體系解題完全攻略

# 勘誤修正 📭

更新日期: 2025/10/31

※勘誤處以

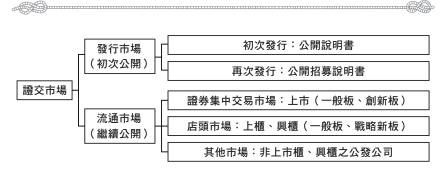
橘框

及橘字標記表示:



陳楓的證券交易法體系解題完全攻略

## SECTION 3 證券市場之架構



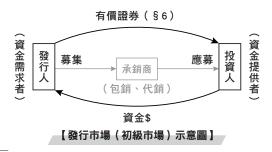
## 一、證券市場的意義:

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 <sup>12</sup>。關於證券市場一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。

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,

### 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。



<sup>12</sup> 曾宛如(2020),《證券交易法原理》,元照,七版,頁1。

體系解題完全攻略

# 勘誤修正

更新日期:2025/10/31



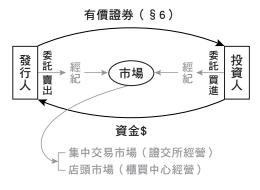
※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:



陳楓的證券交易法體系解題完全攻略



### 【流通市場(初級市場)示意圖】

### 四、多層次資本市場架構:

## 

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);且創櫃版 股權群眾募資發行之證券,為豁免證券 18。

<sup>18</sup> 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。

體系解題完全攻略

# 勘誤修正 117

更新日期: 2025/10/31

※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:

1 1

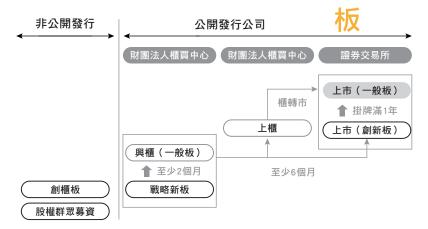
CHAPTER 1 權利概念與請求權基礎思維之建構

板 維板

二上市創新版與戰略新版的建置(補充)

生活在今日,應與時俱進以「多層次資本市場架構」具性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查環境,我國自 2021 年 7 月起分別由證交所及櫃買中心開設「上市創新版」和「戰略新版」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」。倘若創新版。 市條件,並且上市掛牌屆滿一年,得申請改列為一般板上。公司<sup>19</sup>。



多層次資本市場架構示意圖

<sup>19</sup> 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。

## 體系解題完全攻略

# 勘誤修正

更新日期:2025/10/31

1-29

※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:

CHAPTER 1 權利概念與請求權基礎思維之建構



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。

## 否



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

<sup>35</sup> 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」,每有別。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。

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

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

<sup>38</sup> 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。

體系解題完全攻略

# 勘誤修正。

更新日期:2025/10/31

※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:

CHAPTER 3 公開發行公司之管理



行公司之董事、監察人、經理人<sup>24</sup>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 <sup>25</sup>
- □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 [\$ 1571) [ 定渠等持股方應包括之 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,因此被视為內部人。

§ 157-1



體系解題完全攻略

# 勘誤修正

**耳新日期:2025/10/31** 

※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:



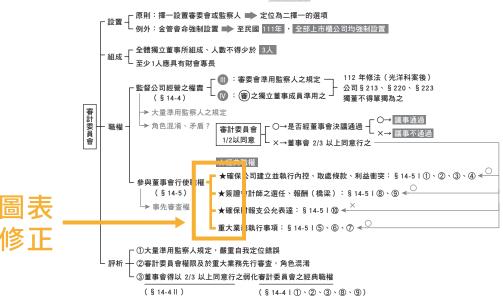
陳楓的證券交易法體系解題完全攻略

### SECTION 3 單軌制——審計委員會





#### 體系地圖



### 一、前言:英美法上功能委員會的意義與功能

英美公司董事會之下設置功能委員會之目的主要有二:其一是透過委員 會專業之分工及超然獨立的立場,協助董事會決策,提高效率並減輕董 事負擔;其二是藉此發揮董事會的監督功能。

#### 二、審計委員會之設置(§14-4)

我國有關審計委員會的設置,證交法第14條之4第1項係採取「原則自由、例外強制」的設計。但實際運作的結果,逐漸有例外變成原則的趨勢。

#### (一)母法規範

1. 原則:

公發公司得擇一設置監察人與或審計委員會(雙軌制與單軌制擇一),

體系解題完全攻略

# 勘誤修正 <sub>更新日期: 2025/10/31</sub> 5-21

※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:

CHAPTER 5 有價證券之公開收購



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

十、公開收購後召集股東臨時會(§43-5 IV)

#### 參考法條

#### 證券交易法 § 43-5 Ⅳ

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

→ 野點 證文法第43條5貫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 178 條之 1 和證交法第 43 條 5 第 4 項的適用關係,討論這個爭點最大的 實益在於,究竟在何種狀況之下需要事先向董事會請求召集?

- 1. 自由競合說 28 (通說見解):
  - (1) 公開發行公司:

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

(2) 非公開發行公司:

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

2. 特別法優先說:

第43條之5

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 避問日標公司董事會及主管機關之畜宜, 175 條之 1 與醫亦过 第 43 條 5 第 4 項。在立法建議上,因公司法第 173 條之 1 與醫亦过 第 43 條 5 第 4 項似有矛盾,故應將公司法第 173 條之 1 之適用範圍作日的已根縮: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。

<sup>28</sup> 劉連煜(2018),新聞中的法律/談持股過半股東召開股東臨時會規定,經濟日報,網址: https://www.suldeintl.com/single-post/2018/07/23/新聞中的法律-談持股過半股東召開股臨會規定(最後瀏覽日:3/1/2025);陳彥良(2019),《股東會及經營權事奪相關問題探討——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 時過半時申召進時申儉之相關問題》,《目日法學教会》,第192期,頁29~30;陳彥良,《持

體系解題完全攻略

# 勘誤修正

更新日期:2025/10/31

5-22

※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:



第43條之5

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略

### 3. 區分適用說 29:

(1) 公開發行公司:

倘亦可適用 § 173-1,將造成普通法規定比特別法更寬鬆之情形,並不妥適,故應目的性限縮排除適用第 173 條之 1,以避免架空 證文之第 43 條 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

# , The same of the

### 東元電機經營權爭奪案與公開收購

#### 一、案例事實:

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

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

<sup>29</sup> 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。

<sup>30</sup> 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。

<sup>31</sup> 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項被改派務而喪失。

## 體系解題完全攻略

# 勘誤修正 <sub>更新日期:2025/10/31</sub> 6-7

※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:

CHAPTER 6 公開原則與違反之民刑事責任



### 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 (publicreaction ffeet) 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<sup>3</sup>。

<sup>3</sup> 曾宛如(2020),《證券交易法原理》,元照,七版,頁36。

體系解題完全攻略

# 勘誤修正

更新日期:2025/10/31

※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:



陳楓的證券交易法體系解題完全攻略

(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的用語是「禁止直接或間接使用任何詐騙之方法、計畫從事有價證券買賣相關之行為(inconnection with he purchase or sale of securities)」。是以,學者連說見解認為,解釋本條時應採取廣義解釋,以與上述四種行為相關者裝施有合本的14。

釋,凡與上述四種行為相關者皆應也含在內 in connection with

- 3. 虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為:
  - (1) 虚偽:

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。

<sup>14</sup> 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。

體系解題完全攻略

# 勘誤修正

更新日期:2025/10/31



※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:



strong form

weak form

陳楓的證券交易法體系解題完全攻略

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<sup>24</sup>。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:

- () <del>改勢主場</del>(strongform(f 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。
- □ 記勢市場 (weakform of efficiency):只能反應歷史資訊,無效率市場假訊べ週用。

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<sup>25</sup>。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<sup>26</sup>。

(2)晚近觀點:詐欺市場理論不以效率市場為前提

<sup>24</sup> 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。

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

<sup>26</sup> 筆者按:應注意,與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,其餘與櫃股票之買賣,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。

## 體系解題完全攻略

# 勘誤修正

更新日期: 2025/10/31



※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:



陳楓的證券交易法體系解題完全攻略

#### □被告常見之抗辯 31:

若要推翻詐欺市場理論之推定,被告必須舉證:

- 1. 被告能證明其行為不會影響證券價格(並未造成價格扭曲的結果)。
- 2. 原告即使已知為不實陳述仍會進行交易行為。
- 3. 其他可以阻礙不實陳述與原告所做的投資決定間之連結證據者,如資訊已經正確地揭露,原告仍會買進該股票。
- 4. 真實市場抗辯(the ruth on the market defense)。
  被告若遇欲推翻詐欺市場理論的推定,得援引真實市場抗辯,其必須舉證證明後續公布的真實資訊,事後已經以明確且密集的方式傳達給大眾,並且已經足以有效抵銷驅散先前不實所造成的誤導效果,原先扭步的價的等得匡正,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<sup>32</sup>。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

## 價格

<sup>31</sup> 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。

<sup>32</sup> 同前註。

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

## 體系解題完全攻略

# 勘誤修正

更新日期:2025/10/31

6-24

※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:



陳楓的證券交易法體系解題完全攻略

- 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<sup>51</sup>。
- 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,因為兩資系之於不同基礎。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

係

<sup>51</sup> 賴英照 (2025) , 《證券交易法論》, 自版, 五版, 頁 202。

<sup>52</sup> 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。

<sup>53</sup> 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。

## 體系解題完全攻略

# 勘誤修正

更新日期:2025/10/31

6-31

※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:

CHAPTER 6 公開原則與違反之民刑事責任



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)

性質	是否為發行人 所編製	是否為		是否為依本法	是否符合證交法	
類型		募集	出賣	規定所提出	§ 13 之定義	
公開說明書 (證交 § 30 I )	0	0	X			$\longrightarrow$ $\times$
上市公開說明書 (證交 § 30 Ⅲ)	0	×	×	0	×	
公開收購說明書 (證交 § 43-4 Ⅲ)	X	×	×	0	×	
公開招募說明書 (募發準則§62)	X	×	0	X	×	
公開發行說明書 (募發準則 § 66、 § 69)	0	×	×	×	×	

【公開說明書類型化整理 60】

<sup>60</sup> 参考自:賴英照 (2025),《證券交易法論》,自版,五版,頁80。

體系解題完全攻略

# 勘誤修正

更新日期:2025/10/31



※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:

CHAPTER 6 公開原則與違反之民刑事責任



### 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与公開說明書當次所發行之 特定有價證券 也有權以公開說明明書下實請求賠償(「追蹤要 件 Tracing Doctrine」)。

## 四、青仟主體

説明書

- (→)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。

<sup>74</sup> 賴英照 (2025),《證券交易法論》,自版,五版,頁 98-99。

<sup>75</sup> 劉連煜 (2024), 《現代證券交易法實例研習》, 自版, 增訂 20 版, 頁 396-397。

<sup>76</sup> 臺灣高等法院 93 年度重上字第 220 號判決 (京元電子案)。

<sup>77</sup> 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。

<sup>78</sup> 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。

體系解題完全攻略

# 勘誤修正

更新日期:2025/10/31



是否為財報不實因素

※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:



陳楓的證券交易法體系解題完全攻略



# ● 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 無論是財報不實因素 所有交易價差都應由被告承擔 <sup>144</sup>。

### 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<sup>145</sup>。

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

<sup>144</sup> 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。

<sup>145</sup> 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。

## 體系解題完全攻略

# 勘誤修正

更新日期: 2025/10/31

※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:

CHAPTER 6 公開原則與違反之民刑事責任



- 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 | ? 關於民法 § 184 | 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 | 前段。至於是否可以適用民法 § 184 | 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 | 後段為請求權基礎之情形,否則一方面侵蝕了證交法 § 20 | 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. 一次: 實際為有價證券之募集、發行、私募或買賣之人 2. 億: 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	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、 利 莫 或 買 會 有 關 之 行 為 (inconnection with)	依證交法規定申報 或公告之財務報告 及財務業務文件	公開說明書 (注意適用範圍)
	客觀要件 主要內容	〇(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

體系解題完全攻略

# 勘誤修正

更新日期:2025/10/31

※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:

CHAPTER 7 短線交易歸入權之行使



## 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),以及亞海線交易歸入權型之行使(§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。

短線交易歸入權之行

### 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。

## 體系解題完全攻略

# 勘誤修正

更新日期:2025/10/31

※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:

CHAPTER 7 短線交易歸入權之行使



#### 二有價證券種類不同時:

- 1. 普通股→價格、股數不變
- 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. 認售權證:

## 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. 認購權證:

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。

## 體系解題完全攻略

# 勘誤修正

更新日期:2025/11/03

※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:

8-19

CHAPTER 8 內線交易之民刑事責任



### (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賣賣者即屬之,不以行為人對公司具有信賴關係(保密義務)為必要 <sup>20</sup>。

# 買賣

#### 關鍵實務│財政部 78 年台財證 □ 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。

#### □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

<sup>25</sup> 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(-)字第5號刑事判決等。

<sup>26</sup> 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。」

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

體系解題完全攻略

# 勘誤修正

更新日期: 2025/11/03

※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:

8-24



陳楓的證券交易法體系解題完全攻略

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。 增捷,亦屬此次
    - 歲贈 一已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之「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

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

<sup>41</sup> 張心梯(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。

體系解題完全攻略

# 勘誤修正 8

更新日期:2025/11/03

※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:

一定

CHAPTER 8 內線交易之民刑事責任



的、必然的及至少相當於一至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。

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

<sup>43</sup> 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。

<sup>44</sup> 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。

## 體系解題完全攻略

# 勘誤修正

更新日期:2025/11/03

8-52

※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:



陳楓的證券交易法體系解題完全攻略

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劃抗算 行為人於獲悉內線消息前已經存在的交易計劃: (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<sup>88</sup>。

<sup>88</sup> 劉連煜 (2024) , 《新證券交易法實例研習》, 新學林, 第 20 版, 頁 733-734。

## 體系解題完全攻略

# 勘誤修正

更新日期:2025/11/03

※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:

CHAPTER 8 內線交易之民刑事責任



證券之價格可能影響達成結訂|

- (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:

戏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AX公司之等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<sup>116</sup>」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, 雖未輸入公開資訊關測站, 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。

<sup>116</sup> 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。

體系解題完全攻略

# 勘誤修正

更新日期:2025/11/03

※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:

8-82



陳楓的證券交易法體系解題完全攻略



### QUESTION | 精選試題



乙係「誠信法律事務所」之合夥律師,協助上市 A 電子公司股權出售案,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

- 7. 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, 除領填補民事損害外, 同法第171條以刑罰手 段遏止之, 即內線交易罪, 合先敘明。
- 2. 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: 樂考證券交易法第 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, 經滅除被告買入(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。
- 3. 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

體系解題完全攻略

# 勘誤修正



更新日期:2025/11/03

※勘誤處以 橘框

及橘字標記表示:

CHAPTER 8 內線交易之民刑事責任

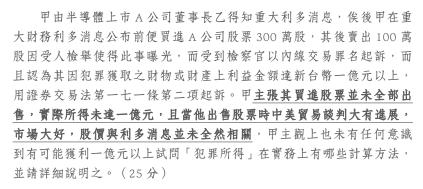


制所得法」,至於關聯所得法較不可採。另有學說認為獲悉內線消息後買入(或賣出) 股票,並於事後再行賣出(或買入)的情形,應使用實際所得法計算,至於事後並未 再行賣出(或買入)的情形,則可以使用擬制所得法計算。

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)股票之價ॣ於,與消息公開後 10 個營業日收盤平均價价格之差額,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



【108年北大法研所】

體系解題完全攻略

# 勘誤修正

更新日期: 2025/11/03

※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:



陳楓的證券交易法體系解題完全攻略

## 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:
  - 7. 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, 經滅除被告買入(或賣出)股票的成本及證交稅與手續費後的餘額, 作為犯罪所得。
- 3. 關聯所得法: 必須該股票價格的變動與該重大消息公開其間具有相當關聯者, 才作 為犯罪所得(台開案: 最高法院 96 年台上字 7644 號判決)。
- □ 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減格之益級,未以股數計算之即可。
- 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下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。

# 全然相關,則涉及計算

價格

價格

體系解題完全攻略

# 勘誤修正

更新日期: 2025/11/03

8-88

※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:



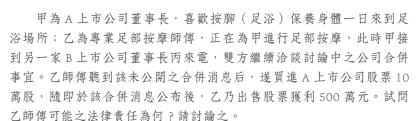
陳楓的證券交易法體系解題完全攻略

或可得而知内部人違反受任人義務時,該消息受領人方成立内線交易。

- (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



【106 政大財經法組】

## - 本題擬答

# 市場秩序

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 市場秩序之,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,內部人此須基於促進個 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。

體系解題完全攻略

# 勘誤修正

更新日期:2025/10/31

7-18

※勘誤處以

橘框

及橘字標記表示:



陳楓的證券交易法體系解題完全攻略

## 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

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。