



波斯納

POSNER PUBLISHING CO., LTD.

證券交易法 解題書 (含1、2試)



新增110題目及關鍵實務與學說！

2022
二版新上市

- ◆ 司法官特考錄取
- ◆ 律師高考海洋法與海商法組及格
- ◆ 調查局特考法律實務組錄取
- ◆ 台大法研所商事法組

作者
曉墨

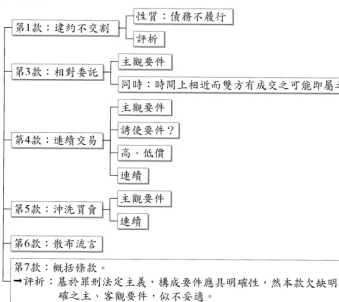


▲定價450元

【精準建構體系、圖表】

體系表

證券交易法 § 155



【關鍵條文，一本掌握】

⇒ § 3

- I 本規則所稱徵求，指以公告、廣告、牌示、廣播、電傳視訊、信函、電話、發表會、說明會、拜訪、詢問等方式取得委託書藉以出席股東會之行為。
- II 本規則所稱非屬徵求，指非以前項之方式而係受股東之主動委託取得委託書，代理出席股東會之行為。
- III 委託書之徵求與非屬徵求，非依本規則規定，不得為之。

觀念釐清 徵求 vs 非屬徵求

1. 徵求：受託人主動向股東索取委託書。
2. 非屬徵求：受託人係被動接受股東之委託而取得委託書。

⇒ § 5

- I 委託書徵求人，除第六條規定外，應為持有公司已發行股份五萬股以上之股東。但股東會有選舉董事或監察人議案，徵求人應為截至該次股東會停止過戶日，依股東名簿記載或存放於證券集中保管事業之證明文件，持有該公司已發行股份符合下列條件之一者：
 - 一、金融控股公司、銀行法所規範之銀行及保險法所規範之保險公司召開股東會，徵求人應繼續一年以上，持有該公司已發行股份二百萬股或已發行股份總數千分之五以上。
 - 二、前款以外之公司召開股東會，徵求人應繼續六個月以上，持有該公司已發行股份八十萬股或已發行股份總數千分之二以上且不低于十萬股。
- II 符合前項資格之股東、第六條之信託事業、服務代理機構或其負責人，有下列情事之一者，不得擔任徵求人：
 - 一、曾犯組織犯罪條例規定之罪，經有罪判決確定，服刑期滿尚未逾五年。

【考點羅列、解題應用】

證券交易法 前題書

(二) 乙說：

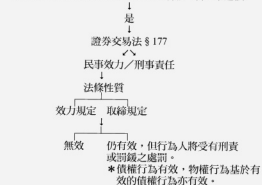
學說同樣是考點，從法益權衡及體系解釋觀之，證券交易法第43條之8應為效力規定，再從私法自治限制保障投資人之立法目的而言，避免有心人士以人頭方式將有價證券轉讓，而達到與公開發行相同效果其須經公開發行所負義務與義務及成本，進而損及投資市場之秩序，再再體現證券交易法第43條之8應為效力規定，不合法之轉讓行為應為無效。

(三) 參考結論：

本文以為，著眼於證券法保障投資之立法目的，應以私法自治之名行募集之實，應採學說見解為宜，故轉售限制之規定為效力規定，違法之轉售行為無效。

解題

檢驗是否違反證券交易法 § 43-1 各款「否」不違法



【解題架構、答題模板】

命題剖析

本題同樣是老考點，考的是重大消息明確時點的判斷，不屬於107年律師的點在於本件重大消息之性質係具有推測性，故不能用TSC案之理性投資人判斷標準，應改用BASIC案的可能性/影響程度判斷。

解題架構

1. 立法理由。
2. 規範主體。
3. 消息重大性。
4. 是否有消息成立時點。
5. 消息明確時點為何。

擬答

【本題共838字】

甲構成內線交易，析述如下：
(一) 證券交易法（下同）第157條之1規定，具有特定身分之人，於獲悉影響證券價格之消息後，於消息未公開或公開後一段時間內禁止買賣行為，此為內線交易禁止之規定，目的在於健全市場發展，使投資人與內部人能立於平等地位進行交易。

(二) 甲為內線交易之規範主體：



波斯納書系
歡迎洽詢最新資訊
02-23756688

一般反詐欺條款

曉墨編著《證券交易法解題書(1、2試)》波斯納出版

第二節 一般反詐欺條款 (§ 20 I)

考點1 主觀要件

證券交易法第20條第1項規定不得有「虛偽、詐欺」之行為，其主觀要件是否包含間接故意 (recklessness) 存在爭議，以下提供讀者參考模板。

參考模板

間接故意 (recklessness) 係指行為人對於陳述事實之真偽不在意之主觀狀態，一般反詐欺條款之成立，主觀要件是否包含間接故意，存有爭議，分述如下：

(一) 甲說 (否定說)：

→ 文義解釋：詐欺行為性質上應屬故意，殊難想像以過失為詐欺行為之情形。

(二) 乙說 (肯定說)：

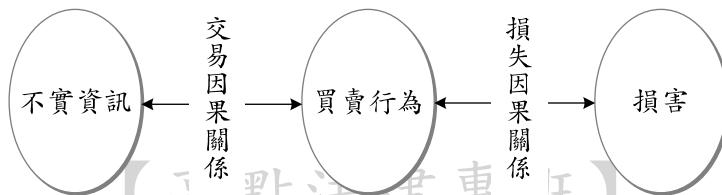
目的解釋：本條項規定在於要求責任主體提供完整資訊，與其主觀上為故意或過失無關，故縱其僅為過失，亦須受到本條項之拘束。

雖不具備積極意圖，然行為人亦不在乎陳述之真假，與一般過失有別，應納入廣義詐欺意圖之定義中¹。

(三) 參考結論：

本文以為，基於罪刑法定原則及證券詐欺之嚴厲性²，宜以甲說為可採。

考點2 因果關係



¹ 就算採肯定說也只是包含間接故意而不包含一般過失喔！否則將對發行人及其他市場參與者造成過重之責任，不利資本市場之活絡。

² 構成要件寬鬆，很容易該當的意思。

因果關係是一般反詐欺條款及財報不實中很重要的考點，內容包含交易因果關係及損失因果關係，就其重要性而言，交易因果關係又重於損失因果關係許多，以下分別就其理論及可能出現之考題類型說明之，後面談到財報不實時就不再贅述。

交易因果關係

原告須證明其買賣行為係因被告提供之錯誤資訊而造成。

(一) 相關理論簡介：

1. 效率市場假說：在一有效率之市場中，股價可充分反應出所有公開資訊。

最新發展

- 美國實務指出證券交易法上之效率市場與經濟學上之效率市場不同，僅指股價得反應資訊而已，非指對市場詐欺理論需建立在強勢效率市場之上，原告僅須證明「該市場為一發展良好之市場」，即推定該不實資訊具有衝擊股價之能力，而有詐欺市場理論之適用。
- 效率市場假說之新解釋：其解釋傾向中庸，不採經濟學上之嚴格解釋，只要於發展良好之市場，市場專家一般會考慮公司大部分已公開之重大資訊，進而影響市場價格。

2. 對市場詐欺理論 (fraud on the market theory)：在效率市場之前提下，因股價以充分反應所有資訊，則不實資訊將影響股價，故投資人縱係因信賴市場價格而非信賴不實資訊而交易，亦可推定其買賣行為與不實資訊間具交易因果關係，惟被告仍可舉反證推翻。
3. 詐欺創造市場理論 (fraud created market theory)：在新證券之發行市場，承銷價格係由承銷商與發行公司協商決定，並無效率市場存在，無法適用對市場詐欺理論推定交易因果關係，惟發行人如以不實資訊詐取承銷商之協助進而創造發行市場，使投資人誤信該證券具有該市場價值而買入，此種因詐騙行為使得原不得進入市場之有價證券進入市場流通之情形，仍應推定具備交易因果關係，投資人僅須證明相關資訊若真實揭露，該證券即無該市場價值或承銷商即無從配合承銷，則可推定被告之詐騙行為係該證券得以銷售之原因。

(二) 考題類型：

1. 舉證責任：於證券詐欺訴訟中，依規範說³，原則上由原告負舉證責任，惟證券詐欺之因果關係往往難以證明，為充分保障投資人權益及嚇阻不法行為，實務及學說以各種方法調整舉證責任，以下詳述之。

參考模板

在證券詐欺之訴訟中，按民事訴訟法規定，應由原告舉證證明其購買該證券之行

³ 主張權利存在之人，就權利發生事實負舉證責任，主張權利不存在之人，就權利障礙事實及權利消滅事實負舉證責任。

為與被告之不法行為間具因果關係，然證券市場上影響股價之因素甚多，實際操作上舉證甚為困難，對原告造成沉重負擔，不利其請求，為緩和前述情形，學說及實務提出不同解決方法，簡述如下：

(一)學說見解：

學說上引進美國實務上之對市場詐欺理論（Fraud on the market theory），在一發展良好之資本市場中，證券價格會充分反應市場資訊，不實資訊勢必亦將影響股價，縱個別投資人未取得特定不實資訊，但其因信賴價格而買賣，應推定其買賣與不實資訊間存有交易因果關係。簡言之，係以投資人信賴市場取代信任不實資訊，進而發生舉證責任轉換之效果，以減輕投資人舉證之負擔。

(二)實務見解：

近期實務見解⁴改變以往以民法上之相當因果關係認定證券詐欺因果關係之見解，多援引民事訴訟法第277條但書⁵，減輕原告之舉證責任。

2. 興櫃市場？對市場詐欺理論大大降低投資人之舉證責任，提高投資人勝訴之機率，惟對於資本市場之活絡有所影響，蓋若一概適用對市場詐欺理論，發行人易敗訴，則可能因為成本考量，造成撤出台灣證券市場之結果，故對市場詐欺理論之適用應有所限縮，以下模板係興櫃市場是否有對市場詐欺理論適用之餘地。

參考模板

我國興櫃市場是否有對市場詐欺理論之適用，存有爭議，簡述如下：

(一)甲說：

否定說者認為我國興櫃市場採議價交易模式而無市場價格，且成交量小，難以即時反應市場資訊，並非效率市場，故無對市場詐欺理論之適用，仍應由原告舉證證明交易因果關係之存在。

(二)乙說：

近期對效率市場假說已有較緩和之詮釋方式，我國興櫃市場交易制度行之有年，難謂非發展良好之市場，仍應有對市場詐欺理論之適用。

(三)此爭議尚無定論，筆者建議讀者可採一自己喜歡的見解即可。

3. 被告抗辯：考題有兩種型態，其一為以被告之抗辯為切入點，試問其有無理由，其二為角色扮演類型，要求考生以被告律師之身分為有利於被告之陳述，以下就被告可主

4 如最高法院105年台上字第49號判決：企業經營管理者，倘利用其資訊上之優勢，故意製作虛偽之財報申報或公告，既足使投資人誤以該企業之業績將有成長或有所轉機，而作出買賣股票之決定，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二百七十七條但書之規定予以減輕（降低證明度），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（證交法第一條規定參照）。

5 民事訴訟法第277條：當事人主張有利於己之事實者，就其事實有舉證之責任。但法律別有規定，或依其情形顯失公平者，不在此限。

張之抗辯說明之。

- (1) 真實市場抗辯：如後續公布之真實資訊，足以驅散不實資訊產生之誤導效果，被扭曲之證券價格亦回復時，即可推翻因果關係之推定。
- (2) 原告並非因信賴市場價格而為交易。

損失因果關係

原告之損害係由被告之違法行為所引起的，因為被告所為之不法行為，致原告購入有價證券而受損害。損害通常是由於不實消息揭露後，股價下跌所致，故原告僅須證明不實資訊被更正或揭穿後，股價確實有下跌，即可成立損失因果關係。

參考模板

行為人創造股價上漲之假象，並於揭露不實資訊後產生灌水股價無法繼續支撐之情形，股價因而下跌，是以，投資行為與損害間具損失因果關係。

筆者的話

損失因果關係概念不難，但筆者覺得有點難論述，所以附上模板供讀者參考！

考點3 損害賠償之計算

資訊不實的規定中，未如短線交易或內線交易明確訂出行為人損害賠償的計算方式，而留下學說及實務發展的空間，現主要之計算方式有毛損益法與淨損差額法，以下就兩者及學說、實務見解做簡要介紹：

(一) 毛損益法：

以原告買價與賣價之差額作為賠償金額，不排除詐欺行為以外之其他市場因素。

1. 優點：較具威嚇力。
2. 缺點：要求被告為所有因素負責，有失公平。

(二) 淨損差額法：

以原告交易價格與擬制之市場真實價格之差額作為賠償金額，被告僅須就詐欺因素所造成之損害負責。

1. 優點：理論基礎較堅強。
2. 缺點：真實價格之精算成本過高，實際操作困難。

(三) 實務及學說見解：

1. 實務上：最高法院有傾向淨損差額法之趨勢⁶。

6 如最高法院102年度台上字第1294號民事判決：「查上訴人（筆者按：加害人）自九十一年四月三十日起所申報公告之九十一年度第一季至九十三年度上半年度之財務報告不實，於該財報資訊不實期間，於公開市場買進上訴人股票之投資人，受有『市價』與『真實價格』間價差之損害，應以『淨損差額法』即投資人買進股票之市價與當時『真實價格』之差額計算之，始為合理，為原判決認定之事實。果爾，是

2. (劉)：以被告主觀惡性決定賠償範圍，意即若原告之不法行為係出於故意，可歸責性較高，應採毛損益法，若其係出於過失所致，則採淨損差額法，不宜以單一特定計算方法為必要，以求其平。另外，在採取淨損差額法時，不宜以過長期間之平均股價作為真實價格之擬制，否則無法凸顯詐欺行為對股價之影響，應盡量以有不實資訊該期間作為計算基準，或以最後消息爆發後之市場均價來擬制真實價格⁷。

考點4 不實資訊被揭露後，未出脫持股之投資人是否具「與有過失」？

關於此問題最高法院曾採肯定說⁸，惟遭學者強烈批評，蓋因證券市場瞬息萬變，何時始將重大消息完全反應完畢，投資人難以預知，且於不實資訊揭露後，市場上少有人願意購買該公司股票，縱投資人欲出售亦難如願，況且損害之發生（即股價下跌）非因投資人未出脫持股所致，不符合與有過失之定義。

學說見解補充（判決評析）^{9、10}

對於證券詐欺損失額及與有過失之關聯，學者多採否定見解，惟理由有所不同，又實務雖對損害賠償額之計算有漸採淨損差額法之趨勢，然以毛損益法計算者亦所在多有，故以下分別就淨損差額法及毛損益法論述。

(一) 淨損差額法：

其係以股票之真實價格與買進價格之差額作為計算方式，又真實價格係人為所擬制，故投資人何時出售股票與損害額之計算並無影響而無過失相抵之適用。

(二) 毛損益法：

1. 證券市場針對不實資訊之反應時間究竟多長，難以得知。

否上訴人於證券交易市場顯現之財務資訊會因陸續申報公報之財務報告內容有所變動，所反應之市場股價會有不同？真實價格亦會與時調整？參以附表所示各投資人係在不同時期、以不同價格買入上訴人股票（見原審卷外證物(二)附件二），則各投資人各買入時之真實價格是否一致無異？並非無疑，自有釐清之必要。原審未區辨各投資人買入股票之時點及市價差異，即概以上訴人虧損重大訊息公開揭露後十個營業日收盤平均價格3.378元，作為計算各投資人損害之真實價格，不無疏略，失之速斷。」（最高法院99年度台上字第521號民事判決、最高法院97年度台上字第1118號民事判決同旨）。

⁷ 劉連煜，新證券交易法實例研習，2018年9月，頁397。

⁸ 最高法院102年台上字第1305號民事判決：又按損害之發生或擴大，被害人與有過失者，法院得減輕賠償金額或免除之，民法第二百十七條第一項定有明文。此項規定之目的在謀求加害人與被害人間之公平，倘受害人於損害之擴大與有過失時，仍由加害人負全部賠償責任，未免失諸過酷，是以賦與法院得不待當事人之主張，減輕其賠償金額或免除之職權。倘被上訴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。原審未違詳查究明，遽以前揭情詞為不利於上訴人之論斷，自有可議。

⁹ 劉連煜，財報不實損害賠償之真實價格如何認定及投資人是否與有過失問題——最高法院102年度台上字第1294號等民事判決研究，月旦法學雜誌，第232期，2014年9月，頁234-245。

¹⁰ 何曜琛、陳盈如，資訊不實民事損害賠償之過失相抵／最高法院102台上1305判決，台灣法學雜誌，第251期，2014年7月，頁178-186。

2. 不實資訊揭露後，市場上少有投資人願意買受，投資人恐無法及時出脫持股。
3. 加害人財報不實之加害行為，為何會導致受害人需擔負必須出脫持股之義務？並無明確之法律依據。

試題演練

◎司律一試選擇題◎

●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？

（101 司法官）

- (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)

關鍵條文

- (A) 詐欺市場理論係減輕原告對交易因果關係之舉證責任，此選項錯誤。
- (B) 雖已有漸漸緩和之趨勢，然最高法院之多數見解仍認效率市場假說為詐欺市場理論之基礎。
- (C) 詐欺市場理論僅係推定交易因果關係，而非視為，被告自得舉證推翻該推定。
- (D) 詐欺市場理論之本意在以推定交易因果關係之方式減輕原告之舉證責任，故原告無須先證明交易因果關係，而係由被告舉證其不存在。

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！