

證券詐欺損害賠償¹

鄭傑夫*

壹、前言

民國57年制定證券交易法（下稱證交法）之初，於第20條規定：「（第1項）募集、發行或買賣有價證券者，不得有虛偽詐欺或其他足致他人誤信之行為。（第2項）違反前項規定者，對於該有價證券之善意取得人因而所受之損害，應負賠償之責。」（上述虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為，下合稱證券詐欺），77年證交法修正時，第20條修正增訂為「（第1項）有價證券之募集、發行或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。（第2項）發行人申報或公告之財務報告及其他有關業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。（第3項）違反前二項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償之責。（第4項）委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人，視為前項之取得人或出賣人。」（上述第2項規定之行為，下簡稱資訊不實），95年證交法修正時，除第20條第1項增列「私募」外，並增訂第20條之1，規定：「（第1項）前條第二項之財務報告及財務業務文件或依第三十六條第一項公告申報之財

務報告，其主要內容有虛偽或隱匿之情事，下列各款之人，對於發行人所發行有價證券之善意取得人、出賣人或持有人因而所受之損害，應負賠償責任：一、發行人及其負責人。二、發行人之職員，曾在財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章者。（第2項）前項各款之人，除發行人、發行人之董事長、總經理外，如能證明已盡相當注意，且有正當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿之情事者，免負賠償責任。（第3項）會計師辦理第一項財務報告或財務業務文件之簽證，有不正當行為或違反或廢弛其業務上應盡之義務，致第一項之損害發生者，負賠償責任。（第4項）前項會計師之賠償責任，有價證券之善意取得人、出賣人或持有人得聲請法院調閱會計師工作底稿並請求閱覽或抄錄，會計師及會計師事務所不得拒絕。（第5項）第一項各款及第三項之人，除發行人、發行人之董事長、總經理外，因其過失致第一項損害之發生者，應依其責任比例，負賠償責任。（第6項）前條第四項規定，於第一項準用之。」²。從以上立法及修法過程可知，證券詐欺與資訊不實之損害賠償，原均依證交法第20條第3項規定，但自95年修法後，證券

* 本文作者係中央警察大學兼任教官、文化大學法律研究所兼任教授，前最高法院法官兼審判長。

註1：本文原為參加司法院113年9月27日「證券詐欺損害賠償」研討會之與談稿。

註2：證交法於104年7月1日修正時，第20條之1部分內容有所修正。

詐欺之損害賠償仍然以同法第20條第3項為據，資訊不實之損害賠償則適用同法第20條之1規定，參照當時證交法修正時之立法總說明，立法者係因鑒於證交法第20條第2項有關財務報告及財務業務文件內容虛偽、隱匿情事（即資訊不實），相關人員所應負擔之賠償責任，有其特殊性，乃就業務文件之範圍、賠償責任之主體、過失責任及其舉證責任之倒置與會計師責任予以明定，俾資明確。因而可以推論立法者認為證券詐欺相關人員應負之賠償責任，依證交法第20條第3項規定即可，無特別立法之必要。

按證交法第20條第1項規定，所稱之「虛偽」，係指陳述之內容或提供之訊息與客觀事實不符；「詐欺」則是指施行詐術使他人陷於錯誤；「其他足致他人誤信之行為」，應指以虛偽、詐欺以外之行為，誤導他人而致他人之事實認知及意思決定，產生偏差」³。有價證券之募集、發行、私募或買賣，有證券詐欺之行為，其法律效果為對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害應負賠償責任，此為證券詐欺損害賠償責任之構成要件。然而，證券詐欺損害賠償責任之性質？詐欺行為與交易間因果關係、詐欺行為與損害間因果關係如何認定？損害額如何計算？相關人員責任範圍如何界定，法律並未規定，學說及實務見解分歧，有相當之討論空間。

貳、證券詐欺損害賠償責任之性質

證交法於77年修正前，第20條規定之賠償責任，其性質究係契約責任或侵權行為責任，或有不同見解，但77年修法時，第20條第3項規定之修法理由，指明本條賠償義務人為「侵權行為人」，通說因而認本條規定之損害賠償責任，屬侵權行為責任。但就證券買賣而言，如符合民法相關規定，例如因被詐欺而為買賣證券之意思表示，買受人非不得依民法第92條規定，撤銷買賣證券之意思表示⁴，撤銷後，買賣契約應不成立，買受人得依不當得利法律關係請求出賣人返還已付之買賣價金並附加利息（民法第182條）。

就侵權行為類型而言，學說及實務亦有不同見解，有認為係侵權行為之特別規定，或侵權行為之特別類型，或為獨立的法定責任⁵。最高法院108年度台上字第38號民事判決謂「證交法第20條第1項、第3項之規定與民法第184條、第185條侵權行為之規定，其法律性質並不相同，前者乃證交法針對證券市場中侵害投資人權益之不法行為所作之特殊規範，後者為民法對於社會上侵害他人權益之不法行為所作之一般性規定，兩者在實體法上形成不同之請求權基礎，各有其個別之構成要件，在訴訟上為相異之訴訟標的法律關係。倘請求權人分別以上述不同之法律關係作為請求之根據，自應針對其各別法規之構

註3：最高法院99年度台上字第1825號刑事判決參照。

註4：賴英照（2020），《最新證券交易法解析》，4版，第683頁。

註5：參閱劉連煜（2019），《現代證券交易法實例研習》，增訂16版，第371-373頁，元照出版公司；曾宛如（2008），《公司管理與資本市場法制專論（二）》，第73頁，元照出版公司；莊永丞（2005），〈證券交易法第20條證券詐欺損害估算方法之省思〉，《台大法學論叢》第34卷第2期，第123頁。

成要件定其舉證責任之分配，以維持一般侵權行為成立要件之完整性，避免造成法律適用上之混淆與割裂」，係認證交法第20條第3項規定屬特殊之侵權行為類型，與一般侵權行為類型⁶不同。惟證交法第20條第3項，就賠償責任主體、過失責任、舉證責任、相關人士責任比例等事項，並無明文規定，無從顯現其證券市場之特殊性質，如斯不清不楚之立法，應該是造成實務及學說見解混亂之重要原因，學者亦疾呼證交法應修正，就證券詐欺民事責任相關問題，為明確規範⁷。本文認為，無論採何種見解，依法律適用之原則，證券詐欺的損害賠償責任，應優先適用證交法第20條第3項，其未規定部分，則適用民法或其他相關法律（如公司法）侵權行為之相關規定。

參、賠償義務人

證交法第20條第1項及第3項，就證券詐欺之賠償義務人並未明文規定，實務曾從狹義解釋，認為證券詐欺之賠償義務人須為「實

際募集、發行、私募或買賣之人」⁸，惟多數援引證交第20條之1或第32條規定，界定賠償義務人包括發行人及其負責人、參與作業的職員及簽證會計師⁹。學者有認為實務以證交法第20條之1或第32條規定，界定第20條第1項的賠償義務人，以填補證交法之不足，事實上有其必要，亦較合理，但仍應修正證交法第20條第1項，就民事賠償責任的重要事項為明確規範¹⁰。

本文認為證券詐欺損害賠償責任，屬侵權行為責任，證交法如無特別規定，應適用侵權行為相關規定，凡參與證券詐欺行為之人，均應為賠償義務人，不以發行人及其負責人、參與作業的職員及簽證會計師為限。

肆、責任要件

民法規定之侵權行為責任，行為人不論故意或過失，均應負責。但證券詐欺行為人之主觀要件是否僅限於故意？過失是否也要負責？學者間見解不同。有認僅限於故意行為，不及於過失¹¹，有認應包括重大過失¹²，

註6：一般認為依民法第184條第1項前段、後段及第2項規定，侵權行為之構成有3種類型，即(1)因故意或過失之行為，不法侵害他人權利，(2)或因故意以背於善良風俗之方法加損害於他人，及(3)行為違反保護他人之法律，致生損害於他人，各該獨立侵權行為類型之構成要件有別。

註7：賴英照，前揭註4，第689頁。

註8：臺灣臺北地方法院91年度訴字第6350民事裁定、臺灣高等法院100年度金上字第11號民事判決

註9：最高法院101年度台上字第1695號民事判決、101年度台上字第2037號民事判決、102年度台上字第73號民事判決、104年度台上字第1894號民事判決、106年度台上字第349號民事判決

註10：賴英照，前揭註4，第686頁。

註11：賴英照（1987），《證券交易法逐條釋義——第一冊》，再版，第328頁；張之悌（2004），〈證券交易法中虛偽陳述之民事責任〉，《月旦民商法》，第3期，第167頁以下；廖大穎（2005），〈不實推介非上市上櫃股票之民事責任〉，《月旦法學》，第121期，第229頁以下；戴銘昇（2007），〈論證券詐欺之構成要件與民事責任〉，《證交資料》，第540期，第28頁以下

註12：余雪明（2000），《證券交易法》，第527頁以下。

但不包括一般過失在內¹³。實務見解有認以故意為要件¹⁴，有認不以故意為限，理論上共同侵權行為之類型應可存在¹⁵。

本文認為證交法第20條第1項證券詐欺之規定，虛偽、詐欺，僅係例示，重點應是「足致他人誤信之行為」。虛偽、詐欺之行為，本質上應屬故意（明知並有意使其發生）、間接故意（發生並不違背其本意），當然應負損害賠償責任，而重大過失則接近於故意，其他使人誤信之行為（例如隱匿重要資訊¹⁶或未依公開發行公司公開財務預測資訊處理準則編製財務預測），如對該有價證券之善意取得人或出賣人於作成取得或出賣有價證券決意過程造成重大影響，因而受有損害，令其負損害賠償責任，亦符事理之平。

伍、請求權人

依證交法第20條第3項規定，證券詐欺之賠償權利人為該證券之善意取得人或出賣人。該取得人或出賣人須於取得時或出賣時不知有虛偽或詐欺等情事，且於詐欺行為之後，被更正或揭露之前取得或出賣者為限。委託經紀商以行紀名義買入或賣出之人，視為取得人或出賣人，得以自己名義訴請賠償（證

交法第20條第4項）。取得人或出賣人應被推定為善意（民法第943條、第944條），賠償義務人如抗辯證券取得人或出賣人非善意者，應負舉證責任（民事訴訟法第277條）。

陸、連帶賠償責任或比例責任

按連帶債務，須經明示或法律有規定者，始能成立（民法第272條），違反證交法第20條第1項規定，應負賠償責任者有數人時，因同條第3項並未明定連帶責任，學者有認該數人不負連帶責任¹⁷。惟本文認為，證交法第20條第3項規定之文義，應解讀為因證券詐欺而得請求損害賠償之人，限於善意取得人或出賣人而已，而證券詐欺屬侵權行為，共同侵權行為類型當可能存在，解釋上民法第28條、第184條、第185條及公司法第23條等規定均得適用，最高法院108年度台上字第1937號民事判決即明示「證券交易法第20條第1項、第3項…與公司法第23條第2項…規定，並非互相排斥而不能併存，則證券交易法第20條第1項、第3項對公司法第23條第2項規定而言，自非同一事項而為特別之規定。」故違反證交法第20條第1項規定，負賠償責任者有數人時，應連帶負損害賠償責

註13：劉連煜，前揭註5，第411-412頁。學者有認如將證交法第20條第1項定位為故意的不法行為，則該條第3項民事救濟的規範效益，將相形不彰，參閱廖大穎（2005），〈不實推介非上市上櫃股票之民事責任——從臺灣高等法院90年度上字第920號與90年度上字第1289號判決的啟發〉，《月旦法學雜誌》，121期，第229頁以下。

註14：最高法院95年度台上字第2385號民事判決。

註15：臺灣高等法院96年度金上字第1號民事判決。

註16：最高法院108年度台上字第378號、第379號民事判決。

註17：賴英照，前揭註4，第689頁。

任。又證券詐欺之損害賠償責任與資訊不實之損害賠償責任，構成要件不同¹⁸，有價證券善意取得人或出賣人依證交法第20條第3項規定請求賠償時，被告應不得依同法第20條之1規定抗辯僅負比例責任。

另必須附帶說明者為，證交法第20條第2項、第20條之1規定，僅係單純的申報、公告不實資訊應負損害賠償責任之規定，如進一步利用不實資訊以募集、發行、私募或買賣證券者，同時構成證券詐欺，將產生法規競合的情形。

柒、交易因果關係

侵權行為損害賠償責任之成立，以有因果關係存在為要件，該因果關係尚可區分為加害行為與損害發生間之因果關係及加害行為與損害賠償範圍間之因果關係，前者為責任成立之因果關係，後者為損害之因果關係。主張因證券詐欺受有損害之原告，欲依證交法第20條第3項規定請求損害賠償，必須證明其所取得或出賣有價證券之投資決定係受詐欺所致，即證券詐欺（加害行為）與投資決定（損害發生）間有因果關係（交易因果關係，即責任成立之因果關係）存在。然而證券交易，當事人雙方透過面對面交易之事例相對稀少，絕大多數係透過經紀商在集中市場撮合成交，原告欲證明其取得或出賣證券

之交易決定確因被告之詐欺行為所致，通常極為困難。實務上，就因財報不實（資訊不實）請求損害賠償事件，有採美國法詐欺市場理論、欺騙市場製造理論而推定交易因果關係存在者，亦有依民事訴訟法第277條但書為依據推定交易因果關係者，當然也有不採推定交易因果關係之案例，尚無統一見解。

本文認為，證券市場乃企業與社會大眾資金流通及資本形成之主要平台，企業藉由此一市場，得以發行有價證券籌措長期且穩定之資金，社會大眾亦可經由此市場購買企業所發行之有價證券，以分享企業經營之成果。而證券市場之證券價格的形成，理論上係由供需雙方需求之市場機能運作決定，投資人無法單憑證券之外觀決定該證券是否有投資之價值，市場上理性投資人係就發行人揭露之過往經營績效、資產負債、財務狀況等資訊及個體經濟與總體經濟之前景、個別證券以往走勢表現，作成投資決策，但我國目前之證券交易市場，屬淺碟式之型態，散戶投資人為數眾多，習性恆喜追逐小道消息或聽信耳語，易使不實消息，充斥流傳於市場之間，致使投資人作成錯誤之判斷。倘有心人故意或重大過失隱匿或發布不實之資訊，自將破壞證券市價透過誠實公開資訊進行交易之機能，導致投資人誤判投資標的之價格而作出交易之決定，如因此受有損害衍生賠償事件，鑒於證券市場之複雜性與專業

註18：最高法院109年度台上字第1395號民事判決即認「按證交法第20條第1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」，係以有價證券之募集、發行、私募或買賣，為規範對象。而原審係認定陳文南等2人為維持富味鄉公司之股價乃公告系爭不實訊息，似與有價證券之募集、發行、私募或買賣無涉。則被上訴人得否依同條第3項規定請求賠償，非無研求之餘地。

性，衡量危險領域理論、蓋然性理論、武器平等原則及誠信原則等因素，就受害之投資人交易因果關係之舉證責任，自應依民事訴訟法第277條但書之規定降低其證明度，俾符合資本市場之本質，並達成發展國民經濟、保障投資之目的（證交法第1條）。如上所述，證券市場之交易價格係市場投資人就市場相關資訊判斷而形成，個別投資人縱未取得特定資訊，亦因信賴市場機制決定之市場價格進行交易，自宜推定投資人之交易與不實資訊間存有交易因果關係¹⁹。簡言之，主張因證券詐欺受有損害之原告，起訴請求損害賠償時，如能證明證券詐欺行為存在及其係於證券詐欺行為之後始為證券交易之事實，即應推定其投資決定與該詐欺行為間有交易因果關係，被告欲否定該交易因果關係，應提出反證推翻之。

捌、損害因果關係

證交法第20條第3項規定有「因而所受之損害，應負賠償責任」之文字，解釋上，請求賠償之原告應證明其所受之損害，係因證券詐欺所造成，即證券詐欺與所受損害間有因果關係存在。就財報不實與投資人所受損害間因果關係之認定，實務上有不同見解，有採嚴格標準，認為投資人須證明損害及其金

額與不實財報間之因果關係²⁰，亦有認發布之不實消息足以影響股價，且不實資訊遭拆穿或更正後，股價確實下跌者，即可成立損失因果關係²¹，但股價如未明顯變化，則認投資損失與財報不實間不具損失因果關係²²。應以後者之見解較為可採。證券詐欺與所受損害間之因果關係，原則上可採同一見解，但股價下跌並非唯一證明方法，尤其原告若因被告詐稱某公司即將獲得專利，公司營業將大幅上漲，投資該公司發行之股票短期內即可迅速獲得高利，乃投資購買該公司發行之股票，其後發現該公司根本未申請專利，股價縱未下跌，原告似非不得請求賠償所失利益（民法第216條）。

以上因果關係之說明，係指行為人對市場（交易市場或發行市場）為詐欺等行為而言，若行為人僅對某特定人為詐欺行為，例如甲對乙聲稱X公司股票即將獲准通過上市上櫃，上市上櫃後當可獲倍數利潤，而大力推薦乙向丙購買丙所持有之X公司股票，乙購買後，始發現X公司因自行停業六個月以上遭主管機關命令解散而無法辦理股票過戶手續，乙主張其因受甲之詐欺決定購買X公司股票，請求甲賠償損害（包括股價下跌或未能獲得倍數利潤），該交易因果關係及損害因果關係，仍應依一般侵權行為損害賠償原則，由乙負舉證責任²³。

註19：最高法院104年度台上字第698號民事判決、107年度台上字第2號民事判決意旨參照。

註20：最高法院104年度台上字第225號民事判決、108年度台上字第1417號民事判決。

註21：最高法院106年度台上字第2311號民事判決、105年度台上字第2202號民事判決、106年度台上字第2513號民事判決。

註22：最高法院108年度台上字第40號民事判決。

註23：廖大穎，前揭註11，第235頁。

玖、損害賠償金額之計算

證交法第20條第3項並未規定如何計算損害賠償金額之方法，依學者之介紹²⁴，美國法院實務上大致上有兩種不同計算方法，即毛損益法或淨損差額法。毛損益法係指不論價差係因證券詐欺所致，或其他市場因素所造成，被告均應承受跌價之結果；淨損差額法則係被告僅賠償因詐欺因素所造成的損失，即證券「真實價值」與「買價或賣價」間之差額，而證券之「真實價值」，係指若無詐欺因素影響，證券應有的價值，即將詐欺因素的影響，自證券價值抽離，還原其本來的價值。就「資訊不實」之損害賠償事件，我國實務上亦分別有前述以毛損益法或淨損差額法計算損害額之不同見解，最高法院106年度台上字第700號民事判決認「依民事訴訟法第222條第2項規定，經審酌一切情狀，認採毛損益法計算損害，應較可採」，而同院111年度台上字第21號民事判決則強調「負損害賠償責任者，除法律另有規定或契約另有訂定外，應回復他方損害發生前之原狀。民法第213條第1項定有明文。又以侵權行為規範本旨在行為人為自己不法行為負責，則不可

歸責於行為人之損害風險原則上不應歸由行為人來承擔，且損害賠償之目的在填補所生之損害，其應回復者，並非原來狀態，而係應有狀態之損害，自應將非可歸責於不實財報行為人之變動因素（市場因素）予以排除，僅限於不實財報因素所導致證券價格下跌之損失始與不實財報間有因果關係。倘若法院認為投資人確有不能證明其損害額或證明顯有重大困難，而適用民事訴訟法第222條第2項規定以職權酌定損害數額，仍應將非因不實財報所致之變動因素（市場因素）排除，就投資人有無不能證明其損害數額，或證明顯有重大困難之情形，及足以證明損害數額之各種具體客觀情事，詳予調查審酌，並說明其心證之理由」。學者並認自最高法院109年度台上字第1910號民事判決明確採取淨損差額法之後，同院110年度台上字第2717號民事判決及111年度台上字第21號民事判決亦肯定淨損差額法本為我國民法第213條第1項規定下應採取之方法²⁵。至於淨損差額法真實價格的認定²⁶，實務上則有1、類股指數比較法²⁷；2、參酌美國法，以不實情事揭露後90營業日收盤平均均價，擬制為真實價格²⁸；3、參考證交法第157條之1內線交易之賠償計算方法²⁹；4純粹淨損差額法³⁰等不同見解。

註24：賴英照，前揭註4，第737-738頁。

註25：劉連煜，前揭註5，第467頁；邵慶平（2023），〈財報不實損害賠償的法律解釋與法理適用——最高法院111年度台上字第21號民事判決〉，原載於：《台灣法律人》，20期，第123-133頁。

註26：請參閱賴英照，前揭註4，第741-750頁；劉連煜，前揭註5，第472頁。

註27：臺灣臺中地方法院91年度訴字第243號、臺灣高等法院臺中分院92年度上易字第471號及同院98年度金上更（一）字第1號民事判決。

註28：臺灣高雄地方法院91年度重訴字第447號民事判決。

註29：臺灣高等法院99年度金上更（一）字第1號民事判決。

註30：臺灣臺北地方法院103年度金字第29號、同院104年度金字第25號、臺灣高等法院106年度金上字第17號民事判決。

按侵權行為規範之本旨在行為人應為自己不法行為負責，不可歸責於行為人之損害風險不應由行為人承擔，亦即損害應與不法行為間有因果關係，為一般侵權行為損害賠償制度之原則。理論上而言，淨損差額法認為排除證券詐欺之其他市場因素，僅限證券詐欺造成投資人之損害，始應由行為人負責，固然正確，但在現實面，因影響證券價格之變異因素甚多，證券真實價格難以精確算出，上述計算證券真實價格方法之理論，雖各有所本，但也各有缺陷，根本解決之道，應在證交法增訂明確之損害賠償計算方法³¹，始能減少訴訟成本，避免司法資源之浪費，達到證交法保障投資之立法目的。但在證交法制定相關計算方法前，本文建議以毛損益法計算之損害額推定為所受損害，但賠償義務人如能證明損害額之全部或一部是因證券詐欺或資訊不實以外之其他因素所造成，就該其他因素所造成損害額之全部或一部不負賠償責任，賠償義務人如已證明投資人之損害尚有其他因素造成，但不能證明其數額或證明顯有重大困難者，法院得依民事訴訟法第222條第2項規定之精神，透過言詞辯論，審酌一切情況，依所得心證定其數額，命賠償義務人賠償推定損害額扣除該其他因素所造成之損害額後之餘額，蓋賠償義務人即證券詐欺之行為人，既然破壞證券市場交易機制，由其負證明投資人所受損害額與其行為間無因果關係之舉證責任，應符合

民事訴訟法第277條但書規定之目的。

此外，民法第217條第1項規定：「損害之發生或擴大，被害人與有過失者，法院得減輕賠償金額或免除之」。投資人發覺受證券詐欺後，是否負有應即時出售證券，以免因證券價格繼續下跌導致損失或擴大之義務。最高法院99年度台上字第521號民事判決及102年度台上字第1305號民事判決均認「倘投資人於適當反應期間內未出脫持股導致擴大其損害是否與有過失，核與應否減免上訴人之賠償責任攸關」，似認投資人未適時出脫投資之證券乃與有過失，應減免被告之賠償責任。然而，一般投資人如何預知市場價格趨勢？應於何時出脫所投資證券？始稱善盡其義務？上開最高法院見解，對一般投資人之要求未免過高，本文認尚有斟酌之餘地。

拾、結論

- 一、從證交法之立法及修法過程可知，證券詐欺與資訊不實之損害賠償，原均依證交法第20條第3項規定，自95年修法後，證券詐欺之損害賠償仍然以同法第20條第3項為據，資訊不實之損害賠償則適用同法第20條之1規定。
- 二、證交法第20條第3項之規定，有認為係侵權行為之特別規定，或侵權行為之特別類型，或為獨立的法定責任，惟

註31：例如日本金融商品取引法第21條之2第3項、第5項、第6項等規定。詳請參閱劉連煜（2022），〈財報不實損害賠償案件如何計算損害金額——新方法的思考〉，《月旦法學雜誌》331期，第54頁以下。

證交法就賠償責任主體、過失責任、舉證責任、相關人士責任比例等事項，並無明文規定，不清不楚之立法，應該是造成實務及學說見解混亂之重要原因。本文認為，證券詐欺的損害賠償責任，應優先適用證交法第20條第3項規定，其未規定部分，則以民法或其他相關法律侵權行為之相關規定補充。

- 三、證券詐欺之賠償義務人並無明文規定，本文認為凡參與證券詐欺行為之人，均應為賠償義務人，不以發行人及其負責人、參與作業的職員及簽證會計師為限。而其責任要件，則以「足致他人誤信」即為已足，不以直接故意為限，應包括間接故意、重大過失及對有價證券買賣決意過程造成重大影響之其他使人誤信之行為。
- 四、證交法第20條第3項規定之文義，應解讀為因證券詐欺而得請求損害賠償之人，限於善意取得人或出賣人，負賠償責任者有數人時，應連帶負損害賠償責任，被告不得依同法第20條之1規定抗辯僅負比例責任。
- 五、主張因證券詐欺受有損害之原告，必須證明證券詐欺與投資決定間有因果關係存在。而證券市場之證券價格的形成，係由供需雙方需求之市場機能運作決定，投資人無法單憑證券之外觀決定該證券是否有投資之價值，鑒於證券市場之複雜性與專業性，衡量危險領域理論、蓋然性理論、武器平等原則及誠信原則等因素，就受害之

投資人交易因果關係之舉證責任，本文認為應依民事訴訟法第277條但書之規定降低其證明度，主張因證券詐欺受有損害之原告，如能證明證券詐欺行為存在及其係於證券詐欺行為之後始為證券交易之事實，即應推定其投資決定與該詐欺行為間有交易因果關係，被告欲否定該交易因果關係，應提出反證推翻之。

- 六、請求賠償之原告，應證明證券詐欺與所受損害間有因果關係存在。基本上，發布之不實消息足以影響股價，且不實資訊遭拆穿或更正後，股價確實下跌者，即可成立損失因果關係，但股價如未明顯變化，則認投資損失與財報不實間不具損失因果關係，但股價下跌並非唯一證明方法，仍得以其他方法證明損害因果關係。若行為人僅對某特定人為詐欺行為，該交易因果關係及損害因果關係，仍依一般侵權行為損害賠償原則定之。
- 七、證交法第20條第3項並未規定如何計算損害賠償金額之方法，實務上大致上有兩種不同計算方法，即毛損益法或淨損差額法。學者認自最高法院109年度台上字第1910號民事判決明確採取淨損差額法之後，淨損差額法已成通說。本文認為：淨損差額法認為排除證券詐欺之其他市場因素，僅限證券詐欺造成投資人之損害，始應由行為人負責，固然正確，但在現實面，因影響證券價格之變異因素甚多，證券真實價格難以精確算出，根本解決之

道，應在證交法增訂明確之損害賠償計算方法。在證交法制定相關計算方法前，建議以毛損益法計算之損害額推定為所受損害，但賠償義務人如能證明損害額之全部或一部是因證券詐欺以外之其他因素所造成，就該其他因素所造成損害額之全部或一部不負賠償責任，賠償義務人如已證明投資

人之損害尚有其他因素造成，但不能證明其數額或證明顯有重大困難者，法院得依民事訴訟法第222條第2項規定之精神，透過言詞辯論，審酌一切情況，依所得心證定其數額，命賠償義務人賠償推定損害額扣除該其他因素所造成之損害額後之餘額。

(投稿日期：2024年10月14日)

全國律師月刊審稿辦法

第一條（法源依據）

為維護社會公益，全國律師月刊之投稿者如非執業律師或未取得律師證書等，不得使用律師名銜、職稱或易使公眾混淆之職稱（包含但不限：所長、合夥人、執行長、法律顧問或資深顧問等）。但其職銜經本會審查同意者不在此限。

第二條（消極資格）

依律師法第三條第三項規定非領有律師證書，不得使用律師名銜。投稿者如有律師法所定消極資格（律師法第五條、第七條、第九條等規定）情形，應予陳報或切結，俾利本會編輯委員會審查。

投稿者應依照本會所附之切結書（附件格式）切結之。

第三條（投稿之審查）

本會依投稿辦法先為程序形式審查並行書面審查。

如投稿者之資格或投稿文件（包含但不限圖照、文字、著作及口述著作等）有違反投稿辦法或學術倫理等，經查證屬實將依本會辦法及決議處理之。如有違反學術倫理之虞或投稿者職銜刊載不當者，亦同。

附件表格

- 現為執業律師 具有律師證照或律師高考及格
- 具有律師法消極資格（事由：_____）
- 登載：學歷或職銜（請填寫：_____）
- 以上若勾選不實，應依法負民刑事責任。

投稿人簽名：

日期：