

教育部補助法律專業教育改革計畫
「證券交易法與經濟刑法連貫性教學計畫」

期末報告

<http://web.nchu.edu.tw/%7Ehftsai/project.htm>

執行單位：國立中興大學財經法律學系

主持人：中興大學財經法律學系教授 廖大穎

協同主持人：中興大學企業管理學系教授 陳家彬

中興大學財經法律學系副教授 蔡蕙芳

二 ○ ○ 八 年 四 月 二 十 九 日

目錄

壹、	「證券交易法與經濟刑法連貫性教學計畫」課程說明-----	4
貳、	財經課程	
一、	證券交易之財經觀點—市場分析、財務報表分析方法--	12
	陳家彬（國立中興大學企管系教授）	
二、	經濟學觀點基礎觀念-----	25
	王宗民（國立中正大學經濟系博士候選人）	
參、	法律課程	
一、	引論：操縱市場的個案分析：欣鋁案-----	28
	廖大穎（國立中興大學財法系教授）	
二、	操縱股價罪構成要件與台肥、台鳳案-----	30
	蔡蕙芳（國立中興大學財法系副教授）	
三、	內線交易構成要件-----	43
	廖大穎（國立中興大學財法系教授）	
四、	證券市場操縱行為之認定與要件-----	45
	何曜琛（文化大學法學院教授）	
五、	訊碟案-----	47
	洪秀芬（東海大學法律系副教授）	
六、	廣三、順大裕案-----	48
	蘇顯騰（慧林法律事務所主持律師）	
七、	廣三案與內線交易之財經法犯罪案-----	50
	蘇顯騰（慧林法律事務所主持律師）	
八、	操縱股價與內線交易偵查及證據調查實務-----	52
	劉至剛（法務部調查局台北市調查處機動組第二組經濟犯罪案件專	

	責組長)	
九、	內線交易與不法操縱股價實務芻析-----	62
	王富哲(台中地檢署檢察官)	
肆、	學生學習成果-----	67
一、	從財經觀點分析操縱股價罪構成要件之嘗試-----	71
	曾芝琬(國立中興大學財經法律學系四年級學生)	
二、	華映案之個案分析-----	83
	畢振家(國立中興大學財經法律學系四年級學生)	
三、	台鳳案及相關爭議研究與學習心得-----	94
	黃冠華(國立中興大學財經法律學系四年級學生)	
四、	台鳳案之個案分析-----	115
	鄧友婷(國立中興大學財經法律學系四年級學生)	

壹、「證券交易法與經濟刑法連貫性教學計畫」課程說明

一、計畫目標

本教學計畫是為了改良本系現有「證券交易法」與「經濟刑法」課程而提出的教學改良計畫，屬於法律教學中之**新興發展科目**。茲於下先簡要介紹現有「證券交易法」與「經濟刑法」課程，再依序說明這兩門課程所面臨的困難。接下來說明本教學改良計畫設計方向是嘗試結合「證券交易法」與「經濟刑法」這兩門課程，以經濟刑法課程為證券交易法的延伸與輔助課程。之後，再以此為平台，整合本校企管與財經方面師資，並配合以我國法院判決為基礎的案例討論教學，希望能給予本系學生跨法律領域的連貫性的知識與訓練。

(一) 證券交易法與經濟刑法課程之介紹與說明

本計畫申請人廖大穎教授目前負責本系「證券交易法」(大三選修)課程。證券交易法是規範證券市場最重要的一部法典，但相關證券市場的實際運作，亦隨著商業活動與時間的遞移，展現各時代不盡相同的遊戲規則。如此的證券市場法律，不僅富涵高度專業性的內容，同時需要相當的市場技術性，始足以分析證券交易之行為。因此，證券交易法的基礎構造，包括發行市場、流通(交易)市場等之遊戲規則。當然，我國的證券交易法亦特別規範該法所禁止的罰則。例如，證券交易法第一五五條所禁止之人為操縱市場行為，即是政府財經政策上最重要的經濟刑法之一。

本計畫協同主持人負責教授本系「經濟刑法」(大四選修)課程。當初在決定課程名稱時，不選擇較為通用的「經濟犯罪」而選擇「經濟刑法」的主要考量點是「經濟刑法」概念範圍較廣，除了可以包括現行法中確立經濟犯罪要件的各種法律規定(核心刑法與附屬刑法)，也能涵蓋關於經濟犯罪的刑罰。因此，「經濟刑法」課程涵蓋刑法之犯罪理論、刑罰理論，也可納入犯罪學、刑事政策，乃至於刑事訴訟法。本課程希望能夠以經濟犯罪議題為介面，給予學生整體刑法觀點。

(二) 證券交易法與經濟刑法課程教學上面臨之困難

證券交易法是規範證券交易活動的法律，而其內所規定的罰則即是對於逾越社會容許界線的行為做出制裁。這關係著人民交易活動自由的限制，甚為重要。然而，本計畫主持人在證券交易法教學上所面臨的困難是現有的證券交易法課程時間無法教授證券交易法內之罰則規定。

至於在經濟刑法的教學經驗中，面臨以下幾個困難。首先，經濟犯罪是範圍十分廣闊，經濟刑法的範圍甚廣，包括刑法內之部分規定(例：詐欺罪、偽造文書罪)、證券交易法、期貨交易法、公平交易法、稅捐稽徵

法、洗錢防制法、銀行法、商業會計法、著作權法、商標法內之罰則規定。囿於每週二個小時的有限授課時間，只能簡略與概括的介紹各種經濟犯罪類型，學生所能吸收到的知識極為有限。其次，由於預定教授的課程範圍過廣，並沒有時間留給學生參與討論。學生最終只能被動與消極的聆聽講授。再者，無法兼顧本土實證研究。最後，只能從事理論教學，不能與刑事事實務接軌。

(三) 教學改良計畫之設計方向

1、證券交易法與經濟刑法課程之連貫性

本教學改良計畫並非是研究所證券交易法課程之教學改良計畫，而是針對大學部學生證券交易法課程教授時間不足，以致於無法兼顧證券交易犯罪（亦即，證券交易法第一百五十五條與第一五七條之一所規定之操縱股價與內線交易二種主要的證券交易犯罪）相關課程的講授，而計畫以經濟刑法課程作為證券交易法的延伸與輔助課程，提供修習過證券交易法課程的大學部學生關於證券交易犯罪方面的教學與訓練。因此，在課程設計上，並不是由學生進行專題報告，而是由計畫主持人與協同主持人同時進行授課。

由於是由負責教授證券交易法與刑法的老師同時進行課程的講授，可以增進證券交易法與刑法兩個學門的溝通與交流。而學生在此環境中，亦能學習同時由兩個觀點來思考問題，獲得整體法律思維的訓練。

2、企管與財經師資之導入

如同一般犯罪一樣，證券交易犯罪之調查、起訴與審判是由受過傳統刑法訓練的司法人員擔任。不可避免的，有些執法人員會把證券交易犯罪當成一般的財產犯罪，忽略證券交易活動本身的性質，以致於法院的判決結果經常與企管財經專業人士，乃至於一般人民的認知有落差。事實上，對證券交易犯罪是來自於證券交易法，因此，正確瞭解證券交易犯罪的方式是先從瞭解證券交易活動開始。

向來，商業運作有其本身的遊戲規則，經常與法律規範相衝突。本課程希望藉由企管與財經師資之引進，而瞭解證券交易活動中之證券交易倫理，並以此為基礎來形成證券交易犯罪的內涵。

為了能正確掌握證券交易行為之事實層面上意義，避免法律觀點的單面價值判斷，在本課程設計上必須將企管與財經方面的師資納入本課程。本系學生雖然屬於財經法律學系，必修經濟學、會計學等，但卻缺乏瞭解證券交易所必須具備之市場分析、財務報表、統計學回歸分析等訓練。基於此考量，本教學改良計畫在進行之最初階段，將由本計畫協同主持人，亦即，本校企業管理系陳家彬教授為選修本課程的學生講授相關課程，以利學生瞭解證券交易法適用。

以本計畫為平台，由企業管理系陳家彬教授市場分析、財務報表、統計學回歸分析能夠以本系學生為主體，配合他們吸納相關知識的能力與需求，設計出對財經法律系學生最有幫助的企管、財經課程。

雖然本系為財經法律學系，理當提供學生較多且豐富的基礎財經課程，但受限於基礎法律科目過多，無法實現此理想。如果能藉由本教學改良計畫提供學生一個與企管、財經專長教授面對面討論問題的課程，這將對落實前述理想有莫大幫助。

3、以判決為基礎的個案教學

由於本教學改良計畫預計實施的對象是已經具有證券交易法與刑法基礎知識的大學部學生，不需要再進行這兩門課程基本概念的講授，學生已有能力自行研讀法院判決。因此，在進行企管、財經方面課程之後，本課程即開始進行方式證券交易犯罪之教學。課程內容是針對證券交易法第一百五十五條與第一五七條之一所規定之操縱股價與內線交易二種主要的證券交易犯罪類型，選出適合大學部學生研讀的法院判決，並交由學生先行在家預習。

在課程進行上，先由學生對判決之事實進行摘要，並整理法律上爭點，最後則是分析法院的判決理由。透過對老師與學生對判決內容之對話，增進同學對個案的理解，並藉由對個案所形成的具體認識，回溯於證券交易法第一百五十五條與第一五七條之一構成要件規範內涵的探索與思考。希望能彌補傳統法學教育以法條詮釋為主教學方式之不足。

這次教學改良計畫採用案例式教學方式來訓練學生研讀有關操縱股價與內線交易案件之法院判決，接受不同於大學法律基礎課程之釋義學訓練。因此，在本計畫最初執行階段即著手於本土判決資料庫之建立

(<http://web.nchu.edu.tw/%7Ehftsai/project.htm>)。除了司法院法學資料網站外，另一主要資料之來源是「財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心」(<http://www.sfipc.org.tw/main.asp>)網站上之〈證券市場不法案件受理或未受理之起訴書或判決書的案件〉；〈團體訴訟案件彙總表〉。至於外國法上之相關判決並不在此次收錄的判決資料庫內。

判決之選擇標準如下：

1、中部地區案例：廣三/順大裕。

2、法律期刊上學者發表個案的研究。例如，燦坤、訊碟。此方便同學找到相關學說與理論上之參考資料，以彌補案例/判決教學上無法兼顧相關法律概念與理論教學之不足。

3、社會矚目與關注案件，可從財經電子資料庫找到相關財經資訊。本教學改良計畫亦以中興大學圖書館之「聯合商周知識庫」等為參考資料來源。例如，以台鳳案為關鍵詞搜尋可找到 232 筆資料。

4、以具備一、二、三審判決之案件為主，增加討論內容的豐富性，藉此觀察各審法院觀點是否不同，並同時兼顧簡單與複雜案例。由簡單到複雜案例，逐一深入問題。例如，先以台肥為授課案例教材，再延伸至案情與關係人相當複雜的台鳳。

4、邀請實務人士參與本課程之教學

本教學改良計畫所設計的授課內容也包含證券交易犯罪實務經驗。本系目前已定期主辦「資本市場與企業法制」研討會，為了配合本計畫的進行，將以召開研討會、座談會與專題演講為平台，分次邀請實務人士以專題演講方式對修習本課程之學生講授證券交易犯罪偵查實務。設計此種授課方式是考量到現行制度下尚未有實務教師，對本身已有極重工作負擔的實務人士最適當的參與方式是專題演講、座談會與研討會。

本計畫執行之最初階段，積極網羅證券交易方面的實務界講師。擔任台中銀行之廣三案告訴代理人蘇顯騰律師、陳怡成律師是首先確定的實務課程授課教師。學界方面，則聘請文化大學何曜琛教授與東海大學洪秀芬教授擔任講師。又在證券案件之偵查階段，調查局台北市調處之組長劉至剛帶來了調查局方面的實務經驗，藉由這個機會也建立與調查局合作的管道。未來需要經濟犯罪方面偵查經驗之傳授，可以向調查局請求協助。至於檢察官方面，則是以偵辦豐富經驗台中地檢署王富哲檢察官為主要授課教師。經由此計畫之執行，已經為中興大學財經法律學系初步建立證券交易不法案件之實務教師之人才資料庫。

5、教學與研究之結合

本教學改良計畫主持人廖大穎教授專長為證券交易法，除了經常受委託從事證券交易法、公司治理等相關研究案，也曾接受法院委託對涉及證券交易犯罪之案件提出鑑定意見書。藉由證券交易法與經濟刑法課程整合，而能對證券交易犯罪有進一步之研究成果。

本教學改良計畫協同主持人蔡蕙芳副教授主要專長為刑法，研究取向是傳統刑法犯罪理論如何運用於各種附屬刑法內，例如，經濟刑法、環境刑法、資訊刑法等。此外，也重視犯罪之實證研究。一直以來的思考與教學的方向是將刑法本土化與在地化。儘管過去以來研究的主題是以電腦與網路犯罪為主，但也計畫開始以經濟犯罪為研究領域。經由與證券交易法課程之整合，可以對經濟刑法中之證券交易犯罪研究有幫助。

二、計畫內容大綱

證券交易法與經濟刑法聯貫性教學計畫之會議記錄〈一〉

會議時間：2007年8月21日

會議地點：財經法律學系小教室

會議內容：

1. 課程規劃及工作分配：

證券交易法教學改良計畫預計將教學內容分成三個階段，八個單元：

授課時間：星期三、七、八堂

第一階段	基礎課程
第一單元 9/12,9/19	證券交易之財經觀點—市場分析、財務報表分析方法〈操縱股價部分〉 課程負責：企管系陳家彬教授
第二單元 9/26, 10/3	證券交易之財經觀點—市場分析、財務報表分析方法〈內線交易部分〉 課程負責：企管系陳家彬教授
第二階段	核心課程
第三單元 10/17,10/24	本土個案研究〈一〉： 操縱股價罪 指派學生閱讀資料：台肥案、台鳳案 課程負責：廖大穎教授、蔡蕙芳副教授、
第四單元 10/31, 11/7	「證券交易法教學改良計畫」邀請專家個案分析〈一〉： 操縱股價罪 廣三案--最高法院 94 年度台上字第 4383 號判決 蘇顯騰 慧林法律事務所主持律師 順發案--最高法院 96 年台上字第 1044 號判決 何曜琛 文化大學法律學系教授
第五單元 11/14, 11/21	本土個案研究〈二〉： 內線交易罪 指派學生閱讀資料：華映案、訊碟案 課程負責：廖大穎教授、蔡蕙芳副教授
第六單元 11/28, 12/5	「證券交易法教學改良計畫」邀請專家個案分析〈二〉： 內線交易罪 廣三案--台灣高等法院台中分院 95 年度金上重訴字第 22 號判決

	<p>蘇顯騰 慧林法律事務所主持律師 訊牒案--最高法院 94 年度台上字第 1433 號判決 洪秀芬 東海大學法律學系副教授</p>
第三階段	第三階段 應用課程
第七單元 12/12,12/19	證券交易案件之偵查實務 課程負責：蔡蕙芳副教授 實務專家：劉至剛（調查局台北市調查處機動組第二組經濟犯罪案件專責組長）
第八單元 12/26, 1/2	證券交易案件之證據調查與審判 課程負責：蔡蕙芳副教授 實務專家：王富哲檢察官（台中地檢署檢察官）

教育部補助證券交易法與經濟刑法教學改良研究計畫
興大財經法律學系操縱股價罪之個案研討會

主持人：廖大穎 興大財經法律系教授

第一場 2007年10月31日(三)

興大財經法律學系實習法庭

廣三案

—最高法院94年度台上字第4383號判決

報告人 蘇顯騰 慧林法律事務所執業律師

與談人 蔡蕙芳 興大財經法律系副教授

第二場 2007年11月07日(三)

興大財經法律學系實習法庭

順發案

—最高法院96年台上字第1044號判決

報告人 何曜琛 文化大學法律學系教授

與談人 陳怡成 陳怡成法律事務所主持律師

教育部補助證券交易法與經濟刑法教學改良研究計畫
興大財經法律學系內線交易罪之個案研討會

主持人：廖大穎 興大財經法律系教授

第一場 2007年11月28日(三)

興大財經法律學系實習法庭

廣三案

—台灣高等法院台中分院95年度金上重訴字第22號判決

報告人 蘇顯騰 慧林法律事務所執業律師

與談人 蔡蕙芳 興大財經法律系副教授

第二場 2007年12月05日(三)

興大財經法律學系實習法庭

訊牒案

—最高法院94年度台上字第1433號判決

報告人 洪秀芬 東海大學法律學系副教授

與談人 陳怡成 陳怡成法律事務所主持律師

貳、財經課程

證券交易之財經觀點—市場分析、財務報表分析方法（一）

陳家彬

（國立中興大學企業管理學系教授）

（一）前言

課程簡介：上課方式將以案例討論進行

（二）金融體系與市場分析

一、金融體系的形成

1. 何謂金融市場？

金融市場是進行買賣交易的地方。

2. 金融市場的買賣標的物為何？

菜市場是在買賣菜的，金融市場則是買賣金融，也就是金融商品、金融資產。

3. 何謂金融商品、金融資產？

(1)抽象：信用

(2)具體：例如股票、債券

※ 買股票和借錢有何不同（股東 v. s 銀行）：

(a)可否分享利潤

(b)風險高低不同

→債券：承諾給付本金、利息的能力（償債能力），債權人不受債務人運用資金後獲利或虧損的影響（不分享利潤，不負虧損之風險）

→股票：承諾共同出資、負擔風險的能力。投資者可因企業獲利而共同分享利潤，也會因企業虧損而承受損失。

4. 房子、黃金算不算金融資產？

金融商品、資產辨識方法：金融商品的交易是以投資為目的。（金融商品不是拿來消費，而是要投資獲利）

因此如果房子、黃金買賣是為了投資獲利，非做為住宅或飾品，則它便是金融商品。

5. 投資的目的：獲利、避險、套利

(1)獲利：例如股票買賣

(2)避險：例如期貨交易

(3)套利¹：例如外幣兌換

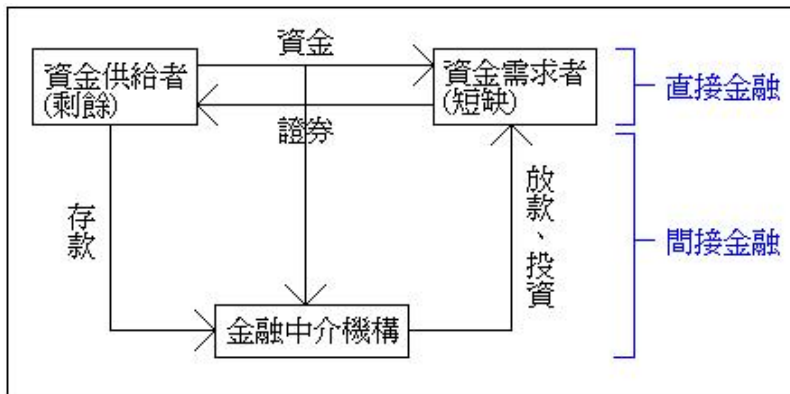
二、金融資產的特性

1. 變動大（價格波動劇烈），風險高（不確定性大）

¹ 嚴格的定義為投資人在市場上，在不必承擔任何風險（或承擔很小風險）的情況下，藉由同時買進並賣出同一商品契約，以獲取兩個契約間價差的行為。→無風險利潤

2. 流動性高（易變性高），交易市場活絡
3. 以投資為目的

（三）金融市場的結構



1. 台灣間接金融比較多，因為台灣中小企業多，且大企業也會向銀行借錢。
2. 國外中小企業較少，還是間接金融多，原因在於大部份的人都是風險規避者，會比較保守，仍將資產放在銀行。
3. 銀行可以分散風險，而投資者不能分散風險〈此可看出資訊揭露的重要性及資訊不對稱的問題〉，保險公司則是移轉風險。

（四）金融市場的功能：促進經濟效率（互通資金有無、提高生產效率）

4. 例如木匠 v. s 財主 → 靠中介 = 三贏
5. 股票市場一直跌 → 企業經營者不緊張，投資人才緊張。
銀行出問題 → 大家都緊張
6. 直接金融比間接金融少的原因 → 資訊不對稱

（五）資訊不對稱：兩方擁有的資訊不對等

7. 例一：投資人 v. s 台積電經理人
8. 例二：婚姻中男女雙方
9. 資訊不對稱越嚴重，越會使人放棄交易
10. 交易前的資訊不對稱：逆選擇² (Adverse Selection)

在出現兩個可交易對象（借貸或保險）時，最終成交的對象，會因為資訊不對等，而是有較高風險、較不利的那個交易對象。

例如：

Uncle A 是保守的人，uncle B 是投機的人，兩個都來向我借錢。對我而言，最佳選擇是借給 uncle A，因為他比較保守，但是在借錢時我跟他們兩個並不熟，也就不了解他們的個性（資訊不對稱），因此因為 uncle B 比較常向我借錢，所以最後我借給了實際上對我比較不利的 uncle B。

11. 交易後的資訊不對稱：道德危險³ (Moral Hazard)

交易對象會因為錢不是自己出的，因此反而冒險去嘗試高風險、高

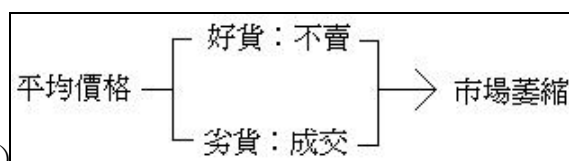
² 常見於保險業。保險公司無法明確識別高風險者與低風險者，但通常來買保險的比較容易是高風險者才來買保險。

³ 例如買保險的人，可能因為已經有保險而降低風險實現的危機感，使得風險實現的可能性增加。又或是例如有全民健保，結果卻造成民眾濫用醫療資源。

獲利的機會，造成原本借貸或保險關係破裂的風險升高。

例如：

前提同上例。然後若我將錢借給 uncle B，我會期望他去老老實實的做生意賺錢，然後時間到了把錢還給我。但是他會因為錢是向我借的，而開始思考：如果老實做生意，最後錢跟利息還給我後，他所賺的並不是很多。但如果他去買樂透，中了的話就算把錢還我，他還是賺很多，如果沒中也只是不能還我錢而已。所以最後他會選擇去買樂透而不是工作。



12. 檸檬問題(Lemon Problem)

例如：買賣二手車

今天開了三年的 X 牌車要賣，假設它全新時原價 100 萬，開三年後折舊價格差不多剩下 50 萬，這個 50 萬就是平均價格。現在有兩位車主想賣他們自己的 X 牌車，A 平常很細心保養，B 則是都不保養不清潔，則兩台車在車主認定上價格便不相同。當有人對 A 說要以平均價格 50 萬購買他的 X 牌車，A 車主會認為他的車因為有好好保養照顧，所以價格不只 50 萬而不賣。B 車主則是因為他自己的車都沒有保養，價格會低於 50 萬，別人開價 50 萬高興都來不及了，於是馬上成交。最後在市場上流通的，大部份都是像 B 車那樣的爛車，好的像 A 車那樣的 X 牌車則是不會在市場上流通。

所以除非擁有較卓越的消息，不然投資人不會進入市場。

13. 降低資訊不對稱的方法：

- (1) 股友社？→X，因為有 free rider 的問題
- (2) 政府規定
- (3) 透過金融中介機構搜集有效資訊（因為銀行也要獲利）

(六) 下期預告

為什麼公司在股票只是資本中一小部份的狀況下，還是需要股票？

證券交易之財經觀點—市場分析、財務報表分析方法（二）

陳家彬

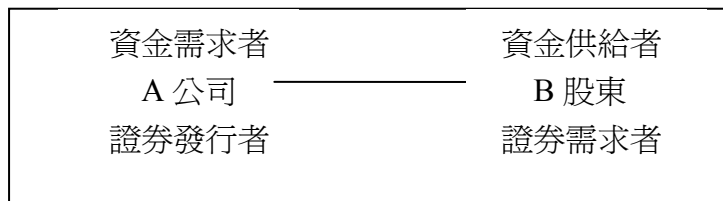
（國立中興大學企業管理學系教授）

一、金融體系與市場分析

〈承接上堂課的內容，現進行第一章之第四部份〉

〈四〉證券的發行及流通

1. 證券發行及流通之目的：達到資金流通，互通有無的效果。



2. 資訊不對稱：

承如上堂課所講述的內容，什麼樣的市場有資訊不對稱的情形？於任何情形皆有資訊不對稱的現象，舉例如：保險業的資訊不對稱，也就是被保險人或保險人隱瞞病情；於證券發行及流通的證券市場，由於公司內部人是享有公司資訊的有利者，而不利的那方往往會做出錯的決定，所謂的逆選擇，這亦是資訊不對稱的現象。

惟如何降低資訊不對稱所造成的風險？於保險業中，借助保險業務員來了解被保險人與保險人之情形，藉此分散風險；於證券市場中，資訊不對稱引發的影響即是經濟犯罪或違反證券交易法之操縱股價及內線交易，而犯罪者往往是資訊不對稱的有利者，相對於投資大眾，其資訊的獲取不同於銀行，試想若銀行與個人享有的資訊是一樣的，銀行有存在的價值嗎？正因投資大眾無法如銀行分散自己的風險，基於避險者的心態，即造成證券交易市場的萎縮，因此如何分散風險，降低資訊不對稱的道德危險與逆選擇情形，宜藉由金融機構或其他方法來解決。

二、企業管理與公司財務

〈一〉企業的組織型態：獨資、合夥與公司

企業如何去決定自己的組織型態，公司可選擇小而美的型態、簡單的型態等皆可，蓋其乃是「企業自主」的展現。各組織型態的區別：

組織型態	獨資	合夥	公司
人數	一人	二人以上出資	一人以上〈若一人則為政府或法人股東〉
責任型態	生命共同體〈無限責任，有限生命〉	生命共同體〈無限責任，有限生命〉	所有權與經營權分離 〈有限責任，無限生

			命，但有時藉由個人擔保與公司抵押使其生命減縮〉
稅收	個人所得稅	個人所得稅，採累進稅率	營利事業所得稅，有雙重課稅或多重課稅情形

〈二〉公司經營的目標：

1. 公司經營的主要目標：

公司設立的目的是為了募集資金，惟經營的目標為何？公司的主要目標應是永續經營及社會責任，以「股東之最大利益」作為最高目標。而非僅是為了獲利、擴大市佔率或贊助原物料供應商等等。

2. 所有權與經營權分離：

現行公司法之特定在於經營權與所有權分離，藉以達到社會分工的效能，達到互補的效果。惟公司的經營權是經理人，所有權人是股東，股東為去堅固其最大利益而去監督，矛盾的是，股東選擇經理人乃基於其專業，今股東有能力去監督及評估嗎？此乃是「公司治理」的內部問題—專業經理人的代理問題〈Agency〉。

3. 代理問題：

公司經營的主要目標在於使股東財富極大化，這也是股東的希望，但經理人〈其代理人〉的利益是什麼？即是他的薪水極大化，因為彼此是自私的，導致經理人並不以股東最大利益做出發，所產生出代理問題。舉例如：可口可樂的 CEO 是公司平均員工薪資的 17 倍，但值得疑問的是他的貢獻有這麼大嗎？甚或 AT&T 於 1987 年整合下游計畫，或公司多角化經營等等，表面上或許是為分散風險或資源整合，最後還是必須回歸核心產業追求核心競爭力。

為何經理人要藉由整合與多角化經營等來擴大公司，為的可能是經理人的薪水可以藉由公司規模擴大而成正比上升，但他並非為了股東的最大利益為目標，因此產生了「專業經理人的代理問題」。

4. 外部監督：

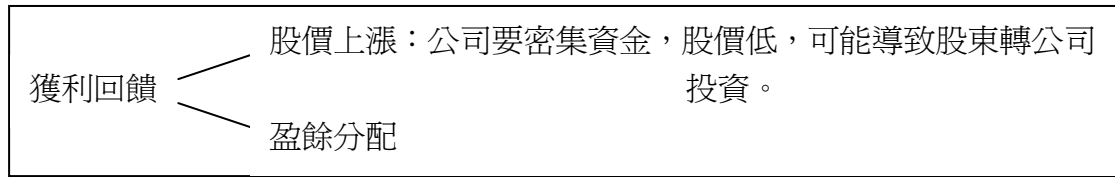
除了公司內部的設立的監督機制來處理代理問題外，亦有外部監督即市場機制來做市場懲罰〈Market Discipline〉。舉例如：如果今天 7-11 併購味全，欲進行平行整合，7-11 欲趁低價購買，可以看該家公司的 CEO 有無隨意處理，抑或有惡意併購的問題，合併後等股票上漲再賣掉，或有散佈不實消息〈Green Mail〉的問題，如於 1997 年 7 月 1 日香港回歸大陸，所羅斯說港幣幣值將如衛生紙，接著港幣就直跌，他在低價購買。

5. 股東財富極大化與獲利極大化的差別：

6. 股東的投資心態：

所謂「一秒在手」所指的是股東的投資心態乃在於「賺取短期差價」，看短期的利潤分配，而值不值得買這公司的股票，僅看短期量差的消息及技術面的

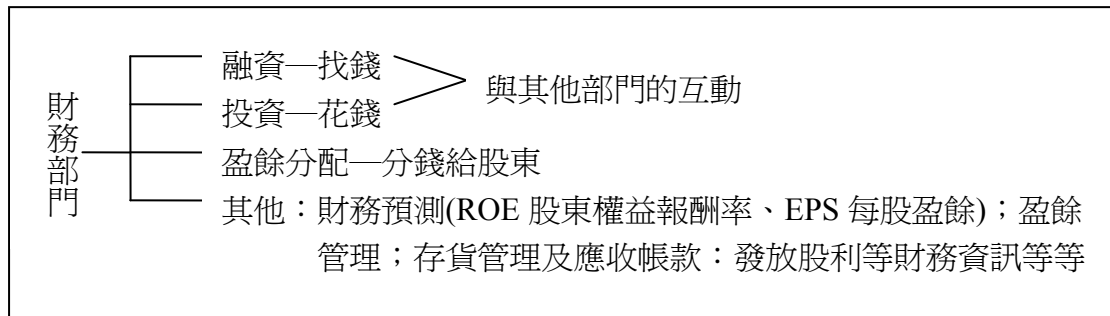
指標，此乃我國投資人的投資心態問題。公司經營獲取利益後，反映在股東權益方面有「股價」以及「盈餘分配」。



透過股價上漲或盈餘分配，對公司的影響如股東股權結構的改變或有經理人利用其家族成員為公司員工，其薪水則成為薪資費用，使股東領得的公司稅後盈餘減少的問題等。甚或有經理人將股價炒高，使用美化過的報表與計畫方案來矇騙股東而不分配紅利，此亦是公司代理問題之一環。

〈三〉公司財務：融資、投資、盈餘分配：

公司為經營之便，區分為生產部門、業務部門及財務部門等等，其中掌管公司財務者為會計部門及財務部門，其中除作帳與報稅交由會計部門外，皆是由財務部門管理，可見其重要性。其工作內容如下：



〈四〉財務部門與公司其他部門之間的關係：

財務部門的重要性，從 20 年前早期 CEO 是從生產部門或業務部門等產出，至 20 年後 CEO 幾乎出自於財務部門可見一斑，於公司營運時必須做出財務計畫或財務預測，使公司其他部門如業務部門去進行行銷規劃，生產部門進行研發或產出等等，由此可知財務部門的計畫牽動著公司部門的作業。

除此之外，公司財務部門決定是否發放股利，其背後有一定的資訊內涵，或許是公司獲利，或許是公司經營不善而作為操縱股價的工具等，因此財務部門所做出的財務決策都是具有資訊性的，將會影響公司及股東權益。

由上述財務部門的工作可知其重要性，基於此原因，老闆往往會僱用忠誠度高但不用很專業之人來擔任財務部門的工作，老闆為實現其個人最大利益，結果導致非專業的財務部門人員做出非專業的決策，讓老闆做出錯誤的選擇，此亦成為經濟犯罪所產生的溫床。

證券交易之財經觀點—市場分析、財務報表分析方法（三）

陳家彬

（國立中興大學企業管理學系教授）

一、四大基礎財務報表簡介：資產負債表、公司損益表、現金流量表、股東權益變動表

1. 資產負債表

資產	負債
流動資產	流動負債
長期投資	長期負債
固定資產	股東權益
無形資產	資本
其它資產	資本公積
	保留盈餘
總資產(TA)	

i. 資產 = 負債+股東權益

ii. 資產

1. 流動資產：變現速度快（例如現金>應收帳款>有價證券>存貨）、變現損益小。

2. 固定資產：例如機器設備、廠房、土地

3. 無形資產：例如商譽、專利權、商標權

4. 折舊

甲、對會計人員而言，因為收入跟使用要平衡，所以要提折舊；對財務人員而言，提折舊是因為可以抵稅，不然不用折，因為一開始這筆錢就會被花掉了。

乙、稅法規定：電腦三年、房屋四十年、專利商譽十七年。比較特殊的是土地不用提折舊，因為土地不會耗損。

丙、機器通常是第二、第三年才折舊最多，因為第一年可能只是試運轉。

iii. 負債

1. 流動負債：一年內要清償都稱為流動負債。包括應付帳款（AP）跟應付短期票據（N/P）

2. 長期負債：包括銀行借款、公司債

iv. 股東權益（業主權益）

1. 股本

2. 資本公積：溢價

3. 保留盈餘

2. 損益表

收入
營業/銷貨收入(sales)
費用
銷貨成本(Cost of Goods Sold, COGS)
管銷費用
稅前淨利
—) 稅
=稅後淨利 (N/I)

- i. $(N/I) \div \text{股數(現在流通在外)} = \text{每股盈餘 (EPS)}$ ，但 EPS 有時點不同的問題，因為是「去年年底的」N/I / 「現在的」股數。
- ii. 稅跟利息都不是營業費用

二、比率分析(Ratio Analysis)

1. 流動性比率(Liquidity ratios)

- i. 又稱變現性比率
- ii. 流動比率(Current ratio): 衡量公司短期償債能力

$$\frac{\text{流動資產}}{\text{流動負債}} = \frac{CA}{CL} = 1$$

- iii. 比較基準 → 相同產業、相當規模
- iv. 會因為產業、公司規模不同而造成流動比率的高低不同 例如：零售業高、建築業低。
- v. 因為有的流動資產不容易變現， $CA/CL > 1$ 比較好
- vi. 流動比率若太高
 1. 有閒置資金：投資沒效率
 2. 應收帳款：做假帳
 3. 有價證券：非本業
 4. 存貨：滯銷
- vii. 速動比率(Quick ratio): 衡量公司極短期償債能力

$$\frac{\text{流動資產} - \text{存貨} (- \text{預付費用})}{\text{流動負債}} = 1$$

2. 資產管理比率(Asset management ratios)

- i. 存貨週轉率(Inventory turnover)

$$\frac{\text{銷貨收入}}{(\text{平均})\text{存貨}}$$

Ex.

$$50,000,000 / 10,000,000 = 5(\text{次})$$

$$360 \text{ 天} / 5 \text{ 次} = 72(\text{天})$$

存貨週轉率→越快越好。因為速度夠快，利息才夠低。

◇ $\frac{\text{銷貨收入}}{\frac{\text{期初} + \text{期末存貨}}{2}}$ →不實際，因有淡旺季，所以最好是用季報表或日報表

但原本的計算方式仍有漏洞，銷貨收入→以售價入帳；存貨→以成本入帳。這算存貨週轉率會造成高估，所以應該是把銷貨收入改成銷貨成本，但又沒人這樣計算，所以只好大家一致，繼續用銷貨收入。

- ii. 銷貨流通在外天數(Days Sales Outstanding, DSO)，又稱平均收現期間(Average Collection Period, ASP)

$$\frac{(\text{平均})\text{應收款項}}{\text{平均銷貨(每日)}} = \frac{\text{Receivables}}{\frac{\text{Sales}}{360}}$$

◇拖帳拖越久越難還，但如果給客戶的時間太短又會造成客戶不便，因此給客戶的時間最好和平均收現期間差不多。

- iii. 固定資產週轉率(Fixed Asset Turnover)

$$\frac{\text{銷貨收入}}{\text{淨固定資產}} = \frac{\text{Sales}}{\text{NFA}}$$

- iv. 總資產週轉率(Total Asset Turnover)

$$\frac{\text{銷貨收入}}{\text{總資產}} = \frac{\text{Sales}}{\text{TA}}$$

3. 負債管理比率(Asset management ratios)

- i. 負債比率(Debt ratio)←債權人重視

$$\frac{\text{總負債}}{\text{總資產}} = \frac{\text{TD}}{\text{TA}}$$

- ii. 利息保障倍數(Times Interest Earned, TIE)

$$\frac{\text{EBIT}}{\text{Interest}} = \frac{\text{息前稅前盈餘}}{\text{利息支出}}$$

◇利息保障倍數是真正衡量償債能力的比率

4. 獲利能力比率(Profitability ratios)

- i. 銷貨利潤邊際(Profit margin on sales)

$$\frac{\text{淨利}}{\text{銷貨收入}} = \frac{NI}{Sales}$$

◇銷貨利潤邊際若低→訂價低、成本高

- ii. 基本盈餘能力(Basic earning power, BEP)：每一單位資產可以創造出多少本業的獲利能力

$$\frac{EBIT}{TA} = \frac{\text{息前稅前盈餘}}{\text{總資產}}$$

- iii. 資產報酬率(Return on Assets, ROA)：經營能力的最終指標

$$\frac{\text{淨利}}{\text{總資產}} = \frac{NI}{TA}$$

◇ROA 最高：最會賺錢

◇NI 最高：最賺錢

- iv. 普通權益報酬率(Return on Common Equity, ROE)

$$\frac{\text{淨利}}{\text{股東權益}} = \frac{NI}{CE}$$

◇權益報酬率最高，股東才會開心的投資

5. 市場價值比率(Market value ratios)

- i. 本益比(Price / Earnings Ratio, PE)

$$\frac{\text{每股市價}}{\text{每股盈餘}} = \frac{P}{EPS}$$

Ex.

$$30/2=15$$

$$2/30=6.7\%$$

報酬率的觀念，即本益比是投資報酬率的倒數，所以兩者呈現反向關係。

◇合理的本益比怎麼來？

在台灣：本益比越低越好→有投資價值

在美國：希望本益比高比較好

◇要求的報酬率=所承受的風險

- ii. 每股市價/每股帳面價值比

- iii. 杜邦方程式

ROA=總資產週轉率 x 銷貨利潤邊際

$$\frac{Sales}{TA} \times \frac{NI}{Sales} = \frac{NI}{TA} = ROA$$

$$\frac{Sales}{TA} \times \frac{NI}{Sales} \times \frac{TA}{CE} = \frac{NI}{CE} = ROE$$

$$\frac{CE}{TA} \rightarrow \text{權益比} \qquad \frac{TA}{CE} \rightarrow \text{權益乘數(Equity multiplier)}$$

證券交易之財經觀點—股價評估方法及市場效率性

陳家彬

(國立中興大學企業管理學系教授)

〈一〉股票評估基本概念

每一件商品的價格取決於需求以及供給，惟股票的價格是否僅考量需求與供給，以及呈邊際效用遞減⁴的情況？必須考量的是股票存在的目的是投資，是獲利，且股票的價值是反映市場評估該公司的價值，該評估是未來性的，但我們所擁有的是過去的資料，很難去確定其股票價值究竟為何⁵。但因投資、管理的需要，而必須是設想出預估的方法，蓋雖預測的不準，總比沒預測的好。

〈二〉股票評估方法簡介

1. 股利還原法

公司的基本面是影響公司的長期股價，而買股票可獲取股利（現金流量），因而可利用未來可獲取的股利來轉換現在股票價值。股利還原法的公式如下：

$$\begin{aligned} P_0 &= \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \dots \\ &= \frac{D(1+g)}{1+k} + \dots + \frac{D(1+g)^{n-1}}{(1+k)^{n-1}} + \frac{D(1+g)^n}{(1+k)^n} + \dots \\ &= \frac{D(1+g)}{1 - \frac{1+g}{1+k}} \rightarrow \frac{D(1+g)}{1+k} \times \frac{1+k}{1+k-1-g} = \frac{D(1+g)}{k-g} \quad [\text{戈登模式}]^6 \end{aligned}$$

該公式是指每期將支付股利 D_1 ，以 P_1 的價格售出，折現率為 r ，則正確的股票現價 P_0 為 $P_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{P_1}{(1+r)^1}$ ，以此類推到第 N 期，則可回推目前的股價為 $P_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \dots$ ，從而去判斷是否去購買該股票。

從上可知，是利用過去的資料來預估該公司在未來市場的發展以及其股價的走勢，除了藉由股利之外，尚有以下方式：

- ┌ 股利歷史成長率(g)→股利政策〈公開說明書〉
- ├ 盈餘歷史成長率×分配比例
- └ 銷貨歷史成長率×純益率×分配比例

同樣與現金流量折現概念運用的為「本益比〈P/E〉」，本益比指一家公

⁴ 邊際效用遞減指商品價格相同，但獲得的效用愈來愈少。舉例如喝汽水，喝第一杯很滿足且解渴(效用)，但之後第二杯、第三杯下去，反而無法在獲得滿足，每杯汽水的價格相同，但獲得的效用已逐漸遞減。

⁵ 1950年代美國統計學家發現紐約股票價值是「隨機漫步」，沒有趨勢可循，令人疑惑公司不是應該反應股票價值？可說，股票價值是可以反應公司價值，但不是那麼好預測。

⁶ g 是指gross rate成長率，該成長率是參考歷史、產業前景等等，在此假設該公司的成長是合理的，而且是穩定固定的成長，在台灣可能的產業是食品業、機械業等等。

司某一時點股價相對於年度每股獲利的比值，通常以倍數(multiple)顯示，一般認為合理本益比為利率的倒數。其計算公式為：

$$\text{本益比} = \frac{\text{股價}}{\text{每股稅後純益}} = P/E$$

P：每股股價 E：每股稅後純益

惟本益比應該是多少才算是好，一般而言像電子類股是 15~20，一般而言市場會評估相同類股的市場本益比是多少⁷，但如果新上市的公司第一天的股價如何決定？可透過股利還原法等平權計算後，參考市場價格等等，但必須避免預估。

2. 資本資產定價模式〈CAPM〉

CAPM 係由美國財務學家 Treynor(1961)，Sharpe(1964)，Lintner(1965)，Mossin(1966)等人於 1960 年代所發展出來，其目的是在協助投資人決定資本資產的價格，即在市場均衡時，證券要求報酬率與證券的市場風險（系統性風險）間的線性關係。CAPM 所考慮的是不可分散的風險（市場風險）對證券要求報酬率之影響，而市場風險係數是用 β 值來衡量。其公式如下：

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

$E(R)$ ：代表預期合理的報酬率→此乃冒了風險所獲的必要報酬率

i ：代表第 i 項風險性資產

R_m ：代表市場報酬率，以 i 股票來說，其市場指股票市場。

R_f ：代表無風險利率。

β ：股票 i 的 beta 係數→該係數高低取決於其與市場反應的敏感度，高科技類股敏感度高，傳統類股敏感度低。

必須提出一個疑問的是，股票價格會不會因市場大盤波動而波動？一般而言，在預測股價方面較易預測的是大盤〈市場報酬率〉，若市場漲，股票價格上漲，一般為投機股；反之，若市場漲，股價不動，可稱之為牛皮股，因此可看出市場波動的確會影響個股的價值，因此可用該公式預測合理的報酬率為多少⁸。

〈三〉技術分析與基本分析

一般評估該股價值不值得投資，可從以下此二種方式為之：

—— 技術分析：用過去的歷史資料去做分析→但就看投資者相不相信

—— 基本分析：公司獲利的前景

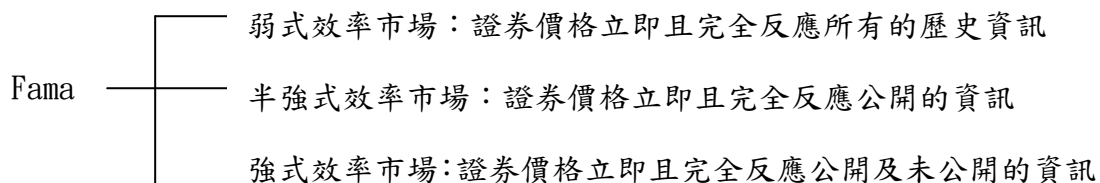
⁷ 除了本益比之外，尚有「價格銷貨比」、「價格現金流量比」等。

⁸ 於美國依此方法可預測高達 98%，但台灣僅為 60%，但透過多重投資組合可預測出較接近的報酬率。

目前實務上的技術分析，有透過 24 日均線〈月線〉及 6 日均線〈週線〉相互分析，當月線與週線相交叉點，週線是呈上升的話，稱之為「黃金交叉」；反之，若週線是呈下降的話，稱之為「死亡交叉」，但值得去思考的是，若很多人相信黃金交叉這個時點會漲的話，這樣股價就會漲，就可以獲利，但若僅是一個口令一個動作的話，大多數人是不會賺到錢的。

〈四〉效率市場假說

所謂效率市場假說 (Efficient Market Hypothesis) 是指市場中所有可能影響股票漲跌的因素都能即時且完全反應在股票漲跌上面。依據 Fama 將其分類為：



在弱式效率市場中，因為立即且完全反應所有的歷史資訊，所以根據上述利用歷史資訊所做的技術分析將失效；在半強式效率市場中，因為反應了公開的資訊，因而利用公司獲利前景的財務報表分析等等基本分析也隨之失效；最後，若連未公開資訊都反應在市場中的強式效率市場，這意味著無人可獲得超額報酬，這是個烏托邦的世界，但我們極力往這個目標追求。

台灣目前連弱式效率市場都無法達到，屬於淺碟型的市場，意味著投入大量資金進入投資市場，即會影響股價，除了擁有大量資金的人可以影響，消息多或具有影響力的人皆會影響股價；而美國屬接近半強式效益市場，代表一般的投資人民皆可透過公開的財務報表分析來看股價，惟此刻若擁有公司未公開資訊的人，便可藉機獲取大量利益，這也是為何對於內線交易為規範的目的。

經濟學觀點基礎概念

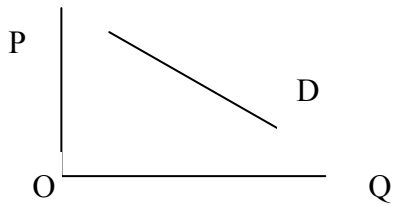
王宗民

(國立中正大學經濟系博士候選人)

一、市場供需原則

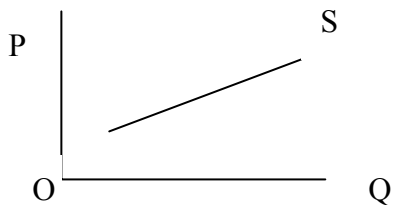
〈一〉需求法則：在一段期間內，其他條件不變下，消費者的需求量(Q)與產品價格(P)呈反向關係。

1. 需求量是指願意且能購買之數量。
2. 其他條件乃指除價格之外會影響需求量之因素，如所得、偏好、相關財貨價格、對未來價格預期等。



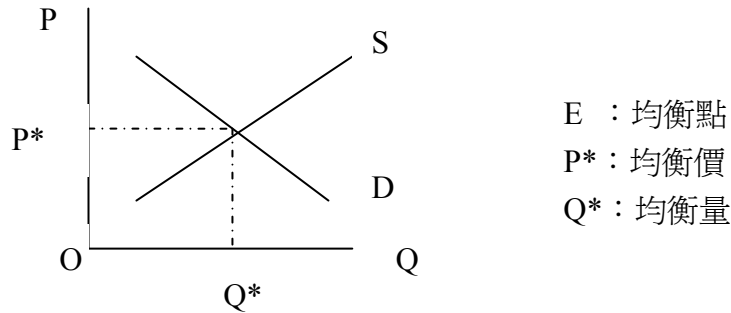
〈二〉供給法則：在一段期間內，其他條件不變下，生產者的供給量與產品價格呈正向關係。

1. 供給量指生產者願意且能夠供給之數量。
2. 其他條件同上述 2.。



〈三〉均衡定義：一種無變動傾向之狀態，此時諸作用恰好互抵而達到均衡市場的均衡價格與數量。

1. 均衡價格：當某價格 P^* 恰好使市場的供給量與需求量相等時，則 P^* 稱為均衡價格，而此時市場也達到均衡。
2. 均衡數量：當價格為均衡價格時之交易量。



經濟學二個重要假定

〈一〉有關價格機能的：

- 均衡原則：當市場的供給量與需求量不相等時，市場價格會調整使其邁向均衡。

〈二〉有關個人自利心的：

- 最適化原則：經濟體系的參與者總是在其可選擇的範圍內選擇最好的，此原則又稱「經濟人假定」或「經濟理性假定」。
- 但社會學家赫伯·賽門，他結合經濟學和心理學的看法認為人並不是追求最好的結果，而只是追求好的結果而已。〈好≠最好〉
- 人們在做決策時，通常會不斷地犯類似或相同錯誤的原因：
 - 〈1〉 人通常過於自信。
 - 〈2〉 人們太注重小樣本，以致常常推導出錯誤的結構。
 - 〈3〉 人們難以改變他們做的決定：每一個人對事，都有主觀的看法，他們對事情的觀察，通常是用來支持自己的觀點。

一、不確定性

W. Nicholson 〈1992〉將不確定性之類型區分為以下三種：

1. 消費者所購買財貨在本質上即含有不確定因子，例如買保險或股票。
2. 消費者做決策時可能由於缺乏對問題的瞭解或相關情報而遭遇不確定。
例如：購買公司股票時，對公司體質不清楚、股票訊息缺乏等。
3. 當人與人間行為彼此相互影響時，個人的償付〈pay off〉受到他人行動之影響。例如：玩撲克牌、買賣股票等。

二、資料不對稱

簡單來說即每個人擁有的資訊內容不一樣，且資訊的多寡不同。我們可將資訊不對稱問題再分成二類：

1. 隱藏特性〈hidden characteristic〉
2. 隱藏行動〈hidden action〉

三、財務分析工具

〈一〉股票價格之理性預測一般解為： $P_t = P^f + h_t$

股價=基本面之股價+投機面之股價

1. 基本面的股價就和當期股利有密切相關，股利高則股價就高，股利低則股價就低。
2. 投機面之股價又稱做 ” 理性之投機泡沫 ” ，理性泡沫常被用來解釋資產價格有偏離基本面因素而漲跌的現象，通常泡沫的產生都被假設成與市場基要無關之外來因素。

〈二〉基本面分析工具有分為：

1. 整體基本面分析〈從經濟學角度〉

- 〈1〉 總體經濟面：從政府的貨幣、財政、貿易、匯率等政策至全球的景氣循環面來觀察。
- 〈2〉 個體經濟面：觀察產業循環的發展情形，進而了解投資標的物是否有前景。
- 〈3〉 從財務面分析基本面：主要是從財務報表上看，尤其是本益比。

$$\text{本益比} = \frac{\text{購買股票每股之市價}}{\text{每股股利}}$$

本益比之倒數就如果利率之觀念，本益比愈高，表示利率愈低，本益比愈低，表示利率愈高。銀行利率主要是由政府貨幣供給政策所決定出來的。我們常會拿本益比之倒數和銀行存款利率〈無風險利率〉相比，如果 $1/\text{本益比} < \text{銀行存款利率}$ ，則表示股價過高，未來股價應該下跌；反之， $1/\text{本益比} > \text{銀行存款利率}$ ，則表示股價過低，未來股價會上漲，最後的均衡，即無套利空間為二者相等。

2. 投機面分析

- 〈1〉 如股價的線型技術分析〈初級統計方法〉
- 〈2〉 用財務計量統計學〈進階統計方法〉，如迴歸方法中的時間序列分析。

前面我們所提到的不確定性和資訊不對稱就包含在投機面分析中，因為不清楚和不確定基本面消息狀態為何，所以投資人就會理性預期一些基本面狀況為何，股價會有波動現象主要是投資人的看法分歧所造成的。

參、法律課程

操縱市場的個案分析：欣鋁案

— 嘉義地院 92 年金訴字第 3 號刑事判決 —

廖大穎

(國立中興大學財經法律學系教授)

壹、事實概要

貳、判決要旨

參、基礎分析

一、操縱市場行為之社會非難性

二、證券市場炒作股票與實務上不法利得的觀察

三、欣○公司股票交易市況之橫縱切面分析

四、欣○公司上市前後之財務狀況分析

肆、判決評釋

一、本案判決基礎與事實認定之檢討

(一) 財務報表與查核期間欣○公司股票價量之變化

(二) 分析查核期間買賣欣○公司股票交易數量與股價漲跌之影

響

(三) 查核期間欣○公司股票之股價是否純粹反映市場供需之結

果？

二、炒作股票與證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款構成要件之釋

義

三、本案是否該當於意圖抬高集中市場特定公司股票之交易價

格，自行或以他人名義對該股票連續以高價買入或低價賣出

之不法行為

(一) 客觀之不法構成要件

(二) 主觀之不法構成要件

伍、小結

操縱股價罪構成要件與台肥、台鳳案

蔡蕙芳

(國立中興大學財經法律學系副教授)

一、管制股市是不適當？

〈一〉管制市場理論-道德觀點

〈二〉管制市場理論-經濟觀點

1. 效率市場理論(market efficiency theory) --- 禁止市場詐欺理論
(fraud-on-the-market theory)
2. 對供需關係評估錯誤而購買股票必須自我負責，但不能被詐欺。

〈三〉管制手段

1. 刑法管制 (證券交易法第 155 條第 1 項各款所禁止股價操縱行為)
2. 行政管制 (7%漲幅限度、證券業者之管理)

二、操作與操縱股價

〈一〉操作股價：合法-例如，安定操作交易

〈二〉操縱股價：以人為手段讓股價在非真實價格交易：不合法

〈三〉不合法操縱股價行為之制裁

證券交易法第 155 條第 1 項各款所禁止行為的制裁效果：

1. 刑罰
2. 損害賠償
3. 禁止從事證券相關工作、公司經營者

三、股票交易與股價變動

1. 大量交易本身就是可以改變（影響）價格的行為。成交量大勢必影響股價。股票交易行為本身就是一種操縱股價行為。
2. 尊重市場力量，理應不能管制。以詐欺性手段（操縱行為）創造非真實價格（被操縱的價格），即使動機良善，此種行為被禁止。

四、操縱行為與不法意圖

〈一〉不法意圖

1. 不法意圖（目的）作為限制。
2. 證券交易法禁止的股價操縱行為是取決主觀之意圖。-----不是出於供需判斷而交易，而是出於操縱某種股票價格或製造虛偽股市市況

之不法意圖而交易。

3. 「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」僅是操縱意圖不足夠，要具有不法性，必須加上詐欺性動機（非良善動機）

〈二〉動機、意圖、手段之分析

1. 意圖影響股價而交易-不足夠

2. 良善動機的股價操縱行為（一）

(1) 上市公司或上櫃公司以時價公開發行新股時，因為股票供給增加，如果需求量沒有相對提升時，依據供需平衡法則，價格理應下跌。此時，公司進行股價安定操作。

(2) 維持合理價格，以維持公司正常運作（母公司護盤子公司、避免被銀行斷頭）。

(3) 經營權：台肥董事長利用公司資金購買公司股票

(4) 併購他公司

3. 良善動機的股價操縱行為（二）

(1) 由政府進行操作

■ 國安操作←對股市有利的操縱

4. 不良善動機

(1) 動機不良善：引誘他人對市場價格判斷錯誤

(2) 以非真實價格（非正常價格、非合理價格）購買股票而交易

5. 手段詐欺性

(1) 利用「假買假賣」之假交易

：製造不實股票價格行情，引誘他人購買，讓股價在非真實價格交易：

手段有詐欺性，即使動機良善也不受允許

(2) 利用真交易：透過單獨或人頭或與他人共謀，集中資金優勢、持

股優勢而連續買賣：手段沒有詐欺性，要檢驗動機是否有詐欺性？

五、證交法禁止操縱股價行為之分析

〈一〉證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款分析

- 意圖：抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格。操縱意圖
- 手段：與他人通謀，以約定價格於自己出售，或購買有價證券時，使約定人同時為購買或出售之相對行為者。手段詐欺性
- 動機：即使是良善亦不應允許？即使公司護盤，但手段仍要真買賣。

〈二〉證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款分析

- 意圖：抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格。操縱意圖
- 手段：自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出。

---連續以高價買入或以低價賣出只是某一狀態下所必須使用的操作策略。當時的市場交易條件是必須採行連續以高價買入或以低價賣出才會達到目的，則市場操縱者、投機者與一般投資人都會做會採行此策略。手段中性，不具有詐欺性

- 解釋上必須強調不良善動機：誘使他人買入或賣出某一類股票。

〈三〉證券交易法第 155 條第 1 項第 5 款分析

意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象，自行或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對成交。

- 意圖：造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象。不法意圖
- 手段：自行或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對成交。手段中性
- 解釋上必須強調不良善動機：誘使他人買入或賣出某一類股票

〈四〉有爭議的不合法操縱股價規定

1. 在集中交易市場委託買賣或申報買賣，業經成交而不履行交割，足以影響市場秩序(證券交易法第 155 條第 1 項第 1 款)但沒有詐欺性？
2. 意圖影響集中交易市場有價證券交易價格，而散布流言或不實資料(證券交易法第 155 條第 1 項第 5 款)。-沒有從事交易行為，但風險性？附加：「足以影響市場秩序」？
3. 直接或間接從事其他影響集中交易市場某種有價證券交易價格之操縱行為者(證券交易法第 155 條第 1 項第 6 款)。其動機、手段？

六、操縱股價行為之財經觀點分析

〈一〉操縱股價是控制價格

- 控制價格：針對特定的股票、固定在某個特定價格之上或之下。
- 前提：控制股票價格是否可能？
- 問題：高價與低價如何區別？比較基礎為何？

-- 「相對高價」：高於平均買價、接近最高買價、以當日最高價限價委託

〈二〉股票的真實價格/合理價格

- 股價是由基本面和投機面所組成的。
- 投機面有不確定因素在內，人們會根據所有得到的訊息集合來做理性預期。
- 比較：操縱者、投機者、一般投資人

七、課堂討論案例：台肥案

〈一〉台肥案之事實分析

九月九、十日成立四間子公司。法人（公股代表）需要四萬張，成本最低。以逢低買進方式，分成九個交易日內取得三萬多張，每日約四千，占當日成交量約四分之一（第一天），平均是當日成交量七分之一。

- 成交量大勢必影響股價，需求大，投機之散戶跟進。民眾對此訊息之預期反應。
- 從發佈訊息後（開幕日發佈未來期望、預估是民營前之三倍），價格上漲

〈二〉課堂案例討論：

動機、意圖、手段之分析台肥案

〈三〉台肥案判決內容：

1. 第一審：臺灣臺北地方法院 91 年度訴字第 1171 號刑事判決

2. 第二審：臺灣高等法院 92 年度金上重訴字第 5 號刑事判決

以證券交易為中心之事實建構行為人之行為，以買賣股票為中心，建構事實：分為四個階段：

一、買賣前之階段

二、買入股票行為

三、賣出股票行為

四、所得之隱匿

繪製圖表的方法：圖表乃是數字的統計圖，也助於瞭解一定時間內股票價格走勢。此即一般專業人士所從事之「技術分析」。在從事此類審判時，應該是必備的基本能力。

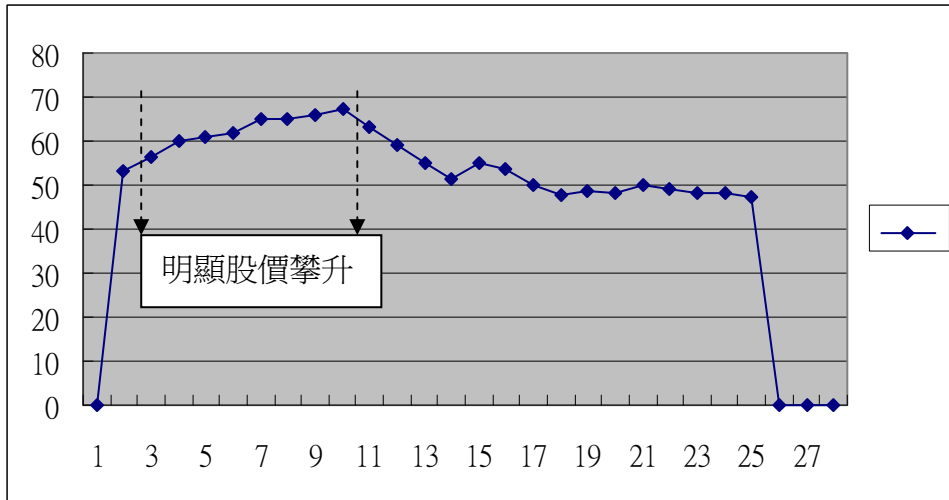
審理台肥案之第三審法院（最高法院 94 年度台上字第 6850 號刑事判決）指出：「原判決認定上訴人謝生富上開「連續以高價買入」之行為，使該股價維持在一定價格之上；但供需決定股票之高低，追價者多，需求旺，股價自然上漲；而追價之原因，亦有多端，或為景氣之普遍復甦，或為人為炒作，或為類股之個別因素，不一而足，自當就大盤、類股之漲跌、成交之多寡予以交叉比對、審認，始足以查明台肥之股價於上開期間內維持一定之水準或上漲之具體原因。」此

應是要求下級審法院進行起訴所指行為當時台肥股價走勢之分析。

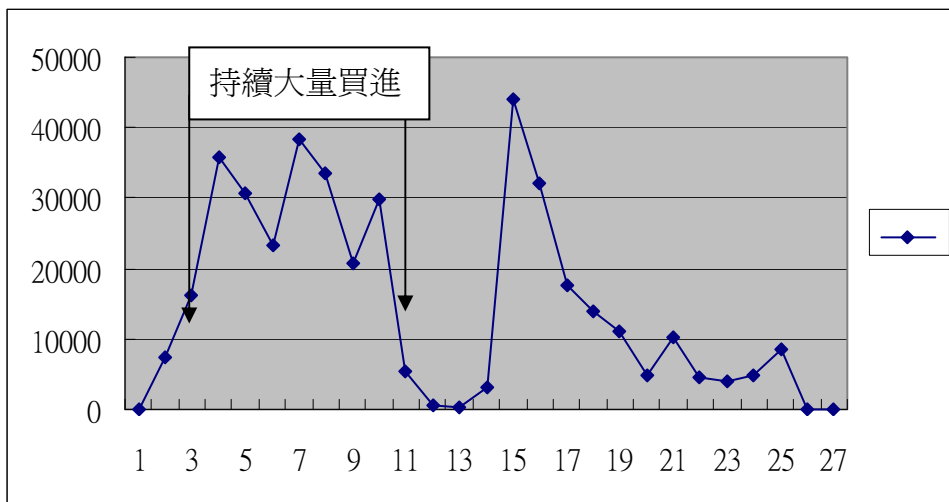
「台勝建設開發股份有限公司（以下簡稱台勝公司）、台墾實業股份有限公司（以下簡稱台墾公司）、台莊貿易股份有限公司（以下簡稱台莊公司）於八十八年十月一日九時十五分四十二秒起至十一時五十六分止，以五十二・五元分三筆委託買進九〇〇千股，另以五十三元分二十一筆委託買進一八〇〇千股（占當日全體投資人以五十三元委託買進之百分之二四・〇二），以五十三元委託買進部分當日共計成交一、二九五千股，占當日台肥股票總成交量之百分之一七・二七。該時段之台肥股票，由五十二・五元上漲至五十三元。當日台肥股票以五十三元開盤及收盤，最高成交價五十三・五元，最低成交價五十二・五元。台勝公司、台墾公司於八十八年十月八日九時二十四分五十九秒至十時五十一分四十一秒間，以六十五元，共委託買進二、〇〇〇千股；十一時九分十二秒至十一時九分十六秒，以六十五・五元分二筆，共委託買進五〇〇千股；十一時三十一分四十七秒至十一時五十一分二秒間，以六十六元分十八筆，共委託買進三、〇〇〇千股。上述委託於收盤前全部成交，占當日台肥股票成交量之百分之一六・九七，股價於十時二十四分七秒至收盤

間維持在六十五元以上，其中十一時三十二分五十三秒由六十五
·五元上漲至六十六元，另十一時五十四分三十二秒至十一時五
十七分六秒間維持在六十五·五元以上，該股票本日係以六十五
元收盤。台勝公司及台莊公司於八十八年十月十一日九時五十五
分四十七秒至十一時二十五分二十三秒，以六十五元分十筆，共
委託買進三、〇〇〇千股，於九時五十六分二十六秒至十時三分
二十九秒、十時五分九秒至十時十四分五十一秒、十時二十四分
二十六秒至十一時六分五十一秒間全部成交，並使各該時段成交
價皆維持在六十五元以上，本日該集團成員共委託買進五、〇〇
〇千股，其中計有三、〇〇〇千股係以六十五元委託買進，明顯
有意維持台肥股票成交價之情形。又該日集團成員買進之三、五
〇〇千股，占當日台肥股票成交量之百分之一六·七八等語（見
原判決第四、十、十一頁），」以上事實，參第一審判決。

圖一：88年10月各日交易表—以收盤價為基準：x軸為日數(日)；y軸為股價(元)



圖二：88年10月台肥各日交易表—以成交量為基準：x.軸為日數，Y軸為成交股數(千股)



案例研究方法：

本論文關於構成要件的討論放在個案研究之後，先分析法院事實、法院適用上見解，最後是本文關於構成要件之解釋。關於判決分析方法：現行法院判決的問題在於以代號進行，雖然保障了隱私權，但卻增加研究者的負擔。為了保障隱私權，這是可以被接受。因此，建議，為研究之用，提供有真實姓名版本，但如果研究者要將資料公開，研究者有義務將姓名以代號表示。未來研究上必須訓練同學閱讀相關判決的方法。

如何整理判決：先製作基本關係圖。

黃宗宏：台鳳之董事暨副董事長，一審之 F○○，二審之子○○。

陳台盛：黃妻之弟，依黃宗宏或陳文吉之指示，辦理買賣台鳳股票之資金調度、人頭戶之取得，及負責銀行匯款作業。

陳文吉：一審之黃○○(亞聚陳)，掌控台鳳公司股票每日盤勢、股價及成交量。

卯○○：陳文吉之姻親，協助陳文吉與黃宗宏下單、調用資金、買賣股票帳冊之製作

黃任中：黃龍公司實際負責人，二審之癸○○，金主。(二審時，已死亡)

己○○：黃任中公司——黃龍公司之總經理。

辰○○：一審之 N○○，金主。

甲○○：一審之己○○，金主。

內線交易構成要件

廖大穎

(國立中興大學財經法律學系教授)

壹、可非難之內線交易

「內線交易 (Insider trading)」，這個名詞並不陌生，惟按其外文原意，係指公司內部人的交易行為。然，於本文所論的內部人交易是證券交易法第 157 條之 1 的「內線交易」，亦即指上市、上櫃等公開發行股票公司之內部人士，例如董事、監事、經理人或持有公司股份超過百分之十之股東，在影響公司股價的相關內部訊息尚未公開前，買賣該公司的股票等，為法律所明文禁止之行為。

貳、美國法制與內線交易規範的發展

不可否認的，美國的證券交易法被認為是當今最進步之一部法典，當然其亦影響全世界各國的證券市場法制；因此，我國於民國 57 年所制定頒布的證券交易法，亦大量參酌美國法制相關內線交易的規範。至於美國內線交易的規範，其與法院的司法見解是關係密切的；爰以，本文擬藉由美國判例法上的歷史發展，剖析內線交易的實際面向，試以釐清證券市場上對內線交易行為之應有評價。

一、資訊取得平等理論

二、 董監經理人等內部人之信賴關係

三、 企業資訊之不當流用理論

貳、 內線交易與我國法制的移植

雖然相關我國內線交易的司法判決，新近累積不少案例，但相較於美國法之案例是顯得相對的少；然，值得矚目的是東隆五金最高法院 91 年台上字第 3073 號的刑事判決，這是我國法院首次肯定每判例法上所謂「資訊取得平等理論」的司法見解，亦即認為在資訊公開原則下，所有的市場參與者應有權同時取得相同之資訊，如任何人先行利用未公開的企業內部訊息，將違反公平原則，故公司內部人於知悉公司之內部消息後，若於未公開該內部消息前，即在證券市場與不知該消息之一般投資人為對等交易，則該行為本身即已破壞證券市場交易制度之公平性，足以影響一般投資人對證券市場之公正性、健全性之信賴，應予以非難，而撤銷原審無罪判決，發回台灣高等法院⁹。

⁹ 最高法院 91 年台上字第 3037 號刑事判決，請參閱司法院法學資料全文檢索 <http://wjir.judicial.gov.tw/jirs/judge.asp>。

證券市場操縱行為之認定與要件

—簡評最高法院九六年台上字第一〇四四號判決—

何曜琛

(文化大學法律學系教授)

壹、事實摘要

貳、爭點

- i. 判決關於吳○○與莊○○間具有犯意聯絡之認定，究屬「法律問題」或「事實認定問題」？
- ii. 行為人主觀上是否有誘使他人購買或出賣股票謀利之意图？

參、最高法院判決要旨

- i. 第二審判決之理由予盾
 1. 原判決並未依積極證據為認定之依據
 2. 並無於「開盤後不久」賣出股票之證據紀錄
- ii. 第二審判決未審認行為人之主觀意图(證券交易法第一五五條第一項第四款)

肆、簡評

- i. 理由矛盾部分
- ii. 證券交易法第一五五條第一項第四款之部分
 - 1. 多數行為人間之犯意聯絡屬自由心證領域
 - 2. 證券交易法第一五五條第一項第四款之客觀構成要件
- iii. 現行法有礙證券市場之發展，惟鑑於「罪刑法定主義」，修法「以誘使他人買賣有價證券之目的」作為主觀構成要件要素，緩和產業界與法律界觀點對立之情形

伍、結論

訊碟案

—評最高法院九四年度台上字第一四三三號刑事判決—

洪秀芬

(東海大學法律學系副教授)

壹、案情摘要

貳、判決要旨

一、原審法院(台灣高等法院刑事判決九二年上重訴字第六六號)

二、最高法院(最高法院刑事判決九四年台上字第一四三三號)

參、爭點

肆、簡評

一、財務預測屬證交法第 157 條之 1 的「有重大影響股票價格之消息」

二、股價漲跌對消息重大性之影響

三、重大消息是否成立之判斷

四、重大消息獲悉之認定

五、是否應有利用重大消息以獲利或避免損失之意圖

伍、結論

廣三、順大裕案

— 炒作拉抬股價及違約交割之廣三案 —

蘇顯騰

(慧林法律事務所主持律師)

案 號：台中地院 88 年度訴字第 367 號、台中高分院 90 年度上重訴
字第 21 號、最高法院 93 年度台上字第 2885 號、台中高分
院 93 年度金上重更(一)字第 35 號、最高法院 96 年度台上字
第 2453 號、台中高分院 96 年度金上重更(二)字第 38 號審理
中。

壹、案例事實摘要

一、案件背景

二、犯罪事實摘要

- (一)、87 年 7 月間掏空順大裕資金 92 億餘元，作為投入集中市場炒作「順大裕」、「中企」股票案
- (二)、87 年 11 月間違法向台中商銀貸款 74 億 5000 萬元，及以台中商銀信託部之資金約 17 億餘元，從事護盤、拉抬炒作順大裕、中企股票股價案
- (三)、87 年 11 月 24 日至 26 日巨額違約交割 84 億餘元案及洗錢案

貳、法院判決

一、台中地院 88 年度訴字第 367 號刑事判決

- (一)、主文
- (二)、重要判決理由
- (三)、法律適用

二、台中高分院 90 年度上重訴字第 21 號刑事判決

- (一)、主文
- (二)、重要判決理由
- (三)、法律適用

三、最高法院 93 年度台上字第 2885 號刑事判決

- (一)、主文
- (二)、重要判決理由
- (三)、法律適用

四、台中高分院 93 年度金上重更(一)字第 35 號刑事判決

- (一)、主文
- (二)、重要判決理由
- (三)、法律適用

五、最高法院 96 年度台上字第 2453 號刑事判決

- (一)、主文
- (二)、重要判決理由
- (三)、法律適用

參、評釋

一、對台中地院 88 年度訴字第 367 號刑事判決部份之分析及評釋

二、對台中高分院 90 年度上重訴字第 21 號刑事判決部份之分析及評釋

三、對最高法院 93 年度台上字第 2885 號刑事判決部份之分析及評釋

廣三案與內線交易之財經法犯罪案

蘇顯騰

(慧林法律事務所主持律師)

壹、案例事實摘要

- 一、曾○仁於民國 86 年 3 月間所涉內線交易部分
- 二、余○昇、陳○敏、曾○惠於民國 87 年 11 月 24 日所涉內線交易部分
- 三、蔡○月、林○枝、林○茂、黃○薇、陳靜坤、葉○樹等人民國 87 年 11 月 24 日所涉內線交易部分
- 四、蔡○月、林○枝、林○茂、黃○薇、葉○樹、陳靜坤等人於民國 87 年 11 月 24 日賣出順大裕股票

貳、法院判決理由

- 一、廣三集團曾○仁民國 86 年 3 月間內線交易部分
- 二、余○昇、陳○敏、曾○惠民國 87 年 11 月 24 日所涉內線交易部分
- 三、蔡○月、林○枝、林○茂、黃○薇、陳○坤、葉○樹等人民國 87 年 11 月 24 日所涉內線交易部分

參、法律適用

- 一、曾○仁於民國 86 年 3 月間所涉內線交易部分
- 二、余○昇、陳○敏、曾○惠民國 87 年 11 月 24 日所涉內線交易部分
- 三、蔡○月、林○枝、林○茂、黃○薇、陳靜坤、葉○樹等人民國 87 年 11 月 24 日所涉內線交易部分

肆、判決評釋

- 一、內線交易禁止之理由及其所保護之法益為何？
- 二、內線交易之行為主體為何？
- 三、何謂「有重大影響其股票價格之消息」？
- 四、何謂「善意從事相反買賣之人」？
- 五、內線交易之民事責任
- 六、因內線交易而受到損害之人，其損害賠償數額如何計算？
- 七、證券承銷商與投資人間向內線交易人求償請求權競合時如何處理？

八、 內線交易之刑事責任

因內線交易犯罪所得財物或財產上利益如何計算？

操縱股價與內線交易偵查及證據調查實務

劉至剛

(法務部調查局台北市調查處機動組第二組經濟犯罪案件專責組長)

壹、 偵辦依據

- 一、 法務部調查局組織法第 2 條、第 14 條：內亂、外患、重大經濟犯罪、貪瀆、毒品、洗錢、電腦犯罪、組織犯罪等防制事項
- 二、 執行犯罪調查職務時，視同刑事訴訟法第 229、230 條之司法警察官。
- 三、 法務部訂頒「經濟犯罪之罪名及範圍認定標準」包括：違反證券交易法案件

貳、 股市犯罪案件來源及偵辦流程

參、 股市犯罪特性

- 一、 股市犯罪為白領犯罪之一種態樣，迥異於傳統犯罪諸如殺人、傷害、強盜、妨害性自主等不法行為
- 二、 行為時態的連續性
- 三、 行為方式的隱匿性
- 四、 行為分工

五、 行為人之特性：社經地位高、具特殊專業知識

六、 常從屬發生洗錢行為

■ 傳統犯罪與白領犯罪在司法程序上的差異

一、 (傳)容易被察覺 VS. (白)不易被察覺

二、 (傳)偵查初期需要盡全力去確認犯罪行為人 Vs. (白)偵查初期往往可以鎖定特定對象

三、 在知悉特定犯罪對象的情況下，對白領犯罪的蒐證會比傳統犯罪來得困難——原因：法令與商業行為複雜、違法的界線不易認定、常以法人名義進行、因果關係不易認定

四、 監禁的處罰嚇阻效果不同：對白領犯罪者的效果比傳統犯罪者要大，因為白領犯罪者往往需要合法的地位，藉以從事正常的經濟活動，監禁會剝奪他從事特定職位、職業的機會

五、 監禁的附帶效應不同：勳章效果(VS. 污名化)、深造(VS. 浪費)；公司法第 30 條經理人之消極資格

六、 矯治措施的效果

七、 問題思考

甲、 鑑識科學在股市犯罪(白領犯罪)的運用？

乙、 物證、文書證據、人證的運用？

肆、 證據調查的思考方向與作法－操縱股價：

一、 證交法第 155 條第 1 項

1. 第 3 款(相對委託)
2. 第 4 款(抬高或壓低價格)
3. 第 5 款(沖洗買賣)
4. 第 6 款(散布流言、不實資訊)
5. 第 7 款(其他操縱行為)

二、 正常交易行為 VS. 操縱行為：主觀意圖(不法?)；客觀行為(特徵?)

1. 沖洗行為(大量人頭帳戶、股市金主)
2. 相對成交行為
3. 大量買進又賣出(投資 vs. 投機 vs. 炒作)
4. 大量買超的前置行為(特定人鎖單)
5. 影響開盤價或收盤價
6. 盤中連續高價買進、連續低價賣出
7. 配合散布不實消息

三、 滿手的股票，賣給誰？

1. 如何吸引第三人買股票？
2. 第三人買股票的判斷？

3. 熱門股、交易量大的、技術分析、消息面、財務報表與經營表現如何影響第三人的判斷？

I. 作量：活絡交易(沖洗、相對、大量買賣)

II. 作線型：影響開盤、收盤價

III. 提供消息：散布不實利多、利空消息

IV. 美化財報：虛偽交易、操弄財報數字

四、 調查操縱股價

1. 背景資料的蒐集

I. 公司營運、財務、經營者、大股東等

II. 媒體消息、公司重大消息

III. 本案股價、同類股股價、大盤指數

2. 股價波動期間(查核期間)的買、賣投資人(買超、賣超前 50、100、200 名或更多)

3. 歸納同一集團關係：出入券商、職業、親等、開戶資料、地緣、下單委託方式有無類似、有無沖洗或相對成交等等

4. 交割股款資金的來源與去向

5. 綜研已收集資料，研判不法性

6. 執行約談、搜索

7. 檢視嫌疑人辯詞的合理性，補強本案證據或調查對其有利之

8. 移送地檢署(有犯罪嫌疑)或內部結案(查無實據)

五、 構成要件的爭點

1. 以證交法第 155 條第 4 款為中心

I. 主觀要件：「意圖抬高或壓低」集中交易市場某種有價證券「交易價格」

II. 客觀要件：「連續」以高價買入或以低價賣出

III. 主觀意圖，常需依客觀行為判斷(以取得經營權、取得董事席次抗辯)

IV. 單獨以第 155 條第 3 款(相對成交)或第 5 款(沖洗買賣)行為，認定不法的可能性

2. 實務判決的意見

I. 臺灣高院 96 年度上訴字第 3221 號刑事判決(吉祥證券股票案)－有罪

II. 最高法院 96 年度台上字第 1044 號刑事判決(順發公司股票案)－無罪

III. 臺灣高院 94 年度上訴字第 1383 號刑事判決(宏和紡織案)－無罪

伍、證據調查的思考與作法－內線交易要件

一、 證交法第 157 條之 1

1. 內部人
2. 重大消息的成立
3. 內部人在重大消息未公開前，買賣股票

二、 立案的源起：實務上，會因為發生下列疑似內線交易的特徵，而開始著手調查

1. 重大消息發布前，特定股票的日成交量遽增
2. 融券或融資張數增加
3. 外資單日買賣特定大量股票，疑似不明人士從事衍生性金融商品
4. 公司果然在成交量遽增後，有發布重大消息

三、 內部人

1. 針對買賣者是否為內部人進行清查
2. 取得投資人名單，進行過濾歸戶
3. 資金、親等、任職等人際關係清查
4. 對證交法第 157 條之一所列之人士，進行清查

四、 重大消息：重大消息的成立

1. 確認本案的消息，是否符合證交法所稱的重大消息
2. 本案重大消息可能的成立時間點

3. 本案重大消息如何形成的？可能參與消息形成的人士？

五、 買賣股票

1. 前提，先克服前兩項要件－內部人，是基於職業或控制關係得知或是從上述人士得知(第 5 款)重大消息，內部人可能從那些管道獲知

2. 研判內部人買賣股票的可能決策

i. 基於事先獲知重大消息，牟取不法利益

ii. 基於個人理財、投資需要

六、 內線交易案件常見的爭點

甲、 行為主體的確立

i. 母公司、子公司的董監事、經理人

ii. 經理人的範圍(證管會 92 年 3 月 27 日台財證三字第 090001301 號函)

iii. 證交法第 157 條之一第 1 項第 5 款範圍(從前四款所列之人獲悉消息之人)

iv. 以人頭帳戶買賣股票

乙、 行為客體:證券交易法施行細則第 11 條(未包括一般公司債)

丙、 重大消息的範圍

- i. 如何認定該重大消息有影響其股票價格
 - 1. 價格波動要多大多久
 - 2. 若重大消息發布後，因為類股因素、大盤環境、政經因素或國際情勢，股價呈現反向變化，如何認定
- 丁、 何謂公開？如何認定公開的時點？
 - i. 以報章媒體、網路新聞揭露的時間為準？
 - ii. 以公司發布重大消息的時間為準？
- 戊、 重大消息成立的時間點？
 - i. 若是屬於股東會或董事會議決事項，或是董事長、經理人得逕行決定事項，有無差別
 - ii. 財務事項(調升、調降財務)；人事事項(董事長、經理人或經營權的改變)；營運事項(接到或喪失大訂單、專利權的取得)；業外事項(取得或處分公司資產)
- 七、 偵辦內線交易的難題
 - 甲、 進入司法體系調查時，已是過去式的事件
 - 乙、 行為的高度隱匿性
 - 丙、 因果關係的證明
 - i. 投資決策與買賣股票行為的聯結
 - ii. 重大消息與股票價格的聯結

- 丁、 如何獲知重大消息的證明
 - 戊、 如何平衡公司營業上秘密與投資人知的權利
 - 己、 如何區分正常商業行為或異常的不法行為
- 八、 實務回顧－近年判決情形
- 甲、 涉嫌人身份
 - 乙、 為證券交易法第 157 條之 1 所列內部人身份的種類
 - 丙、 重大消息的種類
 - 丁、 判決結果
 - i. 最高法院 94 台上 1433 號判決(迅碟案)
 - ii. 台灣高等法院 89 年度上易字第 4472 號判決:調高或調降盈餘，應經董事會通過始為成立
 - iii. 台灣台北地方法院 87 年度易字第 3747 號判決:盈餘分派或公布虧損，應待執行機關作成決議
 - iv. 臺灣高等法院 91 年度上訴字第 1399 號判決:公司更換董事長須經董事會決議通過始告確定
- 伍、 與其他單位的合作互動
- 甲、 臺灣證券交易所
 - 乙、 櫃檯買賣中心

- 丙、 集中保管結算公司
- 丁、 期交所
- 戊、 證券暨期貨發展基金會
- 己、 投資人保護中心
- 庚、 銀行等金融機構
- 辛、 金管會證期局
- 壬、 金管會檢查局
- 癸、 地檢署

內線交易與不法操縱股價實務芻析

王富哲

(台中地檢署檢察官)

壹、前言

■ 股票市場的遊戲規則

目的：營造公開、誠實交易秩序、健全市場發展

一、臺灣證券交易所存在之面相

1. 存在內線交易與不法操縱現象
2. 雖經一再修法及偵辦，仍無法完全遏止及根絕此弊端

二、造成臺灣證券交易所存在內線交易與不法操縱現象歸結原因

1. 投資散戶多過法人（個別散戶無影響股市漲跌實力）
2. 週轉率高（投機意味濃厚）
3. 上市櫃公司股本小（易於操縱）
4. 法令規範不週（衍生內線交易迭生）
5. 資訊不對等、未能即時公告週知

三、臺灣證券交易所犯罪態樣遞壇：

1. 天王主力、股友社時期（76年）
2. 投顧、投信風發及借殼上市、軋空融券時期（84年）

3. 掏空公司資產—不實財報、從事衍生性金融商品（88年）
4. 禿鷹集團誕生（勁永案—林○○、李○○）（93—94年）
5. 併購（95年）

貳、內線交易與不法操縱股價類型

一、 內線交易（臺北地方法院檢察署偵辦勁永案為例）——被告：

林明達、陳俊吉、張錫寬

二、 規範法條：證券交易法第157條之1——12小時內

三、 證券交易法第157條之1適用上面臨挑戰

1. 規範內線交易範圍及有重大影響其股票價格之消息，指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息之公開，授權主管機關訂定，主管機關是否能妥善訂定，特別因國情不同，歐美及近鄰日本內線交易未若我國嚴重，故歐美採列舉規範，日本採列舉兼概括規範，然我國採？
2. 使用電腦上網固然日益普及，然國內投資大眾普遍為散戶，且其中不乏為退休銀髮族、菜籃族，渠等以往對於電腦之使用較為陌生，是否具有上網能力，能否從網站上獲悉正確、即時訊息，仍非無疑。

3. 第一項之在該消息未公開或公開後『12 小時內』，然究應於何時公告後，起算該 12 小時內，始為允洽？如大股東於晚上 8 時之黃金休閒時間公告，翌日開盤其即可買賣，該公告是否允洽？

四、 操縱股價：(以臺中地方法院檢察署偵辦縱旺矽上櫃公司股價案為例)——被告：陳浚堂綽號【KK】

五、 操縱縱橫模式：

1. 謀議階段：
 - I. 公司派一定期間鎖單不得賣股票
 - II. 雙方約定由作手結合金主向公司派以特定價格購買一定數量之股票（通常會談價差）
2. 實行階段：
 - I. 雙方開始四處申設立人頭帳戶
 - II. 所有帳戶交予作手統一操作
 - III. 會算價差及取得
 - IV. 利用媒體散布不實或誇大利多訊息
 - V. 一般投資散戶瘋狂追逐
3. 實現階段：公司派、作手將公司股票在高價倒予前述散戶，

六、 實務認定操縱股價要件－最高法院見解

1. 91 年度台上字第 3037 號要旨
2. 93 年度台上字第 5152 號要旨
3. 93 年度台上字第 6507 號要旨

七、 依上述案例，操縱股價通常會有下述事項記載：

1. 起迄時間
2. 短期內連續以高價或漲停價格購入股票
3. 以高於平均買價、接近最高買價、當日最高價格為限價委託，
逐步提高買進價格，以拉抬股價
4. 以人頭戶或子公司，將所購入股票，以相對委託或沖洗買賣
方式，以相同價格或提高價格出售，擴大成交數量，製造活
絡假象
5. 使市場行情發生劇烈變動，股價節節上升
6. 某一期間，上漲逾 50%
7. 開盤即跳空漲停或開盤後於幾分鐘內，被扭曲拉抬漲停，且
多日均屬此現象
8. 佔該股當日成交量 35%

9. 同期間大盤漲幅僅 5% ；該類股平均幅僅 20%

10. 短期內，獲取豐厚利益

肆、學生學習成果

本課程指導學生研讀起訴書與法院判決內之事實與法律見解，並整合課堂上所習得財務金融與經濟等相關知識，以運用於個案分析之實習課程。第一階段以台肥案為教材。先對學生輸入分析個案的方法，著重於事實建構與我國實務見解之分析與整理。特別是提供學生事實分析方法，請同學以此來方法來分析台鳳案，第二階段是學生的回饋。第三階段是為理解學習過程並，逐一建立各組學生的學習資料檔。

■ 第一階段：教學輸入

首先，訓練學生針對起訴書與法院判決之事實內容進行分析，希望學生學習判決之研讀方法，從實務觀點瞭解法律。

其次，本計畫特別強調以中性、實證、財經觀點進行事實建構。事實建構過程中亦可回過頭來瞭解證券交易法上法定各種操縱行為類型行為間之關係。事實上，檢方與法院是以事實為基礎來適用法律，因此，以構成要件事實之建構為核心，擷取與構成要件有關之事實。很顯然，在起訴書與判決書內呈現的事實，都是執法人員價值判斷後所選擇之以構成要件為中心的事實論述。有時，直接從構成要件事實很難得知事實的全貌。特別是，行為動機、外在環境。而這些因

素在證券犯罪中特別重要。再者，從證據觀點而言，供推論構成要件事實之基礎事實必須是範圍很大的事實。例如，要推論主觀構成要件事實之「意圖」，必須由許多間接證據來推論。因此，在教導同學研讀判決時，會先要求同學依據證券交易行為模式來分析，審查在檢察官所指控發生犯罪事實的時點，該公司的實際經營狀況、產業概況。綜言之，以證券交易行為為中心的基礎事實建構，是要掌握比檢方與院方更廣的事實，要求同學儘可能網羅所有相關事實，並注意哪些事實是檢察官已經調查，但沒有呈現在起訴書內，或者，有些事實是法院可能遺漏重要事實。

最後，要求同學嘗試從財經觀點看證券交易法。通常，這些財經觀點的報導並不會出現構成要件行為用語，只會出現日常語言，如「炒作股價」，因此，讓學生對比出兩種觀點事實下之陳述有何不同？另外，中性陳述是以數字與圖表為表述事實之工具。

■ 第二階段：學生的回饋

學生繳交了第一次報告後，即針對報告的缺點與學生討論，並請他再重新整理一次。至少要清楚勾勒出法院判決之「事實」與「適用法律」二部分，並且列出檢方觀點、各審法院觀點。台鳳案之判決事

實非常複雜，同學必須學習掌握關鍵事實與線索。先區別不同事實。同一事實下之數個行為人。因此，請沒有釐清事實的同學作人物關係表。有些資料沒有出現在起訴書與判決書內，但由於進行的研究都是回溯事實，必須就報章雜誌來找尋。因此，希望同學找尋起訴前後報章雜誌資料。必要時，也請同學對建構事實所需要的事實進行相關當事人訪談。有時，在報告內看到延伸性問題，會請同學再作進一步研究。例如，有一組同學參考了許多財經方面資料，但只有平面性論述，因此，請他們參考財經文獻，試圖作進一步論述。同學雖然表達了困難，但仍勉勵他們盡力嘗試。

■ 第三階段：學習過程資料記錄與建檔

1、最初給同學判決不完整，有些同學發現了，卻沒有尋求解決。有些同學直接到司法院網站找判決原文。經歷這一個過程，學生能獨立蒐集資料。

2、有些同學也到奇摩股市網站 (<http://tw.stock.yahoo.com/>) 去找相關財經資料，如，盤勢、個股動態、K線圖。

3、有些同學在研讀台鳳案時，發現到監視報告問題點，因此，在實務課程時，特別針對此向實務人士請教。

4、有些同學已能閱讀台鳳公司之財務報表，對照台鳳案判決內關於台鳳公司經營的判決基礎事實資料。

■ 學習個案

曾芝琬、畢振家、黃冠華、鄧友婷同學能夠將所學的財經觀點融入法律構成要件的學習。茲於下列出前述同學所作之作業（「從財經觀點分析操縱股價罪構成要件之嘗試」）。其餘同學之學習資料不另外列出，而是放置於本計畫設置之網站，請參見

<http://web.nchu.edu.tw/%7Ehftsai/project.htm>

從財經觀點分析操縱股價罪構成要件之嘗試

曾芝琬

(國立中興大學財經法律學系四年級學生)

STEP 1 分析操縱股價罪必須運用的基本財務資訊—公司本身之資訊

案名/研究資料	財務分析表	月成交量	日成交量	RSI 值	KD 曲線
台鳳炒作股價案	▽	X	▽	▽	▽
註	於各公司財務報表 內或於網路查詢		網路資訊— "資訊王"網站	利用成交量股股價求出	
資料範圍	86 及 87 財報	86/7/31~87/12	86/11/31~87/7/31		
台肥炒作股價案	▽	▽	▽	▽	▽
註	於各公司財務報表 內或於網路查詢	利用"公開資訊觀測站"查詢		利用成交量股股價求出	
資料範圍	88 年財報	87 及 88 全年	88 年 9 月至 12 月		
廣三·順大裕案	▽	X	X	X	X
註	於各公司財務報表 內或於網路查詢				
資料範圍	87 年財報				

相關網站：

1. 資訊王—證券資訊整合資料庫

<http://www.sfi.org.tw/newsfi/intdb/menu/FirstPage.asp>

※ 於此網站可查詢部分下上市公司之資料，例如台鳳日成交量即於此查詢。

2. 公開資訊觀測站

<http://newmops.tse.com.tw/>

※ 於此網站可查詢上市櫃公司之資料，包含財務報表、日月成交量、財務分析等。

3. 台灣證券交易所

<http://www.tse.com.tw/ch/>

※ 於此可查詢過往至今大盤指數、盤後交易、法人買賣情況等等，但其所提供

之時間無法包括早期時間。

4.關於順大裕公司的財務分析交通大學經管所所做之供下載之 PTT：

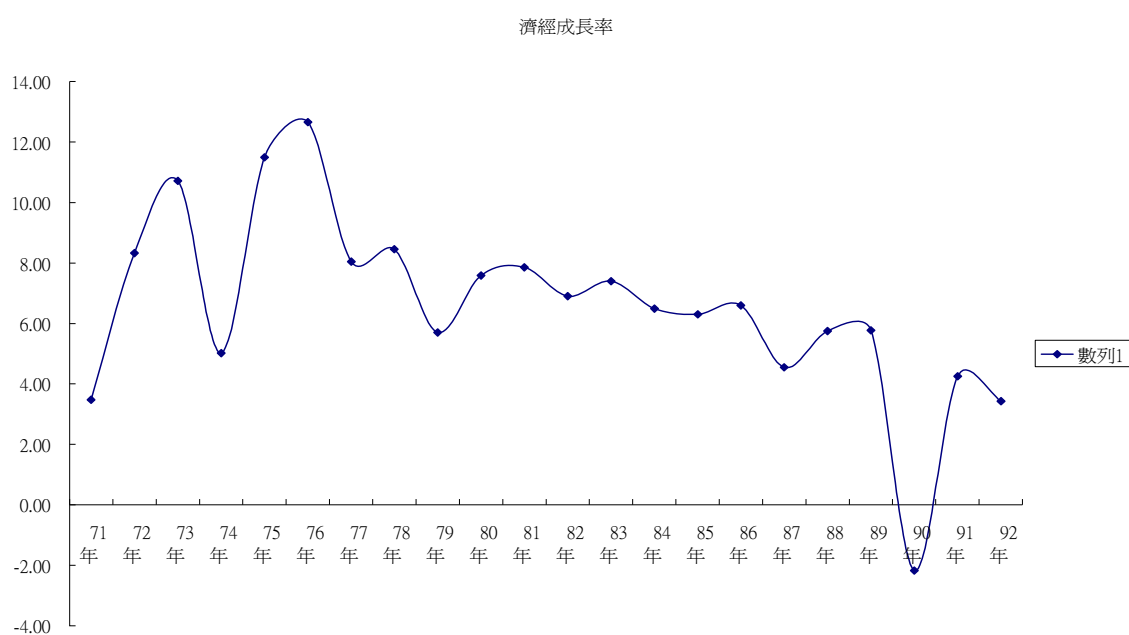
http://www.ibm.nctu.edu.tw/ibm_200210/news/ibm.htm

STEP 2 分析操縱股價罪必須運用的基本財務資訊—公司以外之經濟環境

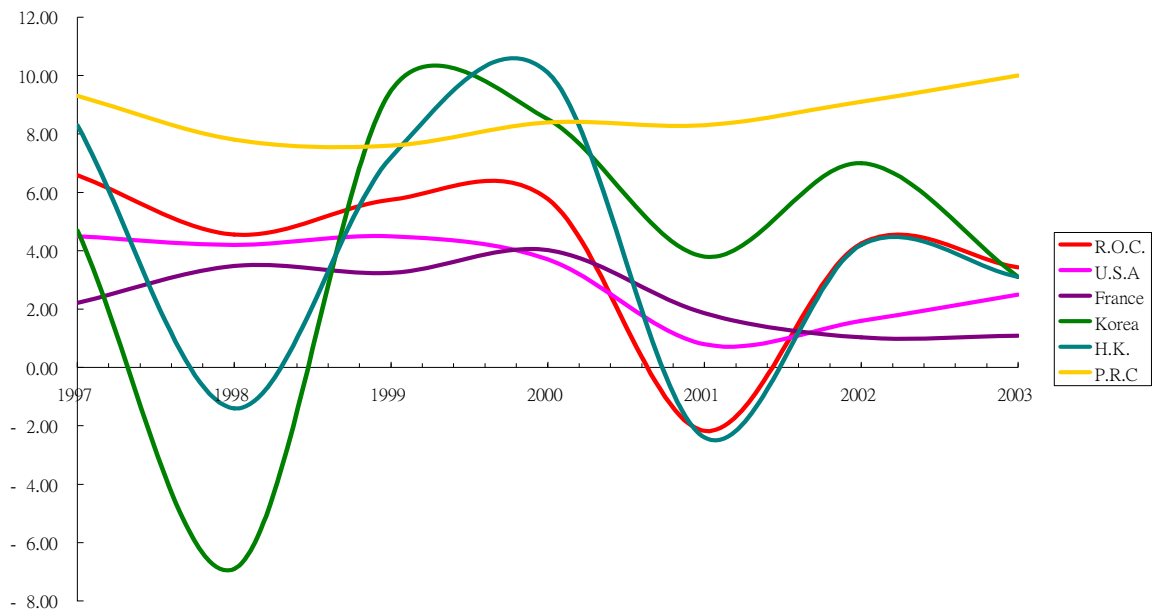
一、公司股票有何條件得以維持在高價？

(一)整體經濟 V.S 股價

總體經濟最具有代表性的就是國內生產毛額(GDP)，GDP 對於股市大盤長期廠市的影響有決定性的因素，有提早反應景氣變化的指標。長期而言，經濟成長率為股市大盤成長率的主要因素。景氣的好壞連帶的亦會使股市的大盤也會受影響而有不同的表現。



圖一 我國自 71 年到 92 年經濟成長率



圖二 六國經濟成長率

由上二圖可知，於民國 87 年我國經濟成長率下降，而 88 至 89 年成長率緩升，且圖二亦可以看出當時各國經濟成長趨緩，南韓以及香港其成長率更呈負成長；反映至我國股票市場上，由於我國經濟於 87 年開始下滑後，復於 88、89 年稍成長，但整體而言我國經濟趨勢已漸漸走向衰退階段，因此股市走勢亦應係屬下滑，但仍會上升。



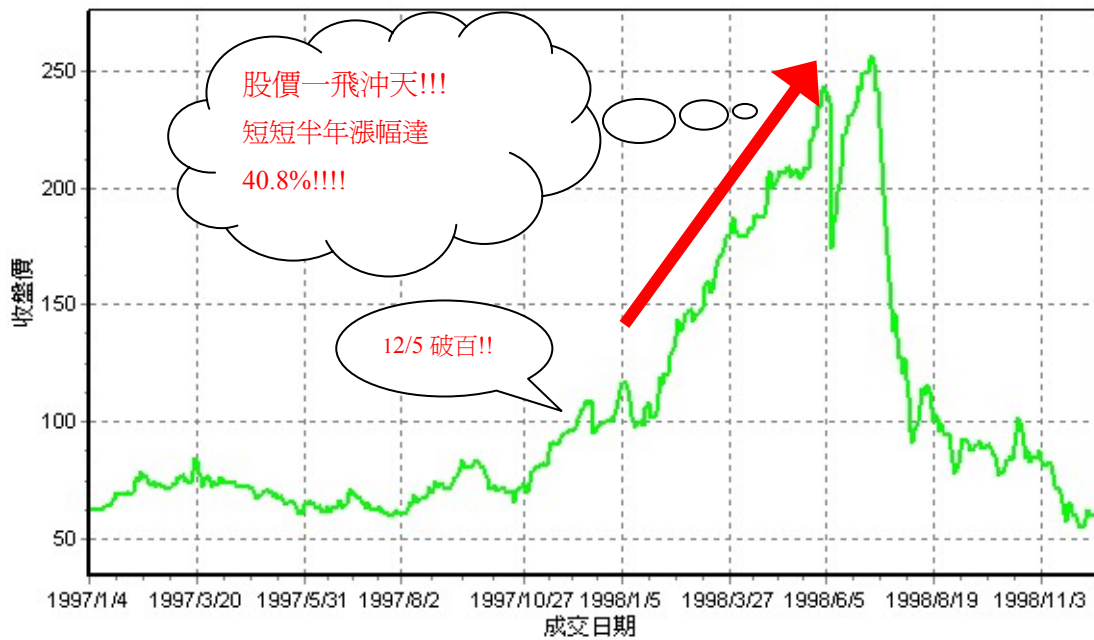
圖三 87 年大盤指數

在 87 年金融風暴下，台股狂跌，但台股股價仍在不同以往的“高價”。(有問題~)



圖四 87 年台鳳股價

本案例，台鳳公司股價自 86 年底起即維持在 100 元以上，是否合理，並不僅能單純就大盤指數為依據，大盤下跌時，各股仍有可能上漲情勢，然而，在 87 年亞洲金融風暴席捲全亞洲，台灣亦無例外，當時各個產業股價均受有影響，何以台鳳股價可一支獨秀？且 100 元以上之股價台鳳公司真係實至名歸嗎？



圖五 台鳳 86 至 87 年之股價走勢圖

從上圖可知台鳳股價短時間內漲幅大，這或許不是不可能，但在整體經濟不景氣仍能有如此表現？值得深究！

以下就台肥公司營運狀況進行分析：

(二)財務分析 V.S 股價

一般而言對股票價值進行分析，我們只能以企業現有的資料加以分析而得到我們所需要的資訊，企業資訊最主要、最直接的就是財務報表。當中，最常用的即是資產負債表、損益表及現金流量表。

1. 損益表分析

台鳳簡易損益表		
單位：新台幣仟元		
	86 年度	87 年度
營業收入淨額	3216874	1795916
營業成本	2813286	1711336
營業毛利	403588	84580
聯屬公司間已(未)實現損益	-3259	2696
營業費用	459059	596987
營業外收入及利益	2321403	2627440
營業外費用及損失	294149	565121
稅前純益	1968524	1552608
所得稅費用(利益)	-	-478
停業單位損益	-	-
非常損益	-	78305
累積影響數	-	-
稅後純益	1968524	1630435

表一 台鳳 86、87 年簡易損益表

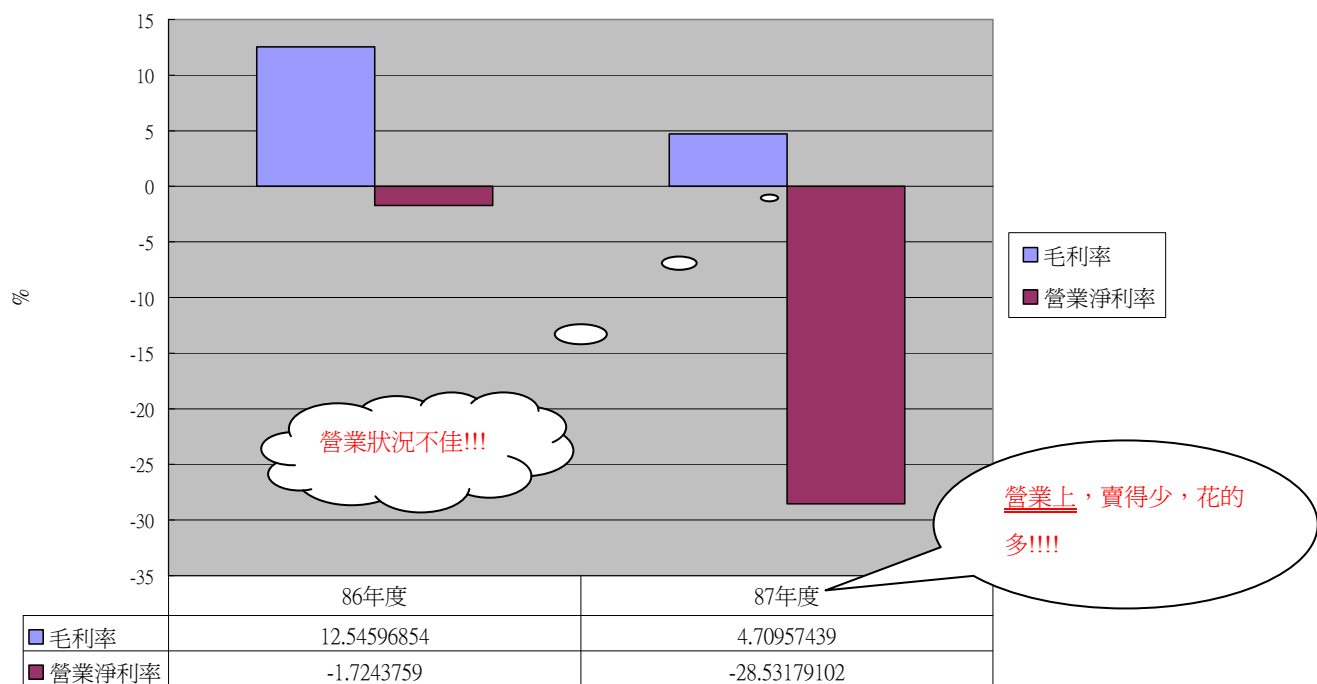
由這張表可以得知該公司的毛利率與營業淨利率，由毛利率與營業淨利率可看出該公司於該年度之營業經營成效如何；藉以下圖五發現，台鳳在 86、87 年營運狀況並不佳；另外，台鳳公司的獲利能力，以純益率和每股盈餘予以評析：其中以每股盈餘(EPS)的消息對市場影響很大，若實際 EPS 高於預期時，股價往往會上漲。EPS 又是本益比的分母，因此每股盈餘和股價息息相關，藉由圖六，發現台鳳 EPS 表現皆不佳，除 83、86、87 年 EPS 為正，其餘皆負！但從上表可知 86、87 年之稅後純益高的原因皆係台鳳公司靠著賣資產〈土地〉而得。〈 $EPS = (\text{稅後純益} - \text{特別股股利}) / \text{加權平均已發行股數}$ 〉

因此，就此部分而言，86、87 年之 EPS 由負轉為正，但藉由上表得知，其利益多係來自營業外收入，孰不知有何因素得以讓台鳳公司股價維持在如此高價，甚至一度高達 200 元以上。

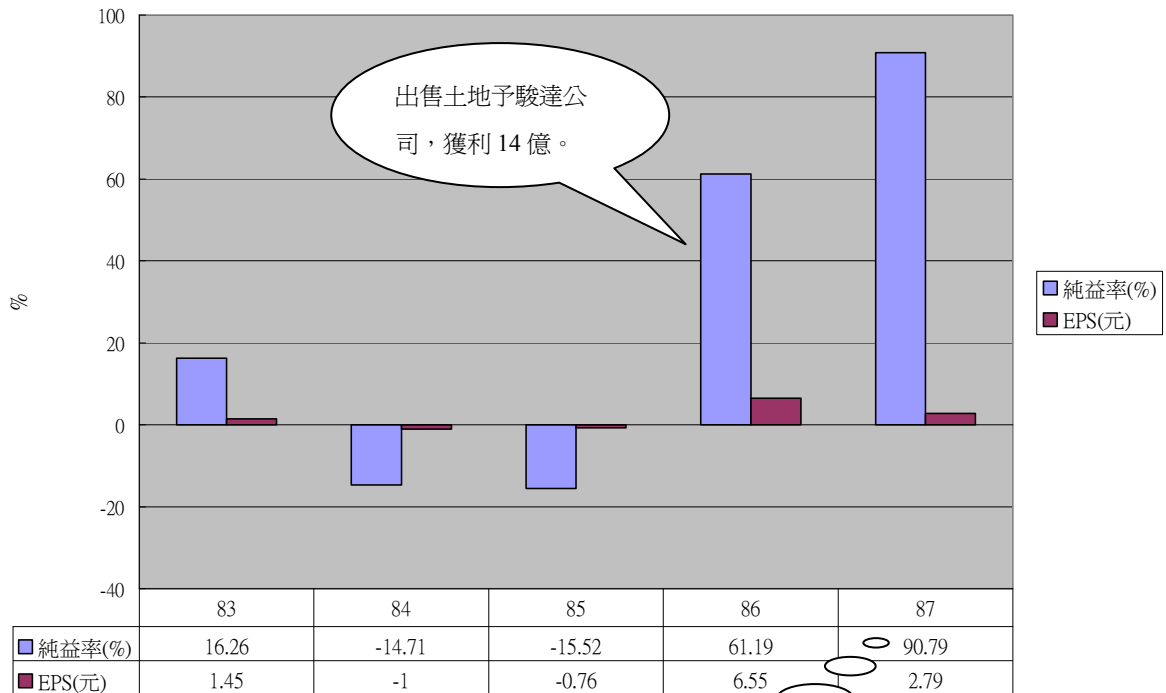
小結：

台鳳公司於 86 年、87 年開始賣出其資產〈土地〉，造就高額處分土地利益

〈營業外收入與利益〉，但營業內收入卻不佳，推斷其營運績效不彰。



圖六 毛利率與營業淨利率圖



圖七 純益率與 EPS 圖

都是靠著營業“外”收入亮麗表現!!賣土地，增收入!!!

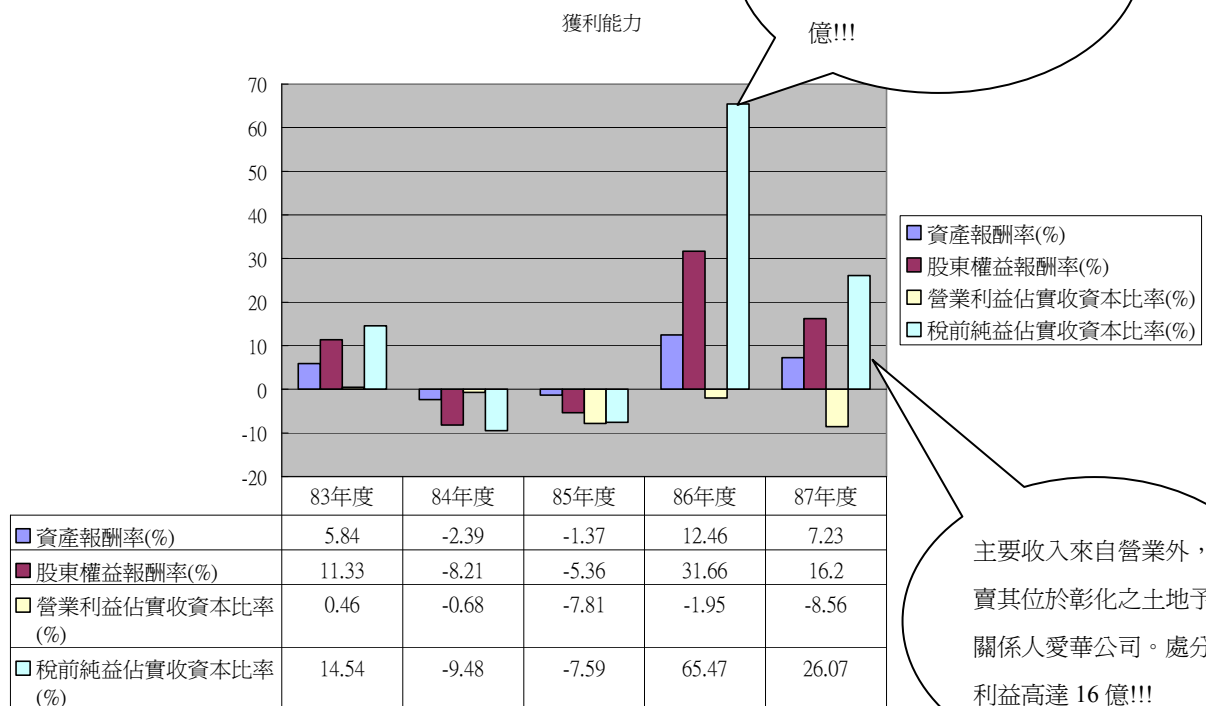
2. 公司財務比率分析

		台鳳				
		87 年度	86 年度	85 年度	84 年度	83 年度
財務結構	負債佔資產比率(%)	57.86	62.4	64.88	59.37	58.43
	長期資金佔固定資產比率(%)	202.44	158.37	135.45	256.59	223.81
償債能力	流動比率(%)	151.78	122.68	107.07	124.14	116.94
	速動比率(%)	48.57	63.29	14.79	17.13	17.69
	利息保障倍數(%)	7.82	9.3	-1.4	-1.57	6.11
經營能力	應收款項週轉率(次)	2.8	5.72	4.69	8.19	12
	應收款項收現日數	131	64	78	44	30.41
	存貨週轉率(次)	3.82	2.67	2.11	2.39	2.5
	平均售貨日數	96	137	173.06	152.72	146
	固定資產週轉率(次)	0.21	0.2	0.2	1.12	1.19
	總資產週轉率(次)	0.06	0.08	0.1	0.21	0.27
獲利能力	資產報酬率(%)	7.23	12.46	-1.37	-2.39	5.84
	股東權益報酬率(%)	16.2	31.66	-5.36	-8.21	11.33

	營業利益佔實收資本比率(%)	-8.56	-1.95	-7.81	-0.68	0.46
	稅前純益佔實收資本比率(%)	26.07	65.47	-7.59	-9.48	14.54
	純益率(%)	90.79	61.19	-15.52	-14.71	16.26
	每股盈餘(元)	2.79	6.55	-0.76	-1	1.45
現金流量	現金流量比率(%)	(註 1)	(註 1)	(註 1)	(註 1)	(註 1)
	現金流量允當比率(%)	(註 1)	(註 1)	2.37	2.39	2.95
	現金再投資比率(%)	(註 1)	(註 1)	(註 1)	(註 1)	(註 1)

(註 1)營業活動淨現金流量為流出，故不與計算。

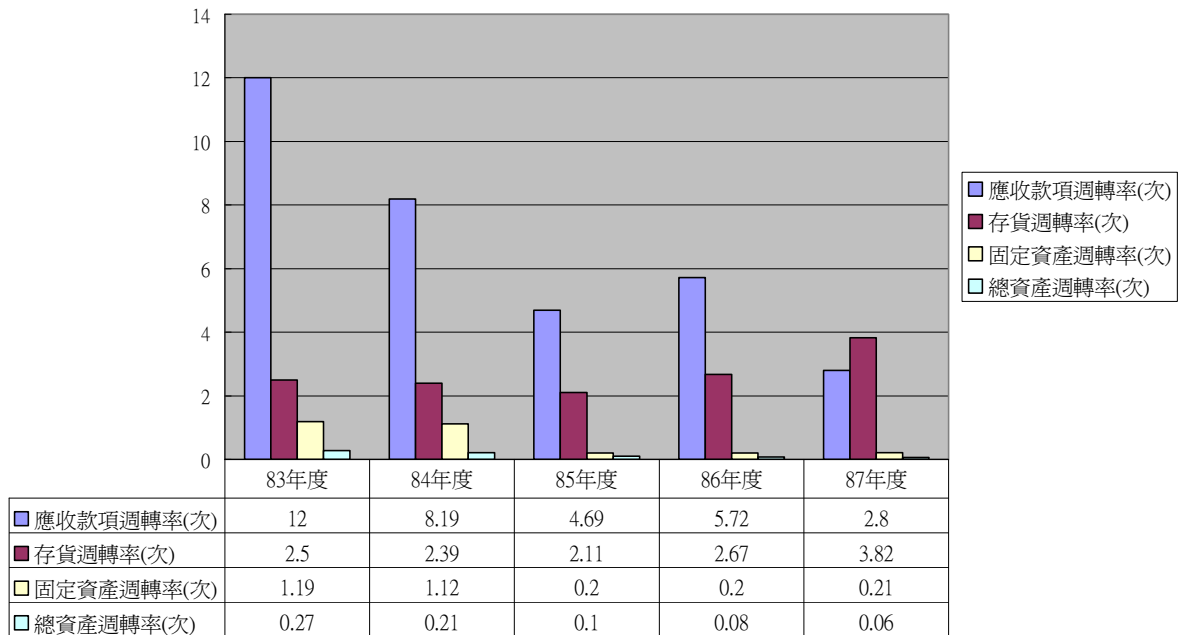
表二 台鳳 83 年至 87 年之財務分



圖八 83~87 年獲利能力

資產報酬率(ROA)和股東權益報酬率(ROE)皆和稅後純益有關。因此，86、87 年之 ROA 和 ROE 方能達如此成績。

經營能力



圖九 83~87 年經營能力

從上圖可知，台鳳公司經營能力並無明顯的好轉，除應收帳款週轉率(表示收款成效良好)明顯好轉，其餘五年來皆無太大的不同。

小結：

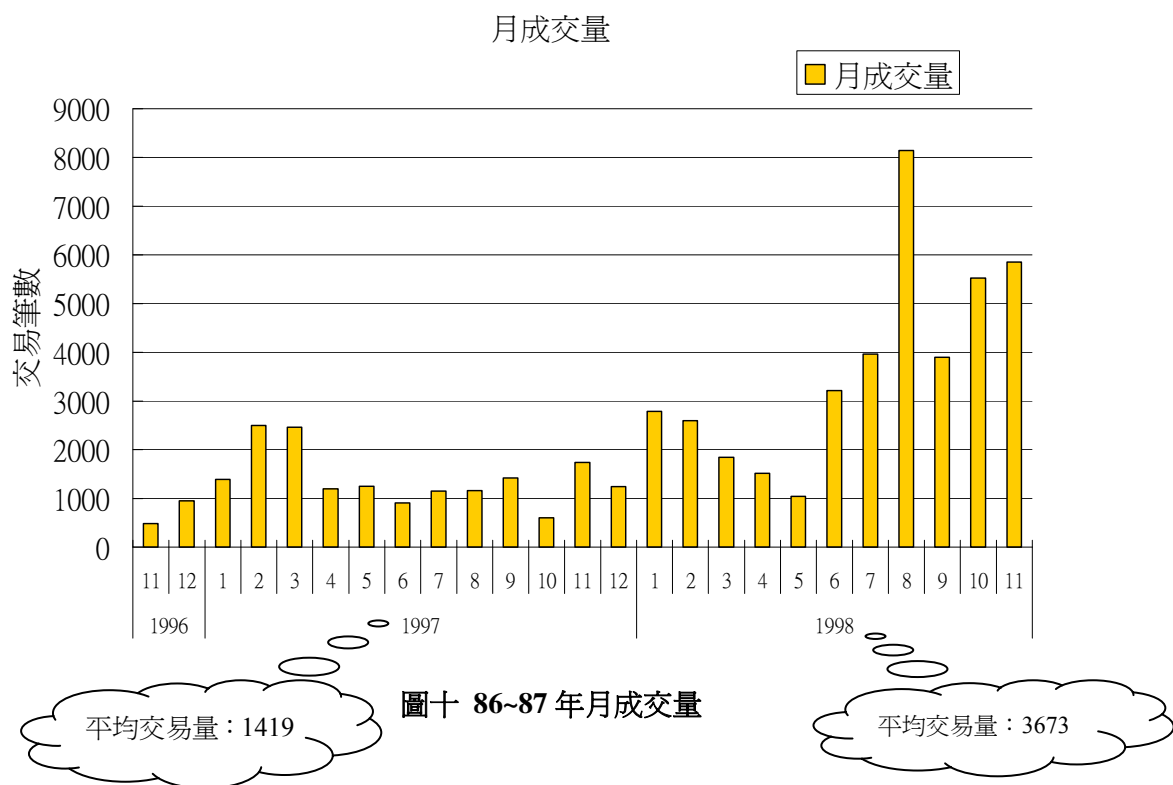
從台鳳之財務分析表來觀察，其營運活動之現金流量係淨流出，股票評價或公司價值的計算最重視長期的現金流量，而現金流量產生可分為三部份：營業活動、投資活動、融資活動。而長期的公司成長及價值的創造主要看公司經理人的經營能力，也就是說端視長期營業活動產生的現金流量趨勢。因此，由財務分析表可知台鳳公司經營人經營能力不佳。

股價的表現與公司經營成果係一體兩面的，台鳳股價維持在 90 元以上有將近一年時間，一般而言，乃投資大眾相信該公司之營運狀況良好，但在營運、經營能力欠佳之台鳳公司，相信投資大眾很難會主動去投資，而其在這期間所得維持如此高價，無非背後有推手。

二、成交量是否異常？

判斷是否有炒作股價，最為重要的即是觀察期交易量是否異常：

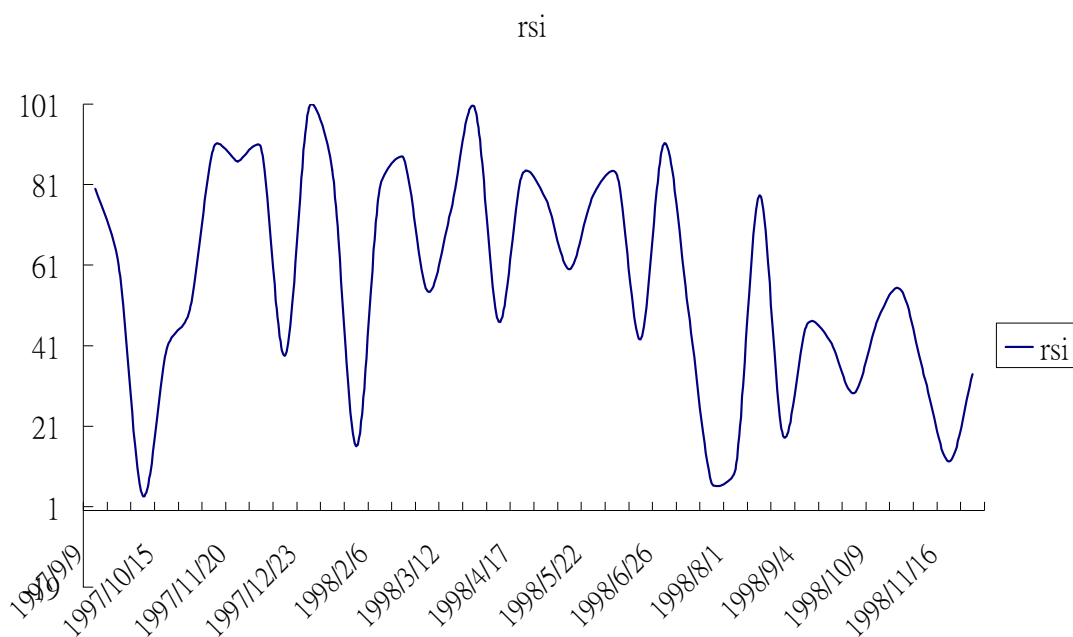
首先，先觀察其月成交量，以有炒作股價該年度月成交量與前年之月成交量相比。



從此圖，可以清楚發現自 1998 年(民國 87 年)開始，各月成交量除 3、4、5 月低於 2000 筆外，其餘皆有 2000 筆以上之交易量，8 月更達 8144 筆。另外，借用股價技術分析來觀察，雖 KD 曲線與 RSI 值皆係股價技術分析，但其定義中仍可讓我們發覺股票交易的問題：

(二)相對強弱指標 RSI

RSI 係衡量近期上漲相對於下跌的點數。高於 80% 的 RSI，表示近日漲幅已大，應考慮出脫。低於 20% 代表下跌幅度達於上漲的幅度，表示可考慮進場。在 86 年 9 月起至 87 年 8 月止，多次漲幅皆已達 80% 以上，而在大約一年時間，可以造成多次 80% 以上漲幅，由此應可推測有人在背後持續地大量買入台鳳股票。



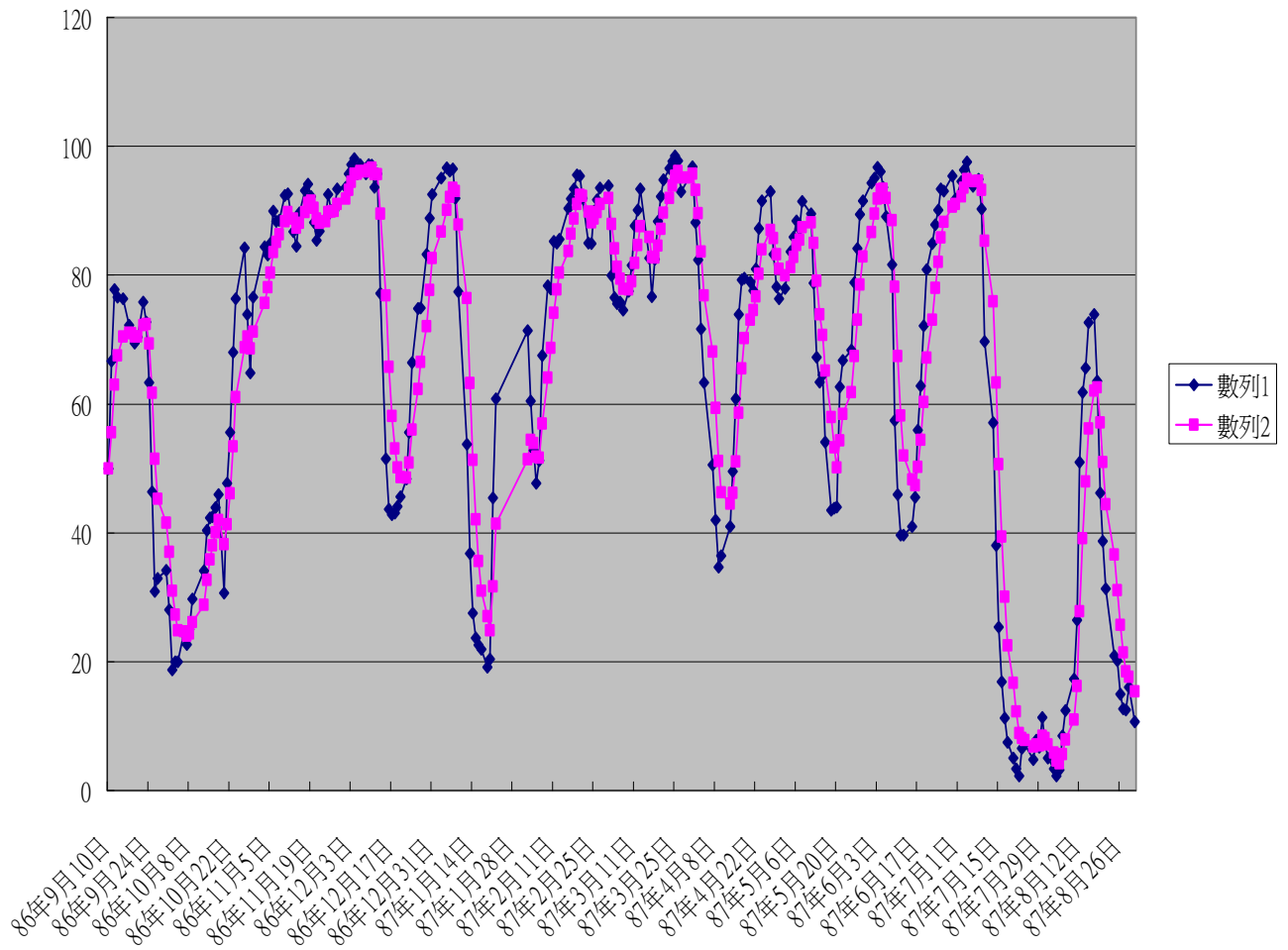
圖十一 RSI 值圖

(三)隨機指標 KD

KD 包括兩條線，K 線如同快線，D 線如同慢線。一般 KD 圖係在判斷買賣點，。當 K 值大於 D 值顯示目前處於漲升趨勢之中，K 線向上突破 D 現為買進訊號；當 K 值小於 D 值，顯示目前處於下跌趨勢，K 線向下跌破 D 現為賣出訊號。D 值臨 85 以上屬於超漲區；D 值面臨 15 以下屬超賣。

由圖十二看出，D 值於 85 以上之超漲區，十分頻繁。而 K 線與高檔區亦有向下跌破 D 線，代表該股股票維持在高價已屬異常，但卻多次發生，其所意函者乃有人不顧異常，持續大量買進股票，進而影響股價且使一般投資大眾一味地進入市場。

小結：炒作股價最重要的乃在於觀察其成交量，台鳳股票成交量自 86 年中後即漸增，到 87 年中成交量更為急遽增加，實有異常。



圖十二 KD 圖
藍線-K 紅線-D

結論：由台鳳公司營運狀況可知，其經營狀況並不理想，且於 87 年金融風暴，台鳳股票成交量卻可異常大量增加，因此推論，當時黃宗宏等人確有炒作股價之嫌。

華映案之個案分析

畢振家

(國立中興大學財經法律學系四年級學生)

一、前言

本華映案之個案研究，首先就檢察官起訴之主張論起，其次探討被告抗辯事由，最後就第一審判決及第二審判決進行分析。

二、檢察官起訴之主張

檢察官認被告乙○○因擔任華映公司業務處副總經理職務之便，知悉該公司自 91 年 6 月起販售之產品價格低於預估價格且差異逐月擴大且對公司股票價格有重大影響之業務消息，又經華映公司 91 年 8 月 13 日舉行之 TFT/STN 91 年 7 月份經營檢討會議中知悉該公司實際營運狀況已較原編財務預測之預計數有落後之現象，依規定應更新財務預測，而有調降財務預測之準備，竟為減少損失，基於概括之犯意，自 91 年 8 月 22 日起至同年 9 月 4 日等營業日止，委由不知情之金鼎證券公司營業員大量賣出其所持有之華映公司股票，共計賣出 480 萬股，得款新台幣 8,282 萬 9,000 元。另被告甲○○因擔任華映公司採購處協理職務之便，參與該公司 91 年 7 月 25 日之 TFT/STN/LCM 91 年 8 月份產銷會議、91 年 8 月 13 日之 TFT/STN 91 年 7 月份經營檢討會議，而知悉該公司實際營運狀況已較原編財務

預測之預計數有落後之現象，依規定應更新財務預測，而有調降財務預測之準備，竟為減少損失，基於概括之犯意，自 91 年 8 月 7 日起至同年 8 月 22 日等營業日止，委由不知情之大華證券公司營業員大量賣出其所持有之華映公司股票，共賣出 614 萬 9,000 股，得款 1 億 1,000 萬 6,600 元，均嚴重危害市場資訊之流通及證券交易之公正。因而認被告 2 人所為，均涉嫌違反證券交易法第 157 條之 1 第 1 項，均應依同法第 171 條第 1 項第 1 款之規定論處。

從檢察官所調查的主張，大致上可歸納為以下幾個部分：(一) 重要訊息行為 (二) 賣出股票的動機 (原因) (三) 檢察官適用法律的主張。

(一) 重要訊息資訊

公訴人指被告 2 人藉擔任華映公司職位之便，各經華映公司 TFT/STN/LCM91 年 8 月份產銷會議、TFT/STN 91 年 7 月份經營檢討會議，而知悉該公司實際營運狀況已較原編財務預測之預計數有落後之現象，依規定應更新財務預測，而有調降財務預測之準備等情，認該資訊為重要訊息資訊。

(二) 賣出股票之動機 (原因)

被告 2 人得知上述重要資訊，竟為減少損失，委由不知情之金鼎證券公司及大華證券公司營業員賣出其持有之華映公司股票，取得

高額現金。

(三) 檢察官適用法律的主張

公訴人認被告 2 人之作為，均嚴重危害市場資訊之流通及證券交易之公正。因而認被告 2 人所為，均涉嫌違反證券交易法第 157 條之 1 第 1 項，均應依同法第 171 條第 1 項第 1 款之規定論處。

三、被告抗辯

被告之抗辯有四：

(一) 因二人受公司聘任，並無固定之聘期；以及於華映公司 91 年股東常會時見高層不合之情形，對公司前景已無希望，故賣出大量持股。

(二) 華映公司於 91 年 10 月 4 日發布有關原財務預測不適用之消息，對日後股價並無影響，顯見調降財務預測消息，並非證券交易法第 157 條之 1 第四項所稱「重大影響其股票價格之消息」。

(三) 華映公司開始做調整財務預測之準備，及公告原財務預測不適用，均發生於二人各自最後賣出股票之日之後。

(三) 產銷會議及經營檢討會議中並無華映公司即將調降財測之議題及報告。

四、第一審判決無罪、第二審判決駁回上訴

關於證券交易法上之內線交易部分，第一審級第二審法院之主要見解與理由：

(一) 按犯罪事實應依證據認定之，無證據不得認定其犯罪事實，又不能證明被告犯罪者，應諭知無罪之判決，刑事訴訟法第154條第二項、第301條第一項均有明文。又檢察官就被告犯罪事實，應負舉證責任，並指出證明之方法，係刑事訴訟法第161條第一項明文規定之。因此，檢察官對於起訴之犯罪事實，應負提出證據及說服之實質舉證責任。倘其所提出之證據，不足為被告有罪之積極證明，或其闡明之證明方法，無從說服法官以形成被告有罪之心證，基於無罪推定之原則，自應為被告無罪判決之諭知（最高法院92年度台上字第128號判決參照）。

(二) 本件爭點：被告二人於上述賣出華映公司股票之時點，是否已獲悉「重大」影響華映公司股票價格之消息？第一審法院認為，公司內部人所獲悉關於公司未來可能更新財務預測之資訊，是否屬於「重大」影響公司股票價格之消息，應同時考量其所獲悉更新財務預測之「可能性」，以及若確實發生者，其「影響程度」如何，並就兩者加以綜合權衡判斷。

1、法律上「重大性」之認定標準：

重大性之判斷：

我國證券交易法亦係規定內部人獲悉發行股票公司有「重大」影響其股票價格之消息，方不得在該消息未公開前，對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票，為買入或賣出。換言之，於內線交易之案件中，必須內部人所知悉未經公開的消息，係具備「重大性」之要件。

我國證券交易法第 157 條之 1 第 4 項對於「重大性」之認定基準做進一步界定。亦即，該未經公開之消息，是否合理投資人於知曉此一消息後，非常可能會重大改變其投資決定，或該未經公開之消息，與合理投資人已獲悉之其他消息合併觀察後，合理投資人便會對該股票之價格或投資與否之決定，予以重新評估。易言之，所謂「重大性」之判斷，應著重於公司公部人與一般投資人，在公司內部消息上，是否有著「實質」的資訊不對稱，而有資訊不平等之情形。

「財務預測」與「財務預測更新」：

關於「財務預測」之定義，依財團法人中華民國會計研究發展基金會所發布的「財務預測編製要點」要點 2 說明，係指企業管理當局依其計畫及經營環境，對未來財務狀況、經營成果及現金流量所作

之最適估計。又財務預測係屬於擬制性資訊、假設性資訊，本即具有不確定性及預測性，並應再參閱重要會計政策及基本假設。至於所謂基本假設，是企業針對關鍵因素未來發展最可能結果所作之假設；關鍵因素則指影響企業未來營業、投資及理財活動等之重要事項。

所謂「財務預測更新」係指：因基本假設發生變動，而對已發布之財務預測所作之修正。依一般公認會計原則，當基本假設發生變動而對財務預測有重大影響時，企業管理當局應更新財務預測，並說明更新之理由，更新時，應重新分析關鍵因素及基本假設；如無法立即發布更新之財務預測時，仍應公告原先發布之財務預測已不適合使用及其理由（見同上要點 29）。又依證期會所發布「公開發行公司財務預測資訊公開體系實施要點」（此要點已於 91 年 11 月 14 日廢止），就已上市公司係採取強制性公開財務預測之制度，該要點於第 18 條第 1 項並規定該公司即有財務預測之「更新義務」。在未達到此等標準之前，因為公司未來之營運狀況仍處在變動之狀態，是否未來「應」更新財測，亦具有不確定性。而關於此等變動、不確定之事項，在「重大性」認定上，即應將其發生的「或然性」列入考慮，亦即應就內部人所獲悉之資訊足以推斷財務預測更新之「可能性」，以及此事項若確實發生，其影響「程度」如何，並就兩者加以權衡判斷。（此「可能性與影響程度權衡」之判斷基準，可參考美國第二巡迴法

院在 SECv. Texas Gulf Sulphur Co. 一案，以及美國聯邦最高法院於 1988 年在 Basic, Inc. v. Levinson 案（如附件），所採之「the probability / magnitude trade-off」基準）。

「可能性」之判斷基準：

因公司管理人員可能根本未查覺已經「應」更新財務預測，而且存在主觀的判斷，究竟何時構成上述之要件，公司負責人員與「有權認定機關」在認定上亦有所差異。且即使公司管理人員已發現「應」更新財務預測，但公司管理人員基於其他考量，也有可能違反了上述「更新義務」，遲誤更新財務預測。如此違反「更新義務」之情況，固然可能會引起其他法律效果，但是在公司內部人所獲悉財務預測更新之「可能性」的認定上，即應分別依該內部人在公司所處之地位、其是否為更新財務預測之權責人員、以及其所獲取資訊的具體內容等事項，於個案中之加以判斷。

更新財務預測之消息對於投資人投資判斷之影響「程度」：

因為財務預測更新係因為基本假設發生變動，未公開之「財務預測更新」消息之影響程度，即與「基本假設變動」消息是否已經公開有關。且就財務預測更新消息之「重大性」，以及「是否已經公開」

之認定，與公司基本假設變動消息之「重大性」，以及「是否已經公開」之認定，更應該加以區別。

本案適用：

公訴人指訴被告 2 人涉有內線交易之主要論據，乃被告乙○○、甲○○當時分別係華映公司之業務處副總經理、採購處協理，各經華映公司 TFT/STN/LCM 91 年 8 月份產銷會議、TFT/STN 91 年 7 月份經營檢討會議，知悉該公司實際營運狀況已較原編財務預測之預計數有落後之現象，依規定應更新財務預測，而有調降財務預測之準備等情。綜合各證人證述，足證在上述兩次會議中，財務人員並未提及公司有調降財測之準備。被告縱有參加該 2 次會議或委由他人參加，亦無從自會議中得知華映公司將有調降財測之準備。

公訴人執華映公司 TFT/STN 91 年 7 月份經營檢討會議紀錄認為顯見華映公司於 91 年 7 月之實際經營獲利與預計獲利間，已近有百分之二十之差距，認華映公司調降原財務預測亦為必然無疑，而認被告 2 人據此有內線交易之嫌。然華映公司於該會議中，既僅就 TFT/STN 產品之營運進行檢討，而未及於 CRT 產品之營運狀況，則被告 2 人如何能在不檢視營收占全公司營收半數，且仍有獲利之 CRT 產品之營運狀況下，即依上開內容，知悉華映公司實際營運狀況已較原編財務預測之預計數有落後之現象，而有調降財務預測之準備？再

者，公訴人既未提出證據證明被告 2 人與聞華映公司其他部門之損益情形，即無從認定被告 2 人知悉華映公司全公司之損益狀況，亦即無法認定被告 2 人知悉華映公司應於何時更新財務預測，是公訴人上揭指訴應屬無據。

又證交所於 91 年 7 月底認華映公司有延遲更新財測之情形，而給予計缺失一次之處分。公訴人以該處分及華映公司 91 年度 1-9 月份實際數與原財測數差異表據以認定華映公司於 91 年 8 月間即應調降財測，被告 2 人已知悉該公司即將更新財務預測，而有調降財務預測之準備等情。然證交所承辦人員「主觀上」認為應嚴格處理，而記華映公司缺失一次，惟亦不能僅以證交所人員所作之分析報告，即認定華映公司有延遲更新財測之情形。又華映公司財務部門人員既認為該公司在 91 年 8 月間尚無更新財務預測之必要，則其他人員如本件被告 2 人又何能知悉公司有即將更新財務預測之情事。

依上所述，公訴人指述被告 2 人各經兩次會議而有調降財務預測之準備等情，尚屬無據。又即使因為被告 2 人於職務上知悉該公司自 91 年 6 月起所販售 TFT- LCD 之產品價格低於預估價格且差異逐月擴大之情形，但是被告 2 人未能知悉 CRT 產品之營運狀況，則被告 2 人於上述買賣股票之時點，所獲悉華映公司「更新財務預測」之「可能性」，實屬甚低。

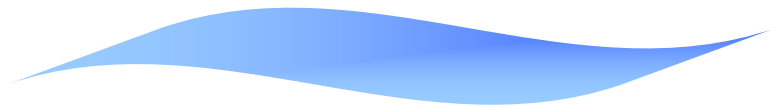
2、華映公司更新財務預測消息之「影響程度」：

華映公司更新財務預測，其基本假設變動之原因，亦係因為全球資訊市場之景氣，並且係因為國內外廠商之競爭，方使得該公司主力產品 15 吋 TFT-LCD 之面板價格下跌、銷貨金額減少，此等資訊亦確非僅存在於華映公司內部，而不能認為係尚未公開之消息。華映公司此等基本假設變動之消息，在證券市場上既然已經公開，則華映公司其後財務預測是否更新、何時更新之消息，對於投資人投資判斷之影響「程度」，亦可謂微乎其微了。此從華映公司於 91 年 10 月 4 日發布原財務預測不適用之消息後，當日華映公司股票收盤價為 10.85 元，前 3 個交易日（即同年月 1 日至 3 日）收盤價分別為 11.05 元、10.85 元、10.15 元，其後 3 交易日（即同年月 7 日至 9 日）之收盤價分別為 10.9 元、10.95 元、10.6 元，此一消息並無明顯的負面影響，亦可參酌。

（三）綜上所述，被告 2 人於前揭賣出股票之時點，所獲悉更新財務預測之「可能性」，以及若確實發生者，其影響「程度」，均甚為低微，經綜合權衡判斷，實不能認為被告 2 人所獲悉者，係屬於「重大」影響公司股票價格之消息。再者，被告 2 人供稱其等會大量賣

出持股，係因為其 2 人受公司聘任，並沒有固定的聘期，以及於華映公司 91 年股東常會時有高層不合等情，亦與華映公司函送被告 2 人之人事資料，以及證人即華映公司原總經理林鎮源之證述相合。是以不能僅因被告 2 人在上述期間大量出脫持有之華映公司股票等情，遽認被告 2 人知悉該公司未公開之重大消息。綜上所述，本件不能證明被告 2 人涉有公訴人指訴之犯罪，依前揭說明，自應均為無罪之諭知。

Economic Criminal Law Report



-The Investigation on Taiphooon- (台鳳案及相關爭議研究與學習心得)

指導老師 蔡蕙芳教授

廖大穎教授

財法四 49324002 黃冠華

財法四 49324041 卓家甫

財法四 49324043 韓志聰

財法四 49324055 林仕育

大綱

前言

一、檢察官起訴事實與主張

二、第一審判決、第二審判決、第三審判決

三、學生討論一代結論

四、附論

前言

本台鳳個案研究主要係針對證券交易法第一百五十五條第一項第四款為探討(至於一審檢察官起訴證券交易法第一百五十五條第一項第四款以外之事實,則詳見附論)。本文包含三個部分之研究。首先是檢察官起訴事實與主張。其次是第一審判決、第二審判決、第三審判決。再次是學生討論。

一、檢察官起訴事實與主張

從檢察官所調查的事實(如下述之一、二)與主張,大致上可歸納為以下幾個部分:1. 買入、賣出股票的動機(原因)。2. 意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格。3. 自行或以他人名義,對該有價證券,連續以高價買入或以低價賣出之行為。

(一) 被告F○○、陳台盛、L○○、己○○共同違反行為時(八十六年十一月間起至八十七年七月三十一日止),自行及以他人名義對台鳳公司股票連續以高價買入或以低價賣出,違反證券交易法第一百五十五條第一項第四款規定部分。

1. 買入、賣出股票的動機(原因)

F○○見台鳳公司上開龍泉新市鎮整體開發計畫及出售彰化土地所得金額,將使台鳳公司獲利匪淺,而當時之報章媒體亦對台鳳公司之龍泉新市鎮整體開發計劃迭有報導,F○○乃欲藉此更進一步炒作台鳳公司之股價而獲利,而因炒作股票需要資金之挹注,惟F○○自己身為台鳳公司之副董事長,不便對外進行資金之調度,乃與黃○○謀議,推由黃○○或L○○向外調度資金,自八十六年十月間起,由黃○○、L○○以自備三成保證金、七成墊款,每萬元每日五至七元利息之融資方式向均不知情炒作台鳳公司股票目的之E○○(詳後述)融資八億元、N○○融資四千萬元、宇○○融資一億元、R○○融資七千萬元、丙○○融資五千萬元、J○○融資一億五千萬、卯○○融資二千萬元暨其他金主邱群倫、李佳蓉等人,共計籌得十二億餘元作為炒作台鳳股票之資金。另己○○經由乙○○之介紹,於八十六年十月間某日,在台北市中正區○○○路○段台鳳公司大樓內與F○○、黃○○、陳台盛等人商議共謀炒作台鳳公司股票,約定由己○○以後述與E○○、

N○○等人相同一即未經當時證券交易法主管機關財政部證券管理委員會核准經營證券金融事業經營之方式(即丙種墊款之方式)一提供二億元之資金參與炒作，炒作如有利得，則由其與F○○四、六分帳。

2. 意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格。

自八十六年十一月間起至八十七年七月三十一日止在上開期間內，F○○、黃○○二人覓得資金後，即開始進行其炒作台鳳公司股票之分工，即由黃○○負責台鳳股票之喊盤下單、調用資金、買賣股票帳冊之製作；另由F○○指示陳台盛，承其之命並依其或黃○○之指示，辦理黃○○、L○○買賣台鳳股票之資金調度、人頭戶之取得，及負責銀行匯款作業；另由F○○或黃○○分別委由他人等之指示配單，依所指示之價量，買賣台鳳公司股票。F○○、黃○○、L○○、陳台盛及己○○即共同意圖抬高或壓低股票集中交易市場台鳳公司之交易價格，F○○、黃○○、L○○、陳台盛及己○○利用金主或自己使用之帳戶在前開期間內，就台鳳公司股票相對成交之詳情如附表一所載，

3. 自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出之行為。

自八十六年十一月間起至八十七年七月三十一日止在上開期間內，F○○、黃○○、L○○、陳台盛及己○○即自行或以他人名義對台鳳公司股票連續以高價買入或低價賣出，至於在上開期間內，其等就台鳳公司股票以高價買進或低價賣出之情形，則如附表二所載。

(二) 傅 萁、未○○及己○○均明知對於在證交所所開設股票集中交易市場上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出，竟基於抬高、壓低在證交所開設之股票集中交易市場上市之凱聚公司、昱成公司、長億公司三支股票有價證券交易價格之概括犯意聯絡，自行及以他人名義先後對凱聚公司、昱成公司及長億公司等三支股票連續以高價買入或以低價賣出，違反行為時(自八十六年七月間起

至八十七年十二月間止)證券交易法第一百五十五條第一項第四款規定部分(於此分析長億公司部分)

1. 買入、賣出股票的動機(原因)

八十七年三、四月間，長億公司因參與中正機場捷運工程BOT案、台中縣月眉遊樂區開發案及長生發電廠興建安，傳其見上開發案對於長億公司之股價有正面之影響(即股票市場俗稱之利多訊息)，足以作為炒作長億公司股價之題材。

2. 意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格。

傳其、未○○及已○○於上開期間，利用在證交所開設之股票集中交易市場上市之凱聚公司、昱成公司、長億公司三支股票有價證券交易價格之概括犯意聯絡，自行及以他人名義先後對凱聚公司、昱成公司及長億公司等三支股票連續以高價買入或以低價賣出

3. 自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出之行為。

傳其、未○○及已○○三人於八十七年八月一日至同年十月十九日之查核期間，使用金主提供之人頭帳戶，連續以高價買進或低價賣出長億公司股票，而相對成交之明細，如附表七之一所載。於八十七年十月二十日至十二月三十一日之查核期間，使用金主提供之人頭帳戶，連續以高價買進或低價賣出長億公司股票，而相對成交之明細，如附表七之二所載。

二、第一審判決、第二審判決、第三審判決

(一) 被告F○○、陳台盛、L○○、己○○共同違反行為時(八十六年十一月間起至八十七年七月三十一日止)，自行及以他人名義對台鳳公司股票連續以高價買入或以低價賣出，違反證券交易法第一百五十五條第一項第四款規定部分。

1. 第一審判決

被告F○○、陳台盛、L○○、己○○被訴共同違反行為時（八十九年七月十九日證券交易法修正公布，同年月二十一日生效前，以下如無特別之註明均相同）證券交易法第一百五十五條第一項第四款規定部分對被告F○○、陳台盛、L○○、己○○辯解不予採納之理由：

- (1) 查F○○、陳台盛、L○○、己○○確有與未到案之被告黃○○共謀炒作台鳳公司股票之合意，而為前述之分工。
- (2) 次查，被告F○○、陳台盛、L○○、己○○於本案審理中，一再質疑證券交易所就本案所制作之監視報告並無證據能力，蓋證券交易所制作之監視報告乃係依「有價證券監視報告函送偵辦案件作業要點」為其制作之依據，而該作業要點中所規定以「於一個月內該有價證券成交價至少有五日達本公司成交價異常標準、投資人或可能相關投資人集團於一個月內有五日以上成交買進或賣出之成交量均大於該有價證券各該日成交量之百分之二十以上、於一個月內有五日以上，且各日均連續多次之委託買進（賣出）價格高（低）於成交價或以漲（跌）停價格委託，且對成交價有明顯之影響。」等因素來判定行為人是否有違反證券交易法第一百五十五條第一項第四款規定之情，該要點顯非證券交易法第一百五十五條第一項第四款規定之構成要件云云，惟查：「證券交易法第一百五十五條第一項第四款規定：對於在證券交易所上市之有價證券，不得有「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出」。所謂「連續以高價買入」者，指於特定時間內，逐日以高於平均買價、接近最高買價之價格，或以當日最高之價格買入而言；苟於特定時期，某有價證券有下跌趨勢，而連續以高於平均買價操作買入，使該有價證券之股價維持於一定價位（即俗稱護盤），因其破壞交易市場之自由性，亦包括在內。且不以行為人主觀上有「意圖影響集中交易市場有價證券交易價格」為要件，亦不以客觀上「因而致交易市場之該股票價格有急劇變化」為必要。」不錯，如果從最高法院上開判決意旨來看，被告F○○等人此部分之辯解似言之成理，不過本院在此要

提醒被告F○○、陳台盛、L○○及史金生暨其選任辯護人，證交所上開作業要點第二條已經敘明，該要點係其內部制作告發書函送司法機關偵辦之要點而已，該公司並無意以此要點擴充證券交易法第一百五十五條第一項第四款規定之構成要件，當然此點即不能拘束法院，僅得供作法院作為參考，因此究竟行為人有沒有該當於證券交易法第一百五十五條第一項第四款規定之構成要件，吾人仍然不妨從法條本身之要件來分析，先予敘明。被告F○○、陳台盛、L○○、己○○有自行或以他人名義買入或賣出台鳳公司股票，已有如前述，故被告被告F○○、陳台盛、L○○、己○○之行為要已符合法條中「自行或以他人名義，對該有價證券，連續買入或賣出」之規定，應無疑義。被告F○○、陳台盛、L○○、己○○雖有自行或以他人名義買入或賣出台鳳公司股票，惟其買入或賣出之價格是不是法條中所謂之高價或低價呢？對此最高法院上開判決謂所謂高價係指「逐日以高於平均買價、接近最高買價之價格，或以當日最高之價格買入而言」，不過證交所並無逐日計算及公布「平均買價」或「平均賣價」，故法條中所謂之高價、低價，本院認為應係指「在一段期間內，逐日以高於委託當時之揭示價、接近當日漲停參考價之價格或以當日漲停參考價之價格委託買進；或以低於委託當時之揭示價、接近當日跌停參考價之價格或以當日跌停參考價之價格委託賣出」較為合理，而最高法院上開判決意旨中所謂「當日最高之價格」，應係指「漲停價」之謂，因此依照前述的說明，如附表二所示被告F○○等人利用金主提供之戶頭，每以漲停價或跌停價委託買進或委託賣出，其等之行為要已該當法條中所謂「連續以高價買入或以低價賣出」之要件。

- (3) 最後，要如何來認定被告F○○、陳台盛、L○○、己○○等人有抬高或低集中交易市場台鳳公司股票交易價格之「主觀意圖」呢？本件台鳳公司股票確有如其所謂如附表一所示之相對成交、附表二所示使股價上漲或下跌、殺尾盤、影響開盤股價及利用金主提供之人頭戶為買進、賣出之情形，綜合前述被告F○○等人確係連續以高價買進或低價賣出台鳳公司股票，自足以認定被告F○○、陳台盛、L○○及己○○等人確有一抬高或低集中交易市場台鳳公司股票交易價格之「主觀意圖」。綜上所述，被告

F○○、陳台盛、L○○、己○○之行為確已該當於證券交易法第一百五十五條第一項第四款規定之構成要件，其等雖以前開情詞置辯，尚難認為可採。

2. 第二審判決

被告子○○、陳台盛、卯○○論罪法律適用：

核被告子○○、陳台盛、卯○○就事實欄壹所述炒作台鳳公司股票

票之行為，均係違反行為時證券交易法第一百五十五條第一項第四款「對於在證券交易所上市之有價證券，不得有左列各款之行為：四、意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者。」規定，應依同法第一百七十一條規定論處罪刑。被告子○○、陳台盛、卯○○與通緝中未到案之被告陳文

吉間，有犯意之聯絡及行為之分擔，皆為共同正犯。被告子○○、陳台盛、卯○○行為後，證券交易法第一百七十一條有關

於行為人違反同法第一百五十五條第一項規定之處罰，業於八十九年七月十九日修正公布，同年月二十一日生效，其法定刑由原七年以下有期徒刑、拘役或科或併科銀元二十五萬元以下罰金，修正提高為七年以下有期徒刑，得併科新臺幣三百萬元以下罰金。經比較新舊法結果，以舊法有利於被告，依刑法第二條第一項但書規定，自應適用行為時之舊法。原審實行公訴之檢察官雖認為被告子○○、陳台盛、卯○○此部分之行為，為

連續犯，惟證券交易法第一百五十五條第一項第四款規定：對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出之行為。原即以連續行為，為其犯罪構成要件，自僅成立單純一罪，不能再依刑法第五十六條規定論以連續犯被告子○○、陳台盛、卯○○係對於

同一種有價證券即台鳳公司股票，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出，僅成立違反行為時證券交易法第一百五十五條第一項第四款規定之單純一罪。

3. 第三審判決

證券交易法第一百五十五條第一項第四款之罪，行為人意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者，其有以自己或以他人名義為之之別。就本件而言，庚○○、戊○○、辛○○所犯上開之罪，似均以他人名義為之，原審第二次判決主文及理由內，就此未加釐清，亦有未洽，究竟獲得若干利益，並未認定及說明其依憑之證據及理由，亦有事實未明理由未備之違法。(五)本件上訴人即被告甲○○、乙○○、丙○○、庚○○、戊○○、辛○○在原審均分別爭執證券交易所所製作之監視報告並無證據能力云云(見原審第一次判決第一七頁、第二次判決第八頁)，究竟該證券交易所所製作之監視報告中，其為原審第一、二次判決內所引用為論罪基礎之證據資料(如原審第一、二次判決附表中相關之證據資料)，是否具有證據能力，原審並未先加審認，並於判決內說明其理由，即進而為證據證明力之判斷，並採為渠等論罪之依據，難謂無判決理由不備及採證違反證據法則之不當。(六)又違反證券交易法第一百五十五條第一項第一、三、四、五、六款之規定，應依同法第一百七十一條之規定處罰。關於同法第一百五十五條第一項第一、三至六款之規定，即學理上所謂「反操縱條款」，旨在規範證券交易所上市之有價證券，在交易上之各種不法操縱行為。其立法目的，在健全證券交易市場之機能，維持證券交易市場之秩序，並保護投資人。就立法文義而言，證券交易法第一百五十五條第一項第一、三、四、五款之規定，係列示不同之非法操縱行為類型，而同法條項第六款之規定，則為非法操縱行為之概括類型，文義上仍應視為非法操縱行為之另一種類型，此應係證券交易市場之「操縱行為」，屬智慧型之經濟犯罪，其犯罪態樣複雜，立法上無法一一列舉所致。申言之，行為人之行為縱已該當該條項第一、三、四、五款中，其中之一或數款之非法操縱行為類型之構成要件，如另該當同條項第六款之非法操縱行為類型之構成要件時，自非可置而不論，始符該法條為「反操縱條款」之立法目的。從而如行為人係基於包括之認識、單一之目的，就某一種集中交易市場之有價證券，或同時就多數集中交易市場之有價證券，接續有該當證券交易法第一百五十五條第一項第一、三至六款所示之非法操縱該相關有價證券之行為者，應僅成立一罪，不能以連續論，於此情形，應

就所犯不同之非法操縱行為之類型中，擇一重論處。至行為人並非基於包括之認識、單一之目的，同時就多種集中交易市場之有價證券，而係基於概括犯意，先後就集中交易市場，個別不同之多種有價證券，分別有該當上開法條所示之非法操縱行為者，如在刑事法之評價上，各具獨立性，就個別不同之有價證券之非法操縱行為，非不可以連續犯論擬。

(二) 傅 萁、未○○及已○○均明知對於在證交所所開設股票集中交易市場上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出，竟基於抬高、壓低在證交所開設之股票集中交易市場上市之凱聚公司、昱成公司、長億公司三支股票有價證券交易價格之概括犯意聯絡，自行及以他人名義先後對凱聚公司、昱成公司及長億公司等三支股票連續以高價買入或以低價賣出，違反行為時（自八十六年七月間起至八十七年十二月間止）證券交易法第一百五十五條第一項第四款規定部分（於此分析長億公司部分）

1. 第一審判決

(1) 被告未○○、已○○均不否認有於前述時間為被告傅 萁媒介金主即被告E○○、N○○，並於借得資金後供被告傅 萁買賣此三支股票，被告林家榛、已○○亦均不否認有於前述時間為被告傅 萁下單買賣凱聚公司、昱成公司及長億公司股票，證人即營業員寅○○、梁薺芳、宙○○、S○○、V○○、黃錦慧、呂文玉、樂智忠、陳秀梅、張淑慧、李姿玲、姚嘉派、M○○及共同被告黃信騰、T○○、甲○○、丑○○、B○○、辛○○各於偵查中供稱被告傅 萁、未○○及已○○有利用前述金主之帳戶買賣前述三支股票。

(2) 對被告傅 萁、未○○、已○○有利證據不予採納之理

由：

同樣的，被告傅 其、未○○、已○○三人均辯稱：沒有炒作股票，被告傅 其另辯稱：凱聚公司當時有經營權之爭，我是要保衛公司經營，何來炒作；長億當時有三項真利多，每個人都在買長億，我買有錯嗎？昱成也是體質好，我才買，何來炒作云云，至於其選任辯護人亦與被告F○○之選任辯護人相同對於證交所就此部分三支股票所制作之監視報告沒有證據能力等語，惟查：本院再此要再一次強調，被告傅 其、未○○、已○○三人有無該當於證券交易法第一百五十五條第一項第四款「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者。」規定之構成要件，仍然應該以行為人有無抬高或壓低集中交易市場某種有價證券交易價格之意圖、行為人有無自行或以他人名義購買該有價證券、若有購買該有價證券，是否連續以高價買入或低價賣出為考量，經查：被告傅 其、未○○、已○○三人確有以金主提供之他人帳戶或自己之帳戶買入凱聚公司、昱成公司及長億公司股票，被告傅 其、未○○、已○○三人以他人帳戶或自己帳戶所買進、賣出之凱聚公司、昱成公司及長億公司股票，均係連續以高價（漲停價）買進或低價（跌停價）賣出，已該當於連續以高價買進或低價賣出之要件，被告傅 其、未○○、已○○以自己或他人帳戶買進、賣出前述三支股票，均有相對成交之情形或有拉尾盤之情形，被告傅 其、未○○、已○○三人有共同抬高或壓低此部分三支股票交易價格之主觀不法意圖甚為明顯。綜上所述，被告傅 其、未○○、已○○三人該當於行為時證券交易法第一百五十五條第一項第四款規定之構成要件其事證明確，其等雖以前開情詞置辯，尚難認為可採。被告已○○、未○○雖有均辯稱：我們只是幫傅 其下單，賺取一些傭金已，並沒有炒作股票之犯意聯絡云云，惟查：被告已○○、未○○如前所述，並非單純為被告傅 其下單買賣股票，且尚要被告傅 其媒介金主，借貸資金供被告傅 其買賣股票（被告已○○係向被告N○○借得資金、被告未○○係向被告E○○借得資金），則被告已○○、未○○既然需為被告傅 其媒介金主借貸資金供其買賣股票、其二人又要替被告被告傅 其下單買賣股票甚或「配單」，何能謂其與被告

傅 其無炒作此三支股票之犯意聯絡，故被告已○○、未○○此部分辯解，亦無足採。

2. 第二審判決

被告傅 其、丙○○、乙○○三人有無該當於證券交易法第一百五十五條第一項第四款意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者之規定構成要件，應以行為人有無抬高或壓低集中交易市場某種有價證券交易價格之意圖、行為人有無自行或以他人名義購買該有價證券、若有購買該有價證券，是否連續以高價買入或低價賣出為考量，而核：被告傅 其、丙○○、乙○○三人確有以金主提供之他人帳戶或自己之帳戶買入凱聚公司、昱成公司及長億公司股票，已如前述。依附表五之二、六之三、六之四、七之一及七之二之記載，被告傅 其、丙○○、乙○○三人以他人帳戶或自己帳戶所買進、賣出之凱聚公司、昱成公司及長億公司股票，均係連續以高價（漲停價）買進或低價（跌停價）賣出，已該當於連續以高價買進或低價賣出之要件。依附表五之一、五之三、六之一、六之二、七之一及七之二之記載，被告傅 其、丙○○、乙○○以自己或他人帳戶買進、賣出前述三支股票，均有相對成交之情形或有拉尾盤之情形，被告傅 其、丙○○、乙○○三人確有共同抬高或壓低此部分三家公司股票交易價格之主觀不法意圖。

三、學生討論一代結論

以下包含立法論上之建議以及立法政策上之建議，最後並論述證券交易所制作之監視報告究有無證據能力之爭議問題。

（一）立法論上之建議：

證券交易市場乃是希望建立一個自由、公開的交易市場。而其買賣有價證券之交易價格，原則上係由市場上之賣方(供給方)與買方(需求方)而自然而然形成的市場價格，然而，基於市場供需平衡所形成的交易價格被認為是公平且公正的，因其乃源自於證券市場中的供給與需求之平衡關係，此才符合自由之市場機制。亦為流通證券市場規制之核心精神。吾人認

為：證券交易法第一五五條第一項第四款之規定，應加入主觀之構成要件-不良善之動機。早期之實務見解乃認為若為護盤之行為，並不構成當然違反證券交易法之規定。惟現今之通說見解認定，認定行為人-有護盤之行為。即為違反證券交易法第一五五條第一項第四款之規定。本組認為其立法有所疏漏，蓋護盤之行為乃依「被動」之行為，易言之，乃因證券市場因其供需法則之下而產生之股價變動，因已產生之變動，以經濟學之角度觀之，以有其他外力之因素破壞股價，行為人為了維護自己之股價，進而投入資金以捍衛己身之財產權。此乃買方（需求方）對於市場資金的再投入而已，進而調整供需法則之變化。與證券交易法所規範之核心精神無相違背。故並非所有之護盤行為皆為違法之行為，應於證券交易法第一五五條第一項第四款，增列主觀構成要件-不良善之動機。易言之，需護盤之行為人之投入資金之行為，其目的乃在於意圖破壞投資者之正確判斷，藉由如此交易假象，誘引他人買進或賣出之行為，才有本條本款之適用空間。蓋若其護盤之行為之目的乃在影響市場供需法則原理以及影響市場行情，實已違反了交易價格於證券交易市場之功能-公正性與公平性。才有行為之可非難性。故其誘引他人買進或賣出之行為，實現為自己或第三人不法利益之企圖，始為關鍵。實務與學者¹⁰亦曾採此見解，不過為了避免法官造法之情事發生，吾人認為於本條第一項第四款中即增列主觀構成要件-不良善動機。以期符合證券交易法之規範精神。

（二）立法政策上之建議：

從自由經濟市場的觀點而論，政府的管制愈少，越能達到自由經濟市場的狀態；若從保障投資之角度切入，政府的處罰條件就不應限縮的太窄。如何維持兩邊之平衡，並非易事。吾人建議，一方面可從現行證券交易法第一百五十五條第一項第四款著手，以最高法院之判例增列主觀構成要件-不良善之動機（惟應盡快修法，始不至於與罪刑法定原則有所扞格），藉以避免自由的經濟市場受到政府過度之管制。另一方面尚需加強證券交易市場之資訊揭露，盡可能地便利投資大眾取得發行公司公開資訊，使投資大眾得以做出正確之判斷，希冀藉由證

¹⁰ 台灣高等法院民國 88 年上重訴字第 39 號刑事判決第 11 頁。

林國全，從日本法之規定檢視我國證交法第 155 條反操縱條款，證券交易法之研究，元照，2000 年。161 頁。

券交易市場資訊的全面接露，於促進經濟市場自由化的同時，亦能保障投資人，進而達到三贏（交易市場之買方、賣方以及政府）。

（三）證券交易所制作之監視報告究有無證據能力

按刑事訴訟法（以下簡稱訴訟法）第一百五十九條之四：「依除前三條之情形外，下列文書亦得為證據：一、除顯有不可信之情況外，公務員職務上製作之紀錄文書、證明文書。二、除顯有不可信之情況外，從事業務之人於業務上或通常業務過程所須製作之紀錄文書、證明文書。三、除前二款之情形外，其他於可信之特別情況下所製作之文書」。立法理由謂：「公務員職務上製作之紀錄文書、證明文書，若有錯誤、虛偽，公務員可能因此負擔責任，從而其正確性高，且該等文書經常處於可受公開檢查之狀態，設有錯誤，甚易發現而予及時糾正，是以，除顯有不可信之情況外，其真實之保障極高。從事業務之人於業務上或通常業務過程所須作之紀錄文書、證明文書，因係於通常業務過程不間斷有規律而準確之記載，通常有人校對其正確性，且紀錄係完成於業務終了前後，無預見日後可能會被提供作為證據之偽造動機，其虛偽之可能性小，又何況如讓製作者以口頭方式於法庭上在重現過去之事實或數據亦有困難，因此其亦具有一定程度之不可替代性，除非該等紀錄文書或證明文書有顯然不可信之情況外，否則有承認其為證據之必要」。

參諸立法理由以及我國訴訟法之基本審理原則，公務員職務上製作之紀錄文書、證明文書得為證據之前提要件為經常處於可受公開檢查之狀態，易言之，須係經常性文書始認其具有證據能力；至於從事業務之人於業務上或通常業務過程所須作之紀錄文書、證明文書得為證據之前提有三：1. 有人校對其正確性 2. 重現可能性低 3. 具有一定程度之不可替代性。

綜上所述，證券交易所制作之監視報告應處於經常可受公開檢查之狀態（屬於經常性文書），且紀錄係完成於業務終了前後，無預見日後可能會被提供作為證據之偽造動機，虛偽之可能性小（重現可能性低），又何況如讓製作者以口頭方式於法庭上在重現過去之事實或數據亦有困難（具有一定程度之不可替代性），故該監視報告要難謂其無證據能力。

四、附論

(一) F○○為台鳳公司之董事（為證券交易法講學上所稱之內部人），其明知「在公司有重大影響其股票價格之消息時未公開前，不得對該公司之上市之股票買入或賣出」違反行為時（八十六年十二月十三日公布前之八十六年十月六日至八十六年十二月十三日）證券交易法第一百五十七條之一第一項規定部分。

1. 有重大影響其股票價格之消息時

台鳳公司係以二十二億元之價格出售該公司所有前開位於彰化市之四筆土地予駿達公司，扣除該四筆土地之取得成本二億八千萬餘元及土地增值稅後，可獲得十四億餘元之處分利益，約占該公司八十六年度稅前純益十九億六千八百餘萬元之百分之七十一，該四筆土地之交易自會對台鳳公司之股票價格有重大之影響。

台鳳公司於八十七年六月間將該公司所有坐落彰化縣員林鎮○○段第二三二六之九地號土地、同地段第二三二六之十一地號二筆土地以十八億元出售予愛華公司，經扣除該筆土地之取得成本及土地增值稅後，可獲得約十六億餘元之處分利益，逾該公司八十七年度預估稅前純益五十億元之三分之一以上，該二筆土地之交易自會對台鳳公司之股票價格有重大之影響。

2. 未公開前對該公司之上市之股票買入或賣出

F○○竟在該公司出售該四筆土地之訊息於八十六年十二月十三日公布前之八十六年十月六日至八十六年十二月十三日，利用鳳都公司、先勵公司、帝門公司、鳳翔公司、鳳華公司等法人帳戶買進台鳳公司股票達七八七九仟股，其買進入期及成交價均如附表三所載，致坐收台鳳公司股票於此土地交易之重大訊息公告後，自八十餘元上漲至一〇二元之內線交易非法利益達二億三千七百九十八萬元。

F○○竟在該公司出售該二筆土地之訊息於八十七年六月三十日公布前之八十七年六月五日至八十七年六月二十九日，利用宏揚公司、帝門公司、鳳華公司等法人帳戶買進台鳳公司股票達六五九五仟股，其買進入期及成交價均如表四

所載，致坐收台鳳公司股票於此土地交易之重大訊息公告後，自二二五元上漲至二四二元之內線交易非法利益達五千四百五十八萬四千元。

(二) E○○經營證券金融事業並未經證券交易法之主管機關財政部證券管理委員會之核准。另地○○則係黃龍公司總經理，受僱於E○○，承E○○之命負責處理前述提供兩種墊款資金供人買賣股票業務之審核是否墊給、保證金成數之建議、管制墊款額度之使用、掌控保證金是否充足及結算利得等業務。E○○與地○○二人均未經證管會之核准經營證券金融事業，違反行為時（自八十六年九月間開始迄八十七年十二月底止）證券交易法第十八條第一項規定部分。

1. 經營證券金融事業、證券集中保管事業或其他證券服務事業

自八十六年九月間起至八十七年七月底止，前後共陸續借出八億元予黃○○，（黃○○即將借得之八億元用供其與F○○炒作台鳳公司股票之部分資金），其借款方式為如前所述，即由黃○○提出三成之保證金，匯入E○○所指定之帳戶，並由黃○○或L○○在前述E○○所指定之帳戶下單買賣台鳳股票，並由地○○負責控管墊款額度之使用、掌控保證金是否充足及結算利得等業務，E○○則向黃○○收取每萬元每日五至七元不等之利息。

自八十六年七月十四日起至同年十月三十日止，前後共陸續借出二億元予未○○，借款方式、保證金成數、所收利息均如前述。

自八十六年八月間起至八十七年三月間止，前後共陸續借出二億五千萬元予未○○，借款方式、保證金成數、所收利息均如前述。

自八十六年八月間起起至同年九月間止，前後共陸續借出四億五千萬元予未○○，借款方式、保證金成數、所收利息均如前述。

自八十六年八月間起至同年十二月間日止，前後共陸續借出三十億元予未○○，借款方式、保證金成數、所收利息均如前述。

自八十六年八月間起至同年十月間止，前後共陸續借出約一億三千五百萬元予○○○，借款方式、保證金成數、所收利息均如前述。

2. 未經主管機關核准

惟E○○經營證券金融事業並未經證券交易法（八十九年七月十九日修正公布，同年月二十一日生效前）之主管機關財政部證券管理委員會（以下稱證管會）之核准。

學習心得

當初會修習經濟刑法這門課的原因在於身為一位財經法律學系的準畢業生，在大學四年的學習過程中，往往只學會了單一課程的論述及分析能力，往往遇到刑法所規範的金融犯罪類型時，僅了解構成要件的規範亦或實務上對於此種犯罪的判決之通說見解。無法真正了解不論是偵察員或者是檢察官、法官在遇到金融犯罪案件時，利用何種方法加以認定犯罪內涵。於大一大二時修習的金融類科之論理方法，例如：初級會計、經濟學原理。也僅僅止於基礎理論的表格處理能力。而無法真正加以應用在所學的法律領域之中，甚至是專業的財經法律領域之中。法律人往往僅能分析法條的結構，用文義的方式加以分析法條，但基於文義之侷限性，此種方式往往無法涵蓋所有的規範事實。甚至有大範圍之疏漏。故看到系上的選課清單上有經濟刑法這門課時，心中是既興奮又擔心。興奮的是可以將自身所學得金融分析方法加以結合法律之應用，擔心的是自己的會計學原理之方法、概念不夠清楚，無法判讀金融經濟資料。但基於想整合自身四年當中所習得的法律專業，再加上老師課程的規劃十分多元，邀請從實務界、學術界的各種領域之人，帶領我們一窺經濟犯罪的面紗。我便選修這門課，也開啟了我另一扇法律學的視野。

我們這一組在研讀台鳳案判決的時候，一開始便打算找出最原始的檢方起訴書及被告律師的攻擊書狀。盼能以雙方不同的攻防立場、立論主張。來更清晰的分析本案。所以一開始我們便上網亦或去圖書館找尋相關的資料或簡報。或致被告委任的律師事務所找尋卷證資料。當資料搜尋完成之際，我們遇到了第一個難題，及本案的當事關係十分錯綜複雜，而於各種審級的判決理由之中，當事人的代號均未完全相同，於卷證資料當中，我們只能從檢方或法院的事實中推測當事人代號所表示的意義。加以還原之。為了怕名稱不夠正確，我們又再次上網閱讀當時有關台鳳案的相關新聞資料，在新聞資料當時的報導輔助之下，我們便可以正確的認定當事人之身分及在本案當中的網狀資金交流關係。這個部份花了我們不少的時間。接下來我們開始進一步的來探討本案對於經濟犯罪操縱手法的認定。此時又遇到第二次的挫折。一者是對於檢方或當事人訴訟代理人所提供之會計資料無法加以判讀。二者在於操縱手法導致金融犯罪在實務上與學界上乃有所爭議。若採取不同之見解，將導致不同的判決結果。所以本組就分兩部分加以解決：我們先處理操縱手法的部份，我們利用法規搜尋系統找出就有之最高法院之判決，來了解當時有拘束力之法院見解，另一方面參照劉連煜、廖大穎老師所提出之看法，亦或是其書上所引註之日本法見解加以討論之。最後，我們再來端看本案中法院的見解是採取

何種態度或立場。藉此觀察經濟犯罪法律進化的過程，亦可以了解檢辯雙方可能採取的攻防立場為何。最後，我們開始處理一些於會計上的問題，例如：其如何利用會計審計制度的缺漏來達到其不法的目的。以致於主管機關無法於其應得發現之期間加以糾正之。因為會計科目離我們較為久遠，所以我們在討論時總時找不到方向，討論的部份也較達不到核心的部份。最後，因組員的家屬為執業會計師，透過其對於會計制度的了解，提供我們一些方向去思考。最後有達到一些共識及想法。這也是我們為什麼想要修習這門課程的原因，將知識技能加以整合，才能真正的正確分析經濟案件。本組亦有組員每晚收看股票分析節目，上網了解股票分析軟體，以希冀可以正確了解股市運作的方式。

修習完這門課程之後，我們了解到操縱股價與內線交易於實務上要如何加以認定，而於陳家彬教授交授的市場分析及財務報表分析方法中。我們了解到其他研究方法如何使用。也讓我們清楚了解到本身技能的不足。我們往往對於財務報表、股票操縱資料的部份無法加以處理。通常需要透過擁有本項技能的從業專業人員才能了解分析之。這張財務報表往往對於我們傳統法律人而言僅為一張具有數字的報表

而已。惟身為財經法律領域的法律人，時應具備自行判斷報表的能力。才能更精確的分析法條的構成要件及做正確的判斷。故修習完這們克之後，我想對於我們而言，並不是經濟犯罪學習的結束，而是成為開啟我們楚習專業經濟犯罪的那一把鑰匙。

台鳳案之個案分析

鄧友婷

(國立中興大學財經法律學系四年級學生)

經濟刑法—台鳳案之個案分析-第一次作業 (2007年11月12日)

49324033 財法四 鄧

友婷

一、前言

有關嚴重影響股市秩序、震撼證券交易市場而喧騰一時的台鳳案，茲以法律及些微證券交易觀點，分三個部份予以討論研究。首先是關於檢察官起訴事實與主張，次係法院一、二、三審判決，末則討論證券交易法第155條第一項第四款要件並略述管見。期能就該案有更深之探究與了解，並藉此一窺證券交易犯罪之理論與法律適用。

二、檢察官起訴事實與主張

檢察官起訴之事實與主張，約略有如下幾點：(一)由F○○主導與若干被告共謀調度資金購入台鳳股票。(二)F○○身為內部人而

於公司重大影響其股票價格之消息未公開前，買入公司上市股票。

(三)E○○提供資金貸予投資人。(四)傅其借貸資金買入昱成公司、凱聚公司、長億公司股票。(五)傅其隱匿犯罪所得之洗錢行為。(六)N○○提供資金貸予投資人。

(一) 由 F○○主導與若干被告共謀調度資金購入台鳳股票。

如起訴書所載事實：「F○○見台鳳公司有關龍泉新市鎮整體開發計畫及出售彰化土地所得金額，將使台鳳公司獲利匪淺，而當時之報章媒體亦對台鳳公司之龍泉新市鎮整體開發計畫迭有報導，F○○乃欲藉此更進一步炒作台鳳公司之股價而獲利，而因炒作股票需要資金之挹注，乃與黃○○謀議，推由黃○○或L○○向外調度資金，自八十六年十月間起，由黃○○、L○○向均不知情炒作台鳳公司股票目的之E○○、N○○、宇○○、R○○、丙○○、J○○、卯○○暨其他金主邱群倫、李佳蓉等人，共計籌得十二億餘元作為炒作台鳳股票之資金。另己○○經由乙○○之介紹，於八十六年十月間某日，在台北市中正區○○○路○段台鳳公司大樓內與F○○、黃○○、陳台盛等人商議共謀炒作台鳳公司股票，約定由己○○以後述與E○○、N○○等人相同一即未經當時證券交易法主管機關財政部

證券管理委員會核准經營證券金融事業經營之方式(即丙種墊款之方式)一提供二億元之資金參與炒作，炒作如有利得，則由其與F○○四、六分帳。」

「F○○、黃○○二人覓得資金後，即開始進行其炒作台鳳公司股票之分工，即由黃○○負責掌控台鳳公司股票每日盤勢、股價及成交量，另由L○○協助黃○○、F○○買賣台鳳股票之喊盤下單、調用資金、買賣股票帳冊之製作；另由F○○指示陳台盛，承其之命並依其或黃○○之指示，辦理黃○○、L○○買賣台鳳股票之資金調度、人頭戶之取得，及負責銀行匯款作業；另由F○○或黃○○分別以鳳都投資股份有限公司(負責人為F○○之母，即不知情之黃葉冬梅)、鳳翔公司、鳳華公司、宏信公司、宏誠公司、宏陽公司、宏銓公司、宏華投資股份有限公司(負責人為不知情之蘇炳順)、先勵投資股份有限公司(負責人為不知情之人頭出借人Q○○，)及帝門藝術公司等法人帳戶喊盤下單買賣台鳳股票。」

「自八十六年十一月間起至八十七年七月三十一日止，黃○○、L○○即以金主E○○提供之證券交易帳戶，委由營業員梁薺方或宙○○接單，或黃○○、L○○、不知情之黃龍公司總經理地○○等之指示配單，依所指示之價量，買賣台鳳公司股票；金主N○○、邱群倫、李佳蓉、R○○、宇○○提供之資金，則以該等金主所提供

之股票交易帳戶，委由不知情之營業員丁○○、癸○接單或依黃○○、L○○、地○○等之指示配單，依所指示之價量，買賣台鳳公司股票；金主丙○○、J○○、卯○○所提供之資金，則以該等金主所提供之環球證券股份有限公司南股票交易帳戶，委由不知情之營業員黃錦慧（即L○○之配偶）接單或依黃○○、L○○、地○○等之指示配單，依所指示之價量，買賣台鳳公司股票；金主己○○提供之資金，則以該金主所提供之股票交易帳戶，委由不知情之營業員蔡尚田、施光訓接單，或依黃○○、L○○、地○○等之指示配單，依所指示之價量，買賣台鳳公司股票，或逕請己○○、J○○自行於上述證券商及帳戶協助喊盤下單。」

（二）F○○身為內部人而於公司重大影響其股票價格之消息未公開前，買入公司上市股票。

如起訴書所載事實：「台鳳公司出售該公司所有於彰化市之四筆土地予駿達公司，可獲得十四億餘元之處分利益，該四筆土地之交易自會對台鳳公司之股票價格有重大之影響，而F○○於八十六年十月間即已知悉駿達公司將購買台鳳公司前開四筆土地，詎F○○竟在該公司出售該四筆土地之訊息於八十六年十二月十三日公布前之八

十六年十月六日至八十六年十二月十三日，利用鳳都公司、先勵公司、帝門公司、鳳翔公司、鳳華公司等法人帳戶買進台鳳公司股票達七八七九仟股，致坐收台鳳公司股票於此土地交易之重大訊息公告後，自八十餘元上漲至一〇二元之內線交易非法利益達二億三千七百九十八萬元。」

「台鳳公司於八十七年六月間將該公司所有坐落彰化縣二筆土地出售予愛華公司，可獲得約十六億餘元之處分利益，該二筆土地之交易自會對台鳳公司之股票價格有重大之影響，而F○○於八十七年五月二十七日，即透過台鳳公司總經理王朝俊初步核可之簽呈中獲悉上開土地交易之利多，而於八十七年五月三十一日在台奉公司該內部簽呈上批示「如擬」，詎F○○竟在該公司出售該二筆土地之訊息於八十七年六月三十日公布前之八十七年六月五日至八十七年六月二十九日，利用宏揚公司、帝門公司、鳳華公司等法人帳戶買進台鳳公司股票達六五九五仟股，致坐收台鳳公司股票於此土地交易之重大訊息公告後，自二二五元上漲至二四二元之內線交易非法利益達五千四百五十八萬四千元。」

(三)E○○提供資金貸予投資人。

如起訴書所載事實：「E○○為股票集中交易市場著名之金主，因其所有之資金較為充裕，遇有資金不足之股票集中交易市場人士向其借貸資金購買股票，經其評估借款人之信用認為可行後，即會將金錢借予借款人，其方式為借款人需提出借款金額三至四成之保證金，匯入E○○所指定之帳戶，E○○並視借款人之信用收取每萬元每日五至七元不等之利息，而E○○為保障自己之借款債權，會要求借款人在其指定之戶頭由借款人自行下單買賣股票，如此一來，如果借款人所購買股票之價格下滑不足借款人所提供之保證金成數，借款人又不補足保證金時，E○○即得將借款人在其所指定之帳戶中，由借款人購買之股票出脫變現，此種借款方式即為證券交易法第十八條第一項所稱之證券金融事業之經營，在股票集中交易市場上則俗稱為丙種墊款，惟E○○經營證券金融事業並未經證券交易法之主管機關財政部證券管理委員會之核准。另地○○則係黃龍公司總經理，受僱於E○○，承E○○之命負責處理前述提供丙種墊款資金供人買賣股票業務之審核是否墊給、保證金成數之建議、管制墊款額度之使用、掌控保證金是否充足及結算利得等業務。」

「E○○與地○○自八十六年九月間開始迄八十七年十二月底止，二人均未經證管會之核准經營證券金融事業，而基於概括之犯意聯絡，為丙種墊款業務之經營。前後共陸續借出八億元予黃○○(黃

○○即將借得之八億元用供其與F○○炒作台鳳公司股票之部分資金)；借出二億元予未○○(未○○係代傳其出面向E○○借款，借得之資金用供其等炒作凱聚股份有限公司)；借出二億五千萬元予未○○(未○○係代傳其出面向E○○借款，借得之資金用供其等炒作昱成建設股份有限公司)；借出四億五千萬元予未○○(未○○係代傳其出面向E○○借款，借得之資金用供其等買賣華隆股份有限公司)；借出三十億元予未○○(未○○係代傳其出面向E○○借款，借得之資金用供其等炒作長億股份有限公司)；借出約一億三千五百萬元予○○○(○○○借得款項後用供自己買賣駿達公司股票)。

(四)傳其借貸資金買入昱成公司、凱聚公司、長億公司股票。

如起書所載事實：「傳其以投資證券集中交易市場股票為業；未○○八十五年間陸續在環球證券公司、復華證券股份有限公司以仲介金主墊款予客戶買賣股票賺取傭金為生及為傳其向E○○墊股買賣股票之仲介、保證金之估算、墊款之管制使用、C○○與E○○墊股買賣股票之下單、盤人；已○○在聯合證券股份有限公司擔任營業員。傳其、未○○及已○○基於抬高、壓低在證交所開設之股票集中交易市場上市之凱聚公司、昱成公司、長億公司三支股票有價證券交

易價格之概括犯意聯絡，自行及以他人名義先後對凱聚公司、昱成公司及長億公司等三支股票連續以高價買入或以低價賣出。」

「凱聚公司股票部分：傅萁先委由未○○向不知情之E○○、地○○以丙種墊款之方式借得二億元。並委由已○○向不知情之N○○以丙種墊款之方式借得約八千萬元。傅萁、未○○及已○○三人覓妥炒作凱聚公司股票之資金後，即由未○○、已○○開始下單買賣凱聚公司股票。昱成公司股票部分：傅萁先委由未○○向不知情之E○○、地○○以丙種墊款之方式借得二億五千萬元，並委由已○○向不知情之N○○以前述丙種墊款之方式借得約八千萬元。傅萁、未○○及已○○三人覓妥炒作昱成公司股票之資金後，由未○○、已○○開始下單買賣昱成公司股票。三、長億公司部分：緣八十七年三、四月間，長億公司因參與中正機場捷運工程BOT案、台中縣月眉遊樂區開發案及長生發電廠興建案，傅萁見上開發案對於長億公司之股價有正面之影響（即股票市場俗稱之利多訊息），足以作為炒作長億公司股價之題材，又委由未○○向不知情之E○○、地○○以丙種墊款之方式先後借得三十億元，並委由已○○向不知情之N○○以丙種墊款之方式借得約八千萬元。傅萁、未○○及已○○三人覓妥炒作長億公司股票之資金後，即委由未○○、已○○開始下單買賣長億公司股票。」

(五)傅其隱匿犯罪所得之洗錢行為。

如起訴書所載事實：「傅其、已○○二人為隱匿因自己犯違反證券交易法第一百五十五條第一項第四款犯罪（即前述炒作昱成公司股票部分）所得財物，因已○○設於中信銀城中分行帳戶及已○○之前妻趙小琴設於同一銀行帳戶均為傅其所支配使用，此二個帳戶內均為其等出售前開炒作昱成股票所得之交割款，傅其與已○○二人竟基於洗錢之犯意聯絡，由傅其於八十六年十一月十一日指示已○○自前開二個帳戶分別提領出一億零二百三十萬元、一千四百七十萬元合計一億一千七百萬元，再由傅其委由其不知情之妻姐天○○於同日至該銀行將該一億一千七百萬元結匯成美金三百七十八萬五千七百六十二點一七元，匯至元富證券（香港）有限公司設於美國紐約花旗銀行之帳戶內，以隱匿因自己重大犯罪所得之財物而洗錢，俾利用元富代理人（香港）有限公司向財政部證券暨期貨管理委員會申請投資股市之額度買進昱成股票，嗣傅其即利用元富代理人（香港）有限公司向證期會申請之額度買進昱成股票共計約四千餘張，而達成其洗錢之目的。」

(六)N○○提供資金貸予投資人。

如起訴書所載事實：「N○○自八十六年七月間起至八十七年十二月三十一日止，亦未經當時證券交易法主管機關證管會之核准，基於違法經營證券金融事業之概括犯意，先後以三種墊款之方式墊款四千萬元予癸○，另墊款八千萬元予巳○○，癸○及巳○○借得上述款項後，即再轉交予黃○○或傅萁作為炒作台鳳公司、凱聚公司、昱成公司及長億公司股票之資金。

三、第一審判決

(一) 第一審判決主文：「F○○共同違反對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者之規定。又連續違反公司之董事獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息未公開前，不得對該公司之上市買賣之股票，買入或賣出之規定。陳台盛共同違反對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低

價賣出者之規定。L○○共同違反對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者之規定。E○○共同連續違反經營證券金融事業，應經主管機關之核准之規定。地○○共同連續違反經營證券金融事業，應經主管機關之核准之規定。未○○共同連續對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者之規定。己○○共同違反對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者之規定。傳 其共同連續違反對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者之規定。已○○共同連續違反對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者之規定。N○○連續違反經營證券金融事業，應經主管機關之核准之規定。

(二) 關於證券交易法第 155 條第一項第四款規定第一審法院觀點如下：

1. 「有價證券監視報告函送偵辦案件作業要點」與該條該款的適用爭議？

一審法院指出「證交所上開作業要點第二條已經敘明，該要點係其內部制作告發書函送司法機關偵辦之要點而已，該公司並無意以此要點擴充證券交易法第一百五十五條第一項第四款規定之構成要件，當然此要點即不能拘束法院，僅得供作法院作為參考，因此究竟行為人有沒有該當於證券交易法第一百五十五條第一項第四款規定之構成要件，吾人仍然不妨從法條本身之要件來分析，先予敘明。」

2. 買入或賣出之價格是不是法條中所謂之高價或低價？

「法條中所謂之高價、低價，本院認為應係指『在一段期間內，逐日以高於委託當時之揭示價、接近當日漲停參考價之價格或以當日漲停參考價之價格委託買進；或以低於委託當時之揭示價、接近當日跌停參考價之價格或以當日跌停參考價之價格委託賣出較為合理』。」

3. 抬高或壓低集中交易市場台鳳公司股價交易價格之「主觀意圖」？

「並不能單純以行為人是否以高價、低價為買進、賣出作為認定之唯一標準，另外應可參考行為人買進、賣出之價格是否使股價出

現波動、是否有相對成交、是否有使用人頭戶均得作為行為人是否有炒作股票意圖之佐證」

「而庚○○在提呈於本院之報告亦供稱：根據我們過去的經驗，炒作股票，第一通常會有沖洗買賣的情況發生，因為沖洗買賣的方式會增加股票的買賣量，會形成股票交易活絡的假象，基本上沖洗買賣是炒作行為的一部分。第二個，會有「拉尾盤」之情況發生，拉尾盤不是每個炒作案都會有的，因為拉尾盤通常具有作價的意味，因為每一天開盤價及計算漲跌幅都是根據前一天的收盤價來決定的，因此如果行為人在收盤前十分鐘將收盤價拉高，即具有墊高次日營業日漲停參考價及開盤價之功能，所以拉尾盤也是一個操作股票的行為。第三個，影響開盤行為的分析，在本案裡面並不是非常明顯，但是我還是列出來作參考，不過我要強調但是在台鳳的炒作案中，沖洗性買賣及拉尾盤是非常明顯的，規避標準也非常的明顯。」

4. 「證券交易法第一百五十五條第一項第四款規定原即以『連續』行為，為其犯罪構成要件，從而對於同一種有價證券，犯罪行為人必須符合上開要件而有「連續」行為時，始與該罪之構成要件相當，並僅成立單純一罪，不能再依刑法第五十六條規定論以連續犯。」

(三) 關於證券交易法第 157-1 條規定第一審法院觀點如下：

「按禁止內線交易之理由，學理上有所謂「平等取得資訊理論」，即在資訊公開原則下所有市場參與者，應同時取得相同之資訊，任何人先行利用，將違反公平原則。故公司內部人於知悉公司之內部消息後，若於未公開該內部消息前，即在證券市場與不知該消息之一般投資人為對等交易，則該行為本身即已破壞證券市場交易制度之公平性，足以影響一般投資人對證券市場之公正性、健全性之信賴，而應予以非難。而此內線交易之禁止，僅須內部人具備「獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息」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，買入或賣出」此二形式要件即成，並未規定行為人主觀目的之要件。故內部人於知悉消息後，並買賣股票，是否有藉該交易獲利或避免損失之主觀意圖，應不影響其犯罪之成立；且該內部人是否因該內線交易而獲利益，亦無足問，即本罪之性質，應解為即成犯(或行為犯、舉動犯)，而非結果犯。

(四) 關於證券交易法第一百五十五條一項第六款規定第一審法院觀點如下：

「證券交易法第一百五十五條第一項第六款規定之構成要件，需行為人之行為不符合第一款至第五款之構成要件而有該五款以外之「其他」影響集中交易市場某種有價證券交易價格之操縱行為者，始

得依該款論處，如行為人之行為已該當於該條項八十九年七月十九日修正前第二款不得為沖洗性買賣規定之構成要件，即不應再對行為人之行為論以同條項第六款之罪名，而因證券交易法於八十九年七月十九日修正公布時，將原有第一百五十五條第一項第二款之規定予以「刪除」，同年月二十一日生效，即單純對於證券交易所上市之有價證券，在集中交易市場，不移轉所有權而偽作買賣之行為，業已廢止其刑罰，故應對行為人為檢察官所起訴符合於沖洗性買賣構成要件規定之行為，為免訴之諭知。」

(五) 關於證券交易法第十八條第一項規定第一審法院觀點如下：

1. 證券交易法第十八條「證券金融事業」之定義不明確？

「證券交易法第十八條第一項於被告E○○、地○○等人於行為時係明文規定：『經營證券投資信託事業、證券金融事業、證券投資顧問事業、證券集中保管事業或其他證券服務事業，應經主管機關之核准。』，第二項則係規定：『前項事業之管理、監督事項，由行政院以命令定之。』在第一項規定中，法條已經清楚的規定經營證券金融事業應經主管機關之核准，並無刑罰構成要件不明確之情形。」

2. 證券交易法第十八條及一百七十五條規範對象？

「所謂證券金融事業，依行政院訂頒之證券金融事業管理規則第二條、第五條規定，係指『予證券投資人、證券商或其他證券金融事業融通資金或證券之事業』。而有價證券買賣之融通資金，屬證券金融業務之一種。所謂經營事業，乃一定期間內，獨立地對不特定人，從事一定之經濟活動。換言之，證券交易法第十八條及一百七十五條之立法意旨，乃為禁止「無照經營證券金融事業」，即在取締提供股市地下資金之現象，凡未經許可而從事具有上述定義之經濟活動者，無論有償或無償、直接或間接、是否由中間人對外招攬、投資人有無親眼目睹金主面貌或與之聯絡、所提供帳戶有無為其他之使用，均無礙於對「不特定人」提供融資之行為本質。至於證券金融事業管理規則第四條所規定「證券金融事業之設立，以股份有限公司組織為限，其實收資本不得少於新臺幣四十億元。」，乃就經核准經營之設立要件，非謂違法經營證券金融事業者，限於公司組織之形態，倘個人有違反上開規定，經營融資等證券金融業者，仍應依該法處罰。」

四、第二審判決

(一) 第二審判決主文：「子○○(即一審之F○○)共同違反對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某

種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者之規定。陳台盛共同違反對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者之規定。卯○○(即一審之L○○)共同違反對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者之規定。己○○(即一審之地○○)共同違反經營證券金融事業，應經主管機關核准之規定。甲○○(即一審之己○○)違反經營證券金融事業，應經主管機關核准之規定。辰○○(即一審之N○○)違反經營證券金融事業，應經主管機關核准之規定。癸○○(即一審之E○○)部分，公訴不受理。」

(二) 第二審判決對於相關條文之爭點看法大致與第一審謀合，惟有些許事實認定上之差異，略述於下：

1. 被告子○○所涉炒作股票及內線交易之犯行，為牽連犯，原審誤為數罪併罰，尚有未洽。

2. 被告甲○○對子○○炒作股票部分，並未參與，亦未謀議，不構成共犯，原審認係子○○、陳台盛、卯○○與甲○○為共犯，亦有未洽。

3. 關於證券交易法第 155 條第一項第二款(已刪除)和第六款之論罪，第二審法院認為，「原審認不構成同條項第六款之罪，應不另為無罪之諭知，而諭知不另為免訴之判決，亦有未合。而無可維持。」

五、第三審判決

(一) 第三審判決主文：「原判決關於甲○○、乙○○、丙○○、庚○○、戊○○、辛○○、癸○○、子○○、丁○○、己○○、壬○○部分均撤銷，發回台灣高等法院。」

(二) 關於證券交易法第一百五十五條一項第六款規定第三審法院觀點如下：

「違反證券交易法第一百五十五條第一項第一、三、四、五、六款之規定，應依同法第一百七十一條之規定處罰。關於同法第一百五十五條第一項第一、三至六款之規定，即學理上所謂「反操縱條款」，旨在規範證券交易所上市之有價證券，在交易上之各種不法操

縱行為。其立法目的，在健全證券交易市場之機能，維持證券交易市場之秩序，並保護投資人。就立法文義而言，證券交易法第一百五十五條第一項第一、三、四、五款之規定，係列示不同之非法操縱行為類型，而同法條項第六款之規定，則為非法操縱行為之概括類型，文義上仍應視為非法操縱行為之另一種類型，此應係證券交易市場之「操縱行為」，屬智慧型之經濟犯罪，其犯罪態樣複雜，立法上無法一一列舉所致。申言之，行為人之行為縱已該當該條項第一、三、四、五款中，其中之一或數款之非法操縱行為類型之構成要件，如另該當同條項第六款之非法操縱行為類型之構成要件時，自非可置而不論，始符該法條為「反操縱條款」之立法目的。從而如行為人係基於包括之認識、單一之目的，就某一種集中交易市場之有價證券，或同時就多數集中交易市場之有價證券，接續有該當證券交易法第一百五十五條第一項第一、三至六款所示之非法操縱該相關有價證券之行為者，應僅成立一罪，不能以連續論，於此情形，應就所犯不同之非法操縱行為之類型中，擇一重論處。至行為人並非基於包括之認識、單一之目的，同時就多種集中交易市場之有價證券，而係基於概括犯意，先後就集中交易市場，個別不同之多種有價證券，分別有該當上開法條所示之非法操縱行為者，如在刑事法之評價上，各具獨立性，就個別不同之有價證券之非法操縱行為，非不可以連續犯論擬。」

(三) 就丙種墊款借款人是否共同參與炒作股價第三審法院觀點如下：

「依原審第一次判決事實欄之記載，丁○○、己○○、壬○○，其等經營丙種墊款之方式為：借款人提出借款金額三至四成之保證金，支付每萬元每日五至七元不等之利息；為保障借款債權，借款人必須在其指定之帳戶由借款人自行下單買賣股票；如借款人所購買股票之價格下跌不足所提供之保證金，借款人應補足保證金，如未能補足，即可將其掌控借款人在所指定之帳戶購買之股票賣出變現，以償還借款。依上述渠等不爭之經營方式，可知借款人下單買賣股票均必須在金主指定之帳戶，如借款人未能補足保證金，金主即能將掌控於指定帳戶內之股票賣出變現，既謂「掌控」，亦可明瞭金主對指定之股票帳戶有操控權，不可能任由借款人恣意買賣帳戶中之股票。而依原審第一、二次判決事實欄認定之事實，丁○○與已死亡之黃任中於八十六年七月至八十七年七月間，陸續借出之金額總計高達四十八億多元，其中借供戊○○、庚○○炒作長億公司股票之金額，更在短短四個月間即陸續借出三十億元；至於己○○、壬○○借出之金額，亦分別有二億元、二億八千萬元之多。則各金主對以上高額之借款，除冀能賺取利益外，如何保障其本金債權，自是渠等最關心之重點，而

為保障其本金，除確實瞭解借款人之背景、股票投資規劃外，對於渠等掌控股票帳戶中之每日股票進出情形，豈有不隨時關心之理，實不可能如原審第一次判決書所載，僅在借款前概略瞭解借款人擬買賣股票之概況，數月後結算利息而已。更何況，原審第一次判決亦認定，各筆借款均用於買賣特定一支股票，其具體之股票之名稱及借款金額原審第一次判決均有詳為記載，而操作方式，除有如原審第一次判決所述使股價上漲或下跌、殺尾盤、影響開盤股價及利用金主提供之人頭戶為買進、賣出

之情形外，更有包括沖洗性買賣之相對成交情形，其買入、賣出同支股票，均利用金主掌控之帳戶，甚至金主本人之帳戶，而且如無金主提供適當數量之人頭帳戶，亦難造成股市熱絡之假象。綜上所述各點，由各筆借款金額之鉅、各筆借款均係針對特定股票之買賣而出借、股票買賣均利用金主掌控之帳戶、金主提供適

當數量之帳戶以利操作，以及操控股價行為之態樣等等以觀，客觀上應已足以認定丁○○、己○○、壬○○絕非單純之提供借款而已，渠等對借款人擬炒作特定股票之目的及過程中之實際操作情形，應始終知情，復允以提供資金、適當數量之帳戶以利操作，無論其目的在賺利息或分紅，應認已與借款人共同參與炒作股

價之犯行。原判決認渠等無共同炒作犯行，認事採證實有悖經驗法則。」

六、證券交易法第 155 條第一項第四款要件分析

就法條文義觀之，本條之構成要件有二：其一係主觀構成要件，需有抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格之操縱意圖；其二係需有自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出之手段。惟以高價買入或以低價賣出之行為僅係一種交易上之策略，係不具有詐欺性之中性手段。故於此尚須討論者係，是否應予以考慮行為背後動機良善與否？就我國該條文義解釋及適用本條本款之實務判決視之，似皆無考慮動機。惟就經濟學者之觀點，尊重市場力量理應不得管制，況基於良善之動機且未有詐欺之手段，處以刑罰之必要誠令人存疑。更甚者，違反該條之制裁效果除刑罰與損害賠償外，尚禁止從事證券相關工作、公司經營，可謂影響甚大。是以有論者主張檢驗證券交易法第 155 條第一項第四款要件之際，應嚴格解釋之，除上述主客觀兩要件外，尚應討論行為人背後之動機良善與否。此外，可修法增訂行政處罰規定以規範構成該條該項而動機良善之行為人。

而於本件中，構成該條該款之行為人是否具備動機良善之情狀？

就第一、第二審判決理由內所載：「爰審酌被告F○○身為股票上市公司台鳳公司之負責人，不思以穩健經營公司業務、讓公司永續發展之方式，使股票集中交易市場正當的反應該公司股票之適切價值，竟然為一己之私利與股票市場上之作手被告黃○○聯手炒作台鳳公司股票，使該公司股票價格因其不當之炒作，於前述查核期間由七十餘元飆漲至二百五十餘元，其後因台鳳公司股價一路下跌，使一般投資大眾遭受嚴重之損失，其嚴重危害股票集中交易市場之交易秩序莫此為甚，亦彰顯其視法律於無物之心態，另外被告F○○身為台鳳公司之內部人，不知確實遵守證券交易法所禁止不得為非法內線交易之規定，僅為一己之私利，為前述非法之內線交易，可以說是為公司經營者作了一最錯誤之示範。」、「爰審酌被告傅其其不思於股票集中交易市場為正當之交易投資，竟主導先後連續炒作凱聚公司、昱成公司及長億公司之股票，簡直無視股票集中交易市場其他合法投資人之權益，擾亂股票集中交易市場之秩序，更進而為隱匿其炒作股票所得而洗錢，更足徵其惡性之重大」似可推論並未有何良善之動機，故證券交易法第155條第一項第四款是否討論動機良善與否，於本件中應無實益。（亦即，既使討論此要件，本件行為人亦無法主張之）。

七、小結

有關上述見解似不無道理，惟管見以為，動機之良善與否仍應作為量刑之依據而不得為構成要件。以刑罰之目的觀之，刑法之所以將特定行為定性為犯罪並加以處罰，重點乃係因為該等行為和人類共同和平生活的規則、秩序互不相容，從而造成「社會損害性」。而動機僅係行為人做出侵害法益行為背後之理由，並非他人所得窺見，縱有良善之動機亦已造成法益之侵害，如同行為人因母親生病(動機)而為刑法第 320 調之竊盜罪，吾人亦不得謂其具有良善動機而予以免責。雖謂於證券交易市場之特殊性而不得與現實生活做相同之結論，然吾人亦可以法益侵害角度討論之，亦即，即使行為人今日因良善之動機而為證券交易法第 155 條第一項第四款之行為，然因其大量買進而造成虛假的供需量，將使一般散股小戶跟進，進而造成股市的異常動盪與影響股市交易秩序，更或造成交易大眾利益受損，則儘管其基於良善動機，皆已造成他人之法益受損，何能謂因其動機良善即犧牲他人之利益？或謂其並未以詐欺之手段引誘他人跟進，他人之損失是其所應承擔之風險，惟管見以為，其中性手段造成之供需假象即已間接影響他人做出正確決策，難謂毫無因果關係。

綜上所述，動機應否予以考量實係一值得深究之課題，此亦顯現出自由經濟市場與保護公眾利益、維持交易秩序之權衡拉扯。惟學生

才疏學淺，對於證券交易相關規則涉略尚淺，仍無法以經濟學者觀點支持自由市場之論點，故僅就法律刑罰之概念略述管見。或多有未慮之處，還請包涵。

經濟刑法—台鳳案之個案分析-第二次作業

49324033 財法四 鄧友婷

一、前言

有關嚴重影響股市秩序、震撼證券交易市場而喧騰一時的台鳳案，茲以法律及些微證券交易觀點，分三個部份予以討論研究。首先是關於檢察官起訴事實與主張，次係法院一、二、三審判決，末則討論證券交易法第 155 條第一項第四款要件並略述管見。期能就該案有更深之探究與了解，並藉此一窺證券交易犯罪之理論與法律適用。

二、檢察官起訴事實與主張

檢察官起訴之事實與主張，約略有如下幾點：(一) 由 F○○主導與若干被告共謀調度資金購入台鳳股票。(二) F○○身為內部人而於公司重大影響其股票價格之消息未公開前，買入公司上市股票。(三) E○○提供資金貸予投資人。(四) 傅其借貸資金買入昱成公司、凱聚公司、長億公司股票。(五) 傅其隱匿犯罪所得之洗錢行為。(六) N○○提供資金貸予投資人。

(一) 由 F○○ 主導與若干被告共謀調度資金購入台鳳股票。

(F○○ 炒作台鳳股票之事實)

1. 買入、賣出股票之動機 (原因)

如起訴書所載事實：「F○○ 見台鳳公司有關龍泉新市鎮整體開發計畫及出售彰化土地所得金額，將使台鳳公司獲利匪淺，而當時之報章媒體亦對台鳳公司之龍泉新市鎮整體開發計畫迭有報導，F○○ 乃欲藉此更進一步炒作台鳳公司之股價而獲利，而因炒作股票需要資金之挹注，乃與黃○○ 謀議，推由黃○○ 或 L○○ 向外調度資金，自八十六年十月間起，由黃○○、L○○ 向均不知情炒作台鳳公司股票目的之 E○○、N○○、宇○○、R○○、丙○○、J○○、卯○○ 暨其他金主邱群倫、李佳蓉等人，共計籌得十二億餘元作為炒作台鳳股票之資金。另己○○ 經由乙○○ 之介紹，於八十六年十月間某日，在台北市中正區○○○路○段台鳳公司大樓內與 F○○、黃○○、陳台盛等人商議共謀炒作台鳳公司股票，約定由己○○ 以後述與 E○○、N○○ 等人相同一即未經當時證券交易法主管機關財政部證券管理委員會核准經營證券金融事業經營之方式(即丙種墊款之方

式)一提供二億元之資金參與炒作，炒作如有利得，則由其與F○○
四、六分帳。」

2. 自行或以他人名義，對該有價證券連續以高價買入或以低價
賣出之行為

(手段)

如起訴書所載事實：「F○○、黃○○二人覓得資金後，即開始進行其炒作台鳳公司股票之分工，即由黃○○負責掌控台鳳公司股票每日盤勢、股價及成交量，另由L○○協助黃○○、F○○買賣台鳳股票之喊盤下單、調用資金、買賣股票帳冊之製作；另由F○○指示陳台盛，承其之命並依其或黃○○之指示，辦理黃○○、L○○買賣台鳳股票之資金調度、人頭戶之取得，及負責銀行匯款作業；另由F○○或黃○○分別以鳳都投資股份有限公司（負責人為F○○之母，即不知情之黃葉冬梅）、鳳翔公司、鳳華公司、宏信公司、宏誠公司、宏陽公司、宏銓公司、宏華投資股份有限公司（負責人為不知情之蘇炳順）、先勵投資股份有限公司（負責人為不知情之人頭出借人Q○○，）及帝門藝術公司等法人帳戶喊盤下單買賣台鳳股票。」

「自八十六年十一月間起至八十七年七月三十一日止，黃○○、L○○即以金主E○○提供之證券交易帳戶，買賣台鳳公司股票；金主N○○、邱群倫、李佳蓉、R○○、宇○○提供之資金，買賣台鳳公司股票；金主丙○○、J○○、卯○○所提供之資金，買賣台鳳公司股票；金主己○○提供之資金，買賣台鳳公司股票，或逕請己○○、J○○自行於上述證券商及帳戶協助喊盤下單。」

3. 意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格（意圖）

如起訴書所載事實：「在上開期間內，F○○、黃○○、L○○、陳台盛及己○○即共同意圖抬高或壓低股票集中交易市場台鳳公司之交易價格，自行或以他人名義對台鳳公司股票連續以高價買入或低價賣出，F○○、黃○○、L○○、陳台盛及己○○利用金主或自己使用之帳戶在前開期間內，就台鳳公司股票相對成交之詳情如附表一所載，至於在上開期間內，其等就台鳳公司股票以高價買進或低價賣出之情形，則如附表二所載。」

(二) F○○身為內部人而於公司重大影響其股票價格之消息未公開前，買入公司上市股票。(F○○內線交易部分之事實)

1. 發行股票公司有重大影響其股票價格之事由

如起訴書所載事實：「台鳳公司出售該公司所有於彰化市之四筆土地予駿達公司，可獲得十四億餘元之處分利益，該四筆土地之交易自會對台鳳公司之股票價格有重大之影響。」

「台鳳公司於八十七年六月間將該公司所有坐落彰化縣二筆土地出售予愛華公司，可獲得約十六億餘元之處分利益，該二筆土地之交易自會對台鳳公司之股票價格有重大之影響。」

2. 獲悉消息後，於消息未公開或公開後十二小時內，買入或賣出股票

如起訴書事實所載：「F○○於八十六年十月間即已知悉駿達公司將購買台鳳公司前開四筆土地，詎F○○竟在該公司出售該四筆土地之訊息於八十六年十二月十三日公布前之八十六年十月六日至八十六年十二月十三日，利用鳳都公司、先勵公司、帝門公司、鳳翔

公司、鳳華公司等法人帳戶買進台鳳公司股票達七八七九仟股，致坐收台鳳公司股票於此土地交易之重大訊息公告後，自八十餘元上漲至一〇二元之內線交易非法利益達二億三千七百九十八萬元。」

「F○○於八十七年五月二十七日，即透過台鳳公司總經理王朝俊初步核可之簽呈中獲悉上開土地交易之利多，而於八十七年五月三十一日在台奉公司該內部簽呈上批示「如擬」，詎F○○竟在該公司出售該二筆土地之訊息於八十七年六月三十日公布前之八十七年六月五日至八十七年六月二十九日，利用宏揚公司、帝門公司、鳳華公司等法人帳戶買進台鳳公司股票達六五九五仟股，致坐收台鳳公司股票於此土地交易之重大訊息公告後，自二二五元上漲至二四二元之內線交易非法利益達五千四百五十八萬四千元。」

(三)E○○提供資金貸予投資人。

1. 丙種墊款

如起訴書所載事實：「E○○為股票集中交易市場著名之金主，因其所有之資金較為充裕，遇有資金不足之股票集中交易市場人士向其借貸資金購買股票，經其評估借款人之信用認為可行後，即會

將金錢借予借款人，其方式為借款人需提出借款金額三至四成之保證金，匯入E○○所指定之帳戶，E○○並視借款人之信用收取每萬元每日五至七元不等之利息，而E○○為保障自己之借款債權，會要求借款人在其指定之戶頭由借款人自行下單買賣股票，如此一來，如果借款人所購買股票之價格下滑不足借款人所提供之保證金成數，借款人又不補足保證金時，E○○即得將借款人在其所指定之帳戶中，由借款人購買之股票出脫變現。」

2. 經營證券服務事業，應經主管機關核准

如起訴書所載事實：「此種借款方式即為證券交易法第十八條第一項所稱之證券金融事業之經營，在股票集中交易市場上則俗稱為丙種墊款，惟E○○經營證券金融事業並未經證券交易法之主管機關財政部證券管理委員會之核准。另地○○則係黃龍公司總經理，受僱於E○○，承E○○之命負責處理前述提供丙種墊款資金供人買賣股票業務之審核是否墊給、保證金成數之建議、管制墊款額度之使用、掌控保證金是否充足及結算利得等業務。」

「E○○與地○○自八十六年九月間開始迄八十七年十二月底止，二人均未經證管會之核准經營證券金融事業，而基於概括之犯

意聯絡，為三種墊款業務之經營。前後共陸續借出八億元予黃○○（黃○○即將借得之八億元用供其與F○○炒作台鳳公司股票之部分資金）；借出二億元予未○○（未○○係代傅其出面向E○○借款，借得之資金用供其等炒作凱聚股份有限公司）；借出二億五千萬元予未○○（未○○係代傅其出面向E○○借款，借得之資金用供其等炒作昱成建設股份有限公司）；借出四億五千萬元予未○○（未○○係代傅其出面向E○○借款，借得之資金用供其等買賣華隆股份有限公司）；借出三十億元予未○○（未○○係代傅其出面向E○○借款，借得之資金用供其等炒作長億股份有限公司）；借出約一億三千五百萬元予○○○（○○○借得款項後用供自己買賣駿達公司股票）。

（四）傅其借貸資金買入昱成公司、凱聚公司、長億公司股票。

1. 買入、賣出股票之動機（原因）

如起訴書所載事實：「緣八十七年三、四月間，長億公司因參與中正機場捷運工程BOT案、台中縣月眉遊樂區開發案及長生發電廠興建案，傅其見上開發案對於長億公司之股價有正面之影響（即股票市場俗稱之利多訊息），足以作為炒作長億公司股價之題材，」

2. 自行或以他人名義，對該有價證券連續以高價買入或以低價賣出之行為(手段)

「凱聚公司股票部分：傅萁先委由未○○向不知情之E○○、地○○以丙種墊款之方式借得二億元。並委由已○○向不知情之N○○以丙種墊款之方式借得約八千萬元。傅萁、未○○及已○○三人覓妥炒作凱聚公司股票之資金後，即由未○○、已○○開始下單買賣凱聚公司股票。昱成公司股票部分：傅萁先委由未○○向不知情之E○○、地○○以丙種墊款之方式借得二億五千萬元，並委由已○○向不知情之N○○以前述丙種墊款之方式借得約八千萬元。傅萁、未○○及已○○三人覓妥炒作昱成公司股票之資金後，由未○○、已○○開始下單買賣昱成公司股票。三、長億公司部分：緣八十七年三、四月間，長億公司因參與中正機場捷運工程BOT案、台中縣月眉遊樂區開發案及長生發電廠興建案，傅萁見上開發案對於長億公司之股價有正面之影響（即股票市場俗稱之利多訊息），足以作為炒作長億公司股價之題材，又委由未○○向不知情之E○○、地○○以丙種墊款之方式先後借得三十億元，並委由已○○向不知情之N○○以丙種墊款之方式借得約八千萬元。傅萁、未○○及已○○三人覓妥炒作長

億公司股票之資金後，即委由未○○、已○○開始下單買賣長億公司股票。」

3. 意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格（意圖）

如起書所載事實：「傅其以投資證券集中交易市場股票為業；未○○八十五年間陸續在環球證券公司、復華證券股份有限公司以仲介金主墊款予客戶買賣股票賺取傭金為生及為傅其向E○○墊股買賣股票之仲介、保證金之估算、墊款之管制使用、C○○與E○○墊股買賣股票之下單、盤人；已○○在聯合證券股份有限公司擔任營業員。傅其、未○○及已○○基於抬高、壓低在證交所開設之股票集中交易市場上市之凱聚公司、昱成公司、長億公司三支股票有價證券交易價格之概括犯意聯絡，自行及以他人名義先後對凱聚公司、昱成公司及長億公司等三支股票連續以高價買入或以低價賣出。」

(五)傅其隱匿犯罪所得之洗錢行為。

如起訴書所載事實：「傅萁、已○○二人為隱匿因自己犯違反證券交易法第一百五十五條第一項第四款犯罪（即前述炒作昱成公司股票部分）所得財物，因已○○設於中信銀城中分行帳戶及已○○之前妻趙小琴設於同一銀行帳戶均為傅萁所支配使用，此二個帳戶內均為其等出售前開炒作昱成股票所得之交割款，傅萁與已○○二人竟基於洗錢之犯意聯絡，由傅萁於八十六年十一月十一日指示已○○自前開二個帳戶分別提領出一億零二百三十萬元、一千四百七十萬元合計一億一千七百萬元，再由傅萁委由其不知情之妻姐天○○於同日至該銀行將該一億一千七百萬元結匯成美金三百七十八萬五千七百六十二點一七元，匯至元富證券（香港）有限公司設於美國紐約花旗銀行之帳戶內，以隱匿因自己重大犯罪所得之財物而洗錢，俾利用元富代理人（香港）有限公司向財政部證券暨期貨管理委員會申請投資股市之額度買進昱成股票，嗣傅萁即利用元富代理人（香港）有限公司向證期會申請之額度買進昱成股票共計約四千餘張，而達成其洗錢之目的。」

（六）N○○提供資金貸予投資人。

如起訴書所載事實：「N○○自八十六年七月間起至八十七年十二月三十一日止，亦未經當時證券交易法主管機關證管會之核准，基於違法經營證券金融事業之概括犯意，先後以三種墊款之方式墊款四千萬元予癸○，另墊款八千萬元予巳○○，癸○及巳○○借得上述款項後，即再轉交予黃○○或傅萁作為炒作台鳳公司、凱聚公司、昱成公司及長億公司股票之資金。

三、第一審判決

（一）第一審判決主文：「F○○共同違反對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者之規定。又連續違反公司之董事獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息未公開前，不得對該公司之上市買賣之股票，買入或賣出之規定。陳台盛共同違反對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者之規定。L○○共同違反對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，

自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者之規定。E○○共同連續違反經營證券金融事業，應經主管機關之核准之規定。地○○共同連續違反經營證券金融事業，應經主管機關之核准之規定。未○○共同連續對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者之規定。己○○共同違反對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者之規定。傳 其共同連續違反對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者之規定。已○○共同連續違反對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者之規定。N○○連續違反經營證券金融事業，應經主管機關之核准之規定。

(二) 關於證券交易法第 155 條第一項第四款規定第一審法院觀點如下：

1. 「有價證券監視報告函送偵辦案件作業要點」與該條該款的適用爭議？

一審法院指出「證交所上開作業要點第二條已經敘明，該要點係其內部制作告發書函送司法機關偵辦之要點而已，該公司並無意以此要點擴充證券交易法第一百五十五條第一項第四款規定之構成要件，當然此要點即不能拘束法院，僅得供作法院作為參考，因此究竟行為人有沒有該當於證券交易法第一百五十五條第一項第四款規定之構成要件，吾人仍然不妨從法條本身之要件來分析，先予敘明。」

2. 買入或賣出之價格是不是法條中所謂之高價或低價？

「法條中所謂之高價、低價，本院認為應係指『在一段期間內，逐日以高於委託當時之揭示價、接近當日漲停參考價之價格或以當日漲停參考價之價格委託買進；或以低於委託當時之揭示價、接近當日跌停參考價之價格或以當日跌停參考價之價格委託賣出較為合理』。」

3. 抬高或壓低集中交易市場台鳳公司股價交易價格之「主觀意圖」？

「並不能單純以行為人是否以高價、低價為買進、賣出作為認定之唯一標準，另外應可參考行為人買進、賣出之價格是否使股價出現波動、是否有相對成交、是否有使用人頭戶均得作為行為人是否有炒作股票意圖之佐證」

「而庚○○在提呈於本院之報告亦供稱：根據我們過去的經驗，炒作股票，第一通常會有沖洗買賣的情況發生，因為沖洗買賣的方式會增加股票的買賣量，會形成股票交易活絡的假象，基本上沖洗買賣是炒作行為的一部分。第二個，會有「拉尾盤」之情況發生，拉尾盤不是每個炒作案都會有的，因為拉尾盤通常具有作價的意味，因為每一天開盤價及計算漲跌幅都是根據前一天的收盤價來決定的，因此如果行為人在收盤前十分鐘將收盤價拉高，即具有墊高次日營業日漲停參考價及開盤價之功能，所以拉尾盤也是一個操作股票的行為。第三個，影響開盤行為的分析，在本案裡面並不是非常明顯，但是我還是列出來作參考，不過我要強調但是在台鳳的炒作案中，沖洗性買賣及拉尾盤是非常明顯的，規避標準也非常的明顯。」

4. 「證券交易法第一百五十五條第一項第四款規定原即以『連續』行為，為其犯罪構成要件，從而對於同一種有價證券，犯罪行為人必須符合上開要件而有「連續」行為時，始與該罪之構成要件相當，並僅成立單純一罪，不能再依刑法第五十六條規定論以連續犯。」

(三) 關於證券交易法第 157-1 條規定第一審法院觀點如下：

「按禁止內線交易之理由，學理上有所謂「平等取得資訊理論」，即在資訊公開原則下所有市場參與者，應同時取得相同之資訊，任何

人先行利用，將違反公平原則。故公司內部人於知悉公司之內部消息後，若於未公開該內部消息前，即在證券市場與不知該消息之一般投資人為對等交易，則該行為本身即已破壞證券市場交易制度之公平性，足以影響一般投資人對證券市場之公正性、健全性之信賴，而應予以非難。而此內線交易之禁止，僅須內部人具備「獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息」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，買入或賣出」此二形式要件即成，並未規定行為人主觀目的之要件。故內部人於知悉消息後，並買賣股票，是否有藉該交易獲利或避免損失之主觀意圖，應不影響其犯罪之成立；且該內部人是否因該內線交易而獲利益，亦無足問，即本罪之性質，應解為即成犯(或行為犯、舉動犯)，而非結果犯。

(四) 關於證券交易法第一百五十五條一項第六款規定第一審法院觀點如下：

「證券交易法第一百五十五條第一項第六款規定之構成要件，需行為人之行為不符合第一款至第五款之構成要件而有該五款以外之「其他」影響集中交易市場某種有價證券交易價格之操縱行為者，始得依該款論處，如行為人之行為已該當於該條項八十九年七月十九日修正前第二款不得為沖洗性買賣規定之構成要件，即不應再對行為人

之行為論以同條項第六款之罪名，而因證券交易法於八十九年七月十九日修正公布時，將原有第一百五十五條第一項第二款之規定予以「刪除」，同年月二十一日生效，即單純對於證券交易所上市之有價證券，在集中交易市場，不移轉所有權而偽作買賣之行為，業已廢止其刑罰，故應對行為人為檢察官所起訴符合於沖洗性買賣構成要件規定之行為，為免訴之諭知。」

(五) 關於證券交易法第十八條第一項規定第一審法院觀點如下：

1. 證券交易法第十八條「證券金融事業」之定義不明確？

「證券交易法第十八條第一項於被告E○○、地○○等人於行為時係明文規定：『經營證券投資信託事業、證券金融事業、證券投資顧問事業、證券集中保管事業或其他證券服務事業，應經主管機關之核准。』，第二項則係規定：『前項事業之管理、監督事項，由行政院以命令定之。』在第一項規定中，法條已經清楚的規定經營證券金融事業應經主管機關之核准，並無刑罰構成要件不明確之情形。」

2. 證券交易法第十八條及一百七十五條規範對象？

「所謂證券金融事業，依行政院訂頒之證券金融事業管理規則第二條、第五條規定，係指『予證券投資人、證券商或其他證券金融事業融通資金或證券之事業』。而有價證券買賣之融通資金，屬證券

金融業務之一種。所謂經營事業，乃一定期間內，獨立地對不特定人，從事一定之經濟活動。換言之，證券交易法第十八條及一百七十五條之立法意旨，乃為禁止「無照經營證券金融事業」，即在取締提供股市地下資金之現象，凡未經許可而從事具有上述定義之經濟活動者，無論有償或無償、直接或間接、是否由中間人對外招攬、投資人有無親眼目睹金主面貌或與之聯絡、所提供帳戶有無為其他之使用，均無礙於對「不特定人」提供融資之行為本質。至於證券金融事業管理規則第四條所規定「證券金融事業之設立，以股份有限公司組織為限，其實收資本不得少於新臺幣四十億元。」，乃就經核准經營之設立要件，非謂違法經營證券金融事業者，限於公司組織之形態，倘個人有違反上開規定，經營融資等證券金融業者，仍應依該法處罰。」

四、第二審判決

(一) 第二審判決主文：「子○○(即一審之F○○)共同違反對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者之規定。陳台盛共同違反對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券

之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者之規定。卯○○(即一審之L○○)共同違反對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者之規定。己○○(即一審之地○○)共同違反經營證券金融事業，應經主管機關核准之規定。甲○○(即一審之己○○)違反經營證券金融事業，應經主管機關核准之規定。辰○○(即一審之N○○)違反經營證券金融事業，應經主管機關核准之規定。癸○○(即一審之E○○)部分，公訴不受理。」

(二) 第二審判決對於相關條文之爭點看法大致與第一審謀合，惟有些許事實認定上之差異，略述於下：

1. 被告子○○所涉炒作股票及內線交易之犯行，為牽連犯，原審誤為數罪併罰，尚有未洽。

2. 被告甲○○對子○○炒作股票部分，並未參與，亦未謀議，不構成共犯，原審認係子○○、陳台盛、卯○○與甲○○為共犯，亦有未洽。

3. 關於證券交易法第 155 條第一項第二款(已刪除)和第六款之論罪，第二審法院認為，「原審認不構成同條項第六款之罪，應不另為無罪之諭知，而諭知不另為免訴之判決，亦有未合。而無可維持。」

五、第三審判決

(一) 第三審判決主文：「原判決關於甲○○、乙○○、丙○○、庚○○、戊○○、辛○○、癸○○、子○○、丁○○、己○○、壬○○部分均撤銷，發回台灣高等法院。」

(二) 關於證券交易法第一百五十五條一項第六款規定第三審法院觀點如下：

「違反證券交易法第一百五十五條第一項第一、三、四、五、六款之規定，應依同法第一百七十一條之規定處罰。關於同法第一百五十五條第一項第一、三至六款之規定，即學理上所謂「反操縱條款」，旨在規範證券交易所上市之有價證券，在交易上之各種不法操縱行為。其立法目的，在健全證券交易市場之機能，維持證券交易市場之秩序，並保護投資人。就立法文義而言，證券交易法第一百五十五條第一項第一、三、四、五款之規定，係列示不同之非法操縱行為

類型，而同法條項第六款之規定，則為非法操縱行為之概括類型，文義上仍應視為非法操縱行為之另一種類型，此應係證券交易市場之「操縱行為」，屬智慧型之經濟犯罪，其犯罪態樣複雜，立法上無法一一列舉所致。申言之，行為人之行為縱已該當該條項第一、三、四、五款中，其中之一或數款之非法操縱行為類型之構成要件，如另該當同條項第六款之非法操縱行為類型之構成要件時，自非可置而不論，始符該法條為「反操縱條款」之立法目的。從而如行為人係基於包括之認識、單一之目的，就某一種集中交易市場之有價證券，或同時就多數集中交易市場之有價證券，接續有該當證券交易法第一百五十五條第一項第一、三至六款所示之非法操縱該相關有價證券之行為者，應僅成立一罪，不能以連續論，於此情形，應就所犯不同之非法操縱行為之類型中，擇一重論處。至行為人並非基於包括之認識、單一之目的，同時就多種集中交易市場之有價證券，而係基於概括犯意，先後就集中交易市場，個別不同之多種有價證券，分別有該當上開法條所示之非法操縱行為者，如在刑事法之評價上，各具獨立性，就個別不同之有價證券之非法操縱行為，非不可以連續犯論擬。」

(三) 就三種墊款借款人是否共同參與炒作股價第三審法院觀點如下：

「依原審第一次判決事實欄之記載，丁○○、己○○、壬○○，其等經營丙種墊款之方式為：借款人提出借款金額三至四成之保證金，支付每萬元每日五至七元不等之利息；為保障借款債權，借款人必須在其指定之帳戶由借款人自行下單買賣股票；如借款人所購買股票之價格下跌不足所提供之保證金，借款人應補足保證金，如未能補足，即可將其掌控借款人在所指定之帳戶購買之股票賣出變現，以償還借款。依上述渠等不爭之經營方式，可知借款人下單買賣股票均必須在金主指定之帳戶，如借款人未能補足保證金，金主即能將掌控於指定帳戶內之股票賣出變現，既謂「掌控」，亦可明瞭金主對指定之股票帳戶有操控權，不可能任由借款人恣意買賣帳戶中之股票。而依原審第一、二次判決事實欄認定之事實，丁○○與已死亡之黃任中於八十六年七月至八十七年七月間，陸續借出之金額總計高達四十八億多元，其中借供戊○○、庚○○炒作長億公司股票之金額，更在短短四個月間即陸續借出三十億元；至於己○○、壬○○借出之金額，亦分別有二億元、二億八千萬元之多。則各金主對以上高額之借款，除冀能賺取利益外，如何保障其本金債權，自是渠等最關心之重點，而為保障其本金，除確實瞭解借款人之背景、股票投資規劃外，對於渠等掌控股票帳戶中之每日股票進出情形，豈有不隨時關心之理，實不可能如原審第一次判決書所載，僅在借款前概略瞭解借款人擬買賣股

票之概況，數月後結算利息而已。更何況，原審第一次判決亦認定，各筆借款均用於買賣特定一支股票，其具體之股票之名稱及借款金額原審第一次判決均有詳為記載，而操作方式，除有如原審第一次判決所述使股價上漲或下跌、殺尾盤、影響開盤股價及利用金主提供之人頭戶為買進、賣出

之情形外，更有包括沖洗性買賣之相對成交情形，其買入、賣出同支股票，均利用金主掌控之帳戶，甚至金主本人之帳戶，而且如無金主提供適當數量之人頭帳戶，亦難造成股市熱絡之假象。綜上所述各

點，由各筆借款金額之鉅、各筆借款均係針對特定股票之買賣而出借、股票買賣均利用金主掌控之帳戶、金主提供適

當數量之帳戶以利操作，以及操控股價行為之態樣等等以觀，客觀上應已足以認定丁○○、己○○、壬○○絕非單純之提供借款而已，渠等對借款人擬炒作特定股票之目的及過程中之實際操作情形，應始終知情，復允以提供資金、適當數量之帳戶以利操作，無論其目的在賺利息或分紅，應認已與借款人共同參與炒作股

價之犯行。原判決認渠等無共同炒作犯行，認事採證實有悖經驗法則。」

六、證券交易法第 155 條第一項第四款要件分析

就法條文義觀之，本條之構成要件有二：其一係主觀構成要件，需有抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格之操縱意圖；其二係需有自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出之手段。惟以高價買入或以低價賣出之行為僅係一種交易上之策略，係不具有詐欺性之中性手段。故於此尚須討論者係，是否應予以考慮行為背後動機良善與否？就我國該條文義解釋及適用本條本款之實務判決視之，似皆無考慮動機。惟就經濟學者之觀點，尊重市場力量理應不得管制，況基於良善之動機且未有詐欺之手段，處以刑罰之必要誠令人存疑。更甚者，違反該條之制裁效果除刑罰與損害賠償外，尚禁止從事證券相關工作、公司經營，可謂影響甚大。是以有論者主張檢驗證券交易法第 155 條第一項第四款要件之際，應嚴格解釋之，除上述主客觀兩要件外，尚應討論行為人背後之動機良善與否。此外，可修法增訂行政處罰規定以規範構成該條該項而動機良善之行為人。

而於本件中，構成該條該款之行為人是否具備動機良善之情狀？就第一、第二審判決理由內所載：「爰審酌被告 F○○ 身為股票上市公司台鳳公司之負責人，不思以穩健經營公司業務、讓公司永續發展之方式，使股票集中交易市場正當的反應該公司股票之適切價值，竟

然為一己之私利與股票市場上之作手被告黃○○聯手炒作台鳳公司股票，使該公司股票價格因其不當之炒作，於前述查核期間由七十餘元飆漲至二百五十餘元，其後因台鳳公司股價一路下跌，使一般投資大眾遭受嚴重之損失，其嚴重危害股票集中交易市場之交易秩序莫此為甚，亦彰顯其視法律於無物之心態，另外被告F○○身為台鳳公司之內部人，不知確實遵守證券交易法所禁止不得為非法內線交易之規定，僅為一己之私利，為前述非法之內線交易，可以說是為公司經營者作了一最錯誤之示範。」、「爰審酌被告傅其其不思於股票集中交易市場為正當之交易投資，竟主導先後連續炒作凱聚公司、昱成公司及長億公司之股票，簡直無視股票集中交易市場其他合法投資人之權益，擾亂股票集中交易市場之秩序，更進而為隱匿其炒作股票所得而洗錢，更足徵其惡性之重大」似可推論並未有何良善之動機，故證券交易法第 155 條第一項第四款是否討論動機良善與否，於本件中應無實益。（亦即，既使討論此要件，本件行為人亦無法主張之）。

七、小結

有關上述見解似不無道理，惟管見以為，動機之良善與否仍應作為量刑之依據而不得為構成要件。以刑罰之目的觀之，刑法之所以將特定行為定性為犯罪並加以處罰，重點乃係因為該等行為和人類共同

和平生活的規則、秩序互不相容，從而造成「社會損害性」。而動機僅係行為人做出侵害法益行為背後之理由，並非他人所得窺見，縱有良善之動機亦已造成法益之侵害，如同行為人因母親生病(動機)而為刑法第 320 調之竊盜罪，吾人亦不得謂其具有良善動機而予以免責。雖謂於證券交易市場之特殊性而不得與現實生活做相同之結論，然吾人亦可以法益侵害角度討論之，亦即，即使行為人今日因良善之動機而為證券交易法第 155 條第一項第四款之行為，然因其大量買進而造成虛假的供需量，將使一般散股小戶跟進，進而造成股市的異常動盪與影響股市交易秩序，更或造成交易大眾利益受損，則儘管其基於良善動機，皆已造成他人之法益受損，何能謂因其動機良善即犧牲他人之利益？或謂其並未以詐欺之手段引誘他人跟進，他人之損失是其所應承擔之風險，惟管見以為，其中性手段造成之供需假象即已間接影響他人做出正確決策，難謂毫無因果關係。

綜上所述，動機應否予以考量實係一值得深究之課題，此亦顯現出自由經濟市場與保護公眾利益、維持交易秩序之權衡拉扯。惟學生才疏學淺，對於證券交易相關規則涉略尚淺，仍無法以經濟學者觀點支持自由市場之論點，故僅就法律刑罰之概念略述管見。或多有未慮之處，還請包涵。

個案研究過程之說明

財法四 49324033 鄧友婷

當初在觀看該課程之大綱介紹後，發覺該課程乃欲結合證券交易法與經濟刑法，而以經濟刑法之課程作為證券交易法之延伸與輔助，此一改良計畫以法律為基礎外更整合了企管與財經方面之教學，實可謂係雙重的知識饗宴與收穫。另外，除其課程內容之豐富與跨法律領域的宏觀面向引發我修習之動機外，加以近年來經濟犯罪案件遽增，經濟犯罪之研究討論可謂日形重要，是以更增強了我修習此門課程之意願。

此課程至今約已進行了將近三分之二，個人認為受益良多，畢竟此種教學方式與傳統的法學教育截然不同，除了法學的基礎外，我們尚有許多相關財務與證券交易的教學，接收到的資訊不再只是法律人對證券交易法的思維，更有許多以財經基礎為出發點，企業或公司對證券交易法的看法與角度。藉由這門課的修習，拓展了法律人對證券交易法的不同觀察面向與視野。

本門課的重點之一係相關實務判決之研究，有關台鳳案的判決研

讀時間約莫為兩個禮拜。龐雜的基礎事實與法院法律見解之分析整理令人焦頭爛額外，有關公司財務分析與證券交易方面之細節，例如：連續高價買進、低價賣出、拉抬股價、操縱股價、拉尾盤……對我而言才係莫大的困難，畢竟對證券交易市場著實不夠熟悉，在相關概念尚未融會貫通之窘境下，可以說過程中總是懵懵懂懂、一知半解。此時我的解決方法除了上網尋找研讀有幫助之資料外，也和同學討論，並且向於證券交易市場小有投資的父母請益，更甚者請教從事證券業者之親戚或朋友。此外，他組同學的研究心得報告分享，更是為我解惑而使我得以對該案有更深入與透徹的了解。

是以，藉由對台鳳案的研讀，不僅僅讓我判決整理的功力大增(畢竟一次要看上八十幾頁的判決而做出匯整實在不是件容易的事)，也讓我在證券交易這部份有更實際而深入的了解，而不再僅僅係教科書上的理論，並且我以為，接觸實際的案例是重要且必要的，蓋在實際演練前，書上的知識與理論往往無法與實務接軌，而法學教育上欠缺的就是這樣的訓練。因此，此門課實為我帶來許多不同以往法學課程之收穫與想法。

最後，想分享我研讀台鳳案過程中的一個有趣的小插曲。因為研

讀過程中產生一些困惑，所以我便向父母親求救，在與他們討論的過程中，我得知原來我們家也是台鳳案的受害者！！！父親悠悠的指出我們當初也跟進買了數十張的台鳳股票，我焦急的詢問現在結果如何，答案想當然爾全變成一文不值的壁紙，另外，父親詼諧的告訴我：「你忘了你前一陣子吃鳳梨酥吃的很開心的事啊？那就是台鳳每年會寄來的股東會紀念品啊！去年你也有吃……。」哇！台鳳股票最後的價值竟然是我每年都吃的鳳梨酥，真是令人哭笑不得。