



內線交易民事損害賠償計算之反思

——以台美法制與聯○藥、Vaxart案為中心

■羅裕翔 僑光財經法律系助理教授

壹、前言

在證券集體訴訟實務中，關於內線交易之損害賠償，我國證券交易法（下稱「證交法」）第157條之1第3項明定，善意買賣所有人得請求之損害賠償額，原則上採「當日平均價格差額法」（即以善意買賣所有人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後10個營業日收盤平均價格之差額為準）。然而，此種「擬制差額法」在面對大盤劇烈波動或市場多空交織的複雜市況時，往往會將與內線消息無關的自然市場波動（如大盤崩盤、類股輪動）誤算為被告的加害不法利得。

而計算法一直是證交法案例的難題，不論刑案的犯罪所得計算或是集團訴訟的民事賠償計算皆是如此，追根究柢都是為求公平，然而「有損始填、填不逾損」，一直是民事損害賠償的原則，而證交法已明文訂有擬制計算法，在現今效率市場上，能否排除外力因素

介入的影響？

貳、我國對於內線交易犯罪所得之計算¹

在過去司法實務上對於內線交易犯罪所得之計算，有以下幾種計算式，而犯罪所得是刑案中必須處理的一環，而民事損害賠償則是以善意、從事相反買賣之人可藉由後續團體訴訟，進而主張系爭股票是因為內線交易而致其受損；而我國證交法第157條之1第1項規定何謂內線交易，同條第3項則規定民事損害賠償之計算方式，但對於如何計算犯罪所得則付之闕如，透過司法實務及學者援引外國法進行思考，故對於犯罪所得計算方式先扼要說明之：

一、關聯所得法

此法以：「必須該股票價格之變動與該重大消息之公開，其間有相當之關聯者為必要」²。例如，行為人在實際知悉重大消息後，消息未公開前，買進A

DOI：10.53106/20779836202610172007

關鍵詞：內線交易、民事損害賠償、證交法第157條之1、擬制計算法、差額計算、真實股價反應（揭露）法、人為通膨計算法

¹ 因刑法沒收制度修正，對於犯罪所得又稱犯罪因此而獲取之利益或減少之損失。

² 賴英照，誰怕內線交易，頁475，2017年；廖大穎，證券交易法導論，修訂八版，頁643，

本檔案僅供試閱，完整內容請見本刊或月旦知識庫。

公司股票，每股50元，消息公開後賣出，每股100元，此時犯罪所得未必為賣價100元減買價50元之後的50元。法院必須認定這增加的50元，完全係因為內線消息公開所產生，如因其他因素介入（例如立法院廢除證券交易稅）對市場的影響，就不能認為是犯罪所得。換而言之，內線交易行為人於知悉重大消息後買入某公司股票，後續犯罪金額之計算，應與行為時買賣股票之行為間有關連性，始能成立。

該立法理由所載「消息公開後價格漲跌之變化幅度」，當指計算內線交易之犯罪所得時點，必須該股票價格之變動與該重大消息之公開，其間有相當之關聯為必要，此為法理上之當然解釋。

由上可知，以是否具有因果關聯作為內線交易之犯罪所得計算之認定十點，必須先確立該股票價格之變動與該重大消息之公開間有相當之關聯為必要，且須排除無關造成證券價格波動的其餘因素，據以決定犯罪金額之範圍。此說在操作上有其複雜性，需借助大量的專家去分析、排除無關聯之因素，才能得到最後結果。

二、實際所得法

此說係以公式：賣時每股價格×股數－買時每股價格×股數－證券交易稅－交易手續費。

實際所得說係以行為人實際買進及賣出的股數與金額，扣除手續費及證券

交易稅之後，計算行為人的犯罪所得，因此對於尚未賣出的部分，則不列入計算。

三、擬制所得法

此說係以計算公式：「市場合理基準的交易價格×買進（或賣出）股數－購入成本－證券交易稅－交易手續費」。

在採以此計算式時，首先要先確定何謂市場合理基準價格？依此，有認為依證交法第157條之1第3項規定：計算民事損害賠償金額之計算方式，即以內線消息公開後10日股價平均價格，作為市場合理基準的交易價格。其理由在於，一般證券交易實務，倘有重大消息影響公開發行公司的股價。該重大消息的影響，通常影響10個營業日左右，若超過10個營業日後，則回歸到市場基本面，故10日後若股價仍有不尋常的漲跌，通常是因為其他因素，與該重大消息無關係。

惟有不同見解認為，在以內線消息公開後10個營業日的均價作為市場合理基準交易價格，是在尋求合理評估內線消息公開後對股價的影響，然而，若一概以內線消息公開後10日股價的均價作為計算標準，可能過於缺乏彈性。故建議可參酌內線消息公開後一定期間的股價走勢等因素，評估其替代價值的多寡，而不須執著於以消息公開特定時間點的股價為計算基準³。

2020年；劉連煜，現代證券交易法實例研習，增訂十八版，頁642，2021年；賴英照，內線交易犯罪所得如何計算？——評為高法院105年台上字第549號刑事判決，法令月刊，68卷1期，頁28，2017年。

³ 賴英照，證交法的犯罪所得，證券暨期貨月刊，39卷7期，頁16，2021年；薛智仁，證券交易