

商事法判解

證券詐欺

臺灣高等法院109年度金上訴字第51號刑事判決

【實務選擇題】

有關證券詐欺的民事責任中，下列有關「詐欺市場理論」（或稱「欺騙市場理論」；the fraud-on-the-market theory）之敘述，何者錯誤？

- (A) 詐欺市場理論係為減輕原告對損失因果關係的舉證責任
- (B) 詐欺市場理論乃以效率市場假說（efficient market hypothesis）為基礎所發展之理論
- (C) 被告得舉反證推翻因果關係之推定
- (D) 依詐欺市場理論，原告、投資人無須先證明交易因果關係

答案：A

【裁判要旨】

按證券交易法第1條明定其立法宗旨係「為發展國民經濟，並保障投資，特制定本法」，第2條並規定「有價證券之募集、發行、買賣，其管理、監督依本法之規定；本法未規定者，適用公司法及其他有關法律之規定」，可知證券交易法之規範目的，係經由對有價證券之募集、發行、買賣之管理、監督，使投資大眾得獲保障，以發展國民經濟。而證券交易安全之確保，首重誠信，並以透過防範證券詐欺，始能達成。故證券交易法第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」，即係為禁止證券詐欺，維護證券市場之誠信而設。違反證券交易法第20條第1項規定者，為證券詐欺罪，應依同法第171條第1項第1款規定論處，且只要一有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為者即成立證券詐欺罪，不以發生特定實害結果為必要，係抽象危險犯，而非實害犯，雖與刑法第339條第1項詐欺取財罪以行為人之詐術須使相對人陷於錯誤為其成立要件之結果犯不同，惟證券詐欺罪係以行為人所為虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之詐偽行為而為有價證券之募集、發行、私募或買賣為其要件，其中所謂「虛偽」係指陳述之內容與客觀事實不符；所謂「詐欺」，係指故

意以欺罔之方法使人陷於錯誤；所謂「其他足致他人誤信之行為」，係指故意以其他方法或行為（例如故意隱瞞重要事項致他人判斷失當等），誤導相對人對事實之瞭解或發生偏差之效果（以上各項行為，均須出於行為人之故意），與刑法第339條第1項詐欺取財罪行為人所為使人陷於錯誤之詐術行為之行為態樣並無不同，因證券詐偽罪通常發生在證券市場，投資人無從單純僅自證券所記載之內容判斷該證券之價值，如有故意藉虛偽資訊或施用詐術募集或買賣證券者，極易遂行其詐財之目的，被害人動輒萬千，妨礙證券市場健全發展及交易安全，為維護公益並促進市場發展，乃特設刑罰以嚇阻不法，因此證券詐偽罪為刑法詐欺取財罪之特別規定（最高法院107年度台上字第2937號判決意旨參照）。

【爭點說明】

（一）詐欺市場理論（Fraud on the Market theory）

首先應注意題目所給的股票是否符合「效率市場假說」，我國上市上櫃市場被認為屬於效率市場，可以適用「詐欺市場理論」，而興櫃市場並非效率市場故無適用之餘地。但若題目特別強調某股票雖屬於上市上櫃市場，但該股票難以即時於股價上反應市場資訊，則應該例外認定該股票不適用詐欺市場理論。依通說見解，於適用詐欺市場理論後，投資人當可依詐欺市場理論主張其因信賴市場之「正直性與健全性」而推定其善意買賣之行為與財報不實具交易因果關係，並不以實際看過發行公司所發布之不實資訊為必要。晚近美國實務上有Halliburton一案認為於適用詐欺市場理論時，毋庸著重於該市場是否為一效率市場，而得直接引用該理論之精神，產生推定交易因果關係之效果，如證券屬於我國興櫃市場，則可能得套用此案見解將詐欺市場理論適用於興櫃市場。

（二）次要行為人之責任

所謂財報不實之「次要行為人」，乃指配合發行人作假帳之廠商與負責人，但這些次要行為人是否為證券交易法第20條之主體不無疑義，以往實務見解大多認為次要行為人「未參與應如何編製財報之最後決定」、「無編制、通過、承認、公告財報等權責」而否定其賠償責任，但近期實務見解有將主體放寬至「參與募集、發行或買賣之人」以及「安排虛偽交易之行為人」。最高法院108年台上字第38號民事判決中，更承認證券詐欺得以民法第184條第2項、第185條共同侵權行為之規定求償。劉連煜老師認為，將次要行為人納入責任主體屬於必要，但應以故意及未必故意者為限，且應可適用民法第

277條但書轉換舉證責任以援引詐欺市場理論之法理。但若次要行為人之行為屬於過失，將落入民法第184條第2項之範圍，劉連煜老師認為此時應回歸侵權行為之舉證規則而不適用詐欺市場理論，且應類推適用證券交易法第20條之1第5項比例責任之規定。

【相關法條】

證券交易法第20條、第20條之1

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！