告虛偽之陳述而與之為或不為交易行為¹³。若無此要件之限制，則可能造成被告之不實陳述，須對全世界任何人負責的不合理結果。基本上，該「合理信賴」的要件，亦屬事實上因果關係之一環¹⁴，亦可以「若無，則非」(But for)法則作為判斷標準，申言之，除非原告能證明原告之作為或不作為，係因合理信賴被告之不實陳述所造成，被告毋庸對其不實陳述負任何責任。

值得注意的是，當交易相對人「隱匿」而不為任何陳述時，前述合理信賴之分析，則面臨無法援用的難題，畢竟，對於原告如何能合理信賴交易相對人之「隱匿」而採取進一步之作為或不作為，殊難想像。因此，原則上，只要交易之一方無積極的誤導他方，無論公平與否，其隱匿或沈默之行為，英美侵權行為法並不加以干涉¹⁵。但是，遇有下列情

¹¹ See KEETON ET AL., PROSSER & KEETON, §41, at 265-66.

¹² See *id.*, §41, at 267-68.

¹³ See *id.*, §105, at 725-29. §108, at 749-53.

¹⁴ See *id.*, §109, at 749-52.

¹⁵ See *id.*, §106, at 737-38.

形，美國法院則例外的要求被告有積極揭露任何構成標的物相關重要事項的義務¹⁶：(1)當被告對於原告負有忠實信認義務；(2)被告僅陳述部份事實而有誤導原告之虞；(3)二造之關係或交易習慣，不允許被告濫用其獨占接近標的物重要基本事項的地位。

法律上因果關係的建立則涉及立法目的及法政策的問題¹⁷。當事實上因果關係成立後，法院則需以法政策的角度，對於既成事實的行為與結果，再給予法律上的評價，審查被告對於損害的發生有無預見的可能，即被告有無法律上的義務去避免原告損害的發生¹⁸。申言之，在此一階段，法院所關心的是究竟有無其他可中斷被告法律上因果關係的行為，若確定並無其他可中斷因果關係介入行為的存在，則被告的行為始可終局的肯認係造成原告損害的最接近或最主要原因(Proximate Cause)，而對原告的損害負賠償責任。

二、美國證券詐欺與因果關係理論

由於證券詐欺損害賠償請求權的理論基礎係源自於英美習慣法的詐欺侵權行為，因此，傳統英美習慣法的詐欺侵權行為因果關係理論於證券詐欺案例，亦扮演基礎理論的角色。然而，傳統英美習慣法的詐欺侵權行為案例，法院多僅檢證原告之信賴要件為已足，而法律上的因果關係，則未要求原告加以證明¹⁹；法院僅在認定傳統英美習慣法有關侵權行為的過失(Negligence)責任時，始明顯要求原告須就法律上的因果關係予

¹⁶ See *id.*, §106, at 738-39.

¹⁷ See *id.*, §42, at 272-73.

¹⁸ See *id.*, §42, at 274-78.

¹⁹ See, e.g., *Athey Prods. Copr. v. Harris Bank Roselle*, 89 F. 3d 430, 434 (7th Cir. 1996).

以證明²⁰。因此，若屬「故意」的詐欺侵權行為類型，法律上的因果關係，則無再論述之必要。值得注意的是，證券詐欺的行為態樣，應屬故意的侵權行為類型²¹，但美國法院在證券詐欺因果關係理論的操作上，卻以傳統英美習慣法有關過失(Negligence)責任的因果關係分析為依歸，是否妥適，頗值玩味。本文以為此乃造成今日美國法院對於證券詐欺有關損害的因果關係認定不一的最主要原因。

原則上，就事實上的因果關係，原告應舉證之事項，不論是證券詐欺抑或傳統詐欺，兩者應無不同。首先，法院關心的是原告是否因被告的不實陳述或隱匿，而於證券市場為交易行為；換言之，原告是否已舉證證明當其買賣有價證券之時點，已合理信賴被告重大不實之陳述或一個有效率的證券交易市場²²。如果答案是肯定的，則「交易的因果關係」(Transaction Causation)成立。本質上，交易的因果關係即為前述事實上的因果關係，因此，其判斷標準仍是沿用「若無，則非」(But for)法則，屬於事實認定的範疇。

為了符合 Rule 10b - 5 請求損害賠償的成立要件，原告除了須證明交易的因果關係，尚須證明「損害的因果關係」²³。此乃證券詐欺與傳統詐

²⁰ See, e.g., *Krauss v. Greenbarg*, 137 F.2d 569, 572 (3d Cir. 1943).

²¹ 參閱賴源河，《證券管理法規》，頁 411-12，台北，自版，增訂二版(2000)。

²² See *Bastian v. Petren Resources Corp.*, 892 F.2d 928, 931 (7th Cir.1990); *In LHL Corp. v. Cluett, Peabody & Co., Inc.*, 842 F.2d 928, 931 (7th Cir. 1988), *cert. denied*, 488 U.S. 926 (1988); *Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp.*, 507 F.2d 374, 380-82 (2d Cir. 1974), *cert. denied*, 421 U.S. 976 (1975).

²³ See *Huddleston v. Herman & MacLean*, 640 F.2d 534 (5th Cir. 1981), *affd. on other grounds*, 459 U.S. 683 (1983).

欺，原告應舉證之事項，兩者最大的差異所在。簡言之，若被告所言屬實(包括不隱匿)，則原告之投資行為就不會遭受損失；因此，原告須證明被告之不實陳述或隱匿，係造成其經濟上損失的最主要原因(Proximate Cause)。法院在評價原告損失的因果關係時，必須公平客觀的仔細審酌有無其他可以阻卻被告責任的事由。申言之，若原告投資之損失，主要是由系統性風險所造成，縱使有交易的因果關係，被告亦不負 Rule 10b-5 的賠償責任²⁴。雖然 1995 年，美國國會制定「1995 年私人證券訴訟改革法案」(the Private Securities Litigation Reform Act of 1995)第 101 條 b 項²⁵，將原告須就損害因果關係負舉證責任之條文，增修於「1934 年證券交易法」第 21 條(Section 21D(b)(4))²⁶中。但是，對於損害因果關係建立與否之認定標準，美國國會並未制定相關規範，因此，因果關係之認定標準，仍專屬司法權裁量之範圍。由於美國聯邦最高法院對該認定標準，至今尚未表示意見，於是，形成下級法院之見解，聚訟盈庭，莫衷一是之現象。其中，最大的爭議在於原告舉證責任的程度範圍不一；部份法院採取傳統侵權行為「法律上因果關係」的嚴格認定標準²⁷，亦有部份法

²⁴ See *Bastian v. Petren Research Co.*, 892 F.2d 680, 685 (7th Cir. 1990).

²⁵ 15 U.S.C. §78u-4 (Supp. 1997).

²⁶ 15 U.S.C. § 78u-4(b)(4) (Supp. 1997). 「1934 年證券交易法」第 21 條(Section 21D(b)(4))規定如下：

(4) Loss Causation – In any private action arising under this title, the plaintiff shall have the burden of proving that the act or omission of the defendant alleged to violate this title caused the loss for which the plaintiff seeks to recover damages.

²⁷ See, e.g., *Robbins v. Koger Properties, Inc.*, 116 F.3d 1441, 1447(11th Cir. 1997); *Marbury Management, Inc. v. Kohn*, 629 F.2d 705, 708 (2^d Cir. 1980).

院採取較寬鬆的標準，原告只要證明不法行為與其損害間有些許程度的關聯性 (some causal nexus) 即可²⁸。以下分別就證券詐欺「交易的因果關係」與「損害的因果關係」予以評析。

參、交易的因果關係

對於提起一般詐欺訴訟的原告而言，首先遭遇的課題，便是如何證明由自己決意發動的買賣行為，是受到被告的詐欺行為所影響。當原告未能有效證明「若非」被告的詐欺行為，則原告不可能為系爭的交易行為之條件關係時，則交易的因果關係，無由成立。因此，原告必須就其正當「信賴」(Reliance)被告不法行為而為交易意思表示的原因結果關係，負舉證責任，如此，法院始能理解為何原告會因被告之不實陳述而受害²⁹。原則上，每一個人應對自己的行為所造成的任何結果負責；但是，當自己的行為結果係因自己意思表示不自由所致，如被詐欺或被脅迫，當表意人竭盡所能證明其造成損害的表意行為，乃因信賴意思表示相對人之不實陳述所致，申言之，表意人係遭受意思表示相對人的不法行為所「造意」。此種情形，若仍要求表意人須對自己的行為負責，顯失公平。因此，法律例外的賦予表意人損害賠償請求權救濟，應有其正當性與合理性。

一般詐欺交易的行為，在單純表意人與意思表示相對人的法律關係中，表意人「信賴」要件的要求，並不為過。有問題的是，將該「信賴」要件原封不動的適用到現今的證券交易市場，是否妥適，不無疑

²⁸ See, e.g., Abbey v. Control Data Corp., 933 F.2d 616 (8th Cir.), cert. denied, 502 U.S. 967 (1991).

²⁹ See ROBERT CHARLES CLARK, CORPORATE LAW 329 (1986).

問。蓋證券交易市場的交易相對人概念，實質上，係指同一交易時間在交易市場與表意人從事相反買賣的不特定投資大眾，因此，若仍堅持表意人須「信賴」特定交易相對人之不實陳述，始該當證券詐欺的法律構成要件，實有其適用的困難。其次，在一個有效率的證券市場，被告雖未為交易之行為，但其不實之陳述，往往會迅速反映在有價證券之市價上，造成投資人錯誤之判斷而為買或賣之交易行為，甚至，對於在正確消息公開前，未能信賴被告不實陳述而進場買賣之投資人，亦有造成其損害之虞。有鑑於此，美國聯邦最高法院，對於「虛偽隱匿」(Fraudulent Omission)與「詐欺市場」(Fraud on the Market)的情形，放寬證券詐欺損害賠償有關「信賴」之構成要件³⁰，原告毋須再就「信賴」之有無，負積極舉證之責任；而由法官造法，改採「信賴」要件「推定」之見解³¹。但是，對於非屬前述「虛偽隱匿」與「詐欺市場」者，證券交易相對人可得特定的情形，原告仍須就「信賴」要件負積極舉證之責任。以下分別就「虛偽隱匿」(Fraudulent Omission)與「詐欺市場」(Fraud on the Market)二者不同的案例加以論述。

一、「虛偽隱匿」(Fraudulent Omission)

在 *Affiliated Ute Citizens v. United States* 乙案³²，美國聯邦最高法院認定本案(1) 原告與被告之交易行為係特定人間之交易行為(face-to-face transactions)；(2) 被告虛偽隱匿重大不實之事項；(3) 被告對原告負有信認

³⁰ See *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 243 (1988); *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128, 152-54 (1972);

³¹ See *id.*

³² See *Affiliated Ute Citizens of Utah*, 406 U.S. at 150-54.

義務 (fiduciary duty)；因此，被告虛偽隱匿重大不實之事項致原告仍與之為證券交易行為，原告主觀信賴之要件是容許被推定成立的³³。

虛偽隱匿與不實陳述最大的差異，在於被告負有義務揭露會影響投資人決定的資訊時，卻保持沉默，陷原告於資訊不明的情況下為證券交易的決定。從而，與被告不實之陳述相比，若仍要求原告就其信賴被告之沉默而造意為交易行為，負舉證責任，論理上，誠難想像。在被告不實之陳述之情形，我們可以用二個實際的問題檢驗系爭原告信賴要件之建立與否³⁴；首先，原告是否信任被告所為之具體陳述？其次，該信任是否促使原告為交易行為？由於有被告之具體陳述，適用上並不困難。但是，此檢驗標準顯然無法在被告虛偽隱匿之情形適用。因此，欲突破此一困境，我們似可利用逆向思考的方法，利用一個純假設的問題，以探索原告的主觀心智。這個問題就是：「如果原告知悉被告虛偽隱匿之重大資訊，原告是否會有不同的決定而為不同的行為？」³⁵該假設性的問題的確提供了一個不錯的連結平台，讓被告虛偽隱匿的原因行為，與原告決定為交易的結果行為建立起事實上的因果關係，但是，本文以為，該解決模式對於「信賴」要件的迷思，並無任何助益，反而將事實上的因果關係與「信賴」要件，兩者混為一談。故針對被告虛偽隱匿之情形，根本解決之道，似可將「信賴」要件採取「推定」的方式予以解套，從而，擴張 *Affiliated Ute Citizens* 判例的可適用範圍，尤其是解除特定人間的交易所限制，似有必要，否則將會導致許多證券詐欺的受害人，因無法舉證證明信賴被告之虛偽隱匿而無法請求損害賠償。參照美國多數法院的

³³ See *id.* at 154.

³⁴ See RICHARD W. JENNINGS ET AL., *SECURITIES REGULATION* 1162 (1998).

³⁵ *Id.* at 1163.

見解，亦採取推定信賴要件的態度，以因應現今不重視交易相對人特性的證券交易型態³⁶。

此外，本文以為對於被告不實之陳述，若我們將其定義為一種對於事實真相之「隱匿」，則上述信賴要件推定的理論，邏輯上，應可直接適用到這種對於事實真相「隱匿」之情形(即被告不實之陳述)。若此定義可行，關於證券詐欺的案件，特別在適用信賴要件推定理論的同時，有無必要再區分被告之「不實陳述」與「隱匿」，似乎就變得不是那麼重要了。

二、「詐欺市場」(Fraud on the Market)

另一個讓法院例外允許信賴要件推定的理論基礎是「詐欺市場理論」(the fraud on the market theory)。詐欺市場理論的核心議題在於一個有效率的證券交易市場，有價證券的價格會對詐欺行為有所反映。一般而言，投資人因信賴公平、公開及誠實的證券交易市場，從不懷疑有價證券適正價格的形成過程會遭受不法行為影響，進而願意進場為買或賣之交易行為。今被告對於重大影響證券價格之事項為不實之陳述或隱匿，使得股價為反映該重大不實之陳述或虛偽隱匿，立即於證券交易市場呈現出不適正的價格，造成許多因信賴價格為適正而無辜交易的投資人經濟上的損失，至於原告是否曾信賴被告之不實陳述，則在所不問。因此，對於因信賴公平、公開及誠實的證券交易市場的無辜投資人而言，

³⁶ See e.g., *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 495 F.2d 228, 236 (2d Cir. 1974); *Rochez Bros. v. Rhoades*, 491 F.2d 402 (3d Cir. 1973); *Jenkins v. Fidelity Bank*, 365 F. Supp. 1391, 1398 (E.D. Pa. 1973).

應無必要再苛求其主觀上信賴被告之不實陳述負舉證責任，從而，藉由被告對證券市場之詐欺，導出客觀上原告信賴要件之推定³⁷。

美國聯邦第九區巡迴上訴法院在一九七五年 *Blackie v. Barrack*³⁸ 一案，首先承認詐欺市場理論，以及建立信賴市場要件可得推定的機制。信賴要件，是證明被告不法行為與原告損害間存有因果關係的重要構成要素。法院判決認為在不重視相對人身份的證券公開交易市場(the impersonal stock exchange)，即使原告未能就其直接信賴負舉證責任，惟原告若能立證被告不實之陳述屬重大事項，則法院可以接受以推定原告信賴的方式，認定原告證券之購買行為與被告不實之陳述有因果關係³⁹。至於如何從不實陳述之重大性，導出推定因果關係存在的結論，理由在於不實陳述若屬重大，則證券價格會反映該重大不實之陳述，形成一有瑕疵之證券價格，造成為數眾多因信賴證券市場而買賣該證券之無辜投資者受害。因此，對於這群無辜投資者而言，賦予信賴要件推定的利益，完全符合證券交易法的規範目的⁴⁰。

其次，美國聯邦第二區巡迴上訴法院在 *Panzirer v. Wolf*⁴¹ 案，則擴張詐欺市場理論的適用標準。本案原告主張被告的年終財務報告有重大隱匿不實之事項，造成其股價有灌水之現象，雖然原告並未閱讀該年終財務報告，但原告係信賴「華爾街日報」專欄對該年終財務報告所作的樂

³⁷ See Nicholas L. Georgakopoulos, *Frauds, Markets, and Fraud-on-the-Market: The Tortured Transition of Justifiable Reliance from Deceit to Securities Fraud*, 49 U. MIAMI L. REV. 671, 713 (1995).

³⁸ *Blackie v. Barrack*, 524 F.2d 904 (9th Cir. 1975), *cert. denied*, 429 U.S. 816 (1976).

³⁹ See *id.* at 906.

⁴⁰ See *id.* at 907.

⁴¹ *Panzirer v. Wolf*, 663 F.2d 365 (2d Cir. 1981).

觀評估，始決定購買該公司的股票。法院肯認原告信賴第三人對被告所作的評估報告，可用來推定原告信賴要件的成立；蓋第三人的評估報告，係因信賴被告的年終財務報告所致，倘被告據實陳述，則第三人的評估報告就不可能是樂觀的，據此，原告即不可能進場為交易行為⁴²。職是之故，美國聯邦第二區巡迴上訴法院同意原告以「間接信賴」被告隱匿之方式，成就其直接信賴要件之要求。

值得注意的是，美國聯邦巡迴上訴法院在適用詐欺市場理論，對於被告可否舉反證推翻原告信賴之推定，意見並不一致；美國聯邦第九區巡迴上訴法院在 *Blackie* 案認為，被告若能舉證證明下列任一事項，即可推翻原告信賴之推定：(1)被告之陳述或隱匿非屬重大影響股價之事項；(2)證券交易市場並未對被告之陳述或隱匿有任何反映；(3)原告明知被告之陳述為重大不實，而仍為進場交易；(4)無論有無被告重大不實之陳述或隱匿，原告都會進場交易⁴³。相反的，美國聯邦第二區巡迴上訴法院在 *Panzirer* 案卻未在判決，提及任何有關被告可以推翻原告信賴推定之說明⁴⁴。因此，美國聯邦最高法院為解決此一爭端，遂受理 *Basic, Inc. v. Levinson*⁴⁵案，以闡明如何適用詐欺市場理論。

(一)、*Basic, Inc. v. Levinson*

Basic 鋼鐵公司為紐約證券交易所之上市公司，早在一九六〇 年中期，即成為 *Combustion* 機械公司所欲購併之目標公司。一九七六年九月 *Basic* 鋼鐵公司之代表即與 *Combustion* 機械公司祕密協商將來合併之事

⁴² See *id.* at 367.

⁴³ See *Blackie*, 524 F.2d, at 907.

⁴⁴ See Janine S. Hiller & Stephen P. Ferris, *Use of Economic Analysis in Fraud on the Market Cases*, 38 CLEV.ST.L.REV. 535, 540 (1990).

⁴⁵ *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

宜，在一九七七年與一九七八年間，Basic 鋼鐵公司曾三次公開否認任何與 Combustion 機械公司協商將來合併之消息；然而，在一九七八年十二月十九日，Basic 鋼鐵公司的董事會卻公開宣佈接受 Combustion 機械公司的公開收購股權要約⁴⁶。因此，許多在一九七七年與一九七八年十二月十八日間賣出 Basic 鋼鐵公司股票的原股東，遂對 Basic 鋼鐵公司及其董事，以違反一九三四年證券交易法第十條(b)項與 Rule 10b-5 為由，提起集團訴訟⁴⁷。原告主張其損害係肇因於被告之三次公開否認與 Combustion 機械公司協商合併之消息，造成原告僅能以較差之價格賣出 Basic 鋼鐵公司的股票⁴⁸。第一審法院以被告在協商期間因尚無具體之合併契約，故隱匿有關協商合併之消息，非屬重大之事項，判決原告敗訴⁴⁹；原告遂繼續上訴至美國聯邦第六區巡迴上訴法院，上訴法院不但為認可原告之集團訴訟，採用詐欺市場理論，並廢棄下級法院之見解，認定被告隱匿有關協商合併之消息，應屬重大影響股價之事項⁵⁰。被上訴人不服，繼續上訴至美國聯邦最高法院。

美國聯邦最高法院認為原告主觀之信賴，係證券詐欺責任不可或缺的成立要件，欠缺原告之信賴行為，則被告之不法行為與原告之損害，因果關係無由建立⁵¹。然而，美國聯邦最高法院同時也主張，論證證券詐欺因果關係的方法，應該不只一種⁵²。因此，美國聯邦最高法院遂採納以

⁴⁶ See *id.* at 229-30.

⁴⁷ See *id.*

⁴⁸ See *id.* at 228.

⁴⁹ See *id.* at 229.

⁵⁰ See *id.* at 229-30.

⁵¹ See *id.* at 243.

⁵² See *id.*

效率資本市場假說 (the efficient capital markets hypothesis) 為基礎的詐欺市場理論，作為論證證券詐欺因果關係的方法⁵³。美國聯邦最高法院認為現今證券交易市場的交易型態，已非傳統詐欺事件預設特定人間對話之交易模式 (face-to-face transaction) 所能掌握，蓋進行買賣證券的雙方當事人而言，所重視的是證券的流通性，至於相對人之身份為何，並不重要。因此，在此一不重視交易相對人特性的市場 (impersonal market)，證券詐欺責任有關信賴要件的適用，勢必要正視證券市場之交易與傳統對話意思表示交易的差異性，而有所調整⁵⁴。

在單純以對話為意思表示的買賣法律關係中，標的物的價格，完全取決於投資人根據其擁有的資訊所作的主觀判斷。值得注意的是，當「市場」介入於買賣雙方當事人間，市場就會將有關標的物的所有資訊予以「加工」，形成所謂的「市價」，供投資人判斷。換言之，市場此時所扮演的角色，正如同以對話為主之買賣法律關係，投資人評價標的物過程所扮演的角色。市場既然可以掌握所有可得之資訊，而這些資訊則會經市場以市價的方式反映證券的價值，作為投資人買賣的參考依據，據此，市場彷彿是投資人未受報酬的代理人般，負責向投資人報告各種訂約的機會

⁵⁵。

此外，美國聯邦最高法院認為詐欺市場理論的適用，可以導出原告信賴要件以推定的方式成立。該推定的論證係基於公平性、公共政策、或然率與訴訟經濟的考量⁵⁶。原告信賴要件之推定，完全吻合證券交易法

⁵³ See *id.* at 241-42.

⁵⁴ See *id.* at 243-44.

⁵⁵ See *id.* at 244.

⁵⁶ See *id.* at 245.

促進投資人信賴誠實證券交易市場的立法政策⁵⁷。申言之，本案原告之所以進行被告公司股票之交易行為，完全是基於信賴一個誠實公開的市價，而該市價係由交易市場整理加工所有有關被告公司股票的任何可得之資訊所形成；孰料被告竟為重大不實之陳述，造成市場為反映該情報而向下調整被告公司的市價，逕而造成原告錯誤之投資判斷。畢竟，在一個有效率的證券交易市場，任何可得之資訊皆會迅速反映在股價上⁵⁸；從而，在此一不重視交易相對人特性的證券流通市場，若仍要求原告須就其主觀信賴被告之不實陳述負舉證責任，誠屬不必要，也不切實際⁵⁹。

在賦予推定原告信賴要件的同时，美國聯邦最高法院認為被告只要能舉證證明，系爭證券價格的變動非肇因於被告之不實陳述；抑或原告即使知悉被告之不實陳述，仍不影響其進場交易之初衷，則原告信賴要件的推定，被告得以推翻⁶⁰。職是之故，法院認為原告證券詐欺損害賠償訴訟勝訴的關鍵在於：(1)被告為不實之陳述；(2)該不實之陳述屬重大影響股東權益之事項；(3)系爭證券在一有效率的證券市場掛牌交易；(4)原告交易時點介於被告不實之陳述與正確消息公開之前⁶¹。至於本案被告要如何舉反證成功，美國聯邦最高法院亦提出二個例子以供參考；第一、被告若能證明市場的投資業界人士，已知悉被告正在進行合併之磋商談

⁵⁷ See *id.* at 246.

⁵⁸ See generally, Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, *The Mechanism of Market Efficiency*, 70 VA. L. REV. 549, 568 (1984).

⁵⁹ See *Basic*, 485 U.S. at 246.

⁶⁰ See *id.* at 248-49.

⁶¹ *Id.* at n.27.

判；第二、證明原告根本就不相信被告之不實陳述，原告進場交易係基於其他根本無涉被告之原因⁶²。

本案的不同意見書，係由美國聯邦最高法院大法官 White 所主筆，O'Connor 大法官亦與 White 大法官持相同之見解。該不同意見書之意旨在於批判詐欺市場理論的驗證困難性；既然是理論，在未經證明為真前，實不宜貿然採用，尤其在法院受限於專業、人力、及物力不足的條件下，有無能力測試該理論是否為真，誠有疑問⁶³。因此，對於因詐欺市場理論而發展的原告主觀信賴要件推定說，實已顛覆了詐欺事件原告應負舉證責任之規範，嚴格言之，本案之多數見解誠已嚴重侵害國會之立法權限，是故，對於原告主觀信賴要件之推定，宜留由國會立法明文規定，較為妥適⁶⁴。不同意見書認為由於現實上，被告舉反證推翻原告信賴要件之推定，若無例外，幾無可能；據此，本案之多數見解，已形同廢除原告立證信賴要件之規範⁶⁵。

其次，不同意見書質疑詐欺市場理論的適用，會造成與證券交易法所倡導的公開揭露原則嚴重的衝突矛盾。蓋詐欺市場理論所強調者，在於投資者係信賴一個有效率的誠實公開市場所形成的市價，而非信賴被告之公開揭露內容，因此，被告之揭露內容為何，對於原告之信賴要件應無影響，從而，公開揭露原則已無存在之意義⁶⁶。最後，不同意見書則指摘准許參加集團訴訟的期間長達十四個月，原告成員相當複雜，其中不乏許多的投機客與套利者，甚至充斥許多認知被告說謊之投資人，詐

⁶² *Id.* at 249.

⁶³ *See id.* at 254.

⁶⁴ *See id.*

⁶⁵ *See id.* at 258.

⁶⁶ *See id.* at 258-59.

欺市場理論在被告不可能舉反證之情形下，這些人亦可主張因信賴市場而有權向被告求償，如此見解，對於始終未曾參與系爭股票交易的被告而言，是否有欠公平⁶⁷？

綜觀上述二說，均言之成理，甚難論斷孰是孰非，因此，本文認為有必要對於詐欺市場理論所憑藉之效率資本市場假說，作進一步之探討，以幫助我們釐清若干詐欺市場理論的盲點。

(二)、效率資本市場假說 (The Efficient Capital Markets Hypothesis)

欲正確的適用詐欺市場理論，就必須掌握效率資本市場假說的真髓。到目前為止，由於無人能正確的預測有價證券價格未來的走向，因此，為對抗此一不確定性，以一個有效率的資本市場假說，說明有價證券的價值，可能是最佳的折衷方法⁶⁸。因此，所謂有效率的資本市場，應具備讓投資人僅從該市場有價證券之市價，即可預估該有價證券未來現金流量的功能，蓋其市價已充分反映該有價證券所有公開之資訊⁶⁹。據此，該有價證券之市價即代表市場對其未來現金流量之現有價值所形成的共識，從而，一個有效率的資本市場所加工的市價，係投資人預測該投資標的物未來現金流量現值的最佳方法⁷⁰。是故，效率的資本市場，重點在於強調投資標的物價格與資訊的關係。值得注意的是，一個有效率

⁶⁷ See *id.* at 259-61.

⁶⁸ See Reinier Kraakman, *Taking Discounts Seriously: The Implications of "Discounted" Share Prices as an Acquisition Motive*, 88 COLUM. L. REV. 891, 898-900 (1988).

⁶⁹ See Eugene Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 24 J. FIN. 383, 383 (1970).

⁷⁰ See Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory*, 42 STAN. L. REV. 1059, 1077 (1990).

的資本市場，並不意味所有的市場參與者，對於同一投資標的價格，有相同的意見；一個有效率的資本市場，應是代表所有市場參與者買或賣該標的物所累計的交易「結果」，即使投資人對於影響股價的相關資訊解讀不同，亦無礙效率資本市場的形成⁷¹。

傳統上，效率市場理論得依資訊解析之不同，可分為三種層次之效率市場：弱勢(weak form)效率市場、半強勢(semi-strong form)效率市場及強勢(strong form)效率市場⁷²。弱勢效率市場，有價證券價格只能反映該證券之全部歷史，然而，投資人卻無法利用該證券過去表現之歷史，預測該證券未來可能之走向，因此，投資人在弱勢的效率市場，無獲取非常規利益之可能，蓋此一市場，有價證券之價格，完全遵循醉步理論，根本無法預測⁷³。半強勢的效率市場，有價證券之價格，能迅速反映「所有」公開可得之資訊⁷⁴。至於強勢效率市場，有價證券之價格，不但能反映所有公開可得之資訊，亦能反映所有未公開之資訊⁷⁵。

藉由 *Basic* 案我們可以理解，美國聯邦最高法院所謂的效率市場，應係指半強勢的效率市場，蓋其判決意旨認為在一個發展良好的證券市場，其投資標的的市價，會反映所有公開可得之資訊，被告之不實陳述亦會被市價所反映⁷⁶。若採強勢效率市場的見解，則 *Basic* 的股價應會反映所有公開與非公開的資訊，換言之，本案被告合併協商之消息，亦會被據實的反映在股價上。據此，原告應無受害之可能，蓋股價皆已反映

⁷¹ See JAMES D. COX ET AL., SECURITIES REGULATION 32 (1997).

⁷² See Fama, *supra* note 69, at 388.

⁷³ See *id.* at 389-91.

⁷⁴ See *id.* at 404-09.

⁷⁵ See *id.* at 409-13.

⁷⁶ See *Basic*, 485 U.S. at 246.

所有公開與非公開的資訊。此說顯與現實生活不符，因此，詐欺市場理論無法與強勢效率市場相容⁷⁷。此外，由於弱勢的效率市場主張股價僅能反映過去可得之資訊，並不包括現在所有可得之資訊，從而，原告便不可能信賴該市場之市價而為交易，職是之故，詐欺市場理論亦無法適用於弱勢的效率市場⁷⁸。

詐欺市場理論的基礎既然是以半強勢的效率市場為中心，則其因果關係的焦點，遂集中在被告之不實陳述或隱匿，對投資標的物的市價所造成的衝擊與影響。從而，法院適用詐欺市場理論，集中審理的重心，應著重在客觀的市場樣態，而非投資人個人的主觀信賴要件⁷⁹。凡是被告之不實陳述或隱匿，影響了市場均衡價格的變移，則市場被詐欺的事實即可確定⁸⁰。

此外，半強勢效率資本市場假說的運用，法院必須認知投資人在該資本市場的投資決定模式，與一般傳統商品的投資決定模式，並不相同。投資人是否投資一般傳統商品，其決策過程，繫於自己獨力搜尋該投資標的之所有商情而定⁸¹。但是，在資本市場，投資與否的決策過程，是由所謂的市場模型居主控的地位⁸²。資本市場的機構投資人、證券分析師、證券商，挾其雄厚的財力、人力及專業知識等優勢，始有能力解讀市場所有可得之資訊，以評估有價證券之價值。市場模型即是靠這些證

⁷⁷ See Macey & Miller, *supra* note 70, at 1078.

⁷⁸ See *id.* at 1079.

⁷⁹ See Georgakopoulos, *supra* note 37, at 713.

⁸⁰ See Daniel R. Fischel, *The Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, 38 BUS. LAW. 1, 19 (1982).

⁸¹ See *id.* at 2-3.

⁸² See *id.* at 11.

券專業人士的競買競賣，讓所有可得之重大資訊迅速反映在有價證券之市價上，對於無上述優勢的其他投資人，仍可參考上述專業人士的投資建議，或參考上述專業人士競買競賣所形成的市價，而為投資與否之決定⁸³。因此，一般投資人即使未信賴被告之不實陳述或隱匿而為交易，並不能意味該投資人就不會受到損害；蓋被告之證券詐欺行為，若被證券專業人士，作為評估有價證券價值之依據，則影響層面，會擴及整個證券市場。受害人不但包括證券專業人士，亦包括信賴證券專業人士的投資建議或市價而為交易的一般投資大眾⁸⁴。職是之故，原告是否曾主觀信賴被告之不實陳述或隱匿而為交易，在詐欺市場理論的架構下，就顯得無關緊要了。

然而，亦有不少財務與經濟學者批判，詐欺市場理論並未考慮市場上仍存有不少非理性的投資人與投資行為(*noise trading*)，故上述市場模型犯有以偏蓋全之謬誤⁸⁵。支持上述觀點的理論(*noise theory*)，相信不理性的投資人或行為，事實上，在資本市場扮演舉足輕重的角色，畢竟，欲追求高報酬而願意承受高風險的套利者，所在多有；投資大眾針對某一特定標的，瘋狂追高的行為，亦時有所聞，據此，效率資本市場假說，破綻百出，不攻自破⁸⁶。從而，詐欺市場理論亦進退失據，失所附麗。

⁸³ See CLARK, *supra* note 29, at 330.

⁸⁴ See *id.*

⁸⁵ See generally, Andrei Shleifer & Lawrence Summers, *The Noise Trader Approach to Finance*, 4 J. ECON. PERSP. 19 (1990). See also COX, *supra* note 71, at 40-42.

⁸⁶ See Donald C. Langevoort, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, 140 U. PA. L. REV. 851, 851-72 (1992).

本文以為，上述見解(noise theory)的確提供不少撼動效率資本市場假說的事證，但並非無懈可擊，完美無缺。一般而言，證券市場存有不理性的投資行為與不理性的投資人，是吾人無可否認的事實，然而，此事實不但不會撼動效率資本市場假說的理論，反而更加強效率資本市場假說理論的可信度。不理性的投資行為與投資人，在資本市場的競買競賣行為，會使投資標的之均衡價格，暫且乖離其理性的均衡價格，不理性的均衡價格與理性的均衡價格，價差越大，長期而言，市價回復成理性均衡價格的力道，也就越強。事實上，市場在加工各種情報以形成市價的同時，投資人理性的或非理性的行為，均應會被反映在市價上。再進一步言，被告之不實陳述或隱匿，造成均衡市價的偏離，本質上，投資人因信賴該市價所為之交易行為，在資訊不對稱的情況下，亦可定位為一「非理性」的投資行為。因此，投資人根本無法判斷該市價，究係合理行為造成的，亦或非理性的投資人造成的，是故，為保障投資人信賴效率市場的利益，詐欺市場理論的引用，可免於投資人遭受損害。

綜上所述，我們可以得到一個結論，在效率資本市場的架構下，投資標的市價的形成，係市場整理所有市場參與者之競買競賣行為與所有可得之資訊後，所製成的加工品。值得注意的是，該加工品沒有所謂「正確」與否的問題；換言之，效率市場理論無法導出投資標的「正確」的市價，效率市場理論僅能導出交易時「最佳」的價格。*Basic* 案之不同意見書，似乎在此誤解效率市場理論的論點，錯認效率市場理論可以導出正確的價格；殊不知效率市場理論導出之價格，基於各種理由，極有可能是錯誤的。而詐欺市場理論的目的，主要在防治不法操縱價格的行為，而不在保證證券價格的正確無誤⁸⁷。

⁸⁷ See Georgakopoulos, *supra* note 37, at 716.

此外，資本市場特有倚重證券專業人士而為投資決定模型，亦加強證券交易法公開揭露原則的必要性，否則，證券專業人士無從評估投資標的之價值。是以，詐欺市場理論不但沒有與公開揭露原則相衝突，反而有相輔相成的效果。另外，效率市場假說屢經實證研究證實⁸⁸，因此，為保障投資大眾免於因信賴市價而交易卻遭受損害的結果，詐欺市場理論的存在，應有其必要性。至於，原告有無信賴被告之不實陳述或隱匿，在效率市場的架構下，應無再討論之實益。

詐欺市場理論移植至我國法體系，最大的困擾似乎在於我國的證券市場是否符合半強勢效率資本市場的假說，答案可能見仁見智⁸⁹。惟此乃

⁸⁸ See Fama, *supra* note 69, at 387-88.

⁸⁹ 參閱劉連煜，〈證券交易法一般反詐欺條款之因果關係〉，收錄於劉連煜，《公司法理論與判決研究(一)》，頁 221，自版，再版 (1997)。根據曹美娟，《台灣上市與上櫃股票市場效率性之研究—以兩稅合一新稅制為例》，頁 25，私立中原大學會計學研究所碩士論文(2000)，對於我國效率市場假說之研究彙整如下：1. 符合弱勢市場假說：徐瑞隆，《技術分析之收益性與市場的有效性之研究》，國立成功大學工業管理研究所碩士論文(1989)；景志鏞，《以模糊時間序列分析對弱式效率市場再臆測》，私立東海大學統計學系碩士論文(1997)；黃惠華，《台灣股票集中與店頭市場績效之比較與探討》，國立台灣大學會計學研究所碩士論文(1998)；2. 不符合弱勢市場假說：林永福，《台灣股票市場過度反應與內部關係人效應之實證研究》，私立朝陽大學財務金融研究所碩士論文(1998)；3. 符合半強勢市場假說：劉燕滢，《現金增資宣告對股票價格影響之探討》，私立東海大學企業管理研究所碩士論文(1989)；陳尚群，《從股票本益檢定半強式效率資本市場—以台灣股票市場為例》，國立台灣大學商學研究所碩士論文(1989)；曾秀惠，《台灣股市對盈餘公告的反應之研究》，國立成功大學工業管理研究所碩士論文(1991)；

事實認定的問題，法院仍得依其職權就個案加以判斷，並不影響其作為詐欺市場理論的基礎。況且，我國實務見解就公害事件，已採用「蓋然性」因果關係理論⁹⁰，以避免傳統舉證責任分配之結果，造成不公平之現象。更重要的是，適用詐欺市場理論的目的，僅在「推定」建立原告交易因果關係的信賴要件，與被告是否負損害賠償責任無涉；且被告尚可

王慧雯，《晚報推薦資訊對臺灣股票市場影響之研究》，國立成功大學工業管理研究所碩士論文(1998)；4. 不符合半強勢市場假說：張清福，《台灣股票市場情報效率性的再探討－春節前後資料之運用》，私立淡江大學管理科學研究所碩士論文(1985)；潘志誠，《台灣股票市場效率性之實證研究－股價與財務報表公佈之關係》，私立大同工學院事業經營研究所碩士論文(1987)；林耿步，《台灣證券市場上市公司保留意見審計報告所含資訊內容之研究》，私立輔仁大學管理科學研究所碩士論文(1989)；柯孟聰，《股票股利公告對股價影響之實證研究》，國立交通大學管理科學研究所碩士論文(1990)；丘添富，《台灣證券市場上市公司每季盈餘時間效果及消息效果資訊內容之研究》，私立東海大學企業管理研究所碩士論文(1991)；王全祿，《上市公司內部關係人之申報轉讓持股與市場效率之實證研究》，國立台灣大學商學研究所碩士論文(1991)；陳志健，《強制性增加揭露對股票市場的影響－以第十六號公報「財務預測編製要點」為例之實證研究》，國立中山大學企業管理研究所碩士論文(1992)；5. 符合效率市場假說：邱秀清，《會計變動與市場股價之關聯》，私立中國文化大學企業管理研究所碩士論文(1993)；蔡櫻瑜，《臺灣股票市場對會計變動股價反應之研究》，國立台灣大學會計學研究所碩士論文(1994)；6. 不符合效率市場假說：賴鶴年，《MSCI 將台股納入選樣對國內股市的影響》，國立中山大學企業管理研究所碩士論文(1999)。

⁹⁰ 參閱台北地方法院八三年度國字第一八號判決。

舉反證推翻原告信賴之推定。是故，法院應可將證券詐欺的事件，大膽的類推「公害」事件有關因果關係法理的運用，採納詐欺市場理論。

肆、損害的因果關係

證券詐欺事件，損害因果關係(loss causation)的有無，關係到原告可否順利的主張證券詐欺損害賠償請求權。基本上，證券詐欺之原告須舉證證明被告之隱匿或不實陳述，係造成其損害之最直接的原因。前述*Basic*案，判決重點在於藉由詐欺市場理論，導出原告信賴要件的推定，而信賴要件在證券詐欺因果關係判斷的歷程中，仍屬於事實上因果關係的範疇，至於損害因果關係的判斷，美國聯邦最高法院並未提供任何指導原則，以致美國實務見解，對於原告之損害發生與被告之詐欺行為間，原告須舉證證明至何種程度，至今仍聚訟盈庭，莫衷一是。

美國大多數上訴聯邦巡迴法院主張，原告若欲以投資標的嗣後價值(post-transaction value)的變動，作為投資損害的證據，則原告須就被告的不實陳述或隱匿，與該投資標的嗣後價值的變動有因果關係，負舉證責任。而部份美國上訴聯邦巡迴法院則主張，原告只須證明被告之詐欺原因行為，係造成原告以不公平之價格買賣系爭有價證券之結果，即完成損害因果關係之舉證責任；至於該投資標的嗣後價值的變動，只是作為衡量損害賠償之依據，因此，該投資標的嗣後價值的變動，原告無須將其與被告之詐欺行為間，有因果關係，負舉證責任。舉例言之，假設原告甲於被告 ABC 船運股份有限公司不實陳述後，以 50 元購買 ABC 股票，今 ABC 公司貨輪沈沒，ABC 股價跌至 30 元。依據多數說的見解，原告須就 ABC 之不實陳述與 ABC 股價跌至 30 元，有因果關係，負舉證責任，倘 ABC 股價跌至 30 元，係 ABC 公司貨輪沈沒所致，與 ABC 不實陳述，無因果關係，則原告不得請求損害賠償。但若依少數說的見解，

原告只須證明其交易時 50 元的價格，有可能肇因於 ABC 之不實陳述所灌水，而股價跌至 30 元與被告之詐欺行為，原告不須負任何舉證責任，原告即得請求損害賠償。由此可見，多數說的見解對於原告舉證責任的標準，較少數說為嚴格，對原告而言，顯然較為不利。以下則就美國各區上訴聯邦巡迴法院，關於原告就損害因果關係應如何舉證的各種見解，予以論述。

一、直接因果關係說

美國聯邦第十一區巡迴上訴法院在 *Robbins v. Koger Properties, Inc.* 案⁹¹，認為原告並未就其損害與被告財務報表不實之記載，存有合理的直接與最近因果關係，善盡舉證責任⁹²。雖然原告試圖證明被告之股價，由於其財務報表不實之記載，致原告交易之價格並不公平；然法院認定原告實際之投資損失，係肇因於被告公司公佈縮減其股利發放數額之消息，致被告公司之股價下跌，故被告公司股價下跌之原因，並非其財務報表不實之記載所造成，據此，原告之損害因果關係，無由建立⁹³。因此，美國聯邦第十一區巡迴上訴法院，對於損害因果關係的建立，要求原告須就投資標的嗣後價格的變動與被告的詐欺行為間，存有「直接」的因果關係，負舉證責任。

二、損害預見說

關於損害的因果關係，此說主張原告只須舉證證明其經濟上的損害，係被告詐欺行為可預見的結果，即完成其舉證之責任。*Marbury*

⁹¹ *Robbins v. Koger Properties, Inc.*, 116 F.3d 1441 (11th Cir. 1997)

⁹² *See id.* at 1447.

⁹³ *See id.* at 1448.

Management, Inc. v. Kohn 案⁹⁴，被告向原告(Marbury Management)謊稱其為有執照的證券營業員，原告遂向其購買股票。美國聯邦第二區巡迴上訴法院認定被告不但誘引原告購買系爭股票，當股價下跌，還誘引原告緊抱該股票⁹⁵，致原告遭受經濟上之損失。雖然股價之下跌，與被告之詐欺行為無關，但法院仍認定原告之經濟損失，係被告詐欺行為可預見之結果，因此，損害之因果關係依然成立⁹⁶。相較於直接因果關係說，損害預見說大為降低原告舉證責任之標準。然而，美國聯邦第二區巡迴上訴法院 Meskill 法官卻在本案持反對意見，以不同意見書主張原告應就其損害與被告之詐欺行為有直接因果關係，負舉證責任⁹⁷。Meskill 法官認為損害因果關係的原理，在於原告之損害必須直接由被告之詐欺行為所造成，若原告之損害，係由其他無關被告詐欺行為之因素所造成，則被告之詐欺行為與原告之損害間，應無損害之因果關係⁹⁸。Meskill 法官為支持其論證，強力主張以公共政策(public policy)為由，反對本案採取損害預見說，否則，被告會因損害預見說，處於原告投資報酬之保證人地位

⁹⁹。此不同意見書，揭示直接因果關係說與損害預見說，適用上所衍生的問題，值得重視。基本上，直接因果關係說應包含損害預見之概念，直接因果關係的成立，即可證明被告之行為可預見會造成原告之損害，相反而言，損害預見說則不期待任何直接的因果關係存在。是故，損害預見說對於原告較為有利。

⁹⁴ Marbury Management, Inc. v. Kohn, 629 F.2d 705 (2d Cir. 1980).

⁹⁵ See id. at 707.

⁹⁶ See id. at 708-09.

⁹⁷ See id. at 716-18.

⁹⁸ See id.

⁹⁹ See id. at 718.

三、風險實現說

風險實現說要求原告舉證證明，由於被告之詐欺行為，使得原告交易時之風險未能揭露，終致原告投資之損失，而原告之損失則係肇因於該未揭露風險之實現¹⁰⁰。在 *Bastian v. Petren Resources Corp.*案¹⁰¹，原告主張由於被告故意隱匿公司經營之問題，致原告投資被告有限合夥事業蒙受損失。然而美國聯邦第七區巡迴上訴法院卻認定原告投資之損失，係肇因於一九八一年原油價格大跌所致，原告在投資被告時，即知悉原油價格大跌乃投資石油產業之風險，本案原告除非能證明其損失，係由其他風險實現所致，否則，原告之損害因果關係，無由建立¹⁰²。

風險實現說與直接因果關係說最大的差異在於，前者著重在原告「交易時」所承受被告詐欺行為的風險，原告須舉證證明其損失，係該風險實現所致；後者則側重於原告投資嗣後價格之變動，與被告詐欺行為間，有直接因果關係，負舉證之責任。

四、些許因果關聯說

當原告欲以投資標的嗣後價格的變動，作為衡量其可回復之投資損失時，前述三說的共通點，在於原告皆須就投資標的嗣後價格的變動與被告詐欺行為間，有因果關係，負舉證責任。而「些許因果關聯說」，則允許原告舉證證明被告之詐欺行為與原告交易時點之損失，有些許關聯即可，至於投資標的嗣後價格的變動，原告則無須證明其與被告之詐欺行為有任何因果關係。

¹⁰⁰ See, e.g., *Bastian v. Petren Resources Corp.*, 892 F.2d 680, 684-86 (7th Cir. 1990).

¹⁰¹ 892 F.2d 680 (7th Cir. 1990).

¹⁰² See *id.* at 684-86.

*Abbey v. Control Data Corp.*案¹⁰³，美國聯邦第八區巡迴上訴法院主張，證券詐欺原告不應被要求負嚴格的直接因果關係之舉證責任，原告只須就被告之詐欺行為與其投資損失間，有些許的因果關聯性，負舉證責任即可¹⁰⁴。本案原告主張被告之財務報表記載不實，造成其投資之損失¹⁰⁵；被告主張股價並未因其更正後而有任何變動，申言之，股價之變動係因其揭露無申報義務之租賃契約條款所致¹⁰⁶。因此，被告主張原告並未盡其舉證證明損害因果關係存在之責任。然而，法院認為被告財務報表不實之記載，造成原告以不公平之價格購買被告之股票，原告之損害因果由此建立，從而，原告無須再就系爭股票嗣後價格之下跌，與被告之不實記載，有因果關係負舉證責任¹⁰⁷。

綜上所述，「些許關聯說」是所有原告舉證責任標準中，對原告最為有利的。蓋原告僅須證明被告之詐欺行為，對於原告之交易價格有某種程度之影響，損害之因果關係即可建立。反之，其他原告舉證責任標準，對於原告欲以投資標的嗣後價格之變動作為其投資損失之依據，皆要求原告應就被告之詐欺行為與投資標的嗣後價格之變動間，存有因果關係，負舉證責任。值得注意的是，不同的標準，會產生不同的結果，影響證券詐欺原告之權益甚鉅，現今美國法院見解仍不一致的現象，急待美國聯邦最高法院統一其適用標準，以杜爭議。

¹⁰³ *Abbey v. Control Data Corp.*, 933 F.2d 616 (8th Cir.), *cert. denied*, 502 U.S. 967 (1991).

¹⁰⁴ *See id.* at 619.

¹⁰⁵ *See id.*

¹⁰⁶ *See id.*

¹⁰⁷ *See id.* at 619-20.

惟美國現行證券詐欺損害因果關係的操作模式，是否符合證券交易法防止詐欺與保護投資大眾的立法目的，不無疑問。本文試圖在下文作更深入之探討。

五、損害因果關係之光與影

大多數法院皆以原告交易時點，作為判斷其損害之基準，即以被告不實陳述或隱匿所形成的「市價」，即原告之實際交易價；與若無被告詐欺行為之公平價格相比較，以兩者之價差，作為原告之損害賠償¹⁰⁸。至於原告投資標的嗣後價格的變動，則非所問。申言之，原告僅能以交易時點之價差作為損害賠償之依據。因此，損害因果關係的焦點，集中在被告詐欺行為對於原告交易價格之不當影響。如此衡量損害賠償之方式，即是所謂的「淨損益法」(net income loss)或「差額賠償準則」(out-of-pocket rule)¹⁰⁹。「淨損益法」的特色，在於僅以原告交易時點之價差作為損害賠償之依據，對於原告投資標的交易後的損失，則不得請求損害賠償。

「淨損益法」或「差額賠償準則」，完全合乎損害因果關係積極要件的精神，即被告的詐欺行為與原告的損害，要有直接的關係。另一與「淨損益法」相對的損害賠償計算方法，則是「毛損益法」(gross income loss)，其特徵在於擴大原告損害賠償之範圍，以原告交易之價額與嗣後

¹⁰⁸ See *Huddleston v. Herman & Maclean*, 640 F.2d 534, 556 (5th Cir. Unit A Mar. 1981), *cert. denied*, 456 U.S. 914 (1982), *aff'd in part and rev'd in part on other grounds*, 459 U.S. 375 (1983).

¹⁰⁹ See Andrew L. Merritt, *A Consistent Model of Loss Causation in Securities Fraud Litigation: Suiting the Remedy to the Wrong*, 66 TEX. L. REV. 469, 476 (1988).

被告詐欺事件被揭露時交易價格之差價為損害賠償之主要依據¹¹⁰。「毛損益法」，對於損害因果關係的要件，採取較消極的態度，換言之，對於原告交易時點後所發生之投資損失，縱然與被告之詐欺行為無直接關係，被告仍須對該後發的損失(subsequent loss or resulting loss)負責，蓋被告於不實陳述或隱匿行為時，應可預見會造成原告損失的結果，因此，被告應負使原告回復其交易前地位之義務¹¹¹。既然被告須回復原告交易前之地位，據此，原告只須證明有事實上因果關係即可，無須再就損害的因果關係，負舉證責任¹¹²。

美國實務見解通說不支持「毛損益法」的主要理由¹¹³，在於擔憂被告會成為原告投資失敗之保險人¹¹⁴，凡市場上失利者，不管是何種原因造成投資標的嗣後價格的變動，原告皆可不分青紅皂白的請求被告回復其交易時之地位，被告豈不成為原告投資穩賺不賠的保證人，因此，強

¹¹⁰ See *id.* at 477.

¹¹¹ See *id.*

¹¹² See *id.*

¹¹³ See, e.g., *Ute*, 406 U.S. at 155; See also *Jordan v. Duff & Phelps, Inc.*, 815 F.2d 429, 443 (7th Cir. 1987), *cert. denied*, 485 U.S. 901 (1988); *Smoky Greenshaw Cotton Co. v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith*, 785 F.2d 1274, 1278 (5th Cir. 1986); *cert. denied*, 482 U.S. 928 (1987); *Alna Capital Assocs. v. Wanger*, 758 F.2d 562, 566 (11th Cir. 1985); *Hackbart v. Holmes*, 675 F.2d 1114, 1121 (10th Cir. 1982); *Sharp v. Coopers & Lybrand*, 649 F.2d 175, 190 (3d Cir. 1981), *cert. denied*, 455 U.S. 938 (1982); *Holmes v. Bateson*, 583 F.2d 542, 562 (1st Cir. 1978).

¹¹⁴ See *Huddleston*, 640 F.2d at 549; *Marbury Management*, 629 F.2d at 718.

制被告負擔非其詐欺行為所造成之損失，對被告顯不公平¹¹⁵。此一見解雖言之成理，惟本文仍持保留的看法。

從證券交易法的法規目的觀之，詐欺防止與投資保障乃證券交易法的基本立場。今被告不利或有利之資訊，若及時公開揭露於市場，則股價應會立即反映，買或賣由投資人自己決定，自己負責；若被告採取不實陳述或隱匿的策略，造成市場錯誤的預期，形成不公平的價格，終致原告投資之損失。被告對於自己之詐欺行為會造成投資人交易時之損失危險及交易後至消息公開之損失危險，被告行為時應有認識，因此，對於不實陳述或隱匿的被告，要求其負回復原告訂約前地位之責任，並無不妥。

其次，對於原告交易後持有有價證券之期間，若無其他外力介入中斷損害因果關係，有價證券價格變動所造成原告之損失，亦難謂與被告之不實陳述與隱匿行為，完全無直接關聯性。蓋被告詐欺行為之影響層面，在資訊公開前，不僅包括原告交易時之價格，亦包括原告交易後持有期間之價格，因此，對於因信賴被告詐欺行為所形成之「市價」而被「誘引」進場交易之投資人而言，法院不採取「毛損益法」以衡量原告之損害，反而對於前述原告極不公平。

最後，為避免造成被告成為原告投資失敗之保險公司，本文建議採取舉證責任倒置之作法，原則上，即以「推定」的方式建立原告損害之因果關係，而由被告舉反證推翻之¹¹⁶。畢竟，對於被告公司股價嗣後變

¹¹⁵ See *Beissinger v. Rockwood Computer Corp.*, 529 F.Supp. 770, 788 (E.D.Pa 1981).

¹¹⁶ See *Merritt*, *supra* note 109, at 516-17.

動的原因，究與被告之詐欺行為有無直接關聯，被告應知之甚稔，賦予被告舉反證之機會，應屬公平。

伍、結論

我國證券交易法第二十條證券詐欺損害賠償責任之因果關係理論，應可參酌認定美國證券詐欺因果關係有無之二階理論，即交易的因果關係與損害的因果關係。按傳統的舉證責任分配，應由請求損害賠償的當事人負舉證責任，惟在此一不重視交易相對人特性的證券市場，要求證券詐欺事件的原告，就交易的因果關係與損害的因果關係負完全的舉證責任，殆屬不可能，有鑑於此，尋求減輕原告證券交易法第二十條舉證責任之任何可能的解套方案，誠屬必要。舉證責任的倒置，應屬有效救濟被害人的方案，但為避免對被告造成不公平之結果，本文主張採取因果關係「推定」的理論，以平衡證券詐欺事件兩造之利益。

在交易因果關係的判斷階段，本文建議法院應重視效率資本市場假說理論對於釐清資本市場有關投資標的價格與市場資訊兩者間之關係所作的貢獻，進而採納「詐欺市場理論」，以「推定」的方式，建立原告交易因果關係的信賴要件。至於我國的證券市場是否符合半強勢效率資本市場的假說，我國相關之研究似尚無共識，本文以為此乃實證研究舉世皆然之現象，重點應在於法院仍得依其職權就個案加以判斷，絲毫不影響效率資本市場的假說作為詐欺市場理論的基礎。

至於損害因果關係的判斷階段，本文支持以「毛損益法」作為衡量原告可請求的損害賠償範圍。從證券交易法的法規目的觀之，詐欺防止與投資保障乃證券交易法的基本立場。被告對於自己之詐欺行為會造成投資人交易時之損失危險及交易後至消息公開之損失危險，被告行為時應有認識，因此，對於不實陳述或隱匿的被告，要求其負回復原告訂約

前地位之責任，並無不妥。其次，對於原告交易後持有有價證券之期間，若無其他外力介入中斷損害因果關係，有價證券價格變動所造成原告之損失，亦難謂與被告之不實陳述與隱匿行為，完全無直接關聯性。最後，為避免造成被告成為原告投資失敗之保險公司，若原告交易的因果關係建立後，本文建議法院得繼續以「推定」的方式建立原告損害之因果關係，但同時亦賦予被告舉反證推翻之機會，以平衡兩造之利益。

綜上所述，本文大量運用因果關係推定理論，在我國現行證券交易法第二十條的條文，為原告尋求解套方案，是否得當，尚祈各位先進不吝賜教。然而，若我國下次修法，國會能將因果關係推定理論予以明文化，則我國證券法制必更臻完善，應是本文可以確定的。

摘要

本文在尋求減輕原告證券交易法第二十條舉證責任之任何可能的解套方案，以冀證券交易法第二十條之立法目的得以實現。首先，本文試圖藉由美國侵權行為法關於詐欺行為因果關係二階理論的介紹，導引出美國證券詐欺因果關係二階理論的演進歷程。其次，則深入探討二階理論中的「交易因果關係」理論，並評析美國判例所發展之「詐欺市場理論」(The Fraud on the Market Theory)的功過得失。接下來的第四節，則針對「損害因果關係」的認定標準，加以說明，並藉此釐清損害因果關係適用時的若干盲點。文末，則以本文所導出推定因果關係的論證，建議我國證券交易法第二十條將來修去的方向。

莊永丞參考文獻

書籍

劉連煜，〈證券交易法一般反詐欺條款之因果關係〉，收錄於劉連煜，《公司法理論與判決研究(一)》，自版，再版(1997)。

余雪明，《證券交易法》，台北，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會(2000)。

賴英照，《證券交易法逐條釋義-第一冊》，台北，自版，再版(1996)。

賴源河，《證券管理法規》，台北，自版，增訂二版(2000)。

劉連煜，〈證券交易法一般反詐欺條款之因果關係〉，收錄於劉連煜，《公司法理論與判決研究(一)》，自版，再版(1997)。

曹美娟，《台灣上市與上櫃股票市場效率性之研究—以兩稅合一新稅制為例》，私立中原大學會計學研究所碩士論文(2000)。

徐瑞隆，《技術分析之收益性與市場的有效性之研究》，國立成功大學工業管理研究所碩士論文(1989)。

景志鏞，《以模糊時間序列分析對弱式效率市場再臆測》，私立東海大學統計學系碩士論文(1997)。

黃惠華，《台灣股票集中與店頭市場績效之比較與探討》，國立台灣大學會計學研究所碩士論文(1998)。

林永福，《台灣股票市場過度反應與內部關係人效應之實證研究》，私立朝陽大學財務金融研究所碩士論文(1998)。

劉燕滢，《現金增資宣告對股票價格影響之探討》，私立東海大學企業管理研究所碩士論文(1989)。

陳尚群，《從股票本益檢定半強式效率資本市場－以台灣股票市場為例》，國立台灣大學商學研究所碩士論文(1989)。

曾秀惠，《台灣股市對盈餘公告的反應之研究》，國立成功大學工業管理研究所碩士論文(1991)。

王慧雯，《晚報推薦資訊對臺灣股票市場影響之研究》，國立成功大學工業管理研究所碩士論文(1998)。

張清福，《台灣股票市場情報效率性的再探討－春節前後資料之運用》，私立淡江大學管理科學研究所碩士論文(1985)。

潘志誠，《台灣股票市場效率性之實證研究－股價與財務報表公佈之關係》，私立大同工學院事業經營研究所碩士論文(1987)。

林耿步，《台灣證券市場上市公司保留意見審計報告所含資訊內容之研究》，私立輔仁大學管理科學研究所碩士論文(1989)。

柯孟聰，《股票股利公告對股價影響之實證研究》，國立交通大學管理科學研究所碩士論文(1990)。

丘添富，《台灣證券市場上市公司每季盈餘時間效果及消息效果資訊內容之研究》，私立東海大學企業管理研究所碩士論文(1991)。

王全祿，《上市公司內部關係人之申報轉讓持股與市場效率之實證研究》，國立台灣大學商學研究所碩士論文(1991)。

陳志健，《強制性增加揭露對股票市場的影響－以第十六號公報「財務預測編製要點」為例之實證研究》，國立中山大學企業管理研究所碩士論文(1992)。

邱秀清，《會計變動與市場股價之關聯》，私立中國文化大學企業管理研究所碩士論文(1993)。

蔡櫻瑜，《臺灣股票市場對會計變動股價反應之研究》，國立台灣大學會計學研究所碩士論文(1994)。

賴鶴年，《MSCI 將台股納入選樣對國內股市的影響》，國立中山大學企業管理研究所碩士論文(1999)。

宛如，《證券交易法原理》，台北，自版，初版(2000)。

期刊

劉連煜，〈證券詐欺與因果關係〉，月旦法學雜誌，第78期，(2001)。

潘維大，〈美國侵權行為法對因果關係之認定〉，東吳法律學報，第七卷第二期，(1992)。

Generally, Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, "The Mechanism of Market Efficiency," 70 VA. L. REV. 549-568, 1984.

Reinier Kraakman, “Taking Discounts Seriously: The Implications of “Discounted” Share Prices as an Acquisition Motive”, 88 COLUM. L. REV. 891, 898-900, 1988.

Eugene Fama, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, 24 J. FIN. 383-383, 1970.

Onathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Good Finance, “Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory,”* 42 STAN. L. REV. 1059-1077, 1990.

Daniel R. Fischel, “The Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases involving actively Traded Securities,” 38 BUS. LAW. 1, 19, 1982.

Janine S. Hiller & Stephen P. Ferris, “Use of Economic Analysis in Fraud on the Market Cases,” 38 CLEV.ST.L.REV. 535-540, 1990.

Andrew L. Merritt, “A Consistent Model of Loss Causation in Securities Fraud Litigation: Suiting the Remedy to the Wrong,” 66 TEX. L. REV. 469-476, 1988.

Richard W. Wright, “Causation in Tort Law,” 73 CALIF. L. REV. 1735, 1741-42, 1985.

判決

台北地方法院八三年度國字第一八號判決。

Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975).

TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. 426 U.S. 438 (1976).

SEC v. Texas Gulf Sulphur, 401 F.2d 833, 851 (2d Cir. 1968) (*en banc*), *cert. denied sub nom.*

Aaron v. SEC, 446 U.S. 680, 691 (1980).

Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 193(1976).

Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).

Binder v. Gillespie, 184 F.3d 1059, 1065 (1999).

Bastian v. Petren Resources Corp., 892 F.2d 928, 931 (7th Cir.1990)

In LHLC Corp. v. Cluett, Peabody & Co., Inc., 842 F.2d 928, 931 (7th Cir. 1988), *cert. denied*, 488 U.S. 926 (1988).

Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp., 507 F.2d 374, 380-82 (2d Cir. 1974), *cert. denied*, 421 U.S. 976 (1975).

Huddleston v. Herman & MacLean, 640 F.2d 534 (5th Cir. 1981), *aff'd. on other grounds*, 459 U.S. 683 (1983).

Robbins v. Koger Properties, Inc., 116 F.3d 1441, 1447(11th Cir. 1997).

Marbury Management, Inc. v. Kohn, 629 F.2d 705, 708 (2d Cir. 1980).

Abbey v. Control Data Corp., 933 F.2d 616 (8th Cir.), *cert. denied*, 502 U.S. 967 (1991).

Huddleston v. Herman & Maclean, 640 F.2d 534, 556 (5h Cir. Unit A Mar. 1981), *cert. denied*, 456 U.S. 914 (1982), *aff'd in part and rev'd in part on other grounds*, 459 U.S. 375 (1983).

Ute, 406 U.S. at 155; *See also* Jordan v. Duff & Phelps, Inc., 815 F.2d 429, 443 (7th Cir. 1987), *cert. denied*, 485 U.S. 901 (1988).

Smoky Greenshaw Cotton Co. v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, 785 F.2d 1274, 1278 (5th Cir. 1986); *cert. denied*, 482 U.S. 928 (1987).

Alna Capital Assocs. v. Wanger, 758 F.2d 562, 566 (11th Cir. 1985).

Hackbart v. Holmes, 675 F.2d 1114, 1121(10th Cir. 1982).

Sharp v. Coopers & Lybrand, 649 F.2d 175, 190 (3d Cir. 1981), *cert. denied*, 455 U.S. 938 (1982).

Holmes v. Bateson, 583 F.2d 542, 562 (1st Cir. 1978).

法條

W. PAGE KEETON ET AL., PROSSER AND KEETON ON THE LAW OF TORTS § 41, at 263-65 (5th ed. 1984).

15 U.S.C. § 78u-4(b)(4) (Supp. 1997).



