
STRUCTURE | 本章體系

第一節 證券交易法之規範目的	1-6
第二節 證券交易法之規範對象	1-11
第三節 證券市場之架構	1-14
第四節 證券市場之主體——發行人與證券商	1-18
第五節 證券市場之客體——有價證券的概念	1-23
專題討論：臺灣存託憑證（TDR）是否為我國證交法之 有價證券	1-28
專題討論：由首次代幣發行（ICO）到證券型代幣發行 （STO）	1-31



(一)發展國民經濟：

發展國民經濟是證交法之間接效果，而保障投資人方為直接、具體目的。亦即應先講求保障投資人，而後始能實現發展國民經濟，兩者具有階段上的意義，只有在投資人能充分獲得保障的前提下，才能安心參與證券市場的投資，因為有投資進而促進國民經濟之繁榮，兩者具有層次遞進的關係²。

(二)保障投資人：

1. 規範意義：

保障投資的意義，並非保障投資人在證券市場上的投資一定能夠獲利，也就是證交法並不是在保障證券的價值或價格，因為證券的價值應由投資人自己判斷，至於價格則應透過市場機制供需法則來決定³。證交法所要保障的是投資人在作成投資決策以前能夠獲得正確完整的資訊，因此對於證券市場的管理，應著重避免證券市場受有心人士操縱、投資人受到詐欺及內部人藉由證券市場謀取個人不當利益，並同時確保所有投資人係在公平公開環境、自負盈虧的自己責任下做成投資判斷（公開原則），例如：證交法第 36 條規定企業應定期或不定期公開公司相關資訊，使投資人得以獲得即時、完整資訊幫助其形成有效率的投資決策⁴。

2. 具體設計：

為了達到「保障投資人」之目的，我國證交法做了下列規範的設計：

(1) 貫徹公開原則：為使投資人能取得資訊以作成正確投資判斷，證交法強制企業公開投資相關資訊，例如：證交法 § 30、31 要求發行人交付公開說明書、§ 36 要求公司定期公開及繼續公開公司財務業務文件。

2 劉連煜（2024），《新證券交易法實例研習》，自版，增訂 20 版，頁 22。

3 林國全（2000），《證券交易法研究》，元照，初版，頁 8；余雪明（2016），《證券交易法：比較證券法》，自版，五版，頁 3。

4 曾宛如（2020），《證券交易法原理》，元照，七版，頁 9-10；王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁（2021），《實用證券交易法》，新學林，四版，頁 2-3；余雪明（2016），《證券交易法：比較證券法》，自版，五版，頁 3。



二、證交法的五個規範核心內容⁶：

(一)公開原則（disclosure）：證交法的最高指導原則

美國聯邦最高法院前大法官 Louis Brandies 曾經說過：「陽光是最好的防腐劑，燈光是效率最高的警察。」（Sunlight is said to be the best of disinfectants, electric light the most efficient policeman.）這段話恰好說明了美國證交法立法的最高指導原則－公開原則（disclosure），透過資訊的完全公開達到證券市場管理之目的。

如果把公開原則放在發行市場與流通市場觀察，可以區分為「初次公開」與「繼續公開」兩個層面。前者主要針對「發行市場」，要求募集有價證券時之資訊揭露，應出具公開說明書交付與應募人，使投資人能取得資訊以作成正確投資判斷（§ 30 ～ § 32）。後者則針對證券進入「流通市場」後，證交法藉由強制公司仍應繼續揭露相關財務業務文件，俾使投資大眾得以了解公司營運情形，作收監督公司經營者之效（§ 36、§ 20-1）。至於證交法上之一般反詐欺條款（§ 20），則是概括性的禁止虛偽、詐欺或其他足致他人誤信等方法為與募集、發行、私募或買賣有價證券有關之行為，透過防範證券詐欺行為，維持市場公平性與正直性，進而維護市場健全及投資人權益。

(二)有價證券發行、募集、私募、買賣之規範（regulation）

證交法最開始存在的目的就是要規範證券市場的行為，分別是針對發行市場的管理，如有價證券的募集、發行、私募；以及流通市場的管理，如有價證券的買賣。

(三)公司治理（corporate governance）

證交法針對「公開發行股份有限公司」設有許多特別規定，這也體現了越是大型公司越應有更多的管制，因此當遇到公開發行公司之管理，證交法與公司法規定不同時，證交法為特別規定應優先適用。至於公司治理架構，目前我國證交法參考單軌制公司治理模式，引進獨立董事、審計委員會、薪酬委員會等制度。民國 111 年後，我國所有上市櫃公司均設有審計委員會（取代監察人），採取單軌制公司治理架構。

6 曾宛如（2020），《證券交易法原理》，元照，七版，頁 6-7。



SECTION 2 證券交易法之規範對象

一、證券交易法之規範方式

參考法條

證交法第2條

有價證券募集、發行、買賣，其管理、監督依本法之規定；本法未規定者，適用公司法及其他有關法律之規定。

(一)證券交易法既規範行為，亦規範主體：

1. 規範行為：有價證券之募集、發行、私募之行為

證交法對於公司法而言，係特別法之於普通法的關係，就有價證券之募集、發行、買賣等相關事項，證交法應比公司法、民法或其他法律規定優先適用，固無疑義；至於證交法有規定，但非屬有價證券之募集、發行及買賣之事項，倘若證交法及公司法均有規定（例如公開發行公司管理的規定），應適用何者法無明文。對此，學者認為基於證交法乃公司法之特別法，且基於保障投資人之立法目的，證交法通常設有較為嚴格之規定，仍應優先適用證交法之規定⁷。

對此，學者認為，未來證交法第2條或可修正為：「有價證券之發行、交易及其他有關事項，應依本法之規定；本法未規定者，適用公司法及其他有關法律之規定」⁸，如此規範將杜絕上述爭議，殊值贊同。

2. 規範主體：「公開發行股份有限公司」之公司治理

證交法中對於「公開發行股份有限公司」之公司治理通常有較為嚴格之管制規定，例如：委託書徵求之特別規定（證交 § 25-1 授權主管機關訂定委託書管理辦法）、董監持股轉讓之限制（§ 22-2）、董監持股變動之申報（§ 25）、董監持股比例下限（§ 26）、單軌制公司治理下應設置獨立董事、審計委員會、薪酬委員會（§ 14-2 ~ § 14-6）。

7 劉連煜（2024），《新證券交易法實例研習》，自版，增訂20版，頁65-66。

8 同前註，頁66。



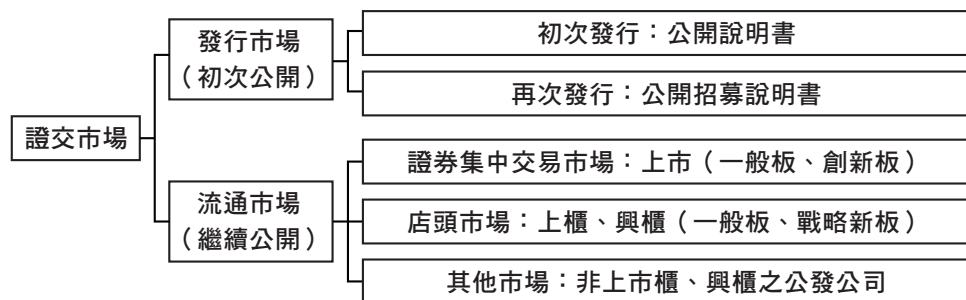
1. 募集設立之公司。
 2. 依公司法第 156 條之 2、證交法第 42 條第 1 項已補辦股票公開發行程序但並未實際有公開招募行為之公司。
→ 應注意者：依照證交法第 42 條及公司法第 156 條之 2 規定首次辦理股票公開發行，其公開發行程序在募發準則第 6 章稱為「補辦公開發行」，目前係採取「申報制」，應出具公開發行說明書（募發準則 § 66¹⁰）。
 3. 實際公開發行新股或其他有價證券之公司。
- (二) 其次，「公開發行公司」或「公開發行股票之公司」，其差別僅在於是否包含公開發行股票以外其他有價證券在內，舉例來說像是公開發行公司公司債之公司。
- (三) 最後，在證交法當中經常看到「已依本法發行股票之公司」一詞（如：§ 7 II 私募之定義、§ 14-2 ~ § 14-5 獨立董事與審計委員會之規定、§ 22 II 有價證券募集發行等規定），這裡所謂「已依本法發行股票之公司」指的是已依證交法第 22 條第 1 項申報生效後而發行股票之公司¹¹，包含公司以募集方式發行股票，或股票補辦公開發行而言。至於證券交易法第 22 條第 3 項所定出售所持有公司股票，而公開招募之情形（學理上稱的再次發行），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。公司股東對非特定人公開招募以出售公司股票，並不會使公司成為「已依本法發行股票之公司」。
- (四) 公開發行公司於向主管機關申請公開發行後，其在申請公開發行前已發行之股份，視為已依證交法發行（§ 24），假設該公司已申請上市、上櫃（證交法上用語：向證券交易所或櫃檯買賣中心申請上市或在證券商營業處所買賣），則先前發行之股份即得於上市上櫃市場交易。

10 發行人依本法第 42 條第 1 項及公司法第 156 條第 3 項規定首次辦理股票公開發行者，須檢具申報書（附表二十四），載明應記載事項，連同股票公開發行說明書等應檢附書件，向本會提出申報，於本會及本會指定之機構收到申報書即日起屆滿十二個營業日生效。

前項股票公開發行說明書應載明事項，準用公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則或金融業募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則規定。

11 筆者按：關於證交法第 22 條第 1 項申報生效制，詳見：第二章有價證券之募集單元之說明

SECTION 3 證券市場之架構

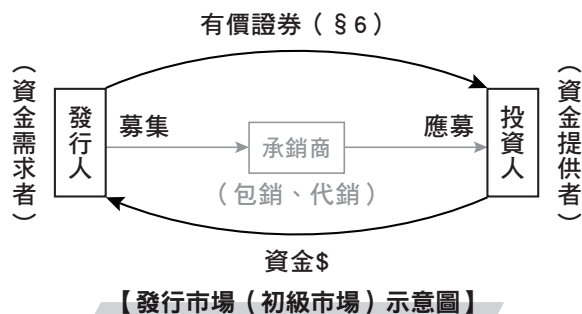


一、證券市場的意義：

證券市場為國民儲蓄與企業生產資金相互結合的樞紐，建立證券市場，一方面提供企業（資金需求者）於發行市場籌措所需資金，另一方面，提供投資人（資金提供者）於發行市場及交易市場上進行投資及流通有價證券之途徑，透過證券市場將兩者的需求連結在一起¹²。關於證券市場，可以進一步可以分為發行市場與流通市場。所謂「發行市場」係指企業透過發行有價證券的方式向投資大眾籌措募集企業所需資金，投資大眾則得將其儲蓄投入以謀求投資獲利所形成的市場。所謂「流通市場」係指將已經發行之有價證券得以繼續流通轉讓的市場。

二、發行市場（初級市場）

又稱之為「初級市場」，係指發行人向投資大眾公開發行有價證券以籌措資金所形成的市場。



12 曾宛如（2020），《證券交易法原理》，元照，七版，頁1。



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

(一)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」。

(二)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）

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。

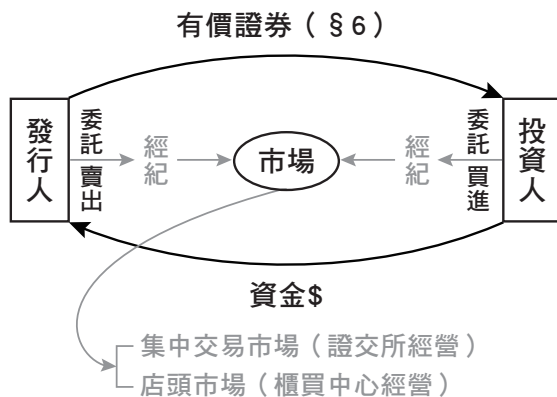
13 筆者按：發行市場的部分，讀者一開始可能會有點陌生，不過有時候可以注意新聞上在說的股票抽籤（股票申購，公開承銷新股申購），像是去年10月下旬進行的星宇航空股票抽籤就曾轟動一時。為什麼要進行股票抽籤？主要原因就是未上櫃公司要進行首次公開發行新股（IPO），或上市櫃公司需要資金時進行現金增資，都有可能向投資人公開發行股票，這時候進行的其實就是發行市場中初次發行的行為。

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。」



【流通市場（初級市場）示意圖】

四、多層次資本市場架構：

（一）創櫃板與股權群眾募資：

我國的證券市場傳統上可分為「上市集中市場」和「上櫃及興櫃市場」，後者也常被稱為「證券櫃檯買賣中心」（下稱櫃買中心）。2014 年為了使新創事業更方便籌措資金，櫃買中心在金管會的督導下建置「創櫃板」（也就是創意櫃檯的意思）。創櫃板設立的目標在於為具有創新創意構想之非公開發行微型企業提供一個創業輔導與籌資的平台，因此豁免此類非公開發行公司應依證券交易法規定向金管會申報生效，即可對外公開募集資金。

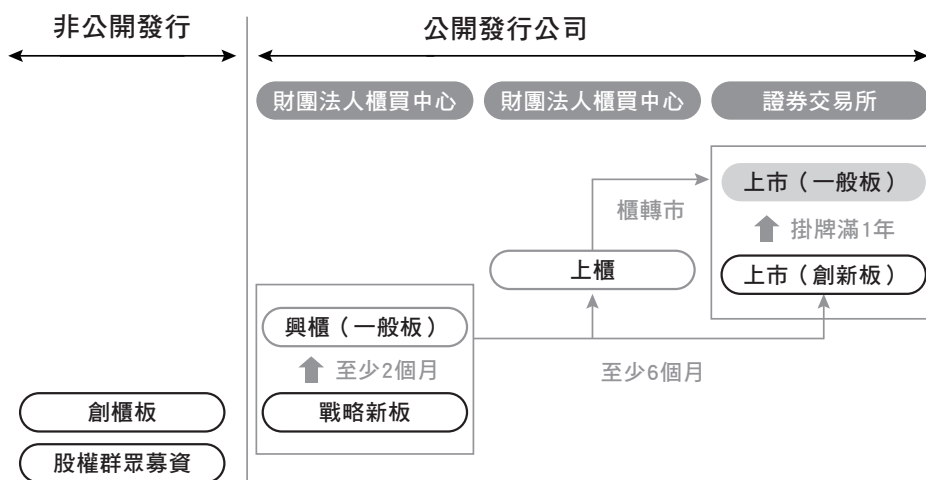
此外，2015 年金管會也推動了群眾募資機制，開放民間平台業者在符合一定條件下，亦得經營股權性質之群眾募資，使新創事業得以透過此類平台公開募集資金。創櫃板、股權群眾募資的共同特徵在於提供新創企業能夠在非公開發行階段就能從證券市場中募集所需資金，而不用循過往上市、上櫃較高資格要求與審查門檻，使新創事業較容易籌資。須特別強調的是，上面兩種方式，僅提供股權籌資的功能，但不具備交易機制（流通市場的功能）；且創櫃板、股權群眾募資發行之證券，為豁免證券¹⁸。

18 方嘉麟、曾宛如、臧正運（2018），〈從區塊鏈融資論眾募規範趨勢〉，《月旦法學雜誌》，第 273 期，頁 76-79。



(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。



多層次資本市場架構示意圖

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。



參考法條

證交法第 16 條

經營前條各款依照業務之一者為證券商，並依左列各款定其種類：

- 一、經營前條第一款規定之業務者，為證券承銷商。
- 二、經營前條第二款規定之業務者，為證券自營商。
- 三、經營前條第三款規定之業務者，為證券經紀商。

(一)概說：

我國目前證券市場實務運作方式為投資人委託證券經紀商買賣，再由證券商於證交所或櫃買中心申報買賣之兩階段下單模式。因此證券市場參與者中，除了投資人外，證券商的角色舉足輕重。依照證交法規定，經營證券業務者為證券商，可以分為承銷商、自營商及經紀商三種。倘若同時經營承銷、自營、經濟三種業務者，則為綜合承銷商。

1. 許可主義

證券商須經主管機關之許可及發給許可證照，方得營業（證交 § 44 I）。我國證券商設立應經主管機關許可，採取「許可主義」。

2. 採發起設立

證券商除金融機構兼營者外，必須是股份有限公司之組織型態（證交 § 47 I、§ 4）。且證券商的發起人應一次認足最低實收資本額²¹，因此證券商的設立以發起設立為限，不得採行募集設立。

3. 撤銷營業許可

證券商取得經營證券業務之特許，或設立分支機構之許可後，經主管機關發覺有違反法令或虛偽情事者，得撤銷其特許或許可（證交 § 57）。本條撤銷許可主管機關的逕自為之，與公司法第 9 條撤銷登記須經法院判決有罪確定後始得為之不同。

21 證券商設置標準第 3 條【各類型證券商最低實收資本額】

證券商須為股份有限公司；其最低實收資本額如下：

- 一、證券承銷商：新臺幣四億元。
- 二、證券自營商：新臺幣四億元，僅經營自行買賣具證券性質之虛擬通貨業務者為新臺幣一億元。
- 三、證券經紀商：新臺幣二億元。但經營下列業務者為新臺幣五千萬元：

(一)僅經營股權性質群眾募資業務。

(二)僅經營基金受益憑證買賣及互易之居間業務。

前項最低實收資本額，發起人應於發起時一次認足。



者實際認購總額低於預定發行總額，未售出的股票由承銷商負責，並按約定時間向發行人支付全部剩餘證券款項。餘額包銷的承銷商要承擔部分發行風險。

(2) 代銷

參考法條

證交法第 72 條

證券承銷商代銷有價證券，於承銷契約所訂定之承銷期間屆滿後，對於約定代銷之有價證券，未能全數銷售者，其賸餘數額之有價證券，得退還發行人。

3. 小結：

法條上雖然可以發現承銷商與發行人約定的承銷方式雖可能有包銷及代銷。但目前商業實務上較為常見的作法是由數個承銷商組成承銷團共同承銷，且通常是採取包銷的方式²²。

TIPS | 楓哥的話



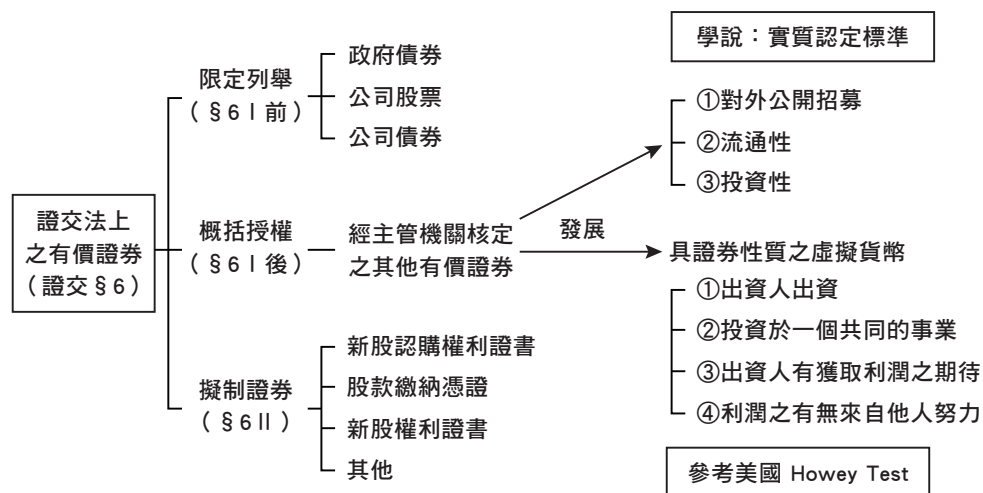
其實全額包銷、餘額包銷、代銷就是一種風險承擔的分配，如果承銷商須要承擔較高風險的，傭金就會越高；反之，承擔風險較低的，傭金就會越低。全額包銷如果股票銷售不出去，其風險由承銷商自負，故風險較大，但傭金就會比較高；代銷則是如果承銷商銷售不出去，剩下的可以退還給發行人，但相對應的傭金也會比較低。

	全額包銷	部分包銷	代銷
承銷商承擔風險	高	中	低
承銷證券傭金	高	中	低

22 王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁（2021），《實用證券交易法》，新學林，四版，頁 364。



SECTION 5 證券市場之客體——有價證券的概念



思考層次 1

一、傳統意義下有價證券之定義

(一)傳統民商法對有價證券之定義：

就傳統民商法而言，有價證券涵蓋範圍甚廣，權利之發生、移轉或行使，部分或全部與證券之占有相結合者均屬之。亦即，凡表彰財產價值，而得為交易客體之證券，都是有價證券²⁴。有價證券依照其性質可以區分為信用支付證券、物品流通證券、資本市場證券（權益型證券）等。惟傳統民商法上有價證券並非全部均為證交法上的有價證券，例如：票據法上的匯票、支票、本票均不在證交法射程範圍之內。

(二)證交法對有價證券之定義：

就我國證交法第 6 條觀之，證交法上的有價證券顯然僅限於資本證券，

24 曾宛如（2020），《證券交易法原理》，元照，七版，頁 13；王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁（2021），《實用證券交易法》，新學林，四版，頁 34。



觀念連結 | 豁免證券與豁免交易之不同

(1) 豁免證券：性質上為通案豁免

定義上雖屬我國證交法之有價證券，惟實質上其募集、發行不受本法規範拘束，無須事前向主管機關申報生效。例如：創櫃板、股權群眾募資。

(2) 豁免交易：性質上為個案豁免

定義上仍屬證交法之有價證券，該證券一般情形均須受證交法之規範，僅在某些特定交易情形時，始可豁免於主管機關之事前管制，例如：證交法 § 43-6 私募。

2. 公司股票

3. 公司債券

(二) 概括授權（§ 6 I 後段）：其他經主管機關核定的有價證券

本條的立法背景係當時國人對於有價證券之投資蔚為風潮，惟因投資理財知識普遍不足，屢有國內投資人透過非法之盤商仲介或購買未經主管機關核准之外國股票、受益憑證等有價證券，致產生糾紛爭議等情事，參考當時國外已有之有價證券類型，並考量證券市場快速創新，有價證券型態多變，所以立法者將具有投資性質之有價證券納入規範，以保障我國投資人權益，落實證交法第 1 條保障投資之立法精神與主旨，證交法於第 6 條第 1 項後段做為授權主管機關核定有價證券的權限來源²⁵。以下簡介我國主管機關目前核定之有價證券。

25 關於是否違反授權明確性，可參照司法院釋字第 522 號解釋、釋字第 680 號解釋及臺灣高等法院 110 年度金上重訴字第 23 號刑事判決之論證過程。具體操作這兩號大法官解釋之判斷標準，我們觀察證券交易法第 1 條所規定「為發展國民經濟，並保障投資，特制定本法」，可以明確看出立法者在授權主管機關行使其核定權之授權目的，並可以推論出其授權之內容與範圍。立法者已明確表達出：在界定應否應用立法授權「核定」有價證券時，應該考慮公共利益，以及是否為保護投資人所必要，也就是證券交易法第 1 條之立法意旨，並且證券交易法上的「證券」著重的是「投資性」與「流通性」，尤其是前者之「投資性」。換言之，證交法做為授權母法，依其法律整體之體系關聯及立法目的，對行政機關的政策指導已屬清晰明確。



權證中所約定的數量之特定標的股票，或直接結算差價的權利³⁰。關於認購（售）權證，可以參考發行人發行認購（售）權證處理準則。

(1) 發行人：

必須是綜合證券商（同時經營有價證券承銷、自行買賣及行紀或居間等三種業務者）。

參考法條

準則第 3 條

本準則所稱發行人，係指標的證券發行公司以外之第三者且同時經營有價證券承銷、自行買賣及行紀或居間等三種業務者

(2) 標的證券：

限於部分主管機關認為比較良好的投資標的

參考法條

準則第 8 條

發行人發行認購（售）權證之連結標的範圍以下列為限：

- 一、已在證券交易所上市或櫃檯買賣中心上櫃且符合證券交易所或櫃檯買賣中心所定條件之股票或其組合、指數股票型證券投資信託基金、指數股票型期貨信託基金、境外指數股票型基金及臺灣存託憑證。
- 二、證券交易所或櫃檯買賣中心公告之指數。
- 三、經本會指定之外國證券交易市場，並符合證券交易所或櫃檯買賣中心所定條件之外國證券或指數。
- 四、其他經本會核准之連結標的。

6. 臺灣存託憑證（TDR）：

外國有價證券之發行人，委託存託機構（存託銀行）在我國境內發行，表彰存放於保管機構所保管之外國有價證券。而該有價證券由保管機構依照其與存託機構之間的保管契約保管之。

30 金管會 100 年金管證券字第 1000039960 號函。



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）。

(二) 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。

三、否定說（部分實務³⁵、林國全師³⁶、王志誠師³⁷、戴銘昇師³⁸）

(一) TDR 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。

(二) TDR 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」。

(三) 儘管 TDR 之持有人可享有盈餘分派、贖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），〈臺灣存託憑證是否係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。



DISCUSS | 專題討論



由首次代幣發行（ICO）到證券型代幣發行（STO）

（一）首次代幣發行（Initial Coin Offering, ICO）

ICO 首次代幣發行，相對於 IPO，是一種新型態募集資金的方法，只是發行標的由股票轉換為代幣。ICO 係指以公司發行「以區塊鏈技術為基礎」之專屬加密貨幣或代幣（Token），向特定或非特定的投資大眾公開招募法定貨幣或是虛擬貨幣的募資行為。投資者可以用主流加密貨幣（如：比特幣、以太幣、泰達幣）或法定貨幣來購買這些新發行的代幣，其取得的是使用權而非股權。

ICO 的特色在於省去了傳統融資中間環節，降低了交易成本，也減少了對第三方機構的依賴，因此 ICO 具有代幣發行價低、去中介化、流動性高等優勢。

虛擬貨幣依照其功能，可以分為：支付型代幣、功能性代幣、證券型代幣。目前金管會已核定證券型代幣為證交法上的有價證券。

1. 支付型代幣：

此種代幣的主要用途是當作支付工具，可以用於購買商品或服務，甚至兌換其他有價值的資產（法定貨幣或其他加密貨幣）。例如，比特幣（Bitcoin）就是一種支付型代幣。

2. 功能性代幣（Utility Token）：

此種代幣主要用於換取特定的區塊鏈應用或服務，例如：以太坊（Ethereum）上的 Gas 是一種功能性代幣，用於支付在其網絡上運行智能合約的計算費用。

3. 證券型代幣（Security Token）：

此種代幣用以表彰未經登記之證券或是衍伸性金融商品，被視為有價證券的數位化形式。目前金管會將其分為分潤型及債務型。目前金管會已核定證券型代幣為我國證交法上之有價證券⁴¹。

41 金管會 108 年金管證發字第 1080321164 號令。所以讀者在考試的時候一定要注意，考題所涉及的是否為證券型虛擬貨幣，因為目前只有證券型虛擬貨幣才是證交法上的有價證券。



(3)辦理 STO 移轉及保管業務：為維護投資人權益及確保交易資料之保存，平台業者應與臺灣集中保管結算所簽約，由平台業者每日傳輸異動資料及餘額明細資料等交易資訊予臺灣集中保管結算所以為備份，並由臺灣集中保管結算所提供投資人查詢 STO 餘額服務，以協助各投資人確認其 STO 交易資訊之正確性。

5. 為控管防制洗錢風險，避免特定犯罪所得以虛擬通貨認購或交易之匿名性風險，並考量以虛擬通貨作為資金來源，相關舉證及查證作業較為困難，故 STO 之認購及買賣應採實名制，並限由同名銀行帳戶以新臺幣匯出、入款方式辦理。

	募資對象	代幣發行	監理程度
IPO	不設限	加密平台	低
STO	僅限專業投資人 + 認購限額為每一 STO 案不得逾 30 萬元。	受監管之平台，且對於平台業者有資格限制。	高



時，股東獲配新股於新股變更登記前，會先發給新股權利證書表彰其權益⁴⁴。此種新股權利證書僅作為臨時代替新股的文件，一旦新股換發後立即失效⁴⁵。

4. 爭議類型：

(1) 中籤通知書：

新股公開發行，當申購數量超過銷售數量時，會由證交所以公開方式辦理抽籤，此時被抽中之投資人即獲得新股認購權利，而會收到中籤通知書及繳款書，此種中籤通知書及繳款書是否為證交法第 6 條第 2 項新股認購權利證書或其他有價證券？目前我國實務係採取否定見解，中籤通知書係記載中籤人得繳納股款以取得股份之書面通知，中籤人應於期間內辦理繳交股款手續，且中籤通知書及繳款書均不得轉讓，不具有證券流通性質，非屬證券交易法上之有價證券⁴⁶。

關鍵實務 | 最高法院 88 年度台再字第 54 號民事判決

系爭中籤通知書係記載中籤人得繳納股款以取得股份之書面通知，並非有價證券，再審原告受讓中籤通知書及繳款書，自非受讓有價證券。

(2) 股條：

目前在實務上股條的態樣繁多，不能一概而論是否該當證券交易法上之有價證券⁴⁷。故應從實質內容加以判斷，倘若具有投資性及流通性，則股條之性質類似價款繳納憑證可以視作有價證券⁴⁸。

44 筆者按：證交所在實務上將有價增資者准予以股款繳納憑證在新股交付前先行上市，而對於無償增資者則以新股權利證書先行上市。實務為方便股東行使權利，通常在該新股上市買賣前，先行印製「新股權利證書」，待簽證機構簽證並核准後，始上市買賣。在此過度時期有「新股權利證書」之印製與流通、轉讓，故證交法亦視為有價證券。

45 王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁（2021），《實用證券交易法》，新學林，四版，頁 43；曾宛如（2020），《證券交易法原理》，元照，七版，頁 45。

46 王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁（2021），《實用證券交易法》，新學林，四版，頁 45。

47 王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁（2021），《實用證券交易法》，新學林，四版，頁 47；余雪明（2016），《證券交易法比較證券法》，自版，五版，頁；賴英照（2025），《證券交易法論》，自版，5 版，頁 46。

48 目前法院實務上有認為股條性質為「股款繳納憑證」者（臺灣臺北地方法院 90 年度重訴字第 2992 號判決參照）；有認為股條屬表彰股票交付保管之特定間寄託關係證明之用「集中保管股票憑證」，非證券交易法上之有價證券（臺灣臺北地方法院 92 年度重訴字第 944 號判決參照）；尤有進者，認為股條係換股憑證，性質類似「新股權利證書」（臺灣士林地方法院 89 年度重訴字第 665 號判決參照）。



② 資金必須投資於一個共同之企業：

通常以事業體的方式（不一定是公司）經營獲利，如柑桔園、茶園、旅館、休閒農場等等。

③ 投資人有獲利之期望：

即相關事業具有投資性，而此獲利報酬率無論為定額或機動在所不問，只要有獲利期望即為已足。

④ 利潤之有無全來自於他人之努力：

是否能夠獲利完全仰賴經營者的經營績效，而非投資者自身的努力，因此投資者對該事業的資產並不具有控制權。然而，此要件在後續案例法之發展修正為利潤之有無「主要」來自於他人之努力，以避免在某些情況下，投資者被允許參與部分業務經營規避適用⁵²。

2. 票券（note）

(1) 規範意義：

票券（note）其實就是我們所熟知的票據，作為貨幣性的證券，票券原本應受票據法或銀行法規範。然而，票券亦有可能被當作籌資工具用來規避證券法規，從而有時候也具有資本性證券的特徵。例如，我國市場上傳言某些公司以統一條件向大眾大量借款，而後向各債權人簽發長期的本票。在這種情況下，為了保障這些票據的投資者，應該將其視為資本性證券，讓票券受到證券交易法的規範。

(2) 判斷標準→ Reves Test（家族類似測試標準⁵³）

美國聯邦最高法院在 Reves 一案中，揚棄向來投資契約之判斷基準 Howey Test，改採家族類似測試標準，並提出了四個判斷標準⁵⁴：

① 當事人的動機：

如果票券發行人的目的不是為了調度短期資金，而是為了募集一般營運所需的資金；投資人是以賺取利潤之目的申購，則該票券極有可能被視為證券。

52 SEC v. Glenn W. Turner Enterprise, 474 F.2d 476.

53 Reves v. Ernst & Young, 570 U.S. 170 (1993).

54 Reves, 494 U.S. at 65-66. 相關介紹詳參：劉連煜（2024），《新證券交易法實例研習》，自版，增訂 20 版，頁 57-58。



授權於個案中核定有價證券時，其判斷基準主要應考量下列兩項因素⁵⁸：

1. 保護必要性：

依證券的性質及投資人的狀況，為防止證券詐欺或其他不法情事，有納入證交法規範的必要。

2. 相關法律未為適當之規範：

如其他法律已有完善的規定，足以保護投資人者，原則上毋須再為指定。



思考層次 5



五、立法評析

現行證交法採列舉規定，判斷基礎不明確且未揭示核心準則。我國實務上雖並不全然不予考量投資的性質，惟仍然無法因應金融商品日新月異、不斷推演進化之態勢，故學說上均認有重新規劃定義之必要。

參考比較法上判斷標準後，我國學說認為，相較於英美法制，我國證交法第 6 條之定義太過狹窄，認定上可以將證券調整為「投資」⁵⁹；或是直接參照外國作法，將我國其他具有投資性質之有價證券亦核定為有價證券，並在投資性的認定上參考美國 Howey Test 判斷標準⁶⁰。



QUESTION | 精選試題



關於證券交易法規範之對象，下列敘述何者錯誤？

- (A) 募集設立之公司在設立登記前，發行人不負發行人責任
- (B) 外國公司係以營利為目的，依照外國法律組織登記之公司
- (C) 公司制證券交易所之組織，以股份有限公司為限

58 賴英照（2025），《證券交易法論》，自版，5 版，頁 46-47。

59 曾宛如（2020），《證券交易法原理》，元照，七版，頁 18。

60 郭土木（2023），《證券交易法論著》，新學林，增訂三版，頁 45。



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



肆於媒體宣傳引起檢調單位注意，以本案 A 公司違反證券交易法提起公訴。基於以上事實，試問 A 公司所發行之「蔬果幣」是否為證券交易法上之有價證券？而 A 公司發行代幣之行為是否違反證券交易法第 22 條第 1 項事前申報義務規定？試檢具理由回答之。

【108 年司法三等第 3 題】



關鍵索引

Howey test、投資契約、虛擬貨幣



本題擬答

(一) A 公司所發行之「蔬果幣」應屬證券交易法上之有價證券：

1. 按證券交易法（下稱證交法）第 6 條第 1 項對於有價證券之定義係採取限定列舉、概括授權兩種模式，主要目的在於避免立法程序繁冗而緩不濟急，故授權由主管機關核定有價證券，只要未經主管機關核定之有價證券，即非屬證交法上之有價證券。
2. 對此，學說上認為應實質認定有價證券，為貫徹證交法第 1 條保障投資之立法目的，界定是否為有價證券，應重視其實質而不應拘泥於其形式、名稱或書面，只要實質上「對公眾招募」且具有「投資性」與「流通性」之功能者，即為證交法上之有價證券，如此解釋方能有效因應新興金融工具日新月異，如虛擬貨幣等最新發展。
3. 學說上認為比較法之判斷亦值得我國借鏡，除得參考英國法上以「投資」概念取代「證券」外，多數學者認為得參考美國法院 *Howey test* 關於投資契約的判斷標準，認為只要具備投資於金錢、投資於一共同事業、具有獲利之期望、獲利之有無主要繫諸於他人努力，即可視為投資契約，而為有價證券。
4. 我國金管會於民國 108 年 7 月發布最新函釋，核定證券型代幣（STO）為證券法上的有價證券，此可謂我國第一次核定有價證券參考美國法 *Howey test* 之判斷標準，殊值讚許，未來能否逐漸成為主管機關穩定見解仍待觀察。
5. 本件，每投入 1 萬元者可獲得 1 枚「蔬果幣」係以現金為對價之幣幣交易、投資之金額係用來建立 A 公司零售通路及行銷應為投資於一共同事業、並可於每年度視 A 公司營運狀況，按其持有代幣之比例發放紅利點數具有不定期之紅利回饋之獲利



請從我國證交法第 6 條對有價證券之規定、及私募之規定，分析 A 公司向客戶推銷別墅並簽訂經營管理契約之行為。

【97 年台大法研已組第 2 題摘錄】

解題思路

- ◎步驟一、投資契約的判斷方式及要件（可以參考美國 Howey Test）。
- ◎步驟二、我國證交法第 6 條有價證券之「限定列舉、概括授權」立法模式的特色與缺點。
- ◎步驟三、學理上的實質認定方式，對於有價證券不應拘泥於其形式、名稱或書面，只要實質上「對公眾招募」且具有「投資性」與「流通性」之功能者，即為證交法上之有價證券→解釋論上可以透過第 6 條第 2 項「表明其權利之證書」擴張解釋包含。
- ◎步驟四、立法評析→我國證交法第 6 條之定義太過狹窄，認定上可以將證券調整為「投資」，並在認定新型標的時參考美國 Howey Test 判斷標準。

本題擬答

1. 該經營管理契約（下稱系爭契約）應屬投資契約：

(1) 關於投資契約的意義，可以參考美國法係採取 Howey Test，該標準主要有四個要件：必須有投資人金錢的投資、投資於一個共同事業、投資人有獲利之期望、利潤之有無主要來自於他人之努力⁶¹。如果符合四項要件者，即為投資契約。

(2) 本件，買受人簽訂系爭契約，除了投資金錢購買別墅區外，而該金錢用於 A 公司渡假村之事業，且契約約定 A 公司每年以經營所得淨利 6% 作為買受者之報酬，故買受人每年有淨利之 6% 之期待，且能否獲得該報酬主要來自 A 公司經營渡假村之成果，與買受人之努力並無關係，依照美國 Howey Test 之標準，系爭契約應屬一投資契約。

61 筆者按：關於第四個要件，美國法早期是採取利潤之有無「完全」來自於他人之努力。然而這個在投資者被允許參與部分業務經營時即可輕易規避適用，因此後續案例法之發展逐漸修正為利潤之有無「主要」來自於他人之努力，以避免產生漏洞。



(2)對於前述實務見解，郭土木師指出在非公開發行公司之情形，仍應審視其原股東或員工是否達到不特定人或對特定多數人公開招募之程度，否則非公發公司即可透過對原股東或員工之認購方式，規避證券交易法第 22 條第 1 項初次發行及第 3 項再次發行程序之規定。

3. 小結：區分說¹⁹（賴英照師、張新悌師）

綜合現行公司法、證交法規範，公司發行新股應否履行公開發行程序，可以歸納如下：

(1) 發行人為非公開發行公司：

① 對外公開承銷：應踐行公開發行程序

② 僅由特定人、股東、員工認購：

公司法第 268 條規定因屬於非公開發行行為，無須依照證券交易法第 22 條第 1 項向主管機關申報生效，因此也無證券詐欺、內線交易規定適用之可能。

(2) 發行人為公開發行公司：

已依證交法發行股票之公開發行公司，其依公司法發行新股時，除了符合證交法第 43 條之 6 私募之豁免交易外，仍應依照前項公開招募程序辦理。因此，縱然招募對象是原本股東或是可得特定員工，除符合私募資格條件外，亦有須踐行與一般投資人相同之保護程序，應依公開招募規定與程序辦理，向主管機關申報生效（證交 § 22 II）。

(3) 對實務見解之評析²⁰：

① 晚近最高法院基於法秩序一致性的法理得出「證交法第 7 條第 1 項所稱非特定人，當係指公司原有股東、員工及協議認購股份之特定人以外之人」的結論，但此見解似忽略了公司法與證交法對於「非特定人」之界定範圍並不一致，公開發行公司之原有股東、員工或協議認購之特定人，仍屬證交法第 7 條之非特定人。

19 賴英照（2025），《證券交易法論》，自版，5 版，頁 67；張心悌（2025），〈法秩序一致性？——論公司法與證券交易法上之非特定人〉，《月旦法學教室》，第 268 期，頁 32-33。

20 整理自：張心悌（2025），〈法秩序一致性？——論公司法與證券交易法上之非特定人〉，《月旦法學教室》，第 268 期，頁 34-35。

(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。

§ 28-1、§ 43-6）、「已依本法發行股票之公司」（例如：證交 § 2 II、§ 22-1、§ 22-2）、「依本法發行有價證券之公司」（例如：證交 § 26-1）、公司法上「公開發行」（例如：公司 § 156、§ 156-1）之用語³³。倘若發行依照證交法 § 8 之文義，發行是「募集後制作並交付」的行為，則發行必然帶有「公開招募」的色彩，則證交法其他法條用語如「公開發行股票之公司」、「已依本法發行之公司」的「公開」、「已依本法」，即無特別存在的必要。

(三)與公司法中之規範不同→公司法未有統一定義，但證交法之定性似乎過於狹隘。

公司法使用「發行」一語，其意義在不同條文有不同意義，分析如下

1. 發行股票（製作並交付）：

公司法 § § 161、161-1、161-2 → 完成階段後一個製作交付行為。

2. 發行新股（募集）：

公司法 § § 266、267 → 股票由公司到股東的過程，有可能為公開發行或是不公開發行。換言之，公司法所稱的發行，有公開發行與不公開發行兩種→倘若依照證交法第 8 條之文義，「發行」必然帶有「公開招募」的色彩，僅限於「非特定人」，至於對特定人之發行，則不受本法規範。

二、客體：證交法第 6 條規定之有價證券。

三、對象：非特定人、特定人（？）

(一)意義：

倘若發行依照證交法第 8 條之文義，發行是「募集後製作並交付」的行為，募集既然是發行的前提，則本條之發行對象似僅限於「非特定人」。

學者評析：學者認為依照本條推論結果，本條發行對象僅限於「非特定人」，至於（有價證券之私募）對特定人之發行，則不受本法規範，並不妥適。是以，在解釋上宜採取廣義解釋，應將本條發行的對象擴張及於「對特定人」之情形。

33 公司法上用語有指「公開發行」或「不公開發行」之行為（§ 132、§ 156-2、§ 267、§ 268、§ 269）；亦有指公開發行公司之「狀態」（§ 13、§ 185、§ 209、§ 240）。

(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。



皆負有忠實義務（fiduciary duties），又我國少數股東之代位訴訟亦存有若干問題（例如：誘因不足、門檻過高等）。是以，在我國對少數股東保護制度極度不完備的情況下，實不宜再仿效美國立法模式，允許公司內部人得為應募，以免公司內部人以此恣意妄為，徒增代理成本⁴⁷。

五、人數限制：僅第②、③款受限

（一）立法目的：

為避免人數過多而形成與募集無從區分之情形，進而師法美國 Regulation D 的規定限定為 35 人以內，其用意在於避免發行人以私募之名行募集之實⁴⁸。惟應注意者，由於金融機構其具有足夠判斷與分散風險之能力，因而無人數上的限制。

（二）學者評析（莊永丞師⁴⁹）：

學說上有認為，本條立法理由雖謂本條人數之限制，係仿效美國法之規定，然美國法明文限制私募應募人不得超過 35 人，係針對「非適格投資人」（non-accredited investors），但具有相當財務與金融智識經驗，而足以令其評估未來投資價值及風險之人而設。至於「富人」及「公司內部人」，依美國法規定屬於「適格投資人」（accredited investors），本無人數之限制。由是可知，我國證交法第 43 條之 6 第 2 項針對不得超過 35 人的人數總數計算上，包括被認為是「適格投資人」的「富人」及「公司內部人」，顯見立法者對美國私募制度有所誤解。

【表格：私募應募人資格之比較】

	應募人資格	人數限制	資訊請求權
第 1 款	機構投資人	×	×

47 莊永丞（2009），〈我國證券交易法私募有價證券之理論基礎與規範缺失〉，收於：《企業與金融法制：余雪明大法官榮退論文集》，頁 367-368。

48 劉連煜（2024），《新證券交易法實例研習》，自版，增訂 20 版，頁 302。

49 莊永丞（2009），〈我國證券交易法私募有價證券之理論基礎與規範缺失〉，收於：《企業與金融法制：余雪明大法官榮退論文集》，頁 369。

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

(一)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之八成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 的規範精神有所抵觸⁵³。

(二)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

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 I ②），公司應依照其請求，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…。

(2) 效力規定說→無效說（部分實務⁶⁵、通說見解⁶⁶）：

- ① 通說見解認為基於貫徹證交法第 43 條之 8 的立法目的，保障一般投資人並避免藉私募之名行募集之實，宜將此規定解為「效力規定」，故轉讓行為應屬無效。
- ② 此外，若將第 43 條之 8 定性為「取締規定」，則違反轉售其交易效力仍屬有效，此時當轉售之獲利大於受處罰之不利益時，私募之應募人將有違法轉售之動機，將使私募有價證券之風險輕易經由轉讓轉嫁給轉得人。綜上所述，本條應解為「效力規定」，方能落實證交法保障投資人之目的。

(二) 刑事責任：證交法第 177 條

參考法條

證交法第 177 條（節錄）

第四十三條之八第一項、……，處一年以下有期徒刑、拘役或科或併科新臺幣一百二十萬元以下罰金。

第七項 | 私募與補辦公開發行

一、意義：

公開發行公司選擇依照證交法第 43 條之 6 私募股票者，其所私募的股票仍屬於非公開發行之股票，縱然依照第 43 條之 8 取得三年後得自由轉讓，但仍不得於上市、上櫃市場上買賣，私募股票若要上市、上櫃買賣，發行人仍須先依照證交法第 42 條第 1 項規定申報私募有價證券補辦公開發行，此時應檢具「補辦公開發行說明書⁶⁷」，於主管機關收到申報書即日

65 臺灣高等法院 97 年度重上字第 191 號判決。

66 曾宛如（2020），《證券交易法原理》，元照，七版，頁 80；劉連煌（2024），《新證券交易法實例研習》，自版，增訂 20 版，頁 253；王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁（2021），《實用證券交易法》，新學林，四版，頁 2-3；余雪明（2016），《證券交易法比較證券法》，自版，五版，頁 229-230。

67 發行人募集與發行有價證券處理準則第 68 條：「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，並載明下列事項：一、依據公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項辦理情形。二、私募有價證券計畫之執行效益。三、最近年度經會計師查核簽證之財務報告及會計師查核報告。申報日期已逾應公告申報各季財務報告期限者，應加列最近一季經會計師查核簽證或核閱之財務報告及會計師查核或核閱報告。四、其他經本會規定應記載事項。」



起屆滿 7 個營業日生效，之後方得向證券交易所或櫃檯買賣中心申請上市或在證券商營業處所買賣⁶⁸。

二、不得補辦公開發行之情形：

(一)意義：

依照募發準則第 70 條規定，私募過程中若有下列不法情事，則不得補辦公開發行，某程度係透過將來私募股票市場流通性，來約束發行公司遵守證交法及相關子法的要求。以下筆者摘錄幾款較為重要的情境：

1. 自該私募有價證券交付日起未屆滿三年。
2. 未依本法第 43 條之 6 規定經股東會或董事會合法決議。
3. 私募時之對象及人數未符合本法第 43 條之 6 規定。
4. 未依本法 43 條之 6 第 5 項規定及辦理私募有價證券應注意事項將辦理私募有價證券資訊輸入本會指定之資訊申報網站。
5. 未於有價證券私募股東會召集事由或開會通知中列舉並說明相關事項或分次辦理未事先於股東會召集事由列舉並說明相關事項。
6. 未依公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項將私募訂價依據、合理性及專家意見，提股東會決議，情節重大者。

(二)立法評析：

如果違反募發準則第 70 條列舉之事由，則私募後三年不得補辦公開發行，私募之應募人就不能在市場上轉讓股票，但在此情形下，是發行有價證券的公司違反證交法相關規定，卻由私募的應募人承擔風險，似有不當。

68 筆者按：讀者看完私募補辦公開發行的相關說明後，記得向前翻回去前面【楓哥的話：公開發行公司、已依本法發行股票之公司之意義】相互對照比較。



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。



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。



條件	無選舉議案	持有已發行股份 5 萬股 (§ 5 1)	金融機構	繼續 1 年以上，持有 10%，且經過適格審查 (§ 6 1 ①)
	有選舉議案	金融機構：	非金融機構	有選舉議案：
		繼續 1 年以上，持有該公司已發行股份 200 萬股或是持股 5% 以上 (§ 5 1 ①)		繼續 1 年以上，持有已發行股份總數 8% 以上，且於股東會有選任董事或監察人議案時，其所擬支持之被選舉人之一符合獨立董事資格。(§ 6 1 ②前段)
		非金融機構：		無選舉議案：
		繼續 6 個月以上，持有該公司已發行股份 80 萬股或持股 2% 以上且不低於 10 萬股 (§ 5 1 ②)		繼續 1 年以上，持有已發行股份總數 10% 以上 (§ 6 1 ②後段)

(一)規範意義：

所謂「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（規則 § 3 1）。因此，勸誘股東不出席股東會，或不給予他人委託書，或是撤銷委託書的行為，均非徵求¹³。

(二)徵求類型：依照徵求人的資格可以區分為「一般徵求」與「委託徵求」

公司法第 177 條對於受委託出席股東會的代理人，並不要求須具備股東身分，證交法母法本身亦未設有限制，但在子法委託書規則卻對徵求人設有較高門檻，要求徵求人必須持有相當數量的股票。

1. 一般徵求

(1)積極資格（規則 § 5 1）

① 原則——無董監選舉議案時（規則 § 5 1）：

持有 5 萬股以上股東。

② 例外——有選舉董監議案時（規則 § 5 1 但書）：

A. 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

13 賴英照（2025），《證券交易法論》，五版，自版，頁 552；賴英照（2025），《證券交易法解析簡明版》，自版，增訂 4 版，頁 127。

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。

【表格：徵求與非屬徵求代理股數限制之比較】

	情形	代理股數之限制
徵求	一般徵求	3%（委託書規則 § 20 I） 不得超過公司已發行股份總數之 3%
	委託徵求	無限制
非屬徵求	受 1 人委託	無限制
	受 2 人委託	3%（公司 § 177 II） 不得超過已發行股份總數表決權之 3%
	受 3 人以上～ 30 人委託	4 倍 + 3%（委託書規則 § 21 I） 除不得超過本身持股的 4 倍； 亦不得超過亦不得超過公司已發行股份總數之 3%
	該次股東會無董監事選舉議案 + 公司有委託股務代理機構擔任 股東之受託代理人	無限制（委託書規則 § 14 I）

六、民事責任及行政罰

（一）民事責任：

1. 違反股東之委託：

徵求取得委託書後，應依股東委託出席股東會，如有違反致委託之股東受有損害者，依民法委任有關規定負損害賠償之責。

2. 委託書相關資料有虛偽隱匿

→ 得否依照證交法第 20 條之 1 資訊不實請求損害賠償²⁰？現行法應採取否定說，理由如下：

- (1) 證交法第 20 條第 2 項的規範對象以發行人所申報或公告的財務業務文件為限。發行人（公司）因未持有本公司股票，依委託書規則規定，不能為徵求人或受託代理人。是以，徵求委託書多半均非發行人所申報，尚難依本條請求賠償。

20 按證交法第 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不得有虛偽或隱匿之情事」，違反規定者，應依同法第 20 條之 1 負損害賠償責任，此部分詳見本書第六章第四節之說明。



(2) 公司依委託書規則規定，應提供徵求資料彙總表（第 7 條）、股數彙總統計表（第 12 條）等，似可符合發行人申報或公告的要件，股東並可依證交法第 20 條之 1 第 1 項以有價證券持有人身分請求賠償，會有以下舉證難題

- ① 損害係因上開資料的虛偽或隱匿所造成？（筆者按：股東會投票結果受影響≠個別股東有財產損失，例如，即使委託書資訊有錯誤，股東於股東會仍可自由投票，並不必然導致股東受有損害）
- ② 個別股東損害金額若干？（筆者按：股東會某議案因委託書錯誤資訊而通過或否決，股東如何具體證明財產損失？）

(二) 刑事責任：

違反委託書規則，現行證交法並無刑事處罰規定。

(三) 行政罰：證交法第 178 條第 1 項第 7 款

違反第 25 條之 1 所定規則有關徵求人、受託代理人與代為處理徵求事務者之資格條件、委託書徵求與取得之方式、召開股東會公司應遵守之事項及對於主管機關要求提供之資料拒絕提供之規定者，得處新臺幣 24 萬元以上 480 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。

SECTION 3 公司會計之特別規定

一、公積轉增資之特別規定（證交 § 41 II cf. 公 § 241）

參考法條

證交法第 41 條第 2 項

已依本法發行有價證券之公司，申請以法定盈餘公積或資本公積撥充資本時，應先填補虧損；其以資本公積撥充資本者，應以其一定比率為限。

(一)立法目的：

公積制度的出現，主要係為了維持公司資本充實，從而達到保障公司的債權人以及交易安全之目的。

(二)發放比率之限制：實收資本額 10%

1. 意義：

依照募發準則第 72 條之 1 第 1 項規定：「本法第 41 條第 2 項所定以資本公積撥充資本之比率，其以公司法第 241 條第 1 項第 1 款及第 2 款規定之資本公積撥充資本者，每年撥充之合計金額，不得超過實收資本額百分之十（10%）。但公司因組織發生變動（如併購、改制等），致其未分配盈餘於組織變動後轉列資本公積者，不在此限。」

2. 目的：

募發準則第 72 條之 1 之所以限制公積轉增資的額度，目的在於避免發行股份時，因大幅度的配股將會稀釋每股淨值及獲利，不僅影響投資人權益且不利公司未來之發展²¹。

二、庫藏股買回之特別規定（證交 § 28-2 cf. 公 § 167）

參考法條

證交法第 41 條第 2 項

股票已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之公司，有下列情事之一者，

21 劉連煜（2024），《現代公司法》，新學林，增訂 20 版，頁 134~135。



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，屆期末轉讓者，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)



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：

（一）內部人：董事、監察人、經理人及大股東²⁵

（二）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：

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。

（三）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。

1. 範圍：

此處之法人董監代表，依照文義來看包含依公司法第 27 條第 1 項及第 2 項規定，以法人本身名義當選董監（法人董監事）或以法人代表人之名義當選為董監（法人代表董監事），凡以自己名義當選具有董監事之身份者，均應受證交法第 22 條之 2、第 25 條、第 28 條之 2 第 6 項、第 157 條及第 157 條之 1 等有關董事、監察人持股規定之規範。

2. 擴張：

依公司法第 27 條第 1 項及規定，就法人名義當選，對其指派代表行使職務之自然人；以及第 2 項以代表人名義當選，其被代表之政府或法人，亦有上述規定之適用。

法人董事指派之代表（公司 § 27 I）、法人股東（公司 § 27 II）形式上雖不具董、監事身分，惟從立法目的觀之，前者實際執行董、監事職務，常有接觸公司內部消息之機會，若將其排除，恐與立法目的有違；至於後者本身雖不以自己名義當選董監事，但卻是實際持股之人，且對於其代表人如何行使董、監事職務亦具有控制力，對於被投資公司之內部消息，亦有接觸機會。是以，從立法目的觀察，法人本身買賣股票時，應與其代表人同受規範²⁶。

(四)金融控股公司之子公司內部人：

金融控股公司依金融控股公司法規定之「營業讓與」或「股份轉換」方式所持有百分之百股份之子公司（簡稱「金融控股公司之子公司」），其董事、監察人、經理人之本人及其配偶、未成年子女或利用他人名義持有者，亦須依證交法第 22 條之 2 及第 25 條規定，申報其所持有之金控公司股權情形²⁷。

(五)立法評析：

觀察我國證交法計算內部人持股時，第 22 條之 2 第 3 項將配偶、未成年子女及人頭納入，此係參考美國實質受益人之立法。我國立法者既然有意擴大所謂關係人、人頭戶的管理，但對於利用內部人之名義為實質操

26 金管會 110 年 7 月 29 日金管證交字第 1100362962 號令、金管會 112 年 11 月 1 日金管證交字第 11203842022 號令。

27 金管會 112 年 10 月 5 日金管證交字第 1120384403 號令。



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。

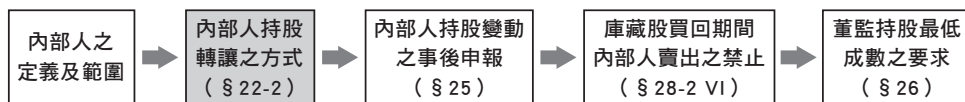
內部人持股轉讓限制（§ 22-2）——內部人持股變動申報（§ 25）——短線交易歸入權行使（§ 157）——內線交易（§ 157-1）

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。

第二項 | 內部人持股轉讓之方式 (§ 22-2)



一、規範意義：

依照證交法第 22 條之 2 規定，公司內部人轉讓持股（包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者）應依規定方式之一為之，之所以對內部人持股轉讓設有限制，無非是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。

二、轉讓方式：

參考法條

證交法第 22 條之 2

I 已依本法發行股票公司之董事、監察人、經理人或持有公司股份超過股份總額百分之十之股東，其股票之轉讓，應依左列方式之一為之：

- 一、經主管機關核准或自申報主管機關生效日後，向非特定人為之。
- 二、依主管機關所定持有期間及每一交易日得轉讓數量比例，於向主管機關申報之日起三日後，在集中交易市場或證券商營業處所為之。但每一交易日轉讓股數未超過一萬股者，免予申報。
- 三、於向主管機關申報之日起三日內，向符合主管機關所定條件之特定人為之。

II 經由前項第三款受讓之股票，受讓人在一年內欲轉讓其股票，仍須依前項各款所列方式之一為之。

III 第一項之人持有之股票，包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者

(一)向非特定人轉讓持股 (§ 22-2 I ①)

此款之轉讓方式，即為「再次發行」，應準用「發行人募集與發行有價證券處理準則」有關公開招募之規定，向金管會申報生效後為之。→為證交法第 150 條第 4 款場外交易禁止之例外。

(二)自集中交易市場或證券商營業處所轉讓持股 (§ 22-2 I ②)

1. 本款限於上市、上櫃、興櫃股票。



2. 原則：

依主管機關所定「持有期間」及「每一交易日得轉讓數量比例」，於向主管機關申報之日起 3 日後，在集中交易市場或證券商營業處所為之。

- (1) 「持有期間」：為各公司內部人自取得其身分之日起 6 個月，於期間屆滿後始得轉讓持股。
- (2) 「每一交易日得轉讓之數量比例」，除採取下表「C. 例外情況」規定之方式轉讓，其轉讓數量不受限制外，各上市櫃及興櫃之公司內部人每日於盤中最大得轉讓股數之限制如下：

	最大轉讓股數之限制
A. 上市櫃公司 → 依右邊兩種方式，擇一計算	發行股數在三千萬股以下部分，為千分之二； 發行股數超過三千萬股者，其超過部分為千分之一。 申報日之前十個營業日該股票市場平均每日交易量（股數）之百分之五。
B. 興櫃公司	發行股份之百分之一。
C. 例外情況	轉讓股數不受「每一交易日得轉讓之數量比例」限制，共有四種情形 ³¹ 。

3. 例外：

每一交易日轉讓股數未超過一萬股者，免予申報。

(三) 洽特定人轉讓持股（§ 22-2 Ⅰ ③）

有疑義者在於符合主管機關所定「特定人」之範圍為何？對此，金管會證期局已發布函令解釋其範圍³²（如下表），且該特定人在一年內欲轉讓其股票，仍須依證交法第 22 條之 2 第 1 項第 1 款至第 3 款所定方式之一為之。

31 筆者按：此種例外共有四種轉讓方式：①依「臺灣證券交易所股份有限公司受託辦理上市證券拍賣辦法」辦理者。②依「臺灣證券交易所股份有限公司辦理上市證券標購辦法」、「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心辦理上櫃證券標購辦法」委託證券經紀商參加競賣者。③依「臺灣證券交易所股份有限公司盤後定價交易買賣辦法」、「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心盤後定價交易買賣辦法」進行交易者。④依「臺灣證券交易所股份有限公司上市證券鉅額買賣辦法」、「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心上櫃證券鉅額買賣辦法」進行交易者。

32 112 年 10 月 5 日金管證交字第 1120384054 號令。

STRUCTURE | 本章體系

第一節 公司治理架構概說	4-5
第二節 單軌制——獨立董事	4-13
第三節 單軌制——審計委員會	4-20
專題討論：審計委員會與個別獨立董事監督權之權限劃分 （光洋科案）	4-27
第四節 單軌制——薪酬委員會	4-35

核心條文：

證交法 § 14-2、§ 14-3、§ 14-4、§ 14-5

重要子法：

公開發行公司獨立董事設置及遵循辦法（★★★★）

公開發行公司審計委員會行使職權辦法（★★★★）

股票上市或於證券商營業處所買賣公司薪資報酬委員會設置及行使職權辦法
（★★★）



(三)公開發行公司

1. 公開發行公司，依照證交法之規定，實收資本額達一定數額以上的公司，強制要求設置審計委員會以取代監察人，採取「單軌制」。

→ 至 108 年 6 月實收資本額 20 億以上之上市櫃公司都會設有審計委員會
→ 至 111 年 6 月以後實收資本額 20 億以下之上市櫃公司都會設有審計委員會（目前全部上市櫃公司均設置審計委員會）

2. 業務決策機關、執行機關：董事會（業務執行型董事會）

→ 公司法制上並未引進英美法制上「監控型董事會」制度

3. 業務監督機關：審計委員會

- (1) 成員資格：

獨立董事→具有專業性、獨立性的要求。

- (2) 選任方式：

獨立董事與一般董事合併選舉（公司法 § 198 累積投票制），但分別計票。

- (3) 權限行使：

審計委員會原則上以會議體方式行使職權。

- (4) 批評：

半套單軌制公司治理⁵。

① 並未引進監控型董事會，導致獨立董事角色混淆。

② 獨立董事在董事會席次過少，難以期待董事會決策能夠客觀中立並且自我監督。且關於獨立性的認定流於形式。

→ 英美公司採取監控型董事會者，獨立董事通常席次佔董事會過半數以上

③ 薪酬委員會、公開收購的審議委員會，並不要求完全由獨立董事組成。

→ 英美公司薪酬委員會之成員皆為獨立董事。

④ 各功能委員會之間幾乎重疊、導致各功能委員會相互制衡的功能大打折扣。

5 曾宛如（2014），〈半套公司治理——以審計委員會與特別委員會為例〉，《月旦民商法雜誌》，第 43 期，頁 33-47。



→英美公司獨立董事彼此分權，各功能委員會成員不完全重疊，坐收相互制衡之效。

(四)大小公司治理分流之倡議

現行公司法設計的架構下，董事會被定位為業務決策執行機關（§ 202）。惟舉凡公司重大決策到日常業務之執行，倘若董事會均事必躬親，勢必導致經營上的不效率，董事縱有三頭六臂亦分身乏術，故而董事會有分工授權行使職務的需求。分工的結果，通常由常務董事會扮演日常業務決策的角色，而業務之執行則授權由經理人階層處理。

是以，學說上認為透過實務運作反觀我國公司法之規定，公司法第 202 條似忽略公司決策與執行於實際執行時分離之必要，而混淆董事會與經理階層的角色分工⁶。對小型公司而言，其業務較為單純，董事長身兼總經理，由董事會主導公司業務經營（執行型董事會）似無不可；反觀大型公司，其業務則較為複雜，若由董事會主導業務執行，則略顯窒礙難行。

針對上述問題，公司法民間修法小組針對公司法第 202 條提出「大小公司治理分流」的觀點。亦即，中小型公司採取「業務執行型董事會」，大型公司得以選擇採取「業務監督型董事會」⁷。亦即，監控型董事會下，董事會定調為重大方針決策者，經理人肩負公司業務執行，由非執行業務董事（如：獨立董事）監督實際業務執行者⁸。

6 王文字（2018），《公司法論》，元照，六版一刷，頁 476-477。

7 民間公司法全盤修正修法委員會，〈第三部分：修法建議〉，頁 3-66，（最後瀏覽日：12/25/2024）。

8 王文字（2018），《公司法論》，元照，六版一刷，頁 476-477。

- 五、重大之資金貸與、背書或提供保證。
- 六、募集、發行或私募具有股權性質之有價證券。
- 七、簽證會計師之委任、解任或報酬。
- 八、財務、會計或內部稽核主管之任免。
- 九、其他經主管機關規定之重大事項。

六、常務董事中獨立董事之席次（獨董辦法 § 8）：不得少於 1 人，且不得少於常務董事席次 1/5。

【分析】：英美法下獨立董事係根植於監控型董事會中，其本質為「非執行董事」，依我國公開發行公司獨立董事設置辦法第 8 條規定，要求常務董事席次中至少要有 1 人是獨立董事，形成「獨立常務董事」，由獨立董事同時負責經營決策又要監控，角色混淆，可見一斑。

參考法條

公開發行公司獨立董事設置及遵循事項辦法 § 8

依本法設置獨立董事之公司，董事會設有常務董事者，常務董事中獨立董事人數不得少於一人，且不得少於常務董事席次五分之一。

七、立法評析：

（一）獨立董事引進我國之困境

在我國公司法第 202 條董事會定位為「業務執行型」的情況下，證交法中強行植入監控公司業務執行的獨立董事或審計委員會，不但在學理上產生自己監控自己的論理矛盾，實務運作上監督機關也難以與強勢的董事長、掌控經營階層的內部董事相抗衡。

（二）如何強化獨立董事之監督¹³

1. 引進監控型董事會：

公司法民間修法小組曾針對第 202 條提出「大小公司治理分流」的倡議，亦即中小型公司採取「業務執行型董事會」，大型企業則得

13 整理自：賴英照（2025），《證券交易法論》，五版，自版，頁 531-532；賴英照（2007），《賴英照說法：從內線交易到企業社會責任》，初版，聯經，頁 142；方嘉麟（2018），從永豐金案看獨立董事制度，《月旦法學雜誌》，第 272 期，頁 5-12；曾宛如（2014），半套公司治理——以審計委員會與特別委員會為例，月旦民商法雜誌，第 43 期，頁 33-47。



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。

軌雙軌各有優缺，應採取中性的立場，尊重企業選擇的自由²⁰。

三、審計委員會之組成

審計委員會應由全體獨立董事所組成，其人數不得少於 3 人，至少 1 人應具有會計或財務專長，並由成員互選 1 人為召集人。

四、審計委員會之職權

在現行證交法的設計下，審計委員會兼具董事會與監察人之職權，既是決策機關，也是監督單位，賴英照老師將其形容為「審計委員會的兩頂帽子」²¹，可謂恰如其分，說明如下：

(一)參與董事會行使職權：

審計委員會的成員是獨立董事，本質仍為董事，故會參與董事會行使業務事項之決策。證交法第 14 條之 5 列舉應先經審計委員會事先決策的事項。

參考法條

證交法第 14 條之 5

已依本法發行股票之公司設置審計委員會者，下列事項應經審計委員會全體成員二分之一以上同意，並提董事會決議，不適用第十四條之三規定：

- 一、依第十四條之一規定訂定或修正內部控制制度。
 - 二、內部控制制度有效性之考核。
 - 三、依第三十六條之一規定訂定或修正取得或處分資產、從事衍生性商品交易、資金貸與他人、為他人背書或提供保證之重大財務業務行為之處理程序。
 - 四、涉及董事自身利害關係之事項。
 - 五、重大之資產或衍生性商品交易。
 - 六、重大之資金貸與、背書或提供保證。
 - 七、募集、發行或私募具有股權性質之有價證券。
 - 八、簽證會計師之委任、解任或報酬。
 - 九、財務、會計或內部稽核主管之任免。
 - 十、由董事長、經理人及會計主管簽名或蓋章之年度財務報告及須經會計師查核簽證之第二季財務報告。
 - 十一、其他公司或主管機關規定之重大事項。
- 前項各款事項除第十款外，如未經審計委員會全體成員二分之一以上同意者，得由全體董事三分之二以上同意行之，不受前項規定之限制，並應於董事會議事錄

20 同前註，頁 531

21 賴英照（2007），《賴英照說法：從內線交易到企業社會責任》，初版，聯經，頁 142。

遵守相關揭露規定、就公司財報之編製擔任與會計師溝通之管道、確保公司建立並執行內稽制度及風險控管」。

2. 反觀我國證交法第 14 條之 5 一方面賦予審計委員會就「重大業務執行事項」事前審查的角色，另一方面對於賦予審計委員會之所有事前審查事項，即使審計委員會不通過，仍得由全體董事三分之二以上同意行之（§ 14-5 II），如此弱化了審計委員會之監督功能，使公司業務決策執行機關董事會的意志凌駕於監督機關審計委員會之上，形同監督權限又回到業務經營者手上，審計委員會等同無法發回監督制衡之功能²³。
3. 是以，根本癥結在於，證交法第 14 條之 5 第 1 項不應納入原本不屬於審計委員會經典功能範疇之重大業務執行事項，應回歸其作為監督者的本質²⁴。

(四)未來展望

1. 審計委員會非監察人替代品：

雙軌制與單軌制的公司治理思維並不相同，但並無孰優孰劣之絕對評價，誠如賴英照師所言，白貓（單軌制）與黑貓（雙軌制）各有所長，從美國空運來台的白貓是不是一定比黑貓高明無法斷言²⁵，所以單軌制應該只是企業的選項，而非唯一的選擇。立法政策上我國若欲引進英美法上的審計委員會（選擇走向單軌制），就必須跳脫傳統監察人之思維。對於董事會之定位也不應停留在過去業務執行董事會之思維，也應同步引進監控型董事會之概念。

2. 強化審計委員會之經典功能：

證交法第 14 條之 5 第 1 項審計委員會之職權範疇，應排除公司重大業務執行事項。亦即審計委員會之功能不應以法律規定及於所有重大業務執行事項，而應使其回歸公司監督者的本質。此外，法律不應弱化審計委員會之經典功能而使董事會有推翻之權限。

23 賴英照（2025），《證券交易法論》，五版，自版，頁 532；劉連煜（2024），《新證券交易法實例研習》，自版，增訂 20 版，頁 118。

24 曾宛如（2014），〈半套公司治理——以審計委員會與特別委員會為例〉，《月旦民商法雜誌》，第 43 期，頁 33~47。

25 關於【白貓比黑貓更好嗎？】的相關分析，詳見：賴英照（2007），《賴英照說法：從內線交易到企業社會責任》，初版，聯經，頁 145。



DISCUSS | 專題討論



審計委員會與個別獨立董事監督權之權限劃分（光洋科案）

一、問題意識

我國證交法於第 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。另外，又於第 14 條之 4 第 4 項針對審計委員會之獨立董事成員準用監察人之規定（例如：公司法 § 214 ~ § 215、§ 218、§ 218-1、修法後刪除的 § 213、§ 220、§ 223 等），此類權限獨立董事似得單獨為之，因此本條設計上產生了審計委員會與個別獨立董事監督權限劃分的問題。尤其在準用公司法第 220 條問題上，衍生出獨立董事得否獨自享有股東會的召集權，這也造就國內許多經營權爭奪的案例，最著名的莫過於晚近的光洋科案。

二、案例事實（光洋科案）：

國內靶材大廠同時亦為台積電供應商的光洋應用材料科技股份有限公司（下稱光洋科公司），設有九席董事（三席獨董，並設有審計委員會），董事長為馬堅勇。導火線起於民國 110 年 11 月 5 日，光洋科公司於該日召開第 8 屆第 18 次董事會，第三人王炯堃突入會場自稱為法人董事玉璟公司新改派之代表人，提案以臨時動議決議解任董事長馬堅勇（公司派）及改選玉璟法人代表王炯堃（市場派）為新任董事長，對此，光洋科公司派陣營 11 月 7 日於公開資訊觀測站公告，董事會以臨時動議方式解任馬堅勇董事長職務一事明顯違法，馬堅勇仍為董事長²⁶；市場派陣營則在 11 月 9 日向經濟部遞送解任原董事長及補選新董事長變更登記。經濟部則於 12 月 20 日認定光洋科 110 年 11 月 5 日董事會以臨時動議提案解任原董事長，因為不具備突發緊急情事或正當理由之例外情事，不符合該辦法第 3 條第 4 項規定，所以不予變更登記。

光洋科公司派與市場派獨立董事先後召集光洋科公司股東臨時會，開會日期分別訂於 12 月 24 日、12 月 27 日，兩日舉行股東臨時會改選五

26 2021.11.07 公開資訊觀測站中公告：「本公司 110 年 11 月 5 日董事會以臨時動議解任董事長馬堅勇，違反公開發行公司董事會議事辦法第 3 條第 4 項規定，且於議事將畢之際，王炯堃自稱玉璟有限公司改派其為代表人，其合法性頗有疑義，故其以臨時動議提案解任董事長之決議無效，本公司董事長仍為馬堅勇，並無所謂變天情事。」

合議方式審慎評估是否符合公司法第 220 條為公司利益而於必要時召集股東會，爰刪除準用公司法第 220 條有關獨立董事之股東會召集權，修正回歸審計委員會決議召集。

(五) 公司法第 223 條規定董事為自己或他人與公司為買賣、借貸或其他法律行為（以下簡稱董事自我交易）時由監察人為代表，考量董事自我交易多涉有利益衝突之疑慮，回歸審計委員會合議制，可避免透過單一獨立董事規避利益衝突之審視及防範，董事自我交易之代表應由審計委員會合議選任，審計委員會可決議單獨行使或共同代表，爰刪除準用公司法第 223 條規定，並配合修正準用之條次。

三、有關審計委員會之職權依第 3 項規定，準用本法、公司法及其他法律有關監察人規定，其相關決議方式應以審計委員會合議方式為之。另第四項有關公司法規定事項由獨立董事單獨行使，舉輕以明重，獨立董事亦可透過較高門檻以合議制方式行使，惟就獨立董事單獨行使職權部分不得以合議方式予以限制，併予敘明。」

(三) 修正影響：證交法此次修正後將提升市場派召集股東會的難度，新法要求必須要透過較高門檻即審計委員會以合議制方式行使，將會產生穩固公司經營權的效果³⁴。

(四) 立法評析：

1. 關於本次證交法之修正，學者間存有不同見解，分析如下：

(1) 刪除證交法第 14 條之 4 第 4 項之規定，回歸合議制：

莊永丞師認為，第 14 條之 4 第 1 項規定係擇一設置「審計委員會」或監察人，審計委員會才是公發公司之監督機關，獨立董事之成員並非監督機關，況第 14 條之 4 第 4 項之獨立董事成員並未準用公司法第 221 條監察人單獨行使監察權之規定，故審計委員會之獨立董事行使監察權限，應不得單獨行

34 郭大維（2023），〈我國獨立董事與審計委員會制度之變革——從近年公司經營權爭奪事件談起〉，《月旦會計實務研究》，第 69 期，頁 21。



使，仍以合議制為必要³⁵。既然透過證交法的文義、體系解釋即可得出應以合議制為必要，似無必要特別將「公司對董事訴訟之代表權（公司 § 213）」、「股東會之主動召集權（公司 § 220）」、「董事自我交易之代表權（公司 § 223）」自第 14 條之 4 第 4 項刪除，而此種修法結果是否意味著其他未刪除的監督權，獨立董事得單獨為之？若是，則其做差別待遇的理論基礎為何，且與前述審計委員會才是公開發行公司的監督機關之想法相互牴觸，因此較為理想的做法應是直接刪除第 14 條之 4 第 4 項之規定。

(2) 依照職權性質重新檢討獨立董事準用公司法規定之範圍：

王志誠師認為，第 14 條之 4 第 4 項獨立董事準用公司法範圍，應限於公司法 § 216 I、§ 218³⁶、§ 218-2 II、§ 226、§ 245 II 較為允當。至於 § 218-I 董事報告義務之規定，應調整為董事發現公司有受重大損害之虞時，應立即向審計委員會報告，而不宜向個別獨立董事成員報告。最後，因獨立董事本身即為董事，故而 § 200、§ 216 III、§ 224、§ 225 等規定，並無特別列入準用範圍之必要，應予刪除³⁷。

(3) 小結：筆者以為，更長遠之計應讓審計委員會回歸其在比較法上所執掌的經典權限，而非將其定位為與監察人二擇一的選項，又大量準用監察人之規定，監察人與審計委員會監督之方式本就不同，白貓黑貓既然是不同的貓，就不應該強迫白貓充當黑貓。

2. 利益衝突議案之迴避方式

(1) 目前審計委員會依照審委會辦法第 9 條之規定，僅就獨董自身及配偶、二親等內血親就會議事項有利害關係時，應主動說明其利害關係並進行迴避，但此規範顯然忽略了實質控制、高度財務業務往來關係之實質利害關係人之情形。故學者建議當交

35 莊永丞（2019），公司法權威學者莊永丞不贊成獨董恣意召集臨時股東會，ETtoday 財經雲，<https://finance.ettoday.net/news/1420541#ixzz7G3A2Fap9>（最後瀏覽日：2/2/2025）。

36 筆者按：證交法第 14 條之 4 第 4 項未準用到公司法第 218 條 3 項、4 項應屬立法疏漏，解釋上仍得準用之。詳參：王志誠（2025），〈審計委員會法制之革新及未竟之業〉，《月旦法學雜誌》，第 358 期，頁 52。

37 王志誠（2025），〈審計委員會法制之革新及未竟之業〉，《月旦法學雜誌》，第 358 期，頁 52。



(二)薪資報酬委員會履行職權原則

薪資報酬委員會履行前項職權時，應依下列原則為之⁴⁶：

1. 董事、監察人及經理人之績效評估及薪資報酬應參考同業通常水準支給情形，並考量與個人表現、公司經營績效及未來風險之關連合理性。
2. 不應引導董事及經理人為追求薪資報酬而從事逾越公司風險胃納之行為。
3. 針對董事及高階經理人短期績效發放紅利之比例及部分變動薪資報酬支付時間，應考量行業特性及公司業務性質予以決定。

(三)薪資報酬委員會職權範圍⁴⁷

1. 訂定並定期檢討董事、監察人及經理人績效評估與薪資報酬之政策、制度、標準與結構。
2. 定期評估並訂定董事、監察人及經理人之薪資報酬。值得注意的是此處的「薪資報酬」涵蓋的範圍較公司法第196條的「報酬」範圍更廣，包含到其他具有實質獎勵之措施，也就是涵蓋學理上所稱的「報酬」及「酬勞」⁴⁸。

七、薪資報酬委員會之決議（薪委會辦法 §8）

- (一)薪資報酬委員會為決議時，應有全體成員二分之一以上同意。並將針對董監事、經理人薪資報酬所提建議提交董事會討論⁴⁹。值得注意的是有關監察人薪資報酬建議提交董事會討論，以監察人薪資報酬經公司章程訂明或股東會決議授權董事會辦理者為限。
- (二)董事會不採納或修正薪資報酬委員會之建議，應由全體董事三分之二以上出席，及出席董事過半數之同意行之，並於決議中綜合考量（薪資報酬之數額、支付方式及公司未來風險等事項）及具體說明通過之薪資報

46 薪酬委員會設置及行使職權辦法第7條第2項。

47 薪酬委員會設置及行使職權辦法第7條第1項。

48 薪酬委員會設置及行使職權辦法第7條第3項：前二項所稱之薪資報酬，包括現金報酬、認股權、分紅入股、退休福利或離職給付、各項津貼及其他具有實質獎勵之措施；其範疇應與公開發行公司年報應行記載事項準則中有關董事、監察人及經理人酬金一致。

49 薪酬委員會設置及行使職權辦法第7條第5項、第6項。

(二)學者建議：

1. 薪酬委員會之薪酬設計僅具建議效力，為德不卒：

依薪委會辦法第7條第5項：「董事會不採納或修正薪資報酬委員會之建議，應由全體董事三分之二以上出席，及出席董事過半數之同意行之，並於決議中依前項綜合考量及具體說明通過之薪資報酬有無優於薪資報酬委員會之建議。」可知，若董事會不同意薪酬委員會之薪資報酬建議，得以特別決議否決之；這凸顯薪酬委員會之決定對於董事僅具有建議效力，並無拘束力，這將使本條引進薪酬委員會係為「避免董監事自肥」之立法美意落空。綜上所述，未來法規修正時應針對公開發行公司與非公開發行公司為通盤考量，使薪酬委員會能確實發揮其應有之功能而非僅具建議性質，並確立非公開發行公司之必要資訊揭露機制，如此較能避免由董事會決策利益衝突的問題。

2. 薪酬委員會提出之薪酬規劃不應割裂，應統一決策機關

學者認為薪資報酬委員會針對董監事、經理人薪資報酬數額所提建議，是一個整體、包裹式設計（Total Package），應統一決策機關，較佳的作法是委由董事會下具有獨立性之薪酬委員會來做決策最為合適；次佳方案是薪酬委員會提出薪資報酬建議後，由董事會決議，蓋薪酬委員會或董事會較具有衡量報酬之專業能力⁵⁴。

3. 配套引進比較法上股東諮詢性投票制度（Say-on-pay 制度）

美國法上股東諮詢性制度係強制要求所有公開發行公司至少每3年舉行一次表決報酬投票，即公司於股東會開會前向股東揭露公司經營報酬相關資訊，並提交股東會進行諮詢性投票，股東可藉此表達對經營報酬政策或措施的妥適性表達支持或反對。雖然這種諮詢性投票對董事會而言屬於諮詢性質，不生拘束董事會的效果，但如果多數股東對現行薪酬安排表示不滿，公司必須在次年的委託書徵求資料中說明其打算如何回應股東諮詢性投票的結果⁵⁵。

54 曾宛如（2011），〈2010 年公司與證券交易法發展回顧〉，《臺大法學論叢》，第 40 卷特刊，頁 1886-1887。

55 有關諮詢性投票制度比較法的相關介紹：詳參周振鋒（2014），〈美國 Say-on-pay 制度介紹與引進可行性之分析〉，《政大法學評論》，第 137 期，頁 217-266。惟周老師並基於我國就董事報酬形式上仍採取「股東會優位主義」，股東諮詢投票制度似有疊床架屋之嫌，目前無引進之必要，但可基於該制度之精神，引進完整資訊揭露等措施，補足現行規範之不足。

STRUCTURE | 本章體系

第一節 大量取得股權之申報及公告	5-4
第二節 有價證券之公開收購	5-8
專題討論：東元電機經營權爭奪案與公開收購	5-22

核心條文：§ 43-1、§ 43-2、§ 43-3、§ 43-4、§ 43-5

重要子法：

公開收購公開發行公司有價證券管理辦法

公開收購說明書應行記載事項準則

SECTION 1 大量取得股權之申報及公告¹

一、規範依據：申報及公告義務（§ 43-1 I）

參考法條

證券交易法第 43 條之 1 第 1 項

任何人單獨或與他人共同取得任一公開發行公司已發行股份總額超過百分之五之股份者，應向主管機關申報及公告；申報事項如有變動時，亦同。有關申報取得股份之股數、目的、資金來源、變動事項、公告、期限及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之²。

針對大量取得股權之申報，我國證交法目前採取 5% 作為認定標準（民國 112 年 5 月 10 日修正公布從 10% 調降為 5%）。換言之，無論單一或利用他人名義、配偶、未成年子女加總後，持有上市櫃公司股權超過 5% 即須公告，且每增加 1% 須再行公告。

二、規範目的：充分公開、警示功能

發揮資訊完全公開原則，透過公司股權重大異動資訊之即時且充分公開，使投資人、公司及監理機關知悉公司股權大量變動的來由，並使主管機關、市場投資人甚至是發行股份之公司能預作準備，了解經營權和股價變化，避免因經營權之爭造成市場動盪，損害投資人利益，故可認為本條具有重大警示功能³。

三、規範主體

任何人取得公開發行公司已發行股份，其取得股份包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者⁴。此外，取得股份不以過戶為取得之要件。值得比較的是，證交法第 25 條大股東的申報僅及於單獨取得，不及於下

1 參考自：劉連煜（2024），《現代證券交易法實例研習》，自版，增訂 20 版，頁 207 以下；邵慶平、洪秀芬、王志誠、陳俊元（2021），《實用證券交易法》，六版，頁 175 以下。

2 金管會並依法於 113 年 1 月 30 日以金管證交字第 1130380209 號令修正發布「證券交易法第四十三條之一第一項取得股份申報辦法」（簡稱「取得股份申報辦法」），自 113 年 5 月 10 日施行。

3 劉連煜（2024），《現代證券交易法實例研習》，自版，增訂 20 版，頁 207-208；曾宛如（2020），《證券交易法原理》，元照，七版，頁 186。

4 證券交易法第四十三條之一第一項取得股份申報辦法第 3 條。

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。

(五) 停止收購禁止（§ 43-5 I）、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

證券交易法第 43 條之 5 第 1 項

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

證券交易法第 43 條之 5 第 3 項

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；張心憐（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。

(三) 學者評析²⁷

學者認為，應廢除目標公司董事會以及審議委員會對於收購資金來源合理性進行查證之義務，筆者大致上歸納為兩個層面分析。

1. 由比較法觀之，應由公開收購人及專業人士負擔收購資金來源確認與證明之義務，於公開說明書揭露。如有不實，造成投資人損害，由收購人及其相關資料簽署人員負擔賠償責任。
2. 實際執行面上，目標公司確認收購資金來源之能力有限，是以要求目標公司之董事會及獨立董事進行公開收購公司支付能力之查證，對於防堵惡意不支付收購價款再次發生的功效有限。而目標公司實際上也難以有效查證，反而可能因相關責任降低獨董任職之意願。

九、公開收購程序之終結

(一) 公開收購條件成就或失敗之處置

1. 公開收購條件成就：
公開收購期間屆滿前，達公開收購人所定之最低收購數量條件即屬成就（辦法 § 19 I）。
2. 公開收購失敗處置：
公開收購期間屆滿日，公開收購條件未成就，或應賣有價證券數量超過預定收購數量，已交存但未成交之有價證券，公開收購人應於公開收購期間屆滿次一營業日，將應賣人交存之有價證券退還原應賣人（辦法 § 19 III）。
3. 公開收購應賣數量超過預定收購數量之處置：依比例購買
應賣有價證券之數量超過預定收購數量時，公開收購人應依同一比例向所有應賣人購買，並將已交存但未成交之有價證券退還原應賣人（辦法 § 23）。

(二) 公開收購之停止：原則不得任意停止（§ 43-5 I）

證券交易法第 43 條之 5 第 1 項之規定，公開收購人開始進行公開收購後，原則上不得任意停止。除非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；或是公開收購人破產、

27 王文宇（2017），〈從樂陞案檢討我國公開收購制度〉，《月旦法學雜誌》，第 267 期，頁 88 以下。



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 條之 5 第 4 項與公司法第 173 條之 1 之適用關係為何？

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 條之 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 條之 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 條之 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。

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東臨時會規定>（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。

3. 區分適用說²⁹：

(1) 公開發行公司：

倘亦可適用第 173 條之 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 條之 5 第 4 項。

(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○雄與第二代黃○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○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○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○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○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○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○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。

STRUCTURE | 本章體系

第一節 公開原則之意義	6-5
第二節 證券詐欺之民事責任（證交 § 20 I、III）	6-8
專題討論：交易因果關係之舉證與詐欺市場理論	6-15
專題討論：損失因果關係類型化建構與舉證方法	6-22
第三節 初次公開與公開說明書之民事責任	6-27
第一項 初次公開與公開說明書（證交 § 13）	6-27
第二項 公開說明書交付義務（證交 § 31）	6-32
第三項 公開說明書之不實陳述（證交 § 32）	6-35
第四節 繼續公開與財報不實之民事責任	6-46
第一項 繼續公開與財務報告	6-46
專題討論：永續報告書之法律定位及揭露不實之法律責任	6-49
第二項 財務報告之不實陳述（證交 § 20 II、§ 20-1）	6-53
專題討論：獨立董事之免責抗辯與財報不實之過失責任	6-64
專題討論：財報不實投資人與被告和解之性質與計算方式	6-71
專題討論：財務預測是否構成公開說明書或財務業務文件之 主要內容？	6-81
專題討論：證交法第 20 條之 1 與第 32 條免責抗辯事由之 比較	6-85
專題討論：公開原則民事責任之競合	6-86
第五節 證券詐欺、財報不實、公說不實之刑事責任	6-93
第一項 公開說明書不實之刑事責任（§ 174 I ③）	6-93
第二項 財報不實之刑事責任	6-95
第三項 證券詐欺之刑事責任	6-99
核心條文：§ 31、§ 32、§ 20、§ 20-1、§ 36	



二、公開原則的內涵與功能

(一)具體內涵：

1. 確保公開內容之正確性
2. 確保公開內容之完整性
3. 確保公開原則之可信賴性
4. 確保所公開之內容符合時效性，而非僅是單純提供過去的事實
5. 公開的內容應讓一般投資人易於取得，並了解相關內容
6. 確保公開內容之效益性

(二)功能：

1. 執行的效力（enforcement effect）

資訊公開有助於法律之執行，亦有助於嚇阻潛在的市場不法行為，特別是在對抗內線交易上。倘若內部人必須就其持股變動及交易情形公開，則法律就發揮了嚇阻內線交易之可能，亦因為有資訊公開，主管機關亦較容易發覺內線交易。

2. 公眾反應（public reaction effect）

公司重大資訊的揭露，可以促使投資大眾監督公司之行為，並督促公司之經營階層履行其應注意之義務。

3. 告知的功能（information function）

對公開發行之多數股東而言，對於公司經營表現不滿時，最方便的方式即為出脫其持股。而股東決定是否轉讓持股、以何種價位轉讓均有賴充足之資訊³。

3 曾宛如（2020），《證券交易法原理》，元照，七版，頁 36。



二、適用範圍：發行市場、流通市場、面對面之場外交易

本條為概括規定所有證券詐欺行為之一般反詐欺條款，故本項的適用範圍包含發行市場、流通市場、面對面之場外交易。

三、責任性質：特殊侵權責任

過去我國有契約責任、特殊侵權責任、法定責任三說。惟由外國立法例探討，證交法第 20 條第 1 項、第 2 項，學者多主張分別源自於美國證券交易法之規定，認為一般反詐欺條款的責任性質屬「侵權責任」，且參考 1988 年證交法第 20 條之修法理由，將本條賠償義務人擴及於第三人以擴大保護證券投資人，是修法後我國最高法院及學者多數將本條定性為「特殊侵權責任」⁴。

四、請求權人

有價證券之善意取得人或出賣人。對此通說見解認為，解釋上應包含所有因信賴不實資訊而受有損害的善意投資人⁵。

五、責任主體

(一) ● 爭點 證交法第 20 條第 1 項證券詐欺責任主體之範圍為何？

關於責任主體，現行法並未明文規定，因此關於其範圍，晚近實務有對於責任主體的認定有越來越廣的趨勢。

1. 狹義說

修法前法條僅限於「募集、發行或買賣有價證券者」，因此文義解釋上僅以發起人（或發行公司）、發行人為限。

2. 廣義說（部分實務⁶）：

我國最高法院有認為解釋本條責任主體時得援引同法第 20 條之 1，解釋上第 20 條第 1 項證券詐欺之賠償義務人應可及於第 20 條之 1 規定之賠償義務人。

4 劉連煜（2024），《新證券交易法實例研習》，新學林，第 20 版，頁 413-414；晚近最高法院見解可參考：最高法院 111 年度台上字第 21 號民事判決。

5 同前註，頁 418。

6 最高法院 106 年度台上字第 700 號民事判決。

(2) 主觀要件：

應限於 scienter（惡意）+ recklessness（未必故意）。

(3) 因果關係：

詐欺市場理論（詳後述）。

(4) 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

(一) 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（in connection with the purchase or sale of securities）」¹⁴。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：

(1) 虛偽：

係指陳述的內容或提供的資訊與客觀事實不符。

(2) 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（二）》，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。



不包含一般過失行為。

(三)因果關係——交易因果關係

所謂交易因果關係，係指原告必須舉證因為信賴被告的不實陳述為真實，而導致其為買賣有價證券的決定。惟對於未閱讀財報而受損害之人，如要求其舉證不實資訊與買賣有價證券具有交易因果關係，將使原告負擔沉重的舉證責任。為解決此一難題，美國自 Basic 案發展出「詐欺市場理論」，認為一個不實資訊不僅僅是詐欺個別投資人而已，而是欺騙整個市場，股價也會因為該不實資訊而產生變動，投資人根據變動價格買賣股票。如此即可在原告未親自閱讀財報情況下，仍推定投資人受不實資訊所詐欺，也就是以「間接信賴（indirect reliance）」推定交易因果關係。



DISCUSS | 專題討論



交易因果關係之舉證與詐欺市場理論

(一)詐欺市場理論（the fraud-on-the-market theory）²²

所謂詐欺市場理論，指的是在一個開放且發展良好的市場，公司股票價格會因為公司資訊發布而產生漲跌的變動，同理當一個重大不實資訊進入市場，也會影響到股價。如果市場投資人根據該股價的變動做出相應的買進或賣出股票，則投資人縱然未直接接觸該不實資訊（直接信賴），仍然會「信賴市場之股價」而以市價買賣有價證券。此過程中，投資人實際上也承受各項資訊對特定證券價格的影響，因為信賴市場的「正直性」，依照市價買賣股票（間接信賴）。而詐欺市場理論就是以此間接信賴推定投資人係受到該不實資訊所詐欺，建構其間的交易因果關係²³。

1. ● 爭點 1 效率市場假說如何認定效率市場？

作為 Basic 案詐欺市場理論提出的基礎，效率市場假說（Efficient Capital Market Hypothesis）認為，在一個有效率的資本市場，證券價格將充分反應所有已知的資訊。亦即，股價係市場消化所有資訊後

22 賴英照（2025），《證券交易法論》，自版，五版，頁 190-191。

23 劉連煜（2024），《現代證券交易法實例研習》，自版，增訂 20 版，頁 421。

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：

- (一) 強勢市場（**strong form** 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。
- (二) 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。
- (三) 弱勢市場（**weak form** 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？

(1) 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。

(2) 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。



2014 年美國聯邦最高法院於 *Halliburton* 一案²⁷，對於信賴不實財報的推定，並非建立在效率資本市場的假設之上，其判斷重點著重在「不實資訊是否扭曲個別股票價格」，也就是「市場中之專業人士通常會將多數公開宣布之公司重大資訊考慮進去，因此會對股價有所影響」²⁸。

(3) 小結：

我國通說及實務見解向來認為詐欺市場理論在台灣的適用，不以效率市場為必要，不應僅依據是否有「效率」的市場，重點應在於「不實資訊是否扭曲該股票之價格」²⁹。

臺灣高等法院 101 年度金上字第 5 號民事判決³⁰

美國實務之「詐欺市場理論」(fraud-on-the-market theory) 固係以「效率資本市場假說」(the efficient capital market hypothesis) 為基礎……美國學者針對美國實務將重點置於「效率資本市場假說」已有批評之聲音，認為投資人是否應負因果關係之舉證責任之判斷基準不在於交易市場是否有效率，而在於不實資訊在交易之時點是否已有效率地反映於價格上，倘投資人能證明此點，則不論投資人是否閱讀相關不實資訊均無二致。……故只要投資人信賴證券市場之股票價格未受詐欺行為所扭曲，則交易因果關係即受推定，至於該股票交易市場效率為何應非重點所在。

27 *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.* 134 S.Ct. 2398 (2014)。

28 張心悌 (2007)，〈證券詐欺之因果關係與損害賠償—板橋地院 96 年金字第 2 號民事判決評釋〉，《台灣本土法學雜誌》，101 期，頁 254。

29 張心悌 (2007)，〈證券詐欺之因果關係與損害賠償—板橋地院 96 年金字第 2 號民事判決評釋〉，《台灣本土法學雜誌》，101 期，頁 254；曾宛如 (2008)，〈資本市場中之民事責任 (一)：論證券交易法第二十條及第二十條之一之民事責任——以主觀要件與信賴為核心〉，收於：《公司管理與資本市場法制專論 (二)》，頁 123；邵慶平 (2006)，〈證券訴訟上「交易因果關係」與「損害因果關係」之認定——評析高雄地院 91 年重訴字第 447 號判決〉，《台灣本土法學雜誌》，第 79 期，頁 58。

30 類似見解可參：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、尤其興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 (2014 年的 HALLIBURTON 案)，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」，況方祖熙、方祖豪如非為美化被上訴人公司財報、用以誘使公開市場之投資人買受被上訴人公司股票、推升被上訴人公司股價、進而達股票集中市場交易規模，何需大費周章違法偽造契約、向他人借貸鉅額款項匯入被上訴人公司帳戶、負擔高額稅賦虛增公司之營收？被上訴人此節所辯，顯與事理有違，委無可採。」

(二) 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 truth 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**價格**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。

(三) 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。

(四) 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(1)實質引進詐欺市場理論、(3)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(2)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。

①公司刻意選在發布利多消息之際，同時更正不實消息，或等待市場重大利多消息公布時，再更正不實消息，透過兩相抵銷以防止更正消息後股價大跌⁵¹。

②公司等待市場重大利空消息出現，大盤或同類股重挫時，再更正不實消息，或者公司發布利空消息（但不是更正先前的不實利多消息），股價下跌，等跌到一定價位後，再更正先前的不實利多消息，於此等情形，由於跌幅已深，消息更正揭露後股價不再下跌；在更正揭露前，消息已經透過其他管道洩漏出來，故在更正揭露後，股價並不會下跌。

(2)學者見解（張心悌師⁵²）：

原告得以下列方式證明個案當中具有損失因果關係：

①應嘗試排除大盤與類股走勢的利多變化後，證明系爭股價實際上應屬下跌。

②洩漏理論：更正揭露前不實消息已洩漏

在正式更正揭露之前，資訊難免會有洩漏的可能，故計算損害賠償數額時應該要檢視更正揭露前一段時間股價下跌的情況。

3. 類型三：更正揭露後股價短暫下跌後又回升之損失因果關係

倘更正揭露後股價下跌後重新回復其價值，係因為與詐欺行為完全無關聯的其他因素所導致，則以「財報不實被揭露後原告所獲得的利益」與「該財報不實被揭露後所引起的損失」兩者進行抵銷並不適當，如果因此否定損失因果關係之存在，將使被告因此獲得不當利得，並使原告蒙受損失，因為兩者係立於不同基礎，如果允許抵銷，不僅使報告免除損賠任，也剝奪原告最初交易時原本可以享有該股票因其他非財報不實相關其他市場因素導致增值的獲利⁵³。

4. 類型四：未主動更正揭露其財報不實之損失因果關係

(1)風險實現理論：

該造成股價下跌的隱藏風險之實現係被告在做成不實陳述時所能預見的，則得做為替代的更正揭露。例如停止交易、宣布沖銷、公布

51 賴英照（2025），《證券交易法論》，自版，五版，頁 202。

52 張心悌（2021），〈證券詐欺損失因果關係之再思考——從美國最高法院 Dura 案後之發展觀察〉，《台北大學法學論叢》，第 117 期，頁 112-115。

53 張心悌（2024），〈財報不實更正揭露前後股價變化與損失因果關係正明知思辨——兼評最高法院 111 年度台上字第 1125 號民事判決〉，《月旦裁判時報》，第 144 期，頁 64-65。



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。

- (1) 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」。
- (2) 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）

類型 \ 性質	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。

針對虛偽隱匿公開說明書主要內容者，設有民事責任及刑事處罰規定，以確保公開說明書內容的完整性與真實性。

二、適用範圍

類型		是否有 § 32 之適用
無爭議	募集發行有價證券之公開說明書	○ (§ 31、§ 32)
	公開收購說明書	○ (§ 43-4 III 準用)
有爭議	公開發行說明書 ⁶⁶	△有爭議
	上市櫃公開說明書	△有爭議
	再次發行→公開招募說明書	△有爭議

● 爭點 證交法第 32 條之適用範圍為何？

針對上述法無明文的三種爭議類型（股票公開發行說明書、上市櫃說明書、公開招募說明書），是否有證交法第 32 條之適用，學者間存有爭議，分述如下：

(一)否定說（部分實務⁶⁷）：

自本法第 32 條文義解釋觀之，「**前條之公開說明書**」係指第 31 條募集有價證券而編制公說書之情形，因此與上述三種爭議類型（補辦公開發行說明書、上市說明書、公開招募說明書）洵屬有間，因此並非證交法第 32 條之適用範圍。

(二)區分說（王志誠師⁶⁸）：

上市櫃公開說明書、股票公開發行說明書得類推適用；再次發行的公開招募說明書不得類推適用第 32 條。

66 筆者按：此處係討論係指首次辦理股票公開發行之補辦公開發行程序之股票公開發行說明書，忘記的讀者可以往前翻回去第二章第三節有價證券私募——私募股票與補辦公開發行中楓哥的話的說明。

67 高雄地方法院 86 年訴字第 3344 號刑事判決；臺灣高等法院高雄分院 88 年上重訴字第 14 號刑事判決。

68 王志誠（2004），公開說明書不實記載之民事責任，政大法律評論，第 82 期，頁 119；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 420。



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。

(1) 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）

(2) 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

(一) 發行人：依照證交法第 5 條之定義，包含發起人、發行公司。

(二) 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。



意買進人之求償金額，持有人全體反而可以獲得較多賠償金並不合理。

(2) 恐造成訴訟全面延滯：

請求權人過多可能會導致訴訟延滯，影響全體投資人權益，形成全體或大部分股東自己告自己的窘境。

(3) 因果關係難證明：

詐欺市場理論推定交易因果關係難以涵蓋持有人之情形，該理論在美國法脈絡下，必須有實際買賣行為方有適用詐欺市場理論之餘地。

(4) 損害賠償難計算：

毛損益法係以受害人之買價減賣價，惟持有人並未買賣，故在損害賠償計算上顯有困難。

● 爭點 2 持有人是否適用詐欺市場理論推定交易因關係？

在現行法下若持有人主張財報不實損害賠償，是否適用詐欺市場理論推定其因信賴市場而未賣出，因而推定（不）交易因果關係，實務學說間眾說紛紜，分述如下：

1. 否定說（部分實務、周振鋒師、莊永丞師、劉連煜師）

(1) 我國實務有認為持有人不能依『詐欺市場理論』推定其買入股票與財報不實間有交易因果關係¹¹⁴。

(2) 採否定說立場之學者，可以區分為兩個層次來處理：

在現行法下，多數說見解認為應適用民事訴訟法第 277 條規定減輕持有人的舉證責任，但否認得依照「詐欺市場理論」推定交易因果關係。投保中心可以考量訴訟資源、勝訴可能，對於持有人範圍予以限縮。至於立法論上，則認為財報不實請求主體中持有人部分應予刪除¹¹⁵（立法評析詳見後述）。

114 最高法院 104 年度台上字第 225 號判決：「按不實財報公告前已取得有價證券之持有人，就其因而所受之損害，依證交法第二十條之一第一項至第三項規定，為損害賠償請求者，須證明其損害及與不實財報間有因果關係。原審認第二類授權人不能依『詐欺市場理論』推定其買入股票與財報不實間有交易因果關係，投保中心復未能舉證證明第二類授權人係誤信系爭財報，仍持有宏億公司股票致受有跌價損失，難認其損失與系爭財報不實間有因果關係。爰第二類授權人部分為投保中心敗訴之判決，於法並無違誤。」

115 周振鋒（2019），〈論財報不實民事求償訴訟之交易因果關係〉，《中原財經法學雜誌》，第 43 期，頁 71-72；莊永丞（2015），〈論證券交易法第 20 條之 1 之功過得失〉，《月旦財經法學雜誌》，第 36 期，頁 68；劉連煜（2024），《現代證券交易法實例研習》，自版，增訂 20 版，頁 495。

(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**「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。

- ① 事件發生的可能性（magnitude of the event）
- ② 事件影響幅度（probability of its occurrence）

	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) .

1. 部分實務¹²⁹、劉連煜師：不真正連帶

學者認為，證交法第 20 條之 1 比例責任實與民法第 184 條、185 條相衝突，故負比例責任與負全部責任的賠償義務人責任重疊的部分應屬「不真正連帶債務關係」¹³⁰。

(1) 負全部責任之被告間：

依民法第 184 條及第 185 條，負擔連帶責任。

(2) 負比例責任之被告間：

依比例責任負責，排除民法第 184 條、第 185 條之適用。

2. 部分實務¹³¹、朱德芳師：依民法第 185 條連帶負責

(1) 數人各因故意、過失不法侵害他人之權利，苟各行為人之不法行為，均為該損害之共同原因，亦足成立共同侵權行為，依民法第 185 條第 1 項前段之規定，各不法行為人對於被害人所受損害應負連帶賠償責任。

(2) 因公司資訊的產生是企業組織與多人交互運作的結果，所以無論是故意或過失的被告，對於財報不實均具有作用力，故應依照民法第 185 條連帶負責；而過失被告因證交法第 20 條之 1 已有比例責任之特別規定，故其僅就責任比例與其他負全部責任之被告連帶負責¹³²。

3. 邵慶平師：

財報不實賠償義務人構成共同侵權行為時，應依比例責任還是連帶責任負責？對此，邵師認為，證交法第 20 條之 1 第 5 項屬於「特別規定」，故財報不實賠償義務人構成共同侵權行為時，負比例責任之被告應依比例責任負責，而排除民法 185 條連帶賠償責任之適

129 臺灣高等法院 108 年度金上更一字第 13 號民事判決【豐達案更一審】，該判決指出：「不真正連帶債務，係指數債務人，以單一目的，本於各別之發生原因，負其債務，並因其中一債務之履行，而他債務亦同歸消滅者而言，並不生民法第 280 條所定連帶債務人間內分擔之問題。如附表壹之一所示授權人所受之損害，劉鐵山等 3 人……係援引 104 年修正後證交法第 20 條之 1 第 2 項、第 5 項規定旨趣及民法第 1 條規定之法理，負推定過失比例責任，與股票發行人豐達公司援引同條旨趣所負絕對、完全賠償責任，係本於各別之發生原因，非屬連帶債務關係，是劉鐵山等 3 人……與豐達公司間無內部如何分擔之問題，自不因豐達公司與投保中心和解而免除劉鐵山等 3 人……之賠償責任。」

130 劉連煜（2024），《現代證券交易法實例研習》，自版，增訂 20 版，頁 453。

131 臺灣高等法院 109 年度金上更一字第 5 號民事判決【智盛案更一審】。

132 朱德芳（2025），〈證券詐欺損害賠償相關問題之研究—以資訊不實為核心〉，《月旦法學雜誌》，第 358 期，頁 61。



損害賠償金額新臺幣 2 億元	認定性和解（實務見解）	創設性和解
A 公司應分擔額為 6000 萬元，以 8000 萬元和解並已給付。	對外關係： 賠償金額縮減為 1 億 2000 萬元（2 億 -8000 萬） 對內關係： A 公司就超過其應分擔額部分（2000 萬）可依民法第 281 條向其他被告主張內部求償	對外關係： 賠償金額縮減為 1 億 4000 萬元（2 億 -6000 萬） 對內關係： A 公司無內部求償權
丁應分擔額為 1000 萬元，以 250 萬元和解並已給付	對外關係： 賠償金額縮減為 1 億 1000 萬元（1 億 2000 萬元 -1000 萬） 對內關係： 債務免除產生絕對效，無內部求償問題	對外關係： 賠償金額縮減為 1 億 3000 萬元（1 億 4000 萬元 -1000 萬） 對內關係： 債務免除產生絕對效，無內部求償問題
結果分析	原告可能獲得被告等於、小於賠償金額的給付	原告可能獲得被告大於、等於、小於賠償金額的給付
優劣比較	衍生複雜內部求償計算問題	無複雜內部求償問題

八、損害賠償的計算方式

關於證券詐欺、財報不實之損害賠償計算方式，目前司法實務上主要有兩種計算方式，其一為真實價差法（淨損差額損益法）、另一種為買賣價差法（毛損益法）

● 爭點 1 財報不實損害賠償的計算方式？「淨損差額法」與「毛損益法」應如何判斷？

淨損差額法與毛損益法皆是在計算差額的方法，兩者的區別在於：前者是被告僅賠償因財報不實所引起的損失；後者則是以買進與賣出股票價格之差額作為損害金額，**無論是否為財報不實因素**，所有交易價差都應由被告承擔¹⁴⁴。

1. 淨損差額法：

所謂的淨損差額法，係指賠償義務人僅須賠償因證券詐欺或財報不實因素所造成的損失，其餘部分係因詐欺以外之因素（例如：金融海嘯、新冠疫情等）所造成，被告不負賠償責任。以真實價差法的計算方式，既符合完全填補投資人經濟上損失之目的，同時可避免苛求賠償義務人賠償非其行為所造成之損害。

(1) 基準時點：目前最高法院主流採取後者

① 單一基準時點說：

傳統定義的淨損差額法係以原告「買進（或賣出）股票時之股票市場價格」與「買進股票時之股票真實價值」之間的差額，計算賠償金額。申言之，對於投資人損害發生之時點，係以「投資人為證券交易時」為計算基準日，再以其交易日股票之「市價」與「真實價格」相較，作為損害賠償計算的基礎¹⁴⁵。

② 複數基準時點說：

以原告「買進股票時股票的市場價格」，與「不實財報被揭穿後下跌的股價（以不實資訊更正後一段時間估算出股票真實價格）」，以兩者時點其間的差額作為賠償金額，但應扣除市場因素的跌價損失。我國晚近最高法院多採取這個方式來認定淨

144 劉連煜（2006），〈財報不實之損害賠償責任：法制史上蜥蜴的復活？——證券交易法新增訂第二十條之一的評論〉，收於：氏著《公司法理論與判決研究（四）》，頁248；莊永丞（2005），〈證券交易法第二十條證券詐欺損害估算方法之省思〉，《臺大法學論叢》，34卷2期，頁137-138；黃朝琮（2022），〈證券詐欺責任中之因果關係與損害——實務見解之觀察〉，收於《公司法論文集IV：效率市場與商業訴訟機制》，頁95-97。

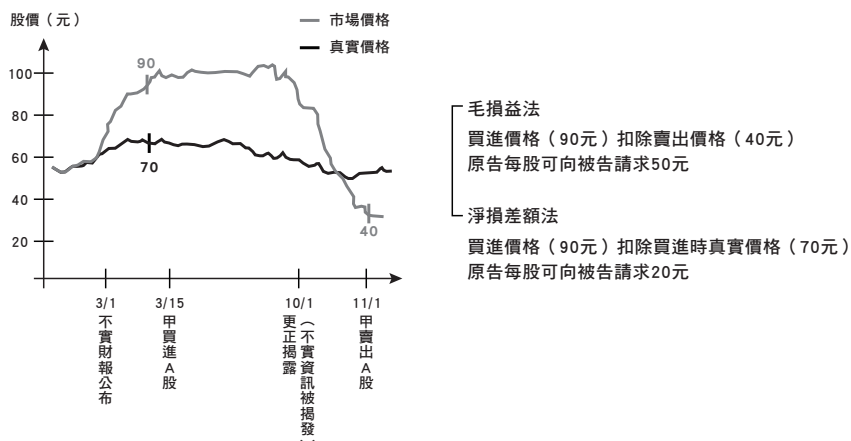
145 最高法院106年度台上字第2400號民事判決。但此則判決僅點出概念，最高法院實際上並無以此種方式計算賠償金額的案例。

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）。

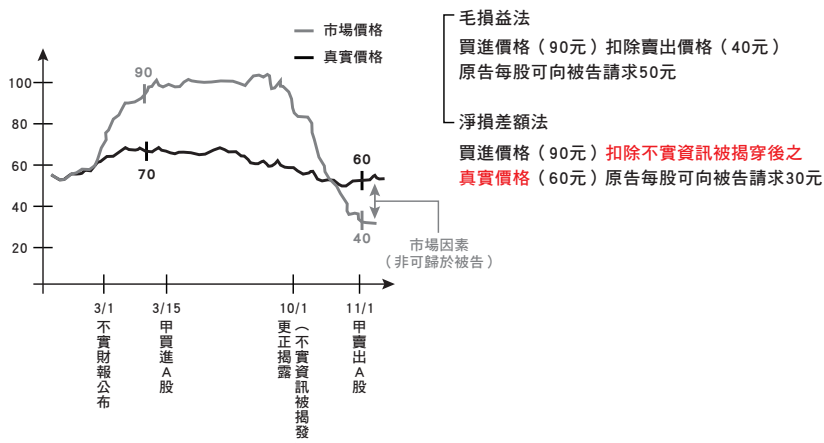


(2) 毛損益法：

就股票價格下跌之所有損失，不論因虛偽不實行為所致或因市場因素所致，賠償義務人均應負責。

關鍵實務 | 最高法院 109 年度台上字第 1910 號民事判決

財報不實所生損害之計算，理論上固有毛損益法或淨損差額法之別，前者認為股票價值之差額不論係虛偽不實行為引起或其他市場因素所造成，賠償義務人就其價格下跌結果均應為賠償。後者則認賠償義務人僅應賠償因虛偽不實行為造成之股票價格損失，至於市場因素造成之股價下跌，並不在賠償範圍，即以投資人買賣股票之價格，與無詐欺因素影響之真實價格差額，為其損害額【筆者按：複數基準時點說】。…果爾，其得請求賠償之金額，自應排除非可歸責債務人之變動狀態所致之價格下跌。



【圖：(複數基準時點說) 淨損差額法與毛損益法】

4. 我國司法實務發展：

我國實務向來見解多採取毛損益法，而非淨損差額法。而晚近自最高法院 109 年度台上字第 1910 號判決以降陸續有數則判決從民法第 213 條第 1 項規定出發，並指出：「損害賠償之目的在填補所生之損害，其應回復者，並非原來狀態，而係應有狀態，自應將非可歸責於不實財報行為人之變動因素（市場因素）予以排除，僅限於不實財報因素所導致證券價格下跌之損失始與不實財報間有因果關



DISCUSS | 專題討論



財務預測是否構成公開說明書或財務業務文件之主要內容？

(一)財務預測之意義：

公司財務預測（Forward-Looking statement），係指公司的經營階層在考量過公司計畫以及經營環境後，針對公司未來的財務狀況、經營成果以及現金流量的結果所作的估計。其目的在於提供投資人於投資有價證券時一項客觀判斷依據，以避免有心人士隨意對外放話、猜測，影響投資人之判斷¹⁵⁸。

(二)財務預測會出現的情境：

公開發行公司利用財務預測制度從事違法行為，學者主要規範為四個類型¹⁵⁹（後面爭點的討論也主要聚焦在前三者）：

案例類型	對應之行為責任
《內線交易型》 公司內部人獲悉下一個年度公司財務預測將公開虧損之利空消息，於財務預測尚未公開前，出售其持有公司股票	內線交易（§ 157-1、§ 171） →是否具有重大性
《公開說明書不實型》 公司於公開說明書內容引用財務預測，惟公司於編製該財務預測時，隱匿市場景氣反轉、公司營運狀況不佳，並高估公司營業收入及每股獲利能力，據此訂定過高之承銷價格，誘使投資人購買其股票，以求得較高之上市承銷價格及掛牌價格。	公開說明書不實（§ 32、§ 171） →是否構成主要內容（重大性）
《證券詐欺、財報不實型》 公司於募集發行股票時，以不實的財務預測，宣稱公司營業收入及每股獲利能力極佳，以誘使投資人購買公司股票。	證券詐欺（§ 20 I、III、§ 171） 財報不實（§ 20 II、§ 20-1、§ 171） →是否構成財務業務文件 →是否構成主要內容（重大性）

158 張心悌（2012），〈財務預測重大性之判斷——兼論財務預測安全港制度〉，《臺北大學法學論叢》，第84期，頁189。

159 同前註。

《操縱市場型》 藉由財務預測之調高或調降，散布不實資訊， 以達炒作股票之目的	操縱市場（§ 155、§ 171） →討論是否符合證交法第 155 條第 1 項第 6 款 →非本專題討論範圍
--	--

(三)財務預測是否屬於證交法 20 條第 2 項之財務業務文件？

證交法第 20 條第 2 項規定之財務報告與財務業務文件，均以「依本法規定」申報或公告者為限。至於財務預測因為是自願揭露，所以非法律或命令明定應申報公告者，此時是否仍受本條之適用？

對此，通說認為，為確保資訊的真實完整，法令雖未明定應予揭露的具體事項，如未揭露可能產生誤導投資人的決策判斷者，仍應揭露，且其性質亦屬「財務業務文件」。依此一標準，財務預測雖係自願性揭露，仍屬第 20 條第 2 項之「財務業務文件」¹⁶⁰。

(四)財務預測是否具有重大性？其判斷標準為何？

學者多數見解認為，財務預測是否會構成證交法第 20 條之 1 財務報告與財務業務文件、第 32 條公開說明書之「主要內容」，涉及重大性要件之判斷。

1. 否定說（最高法院¹⁶¹）

我國最高法院直接認為財務預測不會構成公開說明書或財務報告的主要內容。蓋財務預測涉及判斷人之專業素養、景氣之變化，各種不特定之因素，任何人均無法擔保預測結果準確，此為任何投資人應有之認知，故財務預測非公說書之主要內容，如果財務預測不準，即應負損害賠償責任，其性質即非「預測」，而係「擔保」。

2. 肯定說：認為具有法定重大性

從證券交易法第 36 條之 1 所謂「..... 揭露財務預測資訊等重大財務業務行為」與重大消息管理辦法第 2 條第 10 款「公開之財務預測與實際數有重大差異者或財務預測更新與原預測數有重大差異者」作為「法定重大性」之依據。

3. 個案判斷說（張心悌師、曾宛如師）：

有關財務預測重大性之判斷，應回歸美國 TSC 案中「理性投資人」判斷標準。

160 張心悌（2012），〈財務預測重大性之判斷——兼論財務預測安全港制度〉，《臺北大學法學論叢》，第 84 期，頁 196。

161 最高法院 95 年度台上字第 2385 號民事判決（京元電子案）。



方回歸適用第 20 條第 1 項證券詐欺之規定。

(三) 請求權競合說（曾宛如師¹⁷¹）

參酌比較法及立法理由，證交法第 20 條第 1 項、第 20 條第 2 項為不同請求權基礎，兩者較類似請求權競合的關係，且兩者各自可對應到美國聯邦證券交易法上不同之規定，筆者整理如下：

我國法	美國法聯邦證券交易法（1934）				
	條文	責任主體	客觀要件	主觀要件	因果關係
證交 § 20 I	section 10 (b) + Rule 10b-5 ¹⁷²	凡參與有價證券之募集、發行、私募或買賣行為有關之人	有價證券發行、私募、募集、買賣有關者	使人陷於錯誤的意圖 原告須舉證：Scienter 故意 Recklessness 未必故意	詐欺市場理論
證交 § 20 II	section 18 (a) ¹⁷³	參與製作發行人申報或公告之財務報告及其他有關業務文件行為之人	業務文件不實	明知為不實 文件就重大事實有虛偽或隱匿即可推定故意。	Eyeball test 眼見理論

參考美國法下兩者係獨立的請求權基礎，兩者的成立要件均有不同的設計，因此在解釋我國證交法第 20 條第 1 項、第 2 項之關係，應認為兩者係分別係獨立行為態樣，適用上應分別判斷，兩者並非普通與特別法的關係。筆者下面就以主觀要件、因果關係為例來做說

171 曾宛如（2004），〈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〉，《臺大法學論叢》，第 33 卷第 5 期，頁 51-52。

172 美國 1934 年證券交易法 Section 10 (b) 及 Rule 10b-5：「禁止任何人直接或間接利用州際商務交通工具或郵件，或證券交易所之設備，違背證管會為公益或為保護投資人所制訂之規章，而(1)使用任何方法、計劃或計謀從事詐欺；(2)對重要事實做不實陳述，或在可致誤導之情形下，對重要事實加以隱瞞；(3)從事任何行為、業務或商務活動，而對任何人構成詐欺或欺騙者。」→筆者按：本條規定到在 1971 年的 Superintendent of Insurance v. Banker Life & Casualty Co.，乙案後，聯邦最高法院才確立其為一獨立請求權基礎。

173 美國 1934 年證券交易法 Section 18：「任何人於依本法及其行政命令規定應呈送之申請書、報告或其他文件內，或於依本法第 15 條(d)項規定之登記申請書內之承諾，其記載在當時及當時情況下對任何重要之事實為不實之記載，或作易於導致誤解之記載者，則該項人員應向信賴其記載為真實而就在受此項記載所影響之價格下買進證券或賣出證券之他人（不知為記載不實或易致誤解之人），基於其信賴而蒙受之損害，負賠償之責。但該被訴之人如仍證明其屬善意，且不知該項記載不實或易導致誤解者，不在此限。」



應認為兩者係分別係獨立行為態樣，適用上應分別判斷，兩者並非普通與特別法的關係。附值一提者，2006 年以前違反證交法第 20 條第 1 項證券詐欺與第 20 條第 2 項財報不實的民事責任，原本均適用證交法第 20 條第 3 項請求損害賠償。但在 2006 年我國證券交易法增訂第 20 條之 1 後，在適用上證券詐欺仍適用第 20 條第 3 項之規定，至於財報不實的損害賠償責任則改適用證交法第 20 條之 1 → 而目前法院實務在第 20 條之 1 增訂後，亦有透過詐欺市場理論推定其交易因果關係者¹⁷⁹。

二、證券詐欺 vs. 公開說明書不實

我國實務與通說見解認為¹⁸⁰，在公開說明書不實之情況，證交法第 32 條係第 20 條第 1 項一般反詐欺條款之特別規定，因此兩者競合時，應優先適用證交法第 32 條（法條競合之特別關係）。

此外，值得辨明的是，公開說明書是為了募集有價證券編製的文件，如果內容有虛偽不實的情況，必然會該當證券詐欺；但相反的構成證券詐欺不必然構成公開說明書不實。

三、財報不實 vs. 公開說明書不實

財報不實的客體包含「財務報告」與「財務業務文件」，公開說明書與財務報告原則上並不相同，沒有競合問題。然而，如果公開說明書內包含財務報告，就可能產生競合的問題，此時應優先適用公開說明書不實責任（§ 32）。至於財務業務文件，其文義上雖然可能涵蓋公開說明書，但學者認為，由於證交法第 32 條已明文規範公開說明書不實的責任，依照體系解釋，財務業務文件不應包含公開說明書¹⁸¹。

四、證券交易法（證券詐欺）vs. 民法侵權責任

（一）實務見解

最高法院認為證交法第 20 條第 1 項與民法第 184 條、第 185 條侵權行為之規定係不同之請求權基礎，各有其個別之構成要件，不得以證交法 § 20 + 援引民事訴訟法第 277 條但書推定交易因果，亦不得用來推定民法第 184 條之（相當）因果關係。

179 筆者按：目前我國最高法院對於證券交易法第 20 條之 1 財報不實的交易因果關係大多是：(1)實質引進詐欺市場理論、(2)以民事訴訟法第 277 條顯失公平來論述。

180 最高法院 93 年度台上字第 2885 號刑事判決【順大裕案】。但亦有實務採取不同見解，如最高法院 96 年度台上字第 2453 號則認為公開說明書不實不必然該當證券詐欺之要件，兩者並無法條競合之特別關係存在。

181 戴銘昇（2019），《臺灣證券交易法》，新學林，初版，頁 285。



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 (in connection 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

效率市場中，所有影響股票價格之消息，最終皆將為市場所吸收，而充分反應於股票價格之上，因此只要善意投資人能證明不實之訊息足以影響股票價格，且不知其財報不實之情事，即得以推定交易因果關係成立，亦即以信賴市場取代信賴不實資訊之舉證，以和緩投資人舉證責任之困難。晚近我國通說及實務見解均認為詐欺市場理論不須以效率市場為前提¹⁹⁹，判斷重點應著重在「不實資訊是否扭曲個別股票價格」，也就是「市場中之專業人士通常會將多數公開宣布之公司重大資訊考慮進去，因此會對股價有所影響」²⁰⁰。

(2) 我國法院實務對於交易因果關係之論述，有實質引進詐欺市場理論者，然多數係以民事訴訟法第 277 條但書之舉證責任倒置規定，推定交易因果關係²⁰¹。

(3) 本件，A 公司發布不實財務報告，不僅是欺騙個別投資人，亦欺騙整個證券市場，投資人丁係於上開財務報告公布後買入 A 公司股票，雖然丁未閱讀 A 公司之年度財務報告，但因「信賴市場之正直性」而以市價買賣有價證券，在此過程中丁實際承受各項資訊對特定證券價格的影響（間接信賴），應推定其買賣與不實資訊之間，具有交易因果關係。惟依「詐欺市場理論」與民事訴訟法第 277 條但書之規定既屬推定，當允許被告以反證舉證加以推翻。倘被告如能證明投資人買入賣出股票並非出於信賴市場者，即得推翻前開交易因果關係之推定。被告並未舉反證證明丁並無交易因果關係，是本件應認丁具有交易因果關係。

2. 損失因果關係之判斷：

依照民事訴訟法第 277 條但書之規定或援引詐欺市場理論，僅得推定交易因果關係，丁仍應就損失因果關係之有無，也就是「原告之損害」與「被告虛偽不實之陳述」間存有因果關係，原告仍應負舉證責任²⁰²。是丁能明其買賣證券的損失，是因為證券詐欺或不實資訊所造成²⁰³，即可認定具有交易因果關係。

199 Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc. 134 S.Ct. 2398 (2014)。

200 張心湄 (2007)，〈證券詐欺之因果關係與損害賠償—板橋地院 96 年金宇第 2 號民事判決評釋〉，《台灣本土法學雜誌》，101 期，頁 254。

201 最高法院 110 年度台上字第 2719 號民事判決、最高法院 104 年度台上字第 225 號民事判決參照。

202 最高法院 104 年度台上字第 225 號民事判決：「依『詐欺市場理論』，不論投資人是否閱讀此不實財報均推定其信賴此財報而有交易因果關係，固無待舉證；但投資人仍須證明損害及其金額與不實財報間之因果關係」。

203 筆者按：認定損失時點，應是以該不實資訊為投資大眾所知悉，股價下跌後，原告以較買入價格為低的價格賣出證券之時。



A 公司股票之「買進價格」，減去財報不實事件揭露後賣出的持股之「賣出價格」之差額，均為甲得以請求損害賠償之範圍。是以，造成 A 公司股票下跌的價差均應由被告（A 公司）承擔。

2. 淨損差額法：

證券的「真實價格」與「買價或賣價」之間的差額，僅考慮財報不實所造成之股價落差，其餘因詐欺（財報不實）以外之因素（如：金融海嘯、武漢肺炎）所造成，對此部分毋庸列入計算，被告毋須負擔賠償責任。若採取此種計算方法，無財報不實之真實價格與假買入 A 公司股價之差額，始為甲得以請求損害賠償之範圍。

3. 本文以為，從民法第 213 條第 1 項規定出發，損害賠償之目的在填補所生之損害，其應回復者，並非原來狀態，而係應有狀態，故應將非可歸責於不實財報行為人之變動因素（市場因素）予以排除，僅限於不實財報因素所導致證券價格下跌之損失始與不實財報間有因果關係，應以淨損差額法較為可採。

(二) A 公司不得主張甲與有過失，分析如下：

A 公司得否主張甲與有過失，涉及財報不實投資人得知不實財報消息時，繼續持有公司股票，計算實際損害時，是否有與有過失之適用？

1. **實務見解認為**…，投資人未於財報不實遭揭露後立即出脫持股，繼續持有公司股票導致損害擴大，投資人具有與有過失。反之學者認為財報不實投資人於重大消息揭露後，繼續持有公司股票，計算實際損害時，應無「與有過失」之適用。蓋財報不實資訊消息揭露後之反應期間究竟多長，事前並無法預見。
2. 本文以為，縱使受有損害之投資人欲賣出其手中持股，未必能尋覓到願意購買之交易者。此外，加害人之財報不實行為，並無任何法理得以導出因信賴不實財報而受害投資人即負有出售持股之「不真正義務（對己義務）」，是以，投資人未於財報不實遭揭露後立即出脫持股，並不具有與有過失。
3. 本件，A 公司財報不實遭揭露後，投資人甲得知不實財報消息時，並無立即出售持股之「不真正義務（對己義務）」，是以，甲繼續持有公司股票因而導致損害擴大，A 公司不得主張甲與有過失。

QUESTION | 精選試題

在證券市場上，何謂「對市場詐欺理論」（詐欺市場理論；Fraud on the Market theory）？（10分）A 上市公司製作不實財報，投資人保護中心除為投資人對 A 公司董事、簽證會計師等人提起賠償之團體訴訟外，亦擬一併對「A 公司作假帳之配合廠商 B 公司」及「B 公司之負責人甲」請求損害賠償。試問針對此等「次要行為人」（B 公司及甲），依照證券交易法（或民法）應如何使用相關請求權基礎加以主張？（分析中應含「交易因果關係之舉證」及「比例責任」如何適用之說明）（15分）

【109 政大財經法組】



本題擬答

(一) 詐欺市場理論之意義：

1. 早期詐欺市場理論係立基於效率市場假說（ECMH），在一個有效率的資本市場，證券價格將充分反應所有已知的資訊。當行為人將不實資訊公開於市場中，而對股價造成影響時，應視為對整個市場為詐欺行為。如果市場投資人根據該股價的變動做出相應的買進或賣出股票，則投資人縱然未直接接觸該不實資訊（直接信賴），仍然會「信賴市場之股價」而以市價買賣有價證券，推定有交易因果關係，亦即以信賴市場取代信賴不實資訊之舉證。
2. 美國最高法院於 *Halliburton* 案對於信賴不實財報的推定，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」的效率資本市場的假設之上，而係建立在一較為中庸之前提上，即一個發展良好的市場，「市場中的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」即可。

(二) 次要行為人之民事責任，分述如下：

1. 投保中心得依證交法第 20 條 1 項規定請求損害賠償

- (1) 所謂「次要行為人」，係指財報不實的行為中，幫助侵占公司財產的員工、開立不實憑證的銀行或廠商。



(2) 證交法 §20-1 之賠償義務人並不包含次要行為人

次要行為人並非證交法 §20-1 明文規範之責任主體，故應回歸適用證交法 §20-1 一般反詐欺條款作為請求權基礎。

(3) 證交法 §20-1 之行為人是否包含間接參與幫助的次要行為人？實務學說存有爭議：

① 最高法院採取否定說，認為次要行為人並未參與不實財報之編制，故應排除在證交法 §20-1 責任主體外，回歸適用民法第 184 條、第 185 條論述其責任是否構成。晚近地方法院採取肯定說，亦即證交法 §20-1 行為責任主體應採取廣義解釋，包含「間接參與募集、發行或買賣之人」、「安排虛偽交易之行為人」，因而可以涵蓋次要行為人，惟法院也特別強調次要行為人的主觀要件必須是「故意」，以適度限制次要行為人之損害賠償責任。

② 學者認為，在主觀要件上，應限於 scienter (惡意) + recklessness (未必故意) 之情形，尚不及於過失之情形。至於因果關係，應適用詐欺市場理論推定交易因果關係。最後，應類推適用證交法 §20-1 第 5 項，依比例責任負責。

2. 投保中心得否依民法第 184 條、第 185 條請求損害賠償：

(1) 證券詐欺與財報不實對於投資人所造成之損害應屬「純粹經濟上損失」，在差別保護說下，投資人不得依照民法第 184 條 1 項前段請求損害賠償，僅得依照民法第 184 條 1 項後段請求損害賠償。

(2) 依照民法第 184 條 1 項後段，故意背於善良風俗加損害於他人者負損害賠償責任，故主觀要件上應以故意為限。至於交易因果關係的舉證，為避免造成法律適用上之混淆與割裂，維持一般侵權行為成立要件之完整性，不得援引移植證交法第 20 條第 3 項詐欺市場理論之規定，再適用民事訴訟法第 277 條但書規定，推定行為人之詐欺行為與被害人之損害具有因果關係，而應回歸相當因果關係之判斷。對此，過去實務有認為，次要行為人因未直接參與財報之編制、承認與公告，故不具有相當因果關係。

(3) 依照民法第 185 條規定，倘若次要行為人安排虛偽交易等同間接與主要行為人共同為不實財報，應共同負連帶損害賠償責任，而非依照比例責任負責。

QUESTION | 精選試題

A 為非公開發行之股份有限公司（下稱 A 公司），其設立之初係由擁有技術的甲透過介紹，主動向擁有資金的 B 股份有限公司（下稱 B 公司）提出合資設立之方案。

甲及 B 公司雙方決定發行無面額股，甲出資新臺幣（下同）150 萬元，認購人 A 公司 100 萬股普通股及 50 萬股甲種特別股（下稱甲特）；B 公司則出資 2000 萬元認購 150 萬股乙種特別股（下稱乙特）。

甲與 B 公司約定並載明於甲特發行條件如下：

- (a) 甲特股東指定 A 公司之董事長及總經理人選後，形式上經董事會選任
- (b) 未來轉換為公開發行公司時，甲特一股轉換為一股普通股。

另外，甲與 B 公司約定並載明於乙特發行條件如下：

- (a) 乙特股東擁有否決未來 A 公司併購案的權利
- (b) 未來轉換為公開發行公司時，轉換前，乙特一股轉換為三股普通股。

經過七年的研發與市場開發，A 公司成績顯著。經甲、b 公司之同意，A 公司轉變成公開發行公司，並於二年後上櫃。上櫃後，因雙方理念日漸歧異，B 公司逐步釋出持股，獲利出場。另一方面 C 股份有限公司（下稱 C 公司）在市場上逐步建立持股，甲感受到有一股力量正在蠶食鯨吞 A 公司的股份。為打壓股價，甲遂醜化財報，使公司獲利不如預期，並於業績說明會上表示產業前景險峻，公司必須保守因應，A 公司股價因此下跌 25%。甲趁此機會增加持股。丁因聽聞甲之說明，報導之標題為「**A 公司財報不佳，前景嚴峻**」，故忍痛賣出持股蒙受損失。C 公司發現甲申報持股情形後，認定甲說明為偽，故啟動公開收購，收購後達到 A 公司已發行股份總數 55%。請附理由回答下列問題：

- (1) 上述甲特與乙特各項約定是否有效？A 公司採無面額股制度，可否直接轉換為公開發行公司？A 公司於設立時，依照甲與 B 公司約定之出資，其實收資本額為多少？C 公司於收購完成後，擬召開股東臨時會，應如何為之（25 分）



(2) 丁就其損害，應如何救濟？甲之行為違反證券交易法哪些規定？（25分）

【108 年台大法研所】

本題擬答

(一) 丁就其損害，其得主張之救濟方法，分述如下：

1. 丁得依證交法第 20 條之 1 向 A 公司請求損害賠償：

(1) 按證交法 20 條之 1 規定，倘若公司財報主要內容有虛偽或隱匿之情事，發行人、負責人對善意取得人、出賣人應負損害賠償責任。其立法目的在於，透過確保證券市場資訊之正確公開，以達證交法第 1 條保護投資人、發展國民經濟之立法目的。

(2) 本件，甲醜化財報使 A 公司獲利不如預期，應具備客觀上之財報不實 + 主觀上之故意。該項財報不實之內容係一確定事實，依美國法上 TSC 案之判斷標準，已達足以影響理性投資人之判斷投資而為主要內容。又該項不實陳述既已有效率地反應於公司股價下跌，丁可依「詐欺市場理論」主張其善意賣出之行為與財報不實具有「交易因果關係」。本件題意雖未明示甲是否為 A 公司之負責人，惟丁仍得依本條向發行人 A 公司主張，蓋本條發行人所負者係「無過失責任」。

(3) 本文以為，我國證交法 §20-1 之立法，主觀要件設計無過失、推定過失責任似過度保障投資人，而課予行為主體過重之責任。蓋財報不實造成之損害實為「純粹經濟上損失」，終係對不特定之損害範圍、請求主體所負責任，比較他國立法例上，為避免請求賠償氾濫失控，在主觀要件上多設計為「故意」，亦即行為人主觀上必須具備惡意 (scienter)。

(4) 立法評析：

按我國證交法第 20 條第 1 項、第 2 項，係分別繼受自美國法 section 10 (b) + Rule 10b-5 以及 section 18。就信賴要件舉證而言，前者僅須證明財報不實之人有惡意 (scienter)，即可依詐欺市場理論推定交易因果關係；後者對於因果關係則嚴格地要求眼見理論 (eyeball test)。我國部分論者未顧此差異而一概將兩者均適用詐欺市場理論，有欠允當，應予檢討。



請附理由說明下列問題：

- (一)庚可否請求 A 公司、甲及乙賠償其所受之損害？（20 分）
- (二)乙主張 A 公司應給付業績獎金時，遭 A 公司以乙從未經董事會選任，非 A 公之經理人為抗辯，有無理由？（10 分）
- (三)若 A 公司違法未將丙之提案列入召集事由，目前公司法有何救濟管道？丁之提案若未經股東會決議通過，監察人可否逕行為公司對董事起訴？就丙、丁所提議案涉及之問題，現行法若有不足，應如何修法以強化少數股東之保護？（10 分）

【107 年台大法研所】

本題擬答

(一)庚不得依證交法第 32 條向 A 公司、甲乙請求損害賠償責任：

1. 公開說明書記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事

(1) A 公司為準備上市而提出之上市公開說明書（證交法 §30 III）為證交法 32 條之客體。

① 否定說：

自證交法第 32 條文義解釋觀之，「**前條**」係指第 31 條募集有價證券而編制公說書之情形，與本件 A 公司係為使其有價證券得於集中市場買賣而提出之上市說明書洵屬有間，非本法第 32 條規範客體。

② 肯定說：

自證交法第 32 條之立法目的觀之，係在於保障投資人免受證券詐欺，若上市公開說明書資訊內容有虛偽隱匿之情事亦會影響理性投資人做成投資判斷，故應在本法 32 條規範之列（或是類推第 32 條規定的民事責任，以填補法律漏洞）。

(2) 茲有疑義者在於，公開說明書中涉及財務預測，是否具有重大性而構成公開說明書之主要內容？

① 實務有採否定見解者，其認為財務預測涉及判斷人之專業素養、景氣之變化，各種不特定之因素，因不同人之判斷可能發生不同結果，須待時間驗證，任



② 晚近見解：不以效率市場為必要

詐欺市場理論是否一定要以效率市場假說為前提，不無爭議。我國通說向來認為該理論於我國適用上不應侷限於效率市場，美國最高法院於 2014 年 Halliburton 案亦指出詐欺市場理論之適用不一定要以效率市場假說為前提，只要是發展良好的市場即可，可資印證。

③ 綜上所述，基於保護投資人 + 健全市場的觀點，應參照詐欺市場理論的精神，立法引進因果關係的推定，在未正式引進之詐欺市場理論之前，依民法第 1 條之法理，適用於 20-1 條交易因果關係之舉證，或是依照民事訴訟法第 277 條但書減輕原告舉證責任（搭配詐欺市場理論）。

(三) 證交法 §20-1 「持有人」交易因果關係之舉證

1. 我國實務上有認為不適用詐欺市場理論推定交易因果關係；近期亦有認為投資人信賴市場股價為真實，進而買賣或繼續持有股票時，透過市場信賴關係，推定投資人對公司發布之重大資訊產生信賴，不實資訊與交易間具有因果關係。
2. 對此，學說上認為目前法院可以考慮援用民事訴訟法 §277 條但書，或是原告舉證「當時本有出售系爭股票的計畫，但於不實資訊公告後停止其出售計畫」之方式加以證明。

(四) 本件油攝：

1. 甲之交易因果關係舉證：

本件，甲符合證交法 §20-1 的「持有人身分」，其交易因果關係之舉證，應參酌前述學者見解，基於甲變更其以成本價賣出 A 公司股票之決定，係屬符合本有出售計畫而基於不實財報公布後停止出售計畫，從而舉證其具有交易因果關係。

2. 乙之交易因果關係舉證：

本件，乙雖並未閱讀不實財報，僅係基於技術分析買入股份，然基於最高法院多數見解，基於乙仍係於不實財報公布後，以市價買入股份，故可主張依照詐欺市場理論，推定其具有交易因果關係。

QUESTION | 精選試題

A 公司係實收資本新臺幣 10 億元之太陽能光電上櫃公司，因國內外訂單不斷湧進，第一季產能滿載運轉，公司遂依現有營運情況編制財務預測，預估第三季營收將較去年成長 30%，該季每股盈餘可達 3 元。孰料，一個月後，全球發生金融風暴，導致 A 公司產能運轉只有 30%，公司會計部門，依現有資料，預估第三季營收相較去年將下降 30%，致該季每股虧損 2 元，估計公司損失超過 5,000 萬。試問，因信賴 A 公司一個月前財務預測而買進股票之投資人，得否主張財務預測不準，具法定重大性，要求 A 公司負證券交易法第 20 條之 1 之損害賠償責任？A 公司有無更新財務預測之義務？

【104 年律師二試】



本題擬答

(一) 投資人得否指摘財務預測失準，主張 A 公司應負損害賠償責任？

本文以為，從財務預測之特性觀之，應以否定說為可採。蓋財務預測本質上係依賴編制者主觀見解而生，從觀察美國法院實務見解可知，財務預測最終是否失準，應非證券詐欺責任所應檢視。當發行人所為之財務預測非基於合理基礎，例如援用早已過時之資訊，且編制者主觀上具有不法意圖，此際顯然已非「預測失準」之問題，而係證券詐欺的問題。

(二) 財務預測是否具有重大性之判斷標準？

1. 不具有重大性：京元電子案

財務預測涉及判斷人之專業素養、景氣之變化、各種不特定之因素，因不同人之判斷可能發生不同結果，須待時間驗證，任何人無法擔保預測準確，財務預測僅供參考，為任何投資人應有之認知，故非「公開說明書之主要內容」。

2. 法定重大性說：

從證券交易法（下稱證交法）第 36 條之 1 所謂「... 揭露財務預測資訊等重大財務



業務行為」與重大消息管理辦法第 2 條第 10 款「公開之財務預測與實際數有重大差異者或財務預測更新與原預測數有重大差異者」作為「法定重大性」之依據。

3. 個案判斷（理性投資人判斷標準）

有關財務預測重大性之判斷，本文認為仍應回歸「理性投資人」之標準，即以是否足以影響理性投資人之投資決定作為判斷。並且搭配財務預測之安全港設計，倘財務預測資訊伴隨著有意義的警示語句，且原告無法證明該財務預測具有重大性以及無法證明 A 公司及其他行為人於做成財務預測時實際知悉該陳述為不實或誤導，並非基於合理基礎，則被告得以免責。

(三) A 公司應無財務預測更新義務：

1. 我國實務見解有肯認財務預測具法定重大性，更認為無論完整式或簡式財務預測，當基本假設變動，公司即有更新財務預測之義務，否則即屬證券詐欺而該當證交法第 20 條第 2 項規範²⁰⁶。首先，即由證交法第 36 條之 1 之法條文義出發，推論財務預測於我國法具法定重大性。其次，則以財務預測制度之主要目的，在於促使公司即時揭露財務資料，使投資大眾及內部人員對等運用資訊，縱財務預測雖具高度不確定，仍有影響投資人投資意願之可能，故財務預測及其變動對投資人而言具重要參考價值。

2. 本文以為應以否定說為宜，蓋若僅以財務預測失準驟以證券詐欺之罪相繩，勢必引發寒蟬效應，恐將抑制資本市場資訊流通，其適用結果不僅無從保護投資大眾，甚將損及投資人權益，不應課予發行人過重的義務（更新義務）。此外，我國現行法目前既然已不強制揭露財務預測，而仿效美國法採任意揭露之規範，若基於鼓勵發行人揭露資訊之立場與財務預測非定期性與非繼續性揭露之本質，自不應課予發行人更新財務預測之責。

206 臺北地方法院 104 年度金字第 25 號民事判決（綠能科技案）

STRUCTURE | 本章體系

第一節 證交法對於內線交易設下的三道防線	7-5
第二節 短線交易之規範意義	7-6
第三節 短線交易之行為主體：內部人	7-7
專題討論：夫妻短線交易合併持股之歸入權行使	7-11
第四節 短線交易之行為客體：上市、上櫃、興櫃之具股權性質 有價證券	7-14
第五節 短線交易之行為期間：6 個月內取得、買進與賣出	7-15
第六節 短線交易歸入權之行使與計算（施細 § 11 II、III）	7-18



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。



SECTION 5 短線交易之行為期間： 6 個月內取得、買進與賣出



一、期間：限於 6 個月內。

包含六個月內再行賣出，或於賣出後六個月內再行買進，如買進、賣出相隔超過 6 個月，即無本條之適用。又證交法對於 6 個月期間的計算，並未設有明文，故應回歸適用民法關於期間之規定（民法 § 119 ~ § 123）。例如：在 3/1 買入者，於 8/31 日或以前售出者，為在 6 個月內買賣，有本條歸入權之適用；如果於 9/1 日以後出售者，即超過 6 個月期間，即不受本條規範。

二、行為：取得、買進與賣出。

(一)判斷標準：

1. 關於取得、賣出之認定，長期以來都是透過主管機關以函令方式個案認定，以下筆者整理較為重要者：

是否為取得或賣出	行為類型
屬於「取得」	①受贈而取得股票 ¹⁰ 。 ②將股票質押於銀行，經銀行追補擔保品而買進公司股票。 ③行使員工認股權而取得股票或股款繳納憑證： 公司內部人行使員工認股權，屬買進而取得股票，行使員工認股權取得股票之時點為「股票交付日」；如果發行公司是以發行認股權股款繳納憑證發給員工認股權人者，取得時點則為「交付認股權股款繳納憑證日」 ¹¹ 。 ④買進認購權證。 ⑤包銷認購上市股票。 ⑥公營事業經理人認購上市公司股票。
非屬「取得」	①因「非自發行為」或「非可歸責於已之事由」造成全體董監持股成數不足，而依證交法第 26 條買進補足成數，並非取得。

10 金管會 96 年金管證三字第 0960048145 號：包含受贈取得，但「繼承」非屬證券交易法第 157 條第 1 項所定之「取得」。財政部證管會 84 年台財證(二)第 00461 號函。

11 金管會 99 年金管證交字第 0990042867 號。

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。



(二)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

(三)加計股息、法定利息（5%），扣除手續費、證交稅

四、特殊類型

(一)特別股

證交法施行細則第 11 條第 2 項第 2 款：「本法第一百五十七條定獲得利益，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

(二)認購權證與認售權證

1. 認購：

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. 認售：

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。



(一)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買賣者即屬之，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(二)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：

- (1) 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。
- (2) 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。

(二)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：

- (1) 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(一)字第 5 號刑事判決等。

26 臺灣高等法院 101 年度金上更(一)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。

（如本件的警員丙），應屬證券交易法第 157 條之 1 第 1 項第 5 款「消息受領者」。

2. 寬鬆解釋說³⁶

警員丙利用身為派出所警員得出入工作場所之便利，進而聽聞參與協助搜索 B 公司相關搜索行動之警員表示，屬於證交法第 157 條之 1 第 1 項第 3 款「基於職業關係獲悉消息之人」。雖然丙獲悉上開消息係由執行搜索 B 公司協助搜索行動之警員處獲悉，然因丙係無意中聽聞執行搜索警員之談話，並非參與搜索警員主動告知，自非證交法第 157 條之 1 第 1 項第 5 款「消息受領者」。

3. 小結：

如果從寬解讀，警員丙會被認為「基於職業關係獲悉消息之人」，則提供消息之人就無連帶賠償的問題；但如果從嚴解讀，為參與搜索行動警員丙，應構成消息受領者，則將搜索計畫告知丙之人，應與丙負連帶賠償責任³⁷。

● 爭點 3 基於「控制關係」獲悉消息應如何認定³⁸？

(一)關係企業中的控制公司，基於控制關係獲悉從屬公司內部消息，對從屬公司股票進行內線交易。

(二)控制公司董事知悉從屬公司重大消息，因為其並非從屬公司的董監事，可認為其是基於「控制關係」獲悉消息之人；或是至少可以定性為基於「職業關係」獲悉消息之人。

(三)持股雖未達到 10%，但直接間接控制公司人事、財務、業務經營者，基於控制關係獲悉公司內部消息，對公司股票進行內線交易。

36 臺灣高等法院 99 年金上訴字第 56 號【千興案第二審見解】。

37 賴英照（2025），《證券交易法論》，自版，五版，頁 285；賴英照（2017），《誰怕內線交易？》，作者自版，頁 154-160。

38 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 492-493；劉連煜（2024），《新證券交易法實例研習》，新學林，第 20 版，頁 627。

舉市場上有詐欺之不法情事因而洩密；或屬於不可非難或不慎之情形，則消息傳遞者及消息受領人均無責任可言。反之，消息傳遞者（內部人）如果在缺乏正當商業目的下洩露消息，則屬違反信賴義務而洩密。

(2) 消息傳遞者是否以主動洩密為限？（是否排除重大過失洩密之情形？）

學者參考美國 *Dirks* 案採取肯定見解，蓋因消息受領人的責任是衍生性的，故須內部人有責任才成立，若內部人因酒醉而洩露消息，因洩露消息並無得到個人利益，故無義務違反可言。而重大過失之洩密行為，雖有爭議且具一定非難性，然而在修法前，不宜擴張至重大過失，應以故意違反義務而洩密者為限⁴⁰。（筆者按：若採取市場論，則可能認為此情況下內部人依舊構成內線交易。）

2. 消息受領人明知或可得而知消息傳遞者（內部人）違反受任人義務

3. 消息傳遞者因洩漏消息而受有利益

(1) 關於個人利益的定義上，主要可以分為下列三種類型⁴¹：

- ① 金錢上的利益——內部人與消息受領人間約定回饋或是有利潤分享契約。
- ② 名譽上的利益——內部人藉由提供公司資訊而增加其未來獲取價值的能力。
- ③ 餽贈——以告知內部消息之方式餽贈使他人獲利。倘若以秘密消息充作禮物給予親朋好友或婚外情的對象，藉此提升彼此友誼與關係。也就是情感的增進，亦屬此處「個人利益」之範疇。

(2) 消息傳遞者因洩漏消息而受有「利益」，應如何認定？可以從美國法院見解的演變窺見一二。

① 狹義說（2014 年 *Newman* 案）：

首先，針對成立要件(2)採取較為限縮之解釋，法院認為消息受領人必須「明知」內部人違反受任人義務，且必須知道內部人獲有個人利益。至於針對成立要件(3)「個人利益」則採取限縮解釋，僅限於有意義之密切個人關係，此種關係能夠產生客觀

40 劉連煜（2024），《新證券交易法實例研習》，新學林，第 20 版，頁 632。

41 張心湄（2021），〈內線消息之傳遞責任—正當商業目的之抗辯〉，《月旦法學教室》，第 225 期，頁 21。



的、必然的及至少相當於一定金錢或相當價值之潛在獲利。單純一般朋友間的消息饋贈、偶然性或社交性的友誼關係，並不足以構成個人利益⁴²。

② 廣義說（2016 年 Salman 案）：

本件聯邦最高法院不採取 Newman 案的見解，而回歸 Dirks 案見解。所謂「獲有利益」，不以獲有金錢利益或可轉化為金錢利益為必要，為了強化友誼及關係而餽贈消息即為已足。

(3) 小結：

筆者以為，美國聯邦最高法院 Newman 案、Salman 案在考試時可以兩說並陳，然後以後者見解作結。亦即，秘密消息充作禮物給予親朋好友或婚外情的對象，此種友誼與情感關係的促進，亦屬於個人利益的範疇。

● 爭點 2 間接消息受領人是否構成證交法 § 157-1 I ⑤？

所謂「間接消息受領人」，係指經由消息受領人間接獲悉公司內部消息之人。例如：A 為公司之董事，知悉公司即將有重大發展之利多消息，於餐聚時將該消息傳遞給好友 B，B 將此消息傳遞給朋友 C，此時 C 或是 C 以後之消息受領者，即為「間接消息受領人」。

1. 否定說（林國全師⁴³）：

採嚴格文義解釋，不及於間接消息受領者。

(1) 文義解釋難以擴張及之。

(2) 間接消息受領人乃輾轉得知消息，其與前四款之人間關係已逐漸模糊，消息在傳遞過程中，其可信度往往隨之遞減，其地位實際上已與一般投資人相去不遠。

(3) 消息傳遞者缺乏可預見性，要求內部人對輾轉得知與其沒有任何關係的間接消息受領人負連帶賠償責任，不具合理性。

2. 肯定說（賴英照師、劉連煜師、曾宛如師、四人合著）：

不論消息傳遞幾手，都可能構成消息受領人⁴⁴。

42 劉連煜（2024），《新證券交易法實例研習》，新學林，第 20 版，頁 634。

43 林國全（1992），〈證券交易法第一五七條之一內部人禁止規定之探討〉，《政大法學評論》，第 45 期，頁 259-303。

44 劉連煜（2024），《新證券交易法實例研習》，新學林，第 20 版，頁 630；賴英照（2017），《誰怕內線交易？》，作者自版，頁 168-169。

消息，據以買賣 C 公司股票，依證交法第 157 條之 1 的文義及立法目的，甲屬於因職業關係獲悉消息之人。若甲知悉 A 公司之重大消息同時構成 C 公司之重大消息，則其買進 C 公司股票之行為，應構成內線交易。

DISCUSS | 專題討論

搶先交易（先跑行為）是否構成內線交易⁸⁰

（一）概念介紹：什麼是搶先交易（Front-running）

搶先交易（Front-running），亦有譯為先跑、搶先下單、前端交易、坐轎、偷跑等。其源自於證券商之營業員或是金融機構內部人員，在得知客戶對於特定有價證券有鉅額之委託單時，為自己或其他客戶先行下單委託以搶奪較低買價或較高之賣價等優先價位，待執行客戶鉅額交易後，再以較高的賣價賣出或是較低的買價回補，以賺取價差的行為。

（二）案例事實：

甲為 A 證券商之營業員，其獲悉客戶有即將大量買進特定股票之下單指示（鉅額之委託單），在該客戶下單前，以妻子乙的證券帳戶大量買進相同的股票。試問：甲的行為是否構成內線交易？

（三）法律爭點：搶先交易（先跑行為）是否構成內線交易禁止之規定

1. 比較法觀點

依照私取理論，雖然搶先交易之證券商營業員或是金融機構內部人員未對發行公司負有受任人義務或信賴關係所生之義務，但其利用職務之便獲悉客戶對於特定有價證券有鉅額委託單之未公開，搶先對該有價證券進行交易獲取私利，已然違反對於消息來源之義務，應為內線交易之規範主體。此外，依照 TSC 案之判斷標準，搶先交易之特定證券鉅額交易之未公開消息並非源自於發行公司，但若該消息足以影響理性投資人之判斷，仍屬內線消息。故而美國證管會將搶先交易納入規範，且法院亦有認為構成內線交易者。

80 整理自：郭大維（2025），〈搶先交易行為是否構成內線交易——比較法的觀察與我國法的省思〉，《月旦法學雜誌》，第 348 期，頁 85 以下；郭土木（2023），《證券交易法論著》，新學林，增訂三版，頁 612。

互為致刑有加重減輕或免除之規定⁸²」可知我國法院目前對於此類問題主要透過投顧法第 105 條之 1 特別背信罪進行處罰，尚未有判決認為搶先交易構成證交法第 157 條之 1 內線交易者。

3. 學者見解（郭土木師⁸³、郭大維師⁸⁴）

- (1)從比較法的觀點來看，美國證管會與歐盟市場濫用規則均已將「搶先交易（Front-running）」納入內線交易的規範架構。
- (2)從立法目的觀之，若將「搶先交易」明確納入內線交易的法律規範範圍，將更能有效保護投資大眾的權益，並提升市場的公平性與公正性。
- (3)證券商營業員或是金融機構內部人員若因職務關係而知悉重大影響證券價格之未公開消息者，應會構成我國證交法第 157 條之 1 第 1 項第 3 款「基於職業關係獲悉消息之人」而屬內線交易之規範主體。倘若該等人員知悉客戶即將進行特定證券的鉅額交易，雖然該消息尚未公開，但該消息公開後可能會對公司股價產生影響，影響理性投資人之判斷，仍可能構成內線消息。至於內線消息的「公開時點」，則可視該筆鉅額交易實際執行完畢之時為準。綜上，證券商營業員或是金融機構內部人員搶先交易行為，應構成內線交易。

82 臺北地方法院 112 年度金訴字第 26 號刑事判決。

83 郭土木（2023），《證券交易法論著》，新學林，增訂三版，頁 633-634。

84 郭大維（2025），〈搶先交易行為是否構成內線交易——比較法的觀察與我國法的省思〉，《月旦法學雜誌》，第 348 期，頁 98-99。



不以知悉消息與被告的買賣行為之間有因果關係為必要。其理由及對批評論者之回應如下：

1. 證交法第 157 條之 1 並非完全採取美國信賴關係論之觀點，若全盤移植實無依據且有執行困難；退步言之，依照信賴關係理論，違反信賴義務之關鍵在於內部人買賣證券時並未將消息公開而具有資訊不對稱，因此重點在於持有內線消息但「沒有公開」，而非「有無利用」。
2. 採取利用說最大的問題在於內部人的主觀意圖難以知悉與證明，因而使執法單位難以有效打擊犯罪，將使內線交易之防範更加困難。

關鍵實務 | 最高法院 99 年度台上字第 2015 號民事判決：

我國證交法於 77 年增訂第 157 條之 1 有關禁止內線交易規定，其後歷經 91 年、95 年及 99 年修正，對內線交易之構成要件均僅以內部人具備「獲悉發行股票公司有重大影響其股票之消息」及「在該消息未公開前，對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票買進或賣出」為要件，並未以內部人利用該重大影響其股票消息為要件（99 年 6 月 2 日修正之證交法第 157 條之 1 第 1 項，雖將「獲悉」修正為「實際知悉」，仍未改變無須以利用消息為構成要件之規定），原判決認內線交易之成立，須以獲悉未公開消息之人「利用」此消息而侵害市場投資之公平性，進而為買賣股票之行為，始得成立，所持法律見解，非無可議。

(三)比較法規範方式→我國是否引進免責抗辯條款？

1. 參照美國證管會 Rule10b5-1 之規定，內線交易之行為人雖知悉內線消息後買賣，惟若行為人得舉證其在獲悉消息前，即已預先制定交易計畫，該計畫須明確規定交易的數量、價格或交易時間，或者提供固定的交易執行公式，且不允許行為人事後為任何介入或改變，即可被認為未違反內線交易之規定，此稱為「預定交易計畫抗辯（Affirmative Defense of Prearranged Trading Plans）」。
2. 由上可知，美國法之規範方式為凡持有內線消息者，推定其交易行為係因該持有而生；但若行為人能證明其持有與交易間無因果關係，亦即並未利用該消息，則可免責。美國聯邦證管會 Rule10b5-1 的規

範方式，係透過「持有說（獲悉說）」化解舉證之難題，但另外設有免責抗辯條款（預定交易計畫抗辯）。

美國法上的預定交易計畫抗辯	
行為人於獲悉內線消息前已經存在的交易計畫： (1)已經簽訂一拘束性買賣有價證券之契約 (2)已經指示他人就自己帳戶為買賣 (3)已經採行交易證券之書面計畫	
事前	證券之數量、價格及交易日期應予訂明，訂明之方式得以經載明之公式、演算法或電腦程式得出。
事後	契約、指示、或計畫不允許行為人事後為任何介入或改變，包括如何執行、何時執行及是否執行等。

(四)我國應否引入預定交易計畫抗辯？

1. 否定說：

- (1)基於目的解釋，為避免行為人與一般投資人資訊不對稱，就算本來預定要交易，也應該在知悉消息後選擇公開消息或取消交易。
- (2)若引入預定交易計畫抗辯，公司內部人可能濫用此制度，透過設立多個預定計畫作為掩飾，在消息公開後選擇執行有利計畫以規避禁止內線交易之規定。

2. 肯定說：

- (1)鑑於我國證交法內線交易規範採持有說，對被告過於嚴苛，因此應引進預定交易計畫抗辯，可有效降低執法機關的舉證壓力，同時亦使被告有舉證推翻的機會。
- (2)學者建議，我國法院實務可在個案中視情況使用此抗辯。若立法應嚴格限制適用條件，強調該預定之計畫係基於誠信而非意圖規避內線交易之處罰而為，且計畫於知悉內線交易前所設計，包含交易價格、數量、日期。計畫制定後，行為人不得任意變更內容或終止交易，必須將交易執行權限交由他人管理，以確保其不可直接介入交易，倘若契約存續期間另外從事式相關避險交易，亦視為變更其內容⁸⁸。

88 劉建煌（2024），《新證券交易法實例研習》，新學林，第20版，頁733-734。



交易內容之確定及確實履行之必然事實，實質已有可能改變投資人對原股票投資價格之判斷，似可認為「重大影響其股票價格之消息」最早成立之時點。

- 學者認為不應以「交易必定成為事實」作為明確時點認定，蓋「明確」並不等於「確定」。最高法院以「必定成為事實」作為「明確」時點之判準似嫌過晚，將給予內部人投機的機會。此外，若雙方已就重要之點達成共識後交易因故中斷之情形，恐生原本已明確的時點是否因此變回不明確之疑慮⁹⁰。
- (2) 晚近最高法院於綠點案中則有參考美國重大性判準，以「一般理性投資人知悉此項消息，已足以重大影響其投資判斷」作為「明確」時點之認定。亦有判決已能明確區分「消息明確」與「消息確定」兩者之不同，值得認同。

最高法院 106 年度台非字第 21 號刑事判決

有多種時點存在時，認定重大消息成立（明確）之時點，自應參酌上揭基準（筆者按：Basic 案），綜合相關事件的發生經過及其結果，為客觀上之整體觀察，以判斷究竟哪一個時間點，「已達足以重大影響理性投資人的投資判斷」（例如：對於重大影響股價消息的內涵，於一定期間，具有相當〈高度〉地發生可能性），視為該「消息」是否已然達到明確、重大的時點。更具體而言，在公開收購或合併的情形，當併購協商進行到某一階段，倘一般理性投資人知悉此項消息，已足以重大影響其投資的判斷，即已該當於「消息明確」要件，而無待於「（確定）併購」，或消息所指涉的事件，「必然成為事實」的時點，始認為「消息明確」。如此，才能切實把握證券交易法之修法意旨。

最高法院 106 年度台非字第 223 號刑事判決

具體而言，在公開收購或合併的情形，當併購協商進行到某一階段，倘一般理性投資人知悉此項消息，已足以重大影響其投資的判斷，即已該當於「消息明確」要件，而無待於「（確定）併購」，或消息所指涉的事件，「必然成為事實」的時點，始認為「消息明確」。如此，才能切實把握修法意旨，並更貼近一般投資人的法律感情，及市場管理需要。

90 賴英照（2016），〈內線交易的紅線—重大消息何時明確〉，《中原財經法學》，第 36 期，頁 107-108；劉連煜（2024），《現代證券交易法實例研習》，自版，增訂 20 版，頁 703。



能性 / 影響程度」作為輔助判準。

(2) 曾宛如師：可援引歐盟法明確性作為參考判準

參酌歐盟 MAR 之規範，消息是否具備明確性質，應視該消息「所指涉已發生或可合理期待發生之一系列的情境或某一事件，且該消息已夠特定而足以導出該一系列之情境或某一事件對金融商品或其相關之衍生金融商品之價格可能產生影響」而定。是以，歐盟法下「明確性（Precise）」的判斷其實等同於美國法下「重大性（Materiality）」的判斷，從保護投資人及維護市場公平性的觀點，一旦該消息將影響理性投資人之交易判斷或是對金融商品價格產生影響，此時該內部人得知該資訊時即有資訊優勢，在未揭露資訊前應戒絕交易。

TIPS | 楓哥的話



TSC 案、Basic 案考試時怎麼用？

仔細觀察，現行法下重大消息是否成立（重大性）與明確性、具體性的判斷屬於一體三面，**其實**重大性跟明確性就是由比較法下不同脈絡所發展出來，但兩者其實殊途同歸，目前我國通說見解也認為應重大性、明確性應整體觀察⁹⁶。

如果今天筆者要操作重大性判斷標準，在抉擇應如何適用 TSC 案、Basic 案標準時，可以依照學者提出的標準來適用：如果某事件本身屬「確定而清楚」時，應採取 TSC 案「理性投資人」判斷標準；若某一事件本身，屬於「或許會，或許不會發生」，或「尚未確定發生，僅是推測性」之性質（如企業併購），則適用 Basic 案「可能性 / 影響程度」作為輔助判準。

- ┌ 事件本質屬於確定而清楚 → TSC 案
- └ 事件本質屬於或許或推測（如併購案） → Basic 案

96 劉連煜（2024），《現代證券交易法實例研習》，自版，增訂 20 版，頁 677；張心湄（2014），〈企業併購時內線交易消息「明確」之判斷——最高法院 101 年度台上字第 1420 號刑事判決〉，《月旦裁判時報》，第 25 期，頁 88-93。

(2) 張心悌師：

我國法院於個案中不應採取「針對重要之點達成協議（重大原則已定之合議）」之標準，應回歸美國法上 TSC 案與 Basic 案的判準，「個案認定」消息是否明確。倘若採取「價格」以及「基本架構」已達成合意來判斷消息是否明確，將使公司內部人極易規避禁止內線交易之規範¹⁰²。

(3) 曾宛如師：

仔細觀察歐盟法明確性之定義，會發現其實歐盟法之消息明確性（Precise）與美國法上消息重大性（Materiality）的判斷其實是殊途同歸，都是運用在劃定消息明確之界線：重點在於消息是否影響股價之漲跌。最高法院於綠點案判決指出，「因為不具拘束力的意向書中已有對於價格區間和收購價格明確來判斷是否具有『消息明確性』」，但觀察歐盟法明確性並不要求已提出併購架構，且美國 Basic 案亦不採此見解。是以，法院判斷的重點不在於價格是否已經確定，而應以消息本身是否足以導出對系爭公司股價產生影響而定，不可一概而論¹⁰³。

TIPS | 楓哥的話

企業併購消息明確時點的認定

承如前述，現行法下重大消息是否成立（重大性）與明確性、具體性的判斷屬於一體三面，重大性跟明確性就是由比較法下不同脈絡所發展出來，但兩者其實殊途同歸，想必讀者看到這裡有更深刻的認識。根據筆者的觀察，最高法院對於企業併購明確時點的認定似有往前的趨勢，也就是從先前「實地查核進行後」到後來「針對併購之價格及基本架構等重要之點已達成合意」即屬明確，而這也是最高法院運用前面介紹 Basic 案判準操作的結果，「針對重要之點達成協議」之標準可以作為類似案例時操作使用。但筆者也想提醒，這個標準不應僵化的套用在每種狀況，往後遇到考題時，建議仍須回歸美國法上 TSC 案與 Basic 案的判準，「個

102 張心悌（2014），〈企業併購時內線交易消息「明確」之判斷——最高法院 101 年度台上字第 1420 號刑事判決〉，《月旦裁判時報》，第 25 期，頁 80-93。

103 曾宛如（2016），〈內線交易重大消息明確時點之認定：綠點案之啟示〉，《月旦法學教室》，第 165 期，57-62 頁。



證券之價格可能影響達成結論」。

(3) 本件，A 公司於美國被檢出非法添加物，且該消息被美國主管機關揭露於官網時，因主管機關之公信力足以顯示該事件確實存在而非以訛傳訛，而此消息一出足以對於 A 公司之股價造成影響。

(4) 綜上，本文以為，消息明確時點為 3 月 1 日凌晨 4 點，即 A 公司產品遭驗出非法添加物，並遭美國主管機關公布於網站時。

2. 關於「消息重大性」之判斷，分析如下：

我國通說與實務見解均認為關於重大性之判斷，應參考美國 TSC 案「理性投資人」標準與 Basic 案「可能性／影響程度」判斷標準，合先敘明。TSC 案標準認為消息是否重大須視是否影響理性投資人之投資判斷。本件，A 公司產品於美國被檢出非法添加物之消息若為一理性投資人所知悉，會預期未來會被課予罰鍰或勒令停業等行政罰之可能，對於 A 公司之營運或是商譽均有影響，理性投資人思及此一情事，應會做成轉讓持股之投資判斷，故該消息會影響理性投資人之投資判斷而具有重大性，至為灼然。

(四) 另有疑義者，在於本件消息公開時點應如何認定？

1. 我國實務向來依照「證交法重大消息公開方式管理辦法¹¹⁶」第 6 條規定，財務業務消息之公開方式，係指經公司輸入公開資訊觀測站而言，別無其他方式。是以，本件消息之公開時點應為 3 月 8 日輸入公開資訊觀測站後。

2. 本文以為，我國法認定方式優點在於公開方式明確，但卻流於僵化。比較法認定消息須已散布並被市場吸收即屬於公開。倘若公司召開記者會，發布新聞稿，並經各家媒體大肆報導，雖未輸入公開資訊觀測站，仍應認消息已公開。是以，本文以為消息之公開時點應為 3 月 5 日下午 2 點公司召開記者會之時。

3. 本件，若消息公開之時點為 3 月 5 日下午 2 點，則甲於 3 月 2 日上午 11 時即將其持有 A 公司股份部分出賣，係於消息公開前即已賣出其持股，成立構成內線交易。配偶乙則於 3 月 7 日始將其持有 A 公司股份全部出售，已於消息公開後 18 小時始出售其持股，不構成內線交易。依照證交法第 157 條之 1 第 3 項，甲應對於當日從事善意相反買賣之人負損害賠償責任。

116 證券交易法第一百五十七條之一第五項及第六項重大消息範圍及其公開方式管理辦法之簡稱。

QUESTION | 精選試題

甲、乙係「誠信法律事務所」之合夥律師，協助上市 A 電子公司股份出售案，得知英屬維京群島 B 公司欲以每股 100 元高價收購 A 電子公司股份的利多消息，兩人乃共同事先融資大量買進 A 電子公司股票，涉及內線交易被檢察官起訴。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台幣九千餘萬元，部分所買股份則未出售。試問本案在適用證券交易法時，應如何計算甲、乙內線交易犯罪所得？（25 分）

【108 政大財經法組】



本題擬答

- 按證交法第 157 條之 1「內線交易行為之禁止」，植基於「平等取得資訊理論」之精神，兼及學理上所稱「私取理論」，為防止公開發行股票公司內部人憑其特殊地位，於實際知悉重大影響公司價格之消息後，未公開前或公開後一定沈澱時間內，即先行買入或賣出股票，造成一般投資人不可預期之交易風險及破壞金融秩序，以維護證券市場交易之公平性及健全性所設。違反者，除須填補民事損害外，同法第 171 條以刑罰手段遏止之，即內線交易罪，合先敘明。
- 實務上關於犯罪所得計算方法，分述如下：
 - (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。針對於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，法院多使用實際所得法計算。
 - (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。針對於獲悉內線消息後買入（或賣出）股票，惟事後並未再行賣出（或買入）的情形，法院多使用擬制所得法計算。
 - (3) 關聯所得法：只有重大消息公開對於股價產生影響所產生的增益，才是犯罪所得。
- 對於上述計算方式，學者認為依照現行證交法之規定，應採取「實際所得法」及「擬



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平正義原則，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】



本題擬答

(一) 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期間具有相當關聯者，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」）。

(二) 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。

(三) 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。

或可得而知內部人違反受任人義務時，該消息受領人方成立內線交易。

(3) 本文以為，為避免株連過廣，且消息受領人之責任性質為「衍生責任」，應以後者見解較為可採。

(4) 本件，辰偶然自總經理癸之電話中獲悉消息，惟癸並未基於個人利益而有意洩漏，揆諸前揭「消息傳遞理論」，辰並非本款所稱之消息受領人，故不構成內線交易。又辰對於消息來源癸不負信賴義務，其出售 A 公司股票亦不適用私取理論。

QUESTION | 精選試題

甲為 A 上市公司董事長，喜歡按腳（足浴）保養身體一日來到足浴場所；乙為專業足部按摩師傅，正在為甲進行足部按摩，此時甲接到另一家 B 上市公司董事長丙來電，雙方繼續洽談討論中之公司合併事宜。乙師傅聽到該未公開之合併消息后，遂買進 A 上市公司股票 10 萬股，隨即於該合併消息公布後，乙乃出售股票獲利 500 萬元。試問乙師傅可能之法律責任為何？請討論之。

【106 政大財經法組】

本題擬答

本件，有疑義者在於偶然聽聞獲悉消息之人，如按摩師傅乙是否構成內線交易之責任主體？

(1) 肯定說：基於市場論及資訊平等的觀點，乙係按摩師傅，其於董事甲與丙之電談中獲悉消息（A、B 公司合併的消息），乙知悉市場上其他投資人所不知的消息，為健全市場秩序，乙自屬本款所稱之消息受領人，自應構成內線交易。

(2) 否定說：學者多數見解認為，資訊平等理論將產生打擊牽連過廣之風險，不宜擴大適用，應回歸信賴關係理論作為解釋，蓋消息受領人責任之成立乃係自公司內部人衍生而來，故宜採用美國法「消息傳遞理論」作為判斷之依據。換言之，內部人必須基於促進個人金錢或情感上的利益，違反受任人義務而洩露消息，並且消息受領人明知或可得而知內部人違反受任人義務時，該消息受領人方成立內線交易。

2. ● 爭點 行為人主觀上是否須具備惡意不履行交割之故意？

對此，我國最高法院見解上存有分歧，分述如下：

(1) 否定說：

無論行為人目的係意在賺取股票漲跌價差或為拉抬特定股票之股價而買賣，或意圖拉抬、壓低股價而連續以高、低價買賣股票，均不影響行為人對於違約交割罪之犯罪故意⁶。

(2) 肯定說：

證交法第 155 條第 1 項第 1 款所定違約交割罪，其立法旨係為防範惡意投資人不履行交割義務影響市場交易秩序，倘非屬惡意不履行交割義務，自不該當該款之罪⁷。若被告是基於護盤及避免斷頭而買進股票，論理上，其主觀意思應在穩定公司股票的股價，則被告應非出自惡意不履行交割造成股價下跌影響市場秩序。

(3) 小結：

本文以為，本款的主觀要件應以具備**明知自身**並無資力購買有價證券卻仍有意為之犯罪「故意」即為已足。因為本款並未要求主觀上必須是出自「惡意」不履行交割或是拉抬特定股票之股價之意圖要件，應以否定說之見解較為可採。

二、立法評析⁸

(一)我國通說見解認為，從規範目的觀之，證交法第 155 條所要禁止者係防範人透過為操縱方式扭曲市場價格機能，因此單純不履行交割，並無藉此影響市場秩序之意圖，尚非操縱市場範疇。

(二)違約不交割本質上即屬民事「債務不履行」，證交法以刑事責任作為制裁手段，似乎過於嚴苛。是以，投資人雖違約不履行交割，惟若無影響市場的意圖，應不構成操縱市場，回歸一般民事債務不履行責任體系即可。此外，也可透過預收保證金的方式防止投資人恣意違約，降低券商經營風險，並有助於市場秩序之維護。

6 同前註。

7 最高法院 95 年度台上字第 3401 號刑事判決【南港輪胎公司案】

8 賴英照（2025），《證券交易法論》，自版，五版，頁 402-403。

(1) 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。

(2) 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之故意，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

(1) 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 年度台上字第 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。」



虞，即構成該罪，並不以有何種結果發生為必要；故該罪在性質上應屬行為犯，且為抽象危險犯，而非結果犯²³。

(二)主觀要件：意圖抬高或壓低股價

1. 主管機關之認定標準：

- (1) 被告買賣股票其價量變化是否背離集中市場大盤走勢
- (2) 股價走勢是否背離同類股（例如：航運股、電子股）的股價走勢
- (3) 是否以高於平均價、接近最高價或以漲停價委託，或以拉尾盤方式買入股票
- (4) 有無於拉高股價後賣出股票獲得鉅額利益

2. 法院實務之認定方式：

法院認為主觀不法要件的認定，應就具體個案，行為人之屬性、交易動機（最重要的參考因子²⁴）、交易前後的狀況、交易型態、交易占有率以及是否違反投資效率之交易等因素判斷之。

值得注意的是「行為人之屬性及交易動機」，歸納常見的情況是被告主要動機在獲取不法利益從事市場操縱行為，且通常是以內部人、關係企業的高層，與內部人熟識之人結合外圍聯合炒作。

3. ● 爭點 連續交易是否以「引誘他人從事某種有價證券買賣」之意圖為必要？

(1) 法院實務

① 否定說（部分實務²⁵）

關鍵實務 | 最高法院 103 年台上字第 3799 號刑事判決

具體而言，判斷行為人是否有影響或操縱市場以抬高或壓低某種有價證券價格之主觀意圖，除考量行為人之屬性、交易動機、交易前後之狀況、交易型態、交易占有率以及是否違反投資效率等客觀情形因素外，行為人之高買、低賣行為，是否意在創造錯誤或使人誤

23 最高法院 107 年度台上字第 3336 號刑事判決。

24 最高法院 95 年台上字第 3261 號刑事判決、最高法院 96 年度台上字第 3387 號刑事判決。

25 相同見解：最高法院 106 年度台上字第 325 號、107 年度台上字第 4187 號判決。

(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。



第六項 | 概括條款 (§ 155 I ⑦)



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

(一)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。

(二)常見類型：

違法經營股友社或投資人聯誼會通知會員買賣**推薦之股票**，藉以拉抬股價；或是挪用公司資金委託證券投資顧問公司買賣股票，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。



SECTION 3 操縱市場之民刑事責任



第一項 | 民事責任

參考法條

證交法第 155 條第 3 項、4 項

- III 違反前二項規定者，對於善意買入或賣出有價證券之人所受之損害，應負賠償責任。
IV 第二十條第四項規定（委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人，視為前項之取得人或出賣人），於前項準用之。

一、請求權基礎：證交法第 155 條第 3 項

(一)請求權人：

善意買入或賣出有價證券之相對人。又準用證交法 20 條第 4 項之結果，應包括委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人。

1. 操縱期間買入股票者（無爭議類型）

2. 融券賣出後回補者（有爭議類型）

在股票市場除了現貨交易外，也有所謂的信用交易，後者除可融資買進（白話來說就是看多，所以借錢買進有價證券），亦可以融券賣出（白話來說就是看空，所以借有價證券賣出）。如果今天融券賣出的投資人剛好遇到被告操縱市場不法行為拉抬股價因而回補受有損失，此時得否請求損害賠償？

(1) 否定說：

若允許投資人融券放空後回補而受有損害，容易助長市場投機風氣。此外，融券放空之投資人開立信用帳戶時表示願意承擔較高風險，其投機性亦較現股買賣高，故不應與一般現股交易投資人受到同樣保障。

(2) 肯定說（劉連煜師⁴²）：

- ① 現行證交法並未區分現股交易與信用交易之不同，並未限制或排除對於信用交易投資人之保障，故應一視同仁。

42 劉連煜（2024），《新證券交易法實例研習》，新學林，第 20 版，頁 802-803。



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

拉抬升高，顯已影響市場價格及交易秩序⁵⁵。

(3) 綜上，甲、乙違反證交法第 155 條 1 項第 3 款禁止相對委託、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。

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。

3. 本件，甲、乙為 A 公司之影子董事，違反證交法第 155 條操縱市場相對委託、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。



事等未具有此種「得利益圖」，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。

(三)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。

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。



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

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。

2. 競合：證交法 § 171 I 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。

身分犯」。與第 2 款不同的是，不包含「受僱人」，受僱人有違背職務或侵占公司資產依刑法處罰即可，本罪不另設刑責。

2. 行為：違背其職務之行為或侵占公司資產

包含特別背信罪（違背其職務之行為），以及特別侵占罪（侵占公司資產）兩種行為態樣。

3. 結果：須致公司受損害金額達新臺幣 500 萬元

本罪屬於結果犯。前述行為人為違背其職務之行為或侵占公司資產達 500 萬元時，即屬第 171 條第 1 項第 3 款之既遂。

此外，基於特別法優先於普通法、法條競合之特別關係，若公司受損害金額達 500 萬元時，應優先適用證交法，而不回歸適用刑法業務侵占罪（刑法 § 336 II、335 I）、普通背信罪（刑法 § 342）；反之，若公司受損金額未達 500 萬元時，並不表示合法，此時應回歸適用刑法業務侵占罪、背信罪¹⁸。

(二)主觀構成要件

意圖為自己或第三人利益。學者指出基於目的解釋，應將本罪要件加上「不法利益」，使得本罪與刑法背信罪之主觀要件皆為「意圖為自己或第三人不法之利益」。

五、競合

行為人為非常規交易時，本質上也違背了其職務，同時該當背信罪。因此，二罪往往會有如何競合的疑問，對此法院實務與學者間存有不同見解：

(一)想像競合說（大法庭裁定）

大法庭裁定認為，儘管二罪之保護法益均包含「市場秩序之社會法益」與「公司之財產法益」。然而證交法第 171 條第 1 項第 3 款之特別背信罪特別要求損害必須達新臺幣 500 萬元以上，顯見其更側重公司財產法益之保護，而同項第 2 款之非常規交易罪則側重市場秩序社會法益之保護，兩罪所著重之法益有所不同，故應論以想像競合從一重處斷。

18 採此見解者：最高法院 111 年台上字第 4468 號刑事判決、107 年度台上字第 1830 號刑事判決。