

# 論資本市場上因不實資訊而致投資人損害 的賠償方法—以德國法為中心

葉新民\*

## 目次

壹、前言
貳、德國資本市場法（Kapitalmarktrecht）上有關不實資訊責任的法規範
一、概說
二、不實公開說明書的責任
（一）特別法上的公開說明書責任
（二）民法上的公開說明書責任
三、會計師的損害賠償責任
四、次級市場上的不實資訊責任
（一）證券交易法上的不實資訊責任
（二）民法的侵權行為責任
1. 證券交易法的規範漏洞
2. 損害賠償的請求權基礎與構成要件
3. 法律效果：損害賠償
(1) 回復原狀
(2) 交易因果關係
(3) 舉證責任減輕
參、以回復原狀為損害賠償的方法之疑問—德國學說的觀點
一、損害賠償請求權能發生回復締約前狀態的效力？

投稿日期：九十八年十一月十六日；接受刊登日期：九十八年十二月十日  
\*德國波昂大學法學博士，靜宜大學法律學系助理教授。本文承蒙兩位審查委員提供寶貴意見，謹此致謝。

- 二、非契約當事人亦負返還義務？
- 三、市場因素造成之損害應予排除？
  - (一) 市場因素造成之過度補償
  - (二) 法律之保護目的說
  - (三) 法律經濟的觀點
- 四、回復原狀的界限？
- 五、損益相抵原則的適用？
- 肆、以金錢賠償為損害賠償方法－德國法的觀點
  - 一、損害之計算：假設性差額說
  - 二、差額計算的方式
  - 三、因果關係
- 伍、德國法上不實資訊損害賠償方法於我國法適用上的省思
  - 一、會計師責任
  - 二、對流通市場上投資人之損害賠償
    - (一) 以回復原狀為損害賠償之方法在我國民法上的依據
    - (二) 因果關係
      - 1. 交易因果關係
      - 2. 損失因果關係
    - (三) 損害賠償金額的計算
    - (四) 損益相抵原則的適用？
    - (五) 德國學說的觀點
    - (六) 民法上損害賠償的體系
  - 三、對發行市場上投資人的損害賠償
- 陸、結論

關鍵字：不實資訊、損害賠償、回復原狀、金錢賠償、交易因果關係、  
損失因果關係、會計師責任

## 壹、前言

如眾所周知，有價證券的價值並非來自證券本身，而是證券所表彰的財產權。而證券交易法規範的對象為有投資性質的有價證券<sup>1</sup>，其價值本應取決於其發行公司或該權利所表彰之財產的價值，惟此類有價證券一旦在資本市場上交易，其價值通常即以市價為基礎。然而，有價證券市價的決定，卻受市場上的供需所影響。而供需的多寡，又經常取決於市場上投資人所能獲得的資訊，亦即，利多消息將驅使股價上漲，利空消息則相反。

由此可知，在資本市場上投資人所承受的損害，通常是指股價下跌的損失，惟此類損失本是證券投資的風險，法律並無加以補償的必要，此即所謂投資人自己責任的意義。然而，若市價無法反應有價證券的真實價格，係肇因於特定人的不法行為，則法律自有規範損害賠償責任的必要。

因此，投資人損害的產生，主要源自有價證券的（假設的）「真實價格」與「買價或賣價」間的差異，此一差額即是投資人的損害。而此所謂真實價格之所以失真的原因，或因他人積極的詐害行為，例如不實的財報、公開說明書或是操縱市場的行為，或因影響股價的重大消息尚未公開所致。以上所述，即是證券交易法上最典型有關損害賠償責任之法規範的立法背景，例如證券詐欺（證交法第二十條第三項）、虛偽不實財報（證交法第二十條之一第一項與第三項）、未交

---

<sup>1</sup> 參照證券交易法第 6 條。

付公開說明（證交法第三十一條第二項；第四十三條之四第三項）、虛偽不實公開說明書（證交法第三十二條第一項）、操縱市場（證交法第一五五條第三項），以及內線交易（證交法第一五七條之一第二項）等皆屬之<sup>2</sup>。

對於前述損害的賠償方法，證交法並未規定，僅對有關內線交易賠償額，於二〇〇六年修正之第一五七條之一第二項中規定，違反內線交易規定的內部人，對「當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任。」是故，對於內線交易以外的資本市場上投資人損害賠償額的計算，只能適用民法第二一三條以下有關損害賠償計算的規定，亦即，以回復原狀（Naturalrestitution）為原則，以金錢賠償為例外。

對於前述證交法上的損害賠償方法，我國司法實務上案例多涉及證券詐欺、財報或公開說明書內容不實等問題，而學術界亦對此不斷回應而產出不少研究，可謂我國近年來證券法學中最重要的爭議問題之一。惟我國學界的研究幾乎全部以美國法為比較基礎，例如對因果

---

<sup>2</sup> 另我國證交法所規範的民事賠償責任還有公開收購人違反以同一收購條件之要求為公開收購（證交法第 43 條之 2 第 2 項）、公開收購人於公開收購程序外之購買行為（證交法第 43 條之 3 第 2 項），以及董監事怠於行使短線交易歸入權對公司之賠償責任（證交法第 157 條第 3 項）等。惟證交法第 43 條之 2 第 2 項與第 43 條之 3 第 2 項的規定則與前述「失真」的真實價格無關，乃係肇因於公開收購人違反證交法所強制規定的義務，而以高於應賣人收購價格之價格購入股票，應買人的損害即為兩者的差額。再者，就證交法第 157 條第 3 項規定而言，其賠償權利人為公司，亦即因董監事怠於行使歸入權時，公司得向其請求賠償，與證券市場投資人的損害無關。惟此類損害賠償責任並非本文所欲探討的主題。

關係的論述，即經常以美國法上「詐欺市場理論」(fraud-on-the-market theory)出發，而就損害賠償的方法而言，亦多限於所謂「毛損益法」(gross income loss)或「淨損差額法」(out-of-pocket method)等金錢賠償方法的探討，然而，對民法損害賠償制度的基本原則—回復原狀，反倒少有著墨。有鑑於此，本文將由探討德國法上有關此問題的法律規定、學說見解，以及德國近年來的實務處理方式，尤其專注在民法有關損害賠償方法的規定如何適用證券交易法，以作為我國法適用上的借鏡。惟限於篇幅，本文將僅探討因不實資訊導致的投資人損害與賠償問題，至於各該損害賠償責任的法規範之構成要件部分，除因果關係的判斷之外，則不予詳細討論；此外，我國證券交易法所規範的其他民事損害賠償責任，特別是操縱市場，則暫時排除在外，合先敘明。

## 貳、德國資本市場法 (Kapitalmarktrecht<sup>3</sup>) 上 有關不實資訊責任的法規範

### 一、概說

我國證券交易法對不實資訊的責任，在初級市場主要規定在證交

---

<sup>3</sup> 在我國法學界通常以「證券交易法」所定義的法領域，在德國目前有使用「資本市場法」(Kapitalmarktrecht)的趨勢，例如德國目前較常使用的注釋書為Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3.Aufl., 2004, München，即以資本市場法為名，其中包括交易所法與上市審查規則 (Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung)、公開說明書法與規則 (Verkaufsprospektgesetz mit Verkaufsprospektverordnung)、證券交易法 (Wertpapierhandelsgesetz) 以及證券收購與受讓法 (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz)。

法第三十二條有關虛偽不實公開說明書的損害賠償責任，在次級市場則規定在證交法第二十條之一有關虛偽不實財報的損害賠償責任，其中更將各類賠償義務人合併規定在同一條文中，此外，對於公開說明書與財報以外的不實資訊，則以第二十條第一項與第三項的一般詐欺條款規範之。

與我國證交法中集中式的規範方式相較，德國資本市場法上有關不實資訊責任（Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation）的法規範，卻分散在不同的成文法典中，吾人亦得由初級市場與次級市場，以及不同賠償義務人的分類，分別論述其責任之法律依據。惟本文主要目的在於探討證券投資人損害賠償的方法，故以下僅能簡述各該責任基礎，無法詳細說明其構成要件與法律效果，合先敘明。

## 二、不實公開說明書的責任

德國法上的不實公開說明書責任（Prospekthaftung）首先可分為特別法上的公開說明書責任以及民法上的公開說明書責任（allgemein-zivilrechtliche Prospekthaftung），前者規定在各種特別法中，例如交易所法（Börsengesetz）、投資法（Investmentgesetz）或是公開說明書法（Verkaufprospektgesetz），主要適用在有發行公開說明書義務的發行人；後者則是德國法院以締約上過失（culpa in contrahendo）為基礎所創設的信賴責任（Vertrauenshaftung），適用在無發行公開說明書義務的發行人。簡要分述如下<sup>4</sup>：

### （一）特別法上的公開說明書責任

在各種規範公開說明書的特別法中，除投資法（Investmentgesetz）

---

<sup>4</sup> Überblick siehe Assmann, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl., 2007, § 6 Rn.1ff.

第一二七條之規定涉及發行共同基金（Investmentfond）時的不實公開說明書之賠償義務外，其他各種法律間的關係頗為複雜，尤其在二〇〇五年後，基於投資人保護改善法（Anlegerschutzverbesserungsgesetz, AnSVG）以及歐盟公開說明書指令施行法（Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz）所新制定的有價證券公開說明書法（Wertpapierprospektgesetz, WpPG）又將原來交易所法與公開說明書法的適用範圍重新分配，使得公開說明書法的適用範圍，限縮在某些特定之非以有價證券形式表彰的投資（Vertrieb bestimmter nicht wertpapiermäßig verbriefter Kapitalanlagen）上，而交易所法所規範的公開說明書，主要則適用於在德國國內證券市場上交易的有價證券。

至於不實公開說明書的責任，由於有價證券公開說明書法並未規定，故分別依該有價證券是否上市，而分別適用公開說明書法第十三條或是交易所法第四十四條的規定，惟前者亦準用後者之規定，因此，德國特別法上的不實公開說明書責任，主是係適用交易所法第四十四條之規定。

依德國交易所法第四十四條第一項規定，虛偽不實公開說明書的損害賠償方法乃回復原狀，而所謂回復原狀，係指賠償權利人與義務人互相返還已給付的有價證券與價金，亦即，投資人可以請求返還依當時發行價格計算的全部價金，外加通常的交易費用<sup>5</sup>。其次，若投資人已將證券賣出，則其賠償請求權的額度，即以其購入證券時的實際買價（不得超過發行價格）與其後售出的賣價間的差額計算，另加上為買進與賣出支出的費用（交易所法第四十四條第二項第一句）。

<sup>5</sup> 本項的規定，其實相當複雜瑣碎，細節請參考 Schwark, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), a.a.O.(Fn.3), §§ 44, 45 BörsG Rn.60ff.

此外，交易所法第四十五條另規定若干責任排除的類型，例如賠償義務人能舉證其非明知且非因重大過失而不知公開說明書的錯誤資訊（第四十五條第一項），此外，同條第二項第二款更規定，若公開說明書上錯誤或不完整的資訊，並非導致股價下跌的原因，則賠償義務人亦得免責<sup>6</sup>。由此一規定可知，德國立法者並未採納德國法院對民法上的公開說明書責任所提出的見解，亦即，縱然公開說明書上的錯誤資訊並非導致股價下跌的直接原因，但只要該資訊導致投資人產生買入該股票的決定，則仍其仍應負賠償的責任<sup>7</sup>。

最後，交易所法第四十四條所規定不實公開說明書責任的賠償義務人，為「須對公開說明書負責之人」（die für den Prospekt die Verantwortung übernommen haben）以及「製作公開說明書之人」（von denen der Erlass des Prospekts ausgeht），前者係指在公開說明書上簽名，以表示對其內容負責的人，通常是發行人或辦理發行業務的金融服務業（即我國的承銷商），後者雖未在公開說明書上簽名以明示承擔責任，但卻是其事實上的製作人（tatsächlicher Urheber），例如發行公司之母公司、大股東或是監事，惟所謂專家如律師或會計師等，依多數學說見解，並不包含在內<sup>8</sup>。

---

<sup>6</sup> Vgl. Fleischer/ Kalss, Kapitalmarktrechtliche Schadensersatzhaftung und Kurseinbrüche an der Börse, AG 2002, 329ff.

<sup>7</sup> BGHZ 123, 106, auch in: <http://www.jur-abc.de/cms/index.php?id=256> (last visited May 28, 2009).

<sup>8</sup> RegE 3. FFG BT-Drucks. 13/8933 vom 6.11. 1997, S. 54, 78; Groß, Kapitalmarktrecht, 4.Aufl., 2009, §§ 44, 45 BörsG Rn.35; Schwark, in: Schwark (Hrsg.), a.a.O.(Fn.5), §45, Rn.9; Assmann, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), a.a.O.(Fn.4), Rn.222ff.

## (二) 民法上的公開說明書責任

如前所述，在二〇〇五年新制定的有價證券公開說明書法（Wertpapierprospektgesetz, WpPG）施行後，原來由德國法院基於民法締約上過失所發展出的公開說明書責任之適用範圍，已大幅萎縮，其功能主要在作為特別法未規定時的補充規範，特別是適用在法律無強制性的公開說明書義務的案例類型<sup>9</sup>。

至於損害賠償的方法，德國法院一向主張賠償權利人僅能主張消極利益（negatives Interesse），亦即信賴利益的賠償（Vertrauensschaden），就信賴利益的損害而言，權利人得主張賠償其因信賴該契約為有效而生損害，亦即，得請求回復其財產至假設公開說明書無不實資訊時之財產狀況，亦即，權利人若得知該不實資訊，自然不會購入該證券，故其得請求回復至其未購入證券時的財產狀況，具體而言，就是請求互相返還原給付以回復原狀<sup>10</sup>。

## 三、會計師的損害賠償責任

由於德國相關企業會計法（Bilanzrecht）係規定在商法典（Handelsgesetzbuch）中，故有關會計師對審計責任的規定，亦同規範其中。依德國商法第三二三條第一項第三句規定，會計師因故意或過失違反該條規定的專業審查義務，應對委任會計師的公司或其關係企業，負損害賠償責任。

<sup>9</sup> Assmann, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), a.a.O.(Fn.4), Rn.132ff.

<sup>10</sup> Vgl. BGH DStR 2003, 1494; BGH WM 1990, 1276; BGHZ 79, 337/346; BGHZ 115, 213; Gummert, in: Riegger (Hrsg.), Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 2, 2. Aufl., 2004, §69 Rn.68ff., §69 Rn.68; Assmann, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), a.a.O.(Fn.4), Rn.192ff.

然而，爭議較大的問題卻是會計師對第三人的責任，亦即，若因可歸責會計師之事由，而致發行公司以外，與會計師並無契約關係的第三人受損，應使會計師對之負損害賠償之責，蓋此一會計師責任的擴大，有保障資本市場上投資大眾的功能<sup>11</sup>。

至於如何擴大會計師責任，德國學說與實務多年來向有許多解決方式，例如侵權行為或締約上過失等<sup>12</sup>，惟侵權行為之適用有其困難，就一般侵權行為而論，因信任公司財報為真而投資受損的第三人僅有經濟上的損失，並無權利受侵害，若依故意違反善良風俗加損害於他人的侵權責任，卻又經常無法舉證會計師有故意的違法行為，最後，就違反保護他人法律的侵權責任而言，又難以找到保護他人的法律為何。職是之故，德國法院近年以具保護第三人效力契約說（Grundsätze des Vertrags mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter）為基礎，發展出會計師對第三人責任的依據<sup>13</sup>。

惟會計師責任不能無限制擴大，故德國聯邦法院發展出一特別的要件，亦即，會計師與公司間的審計契約必須對第三人產生某種特別的利益，方足以發生所謂的第三人效力，使非契約當事人的第三人納

---

<sup>11</sup> Lutter, Haftung von Vorständen, Verwaltungs- und Aufsichtsräten, Abschlussprüfern und Aktionären, Zeitschrift für Schweizerisches Recht (ZSR), Band 124 (2005) II, S.415, 418.

<sup>12</sup> Einzelheiten siehe Ebke, in: Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch, Band 4, 2. Aufl., 2008, §323 Rn.85ff.

<sup>13</sup> BGHZ 138, 257 = NJW 1998, 1984; BGHZ 167, 155 = NJW 2006, 1975; BGH NJW 2009, 512; Barta, Haftung des Abschlussprüfers gegenüber Anlegern bei pflichtwidriger Abschlussprüfung, NZG 2006, 855ff.; Lettl, Einbeziehung Dritter in den Schutzbereich des Vertrags über eine Pflichtprüfung nach §§ 316ff. HGB, NJW 2006, S.2817-2819.

入該契約的保護下，因此，若第三人僅能舉證因信任會計師在財報上的簽證而購入某股票，並不足以使該第三人同受該契約保護，因此，決定性的附加要件在於，會計師必須明確知道，基於對第三人的利益，其查核義務或注意義務更應高於法律原本所規定時，方有使其對第三人負責的餘地<sup>14</sup>。在德國聯邦法院近年來主要的判決 *BGHZ 138, 257* 以及 *BGHZ 167, 155* 皆涉及合意併購的案件，此時併購公司與目標公司的大股東在商議是否併購或併購價格問題時，皆以特定會計師對目標公司財務報表的查核結果為依歸，而該會計師清楚的瞭解，其查核結果的意見，將成為併購案是否成立的基礎，因此，該審計契約對併購公司即產生第三人效力，當事後證實目標公司製作不實財報而使併購公司受損時，因過失違反專業審查義務的會計師，即須對併購公司負損害賠償責任<sup>15</sup>。

反之，在德國聯邦法院最近的判決 (*BGH NJW 2009, 512*) 涉及以下的事實：原告向某 P 公司購買以投資期貨交易為目的之共同基金，而後 P 公司因破產使原告承受投資虧損，由於在對 P 公司之負責人 M 涉及詐欺的刑事訴訟程序中發現，M 早將公司資產淘空，而其會計師卻未發現該違法事實，故有過失違反查核義務之嫌，原告因此向會計師起訴請求賠償其投資虧損。惟此訴訟卻遭德國聯邦法院駁回，蓋原告僅為一般投資人，就 P 公司與會計師的審計契約並無特別的利益，因此不受保護也。

此外，就會計師違反審計義務的損害賠償責任的範圍而言，德國

<sup>14</sup> *BGHZ 167, 155, 166; BGH NJW 2009, 512.*

<sup>15</sup> 在 *BGHZ 138, 257* 一案中，法官肯定被告會計師明知第三人對其審計契約有特定利益，而在 *BGHZ 167, 155* 一案中則否定之。

商法第三二三條第二項將會計師因過失對委任公司而生的賠償責任限定在一定的金額之內<sup>16</sup>，亦即所謂的「定額責任」。至於以具保護第三人效力契約說為基礎之第三人責任，是否亦應適用定額責任，德國實務界至今並無一致的見解，在前述德國聯邦法院的判決中，並未涉及損害計算的部分，但法官在 *BGHZ 138, 257* 的判決中，認為應考慮適用德國商法關於定額責任的規定。至於如何實現定額責任<sup>17</sup>，有學說以民法上第三人利益契約中，債務人得援引契約上之抗辯事由對抗第三人的法理（德國民法第三三四條，相當我國民法第二七〇條），使會計師將得對抗公司的定額責任作為抗辯事由而對抗第三人；亦有學說主張以會計師與公司間的定型化契約中加上定額責任的約款<sup>18</sup>；最後亦有主張直接類推適用德國商法第三二三條第二項者。無論如何，一旦會計師對第三人責任亦限縮為定額責任，則證券市場上眾多投資人的損害獲得足額賠償的機會甚低也<sup>19</sup>。

最後，前述的會計師責任，僅涉及公司年度財務報告（*Jahresabschluss*）中不實資訊的問題，至於發行市場上的公開說明書，若其中登載影響股價的不實資訊，而會計師亦曾在公開說明書上簽章（*Testat*）以證明其全部或一部的正確性者，是否亦應對因此受損的投資人負賠償責任，德國學說上雖仍有爭議，惟至少針對在證券

<sup>16</sup> 此一限額原則上為一百萬歐元，若被審查的公司為上市公司，則限額提高至四百萬歐元。

<sup>17</sup> 以下學說參照 *Ebke, a.a.O.(Fn.12), § 323 Rn.160*.

<sup>18</sup> *Beispiel: Allgemeine Auftragsbedingungen der Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. 7. 2002, siehe <http://www.kanzleibauch.de/PDF/Allgemeine%20Auftragsbedingungen.pdf> (last visited May 29, 2009).*

<sup>19</sup> *Ebke, a.a.O.(Fn.12), § 323 Rn.160*.

市場上交易的有價證券而言，須適用前述交易所法第四十四條有關不實公開說明書責任的規定，而德國通說皆將會計師排除在該條的賠償義務人之外，蓋會計師並非其明文規範的賠償義務人，亦即「須對公開說明書負責之人」以及「製作公開說明書之人」，已如前述<sup>20</sup>。至於具保護第三人效力契約說於此是否得以適用，德國學說亦多否定之，蓋如此將使不特定的多數人納入會計師與發行公司間就審查公開說明書所定的契約之保護範圍內，而會計師於締約時，通常並未預期將對如此眾多投資人負擔過失責任<sup>21</sup>。綜上所述，就發行市場上公開說明書的不實資訊，會計師毋須對第三人負賠償責任。雖然如此，就民法上的公開說明書責任而言，會計師仍有對第三人負責的可能<sup>22</sup>，惟此責任與為在資本市場公開發行有價證券而製作的公開說明書無關，故於此不予討論。

#### 四、次級市場上的不實資訊責任

##### (一) 證券交易法上的不實資訊責任

依德國證券交易法（Wertpapierhandelsgesetz, WpHG）第十五條規定，金融商品（Finanzinstrument）的發行人有即時公開其內部人資訊（Insiderinformation）的義務，而所謂的內部人資訊，依同法第十三條規定，主要係指一旦公開將影響有價證券之市場價格的資訊，此一義務學說上稱為即時公開（ad-hoc-Mitteilung）之義務。若發行人

<sup>20</sup> 請參照前揭註 8。

<sup>21</sup> Vgl. BGHZ 138, 257, 262; zustimmend Groß, a.a.O.(Fn.8), §§ 45 BörsG Rn.37; Schwark, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), a.a.O.(Fn.3), § 45 BörsG Rn.12; Assmann, in: Assmann/Schütze, a.a.O.(Fn.4), § 6 Rn.224f.

<sup>22</sup> Vgl. nur Assmann, in: Assmann/Schütze, a.a.O.(Fn.4), § 6 Rn.158ff.

怠於公開內部人資訊（德國證券交易法第 37b 條），或公開不實資訊（同法第 37c 條），應負損害賠償責任，而賠償權利人可分兩類，其一乃在內部人資訊成立但發行人怠於公開前，或是在不實資訊公開後買入有價證券，但在真實的內部人資訊公開時，仍未賣出的投資人（第 37b 條第 1 項第 1 款、第 37c 條第 1 項第 1 款）；其二為在內部人資訊形成之前買入有價證券，並在發行人開始怠於公開資訊，或在內部人資訊公開後賣出證券的投資人（第 37b 條第 1 項第 2 款、第 37c 條第 1 項第 2 款）。第一種投資人的損害在於「買貴了」（zu teuer gekauft），第二類的投資人則「賣便宜了」（zu billig verkauft）<sup>23</sup>。

發行人違反前述規定時，應負損害賠償責任，惟此損害賠償應如何實行，法律並無明文，因此學說見解極為分歧，惟多數學者皆同意，此處的損害賠償並不包括積極利益（positives Interesse）<sup>24</sup>，亦即，以第 37c 條第 1 項第 1 款的類型為例，係以投資人真實的財產狀況，與假設虛偽不實資訊若為真實的可能財產狀況做比較，其差額即是積極利益之損害。按立法者透過本條規定所欲保護者，並非是投資人對具體資訊的信賴，而是信賴發行人所公開的資訊應為真實。是故，消極利益之損害較符合本條之立法意旨<sup>25</sup>。再者，所謂積極利益乃契約當事人間基於契約約定而生的履行利益（Erfüllungsinteresse），但投資人與發行公司並無訂定契約，使發行公司負擔公布真實消息的契約義

<sup>23</sup> 此一說明方式 siehe Fleischer, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, NJW 2002, S.2980.

<sup>24</sup> Sethe, in: Assmann/Schneider, Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz, 4. Aufl., 2006, §§ 37b, 37c Rn.71.

<sup>25</sup> Zimmer, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), a.a.O.(Fn.3), §§ 37b, 37c WpHG Rn.88.

務，因此，假設消息為真實的積極利益，即不得請求也<sup>26</sup>。

綜上所述，投資人僅能請求消極利益之賠償，亦即，以投資人真實的財產狀況，與假設發行人所公開者為真實資訊的可能財產狀況做比較，其差額即是消極利益之損害，簡言之，即是投資人買入證券的價格與若發行人公布真實資訊的假設性真實價格的差額。

舉例而言，某公司股價原為每股 20 元，某甲亦以 20 元購入，在公司公佈假消息後漲至 50 元，但若假設公司公佈正確的消息，則其真實的股價應為 30 元，則甲的積極利益損害為  $50-20=30$  元，消極損害則為  $30-20=10$  元。

在排除積極利益之後，解決之道僅剩回復原狀或消極利益之賠償，前者係指投資人與發行人互相返還已履行之給付，後者已如前述。而德國多數學者贊同消極利益賠償說<sup>27</sup>，反對說則認為回復原狀或損害賠償兩種方式，投資人得擇一行使之<sup>28</sup>。

<sup>26</sup> Möllers/Leisch, Schaden und Kausalität im Rahmen der neu geschaffenen §§ 37b und 37c WpHG, BKR 2002, S.1071, S.1072.

<sup>27</sup> Sethe, in: Assmann/Schneider, a.a.O.(Fn.24), Rn.75f.; Zimmer, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), a.a.O.(Fn.3), §§ 37b, 37c WpHG Rn.87f.; Fleischer, Konturen der kapitalmarktrechtlichen Informationsdeliktshaftung, Zugleich Besprechung von BGH, Urt. v. 9.5.2005 – II ZR 287/02, ZIP 2005, 1270 (EM.TV), ZIP 2005, S.1805, S.1809; Fuchs/Dühn, Deliktische Schadensersatzhaftung für falsche Ad-hoc-Mitteilungen - Zugleich Besprechung des Urteils des OLG München, BKR 2002, S.1096.

<sup>28</sup> Holzborn/Foelsch, Schadensersatzpflichten von Aktiengesellschaften und deren Management bei Anlegerverlusten - Ein Überblick, NJW 2003, S.932, S.936f.; Möllers, Der Weg zu einer Haftung für Kapitalmarktinformationen, JZ 2005, S.75, S.78; Möllers/Leisch, a.a.O.(Fn.26), BKR 2002, S.1071, S.1072ff.

## (二) 民法的侵權行為責任

### 1. 證券交易法的規範漏洞

德國證券交易法第 37b 條與第 37c 條所規範的不實資訊責任並非完備，其主要漏洞有二：其一，其規範的不實資訊僅限於未即時公開的內部人資訊，至於其他種類的不實資訊則不包括在內，雖然歐盟在二〇〇四年公布的資訊透明指令（Transparenz-Richtlinie）<sup>29</sup>的第七條中，要求各會員國應對指令中第四、五、六條中所規定的年報（Jahresfinanzberichte）、半年報（Halbjahresfinanzberichte）以及期中報告（Zwischenmitteilung）<sup>30</sup>中之不實資訊，應令發行公司業務執行與監察機關負擔賠償責任，惟德國立法者迄今仍不為所動。其二，德國證交法的不實資訊責任僅適用於發行人，依德國證交法第二條第六項規定，所謂發行人乃指其發行的有價證券在交易市場<sup>31</sup>交易的公司，因此，對實際上製造不實消息的公司負責人，卻無法適用。

就資本市場的實務而言，公司負責人對第三人基於不實資訊的損害賠償義務，較發行公司本身的賠償義務更具重要性，蓋發行公司究

<sup>29</sup> Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, Amtsblatt Nr. L 390 vom 31/12/2004 S. 0038 – 0057; 此一指令在德國已透過下列立法實行：Transparenz-Richtlinie-Umsetzungsgesetz (TUV) vom 05.01.2007, BGBl. I/2007, S.10ff.

<sup>30</sup> 類似我國的季報，其公布時點為上下半年開始後十週至結束前六週之間，見前述指令第 6 條第 1 項。

<sup>31</sup> 德國證交法稱之為「組織化的市場」（Organisierte Märkte），其定義見同法第 2 條第 5 項。

竟是法人，對此類違法行為之真正應歸責者，乃承擔執行業務職權的自然人，況且當假消息曝光後，發行公司通常亦已陷入財產不足清償債務的窘境，投資人的賠償請求權甚難滿足；再者，公司負責人對第三人的外部責任，更可能達成某種預防違法行為的目的，蓋在經營不善的公司，其經營階層可能傾向於執行風險較高的交易或策略，以挽救公司財務於一役，而此類訊息若不公開，將影響市場投資人的投資決策<sup>32</sup>。尤其就實務上現實案例的數字而言，自德國證券交易法第 37b, 37c 條施行以降，迄今僅有兩個德國各邦高等法院的相關判決<sup>33</sup>，但有關公司負責人的判決，近幾年卻屢見不鮮，而最常被討論的案例有 *Infomatec*<sup>34</sup>、*EM.TV*<sup>35</sup>以及 *ComROAD*<sup>36</sup>。

有鑑於此，德國聯邦政府公司治理委員會曾於二〇〇一年建議，公司執行業務機關的不實資訊責任應以特別法方式加以規範<sup>37</sup>，而德

<sup>32</sup> Fleischer, Die persönliche Haftung der Organmitglieder für kapitalmarktbezogene Falschinformationen - Bestandsaufnahme und Perspektiven, BKR 2003, S.608, S.612; Krause, Ad-hoc-Publizität und haftungsrechtlicher Anlegerschutz, ZGR 2002, S.799, S.803f.; Möllers, a.a.O.(Fn.28), S.75, S.78.

<sup>33</sup> Wagner, Schadensberechnung im Kapitalmarktrecht, ZGR 2008, S.495, S.501, Fn.25; vgl. auch Fleischer, a.a.O.(Fn.27), S.1805.

<sup>34</sup> BGH NJW 2004, 2971 - Infomatec I; NJW 2004, 2668 - Infomatec II; NJW 2004, 2664 - Infomatec III.

<sup>35</sup> NJW 2005, 2450 - EM.TV.

<sup>36</sup> ZIP 2007, 679 - ComROAD I; ZIP 2007, 681 - ComROAD II; ZIP 2007, 326 - ComROAD III; ZIP 2007, 1560 - ComROAD IV; ZIP 2007, 1564 - ComROAD V; ZIP 2008, 407 - ComROAD VI; ZIP 2008, 410 - ComROAD VII, ZIP 2008, 829 - ComROAD VIII.

<sup>37</sup> Baums, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, in: BT-Drucks. 14/7515, S. 86f., Rn.186, siehe <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/14/075/1407515.pdf> (last visited May 30, 2009) ; kritisch Fleischer,

國證券交易法於二〇〇二年修正新增定的第37b, 37c條卻未加入公司負責人的責任規範，可見德國立法者「默示地」拒絕以制訂特別法的方式解決此一問題<sup>38</sup>。另亦有學者在做比較法研究後，認為德國無庸針對公司負責人責任制訂特別法，蓋瑞士、法國、奧地利與英國亦以侵權行為法解決<sup>39</sup>。最後，德國財政部於二〇〇四年亦提出「資本市場資訊責任法」草案<sup>40</sup>，而此一立法計畫最後亦功敗垂成。

## 2. 損害賠償的請求權基礎與構成要件

如前所述，德國法院以民法侵權行為作為公司負責人不實資訊責任的請求權基礎，但在此類案件中，投資人雖有投資虧損，但僅為單純經濟上的損失，並無權利受侵害，故德國民法第八二三條第一項（相當於我國民法第一八四條第一項前段）的規定，即無法適用。其次，若欲適用德國民法第八二三條第二項（相當於我國民法第一八四條第二項前段）的規定，卻又欠缺違反保護他人的法律的事實，按德國證券交易法第十五條第一項至第四項對發行公司課予即時通知的義

---

a.a.O.(Fn.23), S.2977, S.2979; auch die Schweiz, Frankreich, Österreich und Großbritannien wählen allerdings den Weg über das allgemeine Deliktsrecht, vgl. dazu Möllers, Das europäische Kapitalmarkt im Umbruch - Ein Zwischenbericht zu den kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten unter rechtsvergleichender Perspektive, ZBB 2003, S.121, S.122.

<sup>38</sup> Fleischer, a.a.O.(Fn.23), S.2977, S.2979.

<sup>39</sup> Möllers, a.a.O.(Fn.37), S.390ff.

<sup>40</sup> Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Haftung für falsche Kapitalmarktinformationen - Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz (KapInHaG) vom 16. Aug. 2004, abgedruckt in NZG 2004, S.1042 ff.; siehe auch Möllers, a.a.O.(Fn.28), S.75, S.79ff.; ders., Effizienz als Maßstab des Kapitalmarktrechts - Die Verwendung empirischer und ökonomischer Argumente zur Begründung zivil-, straf- und öffentlich-rechtlicher Sanktionen, AcP 208(2008), S.1, S.27ff.

務，此不啻為適當的保護他人之法律，蓋該條規定的目的正是為保護證券市場投資人也，惟該條第六項卻規定，發行人違反本條第一項至第四項的規定，應依本法第 37b 條與第 37c 條負賠償責任，因而使同條第一項至第四項喪失成為侵權行為法上保護他人之法律的地位<sup>41</sup>。

職是之故，一般侵權行為的請求權僅剩德國民法第八二六條（相當於我國民法第一八四條第一項後段）可以適用。而德國聯邦法院於近年的判決中，亦一再以德國民法第八二六條作為公司負責人不實資訊的責任基礎<sup>42</sup>，同時又經由德國民法第三十一條（相當於我國民法第二十八條）的規定，使發行公司與其負責人共負連帶的賠償責任<sup>43</sup>。然而，德國民法第八二六條須以行為人之故意與違反善良風俗為要件，其舉證責任似乎對投資人不利。

首先，就違反善良風俗的要件而言，一般而言，單是違法行為並不足夠，行為人之行為另需有具可苛責性（*Verwerflichkeit*）始足當之，德國聯邦法院以公司負責人為影響股價而一旦散播假消息，即有足夠的可苛責性，並可以之作為間接事實（*Indiz*）以推論違反善良風俗行為之成立<sup>44</sup>，尤其在 *Infomatec* 案中，該公司董事更在不實消息

<sup>41</sup> 此一立法者的意旨，在立法草案說明中已經表明，vgl. *Begründung des Regierungsentwurfs zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz*, BT-Drucks. 14/8017, S.87, siehe <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/14/080/1408017.pdf> (last visited May 31, 2009).

<sup>42</sup> a.a.O.(Fn.35).

<sup>43</sup> a.a.O.(Fn.36).

<sup>44</sup> BGHZ 160, 149, 157 = NJW 2004, 2971, 2973f. – *Infomatec I*; 肯定此說 Edelman, *Haftung von Vorstandsmitgliedern für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen - Besprechung der Infomatec-Urteile des BGH*, BB 2004, S.2032ff.; Spindler, *Persönliche Haftung der Organmitglieder für Falschinformationen des*

公開後，立即大量賣出公司股票，以不正行為追尋自我利益，其行為違反善良風俗更無庸置疑<sup>45</sup>。

另就故意的要件而言，學說上認為行為人有未必故意即已足夠，亦即，行為人雖非明知而有意地加損害於投資人，但至少可預見投資人將因購入股票而受損，卻仍散播假消息，日後投資人因不實消息曝光股價下跌而受損，自亦不違反其本意，因而符合故意的要件<sup>46</sup>。

### 3. 法律效果：損害賠償

#### (1) 回復原狀

對於公司負責人不實資訊損害賠償責任的法律效果，德國聯邦法院一直皆以回復原狀作為賠償的方式，亦即，投資人應回復至假設公司負責人正確履行其公開義務之財產狀態(der Anleger ist so zu stellen, wie er stehen würde, wenn die für die Veröffentlichung Verantwortlichen ihrer Pflicht zur wahrheitsgemäßen Mitteilung nachgekommen wäre.<sup>47</sup>)，若投資人能夠證明，假設公司公佈正確資訊時，將不會買入該公司股票，德國聯邦法院即給予投資人回復原狀的請求權，得請

---

Kapitalmarktes – de lege lata und de lege ferenda –, WM 2004, S.2092; Möllers, a.a.O.(Fn.28), S.75, S.76.

<sup>45</sup> BGHZ 160, 149, 158 = NJW 2004, 2971, 2973f. – Infomatec I; Wagner, in : Ulmer (Hrsg.), Münchener Kommentar zum BGB, Band 5, 4. Aufl., 2004, § 826 Rn.63.

<sup>46</sup> BGHZ 160, 149, 156 = NJW 2004, 2971, 2973 – Infomatec I; 有關德國民法第 826 條的有關於此的一般概念，請參考 Wagner, a.a.O.(Fn.45), § 826 BGB Rn.20f, 63.

<sup>47</sup> BGHZ 160, 149, 156 = NJW 2004, 2971, 2972 – Infomatec I; 相同見解 BGH NJW 2005, 2450, 2451 - EM.TV.

求公司負責人返還當時所支出購買股票的價金，惟其同時應返回股票給公司負責人<sup>48</sup>。然而，若投資人在其間已將股票賣出，則以其實際賣出股票所得的價金，代替應返還的股票，最後，再與公司負責人應返還的價金互相結算即可<sup>49</sup>。

依德國聯邦法院的見解，回復原狀並非唯一賠償方式，原告的投資人亦得選擇主張實際發生的成交價與若公司發佈正確消息的假設性價格間的差額，作為損害賠償（詳後述）<sup>50</sup>。

## (2) 交易因果關係

就前述的回復原狀之法律效果，是否應以一極為嚴格的交易因果關係（Transaktionskausalität）為要件，亦即，原告縱能證明被告散播不實資訊致使整體資本市場限於錯誤之中，仍不足確定此一因果關係。原告必須進一步證明不實資訊與其自己購入股票的決策間有因果關係，始足當之，德國若干學者對此持肯定見解<sup>51</sup>。惟其結果將使投

<sup>48</sup> BGHZ 160, 149, 156 = NJW 2004, 2971, 2972 – Infomatec I; 相同見解 BGH NJW 2005, 2450, 2451 - EM.TV.; 肯定此說 siehe Möllers/ Leisch, Die Haftung von Vorständen aus § 826 BGB gegenüber Anlegern wegen fehlerhafter Ad-hoc-Meldungen, Wertpapiermitteilungen, S.1648, S.1656.

<sup>49</sup> BGH NJW 2005, 2450, 2451 - EM.TV.

<sup>50</sup> BGHZ 160, 149, 156 = NJW 2004, 2971, 2972 – Infomatec I; BGH NJW 2005, 2450, 2453 - EM.TV; 肯定此說 Möllers, a.a.O.(Fn.28), S.75, S.79.

<sup>51</sup> Fuchs/Dühn, a.a.O.(Fn.27), S.1063, S.1068; Möllers, Effizienz als Maßstab des Kapitalmarktrechts - Die Verwendung empirischer und ökonomischer Argumente zur Begründung zivil-, straf- und öffentlich-rechtlicher Sanktionen, AcP 208 (2008), S.27ff.; Teichmann, Haftung für fehlerhafte Informationen am Kapitalmarkt, JuS 2006, S.953, S.959.

資人在實務上實難以舉證此因果關係的存在而敗訴<sup>52</sup>，雖然在前述德國聯邦法院的案例中，的確有若干原告獲得勝訴。惟德國聯邦法院在 *Infomatec* 與 *EM.TV* 案中，亦採此一見解<sup>53</sup>，一直到後來的 *ComROAD* 案中，德國聯邦法院甚至將此一嚴格的因果關係要件擴張到金錢賠償的損害賠償方法上<sup>54</sup>。

### (3) 舉證責任減輕

有鑑於前述交易因果關係舉證上實際困難，因此，德國學術界漸有試圖減輕原告舉證責任的理論，例如有學者建議，將德國交易所法上規範初級市場的不實公開說明書責任中，有關責任減輕的原則適用在次級市場上<sup>55</sup>。按德國現行交易所法第四十五條第二項第一款明文規定舉證責任的轉換，以減輕原告的舉證責任，惟在該條規定增訂

<sup>52</sup> Zimmer, Verschärfung der Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation – Ein Alternativkonzept, WM 2004, S.9, S.17; Gerber, Die Haftung für unrichtige Kapitalmarktinformationen - Zugleich eine Besprechung der BGH-Entscheidungen vom 19. 7. 2004 „Infomatec“, DStR 2004, S.1793, S.1797.

<sup>53</sup> BGHZ 160, 149, 159 = NJW 2004, 2971, 2972 – Infomatec I; BGH NJW 2005, 2450, 2451 - EM.TV.

<sup>54</sup> BGH ZIP 2007, 679, 680 Rdn. 9 - ComROAD II; ZIP 2007, 681 f. Rdn. 5 ff. - ComROAD I; ZIP 2007, 326 Rdn. 4 ff. - ComROAD III; WM 2007, 1557, 1558f. Rdn. 14ff. - ComROAD IV.

<sup>55</sup> Möllers/Leisch, a.a.O.(Fn.48), WM 2001, S.1648, S.1657ff.; Mülbart, Empfiehlt es sich, im Interesse der Anlegerschutz und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? – Deutscher Juristentag, 4. Finanzmarktförderungsgesetz und Europa -, JZ 2002, S.835 in Fn.60; Rössner/Bolkert, Schadensersatz bei Verstoßes gegen Ad-hoc-Publizitätspflichten nach dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz, ZIP 2002, S.1476; Veil, Die Ad-hoc-Publizitätshaftung im System kapitalmarktrechtlicher Informationshaftung, ZHR 167 (2003), 380ff.

前，德國自帝國法院時代即承認所謂「投資氣氛」(Anlagestimmung)說，亦即，若發行人公開說明書上的不實資訊導致市場上瀰漫某種投資氣氛，進而使投資人進場購入股票，則法官即可推定錯誤資訊與投資人買股的決定之間有因果關係，此一見解也為德國聯邦法院所繼受<sup>56</sup>。

然而，在次級市場上基於不實資訊之侵權行為責任中，德國聯邦法院卻拒絕接受初級市場上舉證責任減輕的學說<sup>57</sup>，蓋發行公司在上市審查程序中依交易所法規定所製作的公開說明書，其目的在使投資人對公司財務與業務的現狀與前景獲得全面的瞭解，而證券交易所規定的即時公開並無此公開全面性資訊的功能，因此，德國聯邦法院否認即時公開的資訊亦有引起前述投資氣氛的可能，因而否定舉證責任減輕的適用<sup>58</sup>。

德國學者亦有主張引用美國法上「詐騙市場理論」<sup>59</sup>而反對德國聯邦法院見解者<sup>60</sup>，惟德國聯邦法院在 *ComROAD IV* 一案的判決中，

<sup>56</sup> Vgl. RGZ 80, 196, 204; BGH NJW 1982, 2827, 2828; BGHZ 139, 225, 233 = NJW 1998, 3345, 3347; Möllers, a.a.O.(Fn.28), S.75, S.78.

<sup>57</sup> BGHZ 160, 134, 145 f = NJW 2004, 2664, 2667 - Infomatec III; BGH NJW 2004, 2668, 2671 - Infomatec II; BGH ZIP 2007 - ComROAD IV; 贊同此說 Möllers, a.a.O.(Fn.28), S.75, S.77; Spindler, a.a.O.(Fn.44), WM 2004, S.2089, S.2092.

<sup>58</sup> BGHZ 160, 134, 146 = NJW 2004, 2664, 2667 - Infomatec III; BGH NJW 2004, 2668, 2671 - Infomatec II; BGH ZIP 2007, 1560, 1561 - ComROAD IV.

<sup>59</sup> Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 108 S.Ct 978 (1988); Peil v. Speiser, 806 F.2d 1154, 1160-1161 (1986).

<sup>60</sup> Fleischer, a.a.O.(Fn.23), S.2977, S.2980; Baums, Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes, ZHR 167 (2003), S.139, S.180ff., insbedondere 184.

甚至明確反對美國法上詐騙市場理論在次級市場侵權行為責任上的適用，蓋此一舉證責任的減輕，將使故意背於善良風俗的侵權責任在資本市場上無限制擴張也<sup>61</sup>。

### 參、以回復原狀為損害賠償的方法之疑問 —德國學說的觀點

以回復原狀作為賠償投資人損害的方法，雖然簡便，而德國聯邦法院似亦視之為理所當然的法規範加以適用，但卻未就其規範上或現實上的疑點加以澄清，故德國學說對此提出若干疑點，茲分述如下。

#### 一、損害賠償請求權能發生回復締約前狀態的效力？

就我國法律人的一般想像，發生回復締約前狀態的法律效果之主要情形有二，其一乃意思表示有瑕疵（錯誤、詐欺與脅迫）的情形，原已生效的契約方可能因瑕疵意思的表意人的撤銷而溯及既往無效（民法第一一四條），其後雙方當事人則依不當得利的規定互相返還原給付；其二，乃契約因解除後而需回復原狀，此時則依民法第二五九條之規定，雙方當事人互相返回已受領的給付。而民法第二一三條第一項所規定的損害賠償方法—回復原狀，是否亦有使有效契約的雙方當事人，互相返還原給付的效果，我國法上似鮮有討論。

此一問題之所以無法浮上檯面，主要原因或由於其主張並無實益，按一有效契約的當事人應受契約的效力之拘束，除非有法定的撤銷權，或者法定或意定的解除權等，否則不得擅自脫離契約之拘束，

---

<sup>61</sup> BGH NJW 2008, 76, 78 - ComROAD IV.

自無回復原狀的可能。再者，當契約的履行出問題，亦即，有債務不履行的情形，則當事人除有損害賠償請求權外（民法第二二六條、第二三一條至第二三三條與第二二七條），若其認為該契約無利可圖，亦得主張法定的解除權（民法第二五四條至第二五六條），從而取回原給付。最後，縱契約因其他不可預料的情事而有變動的必要，亦有情勢變更原則的適用。綜上所述，以民法第二一三條第一項作為回復締約前狀態的法律依據，似無必要也。

惟在德國民法學上自來有一重要爭議問題與此一問題相關，並進而影響現今資本市場法上投資人損害賠償的方法，亦即，因詐欺而撤銷契約與因締約上過失而請求回復原狀作為損害賠償的競合關係。例如甲經由丙的仲介向乙購買 A 屋，而丙向甲保證，購屋後出租他人的租金與節稅所得，在短時間內即可填補購屋的成本，而此一保證不符事實。此即民法第九十二條第一項但書所謂第三人詐欺的情形，在相對人乙明知或可得而知丙之詐欺的情形下，甲得於撤銷意思表示後，主張不當得利之返還。但甲若錯過民法第九十三條的除斥期間，甲能否主張乙因過失未發現丙之詐欺，亦屬因過失違反先契約上的說明義務，故依締約上過失主張損害賠償，進而依民法第二一三條第一項請求回復原狀。

德國聯邦法院早年即同意此一學說，因而允許因過失違反先契約上說明義務的相對人，請求返還原已給付的價金<sup>62</sup>，惟此判決一出，隨即引起德國民法學界的激烈爭議，反對聲浪不斷，例如 Dieter Medicus 即認為，此一學說將使民法上將詐欺的要件限於惡意

---

<sup>62</sup> BGH NJW 1962, 1192.

(Arglist)的規定，因承認過失違反說明義務而崩解<sup>63</sup>。另外，Werner Schubert 的見解，則對德國聯邦法院的見解產生重大影響，Schubert 認為，民法有關詐欺的規定，係在保護當事人的意思自主，因此，無論被詐欺人是否有損害，皆得請求回復原狀；反之，締約上過失則在保護財產利益，因此，當事人需有財產上的損害，方得主張締約上過失而請求回復原狀<sup>64</sup>。歷經二十年後，此一問題之爭議似已平復，而德國聯邦法院卻又在一九九八年對此做出判決，並亦以財產損害作為主張締約上過失之回復原狀的要件。該判決使此一問題的爭議戰火在德國新一代民法學者間繼續延燒<sup>65</sup>，尤其在德國債法修正之後，原來法律未明文規定，但被承認為習慣法的締約上過失，已經明文規定於德國民法第三三一條第二項中，其與惡意詐欺間的競合問題之討論，現正方興未艾<sup>66</sup>。

針對前述德國聯邦法院的觀點，近代德國學者紛紛提出反駁的意見，其理由主要集中在批評民法有關詐欺的規定方有保護意思自由的功能，蓋由締約上過失導出的先契約上的說明義務，經常是當事人決定是否締約的基礎，故不能否認其具有保護當事人意思自由的功能。再者，德國民法第二五三條規定，非財產上的損害僅於法律有特別規

<sup>63</sup> Medicus, Grenzen der Haftung für c.i.c., JuS 1965, S.214; 惟 Medicus 在以後的著作中，強硬的反對態度已經軟化，參見 Medicus, Bürgerliches Recht, 18. Aufl., 1999, Rn.150ff.

<sup>64</sup> Schubert, Unredliches Verhalten Dritter bei Vertragsabschluß, AcP 168(1968), 470, S.504, S.505.

<sup>65</sup> Vgl. nur Fleischer, Konkurrenzprobleme um culpa in contrahendo: Fahrlässige Irreführung versus arglistige Täuschung, AcP 200 (2000), S.91ff.

<sup>66</sup> Vgl. Emmerich, in: Münchener Kommentar zum BGB, 5. Aufl., 2007, § 311 Rn. 120.

定時，方得以金錢賠償，依該條的反面解釋，可見對非財產上的損害，只有在以金錢賠償時才有限制，因此，德國民法第二四九條的回復原狀原則，自同時適用於財產上與非財產上損害而無限制<sup>67</sup>。

前述見解亦影響德國聯邦法院對於次級市場的不實資訊侵權行為責任的判決，亦即，聯邦法院不以投資人有財產上的損害作為主張回復原狀的要件，蓋其依前述學說見解而認為，回復原狀既不以財產上損失為要件，故除財產上的利益外，其亦保護投資人買賣股票的決策自由，一旦投資人因不實資訊陷於錯誤而買入股票，縱然事後股價並未下跌，投資人仍有非財產上的損害，應依回復原狀的方式獲得賠償<sup>68</sup>。

## 二、非契約當事人亦負返還義務？

採前述回復原狀的見解，將不可避免一個重大疑問，德國證券交易法第 37b 條與第 37c 條所規定的發行人之不實資訊賠償義務，以及德國聯邦法院發展出來的公司負責人賠償義務，皆是規範次級市場（即流通市場）的事實，其中投資人交易的對象並非發行公司或其執行業務機關，而是其他投資人，原告既非由公司或其負責人購得股票，又如何要求其負返還責任？是故，所謂回復原狀的損害賠償方

<sup>67</sup> Fleischer, a.a.O.(Fn.65), S.111ff.; Lorenz, Vertragsaufhebung wegen culpa in contrahendo: Schutz der Entscheidungsfreiheit oder des Vermögens? ZIP 1998, S.1055ff.; Grigoleit, Neuere Tendenzen zur schadensrechtlichen Vertragsaufhebung, NJW 1999, S.900.

<sup>68</sup> Engelhardt, Vertragsabschlusschaden oder Differenzschaden bei der Haftung des Emittenten für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen, BKR 2006, S.443, S.447; Wagner, a.a.O.(Fn.33), S.495, S.507ff.

式，頗值深思<sup>69</sup>。

惟德國學界贊成此說的學者主張，德國民法第二四九條（相當我國民法第二一三條第一項）所謂的回復損害發生前的原狀，係單就賠償權利人的財產狀態而規定，並不包括賠償義務人<sup>70</sup>，因此，並不妨礙回復原狀的實現。依本文所見，德國民法第二四九條或我國民法第二一三條第一項所規定的回復原狀，與意思表示經撤銷後依不當得利所為的回復原狀，或契約解除後依民法第二五九條所得請求的回復原狀，並非相同的內容的請求權，在此一問題上正可表現其重要差異，後者的目的的確是在回復至締約前的狀態，前者重點卻在補償投資人的損害，而其賠償方式乃在強制加害人向受損人買回股票。

德國學者有以立法史的觀點主張，所謂回復原狀，遲自十九世紀末方為德國民法典接受為損害賠償的方式，而立法者當時主要以物之毀損或人身侵害為規範標的，至於現代經濟生活中典型的證券投資行為，自不能因立法者未曾預見其為法律適用的對象，而拒絕其適用<sup>71</sup>。

### 三、市場因素造成之損害應予排除？

#### （一）市場因素造成之過度補償

以回復原狀為損害賠償的方法所面對最具挑戰性的問題，在於投資人若請求返還全部價金，不啻將市場因素造成股市漲跌的不利益全由賠償義務人承擔，因而造成所謂過度補償（Überkompensation）的

<sup>69</sup> So Fuchs/Dühn, a.a.O.(Fn.27), S.1063, S.1069.

<sup>70</sup> Möllers, a.a.O.(Fn.28), JZ 2005, S.77; Spindler, a.a.O.(Fn.44), S.2089, S.2093; Fleischer, a.a.O.(Fn.27), S.1809.

<sup>71</sup> Wagner, a.a.O.(Fn.33), S.495, S.500.

問題<sup>72</sup>，基於此一理由，許多德國學者於是反對回復原狀作為損害賠償的方法<sup>73</sup>。此一問題對資本市場的影響較其他領域更嚴重，按股價的決定雖亦依市場供需而定，但影響市場供需的因素甚多且雜，且股價的波動，較其他財貨價格更劇烈。在極端的狀況下，例如發生嚴重的金融風暴或經濟衰退，股價可能在數月間減損百分之九十以上，此時，若同時發生不實財報等事件，則該買入該公司股票的投资人可以依回復原狀的方式獲得全部買股價金，而其他投資人卻只能望指數興嘆，而無從求償。進一步言，若將市場風險全由不實資訊責任的賠償義務人負擔，不甘蒙受虧損的投資人極可為求得全部補償，而對公司公佈的所有資訊，吹毛求疵以試圖發現任何不符事實的瑕疵，再訴請法院確認不實資訊的存在，使濫訴情形增加<sup>74</sup>。

職是之故，若吾人欲承認回復原狀作為次級市場上損害賠償的工具，則勢必檢討究竟其正當性何在，為何法規範令此類投資人享有特權，因而將所有市場因素造成的投資損害風險由發行人或其負責人承擔。

<sup>72</sup> Fleischer, a.a.O.(Fn.23), S.2977, S.2981; Fleischer, a.a.O.(Fn.27). S.1805, S.1809; Fuchs/Dühn, a.a.O.(Fn.27), S.1063, S.1069; Gottschalk, Die deliktische Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen - Zugleich eine Besprechung der BGH-Entscheidung vom 9. 5. 2005 - EM.TV., DStR 2005, S.1651; Hutter/Stürwald: EM.TV. und die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen NJW 2005, S.2428, S.2430.

<sup>73</sup> 惟主要係就德國證交法第 37b 條與第 37c 條所規定之損害賠償問題，否認回復原狀的適用，請參照前揭註 23 所引述的論文，其他反對回復原狀者請參照，Möllers, a.a.O.(Fn.51), S.1, S.27, in Fn.161.

<sup>74</sup> Vgl. Fuchs/Dühn, a.a.O.(Fn.27), S.1063, S.1069; Wagner, a.a.O.(Fn.33), S.495, S.513.

## (二) 法律之保護目的說

首先，就法律理論的觀點來看，有學者以所謂法律的保護目的說（Schutzzweck）來說明回復原狀的法律依據。按不實資訊責任的保護目的究竟為何，將決定損害賠償的方法，若吾人認為其保護目的在保護投資人的財產利益，則因回復原狀而生的過度補償自非所許；反之，若保護目的在於保護投資人的決策自由，則受保護的利益將包括非財產上的利益，故應以回復原狀賠償<sup>75</sup>。

## (三) 法律經濟的觀點

其次，就法律經濟的觀點來看，最簡單明瞭的理由如下：回復原狀乃最容易實行的賠償方式，可以避免計算金錢賠償時，必須推測股票「真實價格」的麻煩。其次，隨著回復原狀而來的過度補償的可能性，更將產生所謂嚇阻違法的效果，使公司負責人為免高額賠償金，而放棄公布不實消息的違法行為<sup>76</sup>。

此外，主張回復原狀最力的德國學者如奧格斯堡大學（Universität Augsburg）的 Thomas Möllers 教授，即以法律之經濟分析的方式，認為回復原狀乃較佳的賠償方法，其理由如下：首先，所謂過度補償的問題，不但應由賠償權利人的角度觀察，更應以整體國家經濟觀察，亦即，透過過度補償，可能因為加計對眾多投資人的過度賠償額，而超過全部市場參與者的損害，但是，若無回復原狀的過度補償制度，整體經濟應再加計所謂的社會成本（social costs），亦即，若投資人

<sup>75</sup> Engelhardt, a.a.O.(Fn.68), S.443, S.447; Fleischer/ Kalss, a.a.O.(Fn.6), S.331ff.

<sup>76</sup> Fleischer, a.a.O.(Fn.27), S.1805, S.1809.

不願參與資本市場而生的成本，亦即，投資人為了在市場外交易，而需額外支出的預防性成本，按未經組織的市場，風險更高，故投資人需支出更多成本預防損失也。然而，此一社會成本可能更高於由回復原狀而生的過度補償之數額<sup>77</sup>。

此外，依目前德國聯邦法院對回復原狀之賠償方式所嚴格要求的交易因果關係要件，Möllers 預期實務上能成功舉證此一因果關係存在的投資人必然屬極少數，因此，就整體經濟而言，過度補償僅是虛幻的假問題（Scheinproblem），實際上對經濟影響不大。

最後，Möllers 表示，依據美國學者的研究，整體經濟面上的過度補償的原因，其實肇因於投資人的多角投資方式，蓋在同一不實資訊發佈時，雖有些投資人受損，但與之交易的相對人卻可能獲利，因此，每一個投資人都可能是獲利者，但亦同時是受損人，故總計下來，即導致整體經濟的過度補償也<sup>78</sup>。

綜上所述，Möllers 主張以回復原狀作為損害賠償責任的方法。

#### 四、回復原狀的界限？

為解決前述過度補償的問題，波昂大學（Universität Bonn）教授 Gerhard Wagner 亦提出其個人的特殊見解：首先，依前述法律的保護目的說主張，回復原狀不僅在填補投資人的財產損失，亦在填補非財產的損失，亦即，不實資訊一如詐欺，剝奪了投資人的意思自主，因此，僅投資人締約買股一事，即表彰非財產利益（亦即意思自主）的損害，因此，須以回復原狀賠償之。Wagner 卻認為，對因不實訊息

<sup>77</sup> Möllers, a.a.O.(Fn.51), S.1, S.25ff.

<sup>78</sup> Möllers, a.a.O.(Fn.51), S.1, S.27ff.

誘導而買入股票的投資人而言，所謂違反意思自主的非財產損害並無意義，蓋投資人並不會因受騙購買股票而提起損害賠償之訴，而是因為股票的市價大跌，因此，重點在於投資人整體的財產價值受損，而非受騙上當（即意思自主受損）的事實<sup>79</sup>。雖然否認前述意思自主在資本市場損害賠償法上的重要性，Wagner 並不否定回復原狀的法律效果，蓋此為德國民法第二四九條正確適用後的結果。然而，如何解決隨之而來的過度補償問題？Wagner 提出一個眾人皆忽略的法律規定，亦即德國民法第二五一條第二項的規定：若賠償義務人為回復原狀需支出不符比例的費用（*unverhältnismässige Aufwendungen*）時，得以金錢補償之<sup>80</sup>。而德國民法第二五一條第二項正是第二四九條回復原狀原則的適用界限，超過此界限時，僅能主張金錢賠償差額，而非回復原狀也。

此一學說似言之成理，惟適用上仍有困難，尤其所謂「不符比例」的費用，其標準為何？在實務運作上將造成極大的困擾。有鑑於此，Wagner 提出以德國法院實務對汽車交通事故一般採用的百分之三十為界限的見解，亦即，賠償權利人請求回復原狀應返還的價金，超過金錢賠償額的百分之三十時，則僅能主張金錢賠償也<sup>81</sup>。惟 Wagner 提出的百分之三十的界限，亦無充實的理論依據，頗有質疑的空間。

<sup>79</sup> Wagner, a.a.O.(Fn.33), S.495, S.510f.,S .514ff.

<sup>80</sup> 關於德國民法第 251 條第 2 項之規定，我國民法並無相當的規定，較類似者為我國民法第 215 條所謂回復原狀有重大困難者，惟我國學者亦有認為，對回復原狀有重大困難為廣義解釋，似亦得包括需支出不符比例費用的情形，參見曾世雄，損害賠償法原理，頁 183，學林出版，二版（1996）。

<sup>81</sup> Wagner, a.a.O.(Fn.33), S.495, S.510f., S.514ff.

## 五、損益相抵原則的適用？

德國學者 Möllers 與 Leisch 在主張回復原狀之餘，又欲解決過度補償的問題，故主張以損益相抵原則解決過度補償的問題，亦即，主張回復原狀的投資人，應由得請求返還的原買股價金中，扣除該投資人可能改買其他股票而造成的損失（亦即市場因素造成的損失）<sup>82</sup>。事實上，主張損益相抵的結果，也是將回復原狀的損害賠償額扣除因一般市場因素造成的損害，故與德國民法第二五三條的賠償方式雷同。反對者有謂，回復原狀既因過度補償的問題而有修正的必要，為何不直接放棄其適用，蓋在適用損益相抵原則時，將增加原告投資人的舉證責任，反倒可能使其反而無法獲得賠償<sup>83</sup>。

## 肆、以金錢賠償為損害賠償方法—德國法的觀點

### 一、損害之計算：假設性差額說

德國民法第二五一條第二項第一句所規定的賠償方法，乃是所謂的價值補償（Wertersatz; Kompensation），學理上有所謂假設性差額說（Hypothetische Differenz）的理論，亦即，比較以下兩項財產狀態後的差額即是應賠償的損害：一是當事人於主張損害賠償時的實際財產狀況，二是假設損害沒有發生可能的財產狀況，兩者相減後的數額，就是損害<sup>84</sup>。將此原則移轉至不實資訊的損害賠償，便是當事人

<sup>82</sup> Möllers/Leisch, in: Heribert/Thomas (Hrsg.), Kölner Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz, 1. Aufl., 2007, §§ 37b, 37c, Rn.290.

<sup>83</sup> Wagner, a.a.O.(Fn.33), S.495, S.519.

<sup>84</sup> Vgl. Oetker, a.a.O.(Fn.45), § 249, Rn.16ff.; 我國文獻對此之論述，請參閱王

於主張損害賠償時的實際購股價格，與假設發行人或其負責人正確履行其公開義務時，可能的真實價格。

在損害的計算上，最困難的問題當然在於所謂「假設的」真實價格的推算，為避免前述過度補償的問題，必須將市場因素造成的股價漲跌排除，因此需要財務經濟學家的協助，細節於此暫不討論<sup>85</sup>。

## 二、差額計算的方式

就前述差額的計算而言，德國學說上區分為公布假消息的股價上漲與揭露假消息後的股價下跌兩種方式<sup>86</sup>，舉例說明如下：

A 公司股價原為 20 元，因該公司發佈假的利多消息而上漲至 40 元，投資人甲於此時以 40 元購入股票，其後假消息曝光，A 公司股價跌至 5 元，而甲並未賣出股票。假設 A 公司在未公開假消息前的股價 20 元，可以被認定為甲購入股票時的真實價格，此時，所謂假設性差額說並非以甲現在的持有股票的股價 5 元，與假設性真實價格 20 元相減所得出的 15 元，而是以真正購入股票的成本價 40 元，與假設的真實價格 20 元相減結果的 20 元。按甲的現實財產狀態乃是以  $40$ （購入股票的成本） $-5$ （現在的股票價格） $=35$ （亦即虧損 35 元），而甲的假設性的財產狀態則是  $20$ （當時本應以 20 元購入股票=購入股票的成本） $-5$ （現在的股票價格） $=15$ （亦即假設公司未公布不實資訊，甲虧損 15 元），而甲本應只虧損 15 元，現在卻虧損 35 元，其差額即是 20 元，也就是真實的購股成本 40 元，與假設性的股價 20 元

---

澤鑑，損害概念與賠償分類，月旦法學雜誌，第一二四期，頁 203（2005）。

<sup>85</sup> 請參考莊永丞，證券交易法第二十條證券詐欺損害估算方法之省思，台大法學論叢，第三十四卷第二期，頁 130 以下（2005）。

<sup>86</sup> Wagner, a.a.O.(Fn.33), S.495, S.524ff.

的差額。事實上，以真實的購股成本與假設性的股價相減的結果，即是表達原本應只花 20 元買股票，實際卻花了 40 元，於是買貴了 20 元之意<sup>87</sup>。其次，若吾人能確定在不實資訊遭揭露後，市場消化該真實資訊後 A 公司的假設性真實股價為 15 元，則甲的損害亦可由計算其現實的購股價格（40 元）與假設的真實價格（15 元）的差額而得出 25 元<sup>88</sup>。德國法上金錢賠償的方式，既排除一般市場因素，似乎與國內學說所討論的淨損差額法的計算方式相同<sup>89</sup>。

依前述公布假消息的股價上漲與揭露假消息後的股價下跌之間不同的真實價格而計算的損害，兩者間具有一定的差異其實應不罕見，蓋該公司之股價於假消息公司時可能位於歷史低點，故有利的假消息公布後，可能促使股價大幅上揚。反之，在假消息公布後，亦可能引發所謂的崩盤效應<sup>90</sup>，使股價大跌。因此，有學者主張，應綜合兩種計算方式以求得一中間值（Mittelwert）<sup>91</sup>，例如於前例中，公布假消息後的真實股價為 20 元，甲的購股價格為 40 元，其差額為購股價的 50%。但在揭露假消息後的真實股價為 15 元，差額為購股價的 62.5%，兩者的平均值為 56.25%，故甲得請求賠償  $40 \times 56.25 = 22.5$  元（亦即兩種計算方法所得之損害的平均值： $(20+25)/2=22.5$ ）。

<sup>87</sup> 主張以不實資訊未揭發前的真實股價為損害計算基礎者，如 Zimmer, a.a.O.(Fn.52), S.9, S.17.

<sup>88</sup> 主張以不實資訊揭發後的真實價格為準者，如 Fleischer, a.a.O.(Fn.27), S.1805, S.1809; Baums, a.a.O.(Fn.60), S.139, S.189f.; Sethe, a.a.O.(Fn.24), §§ 37b, 37c, Rn.79.

<sup>89</sup> 賴英照，最新證券交易法解析，頁 822 以下，自版，再版（2009）；劉連煜，新證券交易法實例研習，頁 307 以下，自版，七版（2009）。

<sup>90</sup> 參照莊永丞，前揭註 85，頁 142 以下。

<sup>91</sup> Wagner, a.a.O.(Fn.33), S.495, S.526.

### 三、因果關係

如前所述，對適用德國民法第八二六條的侵權行為之不實資訊責任，德國聯邦法院在近年來有關 ComROAD 公司的一連串判決中，對於交易因果關係的問題，一再嚴格要求，原告需舉證其買入股票與公司負責人公開不實資訊之間有因果關係，甚至不分原告請求的損害賠償為回復原狀或金錢賠償皆然<sup>92</sup>。特別是對於民事訴訟上的推定證據（Anscheinbeweis）之適用，德國聯邦法院亦不願採納，蓋其認為，投資人買入股票乃其個人的抉擇，並非單因公司公開不實資訊之事實，即得依論理或經驗推論而得的事實<sup>93</sup>。同時，德國聯邦法院亦拒絕適用過去德國實務對初級市場不實公開說明書所發展出來的「投資氣氛」說，以減輕原告對因果關係的舉證責任，已如前述<sup>94</sup>。最後，對於美國法上詐欺市場理論，德國聯邦法院的態度亦同<sup>95</sup>。職是之故，原告欲證明其購股動機與不實資訊有因果關係，依德國聯邦法院的所舉之例，投資人需證明其持續追蹤研讀公司每一次即時公開的資訊，不但一大早看報紙，日間在辦公室以及夜裡在家還得持續由網路取得資訊<sup>96</sup>，由此可見其舉證的難度。

德國學說則有主張，應視原告主張的賠償方法，而適用不同的因

<sup>92</sup> BGH ZIP 2007, 679, 680 Rdn. 9 - ComROAD II; genauso ZIP 2007, 681 f. Rdn. 5 ff. - ComROAD I; ZIP 2007, 326 Rdn. 4 ff. - ComROAD III; ZIP 2007, 1560, 1561 f Rdn. 14 ff. - ComROAD IV.

<sup>93</sup> BGH ZIP 2007, 679, 680 Rdn. 4 - ComROAD II; ZIP 2007, 326 Rdn. 4 - ComROAD III; ZIP 2007, 1560, 1561 Rdn. 15 - ComROAD IV.

<sup>94</sup> 見前揭註 56。

<sup>95</sup> 見前揭註 61。

<sup>96</sup> BGH ZIP 2007, 1560, 1562 f. - ComROAD IV; vgl. auch ZIP 2007, 326, 327 Rdn. 6 - ComROAD III.

果關係要件，亦即，就回復原狀部分，仍可維持前述嚴格的因果關係，但對於主張金錢賠償的原告，則不妨適用較寬鬆的原則。按德國民法第二五一條第二項第一句所規範的金錢賠償，依前述的假設性差額說，係以投資人現實的財產狀況，與假設公司或其負責人履行其公開義務而公布正確資訊的情形下，投資人可能的財產狀況比較後之差額，因此，此賠償方法與投資人的買股決定無關，蓋原告僅主張在公開不實資訊的情形下「買貴了」，因此，請求對方賠償差價，並非要求返還全部的價金。職是之故。原告只要證明公開不實資訊此一原因事實，將造成股價不當變動的結果，亦即，原告僅需證明，若公開的資訊若屬真實，股價本不會不當的上漲即可，與其是否可能買入股票與否無關<sup>97</sup>。

上述學說頗值贊同，蓋對於股價的漲跌，事實上與個別散戶投資人所知或不知的消息無關，而是取決於「整體市場」所接受的資訊，以及其對該資訊的判斷與回應。而所謂「整體市場」係指在市場上運作的各種機構投資人、媒體以及其他專業人士等。基於前述人員的專業性，一旦公司公開不實資訊，吾人依生活經驗即可推斷，由專業人士組成的整體市場將有相對的反應，因而影響股價。此時，似乎有推定證據適用的空間，亦即，原告僅需舉證公司發佈假消息，法官應可推定市場上股價的變動與之有因果關係，因而肯定原告損害賠償的請求<sup>98</sup>。

<sup>97</sup> Baums, a.a.O.(Fn.60), ZHR 167 (2003), S.139,S.181; Zimmer, a.a.O.(Fn.52), S.9, S.17; Zimmer, a.a.O.(Fn.12), §§ 37b, 37c WpHG Rn.90; Wagner, a.a.O.(Fn.33), 528ff.

<sup>98</sup> Vgl. Wagner, a.a.O.(Fn.33), ZGR 2008, S.495, S.528ff.

## 伍、德國法上不實資訊損害賠償方法 於我國法適用上的省思

### 一、會計師責任

我國法對會計師責任的規定，在證交法二〇〇六年修正以前，即有頗多爭議，會計師因財報不實對投資人責任的法律基礎，可能是舊證交法第二十條第二項（發行人公佈之財報不得有虛偽或隱匿之情事）以及第三項（違反前項規定者應負賠償之責）為基礎<sup>99</sup>，惟該項僅規定發行人的賠償責任，似難以作為會計師責任的依據。因此，我國司法實務與學說，多以侵權行為作為會計師責任的請求權基礎，而主要的爭議點，則在會計師違反審計義務之侵權行為責任的請求權基礎，究為民法第一八四條中三種侵權行為的哪一種類型<sup>100</sup>，此外，若能認定該責任為侵權行為責任，另可使會計師與發行人依民法第一八五條之共同侵權行為，負連帶賠償責任<sup>101</sup>。

<sup>99</sup> 對舊證交法第 20 條民事責任的類型，過去有契約說、侵權行為說以及獨立類型說等爭議，參見賴英照，證券交易法逐條釋義第一冊，頁 327 以下，自版（1996）；劉連煜，論證交法一般詐欺條款之因果關係問題，收錄於公司法理論與判決研究（一），頁 205 以下，自版（2005）；王志誠，財報不實之民事責任，月旦財經法學雜誌，第一期，頁 123（2005）。

<sup>100</sup> 詳參黃銘傑，從安隆（Enron）案看我國會計師民事責任之現狀，月旦法學雜誌，第八十五期，頁 111（2002）；曾宛如，有關不實財報會計師民事責任之探討，收錄於現代公司法制之新課題—賴英照教授六秩華誕祝賀論文集，頁 495，元照出版公司（2005）；陳文智，該讓會計師享用比例責任制了嗎？—評析證券交易法引進比例責任制之正當性，法學新論，第一期，頁 70（2008）。

<sup>101</sup> 黃銘傑，前揭註 100，頁 113；黃銘傑，公開發行公司法制與公司監控—

在證交法於二〇〇六年修正之後，新增的第二十條之一條第三項已經明確地將會計師列入不實財報造成投資人損害時的賠償義務人之一，雖立法者將會計師對其過失的舉證責任原則與其他賠償義務人做出區隔，但其他構成要件卻大致相同。然而，為免會計師承擔過高的賠償責任，故立法者不採連帶責任制，而另引進所謂的比例責任制，使會計師僅在其過失責任的範圍內負賠償責任<sup>102</sup>。除此之外，我國司法實務對會計師的過失審計行為與投資人損失間之因果關係，多從嚴認定，例如在較早期的九億案<sup>103</sup>中，最高法院於認定會計師不實財報的侵權行為責任時，即否認因果關係的存在，惟此案原告為信賴會計師查核報告而貸款予九億公司的銀行，與投資人因買入股票而生的損害無關；在近年來其他一、二審判決中，例如在順大裕案<sup>104</sup>以及由投保中心提起的大中鋼鐵案<sup>105</sup>中，法院亦反對詐欺市場理論對會計師之適用，進而否認因果關係的存在。對此一會計師責任的限縮，台中地院在順大裕案中曾說明：「故就會計師之立場而言，所有蒐集證據之過程，係供自己之用，非為他人所用。若論會計師在蒐集證據之過程中，未保持專業上之警覺，採取適當之程序，而應負無限制之賠償責任，則其過失情節及責任範圍，亦顯不相當。」<sup>106</sup>

---

法律與經濟之交錯，頁 273 以下，元照出版有限公司（2001）。

<sup>102</sup> 惟亦有反對比例責任制之立法者，如陳文智，前揭註 100，頁 70；反對的理由詳見，黃銘傑，前揭註 101，頁 287 以下。

<sup>103</sup> 最高法院 78 年台上字第 2437 號判決。

<sup>104</sup> 台中地院 92 年度重訴字第 706 號判決以及台中高分院 93 年度金上字第 2 號判決。

<sup>105</sup> 台中地院 91 年度重訴字第 334 號判決。

<sup>106</sup> 對本判決的嚴厲批評，見劉連煜，前揭註 89，頁 286，註釋 14；劉連煜，

爲使會計師不必因過失未能發現財報缺失而對投資人負擔過高賠償責任，除了在法律效果方面引入比例責任制之外，吾人或可考慮對構成要件增加額外的限制，對此，台中地院在順大裕案中即提出一比較法上的規範方式，頗值參考，亦即，「惟關於會計師之責任部分，該國（作者按：美國）『侵權行爲法第二次整編』第五百五十二條第一項、第二項（Restatement (second) of Torts § 552）規定，會計師僅對於意圖或事實上知悉會利用其所提供資訊之特定人或隸屬特定集團之一人負責<sup>107</sup>。」此乃美國法律學會（American Law Institute）所整理編纂之美國普通法中侵權行爲法的規則，此一要件實與德國司法實務對會計師賠償責任要件的限制頗爲類似，亦即，如前文有關德國法上會計師對投資人賠償責任所述，會計師必須明確知道，基於對某特定第三人的利益，其查核義務或注意義務更應高於法律原本所規定時，方有使其對該第三人負責的餘地。

綜上所述，本文以爲會計師責任限制的出發點，似乎應放在賠償權利人範圍的限縮，一如我國學者曾宛如對此問題所下之標題：「會計師負責對象的合理設計」<sup>108</sup>。因此，本文建議，對我國證交法中有關會計師責任法規範的適用，似可將賠償權利人的範圍，限縮在特定第三人中。對此，依本文所見約有兩個要件，其一，賠償權利人需對

---

財務不實之損害賠償責任：法制史上蜥蜴的復活？—證券交易法新增訂第二十條之一的評論，月旦民商法雜誌，第十一期，頁 57（2006）。

<sup>107</sup> 此段文字似譯自 Restat 2d of Torts, § 552 (2)(a)，原文如下：“...the liability...is limited to loss suffered (a) by the person or one of a limited group of persons for whose benefit and guidance he intends to supply the information or knows that the recipient intends to supply it; and (b)...”。

<sup>108</sup> 曾宛如，前揭註 100，頁 501。

財報的正確性有特殊利益，例如前文中所引德國司法案例的事實中，原告即是以財報所表達的內容做為是否併購該公司的依據；其二，會計師需能預期該第三人有此一特殊利益存在。在法學方法上，似應將證交法第二十條之一第一項中所規定的善意取得人、出賣人或持有人，在適用同條第三項會計師責任時為目的性限縮，使符合前述兩個要件之投資人，方得請求會計師賠償損害<sup>109</sup>。

依前述見解，吾人不再需要以交易因果關係的審查來限縮會計師責任的成立，蓋符合本文主張要件者，必然曾閱讀並信賴財報內容正確方才決定購入股票，其結果，將使會計師因過失違反審計義務而生對投資人的賠償責任更難成立，惟有鑑於會計師的過失情節及責任範圍，此應為合理之限制。

## 二、對流通市場上投資人之損害賠償

### (一) 以回復原狀為損害賠償之方法在我國民法上的依據

因發佈不實資訊而致流通市場上投資人之損害，主要係由證交法第二十條之一有關不實財報的賠償責任規定所規範，惟若不實資訊非以財報的形式表現時，則可能適用證交法第二十條的一般證券詐欺條款。前述條文的法律效果為「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」，但卻未明確規定賠償方法。就德國法而言，對次級市場上投資人的損害，法律亦無明文，雖學說意見紛歧，但實務界至少在公司負責人對第三人賠償義務上，肯定回復原狀的適用，已如前述。就我國法之適用，似應有相同結果，蓋證交法

<sup>109</sup> 學者曾宛如則以修正前會計師法第 18 條的「利害關係人」出發，透過與本文類似的解釋以限縮其範圍，見曾宛如，前揭註 100，頁 504。

除第一五七條之一第二項有對損害賠償為特別規定外，其他民事責任之損害賠償法律效果，自應回歸民法的規定。而我國民法第二一三三條第一項既規定，除法律或契約另有規定外，損害賠償的方法即得回復至損害發生前的狀態，亦即，以使當事人互負返還原給付義務的方式回復原狀。

以互相返還原契約給付之回復原狀作為損害賠償之方法，在我國民法上亦可找到依據，例如民法第一九八條中所謂廢止請求權，即是因侵權行為而生的損害賠償請求權，例如甲因乙之詐欺而購買仿畫，此時受詐欺的甲得主張民法第九十二條之撤銷權，此外亦得主張民法第一八四條第一項後段之侵權行為損害賠償請求權，進而請求民法第二一三條之回復原狀，此時回復原狀的方法，若契約尚未履行，亦即甲尚未支付價金，甲自得要求乙免除其債務，以廢止乙之債權也<sup>110</sup>，若甲怠於請求而使其請求權罹於民法第一九七條第一項之時效，則甲雖無法請求廢止債權，但於乙依契約向甲請求支付價金時，甲仍得主張民法第一九八條之抗辯權而拒絕履行。

反之，若因詐欺而成立的契約已經履行，則甲自得主張廢止乙之債權，並請求乙返還價金。惟此處未見明確者，乃該返回原給付的請求權之本質為何，吾人或可主張其係不當得利請求權，蓋受詐欺而生的債權既已廢止，則乙之獲利即無法律上原因，應依民法第一七九條規定返還。然而，若甲廢止債權之請求權已罹於時效，則乙對甲之債權既仍存在，乙原無須返還，惟民法第一九七條第二項卻規定，乙仍

---

<sup>110</sup> 王澤鑑，因侵權行為為債務者之拒絕履行請求權及不當得利請求權，收錄於民法學說與判例研究(四)，頁303，自版(1983)；Wagner, in: Münchener Kommentar zum BGB, 4. Aufl., 2004, § 853 Rn.1.

應依關於不當得利之規定，返還其所受利益於被害人。本項之立法目的當在防止侵權行為人因時效而保留其所侵奪之利益，惟此所謂不當得利之規定，學者有認為係法律對侵權行為與不當得利兩種請求權得競合之例示者，故自為不當得利請求權，而應準用不當得利的構成要件<sup>111</sup>，惟亦有學者主張此乃侵權行為的請求權，蓋甲除廢止請求權已罹於時效外，同時其依民法第九十二條得主張之撤銷權亦已逾除斥期間，則甲乙間買賣契約仍為有效，自無不當得利之可能，但甲依民法第一九七條第二項卻仍得請求乙返還其獲利，故此請求權應有侵權行為的本質也<sup>112</sup>，而此亦為德國通說<sup>113</sup>。

若將前述案例的詐欺行為類比於資本市場上之不實資訊，又學者多認為證交法第二十條與第二十條之一規定之本質為侵權行為請求權<sup>114</sup>，則實難否認投資人得基於侵權行為之損害賠償請求權，主張以返還原給付作為回復原狀的方式。

## (二) 因果關係

### 1. 交易因果關係

所謂交易因果關係，係指投資人因被告虛偽、詐欺或其他引人誤信的行為（證交法第二十條第一項），或相信被告發佈的財報為真實（證交法第二十條第二項），因而陷於錯誤決策而買入證券，易言之，

<sup>111</sup> 例如史尚寬，債法總論，頁 217 以下，自版（1990）；孫森焱，民法債編總論上冊，頁 354 以下，自版，修訂版（2000）。

<sup>112</sup> 王澤鑑，前揭註 110，頁 310。

<sup>113</sup> Wagner, in: Münchener Kommentar zum BGB, 4. Aufl., 2004, § 852 Rn.5.

<sup>114</sup> 例如劉連煜，前揭註 89，頁 290。

若無詐欺或不實資訊，原告不會買賣系爭公司的股票<sup>115</sup>。以交易因果關係作為不實資訊損害賠償責任的構成要件之一，我國學術界與實務界似皆無異議，然主要爭點在於，依舉證責任之分配，投資人需證明交易因果關係，亦即，其須證明因閱讀財報、信賴其不實資訊而陷於錯誤，因此買賣系爭證券之事實。惟此一舉證之困難常使投資人之訴訟遭到法院駁回，職是之故，如何使投資人減輕對交易因果關係的舉證責任，即為此處的主要課題。對此，德國司法實務一再嚴守投資人應積極舉證的立場，並反對以舉證責任轉換等方式減輕其舉證責任，已如前述。

有關交易因果關係的論述，我國學術界多援引美國法上的詐欺市場理論<sup>116</sup>，認為不實資訊不只欺騙個別投資人，亦欺騙整體市場，股價因此變動，原告雖未閱讀或無能力閱讀財報，仍應推定交易因果關係存在，因此主張我國司法實務亦應朝此方向思考<sup>117</sup>。從而，我國司法事實務即引述或甚至直接援引詐欺市場理論作為判決依據，進而在諸多判決中肯定交易因果關係的推定原則<sup>118</sup>，其中不乏當時在媒體上

<sup>115</sup> 參見賴英照，前揭註 89，頁 800。

<sup>116</sup> 對於美國法上詐欺市場理論的詳細分析，請參考賴英照，前揭註 89，頁 801；邵慶平，證券訴訟上「交易因果關係」與「損害因果關係」之認定—評析高雄地院九一年重訴字第四四七號判決，台灣本土法學雜誌，第七十九期，頁 52（2006）；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，第八期，頁 153（2000）。

<sup>117</sup> 例如劉連煜，前揭註 99，頁 209；陳春山，不實財報之民事責任法律適用爭議，收錄於現代公司法制之新課題—賴英照教授六秩華誕祝賀論文集，頁 471，元照出版有限公司（2005）；吳光明，證券投資損害民事訴權之探討，月旦法學雜誌，第一五五期，頁 209（2008）；莊永丞，前揭註 116，頁 172。

<sup>118</sup> 例如正義食品案（台北地院 87 年度重訴字第 1347 號民事判決）、大中

喧騰一時的案例。前述法院判決中，除引用美國法上的詐欺市場理論為基礎，亦有以民事訴訟法第二二七條但書為舉證責任倒置的依據者<sup>119</sup>。

然而，近年我國學界似乎漸有對適用詐欺市場理論的反省聲浪，尤其詐欺市場理論的基礎乃在「效率市場假設」（efficient market hypothesis），而我國資本市場是否符合所謂「半強形」（semi-strong form）市場的要求，頗值懷疑，故我國實務相當寬鬆地在判決中對交易因果關係為推定的態度，應予檢討<sup>120</sup>。雖然如此，學者間對交易因果關係舉證責任推定的立場仍不相同，有明確反對舉證責任推定者<sup>121</sup>，亦有主張以立法明文規定交易因果關係之推定者<sup>122</sup>，另外亦有贊

鋼鐵兩案（台中高分院 93 年度金上字第 4 號民事判決與台中高分院 92 年度上易字第 471 號民事判決以及其前審判決台中地院 92 年度訴字第 243 號民事判決）、京元電子案（新竹地院 90 年度重訴字第 162 號民事判決）、立大農畜案（高雄高分院 94 年度金上字第 1 號民事判決）、順大裕案（見前揭註 102）、皇統科技案（台北地院 95 年度金字第 8 號民事判決）、博達案（士林地院 93 年度金字第 3 號民事判決）、勁永案（板橋地院 96 年度金字第 2 號民事判決）。

<sup>119</sup> 例如正義食品案、京元電子案與立大農畜案等。

<sup>120</sup> 詳見廖大穎、陳啓垂，論不實企業資訊之損害賠償與因果關係的舉證責任分配—評述「詐欺市場理論」在實務上的適用，收錄於企業與金融法制：余雪明大法官榮退論文集，頁 645，自版（2009）；廖大穎，論企業揭露不實資訊與損害賠償之因果關係—兼評台北地方法院八十七年度重訴字第 1374 號民事判決的認定基礎，月旦法學雜誌，第一五三期，頁 261（2008）；邵慶平，前揭註 116，頁 52。

<sup>121</sup> 廖大穎、陳啓垂，前揭註 120，頁 670。

<sup>122</sup> 如劉連煜，前揭註 99，頁 286；張心悌，證券詐欺之因果關係與損害賠償—板橋地方法院九六年金字第 2 號民事判決評釋，台灣本土法學雜誌，第

同舉證責任推定，但否認其基礎為效率市場假設，而主張只要投資人信賴股票價格不應受到不實資訊的扭曲，即可推定交易因果關係者<sup>123</sup>，最後亦有主張原告只要證明有價證券之價格確實受到不實資訊的影響即可，而不需證明曾閱讀財報，蓋原告亦信賴市場價格已反映所有資訊<sup>124</sup>。

## 2. 損失因果關係

所謂損失因果關係係指投資人買賣有價證券的損害，係肇因於證券詐欺或不實資訊<sup>125</sup>，此一要件的主要目的，在於認定原告的損害確係因被告的不法行為而生<sup>126</sup>，蓋若故股價下跌乃肇因於一般市場因素，而非不實資訊，實無理由令原告負責。對此，吾人首先應思考的問題，乃是損失因果關係究竟是證券詐欺或不實資訊責任的成立要件<sup>127</sup>，或只是損害賠償範圍的決定原則<sup>128</sup>，我國學界於探討交易因果關

一〇一期，頁 258 (2007)。

<sup>123</sup> 邵慶平，前揭註 116，頁 57。

<sup>124</sup> 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，台大法學論叢，第三十三卷第五期，頁 87 (2004)。

<sup>125</sup> 參閱賴英照，前揭註 89，頁 814。

<sup>126</sup> 惟我國亦有學者援引侵權行為法上兩種不同因果關係，亦即，不法行為與權利受侵害間之責任成立因果關係，以及權利受侵害與損害間的責任範圍因果關係，而認為所謂交易因果關係乃不實資訊與投資人善意交易間的因果關係，而損失因果關係則是善意交易與損害間的因果關係，參見廖大穎、陳啓垂，前揭註 120，頁 668，此一見解似謂，凡與善意交易有相當因果關係的損害皆屬被告賠償範圍，惟損害的發生通常係因揭露不實資訊後之股價下跌，似與投資人的購入股份無關。

<sup>127</sup> 以訴訟經濟的理由明確採此立場的學者為，張心悌，從美國最高法院 *Dura* 案思考證券詐欺之損失因果關係，月旦法學雜誌，第一五五期，頁 221 (2008)。

係時，有時並未明確區分前述問題<sup>129</sup>，而法院判決更偶有將損害因果關係與交易因果關係混淆，並適用詐欺市場理論者<sup>130</sup>。

至於交易因果關係的認定，我國學者多引美國實務見解而有寬緊不同的標準<sup>131</sup>，所謂寬鬆的標準，係指原告只需證明股價因不實資訊而上漲，而原告亦以該價格購入股票，至於嚴格的標準，則需證明被告公布的虛偽資訊為原告損失的直接原因，亦即，不實資訊揭穿後的股價下跌，並非由其他市場因素造成的<sup>132</sup>。至於我國實務見解，目前多以前述寬鬆的標準，即以股價於不實資訊揭露後的下跌事實作為認定損失因果關係的標準<sup>133</sup>。

### （三）損害賠償金額的計算

在不實資訊所導致的投資人損害，主要是由股價下跌所產生，一如前文有關損失因果關係所論述，股價的下跌有基於揭露不實資訊所造成，亦有其他市場因素，例如重大政治或經濟事件等。因此，此處主要的問題即是，在計算投資人損害時，是否應排除市場因素所造成

<sup>128</sup> 參見劉連煜，前揭註 106；邵慶平，前揭註 116，頁 58，以「『損害因果關係』與損害賠償數額的量化」為標題，似亦採此說。

<sup>129</sup> 例如莊永丞，前揭註 116，頁 178 以下，即是於討論交易因果關係時，一併論及損害計算的淨差額法與毛差額法。

<sup>130</sup> 例如台北地院之正義食品案，對此判決的批評，參見廖大穎，前揭註 120，頁 257 以下。

<sup>131</sup> 有關美國法上交易因果關係的論述，請參考賴英照，前揭註 89，頁 814；邵慶平，前揭註 116，頁 58 以下；張心悌，前揭註 127，頁 221 以下；莊永丞，前揭註 116，頁 173 以下。

<sup>132</sup> 參考賴英照，前揭註 89，頁 814 以下。

<sup>133</sup> 賴英照，前揭註 89，頁 822。

的價格下跌。若認為無須排除市場因素，則投資人的損失即可以不實資訊公布前投資人買入股票的價格，減去其真實出賣股票的價格而得出，此時所有非因不實資訊造成的跌價，亦皆由被告承擔，此一計算損害的方法，學理上稱為毛損益法。其次，若欲將市場因素導致的跌價排除在外，則需找到一假設性的真實價格，亦即，若公司未隱匿真實資訊或未公布不實資訊，該公司的股價本來應有的真實價值即是，而投資人的損害即是其購入股票的買價與真實價值的差額，此即所謂的淨損差額法<sup>134</sup>。

若吾人欲採淨損差額法，則前述假設性的真實股價應如何計算得出，乃此處最為棘手的問題<sup>135</sup>。其中最簡便的方式，當然是以公司更正不實資訊後，當日股市交易的收盤價為準，蓋吾人或可假設，於假消息更正後，股價自不再受其影響，而再度由市場供需決定<sup>136</sup>。惟不實資訊揭露後，市場經常會產生過度恐慌的賣壓，致使股價亦無法反映真實價格，此即所謂崩盤理論（Crash Theories）<sup>137</sup>。因此，學說上常運用財務經濟學的方式，利用所謂的市場模型，以求得該假設性的真實價格，主要的計算方式有指數比較法（the comparable index approach）以及事件研究法（the event study approach）<sup>138</sup>。惟市場模

<sup>134</sup> 有關損害賠償金額的一般論述，請參考賴英照，前揭註 89，頁 822。

<sup>135</sup> 對此問題，我國學者有以美國文獻為基礎所做相當翔實的研究，如莊永丞，前揭註 85，頁 122（2005）；林文里，資訊公開不實所致損害金額的計算方法，受錄於現代公司法制之新課題—賴英照教授六秩華誕祝賀論文集，頁 505，元照出版有限公司（2005）。

<sup>136</sup> 林文里，前揭註 135，頁 509。

<sup>137</sup> 莊永丞，前揭註 85，頁 142；林文里，前揭註 135，頁 532。

<sup>138</sup> 詳細計算方式請參考莊永丞，前揭註 85，頁 128 以下；林文里，前揭註 135，頁 512。

型亦有其侷限性，蓋於計算真實價格時，需由人為方式假設特定事實，尤其需假設當公司適時公開資訊時，市場上所有投資人對公司的評估皆相同。而此明顯與現實不符，故其計算結果仍有爭議<sup>139</sup>。

最後，令人驚異的事實是，我國兩位學者在詳細研究此損害賠償金額計算方法後，竟不約而同地回歸前述最簡便的計算方法，而建議以公司更正不實資訊後的市價作為真實價格<sup>140</sup>，由此或亦可知淨損差額法的難處<sup>141</sup>。

最後，對於因不實資訊所致損害賠償的計算方式，我國學者有主張以被告不法行為係出於故意或過失，而分別適用毛損益法或淨損差額法者<sup>142</sup>。至於我國實務的立場並非一致，法院判決有採毛損益法者，亦有採淨損差額法者，對此將於下文中有關發行市場上投資人損害賠償的論述中一併討論。

#### （四）損益相抵原則的適用？

若投資人在揭露不實資訊之前，亦即，當系爭股票的市價仍處於因不實資訊的灌水狀態，原告就已經賣出若干持股而獲利，對於此一利益，被告是否能適用第二一六條之一的損益相抵原則，而由損害中扣除，我國實務在勁永案中，法院同意損益相抵的適用，但在博達案

<sup>139</sup> 莊永丞，前揭註 85，頁 132。

<sup>140</sup> 莊永丞，前揭註 85，頁 169；林文里，前揭註 135，頁 541。

<sup>141</sup> 惟應注意，學者莊永丞認為其建議之計算方式仍屬毛損益法，見前揭註 85，頁 169。

<sup>142</sup> 如劉連煜，前揭註 89，頁 308；前揭註 106，頁 61；另，曾宛如，證券交易法原理，頁 237，元照出版有限公司，五版（2008），則說明英國法亦有類似的規定。

<sup>143</sup>中，卻拒絕適用。我國有學者主張，原告買進與賣出的時點皆位於股價因不實資訊而灌水的期間，故買價與賣價中因不實資訊影響而增值的部分互相抵銷後，原告的獲利並非因不實資訊引起，因此反對損益相抵原則在此類案例中的適用<sup>144</sup>。

按依民法第二一六條之一規定，利益與損害需基於同一原因事實者，方得請求扣除，學說上解釋，利益與損害間需存在所謂的「內部的關聯性」（Innerer Zusammenhang），亦即，該利益需透過責任成立的原因事實直接引起，不須經由第三人或被害人（債權人）引起，方有內部的關聯性<sup>145</sup>。由此可知，原告賣出股票的獲利，必須與損害基於同一的責任成立要件方可，如前所述，投資人所受的損害，係基於信賴發行人公布的不實資訊而購入股票所引起，例如投資人獲知該公司將有併購的消息，然而，若同一利多消息將促使投資人購入股票，同一消息自不可能促使投資人賣出股票，而是基於其他的考量，例如獲利了結等。職是之故，投資人在揭露不實資訊之前即賣出持股之獲利，不得抵充損害也。

至於前文討論德國學說時（參、五），曾論及德國主張回復原狀的學者，為解決過度補償的問題，曾主張回復原狀的投資人，應由得請求返還的原買股的價金中，扣除該投資人可能改買其他股票而造成

---

<sup>143</sup> 兩案之判決文號，請參見前揭註 118。

<sup>144</sup> 張心悌，前揭註 122，頁 257。

<sup>145</sup> 所謂「內部的關聯性」（Innerer Zusammenhang）乃 Larenz 援引 Thiele 的用語，其目的在超越外在的因果關係的現象，更謹慎地適用損益相抵原則，siehe Larenz, Lehrbuch des Schuldrechts, Band I Allgemeiner Teil, 14. Aufl., 1987, S. 531f.

的損失（亦即市場因素造成的損失）<sup>146</sup>。惟此所謂的損益相抵，似乎應是學說上所謂「假設的因果關係」（hypothetische Kausalität）<sup>147</sup>的問題，亦即，假設導致損害發生的原因事實並未發生，該損害或類似的損害亦將因其後發生的另一個原因事實而引起，例如教科書的例子，某甲因過失打破旅館的玻璃，但不久之後，該旅館所有的玻璃卻因一次爆炸事件全部震碎，亦即，若甲未打破玻璃，玻璃也會因爆炸而破碎<sup>148</sup>。惟應注意，假設的因果關係的問題不在因果關係的認定，蓋該隱存的原因（Reserveursache）並非發生損害的原因，故僅涉及損害認定的問題<sup>149</sup>。

將前述假設的因果關係轉換到不實資訊損害賠償的事實中，設甲因 A 公司負責人乙所發佈的不實資訊而購入 A 公司股票，其後不實資訊遭揭穿，股價大跌，甲蒙受損失，此時乙可能主張假設的因果關係如下：假設甲未信賴不實資訊而購入 A 公司股票，甲亦將購入其他公司股票，又恰巧當時遭逢金融風暴，故甲亦必定蒙受股價下跌的損失，此一損失應由甲向乙請求回復原狀而返還購股價金中扣除。惟乙如此主張的結果，事實上就是將回復原狀的損害賠償額扣除因一般市場因素造成的損害，故與德國民法第二五三條的金錢賠償方式雷同。因此，有德國學者認為，回復原狀既因加入市場因素而有過度補

<sup>146</sup> Möllers/Leisch, a.a.O.(Fn.82), §§ 37b, 37c Rn.290.

<sup>147</sup> 對此問題，德國學說上有不同用語，請參閱王千維，民事損害賠償責任法上因果關係之結構分析以及損害賠償之基本原則，政大法學評論，第六十期，頁 225（1998）。

<sup>148</sup> Medicus, Bürgerliches Recht, a.a.O.(Fn.63), Rn.848.

<sup>149</sup> 王澤鑑，侵權行為法，第一冊，頁 222，自版（2003）；Larenz, a.a.O.(Fn.145), S. 523.

償的問題，若吾人認為有以如此迂迴方式修正的必要，為何不直接揚棄其適用，而直接依金錢賠償的方式請求<sup>150</sup>。

### （五）德國學說的觀點

由前文有關德國法的論述，可知因不實資訊而生的損害賠償方法，事實上與因果關係息息相關，此為我國學說忽略之處，分述如下：

首先，就德國法上最典型的損害賠償方法，亦即回復原狀而言，學說及實務皆毫不關心我國學說上所謂的損失因果關係，蓋投資人既得請求被告收回股票並返還購股價金，表示所有非因不實資訊引起的股價下跌之損失，皆由被告承擔，此時自無判斷損失因果關係的必要。其次，由於原告所主張的回復原狀，係回復至若被告未隱匿或公布虛偽資訊時，原告本來應有的假設性財產狀態，而此一財產狀態即是假設原告由於接受真實資訊因而決定不進場購入股票的財產狀態，因此，原告必須積極證明交易因果關係，亦即，原告購入股票的原因係信賴不實資訊的結果，易言之，若被告公布真實資訊，原告本不會購入股票。職是之故，德國法院判決之所以一再堅持原告應負擔交易因果關係的舉證責任，其原因即在此。此時，被告的不法行為是否亦同時詐欺市場並非重點，關鍵的問題是，原告自己是否受到詐欺而買入股票，故無採納詐欺市場理論的必要。由是可知，我國學者有論及以回復原狀或毛損益法作為損害賠償方法的優點時，常以經濟的理由，亦即原告無須舉證其損害，故可避免計算前述假設性真實股價的困難，再者，亦可藉由較高的賠償額嚇阻不法的發生<sup>151</sup>。惟就德國

<sup>150</sup> Wagner, a.a.O.(Fn.33), S.519.

<sup>151</sup> 莊永丞，前揭註 85，頁 170；林文里，前揭註 135，頁 518。

法的觀點而言，此一回復原狀的法律效果，係因原告能舉證交易因果關係的當然結果，因此，吾人甚至可以將交易因果關係當做損失因果關係看待，蓋當原告能證明交易因果關係時，即可獲得返還全部價金作為賠償，故賠償額即已確定。

反之，當事人若主張金錢賠償，此時則需採淨損差額法計算，以避免將市場因素計入損害而發生過度補償的現象，此時原告是否仍有必要舉證交易因果關係，則有疑問。依前述德國學者 Gerhald Wagner 的見解，若原告主張金錢賠償，即依淨損差額法計算的賠償，此賠償額為其現實購入股票的价格與假設被告未公布不實資訊的真實價格間之差額，易言之，原告主張回復至假設的正確股價，故要求被告補足其差額，蓋原告認為自己買貴了。此時，原告並不宣稱因受被告不實資訊的影響而購入股票，而是主張原告的不實資訊導致市場價格受到扭曲，而原告當時恰以灌水的價格買入股票，因而要求被告賠償其差額。此時原告所證明的因果關係，似乎恰是我國學說所謂的損失因果關係，亦即，因不實資訊而導致股價變動的因果關係。

綜上所述，本文贊同德國學說的見解，亦即，依當事人所請求的損害賠償方法，區分當事人所需證明的因果關係，若原告要求退還全部的購股價金，則應證明交易因果關係存在，若其僅主張賠償真實價格與其買價間之差額，則僅需證明損失因果關係。然而，此時似乎不宜再將兩種因果關係以不同名稱區分，蓋兩者皆為責任成立的因果關係，只是因原告所請求的賠償不同，而有內容上的差異而已。

#### （六）民法上損害賠償的體系

以上關於因果關係的論述，僅涉及被告責任是否成立的問題，至

於損害賠償方法的選擇則應回歸民法第二一三條以下關於損害賠償的基本規定，亦即原告究竟能主張回復原狀或金錢賠償，自應依民法的規定決定。

按我國民法的損害賠償方法係以回復原狀為優先，金錢賠償為例外，惟金錢賠償仍有不同的意義，事實上，損害賠償較佳的分類方式，應區分為「完整利益」（Integritätsinteresse）與「價值利益」（Wertinteresse）的賠償，例如甲因過失毀損乙之汽車，修理費用為五萬元，但乙之汽車在車禍前僅值三萬元<sup>152</sup>。若乙主張回復原狀，則法律欲保護乙之權利的完整性，故乙可以主張修理費用的五萬元，反之，若乙僅能要求價值利益，則甲只須賠償三萬元也。

以上所述的完整利益與價值利益的區分，即是我國學界討論不實資訊損害賠償方法時，經常討論的毛損益法與淨損差額法，亦即，完整利益的賠償需回復至原告若未購入股票時的財產狀態，因此不需將因市場因素導致損失排除；反之，價值利益的賠償則僅須賠償若被告未公布不實資訊時假設的真實價格，與原告真實買價的差額，亦即，股票因不實資訊造成的價值減損也，因此應除去因市場因素造成的跌價部分。

至於完整利益的賠償方法，首先原告得主張民法第二一三條第一項規定的回復原狀，亦即，加害人應回復被害人的財產至損害發生前的狀態，故乙得要求甲將車送修，而後返還一輛修理完畢的車，此外，依同條第三項規定，乙亦得直接向甲請求五萬元的修理費用，此為以金錢賠償方式代替回復原狀，但仍需賠償完整利益的五萬元。

<sup>152</sup> Vgl. nur Medicus, a.a.O.(Fn.63), Rn.817f.; 王澤鑑，回復原狀與金錢賠償－損害賠償方法的基本架構，月旦法學雜誌，第一二七期，頁197（2005）。

其次，民法第二一四條規定，債權人定期催告回復原狀，債務人逾期不為回復，則債權人得請求以金錢賠償其損害，惟此處的損害究係指回復原狀所需的費用（即完整利益），或價值利益，則有爭議<sup>153</sup>，而我國學者有主張應為回復原狀所需之費用者，蓋為保護原告的完整利益也<sup>154</sup>。

最後，民法第二一五條規定，「不能回復原狀或回復原狀有重大困難者，應以金錢賠償其損害。」而加害人於此處所負的賠償責任為價值利益的賠償，亦即，在前例中甲僅需賠償乙汽車因車禍後的價值減損計三萬元。

以上我國民法所規定的損害賠償方法一如德國法，多係以物之毀損或人身侵害為出發點<sup>155</sup>，在本文所討論有關不實資訊損害賠償的情形卻大不相同，茲分述如下：

1. 投資人主張民法第二一三條第一項回復原狀時，應係指回復其「完整利益」，亦即，假設公布資訊為真時，其將不會購入股票的財產狀態，此一請求權的內容就傳統觀念的回復原狀而言，或許是請求返還價金，但事實上就是一個以請求金錢給付完整利益為內容的請求權，故在原告已將股票賣出時，可請求返還售價與買價的差額，以回復至沒有購入股票時的財產狀態。

<sup>153</sup> 本條係仿自有關德國民法第 250 條，而德國學說對此亦有爭議，Vgl. Oetker, a.a.O.(Fn.45), § 250 BGB Rn.12.

<sup>154</sup> 王澤鑑，前揭註 152，頁 203。

<sup>155</sup> 見前揭註 68。

2. 至於民法第二一三條第三項的情形，由於市場投資人的損害，乃一單純經濟上的損失，自無以修復來回復原狀的可能，此一損害既無法修復，當然亦無請求回復原狀費用的可能。
3. 再者，就民法第二一四條的情形而言，一如第二一三條第三項，原告本無請求修復的可能，自無需催告後，再請求金錢賠償的必要。
4. 就民法第二一五條的第一種類型，亦即，不能回復原狀而言，原告的請求權為一金錢債權，金錢之給付無不能的可能，自不適用。
5. 最後則是民法第二一五條的第二種類型，亦即回復原狀顯有困難者，所謂回復原狀顯有困難，係指回復原狀須時過長、須費過巨或難得預期之結果等<sup>156</sup>。德國民法第二五一條第二項規定，回復原狀須支付不成比例的費用時，原告得請求金錢賠償，我國有學者認為，該條規定為民法第二一五條規定之回復原狀有重大困難的一種類型<sup>157</sup>。而此一標準，即是完整利益與價值利益的界線。何謂不成比例的費用，前文中曾提及，德國有學者主張，以德國法院實務對汽車交通事故一般採用的百分之三十為界限的見解，亦即，若賠償權利人請求回復原狀應返還的價金，超過價值利益的百分之三十時，即屬回復原狀須支付不成比例的費用，故僅能主張價值利益

<sup>156</sup> 最高法院 84 年度台上字第號判 1241 判決。

<sup>157</sup> 楊佳元，侵權行為損害賠償責任研究—以過失責任為重心，頁 120，元照出版有限公司（2007）。

也<sup>158</sup>。

至於，對於特定案例究應賠償完整利益或價值利益，依本文所見，應由被告自由選擇，亦即，在前述甲過失毀損乙之車的案例，乙欲請求甲支付五萬元修復該車，或請求甲賠償車的價值減損三萬元，應由其決定，尤其，在民法債編修正加入的第二一三條第三項後，更使過往以金錢賠償為例外的損害賠償原則崩解，既然當事人願放棄第二一三條第三項的完整利益而請求價值利益，實無不許之理。

因此，若投資人有能力舉證交易因果關係者，自得請求回復原狀的完整利益，亦即採毛損益法；若交易因果關係的證明有困難，則僅能請求價值利益，亦即採淨損差額法。

然而，若有回復原狀顯有困難的情形，原告前述的選擇權即受到限制，蓋民法第二一五條規定第二種類型係為加害人的利益而設，故此時被害人不得主張完整利益，僅能主張價值利益，例如回復原狀的費用遠高於物本身的價值。有學者認為，本規定可認為是民法第一四八條誠實信用原則在損害賠償法上的具體化<sup>159</sup>。惟問題在於，在不實資訊的損害賠償中，如何解釋回復原狀顯有困難，目前除前述德國學說所提出的百分之三十界限之外，本問題仍須由學界繼續研究以提出更適當的解釋。

### 三、對發行市場上投資人的損害賠償

在發行市場上不實資訊的主要來源乃公開說明書，而德國法上關於不實公開說明書責任的規定，係分散在不同的特別法中，此外，另

<sup>158</sup> Wagner, a.a.O.(Fn.33), 510ff.

<sup>159</sup> 王澤鑑，前揭註 152，頁 205。

有所謂民法上的公開說明書責任。由於特別法上公開說明書責任多準用德國交易所法第四十四條第一項，依其規定，賠償權利人得向義務人以返還證券為對價，請求賠償義務人返還其給付的價金（但不能超過發行價格），外加通常的交易費用；若投資人已將證券賣出，則其賠償請求權的額度，即以其購入證券時的實際買價（不得超過發行價格）與其後售出的賣價間的差額計算，另加上為買進與賣出支出的費用（交易所法第四十四條第二項第一句）。事實上，此一法定的賠償方法即是前文一再提及的完整利益的回復原狀，亦即我國學說所謂的毛損益法。此外，交易所法第四十五條第二項第一款規定，如賠償義務人能舉證投資人非因公開說明書而認購股票，則其得免責，由此一規定可知，德國立法者將交易因果關係的舉證責任轉由被告負擔<sup>160</sup>。

我國證交法中關於不實公開說明書責任的規定為第三十二條，與民國七十七年修法以前的規定比較，目前的法規範將原告對被告過失責任的舉證責任轉換由被告承擔，已有進步，惟就交易因果關係部分，仍不若德國法已有減輕原告舉證責任的修正，對此我國學者早有批評<sup>161</sup>。針對此一缺憾，我國法院判例已有回應，且亦引用詐欺市場理論作為依據<sup>162</sup>，惟仍有學者認為本條規定之本質為侵權行為，故依侵權行為的基本法理，仍宜由原告承擔因果關係的舉證責任，除非日

<sup>160</sup> Groß, a.a.O.(Fn.8), §§44, 45, BörsG Rdnr. 63.

<sup>161</sup> 賴英照，證券交易法逐條釋義第四冊，頁358，自版，再版（1996）。

<sup>162</sup> 例如正義食品案（台北地院 87 年度重訴字第 1347 號民事判決）、京元電子案（新竹地院 90 年度重訴字第 162 號民事判決）、順大裕案（台中地院 92 年度重訴字第 706 號判決以及台中高分院 93 年度金上字第 2 號判決）、博達案（士林地院 93 年度金字第 3 號民事判決）以及東隆五金案（台中高等法院 93 年度重訴字第 33 號民事判決等）。

後修法以明文規定舉證責任的轉換<sup>163</sup>。

至於損害賠償的方法，由於投資人的損害仍是以不實資訊揭露後的股價下跌為主，故原則上與前述不實財報並無不同，仍應是在毛損益法與淨損差額法間做一取捨。

在論及我國實務對不實公開說明書責任的賠償方式的相關立場前，在此需先補充一點：對於毛損益法與淨損差額法的意義，有學者認為，兩者皆是原告對系爭股票的購買價格與該股票之公平價格差額，計算原告可求償的金錢損害。但兩者的差異，則在所謂公平價格的認知不同，首先，淨損差額法的公平價格乃是不實資訊公布後而原告買入股票時的公平價格（即是假設被告未公布假消息的真實股價）。其次，毛損益法的公平價格則是不實資訊被揭露後的市價（若原告未賣出股票），或是揭露後合理期間內原告賣出股票的市價<sup>164</sup>。事實上，這兩種計算方式，即是在前文（肆、二）中討論有關德國法上以金錢賠償為損害賠償方式時，所述及的兩種差額計算方式，故兩種所謂公平價格都是假設性的真實股價，應皆為淨損差額法，僅前者為不實資訊未揭露前，假設所公布的不實消息為真時，系爭股票應有的真實股價，而後者卻是已公布真實資訊後，市場已經消化該消息，亦即已經排除其他影響股價因素後的真實價格。

前述學者見解對毛損益法的理解，或許來自美國一九三三年證券法（Securities Act of 1933）第十一條<sup>165</sup>的規定，該條為美國法上對發

<sup>163</sup> 王志誠，公開說明書不實記載之民事責任，政大法學評論，第八十二期，頁 129（2004）。

<sup>164</sup> 莊永丞，前揭註 85，頁 137 以下。

<sup>165</sup> 15 U.S.C. 77k (2003).

行市場之反詐欺規範<sup>166</sup>。依該條第五項規定，損害賠償計算的方法如下，若原告未賣出證券，則以原告購買股票的買價與以起訴當日的市價相減後的差額為損害額；若原告於起訴前售出股票，則以買價與實際出售價格相減；若原告於起訴後裁判前售出，如售價高於起訴時的市價，則以售價為減項，若售價低於起訴時的市價，則以起訴時的市價為減項。與前述德國交易所法第四十四條第一項相較，若原告已賣出股票，則計算方式兩國法制相類似，當然，美國法尚區分起訴前或起訴後的賣出，規定較為細膩；但若原告並未賣出股票，美國法係以買價與起訴時市價間的差額計算損害，德國法卻是真正的回復原狀，亦即，雙方互相返還原給付。若吾人定義毛損益法為未將市場因素排除在外之損害計算方法，則德國法規定的回復原狀方才是嚴格的毛損益法，蓋美國法在原告未賣出股票時，逕以原告的買價與起訴時的市價相減作為賠償額，似乎是以起訴時市價作為假消息已經消化完成後的公平價格，其中不應包括其他影響股價的因素，故應歸類為淨損差額法才是。惟解除契約返還原給付的回復原狀賠償方式，美國一九三三年證券法第十二條第一項第一款亦有類似規定。

對於前述不實資訊揭露後的公平價格的確定，似成為我國法院判決中所謂「毛損益法」<sup>167</sup>的計算基礎，例如順大裕案甚至認美國證券法第十一條為得以引用的法理而加以適用，並以認股價與八十九年二月平均收盤價間的差額計算損害，另博達案則以淨值（經認定為0元）為公平價格，蓋其亦已下市，已無透明的股價也。

至於京元電子案，法院則採所謂的類股指數法，即以京元電子股

<sup>166</sup> 王志誠，前揭註 163，頁 97。

<sup>167</sup> 學者賴英照皆稱之為毛損益法，見賴英照，前揭註 89，頁 855。

價收盤指數與電子工業指數比較，計算其差額，即是市場因素造成的損害，將之扣除後即是淨損差額也。最後，我國學者有以不實消息揭露後的市價為準<sup>168</sup>，亦有以係爭股票不再收漲停板後十日中的平均收盤價為準<sup>169</sup>。

至於我國證交法第三十二的損害賠償計算，就以何者為佳？我國有學者以發行公開與繼續公開間的區別，認為發行市場不實資訊責任的損害賠償仍以回復原狀為佳，蓋發行人為證券的出售人，若其以不實資訊出售股票而獲取不當利益，此時，法律應運用對原告更有利的方式求償，使被告無法保留其利益。故建議仿美國證券法第十二條第一項的立法例，使投資人得撤銷契約，並類推適用民法第二五九條回復原狀的規定<sup>170</sup>。惟依本文就我國現行法分析的結果，並不需以立法或類推適用等方式方能達到回復原狀的法律效果，蓋回復原狀本是侵權行為法的一種損害賠償方式，故吾人可效法德國法，直接適用民法第二一三條即可。

## 陸、結論

與我國證券交易法第二十條、第二十條之一以及第三十二條的規定相較，德國資本市場法對於不實資訊責任的規定，係分散規定在不同的法律中，甚至若干重要部分係由法官造法的方式完成。德國法的規範方式有其散亂不集中的缺點，尤其，各種責任的構成要件與法律

<sup>168</sup> 莊永丞，前揭註 85，頁 169。

<sup>169</sup> 林文里，前揭註 135，頁 541。

<sup>170</sup> 林文里，前揭註 135，頁 538。

效果亦不相同，使初學者不易瞭解。

惟德國法此種規範方式亦有因事制宜的好處，例如我國證交法將發行人（公司）、負責人、職員與專業人士等置於幾乎相同的構成要件與法律效果的規範下，未考慮各種賠償義務人各有其不同的背景因素。特別是由會計師責任的來觀察，更可以凸顯此一問題。按會計師事實上並非資本市場的參與者，其角色僅在評斷公司各類報表的真實性，方才因此間接參與資本市場。因此，依德國法的規定方式，將會計師責任獨立規範於會計法中（亦即德國商法中有關商業會計的部分），如此得以針對會計師的角色而獨立規範其責任要件，甚至是定額責任的特別效果，而我國證交法第二十條之一第三項雖已經將會計師對其過失的舉證責任原則與其他賠償義務人區隔，但其他構成要件卻大致相同。因此，對於有關會計師對第三人賠償責任的要件，應仿德國聯邦法院的見解，必須於會計師明知第三人對錯誤財報有特定利益時，會計師方需負責，以限制會計師執業的風險。

再者，針對本文討論重點，亦即損害賠償的方法，依本文研究的結果，德國法上係區分初級市場與次級市場而分別規定，就初級市場而言，係以回復原狀為原則，但對次級市場，卻未明文採回復原狀，雖學說意見紛歧，但實務界至少在公司負責人對第三人賠償義務上，肯定回復原狀的適用。觀諸我國證交法的規定，前述法條僅曰負賠償責任，亦無明確規定賠償方法，自應回歸民法的規定。而我國民法第二一三條第一項既規定，除法律或契約另有規定外，損害賠償的方法即得回復至損害發行前的狀態，在證交法的民事責任中，除第一五七條之一第二項有對損害賠償特別規定外，其他的賠償責任自得依民法第二一三條的原則為之，亦即，以使當事人互負返還原給付義務的方

式回復原狀。惟此一解釋方式亦不可避免將產生過度補償的問題，故本文認為，或可採德國學說的見解，採不同因果關係的舉證結果，分別適用不同的賠償方式，質言之，若原告能舉證其買入股票的動機係肇因於公司或發行人的錯誤資訊，則允許其請求完整利益的回復原狀尚非不可，若原告僅能證明錯誤資訊與股價變動的因果關係，則僅能請求以金錢賠償價值利益。

最後，就初級市場而言，我國學界有主張在發行市場上，公司以公開說明書完整呈現公司的財務業務狀況，並以之取信社會大眾投資，此時公司（或其負責人）為股票交易之法律行為的當事人，故於公開說明書的內容有虛偽事實時，以回復原狀為賠償方式應可接受，亦較符合投資人的利益，此一說法有其見地，但依民法第二一三條以下有關損害賠償方法的規定即可推得，本文以為重點應在交易因果關係的證明問題上，蓋如前所述，凡能證明買入股票係信賴不實資訊的結果，即能主張回復原狀，因此，吾人或可考慮減輕不實公開說明書交易因果關係的舉證責任，此時，援引詐欺市場理論而推定交易因果關係存在，應是可以接受的方式。

## 參考文獻

### 書籍

- 王澤鑑，侵權行為法，第一冊，自版（2003）。
- 史尚寬，債法總論，自版（1990）。
- 孫森焱，民法債編總論上冊，自版，89年10月修訂版（2000）。
- 曾世雄，損害賠償法原理，學林出版，第二版（1996）。
- 曾宛如，證券交易法原理，元照出版有限公司，第五版（2008）。
- 黃銘傑，公開發行公司法制與公司監控－法律與經濟之交錯，元照出版有限公司（2001）。
- 楊佳元，侵權行為損害賠償責任研究—以過失責任為重心，元照出版有限公司（2007）。
- 劉連煜，新證券交易法實例研習，元照出版有限公司，增訂七版（2009）。
- 賴英照，證券交易法逐條釋義第一冊，自版，再版七刷（1996）。
- 賴英照，證券交易法逐條釋義第四冊，自版，再版七刷（1996）。
- 賴英照，最新證券交易法解析，自版，第二版（2009）。
- Assmann, Heinz-Dieter/Schütze, Rolf A.(Hrsg.): Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl., 2007.
- Assmann Heinz-Dieter /Schneider Uwe H.(Hrsg.): Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz, 4. Aufl., 2006.
- Ebke, Wemer F.: Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch, 2. Aufl., 2008.
- Emmerich: Münchener Kommentar zum BGB, 5. Aufl., 2007.
- Groß, Wolfgang: Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., 2009.
- Larenz, Karl: Lehrbuch des Schuldrechts, Band I Allgemeiner Teil, 14. Aufl.,

1987.

Medicus, Dieter: Bürgerliches Recht, 18. Aufl., 1999.

Möllers, Thomas M. J./Leisch, Franz Clemens (Hrsg.): Kommentar zum  
Wertpapierhandelsgesetz, 1. Aufl., 2007.

Riegger, Bobo (Hrsg.): Gummert: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts,  
Band 2, 2. Aufl., 2004.

Schwark, Eberhard/Zimmer, Daniel: Schwark/Zimmer (Hrsg.),  
Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl., 2004.

Ulmer, Peter (Hrsg.): Münchener Kommentar zum BGB, Band 5, 4. Aufl.,  
2004.

#### 期刊論文

王千維，民事損害賠償責任法上因果關係之結構分析以及損害賠償之基本原則，政大法學評論，第六十期，頁 201-230（1998）。

王志誠，公開說明書不實記載之民事責任，政大法學評論，第八十二期，頁 91-158（2004）。

王志誠，財報不實之民事責任，月旦財經法學雜誌，第一期，頁 117-135（2005）。

王澤鑑，損害概念與賠償分類，月旦法學雜誌，第一二四期，頁 203-212（2005）。

王澤鑑，回復原狀與金錢賠償—損害賠償方法的基本架構，月旦法學雜誌，第一二七期，頁 196-207（2005）。

吳光明，證券投資損害民事訴權之探討，月旦法學雜誌，第一五五期，頁 204-214（2008）。

邵慶平，證券訴訟上「交易因果關係」與「損害因果關係」之認定—評析高雄地院九一年重訴字第四四七號判決，台灣本土法學雜誌，

第七十九期，頁 47-66（2006）。

張心悌，證券詐欺之因果關係與損害賠償—板橋地方法院九六年金字第二號民事判決評釋，台灣本土法學雜誌，第一〇一期，頁 251-258（2007）。

張心悌，從美國最高法院 *Dura* 案思考證券詐欺之損失因果關係，月旦法學雜誌，第一五五期，頁 220-228（2008）。

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，第八期，頁 147-183（2000）。

莊永丞，證券交易法第二十條證券詐欺損害估算方法之省思，台大法學論叢，第三十四卷第二期，頁 123-178（2005）。

陳文智，該讓會計師享用比例責任制了嗎？—評析證券交易法引進比例責任制之正當性，法學新論，第一期，頁 49-85（2008）

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，台大法學論叢，第三十三卷第五期，頁 51-93（2004）。

黃銘傑，從安隆（Enron）案看我國會計師民事責任之現狀，月旦法學雜誌，第八十五期，頁 105-118（2002）。

廖大穎，論企業揭露不實資訊與損害賠償之因果關係—兼評台北地方法院八十七年度重訴字第 1374 號民事判決的認定基礎，月旦法學雜誌，第一五三期，頁 242-264（2008）。

劉連煜，財務不實之損害賠償責任：法制史上蜥蜴的復活？—證券交易法新增訂第二十條之一的評論，月旦民商法雜誌，第十一期，頁 51-62（2006）。

Barta, Sebastian: Haftung des Abschlussprüfers gegenüber Anlegern bei pflichtwidriger Abschlussprüfung, NZG 2006, S. 855-858.

Baums, Theodor: Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes,

ZHR 167 (2003), S. 139-192.

Edelmann, Hervé: Haftung von Vorstandsmitgliedern für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen - Besprechung der Infomatec-Urteile des BGH, BB 2004, S. 2031-2033.

Engelhardt, Florian: Vertragsabschlusschaden oder Differenzschaden bei der Haftung des Emittenten für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen, BKR 2006, S. 443-448.

Fleischer, Holger: Konkurrenzprobleme um culpa in contrahendo: Fahrlässige Irreführung versus arglistige Täuschung, AcP 200 2000, S. 91-120.

Fleischer, Holger/ Kalss, Susanne: Kapitalmarktrechtliche Schadensersatzhaftung und Kurseinbrüche an der Börse, AG 2002, S. 329-336.

Fleischer, Holger: Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, NJW 2002, S. 2977-2983.

Fleischer, Holger: Die persönliche Haftung der Organmitglieder für kapitalmarktbezogene Falschinformationen - Bestandsaufnahme und Perspektiven, BKR 2003, S. 608-616.

Fleischer, Holger: Konturen der kapitalmarktrechtlichen Informationsdeliktshaftung, Zugleich Besprechung von BGH, Urt. v. 9.5.2005 – II ZR 287/02, ZIP 2005, 1270 (EM.TV), ZIP 2005, S. 1805-1812.

Fuchs, Andreas /Dühn, Matthias: Deliktische Schadensersatzhaftung für falsche Ad-hoc-Mitteilungen - Zugleich Besprechung des Urteils des OLG München, BKR 2002, 1096 - in diesem Heft, BKR 2002, S. 1063-1071.

Gerber, Olaf: Die Haftung für unrichtige Kapitalmarktinformationen - Zugleich

eine Besprechung der BGH-Entscheidungen vom 19. 7. 2004 „Infomatec“, DStR 2004, S. 1793-1798.

Gottschalk, Eckart: Die deliktische Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen - Zugleich eine Besprechung der BGH-Entscheidung vom 9. 5. 2005 - EM.TV, DStR 2005, S. 1648-1654.

Grigoleit, Hans Christoph: Neuere Tendenzen zur schadensrechtlichen Vertragsaufhebung, NJW 1999, S. 900-904.

Holzborn, Timo/Foelsch, Martin Eberhard: Schadensersatzpflichten von Aktiengesellschaften und deren Management bei Anlegerverlusten - Ein Überblick, NJW 2003, S. 932-940.

Hutter, Stephan/Stürwald, Florian: EM.TV und die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen: NJW 2005, S. 2428-2431.

Krause, Rüdiger: Ad-hoc-Publizität und haftungsrechtlicher Anlegerschutz, ZGR 2002, S. 799-841.

Lettl, Tobias: Einbeziehung Dritter in den Schutzbereich des Vertrags über eine Pflichtprüfung nach §§ 316ff. HGB, NJW 2006, S.2817-2819.

Lorenz, Vertragsaufhebung wegen culpa in contrahendo: Schutz der Entscheidungsfreiheit oder des Vermögens? ZIP 1998, S.1055ff.

Lutter, Marcus: Haftung von Vorständen, Verwaltungs- und Aufsichtsräten, Abschlussprüfern und Aktionären, Zeitschrift für Schweizerisches Recht (ZSR), Band 124 2005 II, S. 415-463.

Medicus, Dieter, Grenzen der Haftung für c.i.c., JuS 1965, S. 209-218.

Möllers, Thomas M.J./ Leisch, Franz Clemens: Die Haftung von Vorständen aus § 826 BGB gegenüber Anlegern wegen fehlerhafter Ad-hoc-Meldungen, Wertpapiermitteilungen, WM 2001, S. 1648-1662.

Möllers, Thomas M.J./ Leisch, Franz Clemens: Schaden und Kausalität im Rahmen der neu geschaffenen §§ 37b und 37c WpHG, BKR 2002, S. 1071-1079.

Möllers, Thomas M.J.: Das europäische Kapitalmarkt im Umbruch - Ein Zwischenbericht zu den kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten unter rechtsvergleichender Perspektive, ZBB 2003, S. 390-409.

Möllers, Thomas M.J.: Der Weg zu einer Haftung für Kapitalmarktinformationen, JZ 2005, S. 75-83.

Möllers, Thomas M. J.: Effizienz als Maßstab des Kapitalmarktrechts - Die Verwendung empirischer und ökonomischer Argumente zur Begründung zivil-, straf- und öffentlich-rechtlicher Sanktionen, AcP 208 2008, S. 1-36.

Mülbert, Peter O.: Empfiehlt es sich, im Interesse der Anlegerschutz und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? - Deutscher Juristentag, 4. Finanzmarktförderungsgesetz und Europa -, JZ 2002, S. 826-837.

Rössner, Michael-Christian/Bolkart, Johannes, Schadensersatz bei Verstoßes gegen Ad-hoc-Publizitätspflichten nach dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz, ZIP 2002, S. 1471-1477.

Schubert, Werner: Unredliches Verhalten Dritter bei Vertragsabschluß, AcP 168 1968, 470ff.

Spindler, Gerald: Persönliche Haftung der Organmitglieder für Falschinformationen des Kapitalmarktes - de lege lata und de lege ferenda -, WM 2004, S.2089-2098.

Teichmann, Christoph: Haftung für fehlerhafte Informationen am Kapitalmarkt,

JuS 2006, S. 953-960.

Veil, Rüdiger: Die Ad-hoc-Publizitätshaftung im System kapitalmarktrechtlicher Informationshaftung, ZHR 167 2003, S. 365-402.

Wagner, Gerhard: Schadensberechnung im Kapitalmarktrecht, ZGR 2008, S. 495-532.

Zimmer, Daniel: Verschärfung der Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation – Ein Alternativkonzept, WM 2004, S. 9-21.

### 專書論文

王澤鑑，因侵權行為負債務者之拒絕履行請求權及不當得利請求權，收錄於民法學說與判例研究（四），頁 299-314，自版（1983）。

林文里，資訊公開不實所致損害金額的計算方法，收錄於現代公司法制之新課題—賴英照教授六秩華誕祝賀論文集，頁 505-542，元照出版公司（2005）。

陳春山，不實財報之民事責任法律適用爭議，收錄於現代公司法制之新課題—賴英照教授六秩華誕祝賀論文集，頁 428-482，元照出版公司（2005）。

曾宛如，有關有關不實財報會計師民事責任之探討，收錄於現代公司法制之新課題—賴英照教授六秩華誕祝賀論文集，頁 483-504，元照出版公司（2005）。

廖大穎、陳啓垂，論不實企業資訊之損害賠償與因果關係的舉證責任分配—評述「詐欺市場理論」在實務上的適用，收錄於企業與金融法制：余雪明大法官榮退論文集，頁 625-674，元照出版公司（2009）。

劉連煜，論證交法一般詐欺條款之因果關係問題，收錄於公司法理論與判決研究（一），頁 203-223，自版（1995）。

## 摘要

有價證券的價格原應取決於證券表彰的財產權，惟有價證券一旦在資本市場上交易，其價格卻是由市場上的供需決定，而供需又經常受市場上的資訊影響。資訊既能操控證券的價格，則證券法規的主要任務之一，即在維持資訊的公開與正確性。凡以不實資訊使投資人蒙受損害者，應負賠償責任。

我國學界對於不實資訊損害賠償的論述，多以美國法為比較基礎，甚至法院實務亦有接受其理論的傾向。故本文選擇國內較陌生的德國法為比較基礎，探討其不實資訊的損害賠償方法。德國成文法與判例法對此係以回復原狀為損害賠償的原則，經比較研究之後，本文認為回復原狀在我國法亦有其適用的依據，同時也是較簡便又容易實施的制度，頗值我國司法實務參考。

## **Principles of Restoration of Security Investors' Damage Caused through False Information on the Capital Market - From the Viewpoints of German Law**

**Hsin-min Yeh**

### **Abstract**

The value of securities is decided through the property embodied in the paper. Once they are traded on a capital market, their value should depend on demand and supply, which are often influenced by information on the market. Since the information could easily manipulate the market price of securities, one of the tasks of securities regulations consists on keeping information transparent and correct. Those who use false information to cause investors' damages should be liable to restoration.

The discussion on the restoration of investors' damages through false information in Taiwan is mostly based on American law. Even the courts trend toward following it as well. Therefore the author decided to make a research focusing on German law, whose related regulations are unfamiliar in Taiwan. Instead of compensation the principle of restoration of investors' damages in German statute law and case law is restitution. After a comparative study it is concluded that the same principle could be applied to Taiwan law. It is simple, practicable and can be a good example for Taiwan.

Keywords: false information, restoration of damage, restitution, compensation, transaction causation, loss causation, liability of accountants