

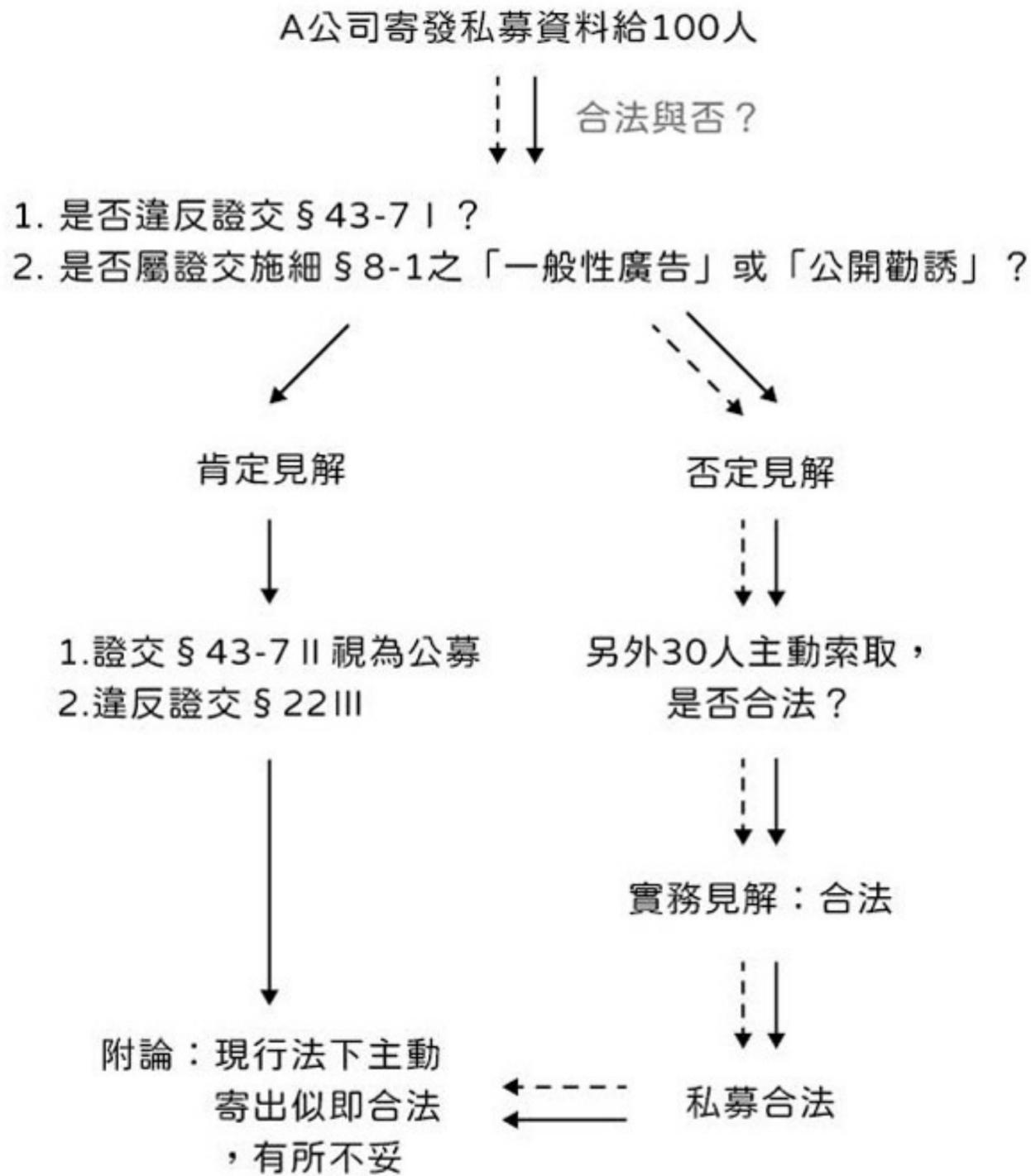
## 2 私募公開勸誘禁止

股票已在證券交易所上市之 A 股份有限公司（下稱 A 公司）從事新藥研發，設立於十年前，目前實收資本額為新臺幣（下同）60 億元，只發行普通股，每股面額 10 元。A 公司設立之初，因投資人對該公司前景並不看好，導致少有投資人願意投資，幸得創辦人亦係現任 A 公司董事長甲之好朋友乙之支持，由乙促成其擔任董事長之 B 股份有限公司（亦為股票上市公司，下稱 B 公司）投資 A 公司，目前 B 公司共計持有 A 公司股份 3,000 萬股，B 公司僅係以長期投資為目的，未涉入 A 公司之經營，故 B 公司或乙未於 A 公司擔當任何職位。今年初，甲、乙二人因故交惡，因此乙主導擬出清 B 公司所持有之 A 公司股份。此外，A 公司於今年 6 月因擬投入研發檢測某新型病毒篩檢試劑，擬引進新資金與策略性投資人，並依私募之法定程序辦理。A 公司將私募訊息及相關資料以電子郵件寄送給符合主管機關所定條件之自然人與法人共計 100 人，另有於寄送名單以外之 30 人因聽聞該私募案，主動向 A 公司索取私募資料，A 公司於確認其符合私募之應募資格後，亦以電子郵件寄發資料。請附法條依據與理由，回答以下問題：

(二) 本題中，A 公司以電子郵件寄送私募資訊是否違反證券交易法之規定？（10 分）

【109 司律（節錄）】

本題圖解



本題怎解？

本題為私募的法條操作題，重點在正確點出私募制度及公開勸誘禁止之制度目的，以及涵攝本件案例事實。題目中 A 公司以電子郵件寄發 100 人且另有聽聞私募案之人向 A 公司索取，應為涵攝的重點。作答上若忘記實務見解，可考慮從「避免以私募之名為公募之實」之制度目的來涵攝本件違反公開勸誘禁止，亦可如下面擬答所寫，以實務見解涵攝本件合法。因證券交易法第 43 條之 7 及其施行細則第 8 條之 1 之規定較長，切勿將重點擺在抄寫

## 證券交易法有解!

法條，概述法條意旨即可，以免浪費過多作答時間。

若本題是法研所考試，作答上無論結論採何者，均可透過「附言之」的方式，寫出另一結論之論理，以增加作答層次。應注意的是，雖法研所考試沒附法條，仍須大致記得證券交易法第 43 條之 7 及其施行細則第 8 條之 1 之規定。

本題有解!

本題字數 605

(請從本頁第 1 行依序開始書寫)

(C) A 公司寄發資料之行為應屬合法	批註欄
1. 按私募制度係為便利公司降低其籌資成本而得以迅速取得所需資金，同時使公司得以引進策略性投資人，惟為保障投資人及股東，現行法仍設有相關限制 ( 證交 §§43-6 ~ 43-8 參照 ) <sup>●</sup> 。復為明確劃分私募及公開發行行為，證券交易法 ( 下同 ) 第 43 條之 7 第 1 項規定，有價證券之私募及再行賣出，不得為一般性廣告或公開勸誘行為，否則依同條第 2 項視為對非特定人公	

Level up  
1

關於私募之制度目的，讀者可參考本題之作答方式，但如果是在台大法研所考試中遇到私募的題目，可視情形在制度目的部分寫出曾宛如老師的見解，以增加作答的深度：

◎曾宛如老師：私募制度係參考美國證券交易法 Rule 506

提供發行者一個安全港 (Safe Harbor)：凡符合 Rule 506 規定者就不會被認定為違反應行註冊之要求，其核心理念在於 Accredited Investors (經認可之投資人)。

1. 若交易對象為 Accredited Investors：因其具有可取得一般註冊所提供之資訊及具有投資能力，則免除發行者提供資訊之義務。
2. 若交易對象非 Accredited Investors：則須供給資訊並給予詢問之機會及回答。

開招募。
2. 另，證券交易法施行細則第 8 條之 1 有明文定義何謂「一般性廣告」及「公開勸誘」之行為，倘若以該等方式為之，形同向不特定多數人為公開招募，即應適用公開發行程序，而不得再以私募為之。實務見解（桃園地院 112 金重訴 1 刑決）進一步認為，其應係指以「一對多」之快速大量聯繫方式，向彼此尚未建立關係之投資大眾進行投資邀約及勸誘。
3. 本件 A 公司將私募相關資訊以電子郵件寄發予符合主管機關所定條件之自然人及法人，雖係以「一對多」之快速大量聯繫方式，但電子郵件本質上仍具有隱密性而非公開；就聽聞私募案之他人，即便係另行向 A 公司索取私募資料，A 公司亦須確認其符合私募之應募資格後始寄發資料，故其行為應未違反第 43 條之 7 及證券交易法施行細則第 8 條之 1 之規定。
4. 附言之，第 43 條之 7 之規範目的係為避免公司以私募之名行募集之實，惟觀上開施行細則之適用結果，似係指只要公司寄送資料予「特定人」即無違法疑慮，可能容許發行人得以主動寄發資料給投資人來迂迴規避申報生效之規定，似不妥當，併予敘明。

### 實務見解

#### 臺灣桃園地方法院 112 年度金重訴字第 1 號刑事判決

證券交易法第 7 條第 1 項所規定之「對非特定人公開招募」有價證券之行為，參照證券交易法第 43 條之 7：「有價證券之私募及再行賣出，不得為一般性廣告或公開勸誘之行為。違反前項規定者，視為對非特定人公開招募之行為。」、證券交易法施行細則第 8 條之 1：「本法第 43 條之 7 所定一般性廣告或公開勸誘之行為，係指以公告、廣告、廣播、電傳視訊、網際網路、信函、電話、拜訪、詢問、發表會、說明會或其他方式，向本法第 43 條之 6 第 1 項以外之非特定人為邀約或勸誘之行為。」等規定，應係指以前揭公告

## 證券交易法有解！

等「一對多」之快速大量聯繫方式，向彼此尚未建立關係之投資大眾進行投資邀約及勸誘。

## 9 與公開說明書不實之民事責任之關係

A 上市公司（下稱 A 公司）因擴廠需求，擬現金增資發行新股。為求募集成功，A 公司在公開說明書內虛增營收，美化公司財務表現，而 A 公司股價也因此一不實陳述自 49 元上漲至 57 元。A 公司現金增資價為新台幣每股 45 元。甲擬應募 A 公司新股，但未成功，於股價上漲過程中自行在集中交易市場以每股 55 元買進。其後，A 公司公開說明書不實之事被揭露，加上疫情再起，股價自 57 元下跌至 40 元。甲在股價下跌過程中決定賣出停損，賣出價為 42 元。請附理由回答下列問題：

(二) 證券交易法第 20 條之 1 與第 32 條立法相似，法理上有無不妥之處？（20 分）

【110 台大（丙、辛組）（節錄）】

### 本題怎解？

本題涉及證券交易法（下同）第 32 條與第 20 條之 1 之立法論，題目希望讀者針對二者立法相似處，就法理上討論不妥之處。二者均是基於保護投資人所設，故構成要件設計上相似，但基於發行市場與流通市場本質上之不同，立法上即有可以調整之處，因此，讀者應就發行市場與流通市場本質上之不同，進一步討論責任主體範圍、主觀責任要件及責任客體範圍等，共同構成了責任是否可能氾濫或外溢的問題。

至於發行人作為第 20 條之 1 責任主體，學說認為基於「零和狀態的打破、股東自己賠給自己的混同循環、損失承擔移轉並不合理、影響債權人利益、過重的公司責任對公司資訊揭露的不當影響、課予公司責任很難達成事前監督效果、我國不需要刺激團體訴訟的誘因」等理由，有所不妥，此部分尤其在法研所的作答上須點出，並同時說明發行人作為第 32 條責任主體則尚屬合理。

本題有解!

本題字數 797

(請從本頁第 1 行依序開始書寫)

(二) 立法不妥之處分述如下	批註欄
按證券交易法(下同)第 32 條與第 20 條之 1 均係基於保護投資人,而規範公開說明書或財務業務文件等對於投資人判斷上重要之文件,因此若有不實之民事賠償責任,在立法上二者之構成要件設計上大致相似,惟發行市場與流通市場性質上有所不同,則在主觀責任、責任主體之設計上,二者即應相對有所不同,以下討論之:	
1. 責任範圍之預見可能性	
第 32 條之責任主體限於發行人或承銷商應募之人,其損害賠償範圍可得特定和預見,而不至於有過廣問題,造成賠償義務人過重負擔,故主觀責任上採取過失責任應屬合理;惟第 20 條之 1 之請求權人除善意買賣之人外,尚包括持有人,將使得行為人難以預測市場上有多少人因財報不實而受害,故難以預見其損害賠償範圍,則第 20 條之 1 若如同第 32 條採過失責任即有不妥之處,而有責任氾濫之虞。	
2. 發行人作為第 20 條之 1 責任主體之不妥 <sup>43</sup>	

Level up  
1

關於發行人作為證券交易法第 20 條之 1 責任主體之不妥,在法研所考試可能單獨出成申論題抑或結合實例題考立法評析,故讀者若要加深作答內容,可參考邵慶平老師更為詳盡的理由如下<sup>43</sup>:

43 邵慶平,財報不實民事責任法制中公司作為責任主體之反思,月旦法學雜誌第 290 期,2019 年 7 月,頁 122-135。

## 1. 補償面向

### (1) 零和狀態的打破：

若要求公司去賠償受害的那方，將其損害填補為零後，又未剝奪他方同時交易產生的獲利，此時證券市場之零和狀態即被破除，制度上似乎不甚公平。

### (2) 股東自己賠給自己的混同循環：

① 投資人向公司請求賠償，存在著「債權債務同歸一人」的問題。財報不實的期間越長，公司股票的周轉率越高，以灌水價格買進 A 公司股票的投資人則會越多，具有損害賠償請求權的股東，佔公司全體股東之比例，則會越高。

② 我國允許「持有人與取得人」向「公司」請求賠償，所形成的混同循環問題，將會遠比美國法下更為明顯且嚴重。

### (3) 損失承擔移轉並不合理：

將「財報不實期間」買進股票之股東所受的損害，移轉由「財報不實發生之前」買進股票並繼續持有之股東來負擔。前者固然值得同情，後者也一樣無辜，將前者的損失移由後者負擔，並非公平。

### (4) 影響債權人利益：

若公司股東對公司有損害賠償請求權，則公司股東將轉變為公司的債權人，一方面將提升公司股東的受償順位，另一方面將影響公司之現有債權人的權益。立法政策上應如何選擇，必須謹慎考慮，否則將破壞股東與債權人的分野，嚴重影響公司籌資制度的整體規範。

## 2. 嚇阻面向

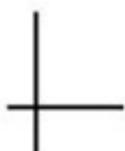
### (1) 過重的公司責任對公司資訊揭露的不當影響：

若要求公司須賠償投資人於財報不實期間買進股票所受損害，公司最安全的作法即是完全不提供，或盡量可能不提供資訊，以免惹禍上身。縱有法律強制要求資訊揭露，公司也會從「防弊」（降低法律風險），而非「興利」（積極提供資訊）角度，進行資訊揭露。

### (2) 課予公司責任很難達成事前監督效果。

## 3. 我國不需要刺激團體訴訟的誘因

美國法下之所以課予公司責任，是因為重視證券團體訴訟的私人執行功能，並為了讓律師有酬金誘因去揭發財報不實的證券詐欺行為，因此仍讓公司成為責任主體。但我國法下投資人多透過投保中心提出公益訴訟，因此似無如美國法有上開透過誘因刺激起訴的需求。



第 32 條與第 20 條之 1 均以發行人為責任主體。就前者而言，虛增之發行金額因公開說明書不實而實質流入資本，發行人既獲有利益，則令其負賠償責任應屬合理；惟就後者而言，公司股價雖因財報不實而提高，惟投資人在交易市場相互買賣，公司並不因此而獲利，受益者為賣出之投資人。且賠償請求權人包含持有人，則公司賠償有責任混同問題，將使股東（持有人）之受償地位躍升為與公司債權人相同，使債權人受有不測損害。故在財報不實之情形，令發行人負責有課予過重責任之不當之處。

### 3. 公司負責人舉證免責之輕重失衡

第 32 條規範發行市場，且發行人掌控能力較高，故責任主體對公開說明書不實應負較重責任；惟第 20 條之 1 係針對流通市場之財報不實，而公司須申報之財務業務文件多樣，程序嚴謹程度不一，且責任範圍亦不明確，故責任應較發行市場輕。然第 32 條與第 20 條之 1 就公司負責人舉證免責為不同規定，前者區分有無經專家簽證，而可負較輕舉證責任；後者則一律須舉證已盡相當注意，有正當理由合理確信內容為真實，始可免責，故後者責任重於前者，並不妥當。

## ● 答題模板 ●

立法論之題目通常出現在法研所考試，因不同學說的立法論取向可能不同，例如參照比較法進行構成要件解釋、或者參照我國證券市場情形而為特別之立法論，故作答上宜採取出題老師可能採取的立法論立場，並宜在小標即簡明點出具體立法論結論，同時掌握篇幅。