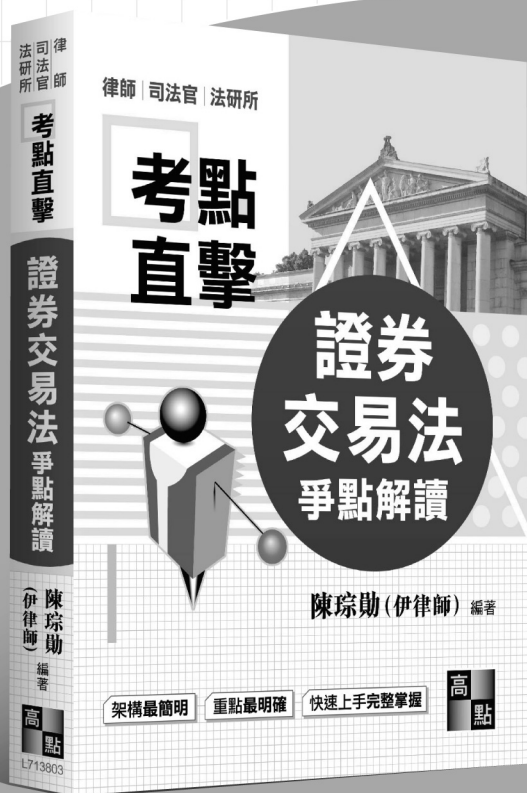


深入分析清楚統整，強化實戰應用能力！

證券交易法 爭點解讀

適用對象 律師、司法官、法研所



作者簡歷

★陳琮勛 (伊律師)★

- 台大法研所經濟法組
- 現為執業律師
- 高點資深講師(伊台大)

- ✓ 主題式深入介紹熱門爭議
- ✓ 深入學說見解，釐清龐雜觀念
- ✓ 直擊重點，有效深化作答內容
- ✓ 精選例題詳解，建立答題體系
- ✓ 掌握體系立體化，直指重心不複雜
- ✓ 深入介紹經典案例，掌握時事考點

建議售價：600元



高點文化事業

publish.get.com.tw



詐欺市場理論

陳琮勛（伊律師）編著《證券交易法爭點解讀》高點出版

爭點1 犯本條之罪是否以有相對人陷於錯誤，始能成立？

(一)肯定說：需有被害之相對人存在

「無論虛偽、詐欺或其他使人誤信等行為，均須出於行為人之故意，否則不為罪，依該條全文以觀，須有被害之相對人存在，該相對人復須因行為人之虛偽、詐欺或其他行為，陷於錯誤，始為該當，與同法第155條第1項各款僅係『行為犯』，而非『結果犯』之規定不同。」臺灣高等法院91年度上訴字第3711號刑事判決參照。

(二)否定說：從影響證券市場的角度出發，無需有被害人存在

如最高法院96年度台上字第2453號刑事判決：「證券詐欺罪通常發生在證券市場，投資人無從自證券紙張本身判斷證券之價值，如有藉虛偽不實之資訊募集或買賣證券者，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，為維護公益並促進市場發展，乃設重刑以嚇止不法，故本罪不論在修正前後均為刑法詐欺取財罪之特別規定。」

(三)小結

有力說見解採否定說，如以詐欺市場理論之觀點，以不實資訊誤導投資人並影響證券價格，不實資訊係對市場的欺騙，不能僅以無投資人提告而認定未有投資人受害¹。

(4)實際案例：

- ①以不實資訊出售未公開發行之股票或其他有價證券²。
- ②持不實財報或公開說明書，申請上市櫃或以虛假交易、虛增營業額，藉以提高上市時股票發行價格³。
- ③以虛假的交易虛增營業收益、美化財報⁴。

4. 因果關係（重要）：交易因果關係、損失因果關係

證券詐欺於實務的適用上，最常發生之爭議在於**因果關係之認定**，請求權人必須舉證行為人之詐欺行為與賠償請求權人之損害之間具有因果關係。

現實上股價漲跌之因素眾多，如果依傳統民事訴訟的舉證責任法則來運作，難使法官獲得因果關係之確信。亦即，原告本應舉證其**因信賴被告的詐欺行為**而為證券交易致使

1 賴英照，最新證券交易法解析，2017年9月，頁643。

2 最高法院104年度台上字第2744號判決、最高法院106年度台上字第1號判決、最高法院101年度台上字第862號判決、最高法院101年度台上字第703號判決。

3 最高法院96年度台上字第3218號判決、最高法院98年度台上字第1691號判決。

4 最高法院94年度台上字第1183號判決、最高法院93年度台上字第2885號判決、最高法院101年度台上字第5057號判決。

版權所有，重製必究！

其受有損害，惟此種舉證對原告而言並非易事。

案例

A公司因接二連三發生決策錯誤。A公司董事長甲於記者會說明A公司雖有財務問題，但已獲控制。菜藍族乙大媽買進A公司股票，但公司狀況並未好轉，甚至陷入跳票危機而股價重挫。乙乃起訴向甲求償。甲抗辯乙購進A公司股票係因其相信蓬萊財經台的伊老師天花亂墜的推薦，與其詐欺行為無關。問原告乙大媽有何回應可以主張？

【分析】

此時乙大媽需舉證「甲謊稱公司危機已獲控制」的記者會發言促使其「錯誤認定公司財務狀況而購入股票」，導致其「受有損害」，即甲的違法詐欺行為、與乙受有損害間，具備因果關係。此因果關係可分為兩階段：

- (一)交易因果關係：即行為人之詐欺行為使受害人陷於錯誤而為交易。簡而言之，需證明被害人被詐欺行為所騙而進行交易。
- (二)損失因果關係：即行為人之詐欺行為或資訊影響了股價漲跌，導致投資人受有損害。
- (三)交易因果關係的舉證問題：依民事訴訟舉證法則，原告需就構成要件舉證，即被害投資人需舉證因果關係存在，惟交易因果關係之舉證極為不易，尤其證券詐欺案例之事證往往偏在一方，令被害投資人舉證交易因果關係可能會阻斷其求償之路，故美國法上，遇有行為人以積極作為詐欺或不實陳述之情形，最高法院採用詐欺市場理論推定交易因果關係成立，說明如下：

觀念釐清

詐欺市場理論 (Fraud on the market theory)

(一)前提：效率市場假說 (efficient market hypothesis)

假設市場是一個有效率的市場，也就是所有的資訊都會充分反應在股價上⁵。

- (二)因市場是一個效率市場，所以一個不實的重大資訊提出於市場時，也將對股票價格有所影響，例如一個不實的利多消息造成某個股股價虛漲，而投資人因信賴市場之正直性(即信賴市場呈現的股價是真實價格)而為交易，即等同於投資人因不實的重大資訊而陷於錯誤，進而為交易行為。

換言之，不實資訊所欺騙的並不是特定的個別投資人，而是整個市場，而由於市場是效率市場，所以會在未查證該資訊是否屬實之下而反映該不實資訊於股價之上，又投資人因信賴市場所呈現的股價，而為交易行為，則間接建立了不實資訊與投資人交易行為間

5 一國的證券市場未必是一個效率市場，繫諸於資訊傳播速度、資源分配、交易規模、交易習慣等因素。效率市場在學理上又分為三種，弱勢市場、半強勢市場、強勢市場。弱勢市場：股價反應的資訊以過去所得資訊為限；半強勢市場：股價所反應之資訊包括了過去及現在所有可得之公開資訊；強勢市場：股價所反應的資訊包括過去、現在公開資訊及未公開之資訊。持詐欺市場理論者其市場至少必須是一個半強勢效率市場。

的因果關係。

(三)本說擴張了因果關係的認定範圍，由該詐欺行為對於「交易」的因果關係，擴張到詐欺行為對該市場的因果關係，使請求權人的因果關係舉證責任降低，即產生「推定交易因果關係」之效果。也就是只要能證明行為人有詐欺行為，請求權人有損害，則詐欺行為和損害間即有推定因果關係⁶。

(四)我國實務上已有許多採取詐欺市場理論之相關判決⁷，並依民事訴訟法第277條但書舉證分配顯失公平之規定，使被告證券詐欺行為人應舉反證推翻交易因果關係。

(五)效率市場假說前提的動搖

1. 詐欺市場理論係以效率市場假說為前提，故有實務有見解認為，與櫃市場並非效率市場⁸。

2. 然而，需認定我國證券市場究竟是不是一個效率市場，無論在舉證上或是對法院訴訟進行而言都是一大挑戰，故學說實務上有部分見解已不堅持詐欺市場理論之適用前提為效率市場假說。

3. 如臺灣高等法院103年度金上字第4號民事判決：「被上訴人雖均辯稱「詐欺市場理論」需符合「效率資本市場假說，僅有在半強勢市場（SEMISTRONGMARKET）始能適用，我國之證券交易市場、尤其與櫃股票買賣並非屬半強勢市場、無從適用云云，惟美國聯邦最高法院在最近之案例中（ERICAP. JOHNFUND, INC. V. HALLIBURTON CO., 563U.S.(2014)），針對「詐欺市場理論需符合效率資本市場假說」此一爭論，已明揭詐欺市場理論並非建立在「市場價格應多麼迅速及全面反映公開可得資訊之特定理論上，而係建立在一較為中庸之前提上，即「市場專家一般會考慮關於公司大部分公開的重要資訊，因此影響股票市價」參照。

(六)重點分析：詐欺市場理論在考試上，通常著重在是否能完整論述一、何謂詐欺市場理論？二、效果為何、我國法上如何適用？至於細節考點部分，例如詐欺市場理論是否可用於我國與櫃市場？在發行市場是否有詐欺市場理論的適用？美國實務對隱匿資訊的案例是否有其他理論以茲適用？等等，尚非重要考點，故準備時先能通盤掌握詐欺市場理論的內容後，再去思考為什麼會發生前述的爭議？詐欺市場理論本身有什麼矛盾？這樣一來面對此部分的變化型考點，即便是老師沒教過的考點，至少都可以寫出一些東西。

6 被告仍能透過舉反證推翻，如最高法院108年度台上字第613號民事判決：「惟『詐欺市場理論』推定之交易因果關係，如能證明買賣時，投資人基於其他原因買賣股票，仍得據以推翻該因果關係之認定。」

7 如最高法院106年度台上字第1246號判決、最高法院105年度台上字第2202號判決、最高法院105年度台上字第2294號判決、最高法院105年度台上字第1904號判決等。但若細究其判決內容，與美國法上之詐欺市場理論有所出入，故也可說是參酌了詐欺市場理論的「精神」，由於我國實務對因果關係的認定採「相當因果關係」標準，故如何將美國法上的交易因果關係、損失因果關係在理論上融入相當因果關係的架構，亦頗費思量，所以實務判決在寫到這部份的時候大多不去正面論述。

8 如臺灣臺北地方法院99年度金字第37號判決。

觀念釐清

其他交易因果關係舉證之相關學說

(一) 詐欺製造市場理論 (Fraud created market theory)

1. 詐欺市場理論是以效率市場假說為基礎，假設市場會充分反映資訊於股價之上，但是「發行市場的證券發行價格」是由發行人與承銷商單方決定的，並不是由市場共同形成，所以如果發行人公開說明書有虛偽隱匿，導致認股人或應募人對證券發行價格形成錯誤的判斷致影響交易決定⁹，最終造成投資損失，在此類公開說明書虛偽不實的求償案例中，於「交易因果關係」的舉證，就無法直接援引詐欺市場理論以倒置舉證責任。
2. 故美國實務上創設了詐欺製造市場理論：如果被告以不實資訊騙取主管機關對新證券的核准或申報、進而獲取承銷商的協助出售，使原本不具市場性 (unmarketability, 沒有人要買) 的證券得以在市場銷售，此一市場是由被告的詐欺行為所製造出來，因此，如果原告投資人能夠證明，如果相關真實資訊一旦揭露，即無承銷商配合承銷，該證券即無市場價值可言，則被告的詐欺行為，的確是新證券得以在市場銷售的關鍵因素，**法院即可據以推定交易因果關係**¹⁰。

(二) 真實市場抗辯 (The truth on the market defense)

如果投資人是在真實資訊進入市場後才買賣有價證券，則不能推定交易因果關係，此一抗辯係由被告所提出。由於真實資訊揭露之後，若足以驅散不實資訊對股價造成的影響，則原先扭曲的價格亦可獲得匡正¹¹。

(三) 小結：詐欺製造市場理論或真實市場抗辯目前在我國實務上與考試上都還沒獲得廣泛的重視，針對性的考題甚少出現。只要簡單記得詐欺製造市場理論是發行市場的公開說明書不實的案例中，用來推定交易因果關係之理論即可，目前我國實務在公開說明書不實案件中依然是以「詐欺市場理論」為基礎。

5. 損失因果關係：即原告需證明其損失係由不實資訊所造成

(1) 意義：

- ① 損失因果關係即原告買賣證券的損失，係因證券詐欺或不實資訊所造成，即**原告的損害與被告的詐欺行為間具有因果關係**。
- ② 原告因詐欺行為而交易，然而造成損失的直接原因是由於股價下跌，如果股價沒有下跌，就不會有損害，所以必須證明股價下跌的因素也跟詐欺行為有因果關係。
- ③ 通常情形是，被告的詐欺或不實資訊造成股價灌水虛高，原告在股價虛高之後以灌

9 例如，A公司發行新股，發行價格為每股30元，投資人要判斷A公司的新股有沒有達到30元、甚至超過30元的價值，僅能從公開說明書所提供的資訊來形成投資判斷。然而，A公司股票的真实價格實際上只有10元，而利用公開說明書的不實資訊去創造超過20元的虛偽價值，導致投資人陷於錯誤以為A股真的有超過30元的價值而買進。

10 賴英照，最新證券交易法解析，2017年9月，頁727。

11 賴英照，最新證券交易法解析，2017年9月，頁728。

水價買進股票，後因不實資訊被揭露，股價因而下跌導致原告投資損失，此時即可建立損失因果關係。

(2)性質：

①**損害賠償請求要件**：損失因果關係係作為原告請求損害賠償的要件，即需舉證建立損失因果關係存在，方得求償。

②**損害賠償範圍之認定因素**：損失因果關係亦可作為認定被告應賠償多少的考量因素；例如，原告求償之股價每股下跌10元，而此10元的跌價中，有多少是由於可歸責於被告之詐欺行為所導致，另有多少是不可歸責於被告所致，如法院認為可歸責於被告所導致的跌價損失，被告才負賠償責任，則有必要以損失因果關係認定損害賠償範圍。

(3)舉證：

①損失因果關係原則上需由原告舉證。有學者主張可以「推定」損失因果關係，由被告舉反證推翻之¹²。

②具體證明方式以：若發佈的不實消息足以影響股價，且不實資訊遭拆穿或更正後，股價下跌者，法院認為可成立損失因果關係¹³，即以「該不實資訊或詐欺行為造成股價灌水。」及「更正不實資訊揭露後，公司明顯股價下跌。」二要件¹⁴。簡而言之，即證明不實資訊足以影響股價，惟股價下跌並非唯一證明方法¹⁵。

③除了股價下跌外，倘該公司股票因而打為全額交割股、停止交易、甚至下市，致投資人無法如同其他股票般於證券交易市場正常買賣，則損失因果關係即不證自明¹⁶。

④相反的，不實訊息揭露後，股價並未大漲或大跌，亦未悖離大盤及同類股走勢，即難認投資損失與不實訊息揭露間有損失因果關係¹⁷。

(4)下跌是否肇因市場因素？或是肇因被告詐欺行為？

①需注意者，股價下跌可能係由其他市場因素所致，因此在某些個案中，有法院採取較嚴格的認定，認為「詐欺行為被揭穿後股價下跌」不一定能作為損失因果關係的舉證，倘若同時期有其他市場因素的介入導致股價下跌，或是股價從不實消息揭穿前就已經持續下跌，則法院不盡然能夠認定成立損失因果關係。

②此時有實務採取：可將發布不實資訊公司之股價波動與相類型公司或整體股票市場波動情形進行分析比對，倘不實資訊遭拆穿或更正後，股價下修程度遠逾同業與大盤，應可推定加害人之行為造成投資人之損害¹⁸。

12 莊永丞，論證券交易法第20條證券詐欺損害賠償責任之因果關係，中原財經法學，2002年6月，頁34-35。

13 賴英照，最新證券交易法解析，2017年9月，頁743。

14 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，2008年4月，頁220-228。臺灣高等法院104年度金上字第14號判決、臺灣高等法院106年度金上字第6號民事判決亦援引之。

15 賴英照，最新證券交易法解析，2017年9月，頁743。

16 臺灣高等法院104年度金上更(一)字第6號民事判決參照。

17 最高法院108年度台上字第40號民事判決參照。

18 臺灣高等法院104年度金上更(一)字第6號民事判決參照。