發行市場當中又可以進一步再細分為初次發行以及再次發行

㈠初次發行（Primary Market）

所謂「初次發行」，係指發行人（即公司）第一次向投資大眾發行有價證券以籌措企業所需資金。在此過程中，發行人（發行公司）首次發行有價證券給投資大眾，即一般所謂的首次公開募股（Initial Public Offerings,IPO）[13]，此時發行人所需提供之資訊（文件）為「公開說明書[14]」。

㈡再次發行（Secondary Market）

所謂「再次發行」，係指發行人初次發行後，有價證券持有人（即股東）大規模公開地向其他不特定多數人發出要約或招募之發行行為，此時再次發行人所需提供之資訊（文件）為「公開招募說明書[15]」。

三、流通市場（次級市場）

次級

又稱之為「初級市場」，係指證券發行後，投資人將其購買的有價證券透過證券經紀商轉讓予他人繼續流通所形成的市場[16]。流通市場依照交易進行的場所可以進一步分為「集中交易市場[17]」、「店頭市場」。前者即為證券交易所，其係提供有價證券「競價買賣」所開設的市場（證交法§12），我國證交所係採取公司制而非會員制，其組織以股份有限公司為限（證交法§124）；後者則指財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心而言。

---

13 筆者按：發行市場的部分，讀者一開始可能會有點陌生，不過有時候可以注意新聞上在說的股票抽籤（股票申購，公開承銷新股申購），像是去年10月下旬進行的星宇航空股票抽籤就曾轟動一時。為什麼要進行股票抽籤？主要原因就是未上櫃公司要進行首次公開發行新股（IPO），或上市櫃公司需要資金時進行現金增資，都有可能向投資人公開發行股票，這時候進行的其實就是發行市場中初次發行的行為。

14 證券交易法第30條第1項：「公司募集、發行有價證券，於申請審核時，除依公司法所規定記載事項外，應另行加具公開說明書。」

15 發行人募集與發行有價證券處理準則第62條：「有價證券持有人申報公開招募時，應檢具公開招募說明書，載明下列事項：一、公開招募之動機與目的。二、公開招募價格之訂定方式與說明。三、證券承銷商提出之評估報告。」

16 筆者按：流通市場的部分，讀者可以想像一下自己或身邊朋友每天早上八點多打開你的股票APP（例如：元大投資先生等）進行股票的下單，無論是買單或是賣單，當沖或是隔日沖等等，基本上都是證券市場中流通市場的一環。

17 證券交易法第12條：「本法所稱有價證券集中交易市場，謂證券交易所為供有價證券之競價買賣所開設之市場。」

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH1.indd 15 2025/5/29 下午 02:16:42

或「已發行普通股」之方式為帳上處理（即在會計上認為就是公司的股本）。

㈡綜上可見，TDR 實質上蘊含的經濟本質，與其所表彰之外國發行公司股票，基本上完全相同，TDR 實質上依附於外國發行公司股票而存在，倘無外國發行公司股票，TDR 即失所附麗；且發行 TDR 之實質權益最終均歸屬於外國發行公司，並非我國存託機構。是以，應認 TDR 係系爭公告所稱「外國具有投資性質有價證券」之文義射程範圍內。

否定說

三、肯定說（部分實務[35]、林國全師[36]、王志誠師[37]、戴銘昇師[38]）

㈠TDR 之發行人為我國存託機構所發行，發行地為中華民國，準據法為我國法，性質上應為我國有價證券或我國「具股權性質之其他有價證券」，非系爭公告核定之射程範圍內。

㈡TDR 雖然是連結至股票之一種衍生性金融商品，但它畢竟不等於「股票」本身，存託憑證的本質是股票的「替代憑證」。綜上，若以 76 年 900 號公告為核定依據，其所核定者亦僅為「外國股票」，而不及於「臺灣存託憑證」。

㈢儘管 TDR 之持有人可享有盈餘分派、賸餘財產分派等股東權利，然而此等權利行使皆須透過存託機構，而非如同該外國公司股東得直接行使權利。從而，不能僅以兩者所享有之權利相同為由認為持有 TDR 等於持有外國公司股票。

---

35 最高法院 105 年台抗字第 925 號刑事裁定：「在我國內所發行之台灣存託憑證，雖「表彰存放於保管機構之外國發行人有價證券」，仍與該外國發行人在外國發行之「外國有價證券」本身有別。不能因該憑證係表彰外國發行人有價證券，即謂該台灣存託憑證係外國有價證券。從而，外國發行人依「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」之規定，辦理在我國境內募集與發行有價證券之結果，其在我國境內發行、流通之有價證券，非「外國有價證券」，而係依我國法令發行之有價證券。」→曾宛如教授並不認同此見解。

36 林國全（2023），〈臺灣存託憑證是否保經主管機關核定之有價證券？——臺灣臺北地方法院 107 年度金重訴字第 2 號刑事判決評析〉，《月旦裁判時報》，第 128 期，頁 35-43。

37 王志誠（2022），〈必也正名乎：臺灣存託憑證定性之爭議——評臺灣臺北地方法院 104 年度金重訴字第 16 號等刑事判決〉，《月旦裁判時報》，第 124 期，頁 58-70。

38 臺灣臺北地方法院 104 年度金訴字第 16 號刑事判決戴銘昇教授之鑑定意見。

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH1.indd 29 2025/5/29 下午 02:16:43

(D)除兼營之金融機構外，證券商須為股份有限公司

【112 司法官、律師一試 39】(A)

解析

(A)錯誤，依照證交法第 5 條規定，公司設立完成前，募集有價證券之發起人為公司之發行人，故發起人不負發行人責任有誤。

(B)正確，依照外國法律組織登記之公司，為「外國公司」

(C)正確，參考證交法第 124 條規定，我國證交所採取公司制，故以股份有限公司為限。

(D)正確，依照證交法第 47 條規定，證券商須為依法設立登記之公司。但依第 45 條第 2 項但書金融機構兼營者，不在此限

QUESTION ｜精選試題

證券經紀商

我國證券市場發展日益興盛，營運多樣之證券商居功不少，而各種類型證券商所面對的管制亦有不同，依照證券交易法，下列敘述何者錯誤？

(A)證券承銷商辦理有價證券之承銷

(B)辦理有價證券買賣之行紀、居間、代理、承銷

(C)證券自營商辦理有價證券之自行買賣

(D)證券交易法下證券商可以區分為證券承銷商、證券自營商、證券經紀商等三種

【112 司法官、律師一試 43】(B)

解析

(B)錯誤，證券經紀商僅辦理有價證券買賣之行紀、居間、代理；至於承銷則屬證券承銷商的業務範圍。

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH1.indd 40 2025/5/29 下午 02:16:43

參考法條

公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項第 4 點摘錄

上市、上櫃及興櫃股票公司者，所訂私募普通股每股價格低於參考價格之八成，或特別股、轉換公司債、附認股權特別股、附認股權公司債、員工認股權憑證之發行價格低於理論價格之八成者，應併將獨立專家就訂價之依據及合理性意見載明於開會通知，以作為股東是否同意之參考。

股東會不得將私募訂價成數授權董事會或董事長訂定

㈠規範意義：

私募案不得以臨時動議提出，且應於召集事由中說明價格合理性、特定人選擇方式、私募之必要性（§43-6 Ⅵ）。此外依照私募應行注意事項第 4 點之規定，私募價格不得低於參考價格或理論價格的八成[52]，且股東會不得將私募訂價成數授權董事會或董事長決定。所以實務上有些公司的股東會先決議暫定某一個價格，並授權董事會或董事長決定最後價格，此皆與證交法 43 條之 6 的規範精神有所牴觸[53]。

㈡違反效果：

股東會於召集事由中若僅載明「擬以私募方式發行新股」未依前述規定說明價格合理性等事項時，得依證交法第 178 條第 1 項 2 款處以罰鍰[54]，且該次股東會決議之效力有得撤銷說及無效說。筆者以為應以無效說較為可採，蓋倘若採取得撤銷說，撤銷股東會決議之訴有除斥期間（30 日）之限制，又證交法 43 條之 6 第 7 項規定私募可於一年內分次辦理，嗣股東發覺有問題，已逾 30 日之限制，而產生實際上無法撤銷之弊病，故應採「無效說」為宜。

三、資訊提供義務

請

私募對象若為符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金（§43-6 Ⅰ②），公司應依照其情求，於私募完成前負有提供與本次有價證券私募有關之公司財務、業務或其他資訊之義務（§43-6 Ⅳ），以保障投資人充分獲取資訊，至於另外兩款之人，因具有一定地位與發行人進行對

52 筆者按：如果訂價過低，會有圖利特定人而損害公司利益之嫌，甚至私募制度有可能成為大股東套利的工具。詳參：賴英照（2020），《最新證券交易法解析》，自版，增訂 4 版，頁 39。

53 賴英照（2025），《證券交易法論》，自版，5 版，頁 598。

54 證券交易法第 178 條：有下列情事之一者，處新臺幣二十四萬元以上四百八十萬元以下罰鍰，並得命其限期改善；屆期未改善者，得按次處罰：…第四十三條之六第五項至第七項規定…。

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH2.indd 36 2025/5/26 下午 05:57:04

稱上櫃者，係指公開發行公司之有價證券在證券商營業處所進行臨櫃買賣（在證券商營業櫃檯以議價的方式進行交易行為）。

2. **實際運作：**

係指公開發行公司與財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（簡稱：櫃買中心）簽訂上櫃契約，**將其發行個股票置於後者電腦成交易系統搓合交易（等價成交系統：與競價系統運作上大致相同）**者稱之。

㈡上櫃之資格與流程

1. **申請上櫃**

⑴ 補辦公開發行：

申請上櫃的有價證券，必須完成公開發行程序，因此公司對於未依本法發行的股票，擬在證券商營業處所買賣者，應先向主管機關申請補辦公開發行程序（§42）。

⑵ 申請上櫃前，是否須經股東會或董事會決議？

公司法第 156 條之 2 僅對申請公開發行應經董事會決議設有規定，但對於上櫃則未明文；證交法亦未明文規定。惟依承銷作業要點，公司辦理上櫃前的公開承銷時，與承銷商簽訂的協議書應先經董事會決議後始能辦理，是以商業實務上公司申請上櫃前，均會經董事會決議通過。

2. **上櫃之資格（參見財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則第 3 條）**

	審查標準
申請資格	設立年限：2 個會計年度 實收資本：5000 萬，普通股股數 500 萬以上 獲利能力：稅前淨利達一定標準 股權分散：外部股東達 300 人，持有股份總數達 20% 或滿 1000 萬股。
不宜上櫃	絕對不宜上櫃條款 ⑦公司或董事、監察人、經理人、實質負責人有違反誠信原則之行為 ⑧申請公司之董事會或監察人，有無獨立執行其職務者 ⑨已登錄興櫃者，其董事、大股東未於興櫃市場買賣 相對不宜上櫃條款 ①有證券交易法第一百五十六條第一項第一款至第三款所列情事者。 ②財務或業務未能與他人獨立劃分者。 ③發生重大勞資糾紛或重大環境污染之情事，尚未改善者。

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH2.indd 55 2025/5/26 下午 05:57:05

之8第1項各款規定，僅具第177條1項所定之刑事責任，其買賣行為非謂無效。

(2)通說見解認為貫徹證交法第43條之8避免藉私募之名行募集之實、並貫徹第1條保障投資人之立法目的，應將此規定解為「效力規定」，故轉讓行為應屬無效。

(3)本文以為，基於體系解釋，為避免證交法第43條之6第1項特定人資格限制之規定形同具文。此外，基於證交法第1條保障投資人之立法目的，避免以私募之名行募集之實，應以通說見解較為可採，是以，甲違法轉售的效果應屬無效。

(4)綜上，本件若採取實務見解，董事長甲轉讓私募有價證券的行為應屬有效，且負證交法第177條第一項之刑事責任，受讓人乙、丙皆得向董事長甲請求交付私募之普通股。

177

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH2.indd 68 2025/5/26 下午 05:57:05

行公司之董事、監察人、經理人[24]及持股超過股份總額百分之十股東（下稱大股東）；至於內部人之關係人則包括：①內部人之配偶、未成年子女及利用他人名義持有者（§22-2 Ⅲ）。若依照主管機關函令見解，則尚包括：②法人董事（監察人）代表人、代表人之配偶、未成年子女及利用他人名義持有者、③金融控股公司持股百分之百子公司董事、監察人、經理人之本人及其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者。至於內線交易規範對象，除前揭人員外，尚包括「基於職業或控制關係獲悉消息之人」，以及「自內部人獲悉消息之消息受領人」。

二、適用範圍：

㈠內部人：董事、監察人、經理人及大股東[25]

㈡內部人之配偶、未成年子女及利用他人名義持有者

為防範董事、監察人、經理人及大股東，藉配偶、未成年子女或他人名義持有股票，以規避內部人持股相關規定，所以在證交法各相關條文（如：§22-2、§25、§157、§157-1）明定渠等持股亦應包括之。所謂「利用他人名義持有股票（俗稱人頭）」，參考證券交易法施行細則第 2 條規定，係指具備下列要件者：

§157-1

1. **直接或間接提供股票與他人或提供資金與他人購置股票。**
2. **對該他人所持有之股票，具有管理、使用或處分之權益。**
3. **該他人所持有股票之利益或損失全部或一部歸屬於本人。**

前開規定除董事、監察人、經理人及大股東外，法人董事（監察人）代表人及金融控股公司之子公司內部人亦適用之。

㈢法人董事（監察人）代表人、代表人之配偶、未成年子女及利用他人名義持有者

24 筆者按：依照主管機關見解，證券交易法第 22 條之 2、第 25 條、第 28 條之 2、第 157 條及第 157 條之 1 規定之經理人，其適用範圍訂定如下：①總經理及相當等級者、②副總經理及相當等級者、③協理及相當等級者、④財務部門主管、⑤會計部門主管、⑥其他有為公司管理事務及簽名權利之人 (112 年 10 月 4 日以金管證交字第 1120384295 號令參照）。

25 筆者按：董事因為參與公司的經營決策並掌握重要資訊，監察人則因負責監督董事和經理人的決策與執行是否合乎法規，故亦掌握公司內部運營的關鍵資訊；至於經理人參與公司的日常業務經營，對公司的財務、業務狀況有深入了解，故上述三者均被納入為公司內部人之範疇。而大股東則因持股比例超過已發行股份 10%，對於公司的經營決策有重大影響，並可能具有資訊優勢地位，進行可能影響市場公平的交易行為，因此被視為內部人。

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH3.indd 25 2025/5/26 上午 11:40:53

SECTION 2 有價證券之公開收購



一、規範意義：

所謂公開收購，係指收購公司向目標公司之全體股東（非特定人），以公告、廣告、廣播、電傳資訊、信函、電話、發表會、說明會或其他方式，依照同一價格公開要約而購買其所欲取得之股權比例，並定相當期間給

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH5.indd 8 2025/5/23 下午 03:24:51

項證券詐欺之適用[22]。

② **請求權人：目標公司之股東？**

有學者認為應指收購公司之股東，至於是否包含目標公司股東則存有疑義[23]。惟亦有學者認為，目標公司股東若應賣，可解為「有價證券的善意出賣人」[24]。

③ **因果關係：**

公開收購人惡意不支付收購對價，而構成證券詐欺時，投資人欲請求損害賠償，本文認為公開收購人已向目標公司之股東提出收購價格，應得援引「對市場詐欺市場理論」，推定交易因果關係之存在，無需再證明其係因閱讀公開收購說明書而為有價證券之應賣。至於損失因果關係，仍應由原告負舉證責任[25]。

㈤停止收購禁止（§43-5Ⅰ）、再啟動收購禁止（§43-5 Ⅲ）→一年內不得對同一目標公司啟動公開收購

參考法條

證券交易法 §43-5 Ⅰ

公開收購人進行公開收購後，除有下列情事之一，並經主管機關核准者外，不得停止公開收購之進行：

一、被收購有價證券之公開發行公司，發生財務、業務狀況之重大變化，經公開收購人提出證明者。

二、公開收購人破產、死亡、受監護或輔助宣告或經裁定重整者。

三、其他經主管機關所定之事項。

參考法條

證券交易法 §43-5 Ⅰ §43-5Ⅲ

公開收購人未於收購期間完成預定收購數量或經主管機關核准停止公開收購之進行者，除有正當理由並經主管機關核准者外，公開收購人於一年內不得就同一被收購公司進行公開收購。

---

22 王志誠（2017），〈公開收購法制之發展趨勢：百尺竿頭公司收購樂陞公司案之省思〉，《月旦法學教室》，第 173 期，頁 65；張心悌（2007），〈從企業併購論我國公開收購法制〉，《月旦法學教室》，第 60 期，頁 91。

23 賴英照（2025），《證券交易法論》，五版，自版，頁 605。

24 王志誠（2017），〈公開收購法制之發展趨勢：百尺竿頭公司收購樂陞公司案之省思〉，《月旦法學教室》，第 173 期，頁 66。

25 同前註。

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH5.indd 18 2025/5/23 下午 03:24:52

業務狀況之重大變化，經公開收購人提出證明者；或是公開收購人破產、死亡、受監護或輔助宣告或經裁定重整者。

十、公開收購後召集股東臨時會（§43-5 Ⅳ）

參考法條

證券交易法 §43-5 Ⅳ

公開收購人與其關係人於公開收購後，所持有被收購公司已發行股份總數超過該公司已發行股份總數百分之五十者，得以書面記明提議事項及理由，請求董事會召集股東臨時會，不受公司法第一百七十三條第一項規定之限制。

• 爭點　證交法第 43 條 5 第 4 項與公司法第 173 條之 1 之適用關係為何？

第43條之5

2018 年新增公司法第 173 條之 1，引起學者關切的問題是，公司法第 173 條之 1 和證交法第 43 條 5 第 4 項的適用關係，討論這個爭點最大的實益在於，究竟在何種狀況之下需要事先向董事會請求召集？

1. 自由競合說[28]（通說見解）：

(1) 公開發行公司：

因兩者非普通法與特別法之關係，故收購公司得依照個案情況，選用適切之法律規定。

(2) 非公開發行公司：

應適用第 173 條之 1，而不需先向董事會請求召集，以貫徹立法本意，強化股東行動主義。

2. 特別法優先說：

依特別法優於普通法之原則，在公開收購之情形，為避免公開收購人透過較為寬鬆的公司法第 173 條之 1 避開目標公司董事會及主管機關之審查，仍應優先適用證交法第 43 條 5 第 4 項。在立法建議上，因公司法第 173 條之 1 與證交法第 43 條 5 第 4 項似有矛盾，故應將公司法第 173 條之 1 之適用範圍作目的性限縮：可考慮限縮第 173 條之 1 的適用對象，將公開發行公司排除在外。

第43條之5

28 劉連煜（2018），新聞中的法律 / 談持股過半股東召開股東臨時會規定，經濟日報，網址：https://www.suldeintl.com/single-post/2018/07/23/ 新聞中的法律 - 談持股過半股東召開股臨會規定（最後瀏覽日：3/1/2025）；陳彥良（2019），〈股東會及經營權爭奪相關問題探討——以 2018 年臺灣公司法修正及實務為中心〉，《月旦民商法雜誌》，第 65 期，頁 29~30；陳彥良，〈持股過半股東召集股東會之相關問題〉，《月旦法學教室》，第 192 期，頁 23~25。

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH5.indd 21　2025/5/23 下午 03:24:52

3. **區分適用說**[29]：

(1) 公開發行公司：

倘亦可適用 §173-1，將造成普通法規定比特別法更寬鬆之情形，並不妥適，故應目的性限縮排除適用第 173 條之 1，以避免架空證交法第 43 條 5 第 4 項。

第43條之5

(2) 非公開發行公司：

適用公司法第 173 條之 1，必須持有 3 個月以上，方得自行召集股東臨時會，無庸先向董事會請求。

DISCUSS ｜專題討論

東元電機經營權爭奪案與公開收購

一、案例事實：

爆發於民國 110 年的東元電機經營權爭奪案，第一代黃〇雄與第二代黃〇仁陣營因經營理念不合，雙方於當年 3 月底各自提出董事候選人名單。嗣後 6 月，黃〇雄結合私募基金達勝伍創投董事長等人，合資成立鈺叡投資公司。6 月 21 日，鈺叡宣布以每股 29 元、溢價 19.34%，約 18 億元公開收購（由黃〇仁掌控）菱光科技 5%～ 50.1%股權[30]，但因為涉及保險業不得介入被投資事業之經營管理及投資決策之規定（保險 §146-1），故達勝伍創投退出鈺叡，出脫全部鈺叡持股 (公開收購第一回合)。

同年 7 月 19 日，黃〇雄旗下的安富國際投資宣布將以每股 18.2 元公開收購東友科技 5%～ 30%股權[31]，公開收購期間為 7 月 8 日起至 8 月 5 日止。在 7 月 21 日，黃〇仁展開反擊，透過光菱電子於發動「競爭

29 吳盈德（2018），〈評析公司法增訂第 173 條之 1 之若干議題〉，《財金法學研究》，第 1 卷第 3 期，頁 375。

30 筆者按：這個動作在法律上的意義是，依照公司法第 27 條規定，法人股東對於法人代表有隨時之改派權（公司法第 27 條第 3 項），黃〇仁一旦失去菱光的經營權，也同時意味著喪失東元之董事席次。

31 筆者按：為什麼黃〇雄要收購東友科技？因為東友科技是菱光科技的第一大股東，若公開收購成功，老黃即可掌控菱光及東友經營權，即可以法人股東身分改派法人董事代表，縱然小黃以菱光代表選上了東元董事，法人代表董事的身份也會因為公司法第 27 條第 3 項被改派後而喪失。

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH5.indd 22 2025/5/23 下午 03:24:52

⑵ 主觀要件：

應限於 scienter（惡意）＋ recklessness（未必故意）。

⑶ 因果關係：

詐欺市場理論（詳後述）。

⑷ 比例責任：

類推適用證交法第 20 條之 1 第 5 項，負比例責任證交法第 20 條第 1 項、第 3 項在立法政策上已做出不須負連帶責任之價值判斷，不應再依民法 185 條而令被告再負連帶責任，次要行為人應適用證交法第 20 條之 1 第 5 項，負比例責任。

六、責任要件

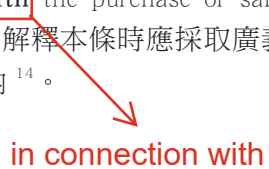
㈠客觀要件：

1. **規範客體：**

包含上市櫃、公開及非公開發行股票等有價證券；學者認為亦及於非公開發行公司「公開招募」之股票。

2. **有價證券之募集、發行、私募、買賣：**

由文義解釋觀之，本條似乎僅限於從事有價證券之募集、發行、私募、買賣行為，但從比較法觀之，美國證券交易法的一般反詐欺條款的用語是「禁止直接或間接使用任何詐騙之方法、計畫從事有價證券買賣相關之行為（inconnection with the purchase or sale of securities）」。是以，學者通說見解認為，解釋本條時應採取廣義解釋，凡與上述四種行為相關者皆應包含在內[14]。



3. **虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為：**

⑴ 虛偽：

係指陳述的內容或提供的資訊與客觀事實不符。

⑵ 詐欺：

係指施用詐術使他人陷於錯誤。

---

14 曾宛如（2008），〈論證券交易法第 20 條之民事責任——以主觀要件與信賴為核心〉，收於：氏著，《公司管理與資本市場法制專論㈡》，頁 91 ～ 92；王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊元（2021），《實用證券交易法》，新學林，六版，頁 467。

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH6.indd 12 2025/5/29 下午 02:18:10

而得出的反應。因此，當行為人將不實資訊公開於市場中，也會對股價造成影響，該消息會詐欺投資人購買其股票，甚至影響擴及到那些不是直接信賴該消息而購買股票的投資人[24]。而個案中投資人須證明，某項消息在某種有價證券上，於投資人買進時點，已經「有效率地」被反應在價格上。

觀念連結｜效率市場假說

發展自美國 Basic 一案，其以經濟學觀點提出效率市場假說，並將市場趨分為強勢市場、半強勢市場、弱勢市場，說明如下：

strong form ←

㈠強勢市場（strongform of efficiency）：對於公開、未公開的資訊均能完全反應，有效率市場假說之適用。

㈡半強勢市場（semi-strong form of efficiency）：能反應全數公開資訊，有效率市場假說之適用。

weak form ←

㈢弱勢市場（weakform of efficiency）：只能反應歷史資訊，無效率市場假說之適用。

結論來說，至少要是半強勢以上之效率市場，方有詐欺市場理論的適用。

2. • 爭點 2 詐欺市場理論的適用是否一定要以效率市場為前提？

⑴早期觀點：半強勢市場以上才能構成效率市場

學說認為至少要半強勢市場以上才能構成效率市場[25]。若對應到我國，至少要上市上櫃股票，因為興櫃市場採取議價方式，所以被認為不具有效率，因此不能援用[26]。

⑵晚近觀點：詐欺市場理論不以效率市場為前提

24 周振鋒（2019），〈論財報不實民事求償訴訟之交易因果關係〉，《中原財經法學》，第 43 期。

25 劉連煜（2018），《新證券交易法實例研習》，自版，增訂 20 版，頁 420。

26 筆者按：應注意，興櫃市場除交易數量在十萬股以上，買賣雙方可能透過推薦證券商直接交涉外，其餘興櫃股票之買賣，與其他股票集中交易市場之股票買賣近似，均係多數不特定之人透過證券商、利用即時且交易條件公開之電腦系統進行交易。

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH6.indd 16 2025/5/29 下午 02:18:11

㈡**被告常見之抗辯**[31]：

若要推翻詐欺市場理論之推定，被告必須舉證：

1. 被告能證明其行為不會影響證券價格（並未造成價格扭曲的結果）。
2. 原告即使已知為不實陳述仍會進行交易行為。
3. 其他可以阻礙不實陳述與原告所做的投資決定間之連結證據者，如資訊已經正確地揭露，原告仍會買進該股票。
4. **真實市場抗辯**（the ruth on the market defense）。

   被告若遇欲推翻詐欺市場理論的推定，得援引真實市場抗辯，其必須舉證證明後續公布的真實資訊，事後已經以明確且密集的方式傳達給大眾，並且已經足以有效抵銷驅散先前不實所造成的誤導效果，原先扭曲的價的獲得匡正，如果投資人是在真實資訊流入市場後才買進股票，就不能推定有交易因果關係。

價格 ←

㈢**詐欺製造市場理論（fraud-created-market theory）**：

如果在發行市場流傳的公開說明書或是相關註冊文件，內容有虛偽不實，以此騙取主管機關完成申報生效程序，進而獲得承銷商協助出售，使原本毫不具市場性的證券得以發行並在市場銷售，這種詐欺行為雖無效率市場之要件，仍得推定具有交易因果關係存在[32]。詐騙製造市場理論是用於發行市場公開說明書不實之情形。

從而，原告必須證明，真實資訊更正揭露後，就無承銷商願意承銷，該證券即無市場價值可言，被告的詐欺行為確實是承銷商願意承銷並使證券能在市場上銷售的關鍵因素，法院方能推定有交易因果關係。

㈣**我國實務對交易因果關係之論證**：

我國最高法院判決在論述交易因果關係時，多以⑴實質引進詐欺市場理論、⑶以民事訴訟法第 277 條顯失公平兩種論述脈絡選擇其一，或有兩者併用者[33]。至於⑵全盤否定詐欺市場理論是否僅為曇花一現有待後續觀察。

1. 實質引進詐欺市場理論：

採取此說的論述脈絡下，行為人故意以虛偽不實的資公開於市場，會被視為對整體市場的詐欺行為，市場投資人可以信賴市場股價為由說明了他間接信賴了公開資訊。如此，縱然投資人未閱讀詐欺行為人所

31 周振鋒（2019），〈論財報不實民事求償訴訟之交易因果關係〉，《中原財經法學》，第 43 期，頁 42-50。

32 同前註。

33 賴英照（2025），《證券交易法論》，自版，五版，頁 194-195。

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH6.indd 18 2025/5/29 下午 02:18:11

(1) TSC 案標準[122]：可能影響理性投資人之投資決策

採取相對主觀的考量模式，其認為其認為「一般理性的投資人，極可能認為會是影響其投資決定的重要因素」，或「一項消息如單獨考量，雖未能產生重大影響，但如連同其他可獲得的資訊，綜合判斷結果，可能影響一般理性投資人的決定時」，則該資訊即具有重大性。

(2) Basic 案標準[123]：綜合事件發生的可能性 / 事件影響幅度判斷

採取相對客觀的考量模式，法院在 Basic 案明確援引「事件發生的可能性 / 事件影響幅度（Probability/Magnitude）」兩個面向綜合判斷，影響程度愈大、發生可能性愈高之事件，愈具有重大性。

改為：probability of its occurrence

① 事件發生的可能性（magnitude of the event）

② 事件影響幅度（probability of its occurrence）改為：magnitude of the event

	情況 1	情況 2	情況 3	情況 4
事件的影響性	大	大	中等、小	小
事情發生的可能性	大	中等、小	大	小
是否具有重大性？	○	○	○	×

(3) 我國實務發展：

參考美國法上質性指標＋量性指標綜合判斷，最高法院特別強調下列幾點

① 「量性」及「質性」指標，僅係評價是否具有「重大性」較為具體之方法、工具，既非屬窮盡之列舉規定，更不以此為限。

② 量性或質性指標只要符合其中之一，即屬重大而應揭露，並不需要兩者兼具，乃因「質性指標」具有補漏網的功能，避免行為人利用「量性指標」形式篩檢，而為實質脫法規避行為。

關鍵實務｜最高法院 108 年台上字第 4354 號刑事判決

按證券交易法第 20 條第 2 項規定「發行人依本法規定申報或公告之財務報告及財務業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事」，

122 TSC Industries, Inc. v. Northway Inc., 426 U.S. 438（1976）.
123 Basic v. Levinson, 485 U.S. 224（1988）.

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH6.indd 60 2025/5/29 下午 02:18:13

證券交易所上市或於證券商營業處所買賣者，應先向主管機關申請補辦本法規定之有關發行審核程序。」依本條規定在募發準則可以分為兩種情境。

⑴ 首次公開發行之補辦公開發行，須要讓投資人了解公司財務業務重要資訊，故依照募發準則第 66 條規定，要求發行人出具「公開發行說明書」。

⑵ 私募有價證券之補辦公開發行，依照募發準則第 69 條規定，發行人申報私募有價證券補辦公開發行時，應檢具補辦公開發行說明書，以使投資人了解該次私募辦理情形、執行效益等；其記載事項準用公開說明書之規定。

5. 公開收購時→公開收購說明書（證交 §43-4 Ⅲ準用 §31 Ⅱ）

性質 / 類型	是否為發行人所編製	是否為		是否為依本法規定所提出	是否符合證交法§13之定義
		募集	出賣		
公開說明書（證交 §30 Ⅰ）	○	○		○	○
上市公開說明書（證交 §30 Ⅲ）	○	×	×	○	×
公開收購說明書（證交 §43-4 Ⅲ）	×	×	×	○	×
公開招募說明書（募發準則 §62）	×	×	○	×	×
公開發行說明書（募發準則 §66、§69）	○	×	×	×	×

【公開說明書類型化整理[60]】

60 參考自：賴英照（2025），《證券交易法論》，自版，五版，頁 80。

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH6.indd 31 2025/5/29 下午 02:18:12

1. **狹義說（賴英照師[74]、劉連煜師[75]、部分實務[76]）：**
限於直接自發行人認購有價證券之應募人或認股人，不包括在交易市場買入證券之人。蓋依本法第 32 條文義解釋觀之，「前條之公開說明書」係指募集有價證券之發行市場，故此處之相對人應限於直接自發行人認購有價證券之應募人或認股人。

2. **廣義說：**
包括於承銷期間內，間接付出對價取得該有價證券之人

3. **最廣義說（林仁光師[77]）：**
尚應包括其他同時在交易市場上因信賴該內容不實之公開說明書而為買賣之人。在此市場資訊流通迅速年代，流通市場之投資人極有可能受到不實公開說明書之影響而做成投資判斷。基於落實投資人保障，應允許流通市場之投資人亦得請求損害賠償。

4. **曾宛如師[78]：**
立法政策上，應限縮求償權人範圍。
⑴ **原則：直接自發行人認購有價證券之應募人或認股人（同狹義說）**
⑵ **例外：符合美國法上追蹤要件時**
只有在請求權人可證明其取得之證券為公開說明書當次所發行之特定有價證券，也有權以公開說明書不實請求賠償（「追蹤要件 Tracing Doctrine」）。

四、責任主體

㈠發行人：依照證交法第 5 條之定義，包含發起人、發行公司。

㈡負責人、簽章之職員、承銷商、簽章之專門職業或技術人員。

---

74 賴英照（2025），《證券交易法論》，自版，五版，頁 98-99。
75 劉連煜（2024），《現代證券交易法實例研習》，自版，增訂 20 版，頁 396-397。
76 臺灣高等法院 93 年度重上字第 220 號判決（京元電子案）。
77 林仁光（2004），論老股承銷公開說明書不實記載之民事責任是否有證券交易法第三十二條之適用議，證券暨期貨月刊，第二十二卷第八期，頁 58-59。
78 曾宛如（2020），《證券交易法原理》，元照，七版，頁 209。曾老師指出自立法政策觀之，本條發行人、負責人所負者為推定過失甚至是無過失責任，故應限縮求償權人之範圍以免氾濫失控，美國立法例上有「追蹤要件」可供參考，即請求權人須證明其取得之證券為該次公開說明書所涉之特定有價證券。

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH6.indd 39 2025/5/29 下午 02:18:12

1. 證券詐欺是否適用民法 § 184 II ？
   證交法第 20 條第 1 項已提供獨立請求權基礎，民法第 184 條第 2 項應無適用之餘地。
2. 證券詐欺是否適用民法 § 184 I ？
   關於民法 § 184 I 前段之客體依照通說見解限於「權利」不包含「純粹經濟上損失」，而證券詐欺多屬純粹經濟上損失，因此無法適用民法 § 184 I 前段。至於是否可以適用民法 § 184 I 後段？基於證券詐欺案件與一般侵權行為案件性質上有所不同，證券詐欺案件所發展出對原告有利的理論、見解或認定（詐欺市場理論），應避免適用於以民法 § 184 I 後段為請求權基礎之情形，否則一方面侵蝕了證交法 § 20 I 的獨立性，另一方面也掏空了侵權行為下的嚴格構成要件。
3. 證券詐欺之行為人是否依民法 § 185 負連帶賠償責任？
   學者持否定看法，蓋證交 § 20 III 並無連帶責任之明文，自非屬連帶責任之類型，當為民法 § 185 條之法律有特別規定之情形。行為人應依其各自責任比例負比例責任（適用第 20 條之 1 的規定）。

	證券詐欺	財報不實	公開說明書不實
規範依據	§ 20 I 、III	§ 20 II 、§ 20-1	§ 32
請求權人	善意取得人、出賣人	善意取得人、出賣人、持有人	善意之相對人
責任主體	1.(狹)：實際為有價證券之募集、發行、私募或買賣之人 2.(廣)：得援引證交法 § 20-1 之賠償義務人 3.(最)：凡參與有價證券之募集、發行、私募或買賣之人	1. 發行人及其負責人 2. 簽章之職員 3. 會計師	1. 發行人及其負責人 2. 簽章之職員 3. 承銷商 4. 曾簽章之專業人員
規範客體	有價證券之募集、發行、私募或買賣有關之行為（inconnection with）	依證交法規定申報或公告之財務報告及財務業務文件	公開說明書（注意適用範圍）
客觀要件主要內容	○（不成文規定）	○理性投資人	○理性投資人
主觀要件	故意（scienter 惡意＋recklessness 未必故意）	故意 無過失、推定過失、一般過失	故意 無過失 推定過失

in connection with

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH6.indd 91 2025/5/29 下午 02:18:15

SECTION 1 證交法對於內線交易設下的三道防線

為了避免內部人利用資訊優勢地位從事內線交易損及投資人權益，證交法設計了一系列的規定去防堵上述情況發生。透過：①內部人持股必須申報公開（§25）、②內部人持股轉讓限制（§22-2），以及③短線交易歸入權之行使（§157），這三道防線共築內線交易的防範機制，以確保市場公平、維護投資人權益。

一、第一道防線：內部人持股申報公開（§25）

內部人（如董事、監察人、經理人及 10% 大股東）依此規定必須定期申報其持股狀況，並公告於公開資訊觀測站。透過內部人持股狀況的變動，主管機關及市場投資人可觀察內部人是否可能涉及內線交易，有助於預防內線交易。

二、第二道防線：內部人持股轉讓限制（§22-2）

內部人轉讓持股時，依此規定必須向主管機關申報，並受到一定限制，以防止內部人利用未公開資訊規避市場監督。本條規定增加內部人出脫持股的難度，使交易行為更加透明，有助於內線交易之防範。

三、第三道防線：短線交易歸入權行使（§157）

內部人若於六個月內進行相同上市股票的買賣，即便沒有證據顯示利用內線消息，也必須將獲利歸還公司，不問交易動機與原因。此規定透過機械性計算方法剝奪內部人所獲利益，降低內部人從事內線交易的動機，進一步減少內線交易的可能性。

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH7.indd 5 2025/5/23 下午 03:31:07

㈡有價證券種類不同時：

1. 普通股→價格、股數不變
2. 特別股→價格：取得或賣出當日普通股之收盤價格，至於股數則以得行使或轉換普通股之股數為計算基礎

㈢加計股息、法定利息（5%），扣除手續費、證交稅

四、特殊類型

㈠特別股

證交法施行細則第 11 條第 2 項第 2 款：「本法第一百五十七定獲得利益，其計算方式如下：二、取得及賣出之有價種類不同者，除普通股以交易價格及股數核計外，其餘有價以各該證券取得或賣出當日普通股收盤價格為買價或賣價，並以得行使或轉換普通股之股數為計算標準；其配對計算方式，準用前款規定」因此如果國考試題題幹出現「特別股」，請以「當日普通股收盤價」計算其股價，千萬不要以特別股的交易價格計算。

特別股歸入權行使的計算方式	
價格	取得或賣出當日普通股之收盤價格
股數	得行使或轉換普通股之股數

㈡認購權證與認售權證

1. 認售權證：　認購權證：

持有人可在約定期間或到期時按約定價格向發行人購入標的證券，簡單來說通常是預期該股股價未來會上漲之投資人購買，購買的是一個買權。

2. 認購權證：　認售權證：

持有人可在約定期間或到期時按約定價格向發行人賣出標的證券，簡單來說就是當投資人預期該股股價未來會下跌時購買，購買的是一個賣權。

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH7.indd 19　2025/5/23 下午 03:31:08

㈠廣義說（主管機關、法院實務）：

1. 主管機關：

不以專業人士為限，亦不限於受公司委任處理事務者，舉凡基於工作便利，而獲悉公司未公開之重要資訊而為該公司股票賣賣者即屬之，不以行為人對公司具有信賴關係（保密義務）為必要[25]。

> **關鍵實務｜財政部 78 年台財證㈡字第 14860 號**
>
> 證券交易法第 157 條之 1 第 1 項第 3 款所稱「基於職業關係獲悉消息之人」，其適用之範圍極為廣泛，不以律師、會計師、管理顧問等傳統職業執業人員為限，舉凡基於工作之便利獲得發行公司足以影響股價變動之資料或消息而為該公司股票之買賣者，均為該條款所規範之對象。
>
> 本案所詢「與發行股票公司訂約以共同開發土地資產之相對人」，該相對人利用對該公司不利之土地開發計劃資訊賣出持股，應符合證券交易法第 157 條之 1 第 1 項第 3 款所稱「基於職業關係獲悉消息之人」之規定。

2. 法院實務[26]：

⑴職業關係的認定，不以行為人與公司或股東具有信賴關係為限。亦即法院並未以行為人是否「違反信賴關係」作為認定「職業關係」的要件。

⑵所謂職業關係，係指行為人因某種身分地位或工作關係之便利而獲悉公司未公開的重要資訊。

㈡狹義說（學說見解）：

該職業必須具有資訊優勢地位，職業本身必須有獲悉消息的可能性方屬之。

1. 賴英照師[27]：

⑴所謂「職業關係」，一般係指接受發行公司委任處理事務的專業人士，例如：律師、會計師、財務分析師、證券承銷商等，此類受公

---

25 筆者按：本則主管機關函釋的詮釋方式其實為許多法院見解所援引。例如：臺灣高等法院 99 年度金上訴字第 56 號刑事判決、臺灣高等法院 101 年度金上更㈠字第 5 號刑事判決等。

26 臺灣高等法院 101 年度金上更㈠字第 5 號刑事判決、臺灣高等法院 99 年度金上訴字第 56 號刑事判決：「內線交易規範所著重者在於行為人是否因某種身分地位或工作關係之便利而獲悉公司未公開之重要資訊，進而以該項資訊先行在證券市場交易而獲利，不以行為人與公司或股東間具有信賴關係為限。」

27 賴英照（2020），《證券交易法解析簡明版》，自版，增訂 4 版，頁 278-285。

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH8.indd 19 2025/5/29 下午 02:20:41

制所得法」，至於關聯所得法較不可採。另有學說認為獲悉內線消息後買入（或賣出）股票，並於事後再行賣出（或買入）的情形，應使用實際所得法計算，至於事後並未再行賣出（或買入）的情形，則可以使用擬制所得法計算。

4. 晚近最高法院刑事大法庭裁定 108 年度台上大字第 4349 號可謂統一上述爭議，其認為證券交易法第 171 條第 1 項第 1 款之內線交易罪，因犯罪獲取之財物或財產上利益之計算方法，應視行為人已實現或未實現利得而定。前者，以前後交易股價之差額乘以股數計算之（即「實際所得法」）；後者，以行為人買入（或賣出）股票之價格，與消息公開後 10 個營業日收盤平均價格之差額，乘以股數計算之（即「擬制所得法」）。

5. 本件，甲、乙在消息公開後有出售部分前揭行為所購買股票共計獲利新臺幣九千餘萬元，部分所買股份則未出售，關於已實現之利得九千餘萬元依照實際所得法，為犯罪獲取之財物；至於未出售部分應如何計算犯罪所得，法律雖無明文規定，經斟酌其立法政策、社會價值及法律體系精神，應係合乎事物本質及公乎正義原則，為價值判斷上本然或應然之理，解釋上可援用民事上處理類似情形之前揭規定，以消息公開後 10 個營業日收盤平均價格，作為擬制賣出（或買入）之價格，據以計算行為人甲、乙獲取之財產上利益。

QUESTION ｜精選試題

甲由半導體上市 A 公司董事長乙得知重大利多消息，俟後甲在重大財務利多消息公布前便買進 A 公司股票 300 萬股，其後賣出 100 萬股因受人檢舉使得此事曝光，而受到檢察官以內線交易罪名起訴，而且認為其因犯罪獲取之財物或財產上利益金額達新台幣一億元以上，用證券交易法第一七一條第二項起訴。甲**主張其買進股票並未全部出售，實際所得未達一億元，且當他出售股票時中美貿易談判大有進展，市場大好，股價與利多消息並未全然相關**，甲主觀上也未有任何意識到有可能獲利一億元以上試問「犯罪所得」在實務上有哪些計算方法，並請詳細說明之。（25 分）

【108 年北大法研所】

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH8.indd 83 2025/5/29 下午 02:20:46

本題擬答

㈠證券交易法第 171 條第 1 項第 1 款之內線交易罪，應如何計算其犯罪獲取之財物或財產上利益，主要有三種計算方式：

1. 實際所得法：以被告賣出（或買入）股票所得價金，扣除被告買入（或賣出）股票成本及證交稅和手續費之後的餘額，作為犯罪所得。
2. 擬制所得法：參考證券交易法第 157 條之 1 第 3 項有關民事賠償的計算方法，以重大消息公開後 10 個營業日，或 5 個營業日的股票平均收盤價格……擬制為被告再行賣出（或買入）的價格，經減除被告買入（或賣出）股票的成本及證交稅與手續費後的餘額，作為犯罪所得。
3. 關聯所得法：必須該股票價格的變動與該重大消息公開其間具有相當關聯者，才作為犯罪所得（台開案：最高法院 96 年台上字 7644 號判決）。
4. 晚近最高法院刑事大法庭裁定 108 年度台上大字第 4349 號可謂統一上述爭議，其認為證券交易法第 171 條第 1 項第 1 款之內線交易罪，因犯罪獲取之財物或財產上利益之計算方法，應視行為人已實現或未實現利得而定。前者，以前後交易股價之差額乘以股數計算之（即「實際所得法」）；後者，以行為人買入（或賣出）股票之價格，與消息公開後 10 個營業日收盤平均價格之差額，乘以股數計算之（即「擬制所得法」）。

㈡本件，甲主張其買進股票並未全部出售，實際所得未達一億元，此部分抗辯應屬無理。蓋依照大法庭裁定見解，未出售的部分應以「擬制所得法」計算犯罪所得，即以行為人買入（或賣出）股票之價格，與消息公開後 10 個營業日收盤平均價格之差額，乘以股數計算之即可。

㈢至於甲主張其出售股票時，中美貿易談判大有進展，市場大好，股價與利多消息並未全然相關則涉及計算內線交易犯罪所得是否需要考慮市場漲跌因素？對此，本文以為，從證券交易法第 157 條之 1 與第 171 條法律文義或是立法理由均未揭示股票「價格漲跌之變化幅度」，須與「重大消息」之公開具有因果關係，故在計算內線交易犯罪利得時，無需考量其他影響股價漲跌之經濟或非經濟因素。是以本件無需考慮中美貿易談判大有進展，市場大好等股價利多消息，附此敘明。

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH8.indd 84 2025/5/29 下午 02:20:46

⑴ 自行操縱：

行為人不以一人為限，如數人基於犯意聯絡，而為本款之行為，亦構成本罪之共同正犯。

⑵ 以他人名義操縱：

指行為人利用人頭戶遂行本款犯罪，本身即構成「以他人名義」操縱股價之犯罪，並非間接正犯。此外，本款的適用範圍較證交法施行細則第 2 條「利用他人名義」範圍更廣，只要有相當事實證明利用人頭以遂行抬高或壓低股價的行為，就會構成本罪[16]。至於人頭戶，依照刑法參與理論，可以區分下列情形討論：

①若有參與操縱行為之謀議或執行者，構成本款之共同正犯[17]。

②若有幫助他人犯本款之罪的故意，且將其帳戶借予他人使用，則構成本款幫助犯。

③若是被他人冒用開戶而無幫助故意，對於操縱股價的行為並不知情者，則不構成幫助犯。

2. 連續以高價買入或低價賣出

⑴ 連續：

基於概括之犯意，於一定期間內為多次、緊密以高價買入或以低價賣出之行為即可，不以逐日而毫無間斷為必要[18]。連續買賣的行為僅成立單純一罪，不構成修正前刑法第 56 條之連續犯[19]。

---

16 賴英照（2025），《證券交易法論》，自版，五版，頁 429。

17 最高法院 96 年度台上字第 2453 號刑事判決。

18 筆者按：早期最高法院判決認為連續是「基於概括犯意，為二次以上之行為，即為連續」；晚近最高法院則強調「於一定期間內為多次、緊密以高價買入或以低價賣出之行為即可，不以逐日而毫無間斷為必要」，而最高法院採取這個見解的判決包含：最高法院 106 年度台上字第 325 號刑事判決、最高法院 107 年台上字第 4187 號刑事判決、最高法院 107 年度台上字第 3336 號刑事判決、最高法院 109 年度台上字第 1247 號刑事判決。

19 最高法院 98 年度台上字第 2659 號刑事判決：「修正前刑法上之連續犯，係指有數個獨立之犯罪行為，基於一個概括的犯意，反覆為之，而觸犯同一性質之數罪名者而言；如該項犯罪，係由行為人以單一行為接續進行，於實行犯罪行為後，因尚未完成其犯罪，而再接續動作，以促成其結果者，則行為人主觀上對於前後所實行各個舉動不過為組成其犯罪行為之一部分，當然祇成立單一之犯罪，不能以連續犯論。而行為時證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款…、第 6 款（現為第 7 款）…者，如係以交易方式達其非法操縱某特定股一定股價之目的，因集中市場流通機制，股價操縱不易，常非以單一買入或售出行為所能操縱，而須接續一段時間以高比例大量交易始能完成，倘行為人違反第 155 條第 1 項第 4 款、第 6 款（現為第 7 款）規定，其主觀上以單一操縱行為而接續以交易方式為之，則在該波段期間內之所有交易行為，皆在促成其非法操縱股價犯行之一部分，即與連續犯之各個獨立犯罪行為有別，自無修正前刑法連續犯之適用。」

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH9.indd 12 2025/5/23 下午 03:35:47

第六項｜概括條款（§155 Ⅰ⑦）

違約不交割 ➡ 相對委託 ➡ 連續交易 ➡ 沖洗買賣 ➡ 散布流言不實資訊 ➡ **概括條款**

參考法條

證交法第 155 條第 1 項第 7 款

七、直接或間接從事其他影響集中交易市場有價證券交易價格之操縱行為。

一、規範意義

本款作做為「概括條款」，主要是因為操縱市場的手段非常多元、難以枚舉，為避免證交法第 155 條各款掛一漏萬，故以本款補充其不足。只要意圖以人為的方式影響證券市場價格，誘使或誤導他人交易，使某種有價證券市場的價格以異於正常市場供需變動者，均屬之。

二、客觀要件

㈠意義：

直接或間接從事其他影響集中交易市場有價證券交易價格之操縱行為。

㈡常見類型：

違法經營股友社或投資人聯誼會通知會員買賣推薦介之股票，藉以拉抬股價；或是挪用公司資金委託證券投資顧股問公司買賣股票，並指示證券投顧公司之經理於股價低於一定價位時，以高於平盤買進，俟價格上漲其他投資人跟進時再行賣出（利用投資人盲從三大法人心態養套殺）。

三、主觀要件

法律雖未有明文規定，但應解為行為人必須具備影響集中交易市場有價證券交易價格之意圖及故意，始足當之[41]。

41 相同見解可參：王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊元（2021），《實用證券交易法》，新學林，六版，頁 538。

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH9.indd 25 2025/5/23 下午 03:35:48

果。自 106 年 7 月 1 日起，甲、乙夫婦二人已成為 A 公司及其 100% 持股之子公司 B 股份有限公司（下稱 B 公司）之實際負責人。甲、乙二人於 106 年 7 月要求 A 公司經營團隊先增資 B 公司 1 億 8 仟萬元，再由 B 公司分別投資 C 股份有限公司（下稱 C 公司）(1 億元）及 D 股份有限公司（下稱 D 公司）(7 仟萬元），嗣後 C 公司及 D 公司分別將 1 億元及 7 仟萬元萬元轉入甲、乙二人私人帳戶供其使用，事件因 B 公司無力償透銀行借款而曝光。請根據本案事實及證券交易法、公司法及相關法規之規定，附理由回答下列問題：

㈠請問甲、乙二人是否違反證券交易法？可能的法律責任為何？

㈡請問投資人保護中心得否為投資人向甲、乙二人提起訴訟以保護投資人？請求權基礎為何？請分析之。

【113 年台大法研所已組】

本題擬答

第3款禁止相對委託

㈠甲、乙二人違反證券交易法（下稱證交法）及其法律責任，分述如下：

第3款

1. 甲、乙違反證交法第 155 條 1 項 2 款禁止沖洗買賣、第 4 款禁止連續交易之規定：

(1) 按證交法第 155 條 1 項 2 款「相對委託」、第 155 條第 4 款「連續交易」之炒作行為，均會破壞證券市場正常供需競價之價格，易使投資大眾對於證券市場交易實況產生錯誤判斷，為使有價證券的價格能在正常供需競價下產生，避免被有心人士操控，故證交法明文加以禁止。

(2) 經查，A 公司為上市公司，甲、乙於民國 105 年 12 月起至 106 年 8 月止，基於抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格之意圖，利用 50 名友人之證券帳戶（下稱人頭戶）對於 A 公司股票（下稱 A 股）遂行下列犯罪：①甲、乙利用人頭戶，鎖定特定種類之有價證券，一方買進 A 股，另外一方賣出 A 股，藉此虛偽交易虛構成交量值之紀錄，此行為構成「相對委託」；②甲、乙雖逐日毫無間斷買進，惟利用人頭戶於前述期間內為多次、緊密買進 A 股，此行為則構成「連續交易」。甲、乙透過上述行為製造交易活絡假象，使其他投資人誤以為 A 股交易活絡，產生錯誤判斷而跟進，造成成交量逐漸增加，股價也因此被

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH9.indd 35 2025/5/23 下午 03:35:49

拉抬升高，顯已影響市場價格及交易秩序[55]。 第3款禁止相對委託

(3)綜上，甲、乙違反證交法第 155 條 1 項2 款禁止沖洗買賣、第 4 款禁止連續交易之規定。

2. 甲、乙二人先後要求 A 增資 B，再由 B 投資 C、D 公司之行為，又將 C、D 公司新臺幣（下同）1 億元及 7 仟萬元萬元轉入甲、乙二人私人帳戶之行為，該當證交法第 171 條第 1 項第 2 款非常規交易罪、第 3 款掏空公司資產之特別背信罪：

(1)甲、乙該當第 171 條第 1 項第 2 款非常規交易罪：

①按公開發行公司之董事、監察人、經理人或受僱人，以直接或間接方式，使公司為不利益之交易，且不合營業常規，致公司遭受重大損害，證交法第 171 條第 1 項第 2 款定有明文；次按公司之影子董事，與本法董事同負民事、刑事責任，公司法第 8 條第 3 項定有明文。

②經查，甲、乙為對於 A、B 公司財務業務具有實質影響力之影子董事，其等要求 A 公司經營團隊增資 B 公司，再由 B 公司分別投資 C 公司 1 億元，及 D 公司 7 仟萬元，最後再轉入甲、乙二人帳戶中等一系列交易之目的、條件、交易程序及過程，顯非 B、C、D 公司有營運資金需求，亦未經 A 公司董事會充分討論，更非為了追求關係企業間之集團綜效，而是為遂行甲、乙之私益。從客觀上觀察，顯然與一般正常交易目的、條件、程序顯不相當，亦不符合正常商業判斷。對於 B 公司部分，基於 A 公司為 B 公司之完全控制公司，B 公司營運及財務損益結果，與 A 公司具有「實質一體性」，A 公司對從屬 B 公司之營運、財務等決策具實質控制權。故當 A 公司之實質負責人甲、乙，故意使從屬 B 公司為不利益交易，以達利益輸送目的時，雖以從屬 B 公司名義所為不利益交易，因 B 公司獨立性薄弱，形同 A 公司之內部單位，實與 A 公司以自己名義為不利益交易者無異。

③綜上所述，應認甲、乙構成證交法第 171 條第 1 項第 2 款非常規交易罪。

(2)甲、乙該當證交法第 171 條第 1 項第 3 款特別背信罪：

①按公司之董事、監察人、經理人若乘職務之便直接挪用、流用甚至是盜取公

---

55 筆者按：值得注意者，連續交易係抽象危險犯、行為犯，只要有影響市場價格或秩序之危險及可能即為已足，不以產生行為人所期望之高價或低價結果或實際獲利為必要，故題幹中股價自 9.5 元上漲至 20 元可作為輔助參考，惟並非本條論罪依據，附此敘明。

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH9.indd 36 2025/5/23 下午 03:35:49

有明文。亦即基於忠實義務，董事應以公司最大利益為依歸，不得利用職務機會謀取私利、挪用公司資產，否則公司得對其行使損害賠償請求權與歸入權。

2. 次按投保法第 10 條之 1 第 1 項第 1 款規定，投保中心發現上市櫃或興櫃公司之董監事有證交法第 155 條、第 157 條之 1 之情事，或執行業務有重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項，得以書面請求公司之監察人為公司對董事提起訴訟。倘監察人自投保中心請求之日起 30 日內不提起訴訟時，投保中心得逕對公司提起訴訟。證交法第 14 條之 4 第 3 項規定審計委員會準用公司法、證交法對監察人相關規範。

相對委託

3. 本件，甲、乙為 A 公司之影子董事，違反證交法第 155 條操縱市場沖洗買賣、連續交易、第 171 條第 1 項第 2 款非常規交易罪、第 3 款特別背信罪，已如前述。甲、乙二人透過非常規交易、掏空 A 公司資產，顯係基於私利而犧牲 A 公司最大利益，甲、乙顯然違反對 A 公司之忠實義務，審計委員會本得對甲、乙提起訴訟，並依公司法第 8 條第 3 項、第 23 條第 1 項向乙請求損害賠償並依同條第 3 項行使歸入權。若為投保中心律師，得依投保法第 10 條之 1 第 1 項第 1 款，以書面請求公司審計委員會為公司對董事提起訴訟，倘審計委員會自投保中心請求之日起 30 日內不提起訴訟時，投保中心得代位 A 公司對甲、乙提起訴訟。

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH9.indd 38 2025/5/23 下午 03:35:49

事等未具有此種「得利意圖」，不應令其負本條之罪責[14]。

TIPS｜楓哥的話

非常規交易罪的意圖要件

非常規交易罪屬於刑事特別法之重罪，如果單純從文義解釋出發逕認非常規交易罪不是意圖犯，不以行為人有圖利自己、第三人或損害本人為必要，可能無法凸顯行為人刑事責任的可非難性。因為公司董、監、經理人為公司長遠發展做出一個商業決策，雖然有違常規，且導致公司受有損害，惟其主觀上並沒有得利之意圖，此時如果僅因為公司受有損害就負三年以上的刑責，並不合理。因此必須在行為人有「損人利己」意圖，方具有刑事上的可非難性。

㈢非常規交易罪與公司法上關係企業專章應如何適用？

基於追求集團綜效，公司法第 369 條之 4 第 1 項規定「控制公司直接或間接使從屬公司為不合營業常規或其他不利益之經營，而未於會計年度終了時為適當補償，致從屬公司受有損害者，應負賠償責任」。本條允許控制公司使從屬公司為非常規交易，倘控制公司未於會計年度終了時對因非常規交易而受損之從屬公司為適當補償，將對該從屬公司負損害賠償責任。

§ 171 Ⅰ②

1. 比較：證交法§ 171 ②與公司法 § 369-4 之異同

公司法與證交法上關於非常規交易規範上有何不同，縱然二者均以非常規交易為規範態樣，然而證交法之非常規交易結果必須導致「行為人所屬公司受有重大損害」，公司法關係企業專章中非常規交易結果則是導致「從屬公司受有損害」，因此在適用情狀上並不完全相同，筆者以圖示說明如下。

14 戴銘昇（2024），《台灣證券交易法》，新學林，二版，頁 574；郭土木（2023），《證券交易法論著》，新學林，增訂三版，頁 516-518；施建州（2020），〈不合營業常規交易的規範架構－由德國及歐盟法的角度看最高法院的形式判決〉，收於：《二十一世紀財經法潮流：林國全教授榮退論文集》，頁 300。

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH10.indd 10 2025/5/23 下午 03:36:59

案例類型	示意圖
§171 I ② 證交法 §171 ②	受有損害 使B為非常規交易 A公司（B公司之董事） → B公司
公司法 §369-4	受有損害 使B為非常規交易 A公司（B公司之控制公司） → B公司（從屬公司） 會計年度終了A應先補償B之損失 → 未補償、A應賠償B
§171 I ② 同時該當證交法 §171 ② + 公司法 §369-4	受有損害 使B為非常規交易 A公司（B公司之控制公司）+ B公司之法人董事 → B公司（從屬公司）

由上圖可知，兩條文規範要件雖略有不同，但仍有競合可能，例如控制公司當選從屬公司之法人董事，並使從屬公司為不利益交易，則此時仍有討論兩個條文法條競合的實益。

§171 I ②

2. **競合：證交法 §171 ②與公司法 §369-4 體系解釋**

學者認為，在關係企業追求集團綜效特殊立法目的下，既然公司法第 369 條之 4 允許事後補償情形下為非常規交易，此時證交法須與公司法作體系解釋，亦即在關係企業間非常規交易，應以年度全部之交易為整體考量，而非僅以個別買賣作為認定基礎，須待會計年度終了，控制公司是否補償從屬公司而定[15]。倘若控制公司於會計年度終了不補償該受損之從屬公司，且該從屬公司之負責人亦不積極請求控制公司補償，控制公司須依照公司法第 369 條之 4 負損害賠

15 賴英照（2025），《證券交易法論》，自版，五版，頁 478；曾宛如（2012），〈新修正公司法評析—董事「認定」之重大變革（事實上董事及影子董事）暨董事忠實義務之具體化〉，《月旦法學雜誌》，第 204 期，頁 135；曾宛如（2013），〈影子董事與關係企業—多數股東權行使界限之另一面向〉，《政大法學評論》，第 132 期，頁 13 以下。

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略_CH10.indd 11 2025/5/23 下午 03:36:59