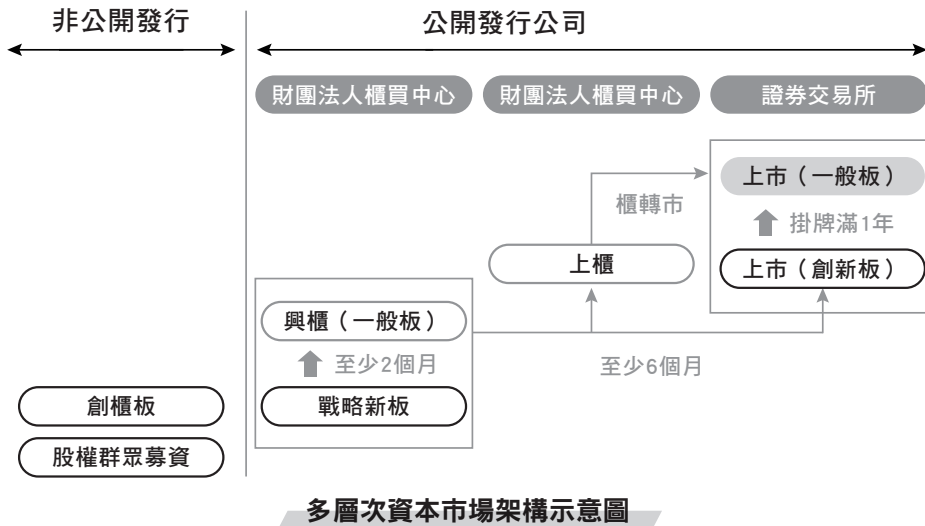




(二)上市創新板與戰略新板的建置（補充）

生活在今日，應與時俱進以「多層次資本市場架構」思維重新認識我國證券市場。主管機關為進一步友善新創企業籌資環境，我國自 2021 年 7 月起分別由證交所及櫃買中心開設「上市創新板」和「戰略新板」交易平台。以申請上市創新板為例，因為限於合格投資人方能交易，但並無上市一般板有獲利方面的要求，所以能夠在保障投資人權益下，提供成長期新創公司有更多籌資管道的規劃，幫助新創產業成長發展，並且創造一個更有利新創的籌資環境，有助於構建我國多層次的資本市場架構。最後，值得一提的是，各板間若符合相關法規要求，亦可由下往上進行「轉板」，例如從上櫃轉至上市，俗稱「櫃轉市」。倘若創新板符合一般板上市條件，並且上市掛牌屆滿一年，得申請改列為一般板上市公司¹⁹。



19 筆者按：值得注意的是，創新板轉為一般板時應比照一般 IPO，公司應提撥擬上市掛牌股份總額 10% 辦理承銷，且其中 60% 應採公開申購。



QUESTION | 精選試題



X 公司是一家上市電子公司，今 X 公司欲透過發行有價證券之方式，籌措公司所需之資金，故與 Y 證券公司簽訂有價證券承銷契約。契約中載明於承銷期間屆滿後，對於約定承銷之有價證券，若未能全數銷售者，其賸餘數額之有價證券，應由 Y 證券公司自行認購之。依證券交易法之規定，此種有價證券承銷方式稱為：

- (A)包銷 (B)直銷 (C)代銷 (D)分銷

【110 司法官、律師一試 44】(A)



解析

所謂包銷，是承銷商依照約定價格買下約定的全部證券，然後以稍高的價格向社會大眾出售。**餘額包銷**如果股票銷售不出去，其未能銷售出去的風險由承銷商自負。本件依題意，契約中載明於承銷期間屆滿後，對於約定承銷之有價證券，若未能全數銷售者，其賸餘數額之有價證券，應由 Y 證券公司自行認購之，應屬「全額包銷」之約定，故應選(A)。



QUESTION | 精選試題



甲外國股份有限公司以開發其位於南太平洋之觀光果園為業，欲在其山坡地上種植高經濟價值之茶葉。為了籌措資金，甲公司來臺募集資金，將該筆土地單位化、細小化切割成數等分，並向臺灣有意之投資人透露公司計劃，並表示未來茶葉之獲利可觀，投資人只要購買小單位之土地與簽訂服務契約，甲公司將負責所有茶葉種植、管理及銷售，於獲利時可共同分享利益。試問下列敘述，何者正確？

- (A)甲公司販賣土地持分為證券交易法之有價證券，募集有價證券須經主管機關核准方得為之。
 (B)甲公司販賣土地持分與服務契約為證券交易法之有價證券，募集資

(2) 上市、上櫃公司 (§ 28-1 II)²²**參考法條**

上市或上櫃公司辦理現金增資發行新股，且未經依本法第 139 條第 2 項規定限制其上市買賣，應提撥發行新股總額之 10%，以時價對外公開發行，不受公司法第 267 條第 3 項關於原股東儘先分認規定之限制。

興櫃股票公司辦理現金發行新股為初次上市、上櫃公開銷售者，應準用前項規定辦理。

- ① 上市或上櫃公司辦理現金增資發行新股，且未經依本法第 139 條第 2 項規定限制其上市買賣，應提撥發行新股總額之 10%，以時價對外公開發行，不受公司法第 267 條第 3 項關於原股東儘先分認規定之限制。
- ② 興櫃股票公司辦理現金發行新股為初次上市、上櫃公開銷售者，應準用前項規定辦理。

(3) 提撥比例 (§ 28-1 III)

- ① 原則：
提撥比率定為發行新股總額之 10%。
- ② 例外：
股東會另有較高比率之決議時。

(4) 一價發行 (§ 28-1 IV)

- ① 證交法 § 28-1 IV 規定：
「依第一項或第二項規定提撥向外公開發行時，同次發行由公司員工承購或原有股東認購之價格，應與向外公開發行之價格相同。」
- ② 立法理由：
A. 防止現金增資發行新股成為股東、員工的變相酬勞。
B. 公司得以較少的股份換取較多的資金，降低募集資金成本，減輕日後配息壓力。

22 發行人募集與發行有價證券處理準則 (§ 17 I、II)。

第二項 | 募集之管理：申報生效制

參考法條

證交法第 22 條第 1 項

有價證券之募集及發行，除政府債券或經主管機關核定之其他有價證券外，非向主管機關申報生效後，不得為之。



一、核准制與申報生效制：

(一)核准制：

所謂「核准制」，係指發行人欲發行有價證券，須經主管機關之核准後，始得為發行有價證券之行為。換言之，發行人除須公開有關資訊外，其財務、業務狀況尚須經過主管機關之「實質審查」(substantive regulation; merit review)，於符合一定之發行條件之下，主管機關始予以核准發行。

(二)申報生效制：

所謂「申報生效制」，係指發行人無須經過主管機關積極之核准，只須依規定申報及公開有關資訊，於書件送達後，如主管機關未於一定期間內表示異議便自動生效，發行人即得發行有價證券。申報生效制為「公開原則」的落實與體現，其所著重者為資訊的完全公開，使投資人得據此資訊作出投資判斷，至於發行人的實質條件如何，則非所問。

| | 核准制 | 申報生效制 |
|----|---------------------------------------|---|
| 優點 | 可藉由主管機關之審核，排除不良證券降低投資風險，以達到保護投資人之目的。 | 減輕主管機關審核業務之負擔、縮短審查期限、提升發行人籌資便利性，使投資決定完全委諸於投資人自由判斷與自我負責。 |
| 缺點 | 1. 容易造成投資人依賴之心理，誤認為該證券已經主管機關認證核准，必可放心 | 投資人未必各個皆具有充足之投資知識來作出正確的投資判斷。 |

(三)對象：非特定人

(四)行為：公開招募方式出售所持有之有價證券（老股）

再次發行係有價證券持有人大規模公開地向其他投資人發出要約，也就是以公開招募的方式「出售」所持有之有價證券。

二、證交法對再次發行之管制



● 爭點 1 證交法第 8 條發行的意義是否包含再次發行？

(一)文義解釋：發行的定義似難涵蓋「再次發行」

證交法第 8 條第 1 項所謂發行，係指發行人製作並交付，與再次發行是「出售」已經發行之有價證券，此時當然無「製作」的行為。是以，證交法發行的定義似難涵蓋「再次發行」。

(二)目的解釋：基於保障投資人之目的應有規範必要

基於保障投資人之考量，再次發行之行為既然屬於向不特定多數人籌資的行為，亦有規範之必要。→證交法第 22 條第 3 項再次發行準用同條第 1 項。

● 爭點 2 再次發行在現行法下應如何規範？

(一)證交法第 22 條第 3 項係準用第 22 條第 1 項

基於保障投資人之立法目的，再次發行仍有管制之必要，已如前述。是以證交法第 22 條第 3 項所定出售所持有公司股票，而公開招募之情形，依其立法理由說明，再次發行雖非募集或發行，但因係向非特定人公開招募，影響層面甚廣，為維護公益及保障投資人利益計，**乃準用同條第 1 項規定，非向主管機關申報生效後，不得為之³⁶。在規範意義上，證交法第 22 條第 3 項係準用同條第 1 項，法律效果使用「準用」一詞，再再說**

36 劉連煜（2024），《新證券交易法實例研習》，新學林，20 版，頁 325-326；賴英照（2025），《證券交易法論》，自版，5 版，頁 66。



明了再次發行並非證交法上的「發行」，所以現行法下透過準用的方式填補規範上的漏洞。

(二) 公開發行所需提供之資訊（文件）

- ┌ 初次公開發行：公開說明書
- └ 再次公開發行：公開招募說明書

(三) 公開招募說明書應記載事項（募發準則 § 62）

1. 公開招募之動機與目的
2. 公開招募價格之訂定方式與說明
3. 證券承銷商提出之評估報告

第三項 | 立法評析

一、劉連煜師：應適度擴充證交法第 8 條之範圍

再次發行並非本法所稱之「發行」，從保護投資人觀點出發，此種解釋結果顯非妥適，問題的根源在於現行證交法第 8 條立法技術不佳。「募集後製作並交付」，係以動作的先後順序定義涵蓋範圍較廣的發行，根本解決之道在於明文擴充其範圍³⁷。

二、曾宛如師：應刪除證交法第 8 條

由於證交法第 8 條對「發行」的定義過於狹隘，且易造成公司法與證交法對於相同用語卻有不同的解釋，實無特別規定之必要，證交法第 8 條應予刪除較為妥適³⁸。

37 劉連煜（2024），《新證券交易法實例研習》，新學林，20 版，頁 325。

38 曾宛如（2020），《證券交易法原理》，元照，七版，頁 13。



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。

(二) 上櫃之資格與流程

1. 申請上櫃

(1) 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）。

(2) 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。 |

公司：徵求人應繼續 1 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 5 以上。

B. 其他公司：徵求人應繼續 6 個月以上，持有 80 萬股達 6 個月以上，持股數千分之 2 且不少於 10 萬股。

(2) 消極資格 (規則 § 5 II)

依照主管機關說明，之所以對於徵求人設計許多消極資格，是為了「杜絕委託書被不當使用」。對於消極要件的設計，雖然彰顯主管機關嚴格限制徵求行為的立場，但學者認為欠缺明確性¹⁴。

- ① 曾犯組織犯罪防制條例規定之罪，經有罪判決確定，服刑期滿尚未逾 5 年。
- ② 因徵求委託書違反刑法偽造文書有關規定，經有罪判決確定，服刑期滿尚未逾 3 年。
- ③ 曾犯詐欺、背信、侵占罪，經受有期徒刑 6 個月以上宣告，服刑期滿尚未逾 3 年。
- ④ 違反證券交易法、期貨交易法、銀行法、信託業法、金融控股公司法及其他金融管理法，經受有期徒刑 6 個月以上宣告，服刑期滿尚未逾 3 年。
- ⑤ 違反第 10-1 規定，經金管會處分尚未逾 3 年。
- ⑥ 違反第 11 條第 1 項規定¹⁵，或違反本條或第六條有關徵求資格條件規定，經本會處分尚未逾 1 年。
- ⑦ 違反本規則徵求委託書其代理之表決權不予計算，經判決確定尚未逾 2 年。

(3) 代理股數限制

除信託事業及股務代理機構外，徵求代理股數不得超過已發行股份總數 3% (規則 § 20 I) → 超過部分：代理之表決權不予計算 (規則 § 22 I ⑧)。

14 賴英照 (2025)，《證券交易法論》，五版，自版，頁 553。

15 出席股東會委託書之取得，除本規則另有規定者外，限制如下：

- 一、不得以給付金錢或其他利益為條件。但代為發放股東會紀念品或徵求人支付予代為處理徵求事務者之合理費用，不在此限。
- 二、不得利用他人名義為之。
- 三、不得將徵求之委託書作為非屬徵求之委託書出席股東會。



得經董事會三分之二以上董事之出席及出席董事超過二分之一同意，於有價證券集中交易市場或證券商營業處所或依第四十三條之一第二項規定買回其股份，不受公司法第一百六十七條第一項規定之限制：

- 一、轉讓股份予員工。
- 二、配合附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債、可轉換特別股或認股權憑證之發行，作為股權轉換之用。
- 三、為維護公司信用及股東權益所必要而買回，並辦理銷除股份。

前項公司買回股份之數量比例，不得超過該公司已發行股份總數百分之十；收買股份之總金額，不得逾保留盈餘加發行股份溢價及已實現之資本公積之金額。公司依第一項規定買回其股份之程序、價格、數量、方式、轉讓方法及應申報公告事項之辦法，由主管機關定之。

(一)本條僅適用於上市、上櫃公司

| | 公司法 (§ 167-1) | 證券交易法 (§ 28-2) |
|-------|--|--|
| 適用對象 | 所有股份有限公司 | 上市公司、上櫃公司：○ 興櫃公司：X |
| 購買用途 | 轉讓股份予員工 | ①轉讓股份予員工 ②股份轉換 ③護盤條款 |
| 購買數量 | 已發行股份總數 5% 收買股份的總額不得超過保留盈餘 + 已實現的資本公積的金額 | 已發行股份總數 10% 收買股份的總額不得超過保留盈餘 + 已實現的資本公積 + 發行股份的溢價的金額 |
| 決議機關 | 董事會特別決議 | 董事會特別決議 報告股東會 |
| 買回後限制 | 應於 3 年內轉讓於員工，屆期未轉讓者，視為公司未發行股份，並為變更登記。 | (1)轉讓期限 ①②→買回日起 5 年內移轉 ③→買回日起 6 個月內辦理變更登記 (2)不得質押 (3)不得享有股東權 |

(二)買回目的 (§ 28-2 | ①~③)：

1. 轉讓股票予員工
2. 股權轉換 (配合附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債、可轉換特別股或認股權憑證之發行)



控之實質受益人²⁸卻不包含在內，實屬立法的疏漏²⁹。

三、立法目的：

基於上述內部人對於公司財務業務資訊之取得掌握絕對優勢，利用未發布之內部消息從事交易會導致不知情的投資人受有損害，且內部人一般持有公司相當股份，故其轉讓持股對公司穩定經營及證券市場之交易均生一定影響。證交法為防範公司內部人藉由轉讓持股炒作股票影響市場穩定或進行內線交易而損及投資人權益，並為維護證券市場交易秩序及交易之公平性，基於「資訊平等原則」，對內部人之持股要求予以公開，使投資大眾能知悉公司重要人員持股異動情形，藉以監督進而防範不法；另亦可經由內部人持股變動資訊瞭解公司未來經營狀況，以作為投資人決策之參考。是以上述內部人應受證交法 § 22-2、§ 25、§ 28-2 VI、§ 157 及 § 157-1 等有關董事、監察人持股規定之適用³⁰。

TIPS | 楓哥的話



上述規範的思維在於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，且內部人轉讓持股對公司穩定經營及證券市場之交易均生一定影響。所以證交法的立法者才會設計一系列的規範去防範上述情況發生，藉由內部人持股轉讓，持股變動必須申報公開，以及短線交易歸入權型之行使，間接達到嚇阻預防內線交易之功能。

內部人持股轉讓限制（§ 22-2）——內部人持股變動申報（§ 25）——短線交易歸入權行使（§ 157）——內線交易（§ 157-1）

28 筆者按：實質受益人（beneficial owner）就是最終擁有或控制公司的自然人。除了以是否「直接與間接持有超過一定比例（25%）之資本、股份，或股東會之表決權」形式認定之外，亦搭配實質認定，例如是否「有權選任、解任過半數董監事」或是「有權行使或實際上已行使重大影響力或控制權」。詳見：拙作，《公司法體系解題完全攻略》第一章第六節中有關公司法第 22 條之 1 之立法檢討。

29 郭土木（2023），《證券交易法論著》，新學林，增訂三版，頁 143。

30 上市（櫃）及興櫃公司董監事法規宣導手冊（2024），頁 3。



委員會由全體獨立董事組成，不少於 3 人，且至少 1 人具有財會專長。

2. 例外：

主管機關依照證交法第 14 條之 4 第 1 項但書授權，得視公司規模、業務性質及其他必要情況，命令公司（強制）設置審計委員會。

(二)實務運作：循序漸進擴大強制設置審計委員會之公司

金管會以函令方式要求「實收資本額未滿 20 億元非屬金融業之上市（櫃）公司」應自中華民國 109 年 1 月 1 日起設置審計委員會替代監察人¹⁷。故至遲於 111 年，實收資本額未達 20 億非屬金融業之上市（櫃）公司的審計委員會均會設置完成，全部上市櫃公司均設有審計委員會¹⁸。若被強制要求設置審計委員會之公司未依主管機關之要求設置或設置不符合規定者，得處以罰鍰並命限期改善。

| 審計委員會設置規範 | | |
|----------------------|--|--------------------------------------|
| 證交法 § 14-4 (母法規範) | 原則：公發公司擇一設置審計委員會或監察人 (§ 14-4 本文) 例外：授權主管機關命令公司應設置審計委員會取代監察人 (§ 14-4 但書) | |
| 主管機關函令 | 20 億~ 100 億 非屬金融業之上市櫃 | 至遲於民國 108 年設置完成 |
| | 未達 20 億 非屬金融業之上市櫃 | 至遲於民國 111 年設置完成 (全部上市櫃公司均設有審計委員會) |

(三)學者評釋：主管機關命令逾越母法授權

賴英照師認為，證交法第 14 條之 4 係規定公司得自由選擇設置監察人與或審計委員會（雙軌制與單軌制擇一），但主管機關卻命令全部上市櫃公司均設置審計委員會，改採單軌制，此一命令已逾越母法授權¹⁹。且單

17 107 年 12 月 19 日金管證發字第 10703452331 號令：依據證券交易法第十四條之四規定，已依本法發行股票之金融控股公司、銀行、票券金融公司、保險公司、證券投資信託事業、綜合證券商、上市（櫃）期貨商及實收資本額達新臺幣 20 億元以上非屬金融業之上市（櫃）公司，應設置審計委員會替代監察人；實收資本額未滿新臺幣 20 億元非屬金融業之上市（櫃）公司，應自中華民國 109 年 1 月 1 日起設置審計委員會替代監察人。但前開金融業如為金融控股公司持有發行全部股份者，得擇一設置審計委員會或監察人。

18 筆者按：依照公司法 195 條第 1 項之規定，董事任期為三年。故於民國 108 年改選之非金融業實收資本額未滿 20 億之上市公司董事任期到 111 年屆滿。

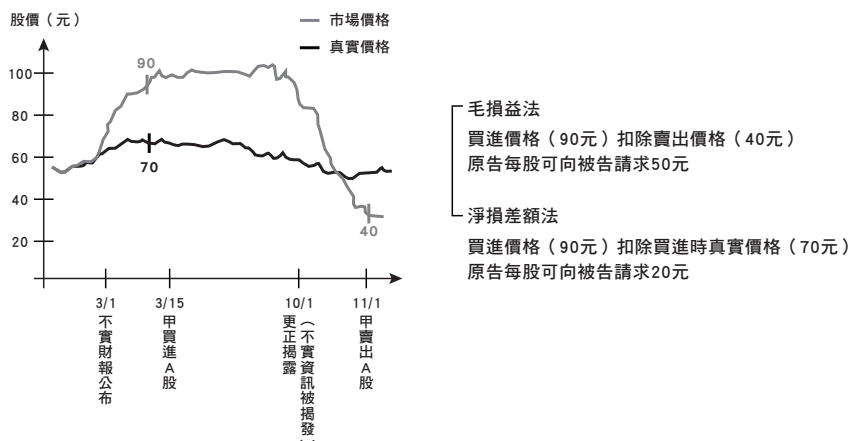
19 賴英照 (2025)，《證券交易法論》，五版，自版，頁 518。

2. 毛損益法：

以原告「買入之價格」與不實消息被揭露時之市價或於不實消息更正揭露後合理期間內投資人「再出售價格」之差額，做為賠償金額。亦即，所有交易價差都應由被告承擔，不論是因該不實事項所引起，或其他因素所造成，所有交易價差都應由被告承擔。

關鍵實務 | 最高法院 106 年度台上字第 2400 號民事判決

財報不實所生之損害，不論係採毛損益法或淨損差額法，皆以「**投資人購買股票之價格**」與該股票「**公平價格**」之差額為計算基準。兩者最大之差別，在於計算「**公平價格**」之方式不同。淨損差額法以投資人當初交易時之「**真實價值**」為公平價格【筆者按：單一基準時點說】；毛損益法則以詐欺情事被揭露時之市價或於揭露後合理期間內投資人再出售之市價為公平價格。



【圖：(單一基準時點說) 淨損差額法與毛損益法】

3. 晚近最高法院的分類方式

我國最高法院晚近的分類方式，與上面最傳統原始的定義、分類稍有不同，應予辨別：

(1) 淨損差額法：

賠償義務人僅賠償虛偽不實行為造成之股票價格損失，對於市場因素造成之股價下跌無須負責（此種計算方式，筆者以「複數基準時點說」稱之）。

SECTION 6 短線交易歸入權之行使與計算 (施細 § 11 II、III)

參考法條

證券交易法施行細則 § 11

本法第一百五十七條第六項及第一百五十七條之一第一項所稱具有股權性質之其他有價證券，指可轉換公司債、附認股權公司債、認股權憑證、認購（售）權證、股款繳納憑證、新股認購權利證書、新股權利證書、債券換股權利證書、臺灣存託憑證及其他具有股權性質之有價證券。

本法第一百五十七條第一項所定獲得利益，其計算方式如下：

- 一、取得及賣出之有價證券，其種類均相同者，以最高賣價與最低買價相配，次取次高賣價與次低買價相配，依序計算所得之差價，虧損部分不予計入。
 - 二、取得及賣出之有價證券，其種類不同者，除普通股以交易價格及股數核計外，其餘有價證券，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。
 - 三、列入前二款計算差價利益之交易股票所獲配之股息。
 - 四、列入第一款、第二款計算差價利益之最後一筆交易日起或前款獲配現金股利之日起，至交付公司時，應依民法第二百零三條所規定年利率百分之五，計算法定利息。
- 列入前項第一款、第二款計算差價利益之買賣所支付證券商之手續費及證券交易稅，得自利益中扣除。

一、請求權人

公司逾期不行使，股東得代位行使。申言之，當公司不行使歸入權時，任何股東不限持股多寡，皆得以 30 日之限期，請求董事行使之；逾期不行使時，請求之股東得為公司行使此一請求權（證交法 § 157II 排除公司法 § 214 股東代位權之資格限制）。

二、消滅時效：自獲得利益之日起 2 年間不行使而消滅（§ 157 IV）

三、計算方法

(一)最高價與最低價依序配對，「最高賣價減最低買價」、「次高賣價減次低買價」，虧損不予計入。

(一) 散布

1. 實務上有認為，散布係指「對特定多數人或不特定人」為傳布或陳述。因為單純對某特定少數人傳述流言或不實資料，尚不足以達到影響證券價格之效果。
2. 惟學者指出，若行為人對「少數人」傳播當下，已明知或可得而知將被傳播於不特定人或多數人，亦應認已構成散布，較符合本款之立法目的³⁷。

(二) 流言

係指無法確認其真實性或未經證實之訊息，只要行為人在散布時缺乏合理依據即屬之，不以內容真偽為必要。

(三) 不實資料

所謂不實資料，則指反於客觀事實之虛偽不實陳述。其範圍不僅限於行為人積極陳述與真實情況相反的錯誤內容，亦包含僅部分真實陳述而引人誤解的情形。舉凡無事實根據或依據不確定訊息，便對公司獲利或股價加以誇大，皆屬此類。實務上，通常會觀察行為人在散布該訊息當時，是否明知該訊息屬流言或不實，卻仍刻意傳播；若行為人已盡必要的查證義務，且有相當理由足信其所發布之消息為真實，則不構成本罪。

二、主觀要件

證交法第 155 條第 1 項第 6 款要求具有「影響集中交易市場有價證券交易價格之意圖」，而所謂「影響」，解釋上應包括抬高壓低或維持護盤等任何妨礙影響證券價格自由形成之行為。

三、● 爭點 財務預測若有不實，是否構成散布流言與不實資訊？

(一) 肯定說（實務多數、王志誠師³⁸）

1. 證券交易市場上常見由「證券分析師」所提供、宣講的財務預測或營運計畫等「軟性資訊」，大抵仍會以一定之事實為預測基礎，與

37 王志誠（2021），〈證券交易法上散布流言或不實資料行為之認定標準〉，《月旦法學教室》，第 228 期，頁 71-72。

38 王志誠（2021），〈證券交易法上散布流言或不實資料行為之認定標準〉，《月旦法學教室》，第 228 期，頁 72-73。



一般理性投資人一望即知的樂觀陳述有所不同，對一般理性投資人通常會有參考判斷上之重要性，若僅以無客觀事實可資查考為由，將其排除在本罪規範之外，恐會導致有人意圖操縱股價時，利用投資人對其身分或地位的信任，而肆意捏造或誇大公司未來潛力，最終卻能以「只是對該公司未來潛力及發展所為之預估」為藉口而脫免操縱股價的責任。

2. 證券分析師或投顧分析師等行為人，出於操縱證券價格的不法意圖，罔顧事實而發布虛偽不實或足以誤導投資人的評論，導致投資大眾因錯誤判斷而面臨投資與操縱風險，即已侵害證交法所欲保護的市場公平公正。因此，不能僅以「投資人應知悉此類目標或推論未必能達成」為由而免責。

臺灣高等法院 103 年度金上重訴字第 38 號刑事判決

針對證券交易市場上常見之由「證券分析」所提供、宣講之「財務預測」或「營運計畫」等「軟性」因係以證券分析師名義對外散布，且大抵仍會以一定之事實為預測基礎，故與一般理性投資人一望即知之單純誇大「樂觀陳述」完全不同；前者通常會對一般理性投資人具有參考判斷上之重要性，反之後者幾乎不會有任何理性投資人願意作為自己交易決策之判斷基礎。亦即、「財務預測」或「營運計畫」等「軟性資訊」，決不能因其並非有客觀事實可資比對查考之歷史事件，即一概認為不屬於本罪規範範圍，否則有意操縱股價之行為人均可利用一般投資大眾對於自己身分地位之信任，對外信口開河甚或惡意欺瞞而恣意發布「軟性資訊」，藉以達成自己操縱股價之目的，最終卻能以「只是針對該公司未來潛力及發展所為之預估」為藉口而脫免於本法禁止操縱股價規範外，此與本罪之構成要件及預設之立法目的顯然相違。

(二) 否定說（實務少數、林國全師³⁹、劉連煜師⁴⁰）

1. 本款所稱的流言，應以對未來之「事實陳述」為限；至於公司營運計畫目標、財務預測或股價變化等性質上屬於「意見表達」，不在本罪的「流言」範圍內。投資人原本就應該理解財務預測僅係未來未

39 林國全（2005），〈以散布流言或不實資料方法操縱價格—台灣高等法院 92 年度金上重訴字第 9 號判決評析〉，《月旦民商法雜誌》，第 7 期，頁 153-154。

40 劉連煜（2024），《新證券交易法實例研習》，新學林，第 20 版，頁 798-799。



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 仟萬元轉入甲、乙二人私人帳戶供其使用，事件因 B 公司無力償還銀行借款而曝光。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：

- (一) 請問甲、乙二人是否違反證券交易法？可能的法律責任為何？
 (二) 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

(一) 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：

1. 甲、乙違反證交法第 155 條 1 項 3 款禁止相對委託、第 4 款禁止連續交易之規定：

(1) 按證交法第 155 條 1 項第 3 款「相對委託」、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