

國立臺灣大學法律學院法律研究所

碩士論文

Department and Graduate Institute of Law

College of Law

National Taiwan University

Master Thesis



我國證券流通市場操縱行為刑事責任之研究

The Research on the Criminal Liability of Security Secondary Market

Manipulation in Taiwan

林佳漢

Chia Han Lin

指導教授：王皇玉 博士

Advisor: Huang Yu Wang, Ph. D.

中華民國 105 年 7 月

July, 2016



國立臺灣大學碩士學位論文
口試委員會審定書

我國證券流通市場操縱行為刑事責任之研究
The Research on the Criminal Liability of Security Secondary
Market in Taiwan

本論文係林佳漢君 (R02A21063) 在國立臺灣大學法律學系完
成之碩士學位論文，於民國105年7月11日承下列考試委員
審查通過及口試及格，特此證明

指導教授： 王皇玉

口試委員： _____

陳齊良

王皇玉

許恆遠



謝辭



這本論文之完成從因果關係的角度來看，要表達感謝之意的對象恐怕是這個世界曾經存在的一切人事物，但我想重點其實在於人們的善意與否吧！所以我在這裡想謝謝對我在攥寫這本論文之前的人生，有過任何一絲絲善意的所有人們，謝謝你們，也希望這本論文所乘載的善意可以有任何一絲絲傳遞到其他人之所在。

2016/11/22

寫於法官學院

摘要



本文嘗試整理我國證券流通市場操縱行為刑事責任後，發現到無論是學說或實務上對此一操縱行為禁止條款構成要件之解釋適用情形分歧嚴重，在立法論上的討論同樣難以聚焦，見解不一而足，此等問題之關鍵，乃在於本罪保護法益為加以釐清確定，從而難以讓法益概念在刑法系統內發揮其該有之體系梳理作用；因此本文對本罪之保護法益加以檢討，整理美國與我國學說、實務上所提及之各種可能的本罪保護法益後，一共列舉八大法益，經過本文剖析後認為真正具有法益適格性且係操縱行為禁止條款所欲保護之法益僅有「個人財產法益」而已，如此針對單一法益進行保護之刑事立法，方不至於在立法論及解釋論上無從依循；本於，本罪之保護法益為個人財產法益此一基本立場，本文對本罪重新思考，先援引外國法上之討論，檢討操縱行為之定義、有無管制必要及倘若有管制必要是否應以法律加以管制等等前提性之問題，進而得出典型的操縱行為態樣，尤其係以真實交易為之者，不僅有管制必要，且應以法律加以管制之結論，緊接著的問題便係那是否應特別訂定「操縱行為禁止條款」加以管制之，操縱行為之內涵係以詐欺或欺罔為其要素，因此應考慮回歸詐欺規定加以管制之可能性，有鑑於傳統詐欺罪之構成要件係以「意圖不法所有或獲利」為主觀意圖要件，而操縱行為之意圖亦有可能僅係為損害他人財產而為，且傳統詐欺罪之故意內涵僅針對特定人之財產法益，因此不應回歸傳統詐欺罪，而應回歸證券詐欺罪處理，惟，現今證券詐欺罪之實定法規定則應加上「意圖不法獲利或損害他人財產」之意圖要件且參考美國之作法授權證券金融主管機關訂定行政命令之權限，以資因應各種變化萬千的操縱行為態樣。

關鍵字：操縱市場、操縱行為、刑事責任、證券流通市場、法益保護

ABSTRACT



Both in court and in school, the interpretation and application of code 155 of the Securities Exchange Law are in extreme dispute. Even on legislative level, the differences between the scholars are not at any hope of disappearing. The root of this problem is that we are not quite sure what legal good we are trying to protect through the criminal liabilities this regulation could enforce upon. Even if we do know what legal good this regulation is really protecting, is this legal good a legitimate one? Is it really worth protecting by imposing criminal liabilities? Those would be the next questions. This paper enlisted all the legal goods theories that have been pointed out on this issue by Taiwanese and American scholars, after analyzing them, only “personal property legal good” is the legitimate legal good of this regulation is the conclusion of this paper. Based on the aforementioned understanding, this paper rethinks the definition of manipulation on the stock market and if it is truly a problem worth regulating, and if it is a problem, if it is worth regulating by criminal law. After apprehending that the nature of manipulation is fraud, not only does it need to be regulated but also needs to be regulated by criminal law. The fraud clause in Taiwanese criminal law calls for a specific intent of the wrongdoer, the wrongdoer has to have an intent of gaining interests. On the other hand, the fraud clause in Securities Exchange Law has no words for a specific intent; however, this way the scope of the fraud clause in Securities Exchange Law might be too broad. In conclusion, this paper suggests that the fraud clause in Securities Exchange Law adds “intent of illegal gaining of interests or damaging the interests of others” to its words.

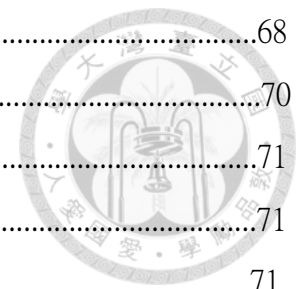
Key words: market manipulation, manipulation, criminal liabilities, stock market, legal good.

簡目

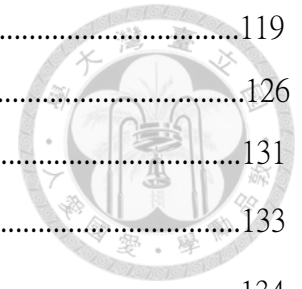


謝辭.....	I
摘要.....	II
ABSTRACT.....	III
簡目.....	IV
詳目.....	VII
第一章 序論.....	1
第一節 研究動機與目的.....	1
第二節 研究範圍與方法.....	3
第三節 論文架構.....	4
第二章 我國證券流通市場操縱行為刑事責任之規範架構.....	5
第一節 我國證券流通市場操縱行為刑事責任之規範市場.....	5
第二節 我國證券流通市場操縱行為刑事責任之規範客體.....	8
第一項 法律明定之有價證券.....	8
第二項 經法律擬制之有價證券.....	15
第三項 經主管機關核定之有價證券.....	16
第四項 有價證券概念之檢討.....	18
第三節 我國證券流通市場操縱行為刑事責任之構成要件.....	23
第一項 不履行交割.....	23
第二項 相對委託.....	31
第三項 連續交易.....	40
第四項 沖洗買賣.....	51
第五項 散布流言或不實資料.....	56
第六項 概括條款.....	62
第四節 我國證券流通市場操縱行為刑事責任之法律效果.....	66
第五節 本章總結.....	67
第三章 證券流通市場操縱行為刑事責任之保護法益.....	68
第一節 前言.....	68
第二節 美國法上之討論.....	68

第一項	自由公開市場理論.....	68
第二項	抑制過度投機.....	70
第三項	學說見解.....	71
第三節	我國法上之討論.....	71
第一項	立法意旨.....	71
第二項	學說暨實務見解.....	73
第三項	本節小結.....	82
第四節	法意典範之採擇.....	82
第一項	風險社會下的風險本質.....	84
第二項	法益作為刑法典範.....	85
第五節	本文見解.....	86
第一項	交易秩序及公平性法益？.....	86
第二項	證券市場法益？.....	87
第三項	投資人對資本市場之信賴法益？.....	89
第四項	個人財產法益.....	89
第五項	不特定多數人之財產法益？.....	90
第六項	國家財政法益？.....	91
第七項	避免過度投機？.....	93
第八項	避免人為故意形成投資社會化現象？.....	93
第六節	本章總結.....	93
第四章	我國證券流通市場操縱行為刑事責任之重構.....	94
第一節	證券流通市場操縱行為之特別管制必要性.....	94
第一項	否定意見—證券流通市場操縱行為不應以法律加以特別管制.....	95
第二項	肯定意見—證券流通市場操縱行為應以法律加以特別管制.....	102
第三項	本節小結.....	111
第二節	操縱行為與詐欺.....	112
第一項	反對意見.....	112
第二項	本文見解.....	114
第三節	回歸詐欺罪管制？.....	118



第一項 燦坤案.....	119
第二項 證券詐欺條款.....	126
第三項 立法建議.....	131
第五章 結論.....	133
參考文獻.....	134

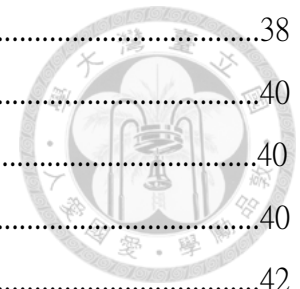


詳目



謝辭.....	I
摘要.....	II
ABSTRACT.....	III
簡目.....	IV
詳目.....	VII
第一章 序論.....	1
第一節 研究動機與目的.....	1
第二節 研究範圍與方法.....	3
第三節 論文架構.....	4
第二章 我國證券流通市場操縱行為刑事責任之規範架構.....	5
第一節 我國證券流通市場操縱行為刑事責任之規範市場.....	5
第二節 我國證券流通市場操縱行為刑事責任之規範客體.....	8
第一項 法律明定之有價證券.....	8
第二項 經法律擬制之有價證券.....	15
第三項 經主管機關核定之有價證券.....	16
第四項 有價證券概念之檢討.....	18
第一款 投資契約.....	18
第二款 票券 (note)	21
第三款 具實質可操作性之有價證券定義.....	22
第三節 我國證券流通市場操縱行為刑事責任之構成要件.....	23
第一項 不履行交割.....	23
第一款 概說.....	23
第二款 客觀構成要件.....	24
第三款 主觀構成要件.....	29
第四款 小結.....	30
第二項 相對委託.....	31
第一款 概說.....	31
第二款 客觀構成要件.....	32

第三款	主觀構成要件.....	38
第四款	小結.....	40
第三項	連續交易.....	40
第一款	概說.....	40
第二款	客觀構成要件.....	42
第三款	主觀構成要件.....	48
第四款	小結.....	51
第四項	沖洗買賣.....	51
第一款	概說.....	51
第二款	客觀構成要件.....	52
第三款	主觀構成要件.....	54
第四款	小結.....	55
第五項	散布流言或不實資料.....	56
第一款	概說.....	56
第二款	客觀構成要件.....	56
第三款	主觀構成要件.....	60
第四款	小結.....	61
第六項	概括條款.....	62
第一款	概說.....	62
第二款	客觀構成要件.....	64
第三款	主觀構成要件.....	65
第四款	小結.....	65
第四節	我國證券流通市場操縱行為刑事責任之法律效果.....	66
第五節	本章總結.....	67
第三章	證券流通市場操縱行為刑事責任之保護法益.....	68
第一節	前言.....	68
第二節	美國法上之討論.....	68
第一項	自由公開市場理論.....	68
第二項	抑制過度投機.....	70

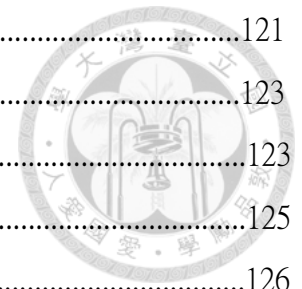


第三項 學說見解.....	71
第三節 我國法上之討論.....	71
第一項 立法意旨.....	71
第二項 學說暨實務見解.....	73
第一款 市場交易秩序及公平性.....	74
第二款 證券市場之機能.....	75
第三款 投資人對資本市場之信賴.....	79
第四款 個人財產法益.....	79
第五款 不特定多數人之財產法益.....	80
第六款 國家財政法益.....	80
第七款 避免過度投機.....	80
第八款 避免人為故意形成投資社會化現象.....	81
第三項 本節小結.....	82
第四節 法意典範之採擇.....	82
第一項 風險社會下的風險本質.....	84
第二項 法益作為刑法典範.....	85
第五節 本文見解.....	86
第一項 交易秩序及公平性法益？.....	86
第二項 證券市場法益？.....	87
第三項 投資人對資本市場之信賴法益？.....	89
第四項 個人財產法益.....	89
第五項 不特定多數人之財產法益？.....	90
第六項 國家財政法益？.....	91
第七項 避免過度投機？.....	93
第八項 避免人為故意形成投資社會化現象？.....	93
第六節 本章總結.....	93
第四章 我國證券流通市場操縱行為刑事責任之重構.....	94
第一節 證券流通市場操縱行為之特別管制必要性.....	94
第一項 否定意見—證券流通市場操縱行為不應以法律加以特別管制.....	95



第一款	操縱行為的定義.....	95
第二款	操縱行為與詐欺之比較.....	97
第三款	法律應單因行為人之主觀意圖而禁止真實交易行為？.....	97
第一目	成功操縱的可能性.....	98
第二目	辨識操縱性交易之困難.....	100
第三目	禁止操縱行為所需付出的社會成本.....	101
第四款	本項小結.....	101
第二項	肯定意見—證券流通市場操縱行為應以法律加以特別管制.....	102
第一款	透過交易行為操縱價格.....	102
第二款	從被操縱之股價中獲利.....	104
第三款	對操縱行為之回應.....	105
第一目	私部門的回應.....	106
第二目	法律的介入.....	107
第四款	以色列的經驗.....	108
第一目	操縱行為作為一種溝通形式.....	109
第二目	操縱行為之實證研究.....	110
第五款	本項小結.....	110
第三項	本節小結.....	111
第二節	操縱行為與詐欺.....	112
第一項	反對意見.....	112
第一款	歷史解釋.....	113
第二款	文義解釋.....	113
第三款	體系解釋.....	113
第四款	目的解釋.....	114
第二項	本文見解.....	114
第一款	對反對見解之評析.....	114
第二款	操縱行為應以詐欺或欺罔為要素.....	116
第三節	回歸詐欺罪管制？.....	118
第一項	燦坤案.....	119
第一款	本案事實.....	120

第二款 判決情形.....	121
第三款 本文評析.....	123
第一目 主觀構成要件要素.....	123
第二目 客觀構成要件要素.....	125
第二項 證券詐欺條款.....	126
第一款 結果犯的可行性？.....	127
第二款 應為行為犯.....	129
第三項 立法建議.....	131
第五章 結論.....	133
參考文獻.....	134



第一章 序論



第一節 研究動機與目的

西元 1929 年至 1933 年間發生的全球經濟大蕭條(the Great Depression)，普遍認為，肇始於 1929 年的美國華爾街股災，此災難在同年 10 月 23 日星期四 New York Stock Exchange (NYSE)揭開序幕，當天股市的交易量是創下破當時紀錄的 1300 萬股左右，10 月 27 日、28 日星期一、二更是連續兩天下跌超過百分之十一，此一跌勢一直持續到當年的 11 月 13 日方停止，據統計在此段時間內單單美國股市的市值便蒸發了兩百五十億美元，相當於現今幣值三千一百九十億美元¹，1929 年 10 月 23 日星期四這天此後便被廣泛地稱為「黑色星期四」(Black Thursday)，而證券市場上的詐欺、操縱市場等過度投機行為則被認為係造成「黑色星期四」的主因²。倘若僅按簡單的線性因果關係回推，證券市場上的詐欺 (Fraud)、操縱市場 (Manipulation) 等過度投機行為無疑是造就全球經濟大蕭條 (Great Depression) 的兇手。從此以後，證券市場上的詐欺、操縱市場與過度投機行為想當然爾地成為人們關心的議題，各國政府紛紛立法管制證券交易市場，而美國政府在時任總統小羅斯福 (Franklin D. Roosevelt) 的領導之下，因應經濟大蕭條訂定了 1933 年的證券法 (Securities Act of 1933) 與 1934 年的證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934)，此兩法案便成為各國政府證券交易管制法制的濫觴，其中 1934 年證券交易法 Section 9 與 Section 10 便分別針對操縱行為與詐欺加以管制，以達成抑制過度投機之目的³。

「詐欺」(Fraud) 此一用語之概念內涵，固然將因為不同法系間對於「財產法益」之概念上差異與不同國家間「詐欺」實定法規定的差異而無一舉世皆然的標準，然這乃係作為規範性概念所將面臨的共同問題；反觀「操縱行為」(Manipulation) 作為

¹ 對 1929 年美國華爾街股災簡明歷史的介紹，See the website of TIME magazine, available at: <http://content.time.com/time/nation/article/0,8599,1854569,00.html> (last visited : 2016/6/12).

² See Note, *Regulation of Stock Market Manipulation*, 56 Yale L.J. 509, 509-510 (1947).

³ (“...the fact emerges with increasing clarity that the excessive and unrestrained speculation which dominated the securities markets in recent years, had disrupted the flow of credit, dislocated industry and trade, impeded the flow of interstate commerce, and brought in its train social consequences inimical to the public welfare.”) SEN. REP. No. 1455, 73rd Cong., 2nd Sess. (1934); see Hearings before Committee on Interstate and Foreign Commerce on H. R. 7852, 73d Cong., 2d Sess. (1934) (testimony of J. M. Landis), cited from *id.* at 509.

一規範性概念，在世界各個法治先進國家中不僅皆未見有明確的實定法定義，學說上對於何為「操縱行為」(Manipulation)亦是眾說紛紜、百家爭鳴，從而甚至有認為應該在規範上全面放棄此一概念的聲音出現⁴。



即便對於「操縱行為」(Manipulation)是否應作為刑事責任中的規範性概念仍有討論空間，但我國政府為了宣示管制金融市場秩序及大步邁向已開發國家之列的決心，在移植外國法時自然係以參考各該領域法治技術最為先進的國家之立法為優先，而證券交易市場管制領域之領先國家無疑為美國，從而我國亦參考前述美國 1934 年證券交易法 Section 9 的規範，針對證券流通市場操縱行為於我國證券交易法中訂定刑事責任規定，其構成要件與法律效果則分別可見於同法第 155 條與第 171 條，而此等規定乃係屬於「附屬於非刑法法規的個別刑罰規定」⁵，依照我國學者之看法，此種「附屬於非刑法法規的個別刑罰規定」與「刑法的單行法」，例如，貪污治罪條例、槍砲彈藥刀械管制條例及妨礙兵役治罪條例等等，與「狹義刑法」可以合為「廣義的刑法」，而前兩者之訂定往往有三種目的傾向：第一，為了填補狹義刑法的不足；第二，基於罪罰衡平原則，相對於狹義刑法做更為細緻的犯罪行為分類或要件定義規範；第三，只是在狹義刑法的既有刑度上另為更嚴苛的特別規定而已⁶。

經過以上之說明，本文以為值得關注之問題從不同的側面觀察後有如下三個：第一，我國作為「法制技術相對落後國家」，研擬、商討訂定或修正法律的過程中，往往係直接以其他法制先進國家之實定法為討論重心，最後出爐之法案也往往如同核能發電四廠一般，是所謂的「拼裝車」，並稱此「拼裝車」為「本土化之立法」，立法權本來就應追求審議式、思辨式的價值權衡，拼裝係本質使然，也是應然，然而，拼裝的內容應是價值、立場，而非利益、地位，也因為如此，移植外國法時常常係在未作實證研究、價值思考之狀況下所為，當然容易發生水土不服之病徵；第二，法律系統作為獨立之運作體系，當中並有不同的次體系，在證券交易法中「操縱行為」此一明確性較低之概念也許尚得作為行政法體系中，秩序管制之規範性概念，然而，在刑事法

⁴ See Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial market?* 105 HARV. L. REV. 503, 507-510 (1991).

⁵ 此一用語之使用，詳參黃榮堅（2012），《基礎刑法學（上）》，頁 8-9，台北：元照。

⁶ 黃榮堅，前揭註 5，頁 8。

體系中所涉及之人民基本權利、侵害的程度、時間、範圍，甚至目的，皆非同於行政法體系，此時，「操縱行為」此一存在於行政法或民商法體系的概念，是否得直接跨越到刑事法體系中作為規範性概念？假設答案是肯定的，那又為什麼需要這樣做呢？是因為狹義刑法中的概念真的已經不足因應社會變遷？抑或，係考量罪罰衡平原則，而作更為細緻的犯罪行為分類？甚或，根本只是在狹義刑法的既有刑度上另為更嚴苛的特別規定而已呢？第三，自啟蒙除魅化與科學革命後，人類對於因果關係之了解與掌握大幅度地躍進，天真爛漫地以為只需找出風險（危險）源頭，便可避免損害之發生，然而，隨著社會分工細緻化、專業化，握有知識、權力者便藉由聲稱風險（危險）的可辨識性與可控制性進而標籤、異化社會中的某些人、事、物，進一步持續鞏固其等之優勢地位，經濟大蕭條與華爾街金融「投機」份子間的連結可為最佳示例。

以前述三大問題意識為動機，本文以「我國證券流通市場操縱行為刑事責任之研究」作為研究主題，期望能藉由對此相對具體之主題的分析，檢討我國刑事責任立法所具有的相關問題，是為本文目的。

第二節 研究範圍與方法

研究範圍方面，將以我國證券交易法中有關操縱行為之規範為主，並以刑事責任之檢討為限；研究方法方面，則係以文獻分析與比較法研究為本文之研究方法，而比較法的參考文獻將以美國法上的論述為主，原因有四：第一，我國操縱行為刑事責任構成要件規定之證券交易法第 155 條第 1 項中，除了頗具爭議之第 1 款（違約不交割）、第 7 款（概括條款）外，其餘四款行為類型皆係參考美國 1934 年證券交易法 Section 9(a)(1)、(2)與(4)所訂定；第二，美國與我國證券市場監管體制具有高度相似性，皆係由中央主管專責單位為之，在我國為金融監督管理委員會，美國則為 SEC(Securities Exchange Committee)；第三，德國、日本等大陸法系法治先進國家之證券交易法亦多受美國法影響⁷；最後，礙於作者本人之能力與時間，僅以中、英文之文獻為參考之對象。

⁷ 詳參張鈞翔（2012），〈從刑事政策論證券交易法操縱市場法制〉，頁 154，國立臺灣大學法律學系碩士論文；歐必勝（2005），〈防治證券市場散布流言或不實資料之立法比較〉，《興國學報》，4 期，頁 198。

第三節 論文架構

本論文一共由五章構成，第一章序論，在此說明本文研究動機與目的，藉此得出研究之範圍將以我國證券流通市場操縱行為刑事責任為中心，並以世界各國證券管理法制的濫觴國，美國，之證券交易法相關規範作為比較法研究之對象，最後說明本文各章處理的焦點，以凝聚本論文處理的問題意識。

本文欲研究並檢討之對象既然為我國證券流通市場操縱行為刑事責任，自然須先梳理我國學說、實務於解釋論、立法論上就現行實定法所提出之意見，以了解現今適用情形及既有文獻之研究成果，如此方有溝通之基礎並有明確的檢討對象，此處分將於本文第二章說明。

經過前述梳理後，吾人將發現，本罪中幾乎沒有任何一個構成要件要素我國學說、實務對其應如何解釋適用是沒有爭論的，除此之外，在立法論上學說所提出之各種建議也是雨後春筍，法院也時常自行在法條文義解釋可能範圍外擴充本罪之構成要件要素，本文以為此種兵荒馬亂的情形，乃係肇因於本罪保護法益之尚未確立，從而，應先求得具有批判性的法益定義，再本此法益定義檢討我國及美國實務、學說所主張之本罪保護法益，經過整理一共有八種之多，最後確立本罪之保護法益為個人財產法益，此為本文第三章。

確立本罪之保護法益為個人財產法益後，便可本於此對本罪進行體系內梳理的工作，惟，在此之前，本文先以美國法上著名的 Thel 與 Fischel 和 Ross 間針對操縱行為究竟是否應予以管制之論爭出發，並參考以色列學者 Omri 針對前述論爭之最新增補意見，再一次地從法律與經濟學的角度了解「操縱行為」，最後得出，操縱行為係以詐欺或欺罔為其內涵，乃係詐欺的下位概念，此一用語僅具有手段描述意義，應回歸證券詐欺罪加以管制即可，並提出具體修法建議，是為本文第四章。

最後，第五章將簡要整理本文見解，作為論文結論。

第二章 我國證券流通市場操縱行為刑事責任之規範架構



欲對我國證券流通市場操縱行為刑事責任作立法論上之檢討，自然須以爬梳整理如下三者為前提：第一，我國證券流通市場操縱行為刑事責任實定法的法制架構為何；第二，實務對此等實定法架構之解釋適用情形，是否一致、穩定而具備一定程度的法安定性以符平等原則；第三，最後但也是最重要的是，我國學說上對此等實定法規範在立法論、解釋論上所提出之既有研究成果。從而，本章將以我國證券流通市場操縱行為刑事責任實定法的法制架構為經緯，分別依序討論規範的市場、規範的客體、規範的構成要件行為態樣、規範的法律效果，並以實務判決、學說見解為陸地與海水嘗試畫出我國證券流通市場操縱行為刑事責任的規範地圖，以作為後續第三、四章討論之前提對象。

第一節 我國證券流通市場操縱行為刑事責任之規範市場

一般而言，有價證券市場可分為發行市場（初級市場）與流通市場（次級市場）兩者：發行市場（初級市場）中又有初次發行（primary offer）與再次發行（secondary offer）之分，初次發行乃證券原始的、第一次的自發行人流向投資人之行為；再次發行則是證券從既有之持有人流向其他投資人之行為。而流通市場（次級市場）則係有價證券之交易流通市場，再次發行與流通市場之差別則在於前者是大規模公開向投資人要約之發行行為而後者則是自交易市場中為買賣⁸。發行市場（初級市場）與流通市場（次級市場）兩者間可謂唇齒相依，倘無健全之發行市場，則流通市場無法充實壯大；相反地，如無流通市場之存在，投資人無市場可供變現，投資人將無信心持有證券，勢必影響發行市場之發展⁹。

⁸ 詳參曾宛如（2012），《證券交易法原理》，頁 73-74，台北：自刊。

⁹ 詳參賴英照（1996），《證券交易法逐條釋義第一冊》，頁 11，台北：自刊。

發行市場（初級市場）無論係初次發行或再次發行，依照證券交易法第 22 條第 1 項與第 3 項之規定：「有價證券之募集及發行，除政府債券或經主管機關核定之其他有價證券外，非向主管機關申報生效後，不得為之。」「出售所持有第六條第一項規定之有價證券或其價款繳納憑證、表明其權利之證書或新股認購權利證書、新股權利證書，而公開招募者，準用第一項規定。」皆以向主管機關申報生效為前提，否則依照同法第 174 條第 2 項第 3 款規定可處五年以下有期徒刑，得科或或併科新台幣一千五百萬元以下罰金，而此申報生效制因證券交易法第 22 條第 4 項授權主管機關訂定「申報生效應具備之條件、應檢附之書件、審核程序及其他應遵行事項」，我國實務上主管機關仍以申報制之名，行使實質審查的規範權¹⁰。總此，發行市場（初級市場）已經受到主管機關嚴格的實質審查，有價證券相關資訊之公開性、正確性等已有法制上之要求加以確保，且並有違反相關規範的法律效果規定以茲因應。

另一方面，流通市場（次級市場）相對於發行市場（初級市場）不僅沒有特定的發行人也非似再次發行般有大規模公開向不特定多數人為要約之發行行為，而係具有高度連續性的交易市場，對此市場上之個別有價證券交易行為主管機關難以也無從負擔如前述發行市場中申報制或實質審查制一般的管制手段，從而世界各法制先進國家皆以操縱行為禁止條款對流通市場內之操縱行為加以管制，我國作為邁向已開發國家之列之跨步者自當不列於其外，針對證券流通市場中之上市、上櫃及興櫃市場上的操縱行為加以管制規範 — 按，證券交易法第 155 條第 1 項規定：「對於在證券交易所『上市』之有價證券不得有下列各款之行為：……」，證券交易法第 155 條第 2 項規定：「前項規定，於『證券商營業處所買賣』有價證券準用之。」所謂「證券商營業處所買賣」即 OTC（Over the Counter Market）市場，一般稱其為店頭市場（同法第 62 條第 1 項、第 2 項參照），亦有稱為「上櫃」、「興櫃」市場。

然而，證券交易法第 155 條第 1 項與第 2 項所規範之上市、上櫃及興櫃市場實則並非我國有價證券流通市場之全部範圍。依照財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則第 3 條規定，所謂興櫃股票係指公開發行公司申

¹⁰ 詳參賴英照（2011），《股市遊戲規則—最新證券交易法解析》，頁 38，台北：自刊。

請其已發行之股票在證券商營業處所登錄買賣者，而欲申請登錄為櫃檯買賣必須具備下述條件¹¹：



- 一、為公開發行公司。
- 二、已與證券商簽訂輔導契約。
- 三、經兩家以上輔導推薦證券商書面推薦，惟應指定其中一家證券商係主辦輔導推薦證券商，餘係協辦輔導推薦證券商。
- 四、在櫃買中心設有專業股務代理機構或股務單位辦理業務。
- 五、募集發行之股票及債券，皆應為全面無實體發行。
- 六、應依證券交易法第十四條之六及其相關規定設置薪資報酬委員會。

經同意其登錄後，應簽訂興櫃股票櫃檯買賣契約，報請主管機關備查。由此可知，在興櫃股票制度提出且於 2002 年 1 月 2 日開市交易後¹²，仍然有公開發行公司因為無法滿足前述登錄股票之要求，而其所公開發行之股票屬於非上市、上櫃或興櫃之有價證券，此等有價證券因仍有交易之需求，自然仍有流通之可能，惟，我國證券交易法第 155 條第 1 項與第 2 項並未將此等有價證券流通市場納入操縱行為禁止條款之管制範圍內，我國學者¹³已有意識到此問題之聲音出現，並認為「相關立法仍應就上述問題加以釐清」，本文於此節並無欲處理此一情形究係規範漏洞或係立法者有意為之等問題，僅是先行指出證券交易法針對證券流通市場上之操縱行為的管制並不全面，流通市場尚有一部份（已公開發行但未上市、上櫃或興櫃之有價證券）未受管制，此一問題意識將在後文中陸續開展，並於「本文第三章第五節第二項證券市場法益？」中作較為完整之說明。

¹¹ 曾宛如，前揭註 8，頁 124。

¹² 有關興櫃制度之詳細介紹，參見證券櫃檯買賣中心網站，http://www.tpex.org.tw/web/emergingstock/trading_rule/rule.php?l=zh-tw（最後瀏覽日：2016/6/13）。

¹³ 曾宛如，前揭註 8，頁 125-126。

第二節 我國證券流通市場操縱行為刑事責任之規範客體



我國證券交易法第155條第1項本文規定：「對於在證券交易所上市之有價證券，…」，同法同條第2項中亦已有明訂：「前項規定，於證券商營業處所買賣有價證券準用之」，前揭條文中之「有價證券」的定義因我國係採民商合一法制國家，傳統學說有認為¹⁴係指「以表彰具有財產價值之私權證券，而其權利之發生、移轉或行使，須全部或一部依證券為之」者而言。惟，證券交易法所欲規範之「有價證券」範圍較此定義為狹。依同法第6條規定：「本法所稱有價證券，指政府債券、公司股票、公司債券及經主管機關核定之其他有價證券（第1項）。新股認購權利證書、新股權利證書及前項各種有價證券之價款繳納憑證或表明其權利之證書，視為有價證券（第2項）。前二項規定之有價證券，未印製表示其權利之實體有價證券者，亦視為有價證券（第3項）。」證券流通市場操縱行為刑事責任規範既然同樣規定在證券交易法中，自應優先適用證券交易法第6條對「有價證券」所為之定義性規定，而該規定基本上係採取「有限列舉，概括授權」¹⁵之規範方式。以下先就證券交易法明確列舉之有價證券作簡要說明，再就目前我國證券交易法之主管機關金融監督管理委員會證券期貨局（2004年以前主管機關則為財政部）所核定之有價證券作介紹，最後以學說上參考美國法所提出之「有價證券」應有定義作為本節之末。

第一項 法律明定之有價證券

一、政府債券

按，證券交易法第18條第2項及銀行法第139條第2項規定，授權主管機關訂定證券金融事業管理規則，而依據證券金融事業管理規則中第5條授權所訂定之證券金融事業申請兼營自行買賣政府債券業務規定第2條：「證券金融事業申請兼營自行買賣政府債券業務，應先檢附下列書件向本會申請核發同意函：（一）自行買賣政府債券業務計畫書，並載明營運資金管理及專業人員資格。（二）董事會會議紀錄（三）最近期經會計

¹⁴ 詳參史尚寬（1977），《債法各論》，頁 731，台北：自刊；類似見解，曾宛如，前揭註 8，頁 13。

¹⁵ 詳參賴英照（1987），《證券交易法逐條釋義第四冊》，頁 65，台北：自刊。

師查核簽證之財務報告，且每股淨值不低於票面金額。」此乃係政府為理財政策或配合經濟發展，依發行有價證券之方式，向社會大眾所募集之債。此種政府債券不論係屬於中央政府或地方政府公債、財政或建設公債、長期或短期公債、記名或無記名債券均非所問，依照證券交易法第22條第1項規定：「有價證券之募集及發行，除政府債券或經主管機關核定之其他有價證券外，非向主管機關申報生效後，不得為之。」一律屬於豁免債券（exempted securities），其發行無需依照該條項規定向主管機關申報生效¹⁶，惟，仍在證券交易法第155條第1項之管制範圍內，另外，此一政府債券之範圍並包含國庫券、中央銀行儲蓄券以及短期票券等等。

二、公司股票

我國證券交易法與公司法皆未就「公司股票」作明確之定義，學者有從實質內涵出發對其做定義者¹⁷，認為所謂「公司股票」係指表彰股東權之要式有價證券；另有從形式上定義者¹⁸，則指出公司法第162條以下規定了股票的形式要件，並於同法第161條規定：公司如未經設立登記或發行新股變更登記而發行股票者，其股票無效，因此至少可據以得知其形式定義。

實則，在2000年7月修正前，本條規定文中之「公司股票」前面原有「及公開募集、發行之」等文字，其後遭修正刪除之，刪除之理由¹⁹為：本條乃屬對證券定義之條文，「公開募集、發行」字樣實與證券之定義無關，而係是否屬「豁免證券」應考慮之問題，故將此贅文刪除。本論文之研究範圍為證券流通市場操縱行為刑事責任，而依照證券交易法第155條第1、2項規定流通市場之範圍既然限縮在上市、上櫃及興櫃市場，能在前述市場上買賣之有價證券又必定屬於已公開發行之有價證券，此一修正似與本文之討論不相關聯，然而，實務、學說上對此一修正所涉及相關問題之討論卻應有加以深究之必要。

¹⁶ 詳參吳光明（2011），《證券交易法論》，頁 39-41，台北：三民。

¹⁷ 吳光明，前揭註 16，頁 41。

¹⁸ 賴英照，前揭註 10，頁 14。

¹⁹ 參見立法院公報處（2000），《立法院公報》，89 卷 39 期，頁 256，台北：立法院。

首先，因本條文字修正前規定為：「…及公開募集、發行之公司股票」，形同明文地將整部證券交易法之適用範圍限縮在已經公開發行之公司股票，從而實務在適用上便產生不符合實質正義的結果，造成法院見解的分歧，以下舉兩例說明此一分歧情形：第一²⁰，假設某非公開發行公司為了籌措資金，於尚未向主管機關申報公開募集、發行有價證券生效前，即登報向不特定人公開募集資金而違法販售該公司股票，依西元2000年修正前之文字，該有價證券於當時因並非屬於「公開募集、發行之」股票，而不在證券交易法第6條之文義範圍內，從而，將無後續違反第22條第1項及第174條第2項之法律責任問題；第二²¹，證券交易法第44條第1項規定：「證券商須經主管機關之許可及發給許可證照，方得營業；非證券商不得經營證券業務。」如有一證券商未經主管機關之許可便買賣未公開發行之股票，是否違法？法院見解分歧：有判決²²認為，系爭股票既非屬修正前證券交易法第6條所定之「公開發行公司股票」，被告所為即非屬經營修正前同法第15條所稱之「證券業務」，自無違反同法第44條第1項後段規定之可言；多數判決則認為，其行為仍已違反證券交易法第44條第1項，應依同法第175條論處，法院為此種判決時鮮少論述其理由，少數有見理由者²³，主要從目的論出發，認為如僅以已經依法公開發行之股票作為規範對象，而對於未公開發行者即不受證券交易法的管理監督，顯然已經違背立法目的。針對前述有違實質正義之兩例情形，在2000年修正刪除「及公開募集、發行之」之文字後應可獲得改善。

然而，挖東牆補西牆的修法方式，東牆會出問題也無庸感到意外。刪除「及公開募集、發行之」等文字所產生的效果自然係擴增了本法的適用範圍，原僅適用於公開募集、發行的股票，修正後擴張及於未公開發行之股票，此一擴張在證券詐欺之情形又將產生不符實質正義之適用結果，有學者便²⁴舉數例說明與此相關之適用問題：首先，設某非公開發行公司之股東，私下藉由非兜售之方式向特定人出售其持股，並涉及詐欺之情事，縱然其行為所涉之客體屬於「非公開發行之公司股票」且根本未涉及不特定人，然而，卻因為已經該當證券交易法第6條規定中之「公司股票」，故，恐將

²⁰ 此一例子之出處，詳參劉連煜（2014），《新證券交易法實例研習》，頁 49-50，台北：元照。

²¹ 此等實務爭議之詳細說明，詳參賴英照，前揭註 10，頁 389-390。

²² 參見台北地方法院 90 年度訴字第 260 號刑事判決、台灣高等法院 90 年度上訴字第 2510 號刑事判決。相同見解者，台北地院 89 年度易字第 756 號刑事判決。

²³ 參見板橋地院 90 年度易字第 2924 號刑事判決、台灣高等法院 91 年度上易字第 1018 號刑事判決。

²⁴ 劉連煜前揭註 20，頁 49-50。

被依證券交易法第20條第1項、第171條第1項之證券詐欺罪起訴、審判之，對此一事例我國見解多持懷疑立場認為此等適用結果已經遠遠超過立法者當初於2000年修正之設想²⁵，認為應回歸適用刑法詐欺罪之規定即可；但是若將前述設例中之非公開發行公司改為公開發行公司，即便同樣沒有涉及對不特定多數人之詐欺情事，此時學者則本於國家經濟發展之公益，市場之正直性、健全性認為應適用罰則較重之證券交易法規定，以維護市場秩序。綜上以觀，學者認為規範的重點在於公開交易市場秩序之維護，只要該股票係屬公開發行之股票即應有證券交易法詐欺條款之適用，不論是否係對不特定多數人為之，從而，證券交易法第20條第1項規定：「有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。」其中「有價證券」應在可能文義範圍內做目的性限縮解釋，即僅指「公開發行公司之有價證券」，至此學說見解看似邏輯一貫應無疑義，但本文以為，何謂公開交易市場秩序？是否一旦涉及公開發行公司之有價證券即有影響公開交易市場秩序之虞，縱使僅係對特定人為詐欺行為？實有深究之必要。

證券交易法第7條第1項規定：「本法所稱募集，謂發起人於公司成立前或發行公司於發行前，對非特定人公開招募有價證券之行為。」我國有學者²⁶明確指出募集一詞的關鍵乃在於「對非特定人公開招募」上，而在比較法上一般論及公開招募多以public offer 或 public distribution 稱之，實即所謂「公開發行」，而事實上公開本身就意指對非特定人所為之行為，如，英國法上對於公開發行（public offer）-- 即我們所稱之「募集」係指：“ A person offers securities to the public in the United Kingdom if, to the extent that the offer is made to persons in the United Kingdom, it is made to the public; and, for this purpose, an offer which is made to any section of the public, whether selected as members or debenture holders of a body corporate, or as clients of the person making the offer, or in any other manner, is to be regarded as made to the public.”²⁷即指，凡是對英國國內之公眾所為者便屬之，公眾可是大眾中的任何一部份人，無論係公司之股東、公司債之持有人或發行人之客戶。基此，所謂「公開發行」、「公開交易市場」的本質既然正是對「不特定人」所為之行為，倘若以是否屬於公開發行之有價證券作為判斷是否適用證券交易法詐欺條款之判

²⁵ 賴英照，前揭註 10，頁 14-15。

²⁶ 曾宛如，前揭註 8，頁 49-52。

²⁷ Reg. 6 of the Public Offers of Securities Regulations 1995, 轉引自，曾宛如，前揭註 8，頁 50。

準，而不論是否係對不特定多數人所為之的做法，無疑是邏輯矛盾的論理，易言之，所謂「公開發行」或「公開交易市場」應以是否係對不特定多數人為行為作為規範之重心。



學說上²⁸本於此矛盾邏輯進行推論時，即認為：在處理我國特有之「尚無公開交易市場，僅是公開發行公司的股票『亦即，已公開發行但未上市、上櫃及興櫃者』」時，若亦僅涉及對特定人之詐欺行為將會遇到說理上的困難，因為規範之重點在於公開交易市場秩序的維護，而「已公開發行但未上市、上櫃或興櫃之有價證券」因無公開交易市場，自不涉及公開交易市場秩序，從而不應適用證券交易法第20條證券詐欺條款之特別規定，因此，若如前所述將同法第20條文中之「有價證券」目的性限縮在「公開募集、發行之有價證券」將會發生一未上市、上櫃或興櫃但已公開募集、發行之有價證券因符合條文文義而受規範，但因其實未涉及公開交易市場秩序又似乎不應受到管制之規範目的與限縮適用情形衝突的問題。

本文以為，前述學說之所以會面臨前述矛盾衝突的原因正在說理上的根本矛盾，論者認為只要是涉及公開發行的股票便會對公開交易市場秩序有所影響，但卻未明確說明何謂「公開交易市場」，論證已經循環，從而，其所主張之「我國特有之『已公開發行但未上市、上櫃及興櫃之有價證券』雖屬於公開發行，但尚無公開交易市場」，自然無法妥善說明：何以未上市、上櫃或興櫃之有價證券便無公開交易市場？此一提問。依照前述本文之說明，若將所謂「公開募集、發行」緊扣其規範重心「對不特定人為之」作解釋適用，便可以解決前述矛盾衝突之說理上困難，也就是說，某有價證券究竟是否上市、上櫃或興櫃根本非規範之評價重點，重點在於，只要有涉及不特定人便有影響公開交易市場之虞，如此解釋方符合規範目的，且說理一貫。

前已述及，證券交易法第155條第1、2項規定既已將操縱行為禁止條款之規範市場範圍限於上市、上櫃及興櫃市場，而在上市、上櫃及興櫃市場中進行交易之有價證券已經限於「公開發行之有價證券」，同法第20條第1項文中之「有價證券」應如何限縮解釋之相關爭議似乎與此本文討論核心無關，實則不然。若所謂「公開」之本質係對

²⁸ 劉連煜，前揭註 20，頁 49。本書於頁 49 註 37 處點出此邏輯說理上的難題。

「不特定多數人」為之而言，則規範的重點已如前述，毋寧在於是否係對不特定人為行為，總此，前述有關已公開發行但未上市、上櫃或興櫃之流通市場，若行為人在此交易市場上所為之操縱行為係對不特定人為之者，邏輯一貫之推論結果應是：此時因為已經影響到公開交易市場秩序因此有以證券交易法特別管制之必要，而證券交易法第155條第1、2項之操縱行為禁止條款卻並未將此等流通市場亦納入管制範圍內，已經形成規範漏洞，自應加以填補；如果不認為係規範漏洞，則自然對於為何同樣是影響公開交易市場秩序之行為但卻並未管制有加以說明的必要。而此正是認為證券交易法操縱行為禁止條款之保護法益為證券市場者，所面臨的困境之一，有關保護法益的相關討論本文將於第三章作全面且完整的說明。

三、公司債券

公司債係公司為籌措長期資金，就其所需資金總額，分割成多數單位金額，依法律規定發行債券之方式，向投資大眾大量負擔之金錢債務²⁹，此種為了籌集資金所發行之債券，即為公司債券，公司法第257條、第257條之1並就公司債之形式要件加以規定，而公司債的範圍則包括擔保或無擔保公司債、附認股權公司債及轉換公司債等。

另應注意的是，依照銀行法第11條規定：「銀行依照本法有關規定，為供給中期或長期信用，報經中央主管機關核准發行之債券」，復，依銀行法第90條規定，專業銀行以供給中期及長期信用為主要任務者，得準用同法第72條之1規定，發行金融債券，此等銀行發行之金融債券論其實際與公司債相同，只要發行金融債券之銀行係公司法上之股份有限公司，其所發行之金融債券自屬於公司債之一種，僅係其發行程序另有一套銀行金融債券發行辦法。

四、外國公司第一上市櫃或第二上市櫃

另外需注意的是，證券交易法第165-1條規定：「外國公司所發行之股票，首次經證券交易所或證券櫃檯買賣中心同意上市、上櫃買賣或登錄興櫃時，其股票未在國外

²⁹ 詳參柯芳枝（1991），《公司法論》，頁410，台北：三民。

證券交易所交易者，除主管機關另有規定外，其有價證券之募集、發行、私募及買賣之管理、監督，準用第五條至第八條、第十三條至第十四條之一、第十四條之二第一項至第三項、第五項、第十四條之三、第十四條之四第一項、第二項、第五項、第六項、第十四條之五、第十九條至第二十一條、第二十二條至第二十五條之一、第二十六條之三、第二十七條、第二十八條之一第二項至第四項、第二十八條之二、第二十八條之四至第三十二條、第三十三條第一項、第二項、第三十五條至第四十三條之八、第六十一條、第一百三十九條、第一百四十一條至第一百四十五條、第一百四十七條、第一百四十八條、第一百五十條、第一百五十五條至第一百五十七條之一規定。」與證券交易法第165-2條：「前條以外之外國公司所發行股票或表彰股票之有價證券已在國外證券交易所交易者或符合主管機關所定條件之外國金融機構之分支機構及外國公司之從屬公司，其有價證券經證券交易所或證券櫃檯買賣中心同意上市或上櫃買賣者，除主管機關另有規定外，其有價證券在中華民國募集、發行及買賣之管理、監督，準用第五條至第八條、第十三條、第十四條第一項、第三項、第十九條至第二十一條、第二十二條、第二十三條、第二十九條至第三十二條、第三十三條第一項、第二項、第三十五條、第三十六條第一項至第六項、第三十八條至第四十條、第四十二條、第四十三條、第四十三條之一第二項至第四項、第四十三條之二至第四十三條之五、第六十一條、第一百三十九條、第一百四十一條至第一百四十五條、第一百四十七條、第一百四十八條、第一百五十條、第一百五十五條至第一百五十七條之一規定。」

針對外國公司來台第一上市櫃或第二上市櫃，上述兩個條文皆明確準用了證券交易法第6條與本文討論之核心條文證券交易法第155條，自應一併注意。

第二項 經法律擬制之有價證券



一、新股認購權利證書

新股認購權利證書，顧名思義係指據以行使認購新股權利之證書，此乃尚未認購新股前所必要之事³⁰，如，公司法第267條，由公司發給員工、股東用以表彰其新股認購權利之證書，此證書本質上並非屬有價證券，主要為證明證券，僅因其性質特殊，例如依照同法同條規定第4項，其得與原有股份分離而獨立轉讓，且於實務上已成為交易客體，故有與其他有價證券一同規範之必要。

二、新股權利證書

新股權利證書，則係指認購新股或者獲得新股分配（公司法第240條、第241條參照）後，因公司法第161條第1項本文規定：「公司非經設立登記或發行新股變更登記後，不得發行股票。」原則上公司須於發行新股變更登記後，始得發行股票，時間上較為稽延，從而為便利股東早日行使權利，公司可先製作發行「新股權利證書」，經簽證並核准後上市買賣，其效力至新股股票上市買賣時終止。惟，因為在1997年6月公司法修正時，增設第161條第1項但書：「但公開發行股票之公司，證券管理機關另有規定者，不在此限。」新股權利證書之存在空間已經受到大幅限縮。

三、「政府債券、公司股票、公司債券及經主管機關核定之其他有價證券」之價款繳納憑證或表明其權利之證書

此等價款繳納憑證或表明其權利之證書，在本質上亦非屬於有價證券，與前兩項新股認購權利證書與新股權利證書性質同為證明文書，僅因其目的與性質皆與正式之證券相去不遠，從而亦有加以管制之必要。

³⁰ 吳光明，前揭註 16，頁 42。

四、無實體發行之有價證券

證券交易法第6條第3項規定：「前二項規定之有價證券，未印製表示其權利之實體有價證券者，亦視為有價證券。」所謂「無實體交易」制度，係指公開上市公司發行新股時，其股票可以該次發行總數合併印製成「單張」股票存放於集中保管事業機構，或者「免印製」股票存放於集中保管事業機構，再經由該機構發給應募人有價證券存摺之方式（公司法第162條之1、第162條之2參照）。此乃係考量投資交易成本、證券遺失風險等問題，加以增訂之制度規定，為配合此制度，證券交易法第6條第3項方修正，將無實體發行之有價證券亦擬制視為有價證券。

第三項 經主管機關核定之有價證券

證券交易法第6條第1項規定：「本法所稱有價證券，指政府債券、公司股票及『經主管機關核定之其他有價證券』。」在證券暨期貨法令判解查詢系統網站³¹上查詢與證券交易法第6條相關之行政函釋，共得28筆結果，屬於此處「經主關機關核定之有價證券者」與「依法律直接訂為經主管機關核定之有價證券者」一併羅列整理如下。

一、受益證券

金融資產證券化條例第7條規定：「受益證券及資產基礎證券，除經主管機關核定為短期票券者外，為證券交易法第六條規定經財政部（現已改為主管機關，即金管會）核定之其他有價證券。」；不動產證券化條例第5條亦規定：「依本條例規定募集或私募之受益證券，為證券交易法第六條規定經財政部（現已改為主管機關，即金管會）核定之其他有價證券。」

二、外國之股票、公司債、政府債券、受益憑證及其他具有投資性質之有價證券

³¹ 參見證券暨期貨法令判解查詢系統網站網頁，
http://www.selaw.com.tw/LawArticleRef_Content.aspx?typ=6&LawID=G0100001&ModifyDate=1040701&LawNO=6000（最後瀏覽日：2016/3/2）。

依財政部76.9.12(76)台財證(二)第00900號令表示：「外國之股票、公司債、政府債券、受益憑證及其他具有投資性質之有價證券，凡在我國境內募集、發行、買賣或從事上開有價證券之投資服務，均應受我國證券管理法令之規範。」



三、華僑或外國人在台募集資金赴外投資所訂立之投資契約

財政部76.9.12(76)台財證(二)第06934號令：「華僑或外國人在臺募集資金赴外投資所訂立之投資契約，與發行各類有價證券並無二致，投資人皆係給付資金而取得憑證，係屬證券交易法第六條之有價證券，其募集發行應經本會核准始得為之。又其募集資金之行為，如係募集基金投資於外國有價證券，則涉從事證券交易法第十八條之二證券投資信託基金管理辦法所規定之業務範圍，亦應經本會核准。」

四、受益憑證

證期會77台財證(三)字第09030號函：「核定證券投資信託事業為募集證券投資信託基金所發行之受益憑證為證券交易法所稱之有價證券。」另，金管會96金管證(七)字第0960038704號函：「依據證券交易法第六條第一項規定，核定期貨信託事業為募集期貨信託基金所發行之受益憑證為證券交易法所稱之有價證券，並自即日生效。」

五、認購(售)權證

財政部86台財證(三)字第03037號函：「非由標的證券發行公司所發行之認購(售)權證，其募集、發行與交易等相關事項均應受我國證券管理法令之規範。」此外，金管會100金管證券字第1000039960號：「非由國內外標的證券發行公司所發行之認購(售)權證，如以現金結算為履約給付方式，屬其他有價證券之交易。」

六、息票

金管會94金管證（一）字第0940000539號函：「核定公司所發行之公司債券分割後之息票為證券交易法第6條之有價證券。」



第四項 有價證券概念之檢討

證券交易法第6條第1、2、3項並非係「有價證券」之定義性規定³²而係以「有限列舉，概括授權」之立法方式劃定本法所欲規範之客體範圍，此規範方式固然有法明確性之優點，然而，隨著我國金融國際化、自由化與證券化之逐步發展，金融商品不斷推陳出新、推衍進化之態勢，造成被概括授權之主管機關並未能積極並有效行使概括授權以核定有價證券之情形下，學者即多有認為³³應以證券交易法第6條第2項文中之「表明其權利之證書」作為擴張解釋之基礎，將具有實質可操作性的定義注入其中，以因應新型態具有投資性質之工具，姑且尚不論此解釋方法是否已經超越條文可能文義範圍，本文以為，關鍵的問題在於所謂「實質可操作性之定義」究竟為何？以下從我國與美國實務上曾經發生爭議的兩個例子出發，藉由梳理我國與美國實務、學說對此兩例之討論釐清「實質可操作性之有價證券定義」應該為何。

第一款 投資契約

依據財政部 76.9.12(76)台財證（二）第 06934 號令，華僑或外國人在台募集資金赴外投資所訂立之投資契約，係屬於經主管機關核定之有價證券而已被納入證券交易法之管制範圍內，其自然也係同法第 155 條操縱行為禁止條款之規範客體，然而，我國曾有實務案例³⁴因其所涉及者並非前述「華僑或外國人在台募集資金赴外投資所訂立之投資契約」而僅係國內之投資契約，進而發生是否有屬於證券交易法「有價證券」之爭議者，該案例事實略為：某公司出售不動產持份，但又同時與持份之買受人簽訂契

³² 吳光明，前揭註 16，頁 37。

³³ 劉連煜，前揭註 20，頁 51；吳光明，前揭註 16，頁 42。

³⁴ 參見台灣台北地方法院 68 年度易字第 832 號刑事判決及台灣高等法院 68 年度上易字第 1752 號刑事判決。

約，約定由該公司管理經營該不動產，並使持份買受人享受經營之利潤，法院判決認為此種安排已具公開募股之實質，持份單位之價金，與一般認股行為所繳交之股金無異，因此判決被告違反證券交易法第 22 條及公司法第 133 條第 1 項，應負證券交易法第 175 條之刑事責任。我國學說上³⁵縱使多批評此判決已經逾越法條文義之可能範圍，不足為訓，但於結論上則多參考美國法上聯邦最高法院於 SEC v. W. J. Howey 一案³⁶所提出之投資契約判準認同前述我國實務判決。

本文以為，在參考比較立法例時，自應先加以釐清兩國在規範架構上的根本差異，有此了解後再進行比較研究方有所本。依美國 1933 年證券法 Section 2(a)(1)³⁷規定，投資契約(investment contract)為證券(securities)之一種，且在 1934 年之證券交易法 Section 3(a)(10)³⁸中亦有相同規定，即美國法上投資契約不論其屬於內國或外國之人於國內或國外投資之投資契約皆屬於其證券交易法之管制客體，Howey 一案僅係在對

³⁵ 劉連煜，前揭註 20，頁 41-42；賴英照，前揭註 10，頁 17-18。

³⁶ SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946). [hereinafter *Howey*].

³⁷ 15 U.S.C.A. §77b(a). Definitions statute provides:

When used in this title, unless the context otherwise requires—

(1) The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, **investment contract**, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a “security” , or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing. [emphasis added].

³⁸ 15 U.S.C.A. §78c(a). Definitions and application of title statute provides:

When used in this title, unless the context otherwise requires—

(10) The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement or in any oil, gas, or other mineral royalty or lease, any collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, **investment contract**, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or in general, any instrument commonly known as a “security” ; or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing; but shall not include currency or any note, draft, bill of exchange, or banker’s acceptance which has a maturity at the time of issuance of not exceeding nine months, exclusive of days of grace, or any renewal thereof the maturity of which is likewise limited. [emphasis added].

「投資契約」(investment contract)之實質內涵做闡述而已；另一方面，我國對投資契約之管制僅限於「華僑或外國人在台募集資金赴外投資所訂立之投資契約」已如前段所述，此點差異自有先行釐清之必要。所謂投資契約，依美國聯邦最高法院在 *Howey* 案所提出之見解³⁹，係指投資人出資於共同事業 (common venture)，其報酬全然取決於發起人或第三人的經營績效而言，分析其要素有四：一、必須有金錢之投資 (an investment of money)；二、資金必須投資於一個共同事業 (in a common enterprise)；三、投資人有獲利之期望 (with an expectation of profits)；四、利潤之有無全然來自於他人之努力 (solely from the effect of others)。

在此基礎之上，美國實務判決其後就要素三、投資人有獲利之期望於 *SEC v. Edwards* 案作了更為詳盡之闡述，其認為⁴⁰，在 *Howey* 案中所提及的獲利 (profits) 只要係投資人投資之金錢所生之利益，無論係分紅、分期給付之款項或投資金額之增加皆屬之，無需區分是否係固定或變動的投資報酬；此外，針對要素四、利潤之有無全然來自於他人之努力，下級法院亦在 *SEC v. Glenn W. Turner Enterprise*⁴¹案中稍微改變見解，認為投資人的報酬如果主要 (essentially) 取決於發起人或第三人之努力即為已足，無需要求至全然 (solely) 的程度，以更加符合管制之目的，其後聯邦最高法院亦於 *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*⁴²案中從之，改而使用創業性的 (entrepreneurial) 或管理性的 (managerial) 等字眼取代原先 *Howey* 案所提出之全然 (solely)。

³⁹ *Howey*, 328 U.S. 298 (1946). (“An investment contract thus came to mean a contract or scheme for ‘the placing of capital or laying out of money in a way intended to secure income or profit from its employment.’ *State v. Gopher Tire & Rubber Co.*, 146 Minn. 52, 56, 177 N.W. 937, 938. This definition was uniformly applied by state courts to a variety of situations where individuals were led to invest money in a common enterprise with the expectation that they would earn a profit solely through the efforts of the promoter or of some one other than themselves.”)

⁴⁰ *SEC v. Edwards*, 540 U.S. 389, 124 S. Ct. 892, (2004) (“The profits this Court was speaking of in *Howey* are profits—in the sense of the income or return—that investors seek on their investment, not the profits of the scheme in which they invest, and may include, for example, dividends, other periodic payments, or the increased value of the investment. There is no reason to distinguish between promises of fixed returns and promises of variable returns for purposes of the test, so understood.”) [hereinafter *Edwards*].

⁴¹ *SEC v. Glenn W. Turner Enterprise*, 476 F. 2d. 476 (9th Cir. 1973). [hereinafter *Turner*].

⁴² *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837 (1975). (“the presence of an investment in a common venture premised on a reasonable expectation of profits to be derived from the entrepreneurial or managerial efforts of others.”) [hereinafter *Forman*].

第二款 票券 (note)

按票券乃是貨幣性證券，作為信用、支付工具之用，以輔助或替代貨幣之功能，應屬於票據法或銀行法規範之範疇，惟，過去我國市場上曾有將票券用以充當資本性證券，對外大量以統一之條件向大眾借款，而後向各債權人簽發長期本票，以規避證券交易法之規範者⁴³，於此情形我國學者便有主張應參考美國聯邦最高法院於 *Reves v. Ernest & Young*⁴⁴一案所提出之家族類似性 (family resemblance) 與四個指導原則 (guidance) 作為判斷系爭票券是否應受證券交易法管制之判準。

如前已經引用之美國 1933 年證券法 Section 2(a)(1)與 1934 年之證券交易法 Section 3(a)(10)規定中所揭：任何票券(any note)皆屬證券(securities)之一種。若有人欲主張其「票券」並非前述證券法律所規範時，自應負擔舉證責任證明前述證券法規條文開頭中所謂「依其情形另有所指」(unless the context otherwise requires) 確實存在⁴⁵，從而得主張系爭「票券」(note)並非證券相關法規上所稱之「有價證券」(securities)。在 *Exchange National Bank* 案中第二巡迴法院也列舉出了七種非屬於 1933 年證券法及 1934 年證券交易法中所指之有價證券之票券，審理本案之 Friendly 法官更率先提出家族相似性檢測法 (the family resemblance test)⁴⁶，若系爭票券與前述七種非屬證券法規管制客體之票券以外的有價證券具有強烈的家族相似性的話，則其自然應適用證券法與證券交易法之相關規範。其後聯邦最高法院於 1990 年的 *Reves v. Ernst & Young* 一案中不僅引用前述家族相似性檢測法，更是明白表示當初在 *Howey* 案中所提出後來被下級法院廣泛適用並略作修改之判準並不適用於除投資契約以外之有價證券⁴⁷，進而提出下列

⁴³ 劉連煜，前揭註 20，頁 42。

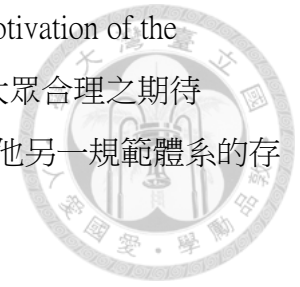
⁴⁴ *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56 (1990). [hereinafter *Reves*].

⁴⁵ *Exchange National Bank of Chicago v. Touche Ross & Co.*, 544 F. 2d at 1137-1138 (2d Cir. 1976). (“The 1934 Act says that the term ‘security’ includes “any note... (excepting one) which has a maturity at the time of issuance of not exceeding nine months,” and the 1933 Act says that the term means ‘any note’ save for the registration exemption in § 3(a) (3). These are the plain terms of both acts, to be applied ‘unless the context otherwise requires.’ A party asserting that a note of more than nine months maturity is not within the 1934 Act (or that a note with a maturity of nine months or less is within it) or that any note is not within the anti-fraud provisions of the 1933 Act has the burden of showing that ‘the context otherwise requires.’ ”) [hereinafter *Exchange National Bank*].

⁴⁶ *id* at ___. (“When a note does not bear a strong family resemblance to these examples and has a maturity exceeding nine months, § 10(b) of the 1934 Act should generally be held to apply.”)

⁴⁷ *Reves*, 494 U.S. at 60-62. (“We reject the approaches of those courts that have applied the *Howey* test to notes; *Howey* provides a mechanism for determining whether an instrument is an ‘investment contract.’ The demand notes here may well not be ‘investment contracts,’ but that does not mean they are not ‘notes.’ To hold that a

四個標準作為「有價證券」之判斷依據⁴⁸：一、當事人之動機（motivation of the parties）；二、分銷、流通之計畫（plan of distribution）；三、投資大眾合理之期待（reasonable expectations of the investing public）；最後，四、有無其他另一規範體系的存在（existence of an alternative regulatory scheme）。



第三款 具實質可操作性之有價證券定義

實則我國學說上⁴⁹所提出應以「是否有保護必要性」及「相關法律未為適當之規範」及學說⁵⁰、實務⁵¹提出之「投資性」與「流通性」特質，綜合以觀，與美國法上 *Reves* 案所提出四個標準實已殊途同歸，從而，在解釋我國證券流通市場操縱行為刑事責任之規範客體「有價證券」時，或可先參照我國學說所提出之意見：將證券交易法第 6 條第 2 項文中之「或表明其權利之證書」作為「實質可操作判準」之擴張解釋基礎，惟，長遠之計自然係透過修法根本上地解決此一法律更新速度趕不上社會變動之問題。

‘note’ is not a ‘security’ unless it meets a test designed for an entirely different variety of instrument ‘would make the Acts’ enumeration of many types of instruments superfluous,’ *Landreth Timber*, 471 U.S. at 471 U. S. 692, and would be inconsistent with Congress’ intent to regulate the entire body of instruments sold as investments.”)

⁴⁸ 引自，劉連煜，前揭註 20，頁 44。

⁴⁹ 吳光明，前揭註 16，頁 56；賴英照，前揭註 10，頁 20。

⁵⁰ 劉連煜，前揭註 20，頁 51。

⁵¹ 參見台灣高等法院高雄分院 96 年度上易字第 993 號刑事判決：「現金增資意願書上亦未載明認購捷 O 公司股票或優先認購之價金，且尚有認購人之簽名欄，內容卻僅止於意願調查，除客觀上無法經由該書面表彰一定財產價值，亦難認其得作為交易客體之可能，故顯不具有『投資性』、『流通性』，其非屬證券交易法規範之有價證券甚明。」

第三節 我國證券流通市場操縱行為刑事責任之構成要件

我國證券交易法第155條第1項規定：「對於在證券交易所上市之有價證券，不得有下列各款之行為：一、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。二、(刪除)三、意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，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。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，而有影響市場價格或市場秩序之虞。五、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。六、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。七、直接或間接從事其他影響集中交易市場有價證券交易價格之操縱行為。」此一規定即為我國證券流通市場操縱行為刑事責任之構成要件（下或稱操縱行為禁止條款），因該條項中第2款已於2000年時遭修正刪除之，現今有效者僅剩五款特定行為態樣規定與一款概括條款規定，分別係第1款不履行交割、第3款相對委託、第4款連續交易、第5款沖洗買賣、第6款散布流言或不實資料與第7款概括條款，以下分別就此六款規定實務、學說之適用解釋情形加以梳理歸納之。

第一項 不履行交割

第一款 概說

我國證券交易法第155條第1項第1款規定：「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。」學說上普遍稱此款行為態樣為「不履行交割」，本文從之。惟本款之規定卻屬吾國兄弟之獨創，於比較法上並無可供參考之對象，主要原因在於，不履行交割應僅屬於民事上賠償責任發生的問題而已，係典

型債務不履行行為，不應成為刑罰制裁的對象⁵²，倘若欲保留本款作為操縱行為態樣之一，則需對本款之行為主體、主觀意圖要件等等問題加以釐清、修正，各家學說⁵³亦已提出許多鞭辟入裏之指教，這些指教固然也推動並完成一定程度的修法工作⁵⁴，但學說、實務於解釋論上限縮適用現行規定之努力卻並未因此停歇，在立法論上也仍舊不乏廢除本款之聲音。

第二款 客觀構成要件

一、行為主體—「委託買賣或申報買賣」之增訂

證券交易法對在有價證券集中交易市場及店頭市場「申報買賣」之當事人有明文限制。在集中交易市場為買賣者限於訂有使用有價證券集中交易市場契約之證券自營商或證券經紀商（參照證券交易法第 151 條規定）；在店頭市場買賣者，依同法第 62 條第 1 項，證券經紀商或證券自營商，其在營業處所受託或自行買賣有價證券者，非經主管機關核准不得為之，此即係對於證券買賣契約當事人之限制，簡言之，能在集中交易市場與店頭市場內「申報買賣」有價證券者只限證券自營商或證券經紀商。

而一般大眾投資人僅得藉由與證券商成立行紀關係⁵⁵「委託買賣」，一般投資人並非有價證券之買賣主體，因此，在本款規定於 2006 年修正增訂「委託買賣」此一法律文字前，普遍認為若欲對一般投資人適用本款規定，必須引用間接正犯理論方可處罰到真正違約不履行交割之投資人，此次修正看似已經完全解決了一般投資人是否有本

⁵² 劉連煜，前揭註 20，頁 578-585；吳光明，前揭註 16，頁 257-265；曾宛如，前揭註 8，頁 288-295；賴英照，前揭註 10，頁 636-650。

⁵³ 詳參李開遠（2005），〈證券交易法第一五五條第一項第一款處罰股市「違約交割」刑事責任之探討〉，《銘傳大學法學論叢》，4 期，頁 85；林國全（2004），〈操縱行為之案例分析〉，《證券暨期貨月刊》，22 卷 12 期，頁 51-52；賴英照（2003），〈法學為體，金融為用：論證券交易法不履行交割之刑事責任〉，《月旦法學雜誌》，100 期，頁 125-143；吳克昌（2002），〈證券交易法反操縱條款之研析（下）〉，《證交資料》，484 期，頁 43-44。

⁵⁴ 2006 年之修正理由：「因應市場發生之操縱行為態樣及監理實務需要，增訂不履行交割包括投資人對證券商及證券商對市場不履行交割等兩種態樣，及禁止製造交易活絡表象之行為，以有效遏止市場不法操縱行為。」參見立法院法律系統網頁 http://lis.ly.gov.tw/glawc/lawsingle?00F20D92D8360000000000000000001400000004FFFFFFA00*015420941220*00FF001001（最後瀏覽日：2016/5/5）。

⁵⁵ 民法第 576 條：「稱行紀者，謂以自己之名義，為他人之計算，為動產之買賣或其他商業上之交易，而受報酬之營業。」

款適用之問題，學說上也普遍認為此問題已獲解決，然而，仍然有學者從本款規定中「交割」此一行為要件要素之內涵，認為一般投資人與證券商間之券款交付並不該當於「交割」此一要件，因一般投資人所作之券款交付行為僅屬於「履約」，而不屬於「交割」，從而本款行為主體將不包含一般投資人在內，欲對一般投資人適用此款規定仍須引用間接正犯理論方得為之，本文以為此等見解並不可採，本款行為主體應包含一般投資人在內已無疑義，對此等反對見解之擇要說明及本文對其之批評將於下文中一併說明之；此外，本款之行為主體部分，依照現行實定法規定，因並未慮及善意投資人與惡意投資人間應有之不同待遇，仍難避免被批評係以刑罰處罰一般民事違約責任，此部分因已涉及主觀構成要件部分，故詳細之說明將於本項第三款主觀構成要件中處理。

二、行為

（一）交割

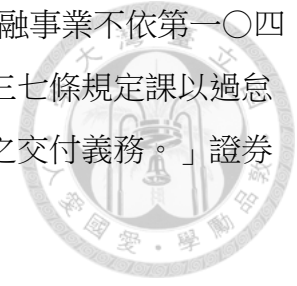
如前所述，我國有學者⁵⁶仍舊否定從「委託買賣及申報買賣」之修正便可導出一般投資人為本款行為主體之結論，認為委託買賣及申報買賣只是證券商之報價方式並非交易行為，而「業經成交而不履行交割」此用語亦僅適用於證券商此一交割義務主體，一般投資人僅依行紀關係對證券商有履約義務而無交割義務，並提出如下三點理由一

1. 我國證券交易法對於「交割」並無立法定義，而觀察證券交易法第138條規定：「證券交易所除分別訂定各項準則外，應於其業務規則或營業細則中，訂定結算及交割日期與方法」，交割之意義、主體、時間與方式等等，應從證券交易法之有關係文及證券交易所營業細則中予以探知。

2. 依證券交易所營業細則第104條第2項：「證券商對其在本公司市場所為之買賣，對於本公司負有履行交割之義務；本公司對於採取多邊餘額交割方式之買賣，負有對

⁵⁶ 詳參林振東（2006），〈探討證券交易法第155條第1項違約交割規定〉，《證交資料》，528期，頁28-39。

待給付之交割義務。」及同細則第111條第1項：「證券商及證券金融事業不依第一〇四條第五項第一款、第二款規定時間辦理交割者，本公司即依第一三七條規定課以過怠金。證券商應繳交借券擔保金而未繳交者，視為未完成應付證券之交付義務。」證券市場之交割主體為證券商及證券金融事業。



3. 最後，該論者並援引，依證券交易法第158條第1項所訂定之台灣證券交易所股份有限公司證券經紀商受託契約準則第12條、19條第1、3、4項，認為縱使條文中可見有「委託人不按其履行交割代價或交割證券者，即為違約」之文字，單從此文字觀察，委託人（即一般投資人）若不履行「交割」即屬違約，似乎可以反面推論出一般投資人也是交割主體之結論，惟論者仍堅持若按交易程序與條文結構整體觀之，投資人對證券市場並無交割義務存在，僅存在對證券商之履約義務⁵⁷。

前述論者所提出之三點理由似乎言之成理，但我國學說⁵⁸、實務⁵⁹見解仍普遍認為「不履行交割」包括一般投資人對證券商之不履行交割，以及證券商對市場之不履行交割，再加上2006年修正「委託買賣或申報買賣」時立法理由之說明，一般投資人屬於本款之行為主體已無庸置疑。

本文認為應以多數學說、實務見解較為可採，理由如下一

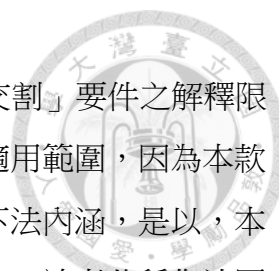
1. 台灣證券交易所股份有限公司證券經紀商受託契約準則第19條第3項規定：「委託人違約時，受託證券經紀商應即…，並代辦交割手續」已明確指出證券經紀商應於委託人違約時「代辦交割手續」，論者指出從相關規範之架構可認為投資人只存在對證券商之履約義務，並認為「代辦交割」之用語不當⁶⁰，但並未見其有何論證，便斷然聲稱「交割」係具有如此嚴謹意義之用語，欠缺說服力。

⁵⁷ 張鈞翔，前揭註7，頁84-86。該文中明確表示，之所以採取此一限縮解釋「交割」要件之立場，乃係為限縮此一「惡法」之適用範圍。

⁵⁸ 詳參林國彬（2007），〈一般投資人違約不交割與證交法第一五五條第一項第一款要件之分析—最高法院九四年台上字第二二七號刑事判決簡評一〉，《台灣本土法學雜誌》，99期，頁265。

⁵⁹ 參見台灣高等法院94年度上訴字第2969號判決：「…，另考量交易包括投資人委託證券商買賣及證券商申報買賣，故不履行交割包括投資人對證券商不履行交割，以及證券商對市場不履行交割兩種態樣，……」。

⁶⁰ 林振東，前揭註56，頁37。



2. 論者強調，之所以將「不履行交割」之行為主體透過對「交割」要件之解釋限縮於證券商而不及於一般投資人，乃係為了限縮此一「惡法」之適用範圍，因為本款規定之構成要件行為態樣應僅係民事債務不履行，並不具有刑事不法內涵，是以，本款乃是「惡法」而有從解釋論上對其作各種限縮的必要。本文以為，論者此種作法固然立意良善，但本款規定即然屬於特別刑法規定，當有刑法基本理論之適用，只需回復至2006年修法前之作法⁶¹，依間接正犯理論同樣可將一般投資人納入本款之規範範圍，此一限縮並未真正解決問題，反而過度扭曲相關規定之文義與體系。

3. 欲透過對於「交割」此一行為之解釋限縮本款行為主體之範圍，用意主要乃為避免處罰「非惡意違約之投資人」以免招致以刑罰處罰民事債務不履行責任之批評，治本之道自當是從主觀面限縮處罰範圍；此外，一般投資人違約不交割，依通常情形證券商仍會代為向證券交易所辦理交割，只有在違約交割金額過大，證券商不堪負荷時證券市場秩序才有受到影響之可能⁶²，換言之，「足以影響市場秩序」此要件已相當程度地乘載了限縮處罰一般投資人範圍的功能，惟，本文有必要在此強調者係，此一批評理由乃係立基於我國多數論者主張本罪保護法益為證券市場法益之根本前提上，本文根本上並不採取相同立場，在此僅是「以子之矛攻子之盾」的批評而已，本罪之保護法益將在第三章中作處理說明。

（二）足以影響市場秩序

學說上對此構成要件要素之解釋適用有如光譜（spectrum）一般的分歧，有認為縱使有此一要件要素，本罪仍應屬於抽象危險犯者⁶³：違約金額不論大小皆會波及市場交易秩序，且為避免舉證困難、減輕偵查機關負擔達成一般預防功能，一旦違約不交割即應該當此一要件；有採具體危險犯立場者⁶⁴：應參酌行為人行為當時市場各種狀況審

⁶¹ 參見最高法院 87 年台上字第 2678 號刑事判決：「…本件上訴人並非證券自營商或經紀商，不能直接在集中交易市場交易報價，其是否有利用證券自營商或經紀商不知情之職員，轉向集中交易市場報價，經有人承諾接受而不履行交割，…」。

⁶² 賴英照，前揭註 10，頁 647。

⁶³ 詳參溫祖德（2002），〈證券交易法第一五五條「操縱股價」犯罪之研究〉，《刑事法雜誌》，46 卷 1 期，頁 39。

⁶⁴ 劉連煜，前揭註 20，頁 579-580。

慎認定，如實際報價數量、金額多寡等等具體認定市場危險之存在與否；最後，甚至有見採取實害犯立場者⁶⁵：具體危險犯欠缺最低限度之明確性，且為減少本罪成立之可能，除非違約交割行為導致證券交易平台無從繼續運作，否則不成立本罪。

實務之適用情形亦十分紊亂，同樣有見採取抽象危險犯者⁶⁶，「所謂足以影響市場秩序者，係指市場秩序有因此而受影響之危險即可構成，至於市場秩序是否確實因此而受到損害或影響，並非所問。」；採具體危險犯立場者⁶⁷：「是否足以影響市場秩序，應視實際報價數量、金額之多寡、視具體情形分別認定」所提供之標準並不甚明確，大多數法院往往忽略對具體危險之實質判斷，毫無說理地逕下判決；近期則出現接近實害犯的解釋適用情形：「被告…其違約股數佔該個股成交股數之比例甚微，與股市總成交數相比更屬渺小，且違約交割發生後股票市場亦無明顯波動，自無從據以認定其違約交割已足以影響市場秩序。」⁶⁸

經過上述整理可知，我國學說與實務對於「足以影響市場交易秩序」此要件要素之解釋適用說明十分多元，各執一詞，本文以為，從時序的角度觀察可以發現，越到近期不論是學說或實務皆傾向限縮該當此要件之範圍，甚至不惜完全逸脫條文的可能文義範圍採取實害犯之立場，此正是因為本罪於主觀構成要件要素之爭議一應否限於行為人出於「惡意」而委託或申報買賣有價證券並不履行交割時方有本罪適用？所謂「惡意」之內涵又究竟為何？學說、實務才會在客觀構成要件之解釋上飄忽不定，且有嚴格限縮之傾向，誠如 2005 年行政院提出證券交易法修正草案時，有關本款之修法理由中所言，「本款之立意係為防範惡意投資人不履行交割義務，影響市場秩序，至於一般投資人若非屬惡意違約，其違約金額應不致足以影響市場交易秩序，不會有本款之該當，自不會受本法相關刑責之處罰。」通常金額越高、影響越大，是「惡意」投資人之可能性便越高，所以才在客觀面上越來越有限縮適用的傾向，以避免處罰到「非惡意」違約之投資人。

⁶⁵ 張鈞翔，前揭註 7，頁 87-89。

⁶⁶ 參見台灣高等法院高雄分院 90 年度上訴字第 1934 號刑事判決。

⁶⁷ 參見最高法院 91 年度台上字第 27 號判決。

⁶⁸ 參見台灣高等法院 94 年度上訴字第 2969 號判決。

第三款 主觀構成要件



聯合國公民與政治權利國際公約第 11 條明定：「任何人不得僅因無力履行契約義務，即予監禁」(No one shall be imprisoned merely on the ground of inability to fulfill a contractual obligation)。而依照我國公民與政治權利國際公約及經濟社會文化權利國際公約施行法第 2 條規定：「兩公約所揭示保障人權之規定，具有國內法律之效力。」且國內實務、學說皆普遍認為依照同法第 4、8 所揭櫫之立法意旨，兩公約之權利規範優於國內法之法律位階⁶⁹。本此我國學者賴英照主張⁷⁰，法制上，不履行交割行為如僅是單純債務不履行，行為人於委託或申報買賣有價證券時並無「詐欺」或「操縱」之意圖時，不應成為刑罰制裁之對象。

經查，本款制定之初，法文中「無實際成交之意思」之文字作為主觀構成要件要素⁷¹，即本罪之成立僅限於：行為人報價委託買賣時便已具有「無實際成交之意思」而後更進一步不履行交割時方屬之。嗣後，因為此一要件需衡諸行為人內心意思，為避免舉證困難，故於 1988 年遭修正刪除之⁷²。而前已述及，2005 年行政院提出證券交易法修正草案時，有關本款之修法理由中，此一主觀要件重新被提及——「本款之立意係為防範惡意投資人不履行交割義務，影響市場秩序，至於一般投資人若非屬惡意違約，其違約金額應不致足以影響市場交易秩序，不會有本款之該當，自不會受本法相關刑責之處罰。」⁷³其雖已點出本款之立法意旨乃為防範惡意之投資人，惟從前之論理脈絡可知，其並未將「惡意」作為本款成立之要件，而僅作經驗性的推論：「一般投資人若非屬惡意違約，其違約金額應不致足以影響市場交易秩序」，從而，本判決認定之重點並非惡意與否，而在於違約金額是否「足以影響市場交易秩序」，換言之，縱一般投資人非屬惡意違約，其違約金額若足以影響市場交易秩序仍應該當本款構成要件⁷⁴。

⁶⁹ 詳參廖福特 (2009)，〈批准聯合國兩個人權公約及制訂施行法之評論〉，《月旦法學雜誌》，174 期，頁 226。

⁷⁰ 賴英照，前揭註 10，頁 647。

⁷¹ 參見立法院法律系統網頁：

<http://lis.ly.gov.tw/lglawc/lawsingle?002E60DD63BC00000000000000000000A00000000200FFFFD00^015420570416^0007D001001> (最後瀏覽日：2016/5/10)。

⁷² 曾宛如，前揭註 8，頁 292。

⁷³ 引用此一修法理由之實務見解，參見台灣高等法院 94 年度上訴字第 2969 號判決。

⁷⁴ 相似看法，劉連煜，前揭註 20，頁 580。

惟近期最高法院⁷⁵已可見明確將本款之成立限於惡意投資人不履行交割之判決，獲得學說近乎一致地肯定。



至於何為「惡意」？如前述我國前司法院院長賴英照所指出，以「操縱」或「詐欺」意圖而不履行交割者屬之，其⁷⁶更進一步援引實務見解⁷⁷認為，倘若藉不履行交割遂行「詐欺」目的之情形，係違反證券交易法第 20 條第 1 項「有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為」之詐欺買賣罪，並優先於第 155 條而適用，且認為「此種犯行，當屬違反證券交易法第 20 條第 1 項之規定，應依同法第 171 條論處罪刑，始為合法，且該條項之罪，已包含詐欺取財罪質，自為刑法第 339 條第 1 項之特別規定。」綜此，本款不履行交割罪，在行為人係本於「詐欺」意圖而為時並無實益可言，回歸證券詐欺罪之規定處理即可；若係本於「操縱」市場之目的而為不履行交割，在厚生公司案⁷⁸，被告違反證券交易法第 155 條第 1 項第 1、3、4 款之規定，法院認為各罪間有方法結果之牽連關係，從一重處斷⁷⁹；廣三集團案⁸⁰，法院則認為被告炒作股價與違約交割係犯意各別，予以分別論罰；此等情形，不履行交割之處罰則仍有實益。

第四款 小結

本款行為主體包含一般投資人與證券商，退步言之，即使認為交割義務主體僅有證券商，一般投資人仍可以間接正犯理論納入本罪規範範圍內，此一爭議實益不大；「足以影響市場交易秩序」要件之爭論縱因實務判決解釋適用之高度恣意喪失其所乘載的限縮成罪範圍功能，經過對學說、實務見解之簡要梳理後，仍可發現限縮此要件之傾向，如此的眾說紛紜與限縮傾向，可歸咎本條於主觀意圖要件之欠缺；最後，

⁷⁵ 參見最高法院 95 年度台上字第 3401 號刑事判決。

⁷⁶ 賴英照，前揭註 53，頁 141。

⁷⁷ 參見最高法院 84 年度台上字第 1127 號刑事判決。

⁷⁸ 參見台灣高等法院 86 年上更（二）字第 771 號刑事判決。

⁷⁹ 在 2005 年刑法總則修正刪除牽連犯規定前，實務對於牽連犯行為數問題的認定是屬於一行為的犯罪，詳參黃榮堅（2012），《基礎刑法學（下）》，頁 975-977，台北：元照。

⁸⁰ 參見臺灣高等法院臺中分院 98 年金上重更(三)字 35 號刑事判決。

本款之規範重點也是最具爭議者即為主觀「惡意」部分，若係本於「詐欺」意圖而委託或申報買賣有價證券並不履行交割者，同法第 20 條第 1 項即可茲因應，不履行交割之罪刑只在當行為人係本於「操縱」意圖而為之時，方有存在實益。



綜上所述，「操縱」意圖之實質內涵成為本罪之關鍵問題，不論於解釋論或立法論上皆然，至此本文之論述尚無法回答此一關鍵問題，因為欲解釋「操縱意圖」為何，毫無疑問地須先處理何為「操縱」，而不僅我國立法上未對「操縱」有明確定義，各該法治先進國家亦皆然，本文所欲達成的主要任務之一正是試圖透過對各款操縱行為類型之梳理回溯探尋「操縱行為」之概念輪廓，就此將於後文一併說明之。

第二項 相對委託

第一款 概說

我國證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款規定：「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，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。」一般簡稱此款規定為「相對委託」，本文從之。傳統見解⁸¹對於本款所欲規範之行為類型描述通常如下：由兩個以上之自然人投資人或法人投資人，在同一個或兩個以上證券經紀商開戶，約定於大致相同時間、數量、價格，對某一種特定股票為相對買賣委託之行為，以拉鋸方式，一進一出，相互作用價，進而與證券商相互勾結對作，其目的在藉由此虛偽之交易行為，製造交易活絡之假象，誘使投資大眾盲目跟進或殺出，製造有利於操縱者之股價趨勢，趁股市高檔出現後，以高價出脫，或拋空攢壓，於股市低檔時，逢迎承接。學說對本款解釋論上之說明亦多係以規範此種典型行為態樣為目標，然若以實然解釋應然將容易流於恣意，因此，本文以下嘗試藉由爬梳學說、實務對本款之討論，探析本款立法論與解釋論上應有之準則。

⁸¹ 詳參李開遠（2006），〈證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款處罰股價操縱行為—「相對委託」刑事責任之探討〉，《銘傳大學法學論叢》，6 期，頁 1。

第二款 客觀構成要件



一、行為主體

按證券交易法第 151 條及第 62 條第 1 項規定，在集中交易市場與店頭市場內「申報買賣」有價證券者只限證券自營商或證券經紀商，一般投資人僅得「委託買賣」之，此已於「前項不履行交割，第二款客觀構成要件中一、行為主體—申報買賣或委託買賣」部分說明。同法第 155 條第 4 項雖有準用第 20 條第 4 項「委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人，視為前項之取得人或出賣人。」但，其法律文字中指出，僅準用於第 155 條第 3 項之民事賠償請求權，並不及於第 1 項之刑事責任規定，我國學者⁸²亦多依此法條文義解釋之。然而，一般投資人既非證券流通市場上之買賣主體又無準用規定之適用，此時，因為立法者未清楚考慮行紀關係下買賣主體適用問題，於刑事責任上所產生的規範漏洞油然而生，經過本文之整理，學說上填補此規範漏洞可見有如下三種路徑：

（一）實質交易當事人說

有論者⁸³指出，應從立法目的透視本條之規範意旨而不應拘泥於文義解釋，自實質交易當事人之觀點，認為一般投資人當然屬於本款之行為主體。反對見解⁸⁴則認為，倘若真可如此解釋，證券交易法第 155 條第 4 項針對民事責任之準用規定便沒有增訂之必要，即便增訂亦僅剩宣示意義。

（二）概括條款適用說

另一種可能的路徑便是以同條項第 7 款「直接或間接從事其他影響集中交易市場有價證券交易價格之操縱行為」之概括規定，將委託證券商買賣有價證券之一般投資

⁸² 詳參林國全（2000），《證券交易法研究》，頁 170，台北：元照。

⁸³ 詳參莊勝榮（1990），〈論集中交易市場操縱行為之刑事責任〉，《證券金融》，27 期，頁 63。

⁸⁴ 林國全，前揭註 82，頁 171。

人納入規範，惟該款構成要件因欠缺法明確性早已飽受學說之批評⁸⁵，引為規範依據，並不適當。



(三) 間接正犯說

學說、實務上普遍認為⁸⁶，一般投資人雖透過經紀商以行紀關係操作股票，其實乃該委託經紀商為買入或賣出之真正投資人，經紀商可認為僅是投資人利用為犯罪行為之工具，從而投資人可依間接正犯理論納入本罪規範範圍內。

本文以為，自從學說上⁸⁷藉由犯罪支配理論中的意思支配概念，重新詮釋間接正犯概念，逐步擴大間接正犯的範圍，承認所謂「正犯後正犯」概念後，對於被利用之他人行為，已無任何限制，包括合法與不法行為、故意行為與過失行為以及既無故意也無過失行為，應可認為一般投資人已因間接正犯理論而全面成為本罪之行為主體。

二、行為

(一) 通謀

本款明訂「與他人通謀」作為構成要件要素，需有兩人以上之行為主體方有成立本罪之可能，屬於必要共犯⁸⁸，且因共同參與犯罪之實施者係朝同一目標，應為必要共犯下之聚合犯，此亦為其與沖洗買賣最大之不同點⁸⁹。而通謀之內涵乃在於藉由本款行為類型之實施拉抬或壓低證券價格，製造交易熱絡的假象，以誘使他人跟進⁹⁰，並非為買賣之合意⁹¹，從而，對通謀之範圍採取寬鬆之認定，買賣交易之內容全部或部分通謀

⁸⁵ 學說上對此款之批評指教本文將一併於本項中第六款說明，詳見後述。

⁸⁶ 採一立場者，林國全，前揭註 82，頁 171；李開遠，前揭註 81，頁 4。

⁸⁷ 詳參王皇玉（2014），《刑法總則》，頁 242，台北：新學林。

⁸⁸ 參見最高法院 81 年度台非字第 233 號判例。

⁸⁹ 賴英照，前揭註 10，頁 659。（「沖洗買賣與相對委託可說是同類違法行為的兩種態樣，操縱行為即為近似。所不同的是，前者通常是由同一人在兩家（或兩家以上）的證券商分別為買賣委託；後者則由兩人通謀而為相對買賣。」）

⁹⁰ 賴英照，前揭註 10，頁 657。

⁹¹ 李開遠，前揭註 81，頁 12。

即可，不問其為明示或默示；而通謀提出之時點，亦不以事前通謀為限，於透過證券商向市場報價後始與他方通謀亦該當之⁹²。



（二）約定價格

依現行台灣證券交易所股份有限公司營業細則第79條第1項：「證券經紀商接受委託買賣，以限價為之。但得接受法人、其他機構或特定自然人，於其指定漲跌幅範圍之價格區間內，授權證券商代為決定價格及下單時間；證券經紀商申報買賣時應視市場情況及市場供求關係，注意勿損及市場公正價格之形成及市場之健全發展，並依規定保存客戶授權委託紀錄。」證券經紀商接受委託買賣，原則以限價為之。加之我國之撮合原則乃係「價格優先、時間優先」，如有意抬高有價證券價格，買賣雙方委託的價格最好均高於當時揭示價，其中買方的委託價最好是「漲停價」，而賣方委託的價格，則在證交所每次撮合係在兩檔範圍升降原則下，僅須高於當時揭示價兩檔即可，如此便能在最低成本下以最有效率之方式達成目的，反之亦然⁹³。是以，約定價格只要有成交之可能性即為已足，自不應以「同一價格」為限。

（三）同時

單從文義上觀之，「同時」所指涉者似限於「同一時間」，實務上電腦撮合每盤之時間間隔為一分鐘左右⁹⁴，若嚴格解釋此構成要件要素，認為須限於同一分鐘內委託為相對買賣，將使此一規定所管制之事態過度限縮，規範將失之過寬，有意誤導市場投資人之行為人可透過安排微小的時間差異，輕易地規避本款規範⁹⁵，因此，學說普遍認為⁹⁶，依現行台灣證券交易所股份有限公司營業細則第 58 條第 1 項：「電腦自動交易之買賣申報，限當市有效。」之規定，「同時」應指當日之內，至於同一營業日內在時

⁹² 林國全，前揭註 82，頁 168。

⁹³ 從實務操作角度所做之詳細說明，吳克昌，前揭註 53，頁 53 以下。

⁹⁴ 吳克昌，前揭註 53，頁 53。

⁹⁵ 認為本款所規定之「約定價格」、「同時」皆不應做過嚴格之解釋，否則行為人可輕易規避之，詳參邵慶平（2008），〈論相對委託之規範與強化—從證券操縱禁止之理論基礎出發〉，《月旦民商法雜誌》，19 期，頁 52。

⁹⁶ 詳參洪國誌（2009），《證券交易市場不法操縱行為之研究-以相對委託為中心》，頁 86-88，國立中正大學財經法律學研究所碩士論文。

間上並無限制，與「約定價格」之解釋相同，只需有達成相對成交的可能即可，並認為未來宜對此要件作更嚴謹之修正。



(四) 相對買賣之數量相當？

現行我國法並未以數量是否相當或相同作為本罪成立之構成要件要素。有學者⁹⁷援引美國 1934 年證券交易法 Section 9(a)(1)(B)、(C)有關「相對委託」(matched orders)之禁止規範中「相當數量」(substantially the same size)之文字⁹⁸，並指出因我國採取「價格優先、時間優先」撮合原則，因此往往無法就全部申報、委託之買賣數量成交，故一般實務上認為買進和賣出數量僅需「大致相近」即可成立本罪，但因仍須「大致相近」，因此在我國法上自當參考美國法規定，限於「相當數量」方有本罪之適用。

本文以為，此實乃見樹未見林之看法，美國法上固然於 1934 年證券交易法第 9 條第 1 項第 1 款第 B、C 項中有「相當數量」(substantially the same size)之要件，因此需該當此一要件方有該條項之成立，惟，若不符合此要件，如其買賣委託仍係為了製造交易熱絡的表象，並據以影響市場價格時，將仍會成立同法 Section 9 (a)(2)⁹⁹之規定，

⁹⁷ 詳參李開遠，前揭註 81，頁 16；相同結論但未見說理者，王培秩（2006），〈證券交易法上操縱行為之犯罪類型及構成要件〉，《刑事法雜誌》，50 卷 2 期，頁 50。

⁹⁸ 15 U.S.C. §78i(a)(1). Prohibition against manipulation of security prices statute provides:

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange—

(1) For the purpose of creating a false or misleading appearance of active trading in any security other than a government security, or a false or misleading appearance with respect to the market for any such security,

(B) to enter an order or orders for the purchase of such security with the knowledge that an order or orders of **substantially the same size**, at substantially the same time, and at substantially the same price, for the sale of any such security, has been or will be entered by or for the same or different parties, or

(C) to enter any order or orders for the sale of any such security with the knowledge that an order or orders of **substantially the same size**, at substantially the same time, and at substantially the same price, for the purchase of such security, has been or will be entered by or for the same or different parties. [emphasis added]

⁹⁹ 15 U.S.C. §78i(a)(2). Prohibition against manipulation of security prices statute provides:

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange—

(2) To effect, alone or with 1 or more other persons, **a series of transactions** in any security other than a government security, any security not so registered, or in connection with any security-based swap or security-based swap agreement with respect to such security creating actual or apparent active trading in such security, or raising or

此規定類似於我國操縱行為禁止條款中第 4 款有關「連續買賣」之禁止規定，但倘若單從行為面之客觀構成要件觀之，較我國第 4 款之規範範圍為寬，因文中僅規定「一系列的行為」（a series of transactions）即該當本罪之客觀構成要件行為為要素，簡言之，在美國法上，縱使不符合證券交易法 Section 9(a)(1)(B)、(C)規定中之「相當數量」要件之行為，因有同法 Section 9 (a)(2)規定之存在，仍會在該國操縱行為禁止條款之規範射程範圍內¹⁰⁰；相對地，在我國如強加「相當數量」此一構成要件要素於證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款中，雖不該當此要件卻仍有製造市場假象、傳遞誤導資訊之行為將因我國第 4 款之管制範圍僅限於連續買賣之行為而落出禁止條款範圍外，或有認為，可以第 7 款概括條款作補遺，惟，該款規範之不明確性太高，普遍認為不宜加以適用。總此，委託買進與賣出的數量雖不相當，但只要有撮合成交的可能時，亦可達到影響股價的目的，並不能免除本款責任¹⁰¹，否則有形成規範漏洞之虞。

（五）限於虛偽交易？

一般認為¹⁰²，「沖洗買賣」與「相對委託」之差異僅在於行為人數而已，兩者皆係利用虛偽之交易行為，製造交易熱絡之假象，使投資大眾誤解，前者係一人單獨為之，後者則係兩人以上相對為之。我國學者邵慶平¹⁰³則指出上述看法不僅在解釋論上未必站得住腳，在立法論上更是無所依據，本款規範之重點毋寧在於禁止行為人透過其行為製造市場假象，傳遞誤導的資訊，使投資大眾作出錯誤的判斷，與交易之真偽並無必然關連；其更進而認為不具不法意圖的對向交易，若係因私人間之特殊因素，與公司資訊無關者，因同樣將影響公司證券價格在反應公司資訊上的正確性，故有管制之必要，惟因此情形行為人並不具有不法意圖，刑事責任的規定自不恰當，可考慮行政管制手段。

depressing the price of such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others.
[emphasis added]

¹⁰⁰ Wright v. SEC, 112 F. 2d 89(2d. Cir. 1940).

¹⁰¹ 賴英照，前揭註 10，頁 657。

¹⁰² 詳參李開遠，前揭註 81，頁 16；王培秩，前揭註 97，頁 49；溫祖德，前揭註 63，頁 46。

¹⁰³ 詳參邵慶平，前揭註 95，頁 52。針對具不法意圖之真實交易亦應屬於本款適用範圍部分認同前文者，賴英照，前揭註 10，頁 657。

前述學者指出規範的核心乃在錯誤資訊的傳遞，透過交易的過程呈現出之交易外觀製造市場假象，誤導投資大眾該交易行為的進行可能是掌握特定資訊之人所做出之理性投資行為，相關交易行為不論係真實或虛偽皆可創造此一虛假資訊，且該文同時認識到行為不法性的判斷是無從區分主觀面與客觀面的，從而，對於具有主觀不法意圖之行為課與刑事責任方有正當性，至此本文深表贊同；惟，不具不法意圖之對向交易行為若係因私人非與公司資訊有關之因素而為之者，該文認為仍有以行政手段加以管制之必要，由於此部分已超出刑事責任範疇，在此本文無欲深入探討，僅簡要提供初步想法，首先，無論採取如何之行政管制手段，皆必須面臨區辨私人因素、與公司資訊有關之因素的任務，此一任務之達成勢必消耗大量之行政能量；再者，從應然面思考，自由公開市場價值所欲避免者不僅限於來自私部門之干預亦包含來自公部門之管制。綜上，縱使本於私人非與公司資訊有關因素所為之交易行為仍有散布具誤導性資訊之可能，造成投資大眾對其產生信賴進而為投資決定，惟此一信賴是否真值得保護已經有所可疑？更遑論，行為人主觀上根本沒有值得非難之處，本文初步基於前述兩點理由以為不應以行政手段加以管制、保護。

（六）足以拉抬或壓低集中市場上該有價證券交易價格？

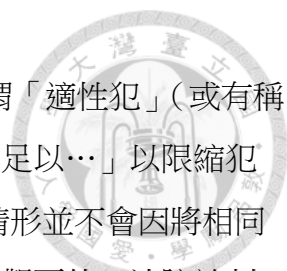
有論者¹⁰⁴認為：在法理上經濟刑法所否定的價值判斷是在於行為本身的危險性，惟，屏除在立法論上有高度檢討空間的第 1、7 款外¹⁰⁵，其餘各款以行為犯之方式規範皆有涵蓋過廣之嫌疑，其中第 4、5 款之行為外觀上與正常交易行為根本無異¹⁰⁶，為免承審法院對對意圖要件之認定不一，產生南轅北轍之司法判決，從而宜安排客觀處罰條件，以限縮本罪之適用，至於其內容則應將原規定於主觀意圖要件之本罪不法內涵「抬高或壓低某種有價證券之交易價格」移至客觀要件—「行為足以產生拉抬或壓低集中市場上有價證券交易價格等的可能性，始符合本罪之不法。」¹⁰⁷

¹⁰⁴ 詳參廖大穎（2012），〈人為操縱市場爭議與鑑識會計的訴訟支援—論意圖抬高或壓低市場交易價格等的構成要件〉，《月旦法學雜誌》，202 期，頁 38-63。

¹⁰⁵ 廖大穎，前揭註 104，頁 41。

¹⁰⁶ 廖大穎，前揭註 104，頁 41。其為文中並未提及其對第 3、5 款是否限於虛偽交易所採之立場，惟，如採本文立場，第 3 款相對委託亦有可能係真實交易行為，因此外觀上亦與「正常」交易無異，而第 5 款則應屬於未移轉實質所有權之虛偽交易。

¹⁰⁷ 廖大穎，前揭註 104，頁 63。惟，該論者早先於 2007 針對本條項第 4 款連續買賣發表之文章中，似乎採取將「拉抬或壓低集中市場上該有價證券交易價格」作為本罪客觀不法結果要素之相異見解，針對此



本文以為，此一要件之增訂建議，究其實際與刑法學說上所謂「適性犯」（或有稱為抽象具體危險犯¹⁰⁸）相同，藉由要求行為所創造之犯罪能量需「足以…」以限縮犯罪成立範圍，如此想法固然立意良美，但其所欲避免之判斷恣意情形並不會因將相同內容之要件¹⁰⁹從主觀改到客觀而有所不同，固然如果未訂定此一客觀要件，法院於判斷主觀意圖要件時，可以在沒有此客觀情形之下便認定有此主觀意圖，但法院在判斷是否有「意圖有抬高或壓低某種有價證券之交易價格」時，本即會將行為是否「足以抬高或壓低某種有價證券交易價格」之客觀情狀作為考量的因素之一，而且往往是重要因素¹¹⁰，將原先已經往往是認定主觀意圖之客觀情況訂入構成要件中所能產生之邊際效益本文在此持保留態度。此外，本文以為，此一作法僅透露出方法論上的困窘，因為無論係所謂的「抽象危險」或「具體危險」¹¹¹，甚或是「抽象具體危險」本即皆應具體證明之¹¹²，關此之進一步說明，請見後文本節第三項第二款客觀構成要件中二、行為（二）而有影響市場價格或市場秩序之虞部分。

第三款 主觀構成要件

「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」此要件之為「抬高」或「壓低」有價證券價格，依罪刑法定主義，似乎不包括意圖「維持」、「鎖定」之情形，實務上亦可見採此看法者，最高法院 95 年度台上字第 5487 號判決：「如行為人與他人通謀，以約定價格於自己出售，或購買集中交易市場某種有價證券時，使約定人同時為購買或出售之相對行為，其目的係使該有價證券之股價維持於一定價位即俗稱平盤，或有其他俗稱護盤之行為，而非意圖抬高或壓低有價證券之交易價格時，則應

部份之說明，詳參後文第三項連續買賣第二款客觀構成要件中二、行為（三）拉抬或壓低集中市場上該有價證券交易價格？之說明。

¹⁰⁸ 此一用語，詳參許玉秀（2000），〈無用的抽象具體危險犯〉，《台灣本土法學雜誌》，8 期，頁 85-89。此文對抽象、具體、抽象具體危險犯提出精闢的分析評論。

¹⁰⁹ 且對此要件之內涵「抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」，本文根本上採取否定立場，詳見本項第三款主觀構成要件部分之說明。

¹¹⁰ 對相關實務見解作主觀意圖要件認定所考量因素有詳盡說明者，詳參王志誠（2008），〈連續交易之認定基準及實務爭議〉，《月旦民商法雜誌》，19 期，頁 25-27。

¹¹¹ 本文根本上採取之立場為：具體危險概念因欠缺最低限度明確性不應作為規範性之判准，刑法上的危險犯立法應限於行為犯模式，亦即不以所謂客觀上危險結果的實現為要件。詳細說明請參見，黃榮堅，前揭註 79，頁 581-587。

¹¹² 許玉秀，前揭註 108，頁 89。

屬行為時證券交易法第 155 條第 1 項第 6 款（現行法為第 7 款）規範之範疇，不得依同條項第 3 款或 4 款處斷。」惟，本文以為，如股價本應下跌而欲以操縱方法使其不跌以維持有價證券價格，自屬「意圖抬高」有價證券價格，行為人主觀上若認為股價將會持平，行為人並沒有以連續買賣行為「維持」股價的理由，必定是認為股價將會上漲或是下跌，才有「維持」的必要，此時「意圖維持股價」究其實際乃係「意圖抬高或壓低股價」，我國學說採此結論眾¹¹³。

單就文義內涵作解釋已有如上之爭論，針對「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」此要件在立法論上之批評更是不勝枚舉。普遍被認為與本款之規範內涵完全相同之同法同條項第 5 款沖洗買賣規定，其意圖要件於 2006 年時修正為「意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象」卻與本款之意圖要件「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」大不相同，若此兩款規定所欲規範之事態幾近同一，差別僅在於行為係由一人或數人作成時，何以會在界定不法內涵具關鍵地位之意圖要件有如此不同之規定？最直觀的推論是：必然有造成此一差異之原因，然而，綜觀我國學說、實務上之討論，並沒有看到此兩款有何顯著差異，差異到需有不同的主觀意圖要件規定，有鑒於我國之立法素質，邏輯上的下一個推論便是——「新的就是對的，只是立法委員們沒有想到其他內涵相同的規定也應該一併修正而已」¹¹⁴，很不幸地，學說上對本款主觀意圖要件立法論上之檢討皆可據以支持此一推論。

所謂「抬高或壓低有價證券之交易價格」應是所以交易行為皆有可能產生之中性結果，如，因他人蓄意打壓股價，為使現金增資案順利進行，被迫出面護盤之交易行為¹¹⁵，其乃本於護盤之正當目的而為進行買賣，抬高有價證券之價格自然是其行為之意圖，並不具有不法性，不法意圖要件之訂定乃係為限縮構成要件處罰範圍，避免涵蓋過廣的問題，因此以一不具不法性之中性結果作為「不法意圖」之內涵自然無法解

¹¹³ 詳參林國全（1993），〈從日本法之規定檢視我國證券交易法第一五五條反操縱條款〉，《政大法學評論》，49 期，頁 130；郭土木（2011），〈公開收購股權與內線交易及操縱法律適用問題之探討〉，《輔仁法學》，42 期，頁 35-36；李開遠，前揭註 81，頁 17；王培秩，前揭註 97，頁 51。

¹¹⁴ 此處認為 2006 年新修之第 5 款之意圖要件是「新的就是對的」，僅係為了在此一脈絡下說明方便而已，並不代表本文根本上認為「意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象」此一主觀意圖要件是對的。

¹¹⁵ 參見台灣高等法院高雄分院 95 年度上更（一）字第 165 號刑事判決。

決本罪構成要件涵攝範圍過廣之問題。誠如前述於本款規定客觀構成要件部分我國學說之討論，「製造市場假象，傳遞錯誤資訊，以引誘他人買賣」才是本款所欲規範之重點¹¹⁶，也才是不法內涵之所在，從而不法意圖之內涵亦應緊扣於此¹¹⁷；學說上更可見本於此一認識，明確主張應以「造成證券市場活絡之假象，而引誘他人買進或出賣股票以謀利，藉以抬高或壓低某種有價證券交易價格」作為意圖要件者¹¹⁸，實務見解採此立場者亦眾¹¹⁹。

第四款 小結

本款所規範之行為主體涵括一般投資人與證券商，客觀構成要件行為部分，有價證券相對委託之「價格」、「時間」、「數量」甚或「交易之真偽」皆非重點，只要有交易之可能性即為已足，而此交易過程所生之外觀因將產生錯誤或誤導投資人之外觀，並進而引誘他人買賣則為其不法內涵之所在，至於主觀不法意圖要件學說、實務多明確主張應以「造成證券市場活絡之假象，而引誘他人買進或出賣股票以謀利，藉以抬高或壓低某種有價證券交易價格」作為意圖要件。

第三項 連續交易

第一款 概說

證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款規定：「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，而有影響市場價格或市場秩序之虞。」本款之簡稱相較於其他各款，在我國學說上較無一貫之用語，有見以「不法炒作」稱之者，惟，此一用語恐過於抽象，對於行為

¹¹⁶ 劉連煜，前揭註 20，頁 594。

¹¹⁷ 詳參廖大穎（2008），《證券交易法導論》，頁 247，台北：三民；邵慶平，前揭註 95，頁 46。

¹¹⁸ 洪國誌，前揭註 96，頁 86-88；王志誠，前揭註 110，頁 23。

¹¹⁹ 實務判決雖多係針對同條項第 4 款連續買賣所作之說明，然該款之主觀意圖要件同為「意圖抬高或壓低某種有價證券之交易價格」，故在此一併援用以為佐證。參見最高法院 96 年度台上字第 1044 號判決。

類型的描述性作用過低；有稱之為「連續買賣以抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」者，但此一用語過於冗長顯然與溝通時使用「簡稱」所欲達成之目的不相符；因此，本文使用「連續交易」作為對證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款所規定行為態樣的簡稱¹²⁰。在我國證券交易法操縱行為禁止之六條款中，本款無疑是受到最多關愛¹²¹者，主要原因有二：第一，在實務上，於調查操縱行為時，多以第 4 款連續交易作為調查的初始重心，因第 3 款（相對委託）、第 5 款（沖洗買賣）皆有難以證明之主觀要件規定¹²²，第 3 款須證明「通謀約定」（所需證據如：通謀約定文件、人證等）；第 5 款則須證明「意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象」（所需證據如：日記、計畫書、人證等），第 4 款「意圖抬高或壓低集中交易市場有價證券之交易價格」此一主觀要件之證明則可單從其連續交易之行為證之，為避免調查開展後因難以證明主觀要件而徒勞無功，多先蒐集符合第 4 款之證據，再進一步判斷附麗於連續高價買入或以低價賣出的行為過程中，涉嫌人之相關行為是否該當第 3 款相對委託及第 5 款沖洗買賣行為¹²³。第二，本款之構成要件行為可謂於客觀上完全不具有任何可非難性者，從而，不論於美國¹²⁴或我國¹²⁵上皆有針對本款除罪化之聲音，即便認為不應除罪者，亦多於解釋論上嘗試限縮主觀¹²⁶或客觀¹²⁷構成要件以謙抑本罪。

¹²⁰ 用語相同者見，王志誠，前揭註 110；王育慧（2007），〈最高法院九十一年度台上字第三零三七號判決及台灣高等法院八十八年度上重訴字第三九號判決之評釋（東隆五金案）--以連續交易操縱行為與內線交易為範圍〉，《台北大學法學論叢》，61 期；葉慧萍（2007），《經濟犯罪中操縱行為為檢察官追訴之研究—以證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款連續交易為中心》，國立臺北大學法律學系碩士論文；張佐榕（2011），《證券市場不法連續交易之研究—兼論連續交易與護盤制度之關聯性》，國立成功大學法律學系碩士論文。

¹²¹ 無論是教科書中所佔之頁數比例、相關學術文章或碩士論文之數量，本款相較其他各款而言皆是最者，從前註之論述及下文所引註之數量可為佐證。

¹²² 至於第 1、6 款因客觀構成要件相對明確，第 7 款為補遺規定，故，往往不會成為檢、警、調之偵查重心。

¹²³ 詳參劉至剛（2009），〈操縱股價與內線交易偵查及證據調查實務〉，廖大穎（等著），《財經犯罪與證券交易法—理論、實務》，頁 429-431，台北：新學林。

¹²⁴ 美國法上著名的 Ross & Fischel 與 Thel 教授間針對操縱行為為管制必要性之論爭便以此為重心開展，詳參本文第四章第一節部分之討論。

¹²⁵ 詳參林育生（2004），《證券市場操縱行為之除罪化問題—以連續交易為中心》，國立臺北大學法律學系碩士論文。

¹²⁶ 從主觀面限縮本款適用之嘗試，詳參莊永丞（2015），〈以內線交易和不法操縱行為為中心—探討證券詐欺之主觀要件/最高院 91 台上 3037 及 94 台上 1433 判決〉，《台灣法學雜誌》，286 期，頁 163；何曜琛（2007），〈證券市場操縱行為之認定與要件—簡評最高法院 96 年度台上字第 1044 號判決〉，《台灣本土法學雜誌》，97 期，頁 234；李開遠（2004），〈證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款處罰股價操縱行為—「不法炒作」刑事責任之探討〉，《銘傳大學法學論叢》，2 期，頁 208。

¹²⁷ 從客觀面限縮本款適用之嘗試，詳參廖大穎（2007），〈論析證券交易法第一五五條第一項第四款的構成要件與嘉義地院九二年金訴字第三號判決〉，《台灣本土法學雜誌》，92 期，頁 19-41；陳文禹（2008），〈操縱股價犯罪之構成要件—評最高法院九六年台上字第一零四四號判決〉，《台灣本土法學雜誌》，104 期，頁 342-348。

第二款 客觀構成要件



一、行為主體—自行或以他人名義

本款於1988年修正時，增訂「自行或以他人名義」，此乃為禁止利用他人名義買賣股票以達操縱股價的目的，而所謂「以他人名義」係仿自證券交易法第22條之2第3項「利用他人名義」的用語，依同法施行細則第2條之規定，符合以下三要件，即構成「利用他人名義」：（一）直接或間接提供股票與他人或提供資金與他人購買股票。（二）對該他人所持有之股票，具有管理、使用或處分之權益。（三）該他人所持有股票之利益或損失全部或一部歸屬於本人¹²⁸。如此不但處理了「人頭戶」盛行所生之行為主體認定問題，透過行紀關係委託證券經紀商買賣有價證券之一般投資大眾亦被納入規範範圍¹²⁹，而無庸再援引間接正犯理論。

二、行為

（一）連續以高價買入或以低價賣出

單從法條文義觀之，「連續」當然係指基於概括犯意為兩次或兩次以上之構成要件行為方屬之，僅有一次以高價買入或低價賣出之行為，自不能論以連續買賣罪¹³⁰，然此一「連續」是否限於一日內為兩次或兩次以上之交易行為？抑或指連續數日為之方屬之？早期針對此要件解釋之指標性判決為最高法院 74 年台上字第 5861 號：「所謂『連續以高價買入或以低價賣出』係指特定期間內逐日以高於平均買價、接近最高買價之價格或以最高之價格買入而言，或於特定期間，以低於平均賣價、接近最低賣出之價格或以最低之價格賣出而言。」¹³¹此段論述於其後廣泛地被我國實務所採用之¹³²，

¹²⁸ 詳參陳錦旋（2008），〈股價操縱之構成要件〉，《證券櫃檯》，10月號，頁36。

¹²⁹ 詳參張鈞翔，前揭註7，頁99。

¹³⁰ 參見最高法院 75 年台上字第 3956 號刑事判決。

¹³¹ 文獻上論及本款此一要件時，幾無例外地以此判決為論述之開頭，參見廖大穎，前揭註 127，頁 19-41；王志誠，前揭註 110，頁 33。

¹³² 參見最高法院 92 年度台上字第 1690 號刑事判決；最高法院 96 年度台上字第 3387 號刑事判決。

即便如此，多數判決針對該判決中所提及之「逐日」要件並未嚴格遵守之，從而，所謂「連續」不論係於一日內為之或分數日為之皆屬之。



學說則對上述實務的解釋提出諸多批判，主要從兩個面向為之。首先，從技術面觀之，此判決作成時集中交易場之成交方式係採取人工撮合制度，目前則係以「價格優先、時間優先」原則由電腦撮合之，已不似以往有「委託價格」、「成交價格」、「平均價格」，現今台灣證券交易所並不會逐日計算及公佈「平均買價」、「平均賣價」，因此縱使欲採取類似前述實務見解之看法亦應修正為「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。」¹³³另外，多數學說則從立法論上主張，本款之立法目的乃在於防杜行為人藉由連續買入或賣出，以抬高或壓低某種有價證券價格、或造成其活絡假象，進而引誘他人買進或賣出，其規範重點並非在於認定「高價」、「低價」，而係在連續買賣之行為以誘引他人買賣¹³⁴。

針對前述學說所提出之批評，近期實務見解已出現近似想法，最高法院 98 年度台上字第 6816 號刑事判決：「……，不論其買入價格是否高於平均買價，既足使特定有價證券價格維持於一定價位，以非法誘使他人買賣該特定有價證券之所謂護盤，其人為操縱使該有價證券價格維持不墜，即具抬高價格之實質效果…」；台灣高等法院 94 年度上訴字第 868 號判決：「…該『連續』非指行為人『每筆』委託、成交買賣價格均係為『高價』，僅需其多數行為有概括之統一性、主觀有連續概括之意即屬之，故被告……其委託買單中或有數筆為正常掛單價格、或有為達成交易熱絡情形而為之『低價』掛單，均不影響其『連續高價』以抬高價格之意圖、行為。」

（二）而有影響市場價格或市場秩序之虞

操縱行為禁止條款最近一次於 2015 年 7 月 1 日之修正便是增訂此一「而有影響市場價格或市場秩序之虞」的要件於本條項第 4 款，經查，起初立法委員呂學樟等 29 人

¹³³ 吳克昌，前揭註 53，頁 55-56。

¹³⁴ 劉連煜，前揭註 20，頁 600；曾宛如，前揭註 8，頁 299。

所提出之修正案原係針對證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款及第 6 款¹³⁵，在此僅引述有關本款部分，有關第 6 款部分請見後文本項第五款散布流言或不實資料部分之說明。

委員提案之條文為：「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，且其交易異常足以影響市場正常價格，達到公告處置標準者。」理由為：「一、修正本條第一項第四款及第六款。二、現行條文之構成要件過於抽象，而所有買賣股票之人，對於所買賣之股票本來就有所期待，未加以區別其行為態樣，則將使投資人動輒觸犯本罪，甚至國安基金進場或退場操作，亦有違反本條之虞。三、現行條文所謂「連續以高價買入或以低價賣出」，構成要件過於空泛，恐有違罪刑明確之原則，且其行為結果不論是否造成市場正常價格之破壞，均該當犯罪，亦有違刑罰之目的，為免司法實務上操作上陷於困難，或流於各個法官不同之心證，有將炒作股票要件加以明確化之必要。四、臺灣證券交易所股份有限公司對於證券交易市場之監管，本制訂有『臺灣證券交易所股份有限公司實施股市監視制度辦法』，並依據該辦法第四條、第五條對於證券交易市場成交情形異常之有價證券，另制定有『臺灣證券交易所股份有限公司公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點』，其中對於有價證券之漲跌幅、成交量、周轉率、集中度、本益比、股價淨值比、券資比、溢折價百分比等交易異常之情形，有具體及數據化之規定，故爰將原條文增定『足以影響市場正常價格』之要件，並將上開臺灣證券交易所股份有限公司所制定之交易異常而到達公告處置之標準，列為炒作要件之一，使本罪之要件明確。五、……。」

此一修正提案之內容應值得肯定，首先，即使修正提案之條文中有「交易異常足以影響市場價格」此一對於法院審判而言僅有提示需具體證明行為危險作用之用語，實益不大；但，其該提案中「達到公告處置標準者」此一要件卻極為重要並應予以肯定之，行為犯之立法模式乃係針對典型風險行為而來，藉由限縮行為人主觀上對於容許風險判斷的權限，強化對法益之保護，本款最廣受批評者便係單從客觀構成要件觀之，往往不具有不法性，其行為與正常交易行為根本無異，僅透過主觀意圖要件限縮

¹³⁵ 參見立法院公報處（2014），《立法院公報》，104卷54期，頁 457-463，台北：立法院。

處罰範圍，然而主觀意圖要件之認定需透過客觀情況證據為之，往往流於恣意，「達到公告處置標準者」若作為客觀構成要件，典型風險行為描述精緻化之工作便達成，法明確性、法律保留等等法治國原則之要求亦獲得滿足，實務上行政機關將不再與廣泛投資人玩貓捉老鼠、與賊鬥智的遊戲，民將有所措其手足。

然而，理想總是美好、現實總是殘酷的。該提案後來於立法院會中，經過時任金融監督管理委員會（下或稱金管會）曾主任委員銘宗作成如下說明：「有關證券交易法第一百五十五條第一項第四款增訂以達處置標準作為處罰操縱股價的前提要件，鑒於現行公布注意處置標準，目的係為提醒投資人注意交易及交割安全，與該股票是否涉及炒作並無必然關聯，且該處置標準屬對外公開資料，恐易造成有心炒作股價者蓄意規避查核，另考量證券交易法第一百五十五條第一項第六款『意圖影響有價證券交易價格，而散布流言或不實資料』係規範行為犯，非結果犯，如增訂『足以影響市場秩序』之要件，徒增解釋及認定上困難，爰建議維持現行條文。」並後來進入黨團協商程序（在 2016 年 2 月 19 日我國立法史上首次公開黨團協商之內容，但還不允許媒體進入紀錄、採訪¹³⁶），最後，出箱的證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款則變成現今我們所看到的法條：「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，而有影響市場價格或市場秩序之虞。」提案中，最重要的「達到公告處置標準者」要件無以復見，僅增加了「而有影響市場價格或市場秩序之虞」此一與提案中所提出之「交易異常足以影響市場價格」要件，同樣不具實益的空泛要求，再次地顯現出方法論上、立法技術上的窘境而已。

經過在國家圖書館期刊文獻檢索網頁與月旦法學雜誌網頁之搜尋，目前尚未於文獻上見到對此一要件修正提出完整評析者，難道吾國之學術能量真的如此不足，在修正後近兩年的今日尚未有全面評析之文章可資參考？本文以為，實乃係一來此次修正之內涵學說上早已有所評論，二來此一修正之實益近乎於零，因此，才未見有論者點評之。針對「有影響市場價格或市場秩序之虞」此一要件，可以合理推測學說上將會三種主要說法，抽象危險犯、具體危險犯、抽象具體危險犯，姑且尚不論市場價格

¹³⁶ 新聞資料請見：<http://udn.com/news/story/1/1513056>-首度公開！立院黨團協商錄影及逐字稿上網（最後瀏覽日：2016/5/20）。

或市場秩序是否係具正當性之保護法益，誠如本文於前對論者提出「足以拉抬或壓低集中市場上該有價證券交易價格」作為客觀處罰條件之批評，行為人之行為對於保護的法益是否有危險本需具體證明、認定之，以行為犯之規範方式可能發生的邊際案例為例子一即，雖然行為人所為之行為已經該當某行為犯犯罪類型所規定之構成要件，惟其行為所創造之風險尚屬於容許風險的情形，我國學說多認為¹³⁷，在此種案例應允許行為人以反證推翻，已經被立法者預設在構成要件中之風險，此種學說看法，本文以為正可以作為危險本應具體證明之佐證。從而，無論採取上述三說中之哪一說，正本清源之道乃係客觀構成要件之精緻化。

此外，於 2015 年修正前，學說上於檢討前述兩個客觀構成要件要素時，往往已可見將行為之危險性作為解釋考量因素之痕跡，如學者王志誠於其 2008 年之文¹³⁸中於解釋「連續」要件時便指出：有鑒於現行證券市場之交易制度，「行為人若非緊密接連大量以高價買入或低價賣出有價證券，並無法達到價量齊揚之效果，進而誘使一般投資人跟進買賣，即難以認定行為人有抬高或壓低某種有價證券交易價格之主觀意圖。」可為此一修正並無實益之佐證。

（三）拉抬或壓低集中市場上該有價證券交易價格？

我國有論者提出：「若要充足描述本罪構成要件之行為不法，其內涵應加入上述『拉抬或壓低集中市場上該有價證券交易價格』之不法結果，始顯現出刑事規範之立法目的；…」¹³⁹。此一客觀不法結果要件要素之增補所能產生限縮本罪處罰範圍之效

¹³⁷ 同此立場者，王皇玉（2008），〈論危險犯〉，《月旦法學雜誌》，159 期，頁 243-244；許玉秀，前揭註 108，頁 85-89。學者林鈺雄則從無罪推定之角度切入，而提出近似看法，詳參林鈺雄（2010），〈無罪推定作為舉證責任及證據評價規則---歐洲人權法院相關裁判及評析〉，《台灣法學雜誌》，145 期，頁 150-152。

¹³⁸ 王志誠，前揭註 110，19 期。

¹³⁹ 詳參廖大穎，前揭註 127，頁 35-36。事實上，該文中提及本罪應增訂「足以拉抬或壓低集中市場上該有價證券交易價格」或「需產生拉抬或壓低集中市場上該有價證券交易價格之可能性」此等客觀要件要素並認為其等屬於「客觀處罰條件」之次數相比其文中提及本罪應增訂「拉抬或壓低集中市場上該有價證券交易價格之不法結果」此一客觀結果要件要素之次數多出許多，從其為文之脈絡亦可知其真意應係，認為本罪應增訂「足以……」或「……之可能」等行為危險性描述之客觀要件要素，故，與其於 2012 年所著之「廖大穎（2012），〈人為操縱市場爭議與鑑識會計的訴訟支援—論意圖抬高或壓低市場交易價格等的構成要件〉，《月旦法學雜誌》，202 期，頁 38-63」見解一致。然，論者於文中亦論及「本文乃希冀藉由炒作股票案的議題，接近商法學與刑法學的對話空間，目的是對證交法第一五五條第一項第四款的立法論，引發共鳴。」從而本文嘗試於立法論上做各種可能性之探討，故，在此擷取其文中此一段落，試作析論。

果必然大於前述「有影響市場價格或市場秩序之虞」或「足以拉抬或壓低集中市場上該有價證券交易價格」，根據本文立場，不論係從具體危險之認定或行為能量之要求限縮本罪皆屬畫蛇添足之舉而已，要件本身既然已經欠缺最低限度之明確性試問又如何能降低成罪判斷之恣意性呢？然而，若是要求需有一「拉抬或壓低集中市場上該有價證券交易價格」客觀結果方可成立本罪，成罪的範圍必然因此一客觀界線而限縮。

此一思考方向應屬正確，惟，本文合理推測其將面臨以下之批評。首先，起初訂定操縱行為禁止條款之理由係因所欲保護之法益屬於超個人法益未免保護不周及舉證困難故以行為犯之方式規範之，現今如加上此一客觀結果要件，且不回到原點，重新面臨法益保護不周及舉證困難的問題；而且，證券價格之抬高或壓低背後形成的原因無奇不有，透過鑑識會計技術的支援確認其成因為行為人之連續買賣行為可能需付出的成本極高，甚至客觀上根本不可行，此等有關操縱行為與結果間之認定困難，可以參考「後文第四章第三節第二項第一款結果犯之可行性？」部分的說明。

（四）對該有價證券之供需及市場價格傳達錯誤或誤導信號（falsche oder irreführende Signale）

有論者¹⁴⁰參考德國證券交易法第 20a 條第 1 項第 1 句第 2 款之規定，主張所謂操縱市場行為，係指對於金融工具（包含股票在內）之供需或價格給予或可能給予「錯誤或誤導信號」之交易或買賣下單行為；於同條第 2 項同時規定，當行為人之交易或買賣行為與相關市場或自由交易所允許的市場實務（Marktpraxis）相符，且具合法性時，同條第 1 項第 1 句第 2 款之禁止規範則無適用餘地。而上開「允許的市場實務」僅指，依據理性評估在各個市場皆具可期待性，並經主管機關認定屬於本條規定所指「允許的市場實務」之交易習慣。且前開主觀機關所為之認定不限事先明確承認，亦得允許事後承認。

在此本文在結論上初步認同¹⁴¹此一客觀構成要件之嘗試，依照多數學說之說法，本罪所欲規範之事態乃行為人透過其交易行為製造市場熱絡之虛偽假象，引誘他人買

¹⁴⁰ 陳文禹，前揭註 127，頁 342-348。

¹⁴¹ 本文之所以僅在結論上初步認同之原因有二：第一，於該文中其指出德國認為本罪具正當性之保護法益僅有證券市場之運作機能，而操縱行為之可罰性在於其破壞了證券投資人對於證券市場完整健全的信

賣，使大眾受到損害，從而行為之重心在於「製造市場熱絡之虛偽假象」，而「假象」可認為等同是此處之「傳達錯誤或誤導信號」，若行為人之行為客觀上已經符合此一要件應可認為已屬於典型風險行為，從而處罰具有正當性。



第三款 主觀構成要件

本款之意圖要件「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」與前款相對委託之意圖要件完全相同，惟因本款於學說上討論的熱度大於同條項第3款相對委託，因此學說所提出之立法建議也相對地較為具體「一點」。結論上，有論者¹⁴²，強調本罪之成立需同時具備「意圖造成集中交易市場之有價證券交易活絡之虛偽、誤導之表象」、「意圖不正引誘他人交易集中交易市場之某種有價證券」兩大主觀不法意圖；另有論者¹⁴³認為，當初我國訂定此款規定時所參考之主要對象便係美國1934年證券交易法中的Section 9(a)(2)，該法條文中明確有「意圖引誘他人買賣」(For the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others.)之文字¹⁴⁴，從而我國亦應以此作為本罪之主觀意圖要件。

我國早期實務¹⁴⁵在對本款主觀意圖要件作說明時，仍多僅依照文義解釋認為：「證券交易法第155條第1項第4款所規定，……其目的在防止人為操作因素導致集中交易市

賴，此部分與本文所主張本罪具正當性之保護法益有所出入；第二，在此所謂「錯誤或誤導信號」，此處的「信號」正確地理解應為錯誤或誤導性之「資訊」。第一點原因，本文將於第三章操縱行為禁止條款之保護法益部分處理；第二點原因，本文將於第四章介紹以色列學者 Omri 的見解部分中說明之。

¹⁴² 莊永丞，前揭註 126，頁 163。

¹⁴³ 詳參何曜琛，前揭註 126，頁 234；李開遠，前揭註 126，頁 208。採取相同立場，惟強調此一主觀構成要件之補充應由立法者為之者，劉連煜，前揭註 20，頁 603。

¹⁴⁴ 15 U.S.C. §78i(a). Prohibition against manipulation of security prices statute provides:

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange—

(2) To effect, alone or with 1 or more other persons, a series of transactions in any security other than a government security, any security not so registered, or in connection with any security-based swap or security-based swap agreement with respect to such security creating actual or apparent active trading in such security, or raising or depressing the price of such security, **for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others.** [emphasis added].

¹⁴⁵ 參見最高法院 95 年度台上字第 4978 號刑事判決；相同見解者，最高法院 93 年度台上字第 4269 號刑事判決、最高法院 92 年度台上字第 1690 號刑事判決。

場行情發生異常變動，影響市場秩序。故如行為人主觀上有拉抬或壓低價格之意圖，就特定之有價證券連續以高價買進或低價賣出，即屬違反該規定，而構成同法第171條之罪。」



惟，近年來最高法院於論斷是否該當本款之主觀意圖要件時，曾多次於判決中提到，應「以行為人主觀上是否藉由引誘投資大眾買入或賣出股票，以利用股價落差謀取不法利益之意圖」為斷，此一傾向最早可見於最高法院96年台上字第1044號判決：「其目的係在使有價證券之價格能在自由市場正常供需競價下產生，避免遭受特定人操控，以維持證券價格之自由化，而維護投資大眾之利益。故必行為人主觀上有影響或操縱股票市場行情之意圖，客觀上有對於某種有價證券連續以高價買入或低價賣出之行為，始克成立。」「而所謂炒作行為，乃就證券集中市場建制之公平價格機能予以扭曲，藉由創造虛偽交易狀況與價格假象，使投資大眾受到損害，而達操縱股票交易市場目的。故炒作行為人主觀上應有以造成交易活絡表象，對市場供需之自然形成加以人為干擾，藉資引誘他人買進或賣出，以利用股價落差圖謀不法利益之意圖。故成立本罪應就行為人主觀上是否具有造成股票集中交易市場交易活絡表象，以誘使他人購買或出賣上開股票謀利之企圖，詳加調查審認，以為判斷之準據。」

其後，最高法院更明確於判決中指出，如此解釋本款主觀意圖要件並無增加（或補充）法條文字，而係在法條之文義可能範圍內作解釋適用，參最高法院 101 年台上字第 5026 號刑事判決：「又一般買賣股票之目的在獲取利益，行為人是否意在藉由抬高或壓低股票交易價格所形成股價落差以圖謀不法利益，亦與判斷行為人有無上述主觀構成要件，具有重要關聯。本院前三次發回意旨一再闡述就本罪之主觀構成要件而言，行為人主觀上應有已造成交易活絡表象，對市場供需之自然形成，加以人為干擾，藉以引誘投資大眾買入或賣出股票，以利用股價落差謀取不法利益之意圖為必要等語，並非於法條文規定「意圖抬高或壓低集中市場某種有價證券之交易價格」主觀構成要件之外，另行增加（或補充）法條文未規定之主觀構成要件，而係參酌立法之規範目的，進一步闡釋法條文所定主觀構成要件蘊含之精義及完整之內涵，俾有助於

正確判斷，符合刑罰謙抑原則。」¹⁴⁶從此觀之，最高法院似乎認為應以「意圖謀取不法利益」為本款主觀意圖要件之內涵。

首先，針對「意圖引誘他人買進或賣出」學說有從市場秩序觀點持反對意見者¹⁴⁷，其等認為深究禁止操縱行為之立法意旨，乃在於行為人製造證券供需與價格變動的假象而扭曲價格機能，進而使投資大眾受到損害，而有礙於證券市場的健全發展，此一行為即具有可歸責性。倘若行為人進行連續交易之目的係欲提升其持股之評價，如，為了免遭銀行斷頭處分或增加借款銀行貸款額度，此類行為之意圖雖非「誘使他人買賣」，然其進行連續交易之結果仍破壞有價證券價格自由形成性，導致銀行對擔保品的錯誤估價及交易相對人權益受損，此一行為之可責性與「以誘使他人買賣為目的」之連續交易行為並無二致，是以本款之主觀意圖並無必要限縮為「以誘使他人買賣為目的」。因為此時基於意圖抬高或壓低公司股價之犯意與操縱行為，證券市場價格之自然形成機能已受人為干擾與破壞，其行為之不法性評價應以可確認¹⁴⁸。

另外，學說上¹⁴⁹對於「以利用股價落差圖謀不法利益之意圖」亦同樣多採取反對立場，認為因本罪之保護法益為證券市場運作之機能只要對某有價證券之供需價格傳達錯誤信號之交易或買賣行為，即已破壞證券市場機能，至於行為人是否僅一步意圖利用股價落差圖謀不法利益並非規範重點。此外，更有論者¹⁵⁰明確指出，「行為人有無藉此股價落差圖謀不法利益，毋寧應視為犯罪背後之動機，……，操縱市場行為，製造供需及價格變動之假象，扭曲市場價格機能，不但在操縱期間買賣證券之投資人可能受害，包括金融、稅務及國家經濟發展也均可能受到不利影響。因此，現行法第 155 條立法禁止操縱行為，以確保證券交易之公平與誠信，維護市場的健全。從而，參照現行法第 155 條之立法目的及精神當解釋為，行為人有無利用股價落差圖謀不法利益之意圖，並不影響本罪之成立。」

¹⁴⁶ 其他最高法院之類似判決，參見最高法院 101 年度台上字第 5471 號刑事判決、最高法院 102 年度台上字第 3349 號刑事判決、最高法院 102 年度台上字第 168 號刑事判決。

¹⁴⁷ 林國全，前揭註 113，頁 134；王育慧，前揭註 120，頁 49-50。

¹⁴⁸ 劉連煜，前揭註 20，頁 603。

¹⁴⁹ 陳文禹，前揭註 127，頁 348。同此見解者，劉連煜，前揭註 20，頁 603-604。

¹⁵⁰ 劉連煜，前揭註 20，頁 603-604。

第四款 小結

針對本款之討論於學說、實務上皆係成果最豐者。客觀構成要件部分，「連續以高價買入或以低價賣出」與「有影響市場價格或市場秩序之虞」皆非重點，重點在於行為人之行為是否傳遞錯誤或誤導信號（即製造市場熱絡之假象），引誘投資大眾買賣該有價證券；至於主觀意圖構成要件，學說上百家爭鳴，有文義解釋者，認為本款法文所規定之「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」即為本款應有之主觀意圖要件要素；有從比較法路徑立論者，而從比較法路徑者又可略分為兩說，一說認為應同時以「意圖製造市場活絡之虛偽假象」與「意圖引誘他人買賣」為本款之主觀意圖要件；另一說則認為以後者為主觀意圖要件即為已足；實務上，近期則見有較清晰之傾向，多數最高法院判決皆認為應以「意圖取得不法利益」為主觀意圖要件。

第四項 沖洗買賣

第一款 概說

證券交易法第 155 條第 1 項第 5 款：「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。」我國學說上一般多簡稱本款規定為「沖洗買賣」，本文從之。實務上，投資人為證券交易的方式係藉由與經紀商成立行紀關係，經紀商為有價證券買賣契約主體辦理交割，從而如果投資人同時委託兩家或以上之經紀商針對某種有價證券為相反買賣，可能會發生自己買到自己賣的有價證券之情形，發生形式所有權已經在券商間移轉，實質所有權卻仍屬於同一人之情形，如此將造成該種有價證券交易活絡之假象，散發錯誤或誤導信號，引誘一般投資大眾買賣該有價證券，上述即所謂「沖洗買賣」，我國立法者原欲透過舊證券交易法第 155 條第 1 項第 2 款規定：「在集中交易市場，不移轉證券所有權而偽作買賣者。」予以規範，然，沖洗買賣之情形形式所有權既然已經移轉，便無從該當系

爭規定「不移轉證券所有權」之要件¹⁵¹，因此 2000 年本此理由將該款刪除。於 2006 年 1 月所增訂之本款便係前述遭刪除之第 2 款的回植¹⁵²，欲產生相同之規範功能，此一修正方向固然受到學界肯定，惟，其等對本款中之主客觀構成要件亦多有批評指教。



第二款 客觀構成要件

一、行為主體—自行或以他人名義與委託買賣或申報買賣

本款之行為主體包含一般投資大眾與證券商。詳細說明因已於「本節第三項第二款中一、行為主體—自行或以他人名義部分處理，在此不再贅述；此外，依照本款法條文字「委託買賣或申報買賣」同樣可以得到此一結論，詳細說明請參前文「本節第一項第二款中一、行為主體—『委託買賣或申報買賣』之增訂」部分。

二、行為

(一) 連續

所謂「連續」依照本節第三項連續交易部份之說明，係指基於概括犯意為兩次或兩次以上之行為者¹⁵³，如依此文義解釋，是否立法者有意豁免僅為一次之沖洗買賣？而僅處罰兩次或以上之沖洗買賣行為，我國文獻上有以為¹⁵⁴「連續」應為「同時或先後」之誤，此處所謂「連續」應係指「買賣之間必須同時或於相近之時間內為之」，如此也才有相對成交之可能。

¹⁵¹ 即便如此，在 2000 年刪除前可見有採取實質所有權觀點之實務見解，參見最高法院 87 年度台上字第 2461 號判決：「本條款所稱不移轉證券所有權，倘僅侷限於『形式所有權』，則此一禁止規定，即形同具文，幾無適用之餘地，殊違立法之本旨。所以凡有不移轉形式或實質所有權之偽作買賣行為，即合於本條款之規定，應依同法第一七一條之規定論處。」

¹⁵² 劉連煜，前揭註 20，頁 590。

¹⁵³ 認為係指多次者，詳參王志誠（2008），〈沖洗買賣之認定基準〉，《法令月刊》，59 卷 3 期，頁 42。

¹⁵⁴ 詳參陳俊仁（2008），〈論證券交易法操縱行為禁止之理論基礎與規範缺失〉，《月旦民商法雜誌》，19 期，頁 69。肯定此文立場者，郭大維（2014），〈證券交易法第一五五條沖洗買賣之認定—評最高法院一零二年度台上字第三四四八號刑事判決〉，《月旦裁判時報》，30 期，頁 48-49。

（二）相對成交

所謂相對成交，有認為¹⁵⁵既然係指同一人所為之相反買賣，其文義應指行為人於同時期以相同價格為相反方向的委託買進或委託賣出，不僅不能有時間上的間隔，且在交易紀錄上應實際成交，亦即其時間、價格、數量須完全相符；然，由於我國採取「價格優先、時間優先」之撮合競價方式，且已如前述交易上至少會有一分鐘以上之差距，縱使同一人於同一時間就同一數量、價格之特定有價證券為相反買賣之委託，仍難免存有少許差距，故，解釋上時間、價格只要同時或實質上相近即可能相對成交¹⁵⁶。有論者更進一步從立法目的出發認為，在台灣現行規定下，若同一人利用不同名義進行對向交易，意圖不當影響市場者，若其對向交易、委託買賣未達「相對成交」之程度者，將無本款之適用，惟此等行為仍製造市場假象，傳遞誤導的資訊，使投資大眾作出錯誤的判斷，可謂現行法下明顯的管制漏洞，應加以填補¹⁵⁷。

（三）足以拉抬或壓低集中市場上該有價證券交易價格？

有關「足以拉抬或壓低集中市場上該有價證券交易價格？」此一客觀構成要件要素立法建議之相關討論，請參考「本節第二項第二款二、客觀構成要件（六）足以拉抬或壓低集中市場上該有價證券交易價格？」部分的說明。

（四）與當日沖銷之關連

2000年7月19日刪除原證券交易法第155條第1項第2款時，立法院原提案說明即指出：「第一項第二款乃對不移轉所有權而偽作買賣者之禁止，……而實務上，透過融券制度，投資人可先賣『可』（編按：應為『後』）買，並可當日沖銷，此交易方式廣為證券交易者所用，行之已久並未有不合理或不當之批評，故此款規定實不符現實

¹⁵⁵ 王志誠，前揭註153，頁42。

¹⁵⁶ 陳俊仁，前揭註154，頁71；郭大維，前揭註154，頁48；李開遠（2003），〈證券交易法第一五五條第一項第二款處罰股價操縱行為—「沖洗買賣」刑事責任之探討〉，《銘傳大學法學論叢》，創刊號，頁19-20；林孟皇（2009），〈論沖洗買賣之構成要件法律適用與罪數問題〉，《法令月刊》，60卷9期，頁105。

¹⁵⁷ 邵慶平，前揭註95，頁53；賴英照，前揭註10，頁656-657。

所需。」¹⁵⁸所謂「當日沖銷」根據台灣證券交易所提供之定義係指：「投資人與證券經紀商約定就其同一受託買賣帳戶於同一營業日，對主管機關指定之上市(櫃)有價證券，委託現款買進與現券賣出同種類有價證券成交後，就同種類有價證券相同數量部分相抵之普通交割買賣，按買賣沖銷後差價辦理款項交割。」¹⁵⁹2000年之提案說明中僅提及透過融資、融券制度進行之當日沖銷，惟其後馬政府為挽救積弱不振之有價證券交易市場¹⁶⁰，103年1月6日起投資人得以現股從事先買後賣之當日沖銷交易，並自103年6月30日開放先賣後買當日沖銷交易。

有學說認為，現行交易制度下所允許之「當日沖銷」與本款之差別僅在於主觀不法意圖部份，透過資券相抵之當日沖銷方式，投資人可以在同一交易日分別向證券商委託買進與賣出同一有價證券，而若買進或賣出此同一有價證券係同時或於相當接近之時間內為之，自將有發生相對成交之可能，將該當本款之客觀構成要件。惟，本文以為，有鑑於台灣證券交易所對於每月當日沖銷交易標的皆公開揭露於其網站上¹⁶¹，現行合法之「當日沖銷」制度因為已經將現股當沖之資訊公開，並不會有製造市場活絡之交易表象，傳遞錯誤資訊的問題，從而並不該當本款客觀構成要件。

第三款 主觀構成要件

「意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象」為本款於2006年增訂時之主觀意圖要件。固然我國學說上多認為，本條項第3、4、5款之主觀構成要件應以「製造市場交易活絡假象，引誘他人買賣」為主觀意圖要件之內容¹⁶²。然而，對於本

¹⁵⁸ 參見立法院第三屆第三會期第二十四次會議議案關係文書，頁59-60，轉引自，戴銘昇（2013），〈以同一帳戶買賣股票（買到自己賣出的股票）可能構成相對成交？/最高院100台上3448判決〉，《台灣法學雜誌》，235期，頁205。

¹⁵⁹ 參見台灣證券交易所網站網頁，<http://www.twse.com.tw/ch/trading/information/information5.php>（最後瀏覽日：2016/5/24）。

¹⁶⁰ 現股當沖制度修正前之討論見台灣證券交易所網站網頁，<http://www.appledaily.com.tw/appledaily/article/headline/20121127/34667821/>（最後瀏覽日：2016/5/24）。官方說法則係「為提供投資人避險管道及健全交易機制」，參前揭註159。

¹⁶¹ 台灣證券交易所網站網頁，<http://www.twse.com.tw/ch/trading/exchange/TWTB4U/TWTB4U2.php>（最後瀏覽日：2016/5/26）。

¹⁶² 學說上固然用語、論證之基礎皆有所差異，惟其等所得至之結論實大同小異，詳參莊永丞，前揭註126，頁163；廖大穎，前揭註117，頁247；邵慶平，前揭註95，頁46；洪國誌，前揭註96，頁86-88；王志誠，前揭註110，頁23；陳俊仁，前揭註154，頁71。

款立法文字之建議卻可見到將「製造市場交易活絡之表象」放置於客觀構成要件中之不同看法，有論者¹⁶³以為本款文字應修正為「意圖影響某種有價證券交易價格，自行或以他人名義於相同或大致相同時間中，以相同或大致相同價格為相對買賣，足以造成市場交易之活絡假象。」；另有論者¹⁶⁴提出「自行或以他人名義，於同時或實質上相近之時間，對於同一證券為相反之委託買賣或申報買賣，足以形成令理性之投資人誤認之交易活絡表象者。」雖然，論者們對其等何以提出如此之立法建議並未見有詳細之論證，所提出之立法建議亦未如多數學說般將「意圖引誘他人買賣」作為主觀意圖要件，但未將「造成市場交易之活絡假象」放置於主觀構成要件而是放置在客觀構成要件中之看法，本文則相對較為可採。

無論係相對委託、連續買賣、沖洗買賣其行為客觀上往往與正常交易行為無從區分，僅透過主觀意圖要件判斷行為之不法性，而此一意圖是否於個案中真的實現，並不影響犯罪之成立與否¹⁶⁵，抽象危險犯之正當性基礎卻繫諸於其行為之典型風險性，如此，以不具典型風險性之行為作為本罪客觀構成要件便係招致最多批評之處，從而從客觀面限縮本罪之成立範圍，精緻化構成要件要素以確立行為之典型風險性便成為學說上努力的目標，經過前述對於學說見解之梳理，本文以為將「對該有價證券之供需及市場價格傳達錯誤或誤導信號」此一客觀構成要件訂入系爭條款中屬於相對較為可採之見解，而所謂「市場活絡之假象」此一「『假』象」應解釋為「『錯誤或誤導』信號（資訊）」，綜合以觀，若以行為典型風險性之內涵作為主觀意圖要件之內容，自然無法於客觀上限縮本罪成立之範圍，有效緩和恣意入罪之情形。

第四款 小結

從文義解釋與目的性解釋觀察本款構成要件將產生大相逕庭之結果。多數學說從立法目的出發，客觀構成要件部分，不以「連續」、「相對成交」等為必要，放寬到只要有製造市場熱絡之虛偽假象，無庸達到相對成交之地步，只需對向交易、委託買賣

¹⁶³ 劉連煜，前揭註 20，頁 591。

¹⁶⁴ 詳參陳俊仁，前揭註 154，頁 71。作者於結論處之第一點提及似可仿效美國法將「以創造錯誤或使人誤信之交易熱絡表象為目的」及「以誘使他人為該有價證券之買賣為目的」，列為要件，然其於第二點之立法建議將「交易活絡表象」同時也放置於客觀構成要件中。

¹⁶⁵ 王皇玉，前揭註 87，頁 216。

即應該當本罪；主觀構成要件部分，學說則多仍認為應以「製造市場交易活絡假象，引誘他人買賣」為主觀意圖要件之內容，少數論者則於本款之立法建議中，主張應將「製造市場交易活絡假象」放置於客觀構成要件中。



第五項 散布流言或不實資料

第一款 概說

我國證券交易法第 155 條第 1 項第 6 款規定：「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。」論者¹⁶⁶多將本條項中除第 1 款外之五款行為類型區分為以下四種：1. 虛假交易型（第 3 款、第 5 款）2. 實際交易型（第 4 款）3. 資訊型（第 6 款）4. 概括條款（第 7 款），本款可謂地位特殊，於實務上操縱市場行為人也多將散布流言或不實資料作為輔助其他各款操縱行為態樣之配角角色，單從本款文義觀之，該當系爭構成要件之可能性相當高，但實際上因違反本款規定而遭法院為有罪判決確定之案件是屈指可數¹⁶⁷。

第二款 客觀構成要件

一、行為主體

本款之行為主體不似前四款均透過描繪行為態樣之構成要件要素限縮於在證券流通市場進行交易之行為人，若非市場參加人，均需透過共犯理論予以處理；本款行為主體並無任何限制。

¹⁶⁶ 詳參張益輔（2011），〈證券市場「散布流言或不實資料」操縱行為之探討〉，《證交資料》，589 期，頁 48-50；張天一（2008），〈論證券交易法上散步流言或不實資料操縱價格罪〉，《中原財經法學》，20 期，頁 118-122。

¹⁶⁷ 詳參林國全（2005），〈以散布流言或不實資料方法操縱價格—台灣高等法院九十二年度金上重訴自第九號判決評析〉，《月旦民商法雜誌》，7 期，頁 149。

二、行為

(一) 散布



傳統學說¹⁶⁸認為「散布」係指對不特定人或多數人傳述之行為。近期學說¹⁶⁹則以為「除非能證明行為人有藉由其傳述對象之某特定人或少數人，將該流言或不實資料散布於不特定多數人之故意（含不確定故意），否則不應將『散布』解為包括對某特定之人或特定之少數人傳述之情形，蓋僅對某特定之人或特定之少數人傳述流言或不實資料，應尚不足以達到影響有價證券價格之效果。而僅能就該流言或不實資料之傳述對該特定之人或少數人之影響，論究是否構成刑法上的詐欺行為。」

實務見解似乎採後者立場，參台北地方法院 88 年訴字 1734 號刑事判決：「散布者，乃散發傳布於公眾之意，亦即散發或傳布於不特定之多數人而言；如僅傳達於特定之人，即不足以當之。最高法院 84 年台上字第 6294 號判例及 88 年台非字第 21 號判決意旨足資參照。查被告於 1999 年 2 月 4 日上午以電話通知者乃林太太、師父、某男、周小姐、蔡啟明、高麗玲、楊旭明、林 X 同、陳孫寶鳳、如煦、某男、某男、林梅香、陳律師、某男王寶春、楊經理、張仁伸等十八人次，均係被告之客戶或友人，有法務部調查局 1999 年 2 月 24 日通訊監察報告摘要表在卷可稽，可見被告電話所通知者乃其所服務之客戶或友人，皆為特定具體之人，亦與向不特定之多數人散發或傳布之構成要件顯不相當。」¹⁷⁰

在此本文以為，應以近期學說與實務見解較為可採，如本文於本章第一節、第二節中所述，本罪之規範重點應在於對不特定人所為之操縱行為，而非僅係以「公開交易市場」作為空泛之說理依據，所謂「公開交易市場」之具體內涵就是不特定人間之交易行為，從而，應以不實資訊之傳遞是否係對不特定多數人所為之故意，作為此一「散布」客觀構成要件要素之判斷準據。

¹⁶⁸ 賴英照，前揭註 10，頁 658；王培秩，前揭註 97，頁 58。

¹⁶⁹ 林國全，前揭註 53，頁 60；林國全，前揭註 167，頁 153。

¹⁷⁰ 本案終審判決台灣高等法院 89 年上訴字 4529 號刑事判決對此一問題則無表示意見。

(二) 流言

「流言」係指於散布時無法確定其所陳述者是否真實，或未經證實之資訊¹⁷¹。論者多認為¹⁷²應以對未來之「事實陳述」為限，而不應及於發行公司營運計劃目標、財務預測、或股價變化預測等「意見表達」，以免過度限制言論。此外，實務上有認為需行為人未加以合理查證時方有構成「流言」之可能，台灣高等法院 89 年上訴字 4529 號刑事判決：「因之，若係依據事實所為之報導而提供相關研究分析意見或建議，或所依據之分析建議事項雖未見諸報載，惟經其合理查證，確信非屬無端，亦應認為符合善意分析之意涵；反之，若有意圖影響市場行情，而為某種無據之錯誤分析誤導，並有誘人集中力量買或賣某股之陳述散布行為，自應以違反證券交易法論處。」學說¹⁷³亦肯認之。

即便前述學說、實務論者們不斷地透過各種方式限縮解釋「流言」之涵攝範圍，「流言」仍具有高度不明確性，從而學說有認為應將此概念廢棄者¹⁷⁴。本文贊同此一結論，除了概念明確性過低之理由外，說明如下，一般認為¹⁷⁵「流言」之立法乃係參

¹⁷¹ 詳參莊永丞（2008），〈論證券價格操縱行為之規範理論基礎—從行為人散布流言或不實資料之操縱行為開展〉，《東吳法律學報第 20 卷第 1 期》，頁 180。

¹⁷² 林國全，前揭註 167，頁 153。同此見解者，張益輔，前揭註 166，頁 54；張天一，前揭註 166，頁 135。

¹⁷³ 張益輔，前揭註 166，頁 53。

¹⁷⁴ 賴英照，前揭註 10，頁 658；張天一，前揭註 166，頁 135。

¹⁷⁵ 詳參梁宏哲（1993），《證券集中交易市場操縱行為刑事責任之研究》，頁 180-182，國立中興大學法律學研究所碩士論文。類似見解者，廖雅凰（2000），《證券集中交易市場反操縱條款刑事責任之比較研究》，頁 144-145，私立中原大學財經法律學系碩士論文；施東亮（2009），《證券集中交易市場反操縱條款之實務運作研究—以證券交易法第 155 條第 1 項刑事責任為中心》，頁 169，國立高雄大學法律學系碩士論文。

考美國證券交易法 Section 9(a)(3)¹⁷⁶、(5)¹⁷⁷從而認為「流言」規定之意旨乃在「抑制過度投機」，並據以將證券交易法第 155 條第 1 項第 6 款文中之「流言」解釋為某種證券之價格，將因自己或他人之市場操作而變動之流言方屬之，因此其認為「流言」此一客觀構成要件行為要素之立法目的乃在「抑制過度投機」，有鑒於本文根本立場上認為「抑制投機心態」不屬於有正當性之法益¹⁷⁸，從而，「流言」此一要件自應廢除。

(三) 不實資料

針對「不實」係指與事實不符，即「虛偽」或「不真實」；「資料」則應為不實之「資訊」，不侷限於其為書面、口頭或各形式¹⁷⁹，然有論者¹⁸⁰特別指出，「不實」應不以「虛偽」為限，尚應擴張其範圍及於未呈現全部事實而足致誤導他人對有價證券價值判斷之資訊，亦即，該資訊內容雖非虛偽，但卻僅呈現部分事實，而隱匿足以影響有價證券價值判斷之部分重要事實者，本文從之。

¹⁷⁶ 15 U.S.C. §78i(a). Prohibition against manipulation of security prices statute provides:

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange—

(3) If a dealer, broker, security-based swap dealer, major security-based swap participant, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, a security-based swap, or a security-based swap agreement with respect to such security, **to induce the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange**, any security not so registered, any security-based swap, or any security-based swap agreement with respect to such security **by the circulation or dissemination in the ordinary course of business of information to the effect that the price of any such security will or is likely to rise or fall because of market operations of any 1 or more persons conducted for the purpose of raising or depressing the price of such security.**[emphasis added]

¹⁷⁷ 15 U.S.C. §78i(a). Prohibition against manipulation of security prices statute provides:

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange—

(5) For a consideration, received directly or indirectly from a broker, dealer, security-based swap dealer, major security-based swap participant, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, a security-based swap, or security-based swap agreement with respect to such security, **to induce the purchase of any security registered on a national securities exchange**, any security not so registered, any security-based swap, or any security-based swap agreement with respect to such security **by the circulation or dissemination of information to the effect that the price of any such security will or is likely to rise or fall because of the market operations of any 1 or more persons conducted for the purpose of raising or depressing the price of such security.** [emphasis added]

¹⁷⁸ 詳細說明，請見本文第三章第五節第七項部分。

¹⁷⁹ 張益輔，前揭註 166，頁 53。

¹⁸⁰ 林國全，前揭註 167，頁 153。

（四）重大性（materiality）

前已述及，於 2014 年時立法委員呂學樟等 29 人曾針對本款提案修正條文為¹⁸¹：「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，足以影響市場交易秩序。」理由為：「……。五、原條文構成要件過於簡略，且未區分行為對於市場秩序是否會造成影響，則只要有任何不實消息或者流言，理論上均構成本條犯罪，主管機關均應予以查辦，爰參照本條第一款規定，增加足以影響市場秩序之要件，使本條之適用更明確化。」惟，其經過黨團協商後便無疾而終。

此一修正案之提出究其實際與學說已討論多時的「重大性」要件用意相同，類似於我國本款規定之美國 1934 年證券交易法 Section 9(a)(4)¹⁸²條文中以「重大性事實」（material fact）要件限縮處罰之範圍，需「理性投資人認為該消息對於其為有價證券之買賣之投資決定為重要者」¹⁸³方具有重要性。本文以為，此一要件與前述「足以……」等適性犯之限縮作法相同，僅凸顯出方法論上之窘境，並無助於強化本罪之法明確性，因為行為之危險性本即需具體證明之。

第三款 主觀構成要件

本款之主觀意圖要件「意圖影響集中交易市場有價證券交易價格」並不似前四款之主觀意圖要件均限於「某種有價證券」，從而學說上，有認為¹⁸⁴，本款規定應作限縮

¹⁸¹ 參見立法院公報處（2014），《立法院公報》，104卷54期，頁 457-463，台北：立法院。

¹⁸² 15 U.S.C. §78i(a)(4). Prohibition against manipulation of security prices statute provides:

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange—

(4) If a dealer, broker, security-based swap dealer, major security-based swap participant, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, a security-based swap, or security-based swap agreement with respect to such security, to make, regarding any security registered on a national securities exchange, any security not so registered, any security-based swap, or any security-based swap agreement with respect to such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security, such security-based swap, or such security-based swap agreement any statement which was at the time and in the light of the circumstances under which it was made, false or misleading with respect to any **material fact**, and which that person knew or had reasonable ground to believe was so false or misleading.[emphasis added]

¹⁸³ 莊永丞，前揭註 171，頁 183。

¹⁸⁴ 詳參蔡墩銘（2002），《經濟與法律》，頁 200，台北：翰蘆。

解釋，限於意圖影響「全體」有價證券交易價格，或至少「非特定某數種」有價證券交易價格方得構成本款行為；另有認為¹⁸⁵，本條之立法目的既在於避免人為操縱有價證券價格之情形，當係以特定股價受人操縱而言，故本款意圖應解為意圖影響特定有價證券之交易價格。

另有學者提出本文以為較為可採之見解，其等主張，本條之立法目的在於排除不當之人為操縱價格行為，以維護市場秩序，且本款一方面雖未如同條項第3、4、5款將意圖影響之對象限定於「某種」有價證券之價格，另一方面，亦未明定如「全體」等限制性文字。故應解為其未以「某種」有價證券交易價格為限，意在放寬意圖影響之對象有價證券交易價格之範圍。無論行為人所意圖影響者為「全體」、「不特定數種」、「特定數種」、乃至於「特定某種」有價證券，皆屬人為操縱價格，而該當本款所定主觀意圖要件¹⁸⁶。

第四款 小結

本款之客觀構成要件，「散布」部分，無論係採取傳統見解或新進學說看法，其等間之最大公因數在於具有傳遞性質，而非僅對特定人為之，本文以為後者之見解更為可採；「流言」因概念明確性極低且從比較法觀點來看係為管制投機心態而訂定者，應予廢除；「不實資料」則不限形式、不論積極陳述或消極隱匿皆屬之；「重大性」之修法建議部分，本文則以為所能產生之實益尚屬可議。主觀意圖要件部分，學說上則百家爭鳴，各種邏輯上可資設想之說法皆可見於學說討論中，本文以為較為可採之見解為，無論行為人所意圖影響者為「全體」、「不特定數種」、「特定數種」、乃至於「特定某種」有價證券，皆屬人為操縱價格，而該當本款所定主觀意圖要件。

¹⁸⁵ 溫祖德，前揭註 63，頁 54。

¹⁸⁶ 林國全，前揭註 167，頁 152。

第六項 概括條款



第一款 概說

證券交易法第 155 條第 1 項第 7 款：「直接或間接從事其他影響集中交易市場有價證券交易價格之操縱行為。」本款之立法目的乃在於彌補前述各款規定可能之掛一漏萬，以因應操縱市場行為態樣之複雜萬變¹⁸⁷，不可避免地將使用高度抽象性的文字以賦予公權力運作的彈性空間，越是抽象的文字與具體生活越遠，與具體生活越遠受規範者可預見性自然就越低，換言之，「法律明確性」就越低。

此外，本款屬於附屬於證券交易法中的刑罰規範，而刑罰規範的構成要件本身已經涉及各種行為自由的限制，法律效果除了限制人民財產權外，更往往涉及人身自由甚至生命權的剝奪，司法院大法官釋字第 636 號便指出：「憲法第八條之規定，國家公權力對人民身體自由之限制，於一定限度內，既為憲法保留之範圍，若涉及嚴重拘束人民身體自由而與刑罰無異之法律規定，其法定要件是否符合法律明確性原則，自應受較為嚴格之審查。」依前述大法官解釋所揭櫫之意旨可知，法律明確性原則要求之強弱，因應基本權利之種類、對基本權利之侵害強度、時間、範圍等等而有所不同，從而，刑罰規範之法律明確性要求自應受到嚴格審查。

1988 年修正時將本款文字從「直接或間接從事其他足以影響市場行情為目的之行為者」改為「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」，使其構成要件較為具體以限縮其適用範圍、降低恣意的可能。2006 年時修正又將「某種」二字刪除，適度放寬涵攝範圍。即便經過前述之修正，因「操縱行為」仍未有明確定義，學說上¹⁸⁸對本款仍多有批評指教，普遍認為應透過「授權命令明確性」、「概括條款應與其他例示行為類型具備內在一致性」、「市場普遍實務之承

¹⁸⁷ 詳參賴英照（1996），《證券交易法逐條釋義第三冊》，頁 374-375，台北：自刊。

¹⁸⁸ 詳參吳元曜（2005），〈論經濟刑法概括條款之規範模式〉，《軍法專刊》，51 卷 10 期，頁 32-41；陳愛娥（2002），〈如何明確適用「法律明確性原則」？〉，《月旦法學雜誌》，88 期，頁 249-258；楊雲驊（2015），〈刑罰明確性要求—以證券交易法第 155 條第 1 項第 7 款「其他操縱行為」為例〉，《台灣法學雜誌》，277 期，頁 59-77；王志誠（2013），〈直接或間接操縱市場行為之構成要件〉，《台灣法學雜誌》，238 期，頁 126-135。

認」等方式加以限縮、明確之，否則即應刪除此一嚴重違背法律明確性原則之規定，實務見解¹⁸⁹亦多以其他例示行為之核心內涵作為解釋適用本款之準則。

首先針對「授權命令明確性」在此先作說明，美國 1934 年證券交易法 Section 9(h)¹⁹⁰ (1)、(2) 便授權美國證券交易委員會 (Securities Exchange Committee) (下或稱美國證券會) 對市場上之各種變化萬千之操縱行為態樣有訂定行政命令之管制權限，此外，美國 1934 年證券交易法 Section 10(b) 同樣授權了美國證管會 (S.E.C.) 訂定，普遍被稱為該國之證券詐欺帝王條款的 Rule 10b-5：「任何人直接或間接使用任何州際通商、郵政或全國性證券交易設施為下列行為之一者，均屬違法—(a.) 使用任何設備、計畫或詭計 (b.) 作重大性事實之不實陳述或隱匿重大性事實未陳，以致產生誤導 (c.) 從事任何對他人產生或將產生詐欺或欺騙情勢之行為、業務或商業—從事與任何有價證券之買賣相關活動時。」¹⁹¹我國無論係操縱行為禁止條款，亦或是，我國之證

¹⁸⁹ 參見93年度台上字第5152號刑事判決：「證券交易法第一百五十五條第一項第六款之規定（現行規定第7款），旨在防止證券價格受操縱，其中對於在證券交易所上市之有價證券，不得有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。查該款所禁止對某種有價證券交易價格之操縱行為，乃指：意圖以人為方式影響證券市場價格，誘使或誤導他人為交易，使某種證券之市場價格以異於正常供需方式而變動者而言；其目的在維持證券價格之自由化，使交易市場在公平、公開的情況下充分發揮供需的價格機能，避免因人為操縱的投機行為影響市場價格而誤導投資人，致影響市場交易秩序，亦即為使有價證券之價格，能在自由市場正常供需競價下產生，避免由自由供需關係決定價格演變為有計畫的人為價格，以保護一般投資大眾，所作對特定人經濟權之限制。」其他採取相同見解者，台灣高等法院94年度金上重更（一）字第7號刑事判決、台灣高等法院88年度上重訴字第39號刑事判決。

¹⁹⁰ 15 U.S.C. §78i(h). Prohibition against manipulation of security prices statute provides:

(1) Notwithstanding any other provision of law, the Commission shall have the authority to regulate the trading of any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency (but not, with respect to any of the foregoing, an option on a contract for future delivery other than a security futures product).

(2) Notwithstanding the Commodity Exchange Act, the Commission shall have the authority to regulate the trading of any security futures product to the extent provided in the securities laws.

¹⁹¹ 17 C.F.R. §240.10b-5, Employment of Manipulative and Deceptive Practices provides:

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,

in connection with the purchase or sale of any security.

券詐欺條款，證券交易法第 20 條第 1 項，當中皆未有見此等授權行政專責機關本於其專業、效率性及時因應金融市場行為態樣之詭譎多變，從而，學者普遍認為我國有訂定此等授權條款之必要。



「概括條款應與其他例示行為類型具備內在一致性」與「市場普遍實務之承認」此兩種使本款規定明確化之建議，本文則在下文本項第二款中簡要說明之。至於，此一概括操縱條款之性質，我國實務上，目前多認為第 7 款之適用僅居於補充地位：「若其行為合於同條項第四款之情形者，因其本質上已將操縱股價行為之觀念包含在內，即應依同條項第四款之罪論擬，不能更論以同條項第七款之罪，始為適法。」¹⁹²

第二款 客觀構成要件

本款之客觀構成要件之關鍵要素無疑為「操縱行為」，我國或觀諸世界各個法治先進國家皆無可見明確的立法定義，吾人僅得從操縱行為之例示行為態樣嘗試勾勒出「操縱行為」的概念輪廓，此即學說所言之「概括條款應與其他例示行為類型具備內在一致性」，縱使我國學者¹⁹³多已經認知到，本條項中之例示規定各有不同特徵，要件並不相同，因此欲從例示規定了解概括規定解釋運用之準繩，實有相當困難，但因現行實定法仍有此一明確性極為可議之概括條款，此等內在一致性之探詢工作便不得不為。此外，因為有些市場行為已經行之有年形成一定之慣行，亦應一併考量之，此為所謂「市場普遍實務之承認」。

首先，前述各款具體操縱行為類型既皆屬行為犯犯罪類型，市場操縱行為之概括條款自當亦屬於行為犯¹⁹⁴，實務採取相同立場，參最高法院 96 年度台上字第 260 號刑事判決：第 7 款操縱行為概括條款，「不以客觀上發生影響股價之結果為構成要件，且不以操縱者藉由其行為而有實際獲益為必要，只要操縱者之行為足以破壞證券交易價格透過供需機制自由形成即屬之」，至於「操縱行為」之內在一致性究竟為何？將是本

¹⁹² 參見最高法院 97 年度台上字第 5036 號判決。相同見解之判決，最高法院 93 年度台上字第 2886 號判決。

¹⁹³ 林國全，前揭註 53，頁 62。

¹⁹⁴ 詳參林麗香（2007），〈證券市場操縱行為之成立—最高法院九六年上字第 260 號民事判決之簡評一〉，《台灣本土法學雜誌》，100 期，頁 286-287。

文在第四章欲完整處理的問題，在此僅先點出結論，本文以為，所謂「操縱行為」應含有詐欺或欺罔之要素在內¹⁹⁵，以傳遞錯誤或具誤導性之資訊為其客觀不法內涵核心。



另外，針對「市場普遍實務之承認」，有時規範的更新速度將趕不上實務操作之變遷速度，在我國沒有透過立法授權行政機關訂定行政命令之現狀下，此種情形自然更是嚴重，因此，有必要在商業習慣居於關鍵地位之民商法領域中，將「市場普遍實務之承認」作為判斷違法操縱行為之準據之一。

第三款 主觀構成要件

本款並未如本條項第 3、4、5、6 款有主觀意圖要件，惟，學說上¹⁹⁶則多本於「概括條款應與其他例示行為類型具備內在一致性」而認為應以「意圖影響集中交易市場有價證券交易價格」為本款之主觀意圖要件。

第四款 小結

本款之主客觀構成要件皆具有高度抽象性，且亦不似前四款規定有主觀意圖要件之訂定，從而於解釋論上，學說多透過「概括條款應與其他例示行為類型具備內在一致性」與「市場普遍實務之承認」解釋本款構成要件之內涵；立法論上，多主張應訂定明確授權命令，以符合法律保留與法律明確性等法治國原則之要求。

¹⁹⁵ 劉連煜教授發言，認為此一概括條款之「操縱應含有詐欺之要素在內，不宜做過分擴張解釋。」詳參劉連煜等（1997），〈「證券市場操縱行為之法律問題研討」座談會〉，《月旦法學雜誌》，26 期，頁 119。

¹⁹⁶ 郭土木，前揭註 113，頁 38-39。

第四節 我國證券流通市場操縱行為刑事責任之法律效果

違反的法律效果則規範在同法第一七一條第一項，處三年以上十年以下有期徒刑，得併科新台幣一千萬元以上二億元以下罰金，屬「重罪」¹⁹⁷。更有許多刑法總則所未見之特殊刑罰規定，例如：窩裡反條款、自首減輕規定等等，因本文之檢討重心並非本罪之刑罰論部分，從而僅作此簡要說明。

證券交易法第一七一條：

「有下列情事之一者，處三年以上十年以下有期徒刑，得併科新臺幣一千萬元以上二億元以下罰金：一、違反第二十條第一項、第二項、第一百五十五條第一項、第二項、第一百五十七條之一第一項或第二項規定。二、已依本法發行有價證券公司之董事、監察人、經理人或受僱人，以直接或間接方式，使公司為不利益之交易，且不合營業常規，致公司遭受重大損害。三、已依本法發行有價證券公司之董事、監察人或經理人，意圖為自己或第三人利益，而為違背其職務之行為或侵占公司資產，致公司遭受損害達新臺幣五百萬元。犯前項之罪，其犯罪所得金額達新臺幣一億元以上者，處七年以上有期徒刑，得併科新臺幣二千五百萬元以上五億元以下罰金。有第一項第三款之行為，致公司遭受損害未達新臺幣五百萬元者，依刑法第三百三十六條及第三百四十二條規定處罰。犯前三項之罪，於犯罪後自首，如有犯罪所得並自動繳交全部所得財物者，減輕或免除其刑；並因而查獲其他正犯或共犯者，免除其刑。犯第一項至第三項之罪，在偵查中自白，如有犯罪所得並自動繳交全部所得財物者，減輕其刑；並因而查獲其他正犯或共犯者，減輕其刑至二分之一。犯第一項或第二項之罪，其犯罪所得利益超過罰金最高額時，得於所得利益之範圍內加重罰金；如損及證券市場穩定者，加重其刑至二分之一。犯第一項至第三項之罪者，其因犯罪所得財物或財產上利益，除應發還被害人、第三人或應負損害賠償金額者外，以屬於犯人者為限，沒收之。如全部或一部不能沒收時，追徵其價額或以其財產抵償之。違反第一百六十五條之一或第一百六十五條之二準用第二十條第一項、第二項、第一百五十五條第一項、第二項、第一百五十七條之一第一項或第二項規定者，依第

¹⁹⁷ 從刑事訴訟法之許多相關規定可知，如，第三一條、第四五五條之二…等等。

一項第一款及第二項至前項規定處罰。第一項第二款、第三款及第二項至第七項規定，於外國公司之董事、監察人、經理人或受僱人適用之。」



第五節 本章總結

縱然只有第1款與第4款于構成要件上有屬於適性犯與具體危險犯之解釋空間以限縮其適用，惟，實務、學說于解釋適用本條時皆可見努力限縮其適用之跡象，如，第6款散布流言與不實資料乃限於具有「重大性」者而言、第7款概括條款規定亦限於對市場秩序有影響者而言。而在立法論上，修正本條項中各款之提案更是多不備數。本文竊以為，本罪之保護法益未予以確立應係討論之所以如此紛擾的主因。

第三章 證券流通市場操縱行為刑事責任之保護法益



第一節 前言

本章之目的誠如標題乃在於檢討我國證券交易法中不法操縱行為刑事責任之保護法益，我國證券交易法第 155 條第 1 項中除了頗具爭議之第 1 款（不履行交割）、第 6 款（概括條款）外，其餘四款行為類型皆係參考美國 1934 年證券交易法第 9 條第 1 項第 1、2、4 款而訂定，美國與我國證券市場監管體制亦具有高度的相似性¹⁹⁸，不僅如此，德國¹⁹⁹、日本²⁰⁰等大陸法系法治先進國家之證券交易法亦多受美國法影響，基於上述理由，本文將以美國法的探討為比較法的研究對象。然，有鑒於身為英美法系國家的美國與身為大陸法系國家的我國對於刑法目的之論述方式、用語皆有所不同，從而本文欲先對兩國學說、實務上就此問題之討論作一總括性地概述，求得兩國對訂定此罪之目的的輪廓後，本文將從瞭解風險之本質出發，介紹學說上對於刑法目的之討論，並以規範論與法益論之爭為中心，最後採取法益作為刑法典範，確立刑法之目的為法益保護後，本此立場檢討前述兩國學說、實務上之討論，提出本文見解，最後，簡要作結。

第二節 美國法上之討論

第一項 自由公開市場理論

英美法上對於「操縱市場所欲保護對象為何？」此問題之起源乃是在 1814 年發生於英國的 *Rex v. de Berenger* 案，英國王座法院並於此案判決中確立了「自由公開市場理論」，以下將先對此案稍作說明，此案事實略述如下²⁰¹：該案之被告，*de Berenger* 與 *Cochrane* 等人，於 1814 年 2 月 21 日散布拿破崙被殺，盟軍已進入巴黎之謠言，導致英國

¹⁹⁸ 歐必勝，前揭註 7，頁 207。

¹⁹⁹ 張鈞翔，前揭註 7，頁 154。

²⁰⁰ 歐必勝，前揭註 7，頁 198。

²⁰¹ See Louis Loss et al., *Fundamental of Securities Regulation*, Volume 2 1488 (6th ed. 2011).

國債價格上漲，被告等將所有國債出售牟取暴利後，該消息隨即被證明為偽，英國國債的價格應聲暴跌，嗣被告等因無正當理由提高國債價格，至該日以高價買入國債之投資大眾受損而被起訴。被告固然辯稱：國債價格高表示政府信用良好，對國家有利，因此公眾並未蒙受損害，且本件並無法證明被告等人因此受有利益或有特定人因此受有損害。但是法院以一致性的判決駁回了此等抗辯，並認為本罪之成立並不以政府實際受有損害或是被告因此受有利益為前提，強調重點毋寧在於「公眾應有權享受一自然而不受不當影響之市場」。Lord Ellenborough 於此判決中明白表示以下見解：

A public mischief is stated as the object of this conspiracy; the conspiracy is by false rumours to raise the price of public funds and securities; and the crime lies in the act of conspiracy and combination to effect that purpose, and would have been complete although it had not been pursued to its consequences, or the parties had not been able to carry it into effect. The purpose itself is mischievous, it strikes at the price of a vendible commodity in the market, and if it gives it a fictitious price, by means of false rumours, it is levelled against all the public, for it is against all such as may possibly have any thing to do with the funds on that particular day. The excuse is, that it was impossible they should have known, and if it were possible, the multitude would be an excuse in point of law. But the statement is wholly unnecessary, the conspiracy being complete independently [sic] of any persons being purchasers. I have no doubt about it must be so considered in law according to cases.²⁰²

本段見解首先點出，欺騙大眾的計劃本身便是犯罪行為本身；再者，如此行為毋寧是欺騙投資大眾之行為；最後，此事實對大眾而言雖具有可探知可能，但也只會影響到罪責之輕重問題，行為本身即具有不法性。如此精闢的看法，竟在兩百年前就已經出現，實令吾人感到慚愧，而此一判決所確立之「自由公開市場理論」更成為往後英美法在討論操縱市場行為時所必提者（a must）。從此，美國法文獻上多因受到英國 *Rex v. de Berenger* 案之影響，而有認為，操縱行為禁止條款乃為規制任何擾亂市場依

²⁰² See 3 Maule & S. at 72-73, 105 Eng. Rep. at 538, cited from *id.*

照供需自由形成價格活動（movement）的人為活動（activities）²⁰³；亦有認為，乃為防止藉由促進（facilitate）供給與需求之自然法則而影響市場以達特定目的（rig）²⁰⁴之人為活動；另有認為，證券交易之經濟機能運作之核心為一個自由的市場，免於人為的操縱（放手在天秤上）²⁰⁵。從以上之討論不難看出，論述的重心皆是繞著市場自由、公開的價值打轉。

第二項 抑制過度投機

隨著時間的推移，工業、商業活動在一百年後的 1930 年代已然發展遠超越法制規範能量之界限，隨之而來的經濟大蕭條（The Great Depression），美國社會欲規範華爾街等金融機構不當行為的聲音促成了 1933 年證券法與 1934 年證券交易法之訂定。當時立法之動機則是欲透過法案之制定管制 Franklin D. Roosevelt 總統所說的「不必要、不智的或毀滅性」的投機²⁰⁶。學者 James WM. Moore 及 Frank M. Wiseman 亦明確點出，1934 年證券交易法之立法目的之一正是，「抑制過度投機」²⁰⁷。然而，此一目的的提出自不當然地否定前述「自由公開市場理論」的基礎，僅是在此基礎上，為了回應當時的社會問題所增加者而已。

²⁰³ See Larry D. Soderquist & Theresa A. Gabaldon, *Securities Law* 186 (3rd ed. 2007) (“activities that disrupt the free movement of securities prices in accordance with supply and demand.”)

²⁰⁴ See Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation* 433(6th ed. 2009) (“The purpose of the various statutes and rules prohibiting market manipulation is to prevent activities that rig the market and to thereby facilitate operation of the ‘natural law’ of supply and demand.”) 根據 Macmillan 線上字典之定義，“rig” 作為動詞定義為 “to influence something such as an election in a dishonest way in order to produce a particular result”，故作此翻譯，字典網頁連結 http://www.macmillandictionary.com/dictionary/british/rig_2（最後瀏覽日：2016/4/8）

²⁰⁵ See Loss, *supra* note 201, at 1487. (“It is of the essence of the economic function of a securities exchange that it be a free market—free of the artificiality of manipulation (the laying of hands on the scales) …”)

²⁰⁶ See President's Message to Congress, 3 PUBLIC PAPERS AND ADDRESSES OF FRANKLIN D. ROOSEVELT, *supra* note 115, at 90-91, reprinted in 78 CONG. REC. 2264 (1934) (“for the protection of investors, for the safeguarding of values, and so far as it may be possible for the elimination of unnecessary, unwise, and destructive speculation.”) excerpted from Steve Thel, *The Original Concept of Section 10(b) of the Securities Exchange Act*, 42 Stanford L. R. (1990, Jan.)

²⁰⁷ See James WM. Moore & Frank M. Wiseman, *Market Manipulation and the Exchange Act*, 2 VOL. 1 NO. U. CHICAGO L. REV. 46, 46 (1934) (It's principal objectives are: 1. to curb excessive speculation 2. to give the public adequate financial information concerning the securities traded in; and 3. to prevent illegitimate manipulation of security prices and protect the public against unfair practices.)

第三項 學說見解

在上述所提及之「超」個人立法目的外，Berle 教授固認為市場自由運作乃是全體社會的利益，故應立法加以規範²⁰⁸，然而，其本於操縱市場行為屬於詐欺下位概念的根本立場，主張不實資訊透過市場機制廣泛地傳遞到受其影響的潛在投資人們²⁰⁹，由此可知，其認為證券交易市場操縱行為亦是為了保護潛在投資人們而設。

第三節 我國法上之討論

第一項 立法意旨

首先，欲探討某一刑事責任規範所要達成之立法目的或保護之法益為何，在身為自由民主法治國家之我國自當先探究立法者之意思，而我國證券交易法於 1968 年 4 月 16 日制定，當時便已明定「操縱行為禁止條款」於第 155 條，其立法意旨為「本條明文禁止操縱市場行情行為，目的在於維護證券市場機能之健全，以維持證券交易秩序並保護投資人。而證券集中交易市場²¹⁰主要功能之一，在於形成公平價格，而公平價格之形成，繫於市場機能之健全，亦即須維護證券市場的自由運作。在自由市場中，有價證券的交易，係基於投資人對於證券價值的體認，形成一定的供需關係，並由供需關係決定其交易價格。而操縱市場行情的行為，將扭曲市場的價格機能，因此必須加以禁止，以避免由於人為的操縱，創造虛偽交易狀況與價格假象，引人入甕，使投資大眾受到損害。」²¹¹從此一「操縱行為禁止條款」之立法意旨中雖然不見「法益」二

²⁰⁸ See Adolf A. Berle, Jr., *Liability for Stock Market Manipulation*, 31 COLOM. L. REV. 264, 272-273(1931).

²⁰⁹ See Adolf A. Berle Jr., *Stock Market Manipulation*, 38 VOL. COLUM. L. REV. 393, 394 (1938). (“that the market mechanism transmits representations widely to an unknown but nevertheless existent group of potential buyers, who are influenced by them.”)

²¹⁰ 於西元 1968 年訂定證券交易法時，店頭市場只是法條規定的制度，並無市場存在，債券店頭市場於 1982 年、股票店頭市場則於 1988 年方成立，現今之櫃檯買賣中心直至 1994 年方才正式成立，取代證券商公會，負責店頭市場之經營。從而，立法意旨中只提及流通市場中之集中交易市場，從現行證券交易法第 155 條第 2 項與第 62 條規定可知，禁止操縱市場行為之規範範圍已擴及店頭市場，在此先簡要作此說明。詳細我國證券流通市場之立法史，賴英照，前揭註 10，頁 87-115。

²¹¹ 參見 1967 年 6 月 17 日立法院第 30 次聯席會議紀錄，立法院秘書處（1968），證券交易法案（上），立法院，頁 477。

字，然而，卻已經明確點出立法目的「維護證券市場機能之健全，以維持證券交易秩序並保護投資人」。



立法意旨雖提到「保護投資人」，惟，並未明確說明是保護投資人之何種個人法益，因實難想像操縱市場行為將導致投資人生命、身體、自由、名譽法益之侵害，本文解為立法者乃為保護投資人之財產法益，至於是個別投資之個人財產法益或不特定多數人之財產法益，甚或是兩者皆有？在學說上則有不同看法，詳待後述；至於「證券市場機能之健全」一語之具體內涵為何，從立法意旨後面的論述「證券集中交易市場主要功能之一，在於形成公平價格」，邏輯上可推知，證券交易市場有一個以上之機能，而其中之一在於形成公平價格，然而，從立法意旨之整段論述觀之，吾人不禁又要問，究竟是只保障證券交易市場形成公平價格此一功能而已，亦或是保障所有證券交易市場所擁有之機能，如果是後者，那證券交易市場究竟除了形成公平價格以外，又尚有什麼機能？

而後，在 1988 年 1 月 29 日證券交易法第 155 條第 1 項第 2 款修正時提到「有…第二款之行為，即足以破壞市場交易秩序及公平，爰予以修正之。」²¹²而本款於 2000 年時遭刪除，或可認為本款因已遭刪除，故其之立法目的已不具有參考價值，惟，首先，該款既與其他款同屬操縱市場概念下之行為類型，而參照前述證券交易法在初訂定時所揭櫫之立法意旨並未就各款之立法目的予以區分；再者，從該款²¹³於 2000 年刪除時立法委員審查之發言，綜合觀察可能之刪除理由如下²¹⁴：「在現行交割制度上，本款現行條文所稱『不移轉證券所有權』，無適用餘地。因投資人再賣出股票後，即將股票交付證券商完成交割，所有權即告移轉；再買進股票後，由證券商取得股票，也完成另一次所有權的移轉，因此，同時買進和賣出股票必須經過兩次所有權移轉，不可能不移轉證券所有權。而且在交割時間上，買進之股票，於成交後之第三日取得，賣出之股票須於成交日之次日交付，更足以說明『不移轉證券所有權』規定的不適用。」、「因目前證券之交易皆透過電腦來進行交易，相關資料均入檔，並不致有空頭

²¹² 參見立法院網站 <http://lis.ly.gov.tw> 「證券交易法法條沿革」之內容，轉引自，吳元曜（2004），〈論沖洗買賣條款之立法型式及適用基準〉，《法令月刊》，55 卷 1 期，頁 51。

²¹³ 遭刪除時條文：「在集中交易市場，不移轉證券所有權而偽作買賣者。」

²¹⁴ 參見立法院議案關係文書，院總第七二七號，頁 84-85，轉引自賴英照（2000），〈評證券交易法之修正（下）〉，《法令月刊》，51 卷 9 期，頁 8。

買賣之顧慮。而實務上，透過融券制度，投資人可先賣再買，並可當日沖銷，此交易方式廣為證券交易者所用，行之已久並未有不合理或不當之批評，故此款規定實不符現實所需。」從上述之觀察可知，該款之刪除僅因當時證券交易實務已揚棄以往透過人工撮合之方式交易，改以電腦選擇依照價格優先、時間優先之原則交易，加之投資人與券商乃屬行紀關係，並不再有「不實質移轉所有權之情形」，從而遭到刪除；最後，學說上亦幾無異議地認為於 2006 年增訂之同條項第五款規定²¹⁵乃該款「沖洗買賣」構成要件之復辟。綜合以上三點理由，本文以為，並無區別對待此款與同條項其他各款之具體理由，因此，「市場交易秩序及公平」可認為是立法者所明示之立法目的或謂保護法益。

綜上以觀，從立法意旨並無法提供吾人證券交易操縱市場刑事規範之立法目的（保護法益）之明確的答案，吾人只得試圖透過對學說、實務之梳理嘗試獲得解答。

第二項 學說暨實務上見解

有鑒於學說與實務所提及之本條立法目的（保護法益）不僅為數眾多且頗有爭論，從而以下將以立法者已然揭櫫之立法目的（保護法益）-- 即「市場交易秩序及公平」、「證券市場機能」、「公平價格之形成機能」、「不特定多數人之財產法益」與「個別投資人之財產法益」作為論述之既有支點，試圖從汗牛充棟般的論述中梳理出學說、實務對此問題之概念輪廓，以求拾前人牙慧解決立法意旨不明確之問題，當然，學說、實務上並有提出不同於立法意旨所揭櫫之目的（保護法益），亦將一併於此說明整理。

²¹⁵ 當時之證券交易法第一五五條第一項第五款：「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。」

第一款 市場交易秩序及公平性

我國學說上於不同論述脈絡之中可見到以各種不同名詞指涉「市場交易秩序」者。首先，有見於討論證券流通市場操縱行為之相關問題時，對於其刑事規範之立法目的（保護法益）僅僅提及一證券交易操縱市場刑事規範之立法目的乃為維持「市場秩序」，並未深入此問題多作析論者²¹⁶；亦有見以「整體經濟結構之安全」作為市場交易秩序更上位之保護法益，並與「國家經濟秩序」、「參與經濟活動者個人財產法益」並列論述者²¹⁷；或有以「健全證券市場之發展」指涉者²¹⁸；最後，有以「維持效率資本市場秩序」稱之者²¹⁹。

另外，立法理由中提到的「市場交易之公平」亦廣泛地被學者提及，有稱為「整體經濟秩序之公平性」者²²⁰；有在此之上加入「公正」價值者²²¹，而謂為「證券交易之公平公正」；亦有在此之上加入「誠信」之價值者²²²，其謂「必須立法禁止操縱行為，以確保證券交易之公平與誠信，維護市場的健全性」；另有，引用日本學者²²³見解「證券流通上之圓滑性」者²²⁴，；最後有見將「健全證券交易市場之機能」至於「證券交易市場之秩序」之前，並主張應也有「保護投資人」者²²⁵。觀察至此，本文以為，立法意旨所揭之「市場交易秩序及公平」學說上對此立法目的（保護法益）之認同應已無庸置疑，除了前述學說上普遍有加入個人主觀價值，如「誠信」、「公正」、「圓滑性」於此立法意旨之上的現象外，從其等之論述脈絡觀察，「證券市場機能」此一相對具體，且同樣被立法者在立法意旨中提到的目的（保護法益）亦往往夾於論述內且似乎是作為「證券交易市場秩序」之保護前提，於此，下一個問題便是證券市場究竟除了1968年立法時提及的「形成公平價格機能」外，是否還有其它機能？若有，

²¹⁶ 林國全，前揭註 167，頁 152。

²¹⁷ 李開遠，前揭註 81，頁 4；前揭註 53，頁 82；前揭註 126，頁 172；前揭註 156，頁 201。用語幾近相同，但在個人法益部分有提出不同前者之相對深入看法者，詳見後述，王培秩，前揭註 97，頁 44。

²¹⁸ 陳錦旋，前揭註 128，頁 30。

²¹⁹ 莊永丞，前揭註 171，頁 168。

²²⁰ 張益輔，前揭註 166，頁 50。

²²¹ 詳參王志誠（2010），〈證券市場操縱行為之規範構造及犯罪所得〉，《台灣法學雜誌》，頁 73。

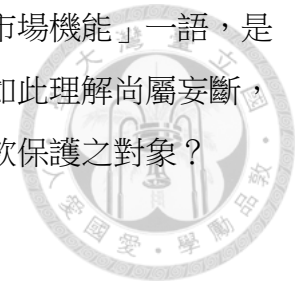
²²² 劉連煜，前揭註 20，頁 578。

²²³ 詳參神山敏雄，『日本の經濟犯罪』（日本評論社、初版、1996年）12-13頁；神田秀樹監修・川村和夫編著『注解證券取引法』（有斐閣、初版、2002年）1146頁，轉引自，張天一，前揭註 166，頁 124。

²²⁴ 張天一，前揭註 166，頁 124。

²²⁵ 梁宏哲，前揭註 175，頁 22。用語幾近相同者，戴銘昇（2012），〈最高法院對證券市場操縱行為刑事構成要件之認定〉，《華岡法粹》，52期，頁 101。

那從學說上談及本罪之立法目的（保護法益）時多僅談及「證券市場機能」一語，是否可理解為，其等認為所有的市場機能皆屬於保護對象？若認為如此理解尚屬妄斷，那學說上的討論是否有談及其它的特定單一或複數機能亦是本罪欲保護之對象？



第二款 證券市場之機能

為了先釐清證券交易市場究竟尚有什麼機能，本文整理學說看法得出證券市場中之流通市場²²⁶可大略整理出以下六大機能²²⁷：

一、創造連續交易性市場之機能

流通市場主要功能在於提供投資人隨時買進賣出證券之市場，使投資人隨時可將證券變換成現金，或現金變換成證券，此種特質即為市場之流動性。而欲衡量某流通市場之連續性，通常有四個指標：（一）買賣活動是否頻繁？（二）買賣報價之差距是否甚小？（三）買賣是否快速完成？（四）各個交易之成交價格是否差距甚小？如流通市場之買賣次數頻繁，買賣報價差異甚小，買賣容易成交，且各交易間之成交價格接近，該市場即係一連續性之市場，有較高度的流通性。

²²⁶ 由賴前司法院長英照所著，於 1984 年初版之大作證券交易法逐條釋義第一冊中引用兩篇分別於 1981、1982 年著述之美國文獻整理出「集中交易市場」之功能，惟因我國店頭市場於 1995 年 9 月始仿照集中市場的交易方式，從而，賴前院長之論述在店頭市場已相對發達之今日，自可一併適用於含有集中交易市場與店頭市場之流通市場（惟，應注意流通市場尚包含「未上市、上櫃、興櫃之市場」，俗稱「未上市市場」，因操縱市場規定僅規範前兩者，故本文於此脈絡下所提之流通市場不包含所謂「未上市市場」）。美國文獻部分，See Norman Posner, *Reconstructing the Stock Markets: A Critical Look at the SEC's National Market System*, 56 N.Y.U.L. Rev. 884-886(1981); See also Richard J. Teweles & Edward S. Bradley, *The Stock Market* (New York: John, Wiley & Sons, 4th ed., 1982) at 61-69. 詳參賴英照，前揭註 9，頁 131-136。

²²⁷ 以下整理自，賴英照，前揭註 9，頁 131-136；林光祥（1988），《證券市場操縱證券價格之法律防制》，頁 6-9，國立臺灣大學法律學系碩士論文；林聖峯(2014)，《經濟刑法中證券市場操縱行為之研究—以證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款為中心》，頁 7-10，國立臺北大學法律學系碩士論文；葉慧萍，前揭註 120，頁 10-11；洪國誌，前揭註 96，頁 9-11。

二、協助企業或政府籌資之機能

企業、政府藉發行有價證券籌措資金，而有價證券之發行及出售，屬發行市場範疇，乍視之似與交易市場毫無關係，然而發行市場與流通市場兩者間卻可謂唇齒相依，倘無健全之發行市場，則流通市場無法充實壯大；又如無流通市場之存在，則投資人無市場可供變現，投資人將無信心持有證券，勢必影響發行市場之發展²²⁸。



三、形成公平合理價格之機能

流通市場中有價證券之交易價格乃係由市場供需狀況所決定的，流通市場將各方投資人的買賣委託匯集一處，並依價格優先、時間優先之原則撮合成交，而各方投資人買賣意願將受到如，公司獲利之優劣、產業消息面、市場籌碼、金融政策、政治因素、國內外相關市場經濟狀況等總體經濟因素而產生變化，因此有價證券之「真實價值」無從透過任何客觀標準計算而無正確標準，「公平合理價格」之追求繫於市場供需正常運作形成，而非透過人為操作。

四、公司資訊透明之機能

上市、櫃、興櫃公司之報表及其他文件透過交易市場流轉到投資人手中，俾使投資人明瞭公司盈虧、營運狀況，而證券交易所於每交易日後所提供之證券成交狀況或不時將證券列為警示之訊息，供投資人參考作為選擇投資標的之依據，因此證券市場協助公司消除資訊不對稱，促使資訊公開透明之功能，對投資人而言確實扮演不可或缺之角色。

五、景氣預測之機能

縱然在1940年代後，由於對內部人買賣的管理相對以往嚴格，此種景氣預測的功能已逐漸消失，且一般認為，即使在團體投資人蓬勃發展的今日，依照股價已預測未來景氣變動，仍然渺不可期。惟，證券交易市場之交易量、股價等等因素仍屬於我國目前預測經濟發展的指標之一。

²²⁸ 賴英照，前揭註9，頁11。

六、均富的機能

在民生主義的經濟政策下，證券流通市場尚應具有分散股權以達到均富目標的機能，而此一功能又與證券交易法第一條之立法目的相呼應。



從此可得學說上認為證券流通市場至少具有以上六大機能。然，多數學說在檢討完證券市場之機能後，多以源起於 1814 年英國 Rex v. de Berenger 案的「自由公開市場理論」²²⁹論述連結之，學者林光祥於其雖已間隔近三十年之遠的碩士論文中深入淺出地道出「自由市場意旨市場價格由供需兩種力量來決定，而無人為因素的干預。需求的來源基本上源於期望直接收入或資本利得。相反地，供給則源於對市場之預期，在景氣大好時，投資者通常會保有證券，因此使得供給落後於需求，導致價格上升，反之則價格下降。影響市場價格之因素很多，例如一般經濟的狀況，政治性消息的散布，公司營運狀況或特別產品之發明，或投資人數目增加等等，但人為之操縱力量會扭曲了這些因素之形成或散步，使得供需因素遭到破壞」²³⁰，後期學說²³¹的討論亦多與此大同小異；實務上亦多以此為論述重心，如，最高法院 95 年台上字第 4930 號刑事判決意旨謂：證券交易型態，乃係依隨經濟活動、社會生活方式而不斷演進，洵至今日電腦科技發達，某些舊式之人工交易方法業已不復存在。鑑於證券交易之市場機制，故應迅速、自由，尤須公平、正當，我國證券交易法為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，乃參考外國法制，制定「反操縱條款」…。後進判決則作了較細緻的說明，禁止操縱市場「目的係在使有價證券之價格能在自由市場正常供需競價下產生，避免遭受特定人操縱，以維持證券價格自由化，而維護投資大眾之利益。」²³²

而「自由公開市場理論」所強調者，一言以蔽之一證券之價格須由市場供需力量加以決定，而非人為操縱，就此以觀，自由公開市場理論所重視、欲保護者毋寧是「證券市場形成公平價格之機能」，如此主張與立法意旨若合符節。惟，學說上並非一

²²⁹ 賴英照，前揭註 216，頁 9。

²³⁰ 林光祥，前揭註 227，頁 9-10。

²³¹ 王志誠，前揭註 110，頁 21；王育慧，前揭註 120，頁 47-48；葉慧萍，前揭註 120，頁 10-11；洪國誌，前揭註 96，頁 9-11；林聖峯，前揭註 227，頁 7-10。

²³² 參見最高法院 96 年度台上字第 1044 號判決、最高法院 98 年度台上字第 1135 號刑事判決。

概認為只有此機能屬於「反操縱條款」之立法目的（保護法益），提及上述其他機能者以所在多有。

我國學者王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁等在其合著之實用證券交易法²³³中，提供了有價證券在證券市場之價格應係透過買賣雙方之一定供需關係，而自然形成，若透過不當之人為操控，加以拉高、壓低、扭曲或維持市場價格，製造證券市場供需及價格變動的假象，不僅破壞證券市場之價格機能，對買賣有價證券之投資人造成損害，亦會損及一般投資人對證券市場之信賴，造成正當投資人遠離市場，減損證券市場資本籌措及有效分配資源之功能，而不利於證券市場之健全發展；學者郭大維²³⁴，提出近似看法，認為操縱行為不但扭曲了價格機制，亦會影響市場籌措資本及資源有效配置的功能；學者楊雲驊亦採此說²³⁵，惟其在最後點出，自由市場價格機能、資本籌集功能操受破壞後，最終受損者是投資人。而學者陳俊仁在其文中更進一步提出，證券市場亦有提供一般投資人藉由買賣有價證券方式從事投資理財活動之機能；並有見例示證券交易市場之「資金籌措機能」與「達成均富理想機能」後，以「證券市場上交易秩序之維護」作結者²³⁶。至此，可知學說上對於證券市場「資本籌措、分配資源之機能」及「達成均富理想之機能」亦皆認為屬於應受保護之法益。

從以上觀察，對於「操縱市場條款所保護之證券市場機能究係所有機能，亦或者限於特定單一或複數機能？」此一提問似乎尚未提出一致、具有說服力之論證。然，市場的參與者乃是大眾投資人，因此，市場機能的運作健全與否自繫於其參與者對市場運作的信賴程度，此一主觀角度的觀察為吾人提供了另一個思考路徑。

²³³ 詳參王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁（2011），《實用證券交易法》，頁 479，台北：新學林；廖大穎，前揭註 128，頁 22。

²³⁴ 郭大維，前揭註 154，頁 45。

²³⁵ 楊雲驊，前揭註 188，頁 62。

²³⁶ 廖大穎，前揭註 104，頁 39-40。

第三款 投資人對資本市場之信賴

有論者²³⁷便提及「…操縱股價，將妨礙市場之公正性、公平性及**投資人信賴**，使其他投資人卻步，亦影響整體經濟秩序之平穩發展，自有明文禁止之必要。」我國學者林書楷²³⁸則引用德國文獻²³⁹指出「投資人信賴的保護」與「資本市場之健全功能」乃是一體兩面的，並因此認為兩者皆為操縱市場刑事規範所欲保護之法益。從此，似乎已見到「社會法益」與「個人法益」間的可能連結點。我國實務判決則明確指出，違反證券交易法第一五五條、第一七一條規定係侵害社會法益與個人法益²⁴⁰。

第四款 個人財產法益

我國學者²⁴¹多認為本罪兼有保護「個人財產法益」，而論述的理由多以證券交易法第一條開宗明義：「為發展國民經濟，並保障投資，特制定本法。」做為起點，而未提供具體理由且亦未明確指出係保護「個人財產法益」或「不特定多數人財產法益」，甚或兩者兼具。針對「個人財產法益」部分，提供較為具體的理由者²⁴²乃從證券交易法第一五五條第三項：「違反前兩項規定者，對於善意買入或賣出有價證券之人所受損害，應負賠償責任」推導出本條保護法益亦包含「參與經濟活動者個人之財產法益」。反對見解²⁴³，則認為民事救濟賠償制度規範乃是為填補刑事責任對個人財產法益保護不周所訂定的，而不可逕從民事損害賠償請求權基礎規範之自身證立刑事規範有以「個人財產法益」為保護目的。

²³⁷ 溫祖德，前揭註 63，頁 35。

²³⁸ 詳參林書楷（2010），〈資本市場刑法一以內線交易及操縱市場罪為中心〉，《月旦財經法雜誌》，23 期，頁 56。

²³⁹ Schröder, Kapitalmarktstrafrecht, 2007, S. 109, S. 372，轉引自林書楷，前揭註 238，頁 56。

²⁴⁰ 參見最高法院 85 年度台上字第 3171 號刑事判決、85 年度台上字第 4679 號刑事判決（第 1 項第 1 款）。

²⁴¹ 賴英照，前揭註 10，頁 430；李開遠，前揭註 156，頁 201。

²⁴² 王培秩，前揭註 97，頁 44。

²⁴³ 張鈞翔，前揭註 7，頁 156。

第五款 不特定多數人之財產法益

有論者²⁴⁴認為，本罪兼有保護「個人財產法益」與「投資大眾全體之財產法益」之目的。然反對見解則認為²⁴⁵，行為人在為操縱市場行為時，是否有於市場內從事實質交易行為，又是否有因此得利，更是否有人因行為人得利而受損害均非本罪之構成要件要素，從而本罪不可與刑法中之詐欺罪相比擬之，目的並非在保護財產法益，應穩健地透過論證市場法益之正當性作為本罪之存在基礎，而非求諸超個人法益與個人法益之間的線性還原關係掩蓋其等對於以超個人法益作為保護目的之一絲心虛或不安；此外另一種反對見解²⁴⁶也是從構成要件保護客體出發認為，資本市場之健全功能此一超個人法益方屬之，對投資人之保護則僅屬於一種反射性的間接效果。

第六款 國家財政法益

除前述與立法意旨已揭櫫之目的（保護法益）若合符節之學說、實務見解以外，亦有見認為「國家經濟秩序」乃此罪保護法益者²⁴⁷，且多數學說²⁴⁸即便未明確指出此點，亦多於論述的過程中提及國家整體經濟秩序、金融、稅務等等將受侵害。因此，可認為多數學說認為國家法益亦在本罪之保護範圍內。

第七款 避免過度投機

在前述我國刑事法上較為熟悉之保護法益討論之外，另有學者²⁴⁹則先透過對我國證券交易法第 155 條第 1 項第 6 款中「流言」部分之立法乃係參考美國證券交易法第 9 條第 3、5 款之歷史事實出發，而認為該款中「流言」規定之意旨乃在「抑制過度投

²⁴⁴ 梁宏哲，前揭註 175，頁 22。

²⁴⁵ 主要參閱，張鈞翔，前揭註 7，頁 156。類此見解者，張益輔，前揭註 166，頁 50。

²⁴⁶ 林書楷，前揭註 238，頁 57。

²⁴⁷ 李開遠，前揭註 81，頁 4；李開遠，前揭註 53，頁 82；李開遠，前揭註 126，頁 6；李開遠，前揭註 156，頁 201；王培秩，前揭註 97，頁 44；溫祖德，前揭註 63，頁 35；張益輔，前揭註 166，頁 50。

²⁴⁸ 劉連煜，前揭註 20，頁 578。

²⁴⁹ 梁宏哲，前揭註 175，頁 180-182。類似見解者，廖雅鳳，前揭註 175，頁 144-145；施東亮，前揭註 175，頁 169。

機」，並據以將證券交易法第 155 條第 1 項第 6 款文中之「流言」解釋為某種證券之價格，將因自己或他人之市場操作而變動之流言方屬之，因此其認為至少「流言」此一構成要件要素之立法目的乃在「抑制過度投機」。然我國學者張天一²⁵⁰對此一法益的正當性提出適切的批評，其認為投機心理之人性並不宜以刑罰加以導正，首先，「投機」、「投資」、「賭博」此三個概念就行為人目的而言並無差別，皆為追求利益，唯一的差別乃在於，對於獲取利潤的掌握程度，也就是行為人在獲得利益的操縱能力上有強弱之分，而投機行為大略介於賭博與投資之間，欲就其等之間畫出清楚的界線幾乎不可能，再者，好逸惡勞乃人之天性也，欲以刑罰矯正人性，天方夜譚也，最後，其提出經濟學上之「隨機漫步理論」（Random Walk Hypothesis）的概念作為作為論證依據，該理論認為證券市場是隨機變化的，各種資訊隨時都會反映在交易市場上，將使得股價走勢無從預測，而美國著名財務專家 Fama 所提出之「效率市場假說」（Efficiency Market Hypothesis）便是最佳的解釋例證。

第八款 避免人為故意形成投資社會化現象

最後，我國學者吳元曜認為²⁵¹「市場交易秩序及公平」、「自由市場功能」之概念過於抽象，不足以作為本罪之入罪化正當基礎，其從「投資心理學」或「行為財務學」中「投資社會化」（Investment Socialization）現象出發，此現象是指，投資人把自己的決策建立在其他投資人的行為上面，此一過程將許多人的意見變成「共識事實」，甚至於將產生一種無形的社會壓力，或是所謂「一窩蜂」的情緒反應，其結果可能造成行情看漲時過於樂觀、看跌時過於悲觀的「心裡乘數效應」，而投資社會化正是造成市場泡沫或是「非理性繁榮」（Irrational Exuberance）的原因之一，對投資人與整體證券交易市場皆有極為不利的影響。因此，本罪之保護法益應為「避免人為故意形成投資社會化現象」。

²⁵⁰ 張天一，前揭註 166，頁 129-133。同此見解者，張益輔，前揭註 166，頁 50。

²⁵¹ 吳元曜，前揭註 212，頁 53-54。

第三項 本節小結

我國法上立法意旨、學說見解或實務判決所提出之看法可說是眾說紛紜、百家爭鳴，從最為具體，在現實世界中便可見之、可觸及之的「個人財產法益」開始，到個人財產法益之集合，並將其視為一抽象集合法益的「不特定多數人財產法益」，再提高到人與人交易其財產過程中所形成之「證券市場法益」，而證券市場的保護重點自然在於其是否能健全運作，因此「市場秩序、公平、誠信、公正甚或是圓滑性」也都是應該受到保護的對象，此外，倘若市場混亂、偏心、不講信用、偏頗甚或是粗糙而不圓滑，那麼國家就無法有效、妥善地收取稅收，稅收一旦不完善、不健全「國家財政法益」自然將一併受到侵害，最後，連行為人心中純粹主觀的「信賴」、「投機心態」，或是「社會現象」也都被提出應作為本罪之保護法益。誠如我國學者黃榮堅教授在其個人部落格中所言：「...所謂保護雙法益的立法類型只會製造法益保護關係的疊床架屋，因此技術上造成難解甚至無解的競合問題，以及實質上造成不公平的評價問題。」²⁵²連試圖保護雙重法益的立法方式皆會引致如此之批評，矧論一個保護對象（法益）的討論多到八種之多的刑罰規範在法釋義學或立法論上所可能產生的問題會有多少，基此，不禁令人懷疑法益理論是否已經失去其應有之體系梳理機能，如果真是如此，又何以會如此？弄清何以如此後，又是否有應對解決的方式？將是本文於下節中所欲處理的問題。

第四節 法益典範的採擇

「法益」在近代刑法學中，已成為建構整體刑法系統性理論的引導原則，它的引導功能呈現在一個幾乎為所有刑法學者都直接或間接地接受的基本命題：刑法的任務在於保護法益²⁵³。然而，今日法益概念則具有外在堅實、內在空虛之性質，或者勉強用比較正面的描述：成為一種價值中立或價值開放的概念，也正因此種特性，造成法益成為政治系統與法律系統的匯流點²⁵⁴，造成法律系統的價值核心受到其他系統專業

²⁵² 黃榮堅老師個人部落格，<http://1951huang.blogspot.tw/2013/01/6.html>，最後瀏覽日（2015/11/6）。

²⁵³ 詳參周漾沂（2012），〈從實質法主體概念重新定義法益：以法主體性論述為基礎〉，《臺大法學論叢》，41卷3期，頁983。

²⁵⁴ 周漾沂，前揭註253，頁984。

的綁架，價值貫徹的中心思想成了權宜之計，賴前司法院院長即曾在其為文中疾呼：「金融證券法律目的多元，涵蓋存款及投資之保障、產業之規制與市場秩序之維護等，其相關規範故以兼跨財經與法律之層面，而法律上更跨越公、私法之領域。因此法令之制定，除財經制度之考量外，應先審慎評估合法、合憲之問題，並明確界定民事法律關係及責任歸屬。有關金融、證券法制之探討，應確立以法學為本體之研究方向，再闡明相關法令與財經管理制度之時，並兼顧憲法及民、刑法相關問題之分析；惟其如此，始能與金融、證券制度層面之研究有所區隔，同時為財經法學之研究展開新的境界。」²⁵⁵，本文以為，在刑事法領域中，賴英照前院長如此之疾呼正是法益理論已經失去其應有之體系梳理機能的最佳佐證。

此外，根據前章之整理，從本罪構成要件要素之不明確、刑罰重刑化傾向等等情況判斷，屬於「經濟刑法」下位概念的本罪實已經具有「敵人刑法」之特質²⁵⁶，根據本文之理解，「敵人刑法」係指針對根本性地偏離的犯罪者，因其對於具有人格之人所應為之行為不給予保證，因此，他不能被當作一個市民對待，他是個必須用戰爭征討的敵人。這場戰爭的發動乃是為了市民的正當權利，即對於安全的權利而戰。遭受刑罰制裁的市民仍保有其法律上的地位，另一方面，遭受制裁的敵人則應將其視為危險源排除²⁵⁷，姑且不論敵人刑法概念的提出究竟是作為正當化—肯定概念，描述性概念，亦或是，指謫—批判的概念²⁵⁸，違反諸多刑法基本原理、原則的「敵人刑法」²⁵⁹類型不斷地滲透到市民刑法的領域已是不爭的事實，而我國學者李茂生²⁶⁰明確指出問題

²⁵⁵ 賴英照，前揭註 53，頁 125-126。

²⁵⁶ 於有關敵人刑法之相關論述中，皆強調敵人刑法已經入侵了包括「經濟刑法」在內之諸多刑法，另有恐怖主義犯罪、性犯罪、組織犯罪等。

²⁵⁷ 詳參 Günther Jakobs（著），徐育安（譯）（2003），〈市民刑法與敵人刑法〉，許玉秀（編），《刑事法之基礎與界限—洪福增教授紀念專輯》，頁 15，台北：新學林。

²⁵⁸ 用語詳參 Luis Greco（著），周濛沂（譯）（2011），〈對敵人刑法的批判〉，《法學新論》，28 期，頁 63。

²⁵⁹ 詳細討論請參閱，概念提出：Günther Jakobs（著），徐育安（譯），前揭註 257。批判敵人刑法概念者：Luis Greco（著），周濛沂（譯），前揭註 258；Luis Greco（著），鐘宏彬（譯）（2010），〈關於敵人刑法的文獻辨析〉，《法學新論》，22 期；Luis Greco（著），李立暉、陳志輝（譯）（2010），〈Jakobs 的敵人刑法〉，《法學新論》，22 期；Luis Greco（著），陳志輝（譯）（2011），〈敵人刑法概念在刑事政策上以及在釋義學上毫無成果〉，《法學新論》，28 期。肯定此概念者：Miguel Polaina-Orts（著），徐育安（譯）（2010），〈以功能破除概念迷思：敵人刑法〉，《法學新論》，22 期。

²⁶⁰ 詳參李茂生（2009），〈風險社會與規範論的世界〉，《月旦法學雜誌》，173 期，頁 150-151。不同意見，Luis Greco（著），鐘宏彬（譯），前揭註 259，頁 62-68。其認為即便採取法益理論敵人刑法亦有存在的空間，因為法益既然同樣與規範作為保護目的，而敵人刑法是有助於達成此目的之手段，兩者將相

的癥結點正在於市民刑法中的規範論觀點，即在風險社會中過度地在市民刑法中強調規範確認的機能（積極的一般預防，或事後處理機能）一事，會導致被認定為危險源頭的對象之擴張。本文以下從風險（危險）之本質討論出發，檢討在風險社會下法益理論的無力，並簡要說明學說上因此一無力而提出的應對方式，最後點出推向極致的規範論將導致一次規範與二次規範倒轉的結果，欲重拾刑法的主體地位正途乃係重新探詢可能的法益定義，以提出具「體系內含」與「體系批判」²⁶¹功能的法益概念。

第一項 風險社會下的風險本質

在感官上所得感受到的實害發生之前，因為人類客觀上能力的侷限，而無法確知實害是否將發生，而地球上不會有任何兩個人的經驗累積是相同的，每個人根據自身生活經驗所得來的危險判斷標準並不同，所以對於「什麼是風險（危險）？」這個提問，每個人的感受不同，而必然是相對的，然多數主觀卻決定了所謂典型風險的定義，如：放火、一個瘋子、一段不真實的言論，在實害結果（法益受侵害）發生之前都只是「風險」而已，而，風險的認知既然是相對的，那透過民主立法的程序（且還要先預設此一民主程序是真民主，而非是掌握在相對少數人手中的利益實現工具）由多數主觀所決定的行為規範若沒有經過實證化的研究與民主思辨的過程凝結出共識，便極易流於恣意而造成規範的象徵作用高過于其實際作用，形同多數暴力。

雖然犯罪現象在風險社會裡確實有與過去工業社會中不同之處，但是，多數學者認為，大部份的「犯罪現象」是沒有事實根據的，僅因為政治體制的轉變²⁶²、媒體在風險認知建構與管理決策過程的參與²⁶³等等原因並透過內在空虛、外在堅實的法益理論而被建構出來²⁶⁴，換句話說，「風險」被建構出來了，進而法益開始抽象化、處罰開始前置化、嚴罰化，刑事立法成為一種社會控制的手段，僅具形式正當性而不具實質正當性²⁶⁵，從而有學者已放棄從法益理論的角度限縮刑法的適用，而認為重點應放

互補強，並得出規範論非問題癥結的結論。本文以為，若以法主體性「人」論述作基礎，重新定義法益，便可有效解決此問題，詳參周濛沂，前揭註 253 全文。

²⁶¹ 用語參，周濛沂，前揭註 253，頁 983。

²⁶² 李茂生，前揭註 260，頁 146。

²⁶³ 詳參李佳玟（2005），〈風險社會下的反恐戰爭〉，《月旦法學雜誌》，118 期，頁 32。

²⁶⁴ 詳參許恒達（2011），〈刑法法益概念的茁生與流變〉，《月旦法學雜誌》，197 期，頁 136-140。

²⁶⁵ 詳參古承宗（2013），〈風險社會與現代刑法的象徵性〉，《科技法學評論》，10 卷 1 期，頁 130-136。

在規範的效力，不管規範的具體指示為何，至少市民尚可以藉由認知規範的存在及其效力獲得社會生活的導引²⁶⁶。



第二項 法益作為刑法典範

本文以為，前述見解實尚有未盡之功，因過度強調規範確認的機能（積極的一般預防機能）將導致應然與實然再也無從區分的後果，即，制裁規範乃是對行為規範否定的否定，藉以回復遭破壞的法和平，同時強化一般市民對於法秩序的忠誠與信賴，以為行為規範的確認，然而，行為規範的內涵並不應該是行為規範的確認，否則行為規範將不僅欠缺對於法益內容的考量，甚至將行為規範的確認當成法益看待，造成一次與二次規範顛倒的結果²⁶⁷。進而本文認為，正途仍應是努力探尋法益的內涵以保護刑罰的許多基本原則，如，刑法謙抑性、罪責相當等等。

因現代刑法一般認為有問題者乃集體法益的恣意與空洞，故以下僅針對個人法益與超個人法益學說對於集體法益提出之內涵定義作說明與批評，僅於必要時說明個人法益之應有內涵。個人法益學說與超個人法益學說（一元與二元論的論爭）確實已提升了個人法益與集體法益（包含社會與國家法益）的概念清晰度。

個人法益學說提出集體法益應以與個人法益具有關聯性為前提，此一判準並不具有實踐意義，因為即便其已認知到在邏輯上所謂的「關聯性」必須與「所有人」皆有關聯，否則將造成以特定人或團體的利益狀態作為法益保護，從而犧牲少數人利益的結果，其所提出將法益定義為人用以自我實現的對象、人類的利益或對人的自由開展必要的狀態以作為達成「普遍有效性」²⁶⁸（即必然地觸即每一個作為自我目的的意志擁有者，人）的方法，但，不論是對象、利益或是必要的狀態皆有變動的可能、或是仍會因人而異，因此，個人關聯性的角度並無法達成「普遍有效性」的邏輯上要求；超個人法益學者，如，Hefendehl 便提出集體法益的特徵應有「不能排除人們得加以利用的特性」，然而，即便所有人都有加以利用的可能，並不等同於所有人皆必然地、

²⁶⁶ 周濛沂，前揭註 253，頁 985。該頁中所指出 Jakobs 採取之路徑。

²⁶⁷ 李茂生，前揭註 260，頁 151-152。

²⁶⁸ 用語參，周濛沂，前揭註 253，頁 993。

毫無例外地需要該事態或體制，故亦無法達成「普遍有效性」，其僅為集體法益提出了描述性的判準²⁶⁹。



本文以為，為找尋何謂具備正當性的法益的判準，應先確認證立刑法基礎的實質法概念為何，由此具體化而生的法益概念，才能經由與法概念的關聯取得引導作用。若將「法」的關係定義為主體（人際）間的相互承認關係，而對於相互承認關係的破壞則是「不法」，基此概念所引導出的法益定義，即是「外在自由領域的具體化條件，也就是人的現實存有的條件²⁷⁰」，而法益篩選的標準則是與人際實現相關的普遍有效性，無論是個人法益或集體法益，都必須符合普遍有效性的基本特徵，也才能取得法益適格²⁷¹。在證得法益的判準後，方得藉以發揮體系批判功能評析證券交易法第一五五條第一項與第一七一條第一項有關操縱市場之刑事責任規定的正當性，並于確立系爭規定具備正當性基礎的法益後，進一步于體系內發揮導引作用，以為體系內含功能。

第五節 本文見解

第一項 交易秩序及公平性法益？

事實上，從前述所整理之學者見解的論述脈絡可以看出，其等亦多認為交易秩序及公平、公正等等價值乃是市場機能受到保護後所達至之理想狀態，或有認為過於抽象而不具有實質上的意義者²⁷²。

而所謂「經濟秩序」與所謂的「公共安全」與「社會秩序」法益應受相同批評，其應只是關於個人法益犯罪的規範效力獲得貫徹後的結果狀態，即，所有相關領域的

²⁶⁹ 周漾沂，前揭註 253，頁 1030-1033。

²⁷⁰ 周漾沂，前揭註 253，頁 1017。

²⁷¹ 周漾沂，前揭註 253，頁 1033-1035。

²⁷² 詳參王皇玉（2009），〈販賣毒品行為的罪與罰〉，氏著，《刑罰與社會規訓—台灣刑事制裁新舊思維的衝突與轉變》，頁 180，台北：自刊。

參與者之外在自由領域獲得他人透過實踐行動而承認的狀態，從而僅俱有表象的普遍有效性，亦不具有法益適格性²⁷³。



第二項 證券市場法益？

根據本文於前之整理，學說上對於證券市場所提出之六大機能如下：一、創造連續交易性市場之機能；二、協助企業或政府籌資之機能；三、形成公平合理價格之機能；四、公司資訊透明之機能；五、景氣預測之機能；與六、均富的機能。首先，所謂創造連續交易性市場的目的不外乎使交易得以順利、快速得進行，並形成公平合理之交易價格，而交易順利並且得以公平合理價格進行的主要考量乃係資本得以有效率的分配至企業或政府手中，此外，公司資訊透明化，乃係因為證券發行或流通市場運作規範之要求與證券市場本身並無關係，至於景氣預測機能，僅係證券市場所能產生之反射效益而已，最後，均富乃係理想。總此，前述所謂六大機能，綜合以觀，重點乃在於「資源有效分配利用」，且縱係「資源有效分配利用」此一機能本文以為也實非此處討論之是否具有法益適格之標的，此處討論之標的乃是確保資源得以有效地流轉、利用之平台本身（利益的實現前提條件）。

綜合刑法學者的規範性說法，可以得出集體法益的三個特徵：一、非排他性；二、非敵對性；與三、不可分配性²⁷⁴。德國學者 Hefendehl 並將此三個特徵寫成描述句：「集體法益的特徵是，可能被社會潛在的任何成員所利用，因此也就不可能將集體法益或者它的片段，只分配給社會的特定部分。」²⁷⁵易言之，具有「不能排除人們得加以利用的特性」，而前述此一使資源有效流轉、利用之平台（即證券市場），依照此說法應具備集體法益之適格²⁷⁶。然而，我國學者周漾沂對此批評道：即便所有人都有利用此資本募集市場之可能性，但不等同于所有人都真實地、必要地需要這種事態或體制，也不等於所有人都必然地、毫無例外地需要該事態或體制，如果不是每個人都

²⁷³ 周漾沂，前揭註 253，頁 1035-1042。

²⁷⁴ 詳參鍾宏彬（2012），《法益理論的憲法基礎》，頁 256，台北：春風煦日。

²⁷⁵ Hefendehl, Kollektive Rechtsgüter, S. 112., 轉引自，鍾宏彬，前揭註 274，頁 256。

²⁷⁶ Hefendehl, Kollektive Rechtsgüter im Strafrecht, Köln 2001, S. 112., 轉引自，周漾沂，前揭註 253，頁 1031。

真實的、必然的需要，即使強調每個人都可以隨時利用之，對可利用者而言也可說是形同虛設²⁷⁷。其並進一步指出²⁷⁸，正確的邏輯應是，先界定個人應享有如何範圍的自由，而界定的方式就是應用普遍有效性的邏輯，平等地劃定適用於所有人的外在自由領域，然後再看除了屬於外在自由領域之具體化條件的個人法益之外，為了使外在自由領域的確保成為可能，還需要什麼以非歸屬於個人的型態而呈現的條件²⁷⁹。

針對前述論爭，本文以為，應以後者為是，因一旦認為一個非所有人皆真實地、必要地制度具備法益適格性，刑法便成為保護特定使用該體制之人們的工具而已，而其他未使用之人將不可避免地變成用以維護該僅被部分人使用之「法益」的工具而已。

前述論爭乃係在「證券市場是否屬於具備正當性集體法益？」之層次，唯有認為證券市場係具備正當性之集體法益，即在前階段採取前者 Hefendehl 之見解，方有進入「證券市場是否屬於操縱行為禁止條款之保護法益？」層次討論之必要，本文以為，縱使退步言之地認為證券市場係具備正當性之集體法益，證券市場也不應認為係本罪所欲保護之法益，誠如本文於第二章第一節與第二節之討論所提出，所謂公開交易市場的公開交易秩序核心應在於是否涉及不特定人，即公眾，只要涉及不特定人間之交易，便涉及公開交易市場而事關公開交易秩序，從而，下一個規範性的問題便係，何以僅有上市、上櫃與興櫃市場受到保護，同樣涉及公開交易市場之其他有價證券流通市場並未有相同之保護，再者，唱片市場、汽車市場、鑽石市場甚至是超級市場，無一不涉及公開交易市場，是否也皆應受到操縱行為禁止條款之保護？立法者於立法時固然有其利益權衡空間，然，立法者若真認為上市、上櫃與興櫃市場所涉及之利益較大，固有保護必要，難道無法透過刑度、構成要件刻畫等等處理各市場間之差別，而將所有市場一律納入保護？立法者顯然未盡到說明義務，學說上亦未見有說明。換言之，所謂「公開交易市場」，只要係涉及不特定人間之交易者即屬之，對於不特定人間之交易的保護，關鍵乃在於其等間進行交易行為之資訊平等及財產權之保護，保護個

²⁷⁷ 周濛沂，前揭註 253，頁 1031-1032。

²⁷⁸ 周濛沂，前揭註 253，頁 1033。

²⁷⁹ 周濛沂，前揭註 253，頁 1033-1035。該文並舉國家法益與文書制度法益為例說明具備正當性之集體法益，本文在此不與贅述。

人財產法益即可達到保護不特定人間之交易的目的，至於「個人」財產法益與「不特定人」財產法益的問題，本文將於後說明。



第三項 投資人對資本市場之信賴法益？

本文以為，前述學者認為投資人對資本市場之信賴與證券市場機能之健全乃是一體兩面的關係，正確地道出了市場的存立基礎與目的正是「人」，只有當不特定多數人之財產法益因為操縱行為而受損害，隨之而來的自是對於市場的信賴受損，造成市場萎縮、機能減損的結果。因此，投資人對市場之信賴並不是應受保護的法益，毋寧是作為不特定投資大眾之財產法益與證券市場機能法益的中介橋樑，是一種主觀向度的側寫而已。

退步言之，「信賴」的變動在客觀上根本無從探知其變化，信賴二字已註定了其法益侵害與否之判斷將繫於主觀，當主觀之變化因難以證明時，首先，刑求逼供之陋習恐將復辟，再者，當刑求遇到意志力堅定之人時，則極可能落入罪疑為輕原則以及法益保護原則之兩難，易言之，在法益保護原則的要求下，刑法實應介入所有信賴遭到破壞之事態；但，另一方面，本於罪疑為輕原則，證據不足以證明行為人主觀想法時，便須放人回家，此二者之相互拉扯將造成，法益保護之目的大為減損，因此投資人之信賴自不宜單獨作為保護法益。

第四項 個人財產法益

個人財產法益具備作為刑法保護法益之正當性相信可說是刑法學界所一致認同之命題。惟，財產法益究竟是否為操縱行為禁止條款之保護法益？吾人或可從釋字四六九號所揭櫫之保護規範理論作為思想之起點：「惟法律之種類繁多，其規範之目的亦各有不同，有僅屬賦予主管機關推行公共事務之權限者，亦有賦予主管機關作為或不作為之裁量權限者，如法律雖係為公共利益或一般國民福祉而設之規定，但就法律之整體結構、適用對象、所欲產生之規範效果及社會發展因素等綜合判斷，可得知亦有保障特定人之意旨時，則個人主張其權益因公務員怠於執行職務而受損害者，即應許其

依法請求救濟。」據此，判斷證券交易法第155條第1項所欲保護之對象是否包含個人財產法益自當「就法律之整體結構、適用對象、所欲產生之規範效果及社會發展因素等綜合判斷」，然，從相同的法條結構—證券交易法第155條第3項賦予為相反買賣之人民事損害賠償請求權基礎與同條第1項作為刑事責任之構成要件，學說上卻有全然相反的意見²⁸⁰，便可知此一問題實有深究之必要。

根據一般學說對操縱行為不法內涵之理解—行為人「透過製造市場交易活絡之假象，引誘他人買賣」造成投資大眾抱著投機心態、本於錯誤資訊投入證券市場，造成財產法益之損害，從而，投資大眾漸漸喪失對證券市場健全運作之信賴，證券市場因參與者漸少，運作日漸式微，國家稅收受到嚴重影響，國家財政運作因此受損。前述一連串因果關係的開頭無疑為個人財產法益之侵害，個別財產法益自當係本罪所欲保護之法益。

第五項 不特定多數人之財產法益？

或有論者本於，下列三點主要理由認為不特定多數人之財產法益應可作為集合法益：第一，行為犯之規範方式自然係以抽象法益作為保護之對象。第二，立法者在立法時享有極大的判斷空間，司法運作成本、人民法感情等等皆是其利益衡量時所應考慮者，避免偵查機關於調查放火、決水、操縱市場等等保護集合法益犯罪時，付出難以想像之時間、人力、費用一一確定對個別之生命、身體、財產法益之侵害是否有預見與預見可能性。第三，行為人預見或預見可能受損害之生命、身體、財產法益數量完全既然繫於行為人主觀，如此極有可能造成司法機關因無力負擔如此龐大之調查成本進而鋌而走險使用不正訊問手段。

本文以為，前述看法實已混淆程序法與實體法之界線、實然面與應然面之差異，立法者對於刑罰構成要件之形成空間與可能發生的不正訊問，自然是合情合理之說法，然，也正是因為如此，我國刑法典上有放火罪、決水罪乃至於禁止操縱行為刑事責任之訂定，皆係藉由立法技術前置對於生命、身體、財產等等個人法益之保護界

²⁸⁰參本文，第二章、第二節、第二項、第四款之說明。

線，可謂為實質之未遂犯處罰規範，既然屬於未遂犯處罰規範自然係以行為犯之方式為之，首先，當然不可因為此等規範係以行為犯方式訂定，便反向推論認為系爭規定之保護法益為不特定多數人之集體生命、身體、財產法益，如此推論實已屬於循環論證；以證明困難作為證立不特定多數人之集合法益的基礎，無疑違反了罪疑惟輕原則，規避了國家之舉證責任；最後，不正訊問之發生僅屬於具有一定蓋然性之程序性問題，自然不適合作為論證法益正當性之基礎。

第六項 國家財政法益？

承前已述及本文所採取之法益觀點，法的關係乃人際間的相互承認關係，而得以確保此一相互承認關係之事態或體制方具有法益適格性，基此，首先想到的便是「國家」，由於主觀的侷限性，個人意志並沒有能力創設為所有人承認的外在自由領域界限，為此需要一個足以表彰所有人之共同意志之體制，將原先只是模糊地存在個人主觀意志中的法的關係藉由實證化加以精確化、穩定化以升高法的外在引導力，而此時，個人意志方得藉此突破主觀理性的侷限性，以致能最佳地確保社會生活的安全（和平共同生活的狀態）²⁸¹。

而國家存在乃實現其上述功能的根本前提，國家存在並有效運作的基礎之一乃國家財政，而其管領範圍內的一切經濟活動原則上都將與國家稅收財政之運作有關而與國家權力健全運作產生關聯。如此，或將生以下疑慮：是否一切有違實證法所設立之經濟活動規則的行為都將落入侵害國家權力運作之法益保護範圍？而造成所欲規制的行為內涵轉過頭來作為行為規範的確認的情形？本文以為，此一顧慮應屬多餘，應只有當個人行為所創設之風險直指前述國家存在之功能時，方得加以處罰，以避免過度限制人民自由，甚至產生解消國家賴以證立之個人法主體性的可能²⁸²。多數學說多透過因果關係無限擴張對操縱行為之恐懼，認為「更嚴重時，甚至會影響到國家經濟，美國三零年代的歷史教訓，可為前車之鑑」²⁸³，就此看法，本文以為，我國於處理毒品問題之討論在此可提供一些初步的想法。

²⁸¹ 周漾沂，前揭註 253，頁 1033-1034。

²⁸² 周漾沂，前揭註 253，頁 1033-1034。

²⁸³ 林光祥，前揭註 227，頁 14。

我國學者王皇玉，即曾對於販賣毒品罪的保護法益究應為何，有過如下精闢的論述：「販賣毒品罪所要保護法益，不管是社會秩序、經濟秩序或國家安全利益，基本上都是很抽象的制度性利益。而且並非每一次販賣毒品的行為，都會直接危害到這些的利益。例如有些毒品販賣者，只是偶爾販賣極少量毒品給吸食同好；有些販賣情形，是吸食者自己身上有存貨，在受請求的情形下臨時性地、非常業性地販賣一些毒品給他人。類似這些販賣毒品態樣，基本上並無與犯罪組織掛鉤，而且所獲取的利益，可能只是毒品的成本，而非暴利。因此要說這樣的行為已經危害到社會秩序、經濟秩序與國家安全，推論顯然太過跳躍。但是必須反過來思考的是，販賣毒品行為，仍然存在有「跨國性生產、走私、販賣」或「有組織型態的地區性販賣」之情況。例如從泰國走私大批海洛英磚來台販賣。這些有組織的販賣、走私毒品行為，就不能說不會影響到社會秩序、經濟秩序等公共利益了。」²⁸⁴其首先對於秩序性法益的過度抽象性提出質疑，本部分已如前所述；緊接著明確指出未對行為態樣作精緻的刻畫工作前，即逕認為所有的販賣毒品行為皆將造成公共利益之損害根本是過度跳躍的論證。本文在此無法再認同更多，操縱市場行為同理可證，姑且尚不論學說上對於該條項第一款（違約不交割行為）根本應僅屬於民事債務不履行²⁸⁵、第四款（連續買賣）因屬於實質交易行為而于客觀上根本不具有不法性²⁸⁶、第七款（概括條款）有違法明確性²⁸⁷…等等之批評，縱觀該條項中各款行為規範之態樣，不僅未對其他可能引發個別投資人入場買賣的情境做任何補充²⁸⁸，也未描述可以強化引發其他投資人入場的具體操縱手段，更遑論，其行為類型乃有直指國家運作健全性之可能，如此未經實證化研究²⁸⁹、訴諸經驗，僅為作出「儀式性的安全保證」²⁹⁰的立法理由，自當不屬於具有正當性的保護法益。

²⁸⁴ 王皇玉，前揭註 272，頁 180。

²⁸⁵ 賴英照，前揭註 53，頁 143。

²⁸⁶ See Fischel & Ross, *supra* note 4, at 511.

²⁸⁷ 吳光明，前揭註 16，頁 284。

²⁸⁸ 例如，將第六款（散佈流言與不實資料罪）的行為主體限於證券投資顧問等等可能做法。

²⁸⁹ 相似邏輯，周濛沂（2008），〈論「煽惑他人犯罪或違背法令」之處罰理由〉，《臺大法學論叢》，37 卷 4 期，頁 359-360。

²⁹⁰ 用語參，古承宗，前揭註 265，頁 136。

第七項 避免過度投機？



如前所述，已有論者²⁹¹對此一法益的正當性提出適切的批評，其認為投機心理之人性並不宜以刑罰加以導正，本文本於下列幾點贊同此看法，投資與投機兩者就目的、承擔風險、持有時間、決策資訊掌握度等等皆或可勉強拉出一條界線，然，在投資人持有有價證券之過程中，時間的因素將造成上述各個區別特徵隨時處於流動、不確定的狀態，唯有從事後觀點觀察方可獲得解答，然而刑法評價作為行為規範之理想，評價行為之時間點自當以行為時為準，怎可倒果為因；再者，好逸惡勞之人類天性欲以刑罰加以導正，刑法道德化而成為社會規訓之手段的回頭路恐怕已不遠。

第八項 避免人為故意形成投資社會化現象？

所謂投資社會化的現象，正如論者所言是從投資心理學、行為財務學的專業角度，對所謂「過度投機現象」以專業用語加以描述而已，所謂「羊群心理」也是一種心態，若刑法僅剩下一般預防的作用，受處罰之人民將成為教育社會大眾的工具而已。此外，前項對「避免過度投機」之批評在此亦應一併適用。

第六節 本章總結

在操縱行為禁止條款「證券市場健全運作」此一保護法益獲得保障之前提乃係「個人之財產法益」獲得確保，投資人對市場健全運作之信賴若得以維持，證券市場自然健全運作，因此，本文以為「個人之財產法益」方為本罪所欲保護且同時具備正當性之法益

²⁹¹ 張天一，前揭註 166，頁 129-133。同此見解者，張益輔，前揭註 166，頁 50。

第四章 我國證券流通市場操縱行為刑事責任之重構



第一節 證券流通市場操縱行為之特別管制必要性

我國實定法上對於內線交易與操縱行為之管制規範分別訂定於證券交易法第 157 條之 1 與第 155 條。於立法論上，對於是否應透過法律管制內線交易有豐富之學說討論²⁹²，另一方面，操縱市場是否應以法律加以管制我國學說上之討論²⁹³則相對貧瘠許多，而所見到之討論無一例外地皆以美國法上 Daniel R. Fischel 和 David J. Ross 與 Steve Thel 間的論戰作為重心：Daniel R. Fischel 和 David J. Ross 首先於 1991 年共同發表 “Should the law prohibit ‘Manipulation’ in Financial Markets?” 一文，主張操縱行為無從客觀上定義的可能，此正真實反映了概念性的困惑（即論理邏輯上的矛盾），而若屬於真實交易之情形，既不屬於詐欺的範疇，炒作者更無從獲利²⁹⁴，從而應全面揚棄操縱行為此一概念回歸證券詐欺條款即可²⁹⁵，此文一出便引起美國證券交易法研究學界熱烈之討論；嗣後，Steve Thel 便於 1994 年發表 “\$ 850,000 in Six Minutes – the Mechanics of Securities Manipulation” 一文²⁹⁶回應 Daniel R. Fischel 和 David J. Ross 所發表之前文，並對當中之諸多論點一一予以駁斥之，Steve Thel 教授雖亦已認知到證券市場

²⁹² 幾乎所有國內主要證券交易法之教科書皆會以「是否應以法律管制內線交易」作為內線交易討論的起點，詳參劉連煜，前揭註 20，頁 464-465；賴英照，前揭註 10，頁 445-449；廖大穎，前揭註 117，頁 253-254；曾宛如，前揭註 8，頁 257-260；余雪明（2000），《證券交易法》，頁 472，台北：財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會。

²⁹³ 筆者在時間、能力有限之可能範圍內，僅查獲兩篇專論及兩本碩士論文有針對此議題作較為深入之介紹，詳參邵慶平，前揭註 95，頁 38-41；莊永丞，前揭註 171，頁 191-197；張鈞翔，前揭註 7，頁 118-146；柯瑞源（2011），《論我國證券交易法操縱市場之規範—從投資學觀點切入》，頁 13-17，國立臺灣大學法律學系碩士論文。

²⁹⁴ 我國法院判決可見到類似的想法，參見台灣高等法院 96 年度上訴字第 1907 號刑事判決：「於自由經濟體制下之證券交易市場上，任何人既均可在集中市場自由買賣股票，而影響股票價格之因素復完全取決於市場法則，尚非一、二人之力所能片面操控，且證券法令除每日有法定漲、跌停板限制及部分特殊規定外，並未規定每人每日在各股所能買賣數量及價格，在自由經濟體制下，經由集中交易市場決定之交易價格，原則上即應推定為合法，除非有相當證券證明其中有違背法令或不法之行為，否則，自難以推測之方式認定某特定投資人之投資行為係屬違法，此亦為證券交易法第一條以發展國民經濟及保障投資規定緣由。」

²⁹⁵ See Fischel & Ross, *supra* note 4, at 503.

²⁹⁶ See Steve Thel, *\$ 850,000 in Six Minutes – the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219 (1994).

之變動乃是瞬息萬變的，因此即便可以定出一個完美的運作規則，非常快的此規則將不再完美，從而認為應由行政單位適時地就具體行為做出因應措施較為妥適，事實上，在 1930 年代的經濟大蕭條後，美國在討論應如何防止此種系統性的經濟崩盤時便已有許多不同的聲音出現，當時便已有論者以為欲以具一般、抽象性「規則」管理瞬息萬變的市場秩序乃是無功之勞的，但最後美國 1934 年證券交易法仍舊針對數種操縱行為態樣訂定出成文化的管制規定，並授權美國證券交易委員會（Securities Exchange Commission）制定相關的管制規範，且課予嚴厲的刑罰效果，此種施政態度即是根本上不再信任市場上那隻看不見的手，而轉向大政府、大有為的施政方針。

Steve Thel教授發表該文後至今這二十餘年間，無論係美國或我國學說上多數皆採取Thel教授之立場，認為操縱行為有單獨加以管制之必要，美國與我國實定法上皆仍存有操縱行為禁止條款的現況正可作為佐證，惟挑戰此一立場之聲音實未曾間斷²⁹⁷，本文以下將以前述兩篇經典文獻作為梳理之主幹，輔以其他近期被提出之看法，希冀藉由爬梳彼此間之論理攻防嘗試就「證券流通市場操縱行為是否應以法律加以特別規制？」此一問題意識作回答。

第一項 否定意見—證券流通市場操縱行為不應以法律加以特別管制

此部分將以Daniel R. Fischel 和 David J. Ross於1991年共同發表的“Should the law prohibit ‘Manipulation’ in Financial Markets?”一文作為討論的主軸已如前所述，惟因Fischel和Ross此篇文章涉獵範圍尚及於美國國內當時著名之案例分析、期貨市場操縱行為與其他較為複雜的操縱組合行為，為避免失焦，以下僅就與本文討論主題相關之部分擇要說明，此外，其他美國與我國學說上之有關討論亦將一併綜合整理如下

第一款 操縱行為的定義

首先，Fischel和Ross二人明確點出操縱行為在成文規定上並未見有明確定義，但傳統學說上仍有以下兩種普遍的說法，一、意圖誘使他人交易有價證券之行為或創造

²⁹⁷ See Omri Yadlin, *Is Stock Manipulation bad? Questioning the Conventional Wisdom with Evidence from the Israeli Experience*, 2 *Theoretical Inq. L.* 839 (2001).

人為之有價證券交易價格者²⁹⁸；二、故意干預有價證券市場的自由供需²⁹⁹，其等在將上述兩種說法綜合整理後認為，只要某行為符合以下三個條件之一該行為便具有操縱性質，一、干預自由的供需（interfere with the free play of supply and demand）；二、引誘他人交易（induce people to trade）；或，三、使某一有價證券價格到達人為之水平（force a security's price to an artificial level）³⁰⁰。

針對第一個條件，其等以為「干預」便係一欠缺定義的概念，以此概念定義操縱行為無疑係循環論證，加之所有的市場參與者本皆係影響供需自由的力量，若以合法或非法作為區分是否屬於「干預」的標準，則無疑再度陷入循環論證；第二個條件則有涵蓋過廣的問題，因為其包含了使雙方皆受益之買賣行為在內，其並舉例說明之，公司有可能透過各種方式傳遞有關公司股價的正確資訊，如買進自己公司之股票、改變資產結構或變更紅利政策等等，前述公司所為之各種行為無疑皆具有「引誘他人買賣」之特色，然因前述公司所傳遞之訊息係正確資訊而不僅對交易雙方皆有利且對市場運作的效率性亦有提升作用，自然不應被視為非法的操縱行為；第三個條件須面臨之關鍵問題便是如何區分「人為」與「非人為」，該文中嘗試了許多區分的方式，皆無功而返，值得在此處一提者係，假設將有價證券之非人為價格定義為：當所有相關資訊皆正確地被揭露時之價格。而所有相關的資訊當然包含該有價證券之各該交易行為本身，既然只要是真實的交易行為就是與該證券正確之交易價格相關之資訊，自己然失去了對交易行為做合法或非法判斷的可能性，此外，若課與所有市場參與者揭露其所擁有資訊之義務，資訊的價值與人們獲取資訊之動機將大大降低，造成市場原先依賴資訊流通以調節價格之機制的破壞。

基於上述，操縱行為並沒有客觀的定義，唯一可能的定義完全取決於交易者之主觀面，即帶有「不良」意圖之交易行為，申論之，具備下述三個條件者即屬於操縱行為³⁰¹：一、系爭交易之意圖在於使價格往某特定方向移動；二、若非行為人之交易行

²⁹⁸ See Thel, *supra* note 206, at 393. (“manipulation means anything in particular, it means conduct intended to induce people to trade a security or force its price to an artificial level.”)

²⁹⁹ See TWENTIETH CENTURY FUND, INC., STOCK MARKET CONTROL 107 (Alfred L. Bernheim, Evans Clark, J. Frederick Dewhurst & Margaret G. Schneider eds., 1934), cited from Fischel & Ross, *supra* note 4, at 507.

³⁰⁰ *id.*

³⁰¹ *Id.* at 510.

為，行為人不認為系爭價格將往該特定方向移動；三、行為人最終的獲利係肇因於行為人改變價格之能力，而非因為其所擁有之資訊。



第二款 操縱行為與詐欺之比較

其主張虛偽之交易行為，如沖洗買賣（wash sales）與相對委託（matched orders），使市場參與者誤以為行為人對某有價證券進行實際交易行為，應認為係詐欺的下位概念，系爭交易行為本身便係詐欺行為³⁰²，從而屬於虛偽交易之操縱行為應回到詐欺條款加以管制即可。另一方面，真實交易之情形並不屬於詐欺的範疇³⁰³，或有論者以為，透過真實的交易行為，行為人同樣可以誤導其他投資人對系爭有價證券價值的判斷，同樣屬於詐欺，Fischel和Ross則認為，真實交易行為與典型的詐欺行為間具有關鍵的差異性，典型的詐欺行為涉及不良行為（bad act）³⁰⁴，例如虛偽的陳述，以及詐欺的意圖，而真實的交易則因在客觀上不具有非難性³⁰⁵而不在詐欺規範的範疇內。

此外，典型的詐欺行為與真實交易行為的另一項差異在於，典型詐欺行為通常不需投入成本或僅需投入些微成本，因此並不具有自我抑制性（self-detering），至於真實交易行為則並非如此，詳見下述。

第三款 法律應單因行為人之主觀意圖而禁止真實交易行為？

綜上所述，涉及真實交易之操縱行為與虛偽交易行為並不同樣屬於詐欺的下位概念，且無法從客觀上判斷其違法性，因此唯一的規範對象便僅剩下行為人主觀上的不良或操縱性意圖（bad or manipulative）³⁰⁶，而法律究竟是否應該單單因為行為人為一客

³⁰² *Id.*

³⁰³ See Norman S. Posner, *Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions*, 40 *MIAMI L. REV.* 671, 691. (“concluding, after surveying the common law, that the effecting of actual transactions for the purpose of influencing its price by inducing others to buy or sell a security, though commonly viewed as manipulative, remained legal in the United States until the enactment of the Exchange Act.”)

³⁰⁴ See Fischel & Ross, *supra* note 4, at 511.

³⁰⁵ 類似看法，林育生，前揭註 125，頁 139。

³⁰⁶ See Fischel & Ross, *supra* note 4, at 512.

觀上不具可非難性之行為時主觀上的意圖係不良或操縱性的便禁止該行為，Fischel和Ross採取的路徑為法律經濟分析，認為應該比較「法律禁止系爭行為」與「法律不禁止系爭行為」兩種情形社會所分別付出之成本與獲得之利益，比較兩者後方可回答本款標題之提問「法律是否應單因行為人之主觀意圖而禁止真實交易行為？」其等從三方面切入，分別係一、成功操縱的可能性；二、辨識操縱性交易之困難；與三、禁止操縱行為所需付出的社會成本。

第一目 成功操縱的可能性

Fischel和Ross於進行此部分的討論時開宗明義便指出，縱使法律不禁止真實交易的操縱行為，其發生的可能性也非常的小（extremely low）³⁰⁷。因為行為人從事操縱行為的前提自然係其相信該操縱行為將因此獲利，而操縱行為獲利的前提有二：一、交易行為將造成相關的有價證券價格上漲；二、行為人必須以高於當初購買系爭有價證券之價格（包含交易成本）出售該有價證券，此兩前提若有其一未達成該操縱行為便宣告失敗，而要同時成就此兩前提則極端的困難。因為大部分的不具名交易根本不會影響有價證券市場價格，除非行為人能透過交易行為說服投資大眾，他擁有別人所沒有的資訊，且該資訊與有價證券之價格有關，或是，行為人需投入極為大量的資本以影響有價證券市場價格，而即便行為人成功地透過前兩種方式影響有價證券價格，該有價證券價格也往往會隨著行為人的交易行為同時上漲，造成行為人無法以高於當初購買系爭有價證券之價格出售該有價證券，從而，行為人所面臨的困境便係：其必須在為交易行為時顯得好像其擁有別人所沒有的資訊一般，但是又不可以過度張揚導致交易的同時有價證券價格隨之上漲。針對困境成因的經濟學上分析詳述如下。

一般以為，有價證券之價格與供給及需求間有著直接關係，賣出有價證券造成供給增加，供過於求，價格自然下跌；買進有價證券造成需求增加，供不應求，價格理應上漲，實則如此線性因果關係的推論已然忽略了供給與需求係有彈性的

（elasticity），市場上有價證券數量繁多，彼此間具有相當的替代性，投資人進行投資行為時可以針對不同投資標的間依據個人能力、時間與風險等等考量選擇不同之投資

³⁰⁷ *Id.*

組合 (investment portfolio)，設投資人原先所欲購入之有價證券價格攀升，投資人可選擇其他具替代性之有價證券購入，供不應求之情形自然將因此減緩，此即所謂替代效果假說 (substitution hypothesis)。

縱然如此，Fischel和Ross也承認供給和需求與價格間具有一定關聯性³⁰⁸。首先，依據資訊假說 (information hypothesis)，買進有價證券者係因為其擁有該證券價值已經被市場低估之資訊，從而買入之，而賣出有價證券者則相對地係因擁有該有價證券價值已被市場高估之資訊，進而賣出，是故有價證券之買進與賣出皆會釋放其所持有之資訊，因此導致該有價證券價格之調整；再者，流動性假說 (liquidity hypothesis) 則以為，設有一投資人因個人因素急於需在短時間內大量出售其手中某有價證券，而此時市場上又沒有相應的需求，因此交易者為了吸引大眾投資人買入其手中之有價證券，便須折價求售，此時有價證券之價格也將因此而降低；另外，因為「買低賣高」作為投資致勝金律，針對某特定有價證券會出現一個持有人願意出售的最低價格，姑且在此稱其為直購價 (ask price)，並出現一個購買人願意購買的最高價格，在此稱其為直售價 (bid price)，設某有價證券之直購價為十元，直售價為九元，通常有意購買者只能以十元價格買進，有意賣出者則以九元價格賣出，但若當日的最後一筆交易為買入，此時該有價證券之市場價格因最後成交價為十元而從九元上漲至十元；最後，若有價證券並非具備完全的彈性，即其擁有獨一無二的特性且並不存在完美的替代商品時，供給與需求將必然對價格產生壓力，此即所謂價格壓力假說 (price pressure hypothesis)。

縱使Fischel和Ross花了許多時間與篇幅在說明供給與需求仍然可能對價格產生影響，但其仍舊堅定地認為任何人皆難透過真實交易行為成功操縱有價證券價格，並以對前述支持供需與價格間具有關聯性的各假說之批評作為其論證理由³⁰⁹。

首先，針對資訊假說，其等以為欲在匿名交易的市場欲透過真實交易傳遞資訊相當困難，不僅如此資訊難以被人察覺，在充滿雜訊的交易市場中更是難以被其他投資人注意；而流動性假說所需要的流動成本越高，損失的風險自然越大，具有一定程度的自我抑制性；一般往往認為對交易量較低的有價證券應較易操縱，實則不然，此種

³⁰⁸ *Id.* at 514.

³⁰⁹ *Id.* at 517-519.

有價證券之流動成本往往較高以外，買賣價差也較大，行為人所需投入之資本仍高。總此，Fischel和Ross認為欲滿足透過操縱行為的第一個前提「交易行為將造成相關的有價證券價格上漲」已經具有高度的困難性，行為人更難以使得有價證券價格不再交易的同時上漲，第二個獲利的前提也難以達成，因此縱使法律不對透過真實交易所為之操縱行為進行管制，成功的操縱行為發生的可能性也極低。

第二目 辨識操縱性交易之困難

操縱行為具有自我抑制性（self-detering）已如前所述，在此之外，因為透過真實交易所為之操縱行為的不法性繫諸於行為人之主觀意圖，而讀取他人的心又是不可能的事，往往需透過客觀情況證據以為佐證，從而，以下針對三種往往被認為可作為判斷操縱行為指標的客觀行為作說明，並指出此三種交易行為皆不足以證明行為人之主觀不良或操縱性意圖。

一、在收盤前交易

此即俗稱之「拉尾盤」，配合前所述及之買賣價差情形（bid-ask spread），往往係證明操縱意圖的有力客觀情況證據，然而，投資人在交易日當天經過一整天的觀察後在收盤前進行交易可謂合情合理之事，而收盤前的交易數量往往係最高的，在此時欲透過真實交易行為進行操縱，依照資訊假說（information hypothesis）操縱者所欲傳遞的訊息在此時將被其他同樣係為真實交易之行為沖淡，造成成功操縱的可能性降低，此外，若係於收盤前買進有價證券，行為人因已無法在當日進行交易，造成持有時間拉長，風險相對也提高。

二、賣空

賣空行為的允許，使得投資人得本於其對該有價證券之「消極信念」（negative believes）進行交易，換言之，投資人若持有該有價證券價值被市場高估之資訊其將可能從事賣空交易，從此觀之，若欲以賣空行為的進行作為認定行為人主觀上不良或操縱性意圖之佐證，自然欠缺說服力。

三、連續以高價買進

Fischel和Ross以為此一客觀交易行為係最不可能成功達成操縱有價證券價格者，因為若行為人以高於市價買進該證券，相對地其以低於當初買進成本之價格賣出該證券並因此獲利之機會將大幅下降，從而具有自我抑制的特性³¹⁰。



第三目 禁止操縱行為所需付出的社會成本

首先，相對於其他客觀上即具有可非難性之犯罪，以真實交易所為之操縱行為因欠缺客觀上的損害，從而無法透過認定此一損害降低執行成本，簡言之，合法與非法的交易行為在客觀上既然無從判斷，自然須耗費更多的時間、金錢與人力在認定行為人主觀意圖上。此外，透過刑事責任的課與不僅對行為人的基本權利有更深的侵害，相比民事或行政手段因為心證門檻高度的大幅差異³¹¹，也是執行成本飆高的因素之一。

另外，以法律禁止市場操縱行為也將造成機會成本上升，即某些有利的市場交易活動將因此而消失，最明顯的例子為對賣空行為的限制，僅在有價證券處於漲勢時，方允許賣空³¹²，如前述，賣空行為將使得行為人所持有之「某有價證券價格已被市場高估」資訊得以傳遞，若限制賣空行為自然將影響市場之價格調節機制與效率性。

第四款 本項小結

Fischel和Ross先從操縱行為定義上的無力出發，說明操縱行為此一概念並不具有可操作性，進而指出如果係屬於虛偽交易的「操縱行為」因其具有詐欺的本質，自然應回歸詐欺條款以為規範即足因應，至於真實交易的「操縱行為」則不屬於詐欺，並

³¹⁰ *Id.* at 521.

³¹¹ See EMILIOS AVGOULEAS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS, 225 (2005).

³¹² 我國法的例子則可從現股當沖制度的逐步開放可以看出端倪，2014年1月6日起先開放先買後賣之現股當沖，於同年的6月30日起始開放先賣後買的現股當沖，詳細說明，台灣證券交易所網站網頁，<http://www.twse.com.tw/ch/trading/information/information5.php>（最後瀏覽日：2016/6/15）。

以法律經濟分析的角度多方切入該議題後得出，真實交易的「操縱行為」具有自我抑制性且管制的成本過高不應以法律加以管制的結論。



第二項 肯定意見—證券流通市場操縱行為應以法律加以特別管制

針對前述Fischel和Ross提出的看法，Thel教授在前文發表的三年後以“\$ 850,000 in Six Minutes - the Mechanics of Securities Manipulation”一文³¹³作出強烈回應，其先對本文中所使用之「操縱行為」一語作出簡要定義以便後文說明之用，定義為³¹⁴：基於抬高某有價證券既有報價之意圖而購買該有價證券與基於壓低某有價證券既有報價之意圖而出售該有價證券者而言，且認為Fischel和Ross在其為文中對於「操縱行為」

(manipulation) 一詞亦是採取類似的定義而加以使用，並非如Fischel和Ross花費長篇大論所言，「操縱行為」無從定義。確立操縱行為之定義後，Thel通篇文章以三大章節構成，分別係第一章、透過交易行為操縱價格；第二章、從被操縱之股價中獲利；與三、對操縱行為之回應，以下將以此三章作為討論之主軸，此外，以色列學者Omri Yadlin於2001年時另以“Is Stock Manipulation bad? Questioning the Conventional Wisdom with Evidence from the Israeli Experience.”一文³¹⁵，對Thel教授之前文提出補充與批評，本文也將一併說明整理於此項中。

第一款 透過交易行為操縱價格

Thel教授認為，Fischel和Ross正確地指出許多法律學者與研究機構皆低估了透過交易行為操縱有價證券價格之困難性，且市場參與者確實往往僅將投資有價證券視為增加資本收入的方式之一而已，即認同所謂投資組合理論（investment portfolio theory），從而市場上充斥著許多近乎完美的替代品，交易應該不會對有價證券價格產生影響才

³¹³ See Thel, *supra* note 296, at 219.

³¹⁴ *Id.* at 221.

³¹⁵ See Yadlin, *supra* note 297, at 839.

是，所謂替代性假說（substitution hypothesis），市場上大量的有價證券頻繁地被以市場流通價格交易可為其佐證³¹⁶。

但，縱使市場參與者「往往」僅將有價證券視為增加資本收入的方式之一而已，此一方式也是一個「特定的」（particular）的方式，即任何一特定之有價證券與其他有價證券當然不可能完全相同，再者，既然是「往往」必定有其他情況，例如：市場參與者可能係為了參與公司運作甚至為取得公司經營權而購買該有價證券，非僅係為了增加資本收入，而市場參與者（以下稱此類市場參與者為併購者）往往願意付出所謂「控制權溢價」，因為市場上供給的有價證券必定有限，併購者所需收購的有價證券數量往往龐大，市場上的供給無法滿足其收購目標時，併購者必定需付出高於市場交易價格之金額以獲取更多的標的有價證券，倘若如此，此一因為「流動性欠缺」所產生的問題誠然已經突破替代性假說與投資組合理論³¹⁷，且此一流動成本之付出此時便成為併購者為達成目的所願承擔的風險。

針對Fischel和Ross指出在匿名交易之市場內欲透過真實交易行為傳遞資訊進而影響有價證券市場價格，往往因為市場中其他的「雜音」而變得十分困難，Thel教授回應道，Fischel曾經在處理內線交易問題時，認為內線交易將影響有價證券交易價格，即便當內線交易者試圖隱藏其交易行為時亦然³¹⁸，換言之，Fischel認為交易行為本身不僅僅有傳遞資訊的作用，更有可能因此而影響有價證券交易價格，依據資訊假說（information hypothesis）當交易量達一定程度時，有向投資大眾傳遞一定資訊的作用，投資大眾將因為行為人在交易中投入的巨大資源，而相信其等擁有他所沒有的特定資訊，此種資訊傳遞作用，在前述行為人甚至不惜付出高於市場流通價格的金額，購買特定有價證券時將更加彰顯。

³¹⁶ See Thel, *supra* note 296, at 225.

³¹⁷ *Id.* at 228-230.

³¹⁸ See Dennis W. Carlton & Daniel R. Fischel, The Regulation of Insider Trading, 35 STAN. L. REV. 857, 866-868 (1983); *cf. id.* at 892-893 (recognizing that insiders might use the information signal of their purchases to manipulate price, but concluding that this is a short-term phenomenon that corporate insiders will not use for fear that it will damage the value of their human capital); see also FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW 256-257 (1991) (“At the extreme, trading by insiders is as revealing as disclosure”); Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, The Proper Role of a Target’s Management in Responding to a Tender Offer, 94 HARV. L. REV. 1161, 1168 n.18 (1981) (arguing that “if there were no prohibitions against insider trading, shares would not sell for less than a price incorporating all information, since insider trades would move prices to reflect even corporate secrets”), cited from *id.* at 241.

我國學者邵慶平教授³¹⁹對此問題亦有著墨，認為一般在處理內線交易與操縱行為是否應加以管制時，往往對此兩問題會有相反的結論，如果肯認交易行為在資訊傳遞上的可能性，那對於操縱行為就應該加以管制，因為不論係真實或虛假的交易都將創造資訊擁有的假像，相對地，對於內線交易則沒有管制的必要，內線消息的存在將可提高價格的正確性，或許可考慮降低管制；反之，對於操縱行為便沒有管制的必要，市場對於真實資訊都快反應不過來了，又有何餘力反應虛假的資訊，相對地，對於內線交易便有高度管制必要性，此時擁有內線消息之人將可利用市場無法即時反應應有之交易價格的時間差，大量獲利。但邵慶平教授點出，實務操作上內線交易行為人與操縱市場行為人在行為模式上的關鍵差異，操縱市場行為人往往為了表彰其擁有其他人有未擁有之特定資訊的假象，在短時間內大量、以高價購入欲操縱之標的有價證券，而內線交易行為人則為避免投資大眾過早認知到其擁有內線消息，因此往往反向操作，逐步、少量、以市場流通價格地購入系爭有價證券。

有鑑於前述，欲透過交易行為操縱有價證券交易價格絕非不可能，操縱者往往更綜合其他虛偽交易行為，如，沖洗買賣、相對委託與散布假消息等等，降低其投入操縱之資本成本以壓低風險³²⁰，而交易量與交易價格低迷的「雞蛋股」、「水餃股」則更是市場操縱者之最佳「投資標的」³²¹。

第二款 從被操縱之股價中獲利

Thel教授於前述所提出之看法僅解決了Fischel和Ross所提出操縱行為獲利兩前提：一、交易行為將造成相關的有價證券價格上漲，二、行為人必須以高於當初購買系爭有價證券之價格（包含交易成本）出售該有價證券，當中的第一個前提而已，針對第二個前提Thel教授指出，倘若當初因操縱行為而上漲或下跌的價格幅度，對稱地（symmetrically），因行為人為了獲取利益所為之沖銷賣出或回補行為而下跌或上漲回

³¹⁹ 邵慶平，前揭註 95，頁 37-41。

³²⁰ See Thel, *supra* note 296, at 244-245.

³²¹ *Id.* at 230-231.

到原有水平，那行為人將無利可圖，從而市場操縱行為似乎具有一定的自我抑制特性。Thel教授認為前述看法實在已言過其實（overstates the case）³²²。

首先，現有諸多衍生性金融商品與其標的資產間具有相當的連動性，此種金融商品獲利與否往往取決於其標的資產之價格，操縱標的資產價格至一定水平後，不需透過沖銷賣出或回補行為便可藉由衍生性金融商品獲得利益³²³。此外，設某公司經理人與公司簽訂委任契約時便以公司股價為獲得經營成效獎金之條件之一，此時該公司經理人同樣可以透過操縱該公司股價獲取經營成效獎金，無須負擔沖銷賣出或回補行為所可能產生之風險³²⁴。

退步言之，縱使行為人並未藉由前述方式獲利，沖銷交易未必會產生與先前操縱行為對系爭有價證券價格對稱性的效果，Thel教授以為，在有價證券市場上，買進行為比賣出行為更容易釋放出訊息，因為賣出行為的動機往往較為複雜且個人因素佔比較高，例如，投資人因為對於現金有周轉需求或係基於雞蛋不要放在同一個籃子裡的投資風險分散需求而出售該有價證券，又，賣空交易往往多有限制，造成資訊擁有者難以透過賣空交易展現其對該有價證券之消息信念，因此，行為人有可能在不是放資訊的情形下，為沖銷賣出行為藉以獲利³²⁵。此外，Thel教授也提出與我國學者邵慶平相同看法，行為人為達成藉由傳遞訊息以操縱股價之目的，往往在交易時敲鑼打鼓地多方彰顯其資訊優勢假象，相對地，在為沖銷交易時，自然會躡手躡腳地在市場中進行賣出或回補行為以免股價隨之跌落或上漲回到操縱前之水平，從而對於價格的影響將不會產生對稱性的效果³²⁶。

第三款 對操縱行為之回應

Thel教授在處理完前述操縱行為並不似Fischel和Ross所言般具有自我抑制性的問題後，針對應如何回應操縱行為，其首先說明私部門（private sector）可以能作出的回應，認為個別投資者與投資機構固然能自行應對操縱行為，但如果沒有法律的介入管制，恐難全面地抑制（completely deter）操縱行為，至於Fischel和Ross所提出之「辨識

³²² *Id.* at 247.

³²³ See AVGOULEAS, *supra* note 311, at 143-146.

³²⁴ See Thel, *supra* note 296, at 247-248.

³²⁵ *Id.* at 242.

³²⁶ *Id.* at 2264-265.

操縱性交易之困難」以及「禁止操縱行為所需付出的社會成本」等問題，因美國1934年證券交易法之管制規範³²⁷並非如其等所言係針對行為人之主觀意圖而為，該等規範是有提供客觀標準的，從而也不會是問題，惟，以客觀標準管制操縱行為將另有規範彈性不足的問題³²⁸。



第一目 私部門的回應

The1教授從三方面談私部門對於操縱行為所可能有的回應，分別係：一、契約性的預防措施；二、交易者的反應；與三、市場改革。

一、契約性的預防措施

可能受到有價證券價格影響的人們往往會透過契約的訂定保護自己不受到操縱行為的侵擾，而此等契約的存在正是操縱行為存在的最佳例證，The1教授也引用Fischel和Ross前文中的段落 “The Wickes ‘preferred stock indenture was designed to make... manipulations highly unlikely.’ ”³²⁹指出其等也承認此種契約之存在。然而，The1教授以為，縱使私人在契約上作多少的努力以減低他人操縱股價的可能性，此種努力基於以下兩個原因仍有未足：第一、契約當事人仍然有可能違反協議而不被發現，且縱使當事人透過嚴格的制裁條款加以強化其控制，法院仍有可能因為認定系爭條款屬於懲罰性損害賠償規定而拒絕執行之；第二、即使雙方當事人能夠避免對方為操縱行為，但仍難禁止其他人透過操縱行為決定該契約所約定之權利義務³³⁰。從而，一個完美的反操縱條款不可能存在，也不足以因應多變的市場操縱行為態樣，契約性的預防措施根本不足以處理操縱行為。

二、交易者的反應

以市場價格作為判斷有價證券價值之指標並作為資訊來源的市場投資人，防範操縱行為自然也對他們有好處，更有甚者，乃係為了從中獲取利益而辨別操縱行為，The1教授以為，無論市場投資人對於有價證券之流通價格如何地不信任、懷疑之，也

³²⁷ 15 U.S.C. §78i(a).

³²⁸ See The1, *supra* note 296, at 297.

³²⁹ See Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit ‘Manipulation’ in Financial market?* 105 HARV. L. REV. 503, 532 n. 130 (1991), cited from *id.* at 280.

³³⁰ *Id.* at 281.

無從避免操縱行為的發生，因為分辨系爭價格究竟係由於真實資訊亦或是市場操縱行為所導致所需負擔的成本往往非個別投資人所能承受，縱使投資人的警覺心可以發揮一定作用，若將調查資訊的成本分散由個別投資人重複承擔，不僅浪費社會資源，也容易因為搭便車行為而造成無人願意再負擔此等成本之不良效應，故，對抗市場操縱行為應被認為係一種公共利益（public good），交由某一集中權責單位調查處理之³³¹。

三、市場改革

市場的運作機制本身便可以是對抗操縱行為之手段，不同的市場運作機制將會有不同的操縱手段發生於其中，而各家市場為了爭取有價證券之掛牌交易，自然會為調整其市場結構以提高競爭力，Thel教授便舉NASDAQ在1992年開始適用的賣空提價交易規則（uptick rule）為例³³²，所謂的賣空提價交易規則（uptick rule）係指：除非賣空某有價證券之交易價格係高於前一檔該證券之交易價格，否則禁止對有價證券為賣空行為³³³，起初，此一賣空提價交易規則並未適用於在NASDAQ交易之有價證券，而在NASDAQ上交易之眾多投資人紛紛主張NASDAQ也要有此一安全措施，以防止操縱行為，其後NASDAQ便向SEC提案主張其也要適用上述賣空提價交易規則，而後並通過也加以適用。

第二目 法律的介入

縱使如Thel教授自己在該文中所言「私部門預防措施的存在正是提醒我們一個問題的存在本身並不當然可以作為政府介入的正當化事由。」³³⁴，其仍對前述之「私部門的回應」信心不足，認為法律的介入實有必要，其更指出，即使是像Fischel和Ross一樣信奉市場力量的學者，也不從根本上否定以法律管制操縱行為的可能性，而是透過法律經濟分析實證管制的成本將大於管制利益，從而不應加以管制而已，Thel教授認為無論係「辨識操縱性交易之困難」或「禁止操縱行為所需付出的社會成本」的問題

³³¹ *Id.* at 284-285.

³³² Exchange Act Release No. 34-31, 003, 1992 SEC LEXIS 1831, at 25 (Aug. 6, 1992), cited from *id.* at 259.

³³³ 17 C.F.R. §240. 10a-1 (1992), cited from *id.* at 286.

³³⁴ *Id.* at 280. (“..., private precautions serve as a reminder that the existence of a problem does not necessarily justify government intervention, ...”)

只需透過將構成要件客觀化，明確指出受管制之行為為何，即可解決之。至於行為人主觀意圖認定困難的問題，事實上並非如Fischel和Ross在文章中所指出的一般，只能以如「拉尾盤行為」、「賣空交易」或「連續高價買入」等客觀交易行為作為佐證，還可透過證人指證、錄音對話等等方式證明其主觀操縱意圖。

然而，客觀規則仍有其自身的問題存在，不僅操縱行為的蹤跡仍難以被發現，也沒有一個客觀的行為準則可以嚇阻所有具不良或操縱性意圖的交易行為，更重要的是，金融市場內的交易瞬息萬變，即使能夠制定出一個完美的市場規則，很快地此一規則也將因為趕不上市場的變化而不再完美，因此，Thel教授以為行政單位本於其專業性與效率性，相較於立法單位必定仍更加迅速、有效地隨著市場的變化而以相應的手段加以管制之，最後一併強調，既然精確的客觀規定無法及時因應市場的變化，美國1934年證券交易法Section 10(b)授權訂定的Rule 10b-5，因其賦予美國SEC管制證券詐欺行為的權限，此一規定將更顯重要³³⁵。

第四款 以色列的經驗

以色列學者Omri Yadlin於2001年時發表“Is Stock Manipulation bad? Questioning the Conventional Wisdom with Evidence from the Israeli Experience.”一文³³⁶對前述Thel與Fischel和Ross之間的論戰，從以色列的經驗出發，提出自身的看法並補充之，Omri在其為文中便自承「本篇文章提供一種替代的、中間的路線以處理有價證券之操縱行為」³³⁷。Omri教授開宗明義便點出，傳統見解認為操縱行為是詐欺的一種，從而本文將係在「操縱行為係操縱者與市場間的一種溝通模式」³³⁸的前提下展開討論。其並明確表示同意Thel教授於前文中所提出之大部分論點，認為操縱行為會影響交易價格，操縱行為在某些情況下也有因此而獲利的可能，且法院有時是可以區辨出帶有操縱意圖的交易行為與帶有正當投資意圖的交易行為的，但是，Omri教授則不認同「操縱行為必然

³³⁵ *Id.* at 297.

³³⁶ *See* Yadlin, *supra* note 297.

³³⁷ *Id.* at 841. (“This paper offers an alternative, middle-road approach to stock manipulation.”)

³³⁸ *Id.* at 839. (“This paper treats manipulation as a form of communication between the manipulator and the market.”)

係具有損害性的」此一普遍認知，其主張操縱行為有時不僅有促進市場效率的作用，更可使未擁有資訊的投資人獲利，因此在此種情形，操縱行為並不構成詐欺³³⁹。

在前述基礎之上，Omri教授此篇文章分成兩部分開展其論述，第一部分，操縱行為作為一種溝通形式；第二部分則係透過實證研究在以色列證券市場中所發生的實際操縱案例，檢測有價證券操縱行為究竟係對社會有害或對社會有益。

第一目 操縱行為作為一種溝通形式

既然操縱行為作為行為人與市場間的溝通手段，那操縱者，便係指藉由交易行為散布信號之人而非本於投資目的而為交易者，因此，若欲探討操縱行為之詐欺性質（fraudulent nature）必先處理兩個問題，第一，操縱者所散布信號（signal）本身是真實或虛偽的，如果係透過沖洗買賣此種虛偽交易行為所散布之信號本身自然係虛偽的；第二，信號所傳達的資訊（information）是否係真實資訊—真實交易行為所散布之信號為真，但是其行為背後可能是錯誤的資訊，在此種情形，將可認定其具備詐欺性質，Omri教授以為，如果前兩個問題的答案都是正面的，也就說，如果透過真實交易行為所傳達的資訊是真實資訊，那麼此一行為便不屬於詐欺³⁴⁰。

前述看法並非什麼獨到之見，學者與立法者早已承認承銷商進行安定操作或公司買回庫藏股等行為皆是以交易行為作為傳遞資訊的一種手段。未以真實資訊為基礎的交易行為，不論係由操縱者或非理性投資人所為對於市場而言都是一種侵擾；相反地，如果係以真實資訊為基礎的交易行為，即便行為人係本於抬高股價之操縱性目的所為，不僅能夠提高市場的效率性，且對未以真實資訊為基礎的投資人（uninformed investors）而言也有好處—因為，一般而言，以正確資訊為基礎的投資人（informed investors）或進行內線交易之人（insiders）皆會試圖以較低的價格購入有價證券，以免過度張揚導致市場迅速調整該有價證券價格至正確價位，因而喪失獲利的可能，以真實資訊為基礎的操縱者（informed manipulators）則不然，其等往往不惜以高於市場報

³³⁹ *Id.* at 839-840.

³⁴⁰ *Id.* at 842.

價之價格購入有價證券，深怕其所擁有之真實資訊無法透過交易行為傳遞於投資大眾，因此，與其交易將因此獲利³⁴¹。



第二目 操縱行為之實證研究

Omri教授挑選出四十五檔自1991年至2001年間，被以色列之證券管理機關依據該國之操縱行為禁止條款認定被操縱之有價證券為研究對象，且此四十五檔有以下兩個共同的特色，一、此四十五檔有價證券之操縱者皆係以真實交易行為為之；二、在所有的案件中，被告皆係被指控抬高該等有價證券交易價格³⁴²。

其研究之結果指出，未以真實資訊為基礎的操縱行為（uninformed manipulation）在高效率的市場中根本無從影響欲操縱之有價證券交易價格，市場的效率越高其自我調節的機能越強，未以真實資訊為基礎的操縱者（uninformed manipulators）所需付出的成本、風險就越高，也可以說，若市場的效率越高，那麼在市場中的操縱行為便越有可能是以真實資訊為基礎的操縱行為（informed manipulation）³⁴³。

第五款 本項小結

Thel教授針對Fischel和Ross所發表之前文，在對「操縱行為」作出基本性的定義後，提出回應認為交易行為不僅有影響股價之可能，且更有從中獲利的機會，透過真實交易所為之操縱行為從而不具有自我抑制性，私部門即便對操縱行為有自我應對之道，但國家仍應以法律加以管制之，管制的方式應以立法授權行政專責機關及時因應多變的操縱行為態樣為是；至於，操縱行為與詐欺間的關係，Thel教授在此篇文章中則未有明確著墨。

Omri教授則先明確表示其對操縱行為與詐欺間的關係之見解，認為只要交易行為所散布之信號為真，背後所依據之資訊也為真，便不具有詐欺之性質，換言之，只要

³⁴¹ *Id.* at 843-844.

³⁴² *Id.* at 852.

³⁴³ *Id.* at 861.

交易行為所散布之信號為假，即交易行為本身係屬虛偽交易，抑或，真實交易行為背後所依據之資訊為假，便具有詐欺之性質，因為只有依據真實資訊所為之真實交易行為方有助於市場效率性。



第三項 本節小結

Fischel和Ross、Thel教授與Omri教授三者討論之核心皆係以真實交易為操縱手段之操縱行為類型，在此有先予強調之必要。Fischel和Ross以為，「操縱行為」並無法從客觀上定義，只能繫諸於行為人主觀的不良或操縱性意圖，倘若在客觀上該交易行為或其他行為即具有「虛偽性質」應以詐欺罪加以處理即可，若係不具虛偽性質之真實交易行為則因為管制之弊大於利，而不應加以管制之；Thel教授並未對於真實或虛偽交易行為間之差異多做著墨，但對於真實交易之操縱行為類型則認為其有發生之可能且應以法律加以管制，並強調真實交易行為同樣具有資訊傳遞的功能；Omri教授則在前兩者的論述的論述基礎之上，補充說明縱使係所謂真實交易之操縱行為，仍應是其行為人背後所擁有之資訊係真實或虛偽，進而決定是否應加以管制，具有管制必要的對象僅限於行為人背後所擁有資訊係虛偽資訊之情形。

本文大致上認同Thel教授與Omri教授所提出之看法。首先，Fischel和Ross認為真實交易行為便不具有詐欺性質，此等見解已然忽略，真實交易行為同樣具有傳遞資訊之可能，惟事實上，其等並未全然否定此可能性，僅係以為在匿名交易之市場中，真實交易行為傳遞資訊之作用將難以發揮，但是，誠如Thel教授與邵慶平教授所言，只要行為人大張旗鼓地進行真實交易行為，往往仍有傳遞虛偽資訊之可能，本此真實交易操縱行為便同樣具有詐欺之性質，操縱行為具有詐欺性質似乎已成定局，然而，是否所有學者皆認為操縱行為應以詐欺作為其要素？再者，倘若認為操縱行為應以詐欺作為其要素，且如Thel與Omri所言有管制之必要，那在我國是否應該回歸證券詐欺條款，甚或係刑法詐欺罪即足以因應操縱行為？若認為應回歸詐欺罪為規範即可，理由為何？若認為不應回歸詐欺罪為規範，仍有以法律獨立管制操縱行為之必要，理由又為何？

第二節 操縱行為與詐欺

「詐欺罪」規定在我國刑法實定法第 339 條第 1、2 項中，依我國通說見解³⁴⁴，係指行為人出於獲利意圖，以詐欺為手段，而騙得他人之物或財產利益，並造成他人財產損失之財產罪而言，詐欺罪之客觀不法構成要件要素有：詐欺行為、他人的陷於錯誤、陷於錯誤者的處分財產、財產處分者本人或第三人的財產損失；至於主觀構成要件要素有：詐欺故意，以及獲得財產利益或使第三人得之的獲利意圖，這就是詐欺罪的罪質。而各國刑法對於詐欺罪的架構，則略有出入，例如，傳統大陸法系的刑法理論向來認為，「詐欺」乃陷於對有認識能力之「人」為之，因為僅有人有陷入錯誤之可能，而英美法上著名的詐欺市場理論則認為行為人所為之虛偽不實陳述係對「市場」所為之詐欺行為。本此，本文以下所述及之「詐欺要素」或「欺罔」，並非傳統意義上之「詐欺」，只要係涉及不實陳述或虛偽隱匿即屬之。

從而，縱使如前文所述，即便係真實交易行為仍有傳遞錯誤或具誤導性資訊之可能，因此也應一併認為具有詐欺要素之內涵，我國或美國學說上似乎仍有諸多不同意見，以下本文將簡要說明此等不同意見之看法，並提出本文見解於後，最後確立操縱行為應以詐欺要素作為其內涵之結論。

第一項 反對見解

我國或美國學說上認為操縱行為未必以詐欺要素作為其內涵者眾，其主張亦從多方面切入之，本文以下略以法學方法論上解釋適用法律之四種基礎方法作為分類基準，分別簡要說明之。

³⁴⁴ 詳參林山田（2005），《刑法各罪論（上）》，頁 447，台北：自刊。

第一款 歷史解釋

我國有學者³⁴⁵指出，倘若美國立法者視「操縱行為禁止條款」為證券詐欺之一部分，似無另以 Section 9 獨立加以規範之必要，Section 9(e)已經明文為信賴操縱行為而生的不實資訊而為有價證券買賣之受害人提供民事損害賠償請求權基礎以資救濟，以往認定操縱行為屬於詐欺以便受害人求償之需求已不復存在。

美國學者³⁴⁶亦有從歷史解釋觀點出發支持上述見解者，其以為立法者起初乃係為了規範與投機相關的操縱行為而訂定第 10 條 (b) 項授權主管機關制定行政命令，詐欺的文字係後來在參議院時始被加入法案中，但未對詐欺的內涵加以闡釋，從而可知詐欺與操縱在立法之初並無必然關聯性，而係後來法院為避免授權過廣、限制處罰範圍而將操縱行為解為應以詐欺為要素。

第二款 文義解釋

我國有學者³⁴⁷以為第 155 條所規範的不法行為固然包括具有欺罔性質者，如第 3 款、第 4 款、第 5 款及第 6 款；但亦涵蓋不必然含有欺罔性質者，例如第 1 款、第 7 款，且如強加欺罔因素為操縱之構成要件，限縮第 155 條的適用範圍，將與維護自由市場秩序的立法意旨相違。

第三款 體系解釋

另有認為³⁴⁸操縱市場行為不以欺罔為構成要件，且證券詐欺與操縱市場分別規定於第 20 條與第 155 條，兩者雖有關聯，但各自為獨立的犯罪類型。

³⁴⁵ 陳俊仁，前揭註 154，頁 65-67。

³⁴⁶ See Thel, *supra* note 206, at 385.

³⁴⁷ 賴英照，前揭註 10，頁 694。

³⁴⁸ 賴英照，前揭註 10，頁 694。

此外，我國有學者³⁴⁹從「操縱行為」與「詐欺」在體系上本即係對不同之情形予以分別規範出發，認為「操縱行為」與一般證券詐欺略有不同：當投資人依據發行人所提供之資訊，對該有價證券所表彰之權利的價值為判斷後，以「現價交易」(limit order)之方式，於委託證券經紀商於特定價格為該有價證券之買賣時，該投資人並不會因其委託買賣當時，同時有人從事「操縱行為」而受害，此乃因投資人所依據之價格判斷，與「操縱行為」之行為人以其行為向市場散布不實資訊無涉之故；唯有以「市價交易」(market order)之投資人，方可能因其委託買賣之當時，同時有人從事「操縱行為」而受害。

第四款 目的解釋

最後，從目的性解釋出發者最眾，多認為³⁵⁰，操縱行為禁止條款之保護法益乃在於證券交易秩序之健全，保障投資人。在證券市場上不實資訊固可將不當助力加諸證券價格上而損及投資大眾之利益，惟於某些情況，開示於眾之真實資訊不僅不能阻卻操縱市場，反而可能招致更多人跟隨，擴大操縱效果，此情形足以扭曲證券市場形成公平價格之機能，且造成投資大眾之過度投機。其對證券交易秩序和投資人之危害有時甚至大過詐欺性操縱行為，從而，認為立法者基於穩定股市之觀點應對非具詐欺性質之投機操縱行為加以管制。

第二項 本文見解

第一款 對反對見解之評析

前述從立法歷史觀點出發之見解，固然點出了美國 1934 年證券交易法立法之始末，惟若深究之可以發現，系爭見解所做之推論皆僅是事實層面上經驗性的推論，自然無從在應然面上提供任何判斷的準據，此外，更有循環論證之嫌，例如，論者說，

³⁴⁹ 陳俊仁，前揭註 154，頁 65-67。

³⁵⁰ 詳閱包國祥（1991），《論股票集中交易市場不法操縱行為之民事責任》，頁 38，國立中興大學法律學系碩士論文；梁宏哲，前揭註 175，頁 30-31。

詐欺與操縱行為之文字係分別先後訂入美國 1934 年證券交易法 Section 10(b)之中，可見其兩者間並無必然之關聯，那兩者何以被分別訂入該法規之中，論者勢必回答，因為兩者沒有必然之關聯，循環論證已無庸置疑。



前述文義解釋之看法亦不可採，論者指出，我國證券交易法第 1、7 款文字可能文義範圍並不包含欺罔之情形，因此操縱行為並不一定係以詐欺要素為其內涵，此種推論同樣有循環論證的問題，因為第 7 款概括條款應如何解釋適用正是「操縱市場行為應否以詐欺要素作為其內涵？」此一提問所欲解決的問題，假若認為第 7 款係不必然含有欺罔性質者，無異於已經預設了「操縱市場行為不必然以欺罔作為要素」之立場；此外，第 1 款在解釋論上普遍亦認為應限於惡意（詐欺或操縱意圖）之情形，此一解釋論上之限縮正是因為在立法論上，學說多以為本款應限於委託或申報買賣有價證券時即具有惡意者為限，第 1 款之成立要不就是具有詐欺意圖，要不就是以具有操縱意圖為限，若係具有詐欺意圖者，此時本款操縱行為自然係以欺罔為內涵，若係具有操縱意圖而為本款行為者，自然須先定義「操縱意圖」之內涵為何？從而，又將回到類似第 7 款之解釋問題，不可以問題回答問題，否則同樣係循環論證。

至於體系解釋之學說見解，前述第一種體系解釋學說：證券詐欺與操縱市場分別規定於第 20 條與第 155 條，兩者雖有關聯，但各自為獨立的犯罪類型。與前已檢討之學說見解有相同循環論證的問題。第二種體系解釋學說，則看似提供了一定程度的解答，但深究之可以發現其仍有一定的難題與須釐清之處，首先，所謂「現價交易」係指投資人以特定價格買賣系爭有價證券，而「市價交易」則指投資人以市價買賣該有價證券，兩者間之區別僅具有形式上的意義，投資人無論係以什麼價格購買該有價證券，其據以判斷該有價證券價值之資訊為何，究竟有無受到操縱行為之影響應實質判斷之，因為縱使係以現價購買者其據以判斷之資訊並非必然僅限於發行人所提供之資訊，其仍有可能受到與該有價證券所表彰價值有關之資訊（即所謂基本面資訊）無關之資訊的影響，本此，投資人買賣某有價證券是否受到操縱行為影響仍須實質認定之，而非似前述學說所言可單從投資人係以「現價交易」或「市價交易」為形式判斷；退步言之，縱使實質認定出投資人買賣某有價證券是否受到操縱行為所影響，本文以為，操縱行為既然係透過傳遞錯誤的「非基本面資訊」為之，其自然仍具有欺罔

之性質，並不因操縱行為係專為處理「非基本面資訊」而影響其以詐欺要素作為其內涵之本質。

最後，無論係「證券市場法益」、「證券市場機能法益」、「抑制投機心態」甚或是「避免投資社會化現象」等等法益，本文已於第三章處理，主張前述法益不是根本不具有法益適格性，就是不屬於本罪所欲保護之法益，本罪所保護之法益應為個人財產法益本此，前述目的解釋學說所提出之見解從根本上即可加以否定之。綜上以觀，前述主張操縱行為並非以「詐欺要素」、「欺罔」為其要件者，所提出之諸多看法皆不可採。

第二款 操縱行為應以詐欺或欺罔為要素

美國法上有傳統權威學者主張操縱行為在普通法上的責任基礎本係來自於詐欺³⁵¹，我國學者亦有強調³⁵²此成文化化的過程並未改變其詐欺的內涵者，本文以為無論係從我國法上之各款操縱行為態樣出發，或是，藉由梳理美國學說、實務皆可得到支持此一結論的有利論據。

首先，根據本文第二章對操縱行為之各款行為態樣之整理可以發現，我國學說上對於各款行為態樣之說明皆可見不實陳述或虛偽隱匿資訊（即詐欺要素）為內涵之蹤跡：第1款不履行交割行為，學說見解多主張應限於行為人有「詐欺」或「操縱」之意圖時方成立之，否則僅屬於民事債務不履行問題而已，而所謂「操縱」意圖內涵究竟為何，正係本文於此所欲處理之問題，依照本文見解，「操縱」實係詐欺的一種手段，具有詐欺或欺罔之性質；第3款相對委託行為，有力學說見解主張，並不限於虛偽交易行為方屬之，規範的重點應在於行為人是否透過相對委託行為傳遞錯誤或具誤導性之資訊，而所謂錯誤或具誤導性之資訊，即係所謂詐欺或欺罔之要素；第4款連續交易，即傳統見解所認為之透過真實交易行為以操縱市場者，此等真實交易行為同樣具有溝通資訊的功能，而行為人往往透過大量、短時間內之真實交易使其他市場投

³⁵¹ See Berle, *supra* note 209, at 398-399.

³⁵² 王志誠，前揭註 110，頁 28。

資人誤認行為人擁有其他人所沒有之真實資訊，從而究其實際同樣在傳遞錯誤或具誤導性之資訊；第 5 款沖洗買賣行為，學說上多與第 3 款之說明相同，認為行為人透過製造市場交易活絡之假象，傳遞錯誤或具誤導性之信號（資訊），同具有詐欺或欺罔之性質；至於，第 6 款散布流言或不實資訊，則更不在話下，其構成要件中便明確以「不實資訊」作為其客觀構成要件要素，至於「流言」的部分，誠如本文於前之說明，因當初係本於抑制投機心態而加以訂定，且欠缺最低限度的明確性，從而，應予以刪除之；最後，第 7 款概括條款，當中「操縱行為」應如何解釋之問題，也係此處本文所欲回答之問題，而如本文於第二章中援引學說見解所指出，概括條款應與其他例示行為態樣具有內在一致性，從而，「操縱行為」自然應以詐欺或欺罔要素為其內涵。

另外，從美國實務運作經驗上觀察，也可以得到相同結論。美國聯邦最高法院早在 1976 年的 *Ernst & Ernst v. Hochfelder* 案判決中便已明確指出：美國 1934 年證券交易法 Section 10(b)：「任何人直接或間接使用任何州際通商、郵政或全國性證券交易設施為下列行為之一者，均屬違法— (b)關於在全國性證券交易所登記之有價證券，或任何為登記之有價證券，或任何以有價證券為標的之交換契約（如已經定義於 section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act）之買進或賣出，利用或使用任何操縱性或欺騙性之手段，或違反證券交易委員會基於公眾利益或投資人保護之必要所規定之規則或條例者。」³⁵³文中之「操縱性手段」（manipulative device or contrivance）（即操縱行為），係指藉由控制或人為影響有價證券交易價格以詐欺（defraud）或欺罔（deceive）投資人之故意或意圖性行為³⁵⁴。*Hochfelder* 案判決後一年，聯邦最高法院於 *Santa Fe v. Green* 案中再次對「操縱行為」（manipulation）更進一步地發表意見，於該判決中，聯邦最高法院

³⁵³ 15 U.S.C. §78i(b). Prohibition against manipulation of security prices statute provides:

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange—

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement any **manipulative** or deceptive **device or contrivance** in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors. [emphasis added].

³⁵⁴ *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 199 (1976). (“Use of the word ‘manipulative’ is especially significant. It is and was virtually a term of art when used in connection with the securities markets. It connotes intentional or willful conduct *designed to deceive or defraud* investors by controlling or artificially affecting the price of securities.”) *See also*, *Schreiber v. Burlington Northern, Inc.* 472 U.S. 1, 7 (1985).

先確認 1934 年證券交易法 Section 10(b) 僅限用於管制具詐欺性質的行為 (fraud-based conduct)，並拒絕將其用在單純違反忠實義務 (fiduciary duty) 之情形³⁵⁵，其後更援引 1934 年證券交易法 Section 9 操縱行為禁止條款定義操縱行為，係指藉由人為地影響有價證券交易價格而誤導投資人之行為，如，沖洗買賣、相對委託等等³⁵⁶，從而美國法上有學者認為，此判決似乎是以競合適用關係 (coextensive) 來處理美國 1934 年證券交易法 Section 9(a) 與 10(b) 兩者³⁵⁷。總此，以基本邏輯推理便可得到操縱行為應以詐欺或欺罔為其內涵之結論，Section 10(b) 限於處理詐欺性質之行為，而其法文中之操縱性手段 (manipulative device or contrivance) 又係透過 Section 9(a) 之各種操縱行為 (manipulation) 態樣加以解釋其內涵，如此操縱行為概念自然被詐欺性質行為此一概念包含在內。

第三節 回歸詐欺罪管制

在證券交易法的濫觴國，美國，之實務運作上多以 1934 年證券交易法 Section 10(b) 之證券詐欺條款對操縱行為加以管制，適用 Section 9(a) 操縱行為禁止條款之情形已十分罕見³⁵⁸，固然此種情形與美國法院對 Section 9(a) 之解釋適用情形較為限縮有相當大的關聯，主要可見於從兩方面對 Section 9(a) 作限縮：第一，Section 9(a) 有相當明確的意圖要件要求，如，意圖引誘他人買賣、意圖製造虛偽市場交易活絡表象等等，而 Section 10(b) 則僅要求至相對寬鬆的重大過失 (extreme recklessness) 程度³⁵⁹；第二，在美國判例上甚至有見到限於有實際獲利之情形方構成操縱行為之法院見解，如聯邦第

³⁵⁵ See Jerry W. Markham, *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*, 219 (1st ed. 2015). (“The Santa Fe decision rejected the assertion that Section 10(b) of the 34 Act applied to breaches of fiduciary duties. Rather, it is limited to fraud-based conduct...”) 此一結論後來於著名的 Chiarella 案中再次被聯邦最高法院確認，See also, *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 234-235 (1980). (“Section 10(b) is aptly described as a catchall provision, but what it catches must be fraud.”)

³⁵⁶ *Santa Fe v. Green*, 430 U.S. 462 (1977). (defined the term “manipulation” to refer “generally to practices, such as wash sales, matched orders, or rigged prices, that are intended to mislead investors by artificially affecting market activity.”)

³⁵⁷ See Markham, *supra* note 355, at 219. (“By referencing Section 9, the Santa Fe Court seemed to be treating that provision and Section 10(b) as coextensive.”)

³⁵⁸ *Id.* at 221. 該文中指出，事實上 Section 9 非常少用，1970 年代只有五件由 SEC 提起之禁制令 (injunctive actions)，只有一件刑事案件 (criminal case)，而 1980 年則更只有三件。

³⁵⁹ *The Rockies Fund Inc. v. SEC*, 428 F. 3d 1088, 1093 (D.C. Cir. 2005). (“In other words, extreme recklessness requires a stronger showing than simple recklessness but does not rise to the level of specific intent..., [which] could potentially have significant effects on the interplay between Section 10(b) and Section 9(a)(1) and SEC actions under each provisions.”)

三巡迴上訴法院的 *United States v. Hardy* 案中，指出當被告符合下列四要件時構成操縱行為：1. 控制可供交易之有價證券量 2. 驅動有價證券之需求 3. 提高了有價證券之價格 4. 賣出有價證券而大量獲利³⁶⁰。

相對地，在我國法上，因為對於意圖要件之認定分歧不一，且判斷恣意，加上證券交易法第 155 條第 1 項係以行為犯之方式規範，並不會有判斷實際獲利之問題，從而我國實務上適用操縱行為禁止條款之情形仍多，然而，如本文所主張操縱行為係以詐欺或欺罔作為其要素，不禁令吾人思考是否有如美國法上適用情形般回歸證券詐欺條款予以管制即可，甚或是，回歸刑法的詐欺罪予以規範的可能，本文以下將以一則我國實務案例為楔子，探討此一可能性。

第一項 燦坤案

本案一共歷經十次審判程序，經過台灣高等法院高雄分院五次審理，四次更審，最後最高法院於2013年8月15日作成102年台上字3349號判決全案始告確定，以下先簡要說明本案事實，再就最高法院對本案所提之判決理由擇要整理，最後提出本文評析。惟，有必要在此先作說明的是，本案所涉及之操縱行為類型係爭議度最高的連續交易（證券交易法第155條第1項第4款），雖然以下最高法院所提出之新見解係針對此款所發，但本文據以作成之評析則適用於所有的操縱行為類型，因此操縱行為之本質已如本文前述，以詐欺或欺罔要素為其內涵，而真實交易類型同樣可以傳遞錯誤或誤導性資訊之看法也已經本文確立，因此，舉重以明輕，本判決脈絡下屬於真實交易類型之連續交易行為都適用以下相關論述，更遑論其他較不具爭議的行為類型。

³⁶⁰ *United States v. Hardy*, 134 F.3d 542 (3d Cir.1998) (Manipulation found where defendants: 1) controlled the quantity of the securities available for trading, 2) generated demand for the stock, 3) raised the price of the securities, and 4) sold the securities at a large profit.)

第一款 本案事實

本件原判決³⁶¹認定，甲係燦坤實業股份有限公司（下稱燦坤公司）董事長，上訴人乙係甲之特別助理，負責燦坤公司對外聯絡及公司財務會計等業務。甲曾於民國九十年五、六月間，向同為電腦家電通路商之順發電腦股份有限公司（下稱順發公司）負責人吳錦昌表示，希望以每股新台幣（下同）二十元低價投資順發公司，未獲吳錦昌之同意。

嗣後順發公司於九十一年二月十八日以每股掛牌價七十二元上櫃買賣。甲與乙乃共同基於意圖壓低順發公司股價之犯意聯絡，於九十一年二月二十六日以燦坤公司名義，在日盛證券股份有限公司信義分公司（下稱日盛證券信義分公司）開設股票交易帳戶，甲即指示乙於五千萬元之額度內，使用燦坤公司名義，伺機進入交易市場買賣順發公司股票以壓低順發公司之股價，乙遂先陸續購入順發公司之股票，以遂其日後進入交易市場買賣順發公司股票以壓低順發公司之股價。乙乃自九十一年五月六日起至同年六月二十八日止，連續以「開盤前以低價賣出順發公司股票」、「收盤前以低價賣出順發公司股票」、「盤中以低價向下委託賣出順發公司股票」等方式委託不知情之營業員盧秋萍賣出順發公司股票，刻意壓低該公司之股價，致使順發公司股價持續下跌。

嗣經財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（下稱櫃檯買賣中心）針對投資買賣順發公司股票之投資人查核分析，發現燦坤公司自同年五月六日起至同年六月二十八日止買賣順發公司股票之交易，有如下連續以低價賣出順發公司股票之情形：(一)燦坤公司自九十一年六月十九日起至同年六月二十八日止，共七個營業日，於開盤前或開盤後不久以跌停板價格，委託賣出順發公司股票，意圖影響當日順發公司之開盤價格。(二)燦坤公司自九十一年五月六日起同年六月二十八日止，共二十七個營業日，於收盤前以跌停板價格，並低於前一盤成交價格七檔以上之價格委託賣出順發公司股票，意圖影響當日順發公司之收盤價格。(三)燦坤公司於九十一年六月十二日、六月十七日、六月十九日、六月二十五日、六月二十六日等五個營業日，於同一營業日或

³⁶¹ 參見台灣高等法院高雄分院 94 年上訴字第 186 號刑事判決。

先以低價委託賣出順發公司股票，再以限定價格委託買進順發公司股票；或先以限定價格委託買進順發公司股票，再以低價委託賣出順發公司股票，意圖影響順發公司之股票價格等情。



第二款 判決情形

為免討論失焦，本文於此部分將主要以本案中最高法院對證券交易法第155條第1項所提出之法律見解擇要作說明，事實部分的說明則略去不談。起初，本案第一審與第二審法院皆嚴格遵守法條文義解釋，認為「本國證券交易法第155條第1項第4款既僅有「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，...連續以高價買入或低價賣出」為其構成要件之明文，換言之，上開罪名之成立，僅需行為人主觀上有影響市場行情之意圖，客觀上有對於某種有價證券連續以高價買入或低價賣出之行為即可（最高法院74年台上字第5861號判決意旨可參）。」³⁶²，並依此判決甲、乙二人均成立本罪。惟，我國最高法院首次判決此案時於96年台上字第1044號判決中則指出：「而所謂炒作行為，乃就證券集中市場建制之公平價格機能予以扭曲，藉由創造虛偽交易狀況與價格假象，使投資大眾受到損害，而達操縱股票交易市場目的。故炒作行為人主觀上應有以造成交易活絡表象，對市場供需之自然形成加以人為干擾，藉資引誘他人買進或賣出，以利用股價落差圖謀不法利益之意圖。故成立本罪應就行為人主觀上是否具有造成股票集中交易市場交易活絡表象，以誘使他人購買或出賣上開股票謀利之企圖，詳加調查審認，以為判斷之準據。」文中所謂「炒作行為」係指證券交易法第155條第1項第4款之連續交易而言，最高法院於本判決中顯然對於法條明定之意圖要件「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」作了進一步的闡釋，前半段「作行為人主觀上應有以造成交易活絡表象，對市場供需之自然形成加以

³⁶² 參見台灣高等法院高雄分院94年度上訴字第186號刑事判決。本案一審判決亦同此旨，參見台灣高雄地方法院92年度訴字第1427號判決：「按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，連續以高價買入或低價賣出。』，並為同條第二項『於證券商營業處所買賣有價證券』所準用。所謂『連續以低價賣出』者，指於特定時間內，逐日以低於委託時之揭示價、接近或以當日跌停板價賣出而言，且客觀上不以『因而致交易市場之該股票價格有急劇變化』為必要。即本罪係屬行為犯，行為人僅須於主觀上有壓低交易市場某種有價證券之價格，客觀上有壓低該有價證券交易價格之行為，即屬違反該規定，而構成同法第一百七十一條之罪，不以價格發生急遽變化之結果為必要（最高法院九十一年度臺上字第三〇三七號、九十二年度臺上字第一六九〇號判決意旨參照）。」

人為干擾，藉資引誘他人買進或賣出」與我國學說多數所提之意見幾近全同，惟後半段「以利用股價落差圖謀不法利益之意圖。」之文字則更進一步認為行為人應有「意圖不法利益」方成立本罪。



同案後經最高法院撤銷原判決，發回高等法院高雄分院更審，高雄分院於更（一）審再次作成有罪判決，被告也再次上訴最高法院，最高法院同樣於判決中撤銷原判並發回更審，理由則仍為：「...如無故意壓低交易價格，誘使其他投資大眾低價拋售，藉機大量買進，炒作股票價格，以謀取不法利益之意圖，亦不成立該罪。」（參最高法院98年台上字第1135號刑事判決），如此的一來一往又再發生了一次後，最高法院於第四次審理本案時則更明確於判決中指出，如此解釋本款主觀意圖要件並無增加（或補充）法條文字，而係在法條之文義可能範圍內作解釋適用，參最高法院101年台上字第5026號刑事判決：「又一般買賣股票之目的在獲取利益，行為人是否意在藉由抬高或壓低股票交易價格所形成股價落差以圖謀不法利益，亦與判斷行為人有無上述主觀構成要件，具有重要關聯。本院前三次發回意旨一再闡述就本罪之主觀構成要件而言，行為人主觀上應有已造成交易活絡表象，對市場供需之自然形成，加以人為干擾，藉以引誘投資大眾買入或賣出股票，以利用股價落差謀取不法利益之意圖為必要等語，並非於法條文規定『意圖抬高或壓低集中市場某種有價證券之交易價格』主觀構成要件之外，另行增加（或補充）法條文未規定之主觀構成要件，而係參酌立法之規範目的，進一步闡釋法條文所定主觀構成要件蘊含之精義及完整之內涵，俾有助於正確判斷，符合刑罰謙抑原則。」

除此一主觀構成要件之增加以外，最高法院在本案之確定判決更是暗示了本罪在客觀構成要件該當性上應以一定的客觀情狀作為成罪之要件，參最高法院102年度台上字第3349號刑事判決：「又本罪之構成要件雖法條文中僅規定『意圖抬高或壓低集中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』，然鑑於證券交易法第一百五十五條第一項、第二項關於對上市（上櫃）有價證券禁止行為之規定，其目的在使上市（上櫃）有價證券之價格能在自由市場正常供需競價下產生，避免遭受特定人操控，以維持證券價格之自由化，藉此維護證券市場之交易秩序及健全發展，並保障投資大眾之利益。因之，是否成立本罪，除應考量上開法條文所定構成要件外，對於行為人連續以高價買入或低價賣出特定有價

證券行為，『客觀上是否有致使該特定有價證券之價格，不能在自由市場供需競價下產生之情形』，亦應一併考量，始符合本罪之規範目的。亦即本罪之成立，固不以該特定有價證券價格是否產生急遽變化之結果，或實質上是否達到所預期之高價或低價為必要。但仍須考量其行為客觀上是否有致該特定有價證券之價格，不能在自由市場因供需競價而產生之情形存在，始符合本罪之規範目的。關於行為人『意圖抬高或壓低集中市場某種有價證券之交易價格』之主觀構成要件，係屬行為人心中想法，通常未表現於外，又行為人大都否認有此不法意圖，必須依賴其客觀行為所顯現之具體情狀，加以綜合判斷。」

第三款 本文評析

最高法院於本案中，就證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款連續交易之主、客觀構成要件皆增加法條文字所未見之要素，在主觀構成要件上增加「謀取不法利益之意圖」要件要素；在客觀構成要件上增加「客觀上是否有致使該特定有價證券之價格，不能在自由市場供需競價下產生之情形」要素。從此以觀，最高法院似乎將本罪解釋為具詐欺性質的結果犯犯罪類型，本文以為最高法院此等解釋傾向，頗有疑義。

第一目 主觀構成要件要素

首先，於主觀構成要件要素方面，我國既有學說文獻上已可見有諸多對此「謀取不法利益之意圖」要件之批評³⁶³，惟，這些批評者皆係立基於操縱行為禁止條款之保護法益為「證券市場秩序」或「證券市場法益」的前提之上，據而主張不應以保護個人財產法益之「謀取不法利益」作為主觀意圖要件內涵，否則將有對證券市場法益保護不足之虞。依本文見解，本罪之保護法益應為「個人財產法益」³⁶⁴，從而前述學說批評所存立之基礎已不復存在，然而，縱使將本罪之保護法益設定為「個人財產法益」，且本罪係以詐欺或欺罔要素為其內涵，也無法直接推導出本罪應如同傳統意義之詐欺罪一般，以「意圖不法獲利」為主觀意圖要件要素的結論，因為本罪係以詐欺或

³⁶³ 詳參本文第二章第三節第三項第三款主觀構成要件部分之說明。

³⁶⁴ 詳參本文第三章第五節部分之說明。

欺罔要素為內涵固然沒錯，但如同本文所一再強調的，所謂「以詐欺或欺罔要素為其內涵」僅係指行為涉及不實、錯誤資訊之傳遞，此處之「詐欺」並非傳統意義之「詐欺」，從而最高法院之見解有再加以深究之必要。



最高法院於本罪之主觀意圖要素中增加「謀取不法利益之意圖」此一內涵，將會有兩個問題。

第一，本案所涉及之證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款之主觀意圖要件規定為：「意圖抬高或壓低集中市場某種有價證券之交易價格」，其文義可能範圍非如最高法院所言，包含至「謀取不法利益之意圖」，換言之，最高法院在法律文義可能範圍以外自行創設此一意圖要件，此舉無疑已屬於司法造法，逾越立法者權限至明。

第二，一般認為，所謂意圖者，係指以目標導向而致力於構成要件所規定結果之實現者³⁶⁵。惟因各構成要件之本質不同，對超出客觀構成要件要素範圍外的主觀要件的要求（即意圖要件），亦非一致，主要可從兩種類型加以審視，其一所謂之意圖者，係針對「所計劃之法益侵害」本身，此類意圖犯的意圖，係對類型化的行為人動機加以描述，更明確地說，此類意圖的內涵所指向的標的與故意的對象相同，只是再犯罪成立的要求上，特別強化對於所計畫法益侵害的內在意向，在大多數的財產犯罪類型中的意圖規定便屬此類；另一類意圖類型，其內容則屬於「溢出保護法益」之外的內在意向，係指行為人具備特別可責性及危險性動機的內在意向³⁶⁶。操縱行為禁止條款之意圖要件，乃係為限縮犯罪處罰之範圍³⁶⁷，僅當行為人從事交易行為時主觀上係以侵害本罪所欲保護之「個人財產法益」為目的時，方具有不法性，換言之，依照前述學者分類，自然屬於第一類之意圖要件類型。

本此，無論係學說所提出之「意圖影響有價證券交易價格」、「意圖抬高或壓低有價證券價格」甚或是，參考美國 1934 年證券交易法 Section 9(a)(2)所提出之「意圖引誘

³⁶⁵ 詳參林山田（1993），〈論法律競合與不法之前後行為〉，《台大法學論叢》，22 卷 2 期，頁 129 以下。

³⁶⁶ 詳參柯耀程（1999），〈「意圖犯」意圖實現於刑法之評價〉，氏著，《變動中的刑法思想》，頁 292，台北：自刊。

³⁶⁷ 黃榮堅，前揭註 5，頁 211-212。

他人買賣」，皆非以「所計畫之法益侵害」為其意圖要件之內涵，前述三者中最看似最適合作為本罪意圖要件之「意圖引誘他人買賣」仍會有涵蓋過廣的問題，將無從發揮主觀意圖要件限縮處罰範圍之功能，如本章第一節中 Fischel 和 Ross 於檢討「操縱行為」定義時所作之批評，當行為人係本於真實資訊且主觀目的乃係為了導正有價證券市場價格之不正確性時所作之操縱行為，縱使行為人主觀上有「意圖引誘他人買賣」亦不應具有可非難性，如，護盤行為等等安定操作行為皆屬此類。另外，若如最高法院所言以傳統意義的詐欺罪之「謀取不法利益之意圖」作為主觀意圖要件，又將會有過於限縮的問題，以本案為例，燦坤公司之董事長特別助理乙在交易目標公司之股票時主觀上即非以「謀取不法利益」為其目的，而係以損害該公司之利益為犯罪目的，縱使吾人可以猜想燦坤公司之終極目的應係壓低欲併購公司之股價，當雙方進入併購協商程序階段時，談判之籌碼自然將大增，以圖最終順利收購該公司，惟其實現操縱行為禁止條款構成要件之目的則僅係損害他人財產法益而已。換言之，倘若真如最高法院於本案中所一再強調的，本罪之成立應以「謀取不法利益之意圖」為要件，將造成對個人財產法益的保護漏洞，本案最高法院一再地以此一新創要件撤銷二審之有罪判決便是最佳的事例，因此，不應以「謀取不法利益之意圖」為本罪成立之主觀意圖要件要素，否則將造成法益保護漏洞³⁶⁸。總此，本文主張本罪之意圖要件應訂為「意圖不法獲利或損害他人財產」，方得完整地保護「個人財產法益」。

第二目 客觀構成要件要素

至於，最高法院在客觀構成要件上增加「客觀上是否有致使該特定有價證券之價格，不能在自由市場供需競價下產生之情形」此一限制，並未於判決中見到對所謂「不能在自由市場供需競價下產生有價證券價格」之進一步說明，本文以為此部分同樣可以參考 Fischel 和 Ross 於檢討「操縱行為」定義時所作之批評³⁶⁹，所謂「干預自由供需」(interfere with the free play of supply and demand) 無異於僅是循環論證，根本未提

³⁶⁸ 在狹義刑法中，也有針對意圖損害他人財產法益之犯罪類型規定，參我國刑法第 355 條：「意圖損害他人，以詐術使本人或第三人為財產上之處分，致生財產上之損害者，處三年以下有期徒刑、拘役或五百元以下罰金。」

³⁶⁹ 參看本文第四章第一節第一項第一款操縱行為的定義部分之說明。

供任何具有可操作性之標準，換言之，此一客觀結果要素之增加，可謂毫無意義可言。

或有認為，那如果從「本罪之保護法益為個人財產法益」之基本立場出發，進而以「個人財產法益」之損害為客觀結果要件要素，以在緊扣著本罪保護法益之前提下限縮本罪之成立範圍，換言之，或可考慮將原先屬於純粹主觀構成要件之「意圖謀取不法利益或損害他人財產」此一意圖要件，轉變成「造成他人財產損害」此一主客觀面皆須該當之一般性構成要件，從行為犯轉變成結果犯的管制模式，本文以為，此一作法將會有管制成本過高的實際運作問題，此問題將於下一項中作完整處理。

第二項 證券詐欺條款

我國證券交易法第20條第1項：「有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。」此項規定普遍稱為「證券詐欺條款」。

至於，違反本條項之法律效果則規定於同法第171條：「有下列情事之一者，處三年以上十年以下有期徒刑，得併科新臺幣一千萬元以上二億元以下罰金：一、違反第二十條第一項、第二項、第一百五十五條第一項、第二項、第一百五十七條之一第一項或第二項規定。二、已依本法發行有價證券公司之董事、監察人、經理人或受僱人，以直接或間接方式，使公司為不利益之交易，且不合營業常規，致公司遭受重大損害。三、已依本法發行有價證券公司之董事、監察人或經理人，意圖為自己或第三人利益，而為違背其職務之行為或侵占公司資產，致公司遭受損害達新臺幣五百萬元。犯前項之罪，其犯罪所得金額達新臺幣一億元以上者，處七年以上有期徒刑，得併科新臺幣二千五百萬元以上五億元以下罰金。有第一項第三款之行為，致公司遭受損害未達新臺幣五百萬元者，依刑法第三百三十六條及第三百四十二條規定處罰。犯前三項之罪，於犯罪後自首，如有犯罪所得並自動繳交全部所得財物者，減輕或免除其刑；並因而查獲其他正犯或共犯者，免除其刑。犯第一項至第三項之罪，在偵查中自白，如有犯罪所得並自動繳交全部所得財物者，減輕其刑；並因而查獲其他正犯或共犯者，減輕其刑至二分之一。犯第一項或第二項之罪，其犯罪所得利益超過罰金最高額時，得於所得利益之範圍內加重罰金；如損及證券市場穩定者，加重其刑至二分

之一。犯第一項至第三項之罪者，其因犯罪所得財物或財產上利益，除應發還被害人、第三人或應負損害賠償金額者外，以屬於犯人者為限，沒收之。如全部或一部不能沒收時，追徵其價額或以其財產抵償之。違反第一百六十五條之一或第一百六十五條之二準用第二十條第一項、第二項、第一百五十五條第一項、第二項、第一百五十七條之一第一項或第二項規定者，依第一項第一款及第二項至前項規定處罰。第一項第二款、第三款及第二項至第七項規定，於外國公司之董事、監察人、經理人或受僱人適用之。」

第一款 結果犯的可行性？

我國實務上最高法院於判決中適用本條規定時謂「證券詐欺罪，應於以實際為有價證券之募集、發行、買賣之行為，始成立犯罪。」³⁷⁰其後於另一判決中³⁷¹，更明確表示「需有被害之相對人存在，該相對人復須因行為人之虛偽、詐欺或其他行為，陷於錯誤，始為該當，與同法第一百五十五條第一項各款僅係『行為犯』，而非『結果犯』之規定不同」。公訴人必須證明被告「主觀上有虛偽、詐欺等誘騙相對人之故意，及買賣遠O公司股票之相對人是否即因參考該等虛偽記載之財務報告，而受騙做出錯誤之投資決定。」換言之，認為本罪係屬結果犯而非行為犯，如此解釋適用本罪無非與前項燦坤案、第三款本文評析文末，本文所提之情形相同：證券詐欺或欺罔行為作為客觀構成要件行為要素，並以他人財產損害作為客觀構成要件結果要素，不再將他人財產之損害放置於主觀意圖要件中，以限縮處罰範圍。

倘若將本罪解為結果犯，便須證明行為人詐欺或欺罔行為與被害人財產法益損害兩者間之因果關係，本條民事責任成立，在因果關係認定上，學者多援用美國法上所提出之「詐欺市場理論」（Fraud on the Market Theory）作為證立交易因果關係（Transaction causation）之理由，美國聯邦最高法院在 Basic 案中說明此理論，「投資人根據市場所訂出之有價證券價格從事買賣乃是出於對此一價格公正性（Integrity）之信賴，因極大部分的公開資訊被反映在此一市場價格之上，投資人信賴具有重大性之

³⁷⁰ 參見最高法院 96 年度台上字第 2453 號刑事判決。

³⁷¹ 參見台北地方法院 90 年度訴字第 87 號刑事判決；後續判決，台灣高等法院 91 年度上訴字第 3711 號刑事判決與最高法院 98 年度台上字第 2114 號刑事判決。

錯誤公開資訊，因此認定符合 Rule10b-5 之民事求償權利之目的。」³⁷²需注意的是，即使是在 basic 案中的多數意見亦點出效率市場假說有其缺失，其指出“may be a certain incongruity between the assumption that Basic shares are traded on a well-developed, efficient, and information-hungry market, and the allegation that such a market could remain misinformed, and its valuation of Basic shares depressed, for 14 months, on the basis of the three public statements.”即，一方面說 basic 是在一個高度發展、有效率、對資訊十分渴求的市場上，另一方面，卻認為市場竟能如此的被錯誤資訊所引導，顯見其一定的不一致性（certain incongruity）。White 大法官更是直接表明認為詐欺市場理論根本僅是難以被證明的可愛理論，且十分諷刺的是，當初許多該理論的支持者³⁷³執此說詞主張政府不應管理證券市場，因為市場太效率了，根本無從被操控，然而，美國聯邦最高法院反而用此理由擴張了 Rule10b-5 的適用範圍（用以推定因果關係）。依 White 大法官的看法，證立前述民事賠償請求權基礎的前提假說，實具有極高的可爭議性，詐欺市場的因果關係根本是立於一個脆弱的基礎之上。

退步言之，縱使認為詐欺市場理論仍有一定的理論基礎，美國聯邦最高法院在 Erica P. John Fund Inc. v. Halliburton Co. 案中解釋道，在詐欺市場理論的預設之下，原告或許可被認為對由行為人所散布之錯誤公開資訊有所依賴，然而，「損失因果關係」（Loss causation）仍有可能阻擋投資人行使其民事求償權利之基礎，如，當事後有價證券價格下跌的原因並非是當初行為人所散布之資訊時³⁷⁴。因為其他的因素也可能是造成投資人損失之原因，或至少是一部份的原因，原告因此無論如何將無從證明損失因果關係至此一程度，即便投資人購買有價證券時因有價證券之價格是受到錯誤資訊扭曲，而預設投資人因此對該資訊有所信賴。總之，損失因果關係與藉由效率市場假說所建構的詐欺市場理論毫無任何邏輯上的關聯³⁷⁵。聯邦最高法院在 Dura pharmaceuticals

³⁷² Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 236 (1988) (“investor who buys or sells stock at the price set by the market does so in reliance on the integrity of that price. Because most publicly available information is reflected in market price, an investor’s reliance on any public material misrepresentations, therefore, may be presumed for purposes of a Rule 10b-5 action.”)

³⁷³ See Fischel & Ross, *supra* note 4.

³⁷⁴ Erica P. John Fund Inc. v. Halliburton Co., 563 U.S. --, -- (2011) (that the plaintiff might be found to have presumptively relied on an omission under fraud-on-the-market theory, thereby establishing transaction causation, but loss causation might still prevent recovery, as when the omission is not the cause of a later decline in the value of the stock that causes the loss.) [hereinafter *Halliburton*].

³⁷⁵ *Halliburton*, 563 U.S. --, -- (2011) (If other factors “were responsible for the loss or part of it, a plaintiff would not be able to prove loss causation to that extent. This is true even if the investor purchased the stock at a distorted price,

案³⁷⁶亦明確指出詐欺市場理論只能證立交易因果關係（Transaction Causation），我國學者陳俊仁³⁷⁷根據其對此案之觀察認為，最高法院於此案實際上已經建立了證券詐欺損害賠償請求權之新要件—「真實揭露要件」（Truth become known），也就是說，於證券詐欺損害賠償訴訟，請求權人須證明被告所為之虛偽不實陳述，業已為市場投資大眾所知悉，且經市場加以反應之後，同時於排除其他同樣可使股價下跌之因素後，而遭受之損害，始得加以主張。但是須注意者有二，美國下級法院之適用情形不一，造成逛法庭（forum shopping）之現象，或是導致行為人故意不為更正之聲明或是將更正聲明與社會重大事件相連結。總此，詐欺市場理論僅得在其尚屬可疑之基礎上證立「交易因果關係」，投資人財產法益之實害與操縱市場詐欺大眾行為之損失關聯尚需進一步證明。

如前所述，詐欺市場理論僅在薄弱的基礎上證立行為人之詐欺或欺罔行為（包含操縱行為在內）與投資人買賣間之交易因果關係，如此薄弱的基礎在要求「毫無合理懷疑」心證程度之刑事訴訟制度中自然通不過檢驗，更遑論欲證明行為人詐欺或欺罔行為與被害人財產法益損害兩者間之因果關係整個司法系統將付出多少成本以證明行為與結果間之因果關係，此一證明困難的問題，正說明：「以證券詐欺或欺罔行為作為客觀構成要件行為要素，並以他人財產損害作為客觀構成要件結果要素，不再將他人財產之損害放置於主觀意圖要件中，以限縮處罰範圍」，此一做法之不可行性。

第二款 應為行為犯

因前述之故，我國最高法院在解釋適用證券交易法第20條第1項時，亦有見不採取結果犯之看法出現，「為申請上市而虛增公司盈餘數額，屬投資大眾對公司股票價值產生誤認，對於『投資大眾及股東權益難謂無損害之虞』」³⁷⁸，從而構成證券詐欺罪。就

and thereby presumptively relied on the misrepresentation reflected on in that price.” “Loss causation has no logical connection to the facts necessary to establish the efficient market predicate to the fraud-on-the-market theory.”)

³⁷⁶ Dura Pharms. Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 341 (2005).

³⁷⁷ 詳參陳俊仁（2009），〈論 Dura Pharmaceuticals v. Broudo：美國證券詐欺因果關係要件之再建構與對我國證券交易法制之啟示〉，《歐美研究》，39 卷 4 期，頁 742-744。

³⁷⁸ 參見最高法院 92 年度台上字第 4781 號刑事判決、最高法院 93 年度台上字第 2141 號刑事判決、最高法院 94 年度台上字第 3110 號刑事判決。

此以觀，最高法院事實上也已經認知到在證券詐欺條款上若要求客觀結果要件要素之該當，將因證明困難造成管制成本過高，法益保護不足的問題，從而將證券交易法第20條第1項解為行為犯，本文亦採此立場。



證券交易法第20條第1項：「有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為」文中之「不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為」正可涵蓋「操縱行為」之概念於其內，而根據前述最高法院之第二種見解，「有價證券之募集、發行、私募或買賣」亦非以有實際募集、發行、私募或買賣者為限，換言之，可解為「一切與有價證券之募集、發行、私募或買賣有關之行為」皆屬之，依此解，證券流通市場操縱行為亦將落入此段文字之涵蓋範圍內。另外，在主觀構成要件方面，屬於行為犯類型的證券詐欺條款也不似傳統意義之詐欺罪，故意範圍僅限於對特定人為施行詐術而使其陷於錯誤，並進而交付財物，而是與操縱行為禁止條款相同，行為人故意之範圍乃係侵害不特定多數人之財產。

惟應注意者係，證券詐欺條款並無意圖要件之規定，依本文看法操縱行為之管制規範應以「意圖不法獲利或損害他人財產」作為意圖要件，方可適當限縮處罰範圍，否則，行為人在與證券市場有價證券之募集、發行、私募或買賣有關之領域中，行為舉措皆將可能動輒得咎，此一情形可以本論文寫作過程中發生之浩鼎案³⁷⁹為例說明之：根據國內媒體報導，時任中央研究院院長翁啟惠參與了浩鼎生技股份有限公司（下稱浩鼎公司）新藥解盲之階段性結果出爐後的討論，但在該結果尚未正式公開時，便對外發言表示「從治療性疫苗看浩鼎解盲是成功的」，但是，從新藥是否能成功上市，替公司賺取利潤的觀點來看，該公司新藥解盲則係失敗的³⁸⁰，翁前院長此舉，輿論普遍認為係為浩鼎公司護航，且有「操縱市場」之疑慮。可見，若將證券交易法第20條第1項解為行為犯，其基本不法構成要件，固然是一種對利益侵害態樣的確認，不過衡諸具體事實的考量，此一不法構成要件所網羅的不法範圍可能過廣，所

³⁷⁹ 與本案相關之行為時間表，聯合新聞網網頁，<http://money.udn.com/money/story/8853/1584963>（最後瀏覽日：2016/6/24）。

³⁸⁰ 此一因觀點之不同而對解盲結果將產生不同詮釋的情形，可以從立法委員柯志恩與翁啟惠於立法院之對話看出一二，「立委柯志恩...，『你現在還認為浩鼎還是成功嗎』？翁啟惠回應，『就科學上是』、『失敗這兩個字只有台灣媒體看到』，他強調，浩鼎解盲只是沒有達到 end point，並不是說失敗。」，蘋果即時新聞網網頁，<http://www.appledaily.com.tw/realtimenews/article/new/20160418/841140/>（最後瀏覽日：2016/6/24）。

以有以其他要件加以限縮的必要，以本案為例，翁前院長在其聲明中便表示：「本人接受媒體訪問從科學的觀點詮釋浩鼎生技研發的乳癌治療性疫苗 OBI-822 第二／三期臨床試驗解盲結果，經連日來虛心傾聽各界評議，省思當初所發表演論，雖單純從科學家的角度解析解盲結果，卻忽略各界對中央研究院院長的高度期待，沒想到對社會造成如此衝擊，並影響各界對中央研究院的觀感。」³⁸¹在此姑且以翁前院長之聲明作為認定其主觀意圖之依據，其主觀上並無「不法獲利或損害他人財產」之意圖，惟，倘若依照前述對證券交易法第 20 條第 1 項規定之解讀，其行為卻已然該當本罪之構成要件，總此，本文再次強調操縱行為禁止規範應以「意圖不法獲利或損害他人財產」作為主觀意圖要件，以適當限縮本罪之處罰範圍。

第三項 立法建議

綜合前述，或有論者以為，既然證券詐欺條款並無意圖要件之規定，而現行證券交易法第 155 條第 1 項中除第 1 款（違約不交割）與第 7 款（概括條款）以外皆已有意圖要件規定，且對於各種常見之操縱行為態樣皆已在法律層次加以刻畫，並可發揮積極一般預防的功能，故認為僅須修正現行證券交易法第 155 條第 1 項中之各款規定即可。本文則以為，在證券詐欺條款中增訂意圖要件之規定並參考美國 1934 年證券交易法 Section 10(b)規定授權我國證券金融主管機關對市場中之各種詐欺或欺罔行為（包含操縱行為在內）加以管制之權限，方為正途。

首先，「操縱行為」此一概念明確性不足，究其實際內涵乃係詐欺或欺罔，簡言之，其就是詐欺的一種行為手段而已，沒有必要在詐欺概念之外，以一個欠缺概念明確性之用語作為刑法系統中的規範性概念，現有之詐欺概念已足資因應，此從我國實務上，在處理證券交易法第 155 條第 1 項第 1 款與證券交易法第 20 條第 1 項間適用問題時之情形可知一二³⁸²，實務見解³⁸³認為，倘若藉不履行交割遂行「詐欺」目的之情形，係違反證券交易法第 20 條第 1 項「有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有

³⁸¹ 翁前院長之完整聲明稿，聯合新聞網網頁，<http://udn.com/news/story/1/1585685>-翁啟惠聲明：女兒認購浩鼎股款是父母贈與（最後瀏覽日：2016/6/24）。

³⁸² 完整之說明，參看本文第二章第三節第一項第三款部分。

³⁸³ 參見最高法院 84 年度台上字第 1127 號刑事判決。

虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為」之詐欺買賣罪，並優先於第 155 條而適用，即回歸證券詐欺罪之規定處理即可，另外倘若行為人係本於「操縱意圖」而不履行交割時，方有適用證券交易法第 155 條第 1 項第 1 款之可能，惟，所謂「操縱」依本文見解即是詐欺的一種手段，所謂「操縱意圖」與「詐欺意圖」之差別僅在於，究係對特定人之財產，或係對不特定人之財產所為而已。

再者，「操縱行為」之故意固然非如傳統意義之詐欺罪一般係針對特定人之財產法益，而係對不特定人之財產，此種透過創設行為犯之犯罪類型，以充分評價行為人主觀不法內涵之立法技術，並非什麼新穎之見解，且現行最高法院對證券交易法第 20 條第 1 項已經出現此種將透過其解為行為犯藉以避免證明困難與法益保護不足之解釋方式；此外，若回歸證券詐欺條款，亦可藉由對行為本質之確立，重新檢討本罪目前刑罰過嚴傾向的問題

最後也是最有力的理由，實務、學說對現行證券交易法第 155 條第 1 項各款解釋適用之所以如此絮亂，正是因為證券市場上具詐欺或欺罔性質之行為態樣（當然包含操縱行為在內）變化多端、日新月異，欲在法律的層次訂定相關管制規範，根本係緩不濟急的做法，應參考美國法之運作情形，在證券詐欺條款中增訂授權規定，授權行政專責機關訂定法規命令以及時因應現行金融實務上的變化，借重行政權專業、效率之本質，方為正途。此外，也正是因我國證券交易法目前並無明確立法授權行政主管機關訂定法規命令，金融監督管理委員會縱使有一套證券流通市場有價證券交易異常監控之標準作業流程，且該作業流程中並有客觀的警示標準，以認定某有價證券是否已成為操縱行為之標的³⁸⁴，金管會至今仍舊抱持著貓捉老鼠的心態，認為此等客觀標準倘若一旦公開，行為人便可及時調整對策進而規避之，此種作法完全視法律保留原則、法明確性原則等法治國基本原則為無物，若明確以法律授權主管機關訂定法規命令，以管制包含操縱行為在內之各形各色的證券詐欺行為，應可有效避免前述貓捉老鼠之情形。

³⁸⁴ 完整之說明，參看本文第二章第三節第三項第二款客觀構成要件中二、行為（二）而有影響市場價格或市場秩序之虞部分。

第五章 結論

透過本文第二章對於我國證券流通市場操縱行為刑事責任之整理，吾人得以了解到，學說、實務上對此一操縱行為禁止條款構成要件之解釋適用情形分歧嚴重，在立法論上的討論同樣難以聚焦，見解不一而足，此等問題之關鍵，乃在於本罪保護法益為加以釐清確定，從而難以讓法益概念在刑法系統內發揮其該有之體系梳理作用；因此第三章對本罪之保護法益加以檢討，整理美國與我國學說、實務上所提及之各種可能的本罪保護法益後，一共列舉八大法益，經過本文剖析後認為真正具有法益適格性且係操縱行為禁止條款所欲保護之法益僅有「個人財產法益」而已，如此針對單一法益進行保護之刑事立法，方不至於在立法論及解釋論上無從依循；於第四章則本於本罪之保護法益為個人財產法益此一基本立場，對本罪重新思考，先援引外國法上之討論，檢討操縱行為之定義、有無管制必要及倘若有管制必要是否應以法律加以管制等等前提性之問題，進而得出典型的操縱行為態樣，尤其係以真實交易為之者，不僅有管制必要，且應以法律加以管制之結論，緊接著的問題便係那是否應特別訂定「操縱行為禁止條款」加以管制之，操縱行為之內涵係以詐欺或欺罔為其要素，因此應考慮回歸詐欺規定加以管制之可能性，有鑑於傳統詐欺罪之構成要件係以「意圖不法所有或獲利」為主觀意圖要件，而操縱行為之意圖亦有可能僅係為損害他人財產而為，且傳統詐欺罪之故意內涵僅針對特定人之財產法益，因此不應回歸傳統詐欺罪，而應回歸證券詐欺罪處理，惟，現今證券詐欺罪之實定法規定則應加上「意圖不法獲利或損害他人財產」之意圖要件且參考美國之作法授權證券金融主管機關訂定行政命令之權限，以資因應各種變化萬千的操縱行為態樣。

參考文獻



一、中文文獻

(一) 專書

1. 王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁（2011）。《實用證券交易法》。台北：新學林。
2. 王皇玉（2014）。《刑法總則》。台北：新學林。
3. 史尚寬（1977）。《債法各論》。台北：自刊。
4. 余雪明（2000）。《證券交易法》。台北：證券暨期貨市場發展。
5. 吳光明（2011）。《證券交易法論》。台北：三民。
6. 林山田（2005）。《刑法各罪論（上）》。台北：自刊。
7. 林國全（2000）。《證券交易法研究》。台北：元照。
8. 柯芳枝（1991）。《公司法論》。台北：三民。
9. 曾宛如（2012）。《證券交易法原理》。台北：自刊。
10. 黃榮堅（2012）。《基礎刑法學（上）》。台北：元照。
11. 黃榮堅（2012）。《基礎刑法學（下）》。台北：元照。
12. 廖大穎（2008）。《證券交易法導論》。台北：三民。
13. 劉連煜（2014）。《新證券交易法實例研習》。台北：元照。



14. 蔡墩銘 (2002)。《經濟與法律》。台北：翰蘆。
15. 賴英照 (1987)。《證券交易法逐條釋義第四冊》。台北：自刊。
16. 賴英照 (1996)。《證券交易法逐條釋義第一冊》。台北：自刊。
17. 賴英照 (1996)。《證券交易法逐條釋義第三冊》。台北：自刊。
18. 賴英照 (2011)。《股市遊戲規則—最新證券交易法解析》。台北：自刊。
19. 鍾宏彬 (2012)。《法益理論的憲法基礎》。台北：春風煦日。

(二) 專書論文

1. 王皇玉 (2009)。〈販賣毒品行為的罪與罰〉，氏著，《刑罰與社會規訓—台灣刑事制裁新舊思維的衝突與轉變》，頁 157-201。台北：自刊。
2. 柯耀程 (1999)。〈「意圖犯」意圖實現於刑法之評價〉，氏著，《變動中的刑法思想》，頁 277-303，台北：自刊。
3. 劉至剛 (2009)。〈操縱股價與內線交易偵查及證據調查實務〉，收於：廖大穎（等著），《財經犯罪與證券交易法—理論、實務》，頁 419-451。台北：新學林。
4. Günther Jakobs（著），徐育安（譯）(2003)。〈市民刑法與敵人刑法〉，許玉秀（編），《刑事法之基礎與界限—洪福增教授紀念專輯》，頁 15-39。台北：新學林。

(三) 翻譯文獻


1. Luis Greco（著），周濛沂（譯）(2011)。〈對敵人刑法的批判〉，《法學新論》，28期，頁 63-74。



2. Luis Greco (著), 李立暉、陳志輝 (譯) (2010)。〈Jakobs 的敵人刑法〉,《法學新論》, 22 期, 頁 45-60。
3. Luis Greco (著), 陳志輝 (譯) (2011)。〈敵人刑法概念在刑事政策上以及在釋義學上毫無成果〉,《法學新論》, 28 期, 頁 55-61。
4. Luis Greco (著), 鐘宏彬 (譯) (2010)。〈關於敵人刑法的文獻辨析〉,《法學新論》, 22 期, 頁 61-72。
5. Miguel Polaina-Orts (著), 徐育安 (譯) (2010)。〈以功能破除概念迷思：敵人刑法〉,《法學新論》, 22 期, 頁 33-44。

(四) 期刊論文

1. 王志誠 (2008)。〈沖洗買賣之認定基準〉,《法令月刊》, 59 卷 3 期, 頁 26-45。
2. 王志誠 (2008)。〈連續交易之認定基準及實務爭議〉,《月旦民商法雜誌》, 19 期, 頁 5-34。
3. 王志誠 (2013)。〈直接或間接操縱市場行為之構成要件〉,《台灣法學雜誌》, 238 期, 頁 126-136。
4. 王育慧 (2007)。〈最高法院九十一年度台上字第三零三七號判決及台灣高等法院八十八年度上重訴字第三九號判決之評釋 (東隆五金案) --以連續交易操縱行為與內線交易為範圍〉,《台北大學法學論叢》, 61 期, 頁 43-78。
5. 王皇玉 (2008)。〈論危險犯〉,《月旦法學雜誌》, 159 期, 頁 235-244。

- 
6. 王培秩 (2006)。〈證券交易法上操縱行為之犯罪類型及構成要件〉，《刑事法雜誌》，50 卷 2 期，頁 41-65。
 7. 古承宗 (2013)。〈風險社會與現代刑法的象徵性〉，《科技法學評論》，10 卷 1 期，頁 115-177。
 8. 李茂生 (2009)。〈風險社會與規範論的世界〉，《月旦法學雜誌》，頁 145-153。
 9. 李佳玟 (2005)。〈風險社會下的反恐戰爭〉，《月旦法學雜誌》，118 期，頁 30-40。
 10. 李開遠 (2003)。〈證券交易法第一五五條第一項第二款處罰股價操縱行為—「沖洗買賣」刑事責任之探討〉，《銘傳大學法學論叢》，創刊號，頁 197-219。
 11. 李開遠 (2004)。〈證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款處罰股價操縱行為—「不法炒作」刑事責任之探討〉，《銘傳大學法學論叢》，2 期，頁 171-218。
 12. 李開遠 (2005)。〈證券交易法第一五五條第一項第一款處罰股市「違約交割」刑事責任之探討〉，《銘傳大學法學論叢》，4 期，頁 77-104。
 13. 李開遠 (2006)。〈證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款處罰股價操縱行為—「相對委託」刑事責任之探討〉，《銘傳大學法學論叢》，6 期，頁 1-25。
 14. 吳元曜 (2004)。〈論沖洗買賣條款之立法型式及適用基準〉，《法令月刊》，55 卷 1 期，頁 50-58。
 15. 吳元曜 (2005)。〈論經濟刑法概括條款之規範模式〉，《軍法專刊》，51 卷 10 期，頁 32-41。
 16. 吳克昌 (2002)。〈證券交易法反操縱條款之研析 (下)〉，《證交資料》，484 期，頁 43-71。



17. 何曜琛（2007）。〈證券市場操縱行為之認定與要件—簡評最高法院 96 年度台上字第 1044 號判決〉，《台灣本土法學雜誌》，97 期，頁 229-234。
18. 邵慶平（2008）。〈論相對委託之規範與強化—從證券操縱禁止之理論基礎出發〉，《月旦民商法雜誌》，19 期，頁 35-56。
19. 林山田（1993）。〈論法律競合與不法之前後行為〉，《台大法學論叢》，22 卷 2 期，頁 129-170。
20. 林孟皇（2009）。〈論沖洗買賣之構成要件法律適用與罪數問題〉，《法令月刊》，60 卷 9 期，頁 94-116。
21. 林振東（2006）。〈探討證券交易法第 155 條第 1 項違約交割規定〉，《證交資料》，528 期，頁 28-45。
22. 林書楷（2010）。〈資本市場刑法—以內線交易及操縱市場罪為中心〉，《月旦財經法雜誌》，23 期，頁 53-76。
23. 林國全（1993）。〈從日本法之規定檢視我國證交法第一百五十五條反操縱條款〉，《政大法學評論》，49 期，頁 123-141。
24. 林國全（2004）。〈操縱行為之案例分析〉，《證券暨期貨月刊》，22 卷 12 期，頁 50-64。
25. 林國全（2005）。〈以散布流言或不實資料方法操縱價格—台灣高等法院九十二年度金上重訴自第九號判決評析〉，《月旦民商法雜誌》，7 期，頁 148-156。

26. 林國彬（2007）。〈一般投資人違約不交割與證交法第一五五條第一項第一款要件之分析—最高法院九四年台上字第二二七號刑事判決簡評—〉，《台灣本土法學雜誌》，99期，頁 257-265。
27. 林鈺雄（2010）。〈無罪推定作為舉證責任及證據評價規則---歐洲人權法院相關裁判及評析〉，《台灣法學雜誌》，145期，頁 139-163。
28. 林麗香（2007）。〈證券市場操縱行為之成立—最高法院九六年上字第二六〇號民事判決之簡評—〉，《台灣本土法學雜誌》，100期，頁 283-288。
29. 周漾沂（2008）。〈論「煽惑他人犯罪或違背法令」之處罰理由〉，《臺大法學論叢》，37卷4期，頁 347-389。
30. 周漾沂（2012）。〈從實質法概念定義法益：以法主體性論述為基礎〉，《臺大法學論叢》，41卷3期，頁 981-1053。
31. 莊永丞（2008）。〈論證券價格操縱行為之規範理論基礎—從行為人散布流言或不實資料之操縱行為開展〉，《東吳法律學報》，20卷1期，頁 167-204。
32. 莊永丞（2015）。〈以內線交易和不法操縱行為為中心—探討證券詐欺之主觀要件/最高院 91 台上 3037 及 94 台上 1433 判決〉，《台灣法學雜誌》，286期，頁 159-163。
33. 莊勝榮（1990）。〈論集中交易市場操縱行為之刑事責任〉，《證券金融》，27期，頁 63-67。
34. 郭土木（2011）。〈公開收購股權與內線交易及操縱法律適用問題之探討〉，《輔仁法學》，42期，頁 221-283。
35. 郭大維（2014）。〈證券交易法第一五五條沖洗買賣之認定—評最高法院一零二年度台上字第三四四八號刑事判決〉，《月旦裁判時報》，30期，頁 40-53。



36. 陳文禹（2008）。〈操縱股價犯罪之構成要件—評最高法院九六年台上字第一零四四號判決〉，《台灣本土法學雜誌》，104 期，頁 342-348。
37. 陳俊仁（2008）。〈論證券交易法操縱行為禁止之理論基礎與規範缺失〉，《月旦民商法雜誌》，19 期，頁 57-71。
38. 陳俊仁（2009）。〈論 Dura Pharmaceuticals v. Broudo：美國證券詐欺因果關係要件之再建構與對我國證券交易法制之啟示〉，《歐美研究》，39 卷 4 期，頁 713-767。
39. 陳愛娥（2002）。〈如何明確適用「法律明確性原則」？〉，《月旦法學雜誌》，88 期，頁 249-258。
40. 陳錦旋（2008）。〈股價操縱之構成要件〉，《證券櫃檯》，10 月號，頁 30-39。
41. 許玉秀（2000）。〈無用的抽象具體危險犯〉，《台灣本土法學雜誌》，8 期，頁 85-89。
42. 許恒達（2011）。〈刑法法益概念的茁生與流變〉，《月旦法學雜誌》，197 期，頁 134-151。
43. 張天一（2008）。〈論證券交易法上散布流言或不實資料操縱價格罪〉，《中原財經法學》，20 期，頁 107-147。
44. 張益輔（2011）。〈證券市場「散布流言或不實資料」操縱行為之探討〉，《證交資料》，589 期，頁 48-71。
45. 楊雲驊（2015）。〈刑罰明確性要求—以證券交易法第 155 條第 1 項第 7 款「其他操縱行為」為例〉，《台灣法學雜誌》，277 期，頁 59-77。

46. 溫祖德（2002）。〈證券交易法第一五五條「操縱股價」犯罪之研究〉，《刑事法雜誌》，46 卷 1 期，頁 34-64。
47. 廖大穎（2007）。〈論析證券交易法第一五五條第一項第四款的構成要件與嘉義地院九二年金訴字第三號判決〉，《台灣本土法學雜誌》，92 期，頁 19-41。
48. 廖大穎（2012）。〈人為操縱市場爭議與鑑識會計的訴訟支援—論意圖抬高或壓低市場交易價格等的構成要件〉，《月旦法學雜誌》，202 期，頁 38-63。
49. 廖福特（2009）。〈批准聯合國兩個人權公約及制訂施行法之評論〉，《月旦法學雜誌》，174 期，頁 223-229。
50. 歐必勝（2005）。〈防治證券市場散布流言或不實資料之立法比較〉，《興國學報》，4 期，頁 195-219。
51. 劉連煜等（1997）。〈「證券市場操縱行為之法律問題研討」座談會〉，《月旦法學雜誌》，26 期，頁 114-121。
52. 賴英照（2000）。〈評證券交易法之修正（下）〉，《法令月刊》，51 卷 9 期，頁 3-16。
53. 賴英照（2003）。〈法學為體，金融為用：論證券交易法不履行交割之刑事責任〉，《月旦法學雜誌》，100 期，頁 125-143。
54. 戴銘昇（2012）。〈最高法院對證券市場操縱行為刑事構成要件之認定〉，《華岡法粹》，52 期，頁 101-140。
55. 戴銘昇（2013）。〈以同一帳戶買賣股票（買到自己賣出的股票）可能構成相對成交？/最高法院 100 台上 3448 判決〉，《台灣法學雜誌》，235 期，頁 204-210。

(四) 學位論文

1. 包國祥 (1991)。《論股票集中交易市場不法操縱行為之民事責任》，國立中興大學法律學系碩士論文。
2. 林光祥 (1988)。《證券市場操縱證券價格之法律防制》，國立台灣大學法律學系碩士論文。
3. 林育生 (2004)。《證券市場操縱行為之除罪化問題—以連續交易為中心》，國立臺北大學法律學系碩士論文。
4. 林聖峯 (2014)。《經濟刑法中證券市場操縱行為之研究—以證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款為中心》，國立臺北大學法律學系碩士論文。
5. 柯瑞源 (2011)。《論我國證券交易法操縱市場之規範—從投資學觀點切入》，國立臺灣大學法律學系碩士論文。
6. 施東亮 (2009)。《證券集中交易市場反操縱條款之實務運作研究—以證券交易法第 155 條第 1 項刑事責任為中心》，國立高雄大學法律學系碩士論文。
7. 洪國誌 (2009)。《證券交易市場不法操縱行為之研究-以相對委託為中心》，國立中正大學財經法律學研究所碩士論文。
8. 梁宏哲 (1993)。《證券集中交易市場操縱行為刑事責任之研究》，國立中興大學法律學系碩士論文。
9. 張佐榕 (2011)。《證券市場不法連續交易之研究—兼論連續交易與護盤制度之關聯性》，國立成功大學法律學系碩士論文。



10. 張鈞翔（2012）。《從刑事政策論證券交易法操縱市場法制》，國立臺灣大學法律學系碩士論文。

11. 葉慧萍（2007）。《經濟犯罪中操縱行行為檢察官追訴之研究—以證券交易法第155條第1項第4款連續交易為中心》，國立臺北大學法律學系碩士論文。

12. 廖雅鳳（2000）。《證券集中交易市場反操縱條款刑事責任之比較研究》，私立中原大學財經法律學系碩士論文。

（五）政府出版品

1. 立法院公報處（2000）。《立法院公報》，89卷39期，台北：立法院。

2. 立法院公報處（2014）。《立法院公報》，104卷54期，台北：立法院。

3. 立法院第三屆第三會期第二十四次會議議案關係文書，台北：立法院。

4. 立法院議案關係文書，院總第七二七號，台北：立法院。

5. 立法院秘書處（1968）。《證券交易法案（上）》，台北：立法院。

（六）網路資源

1. 台灣證券交易所網站網頁，

<http://www.appledaily.com.tw/appledaily/article/headline/20121127/34667821/>（最後瀏覽日：2016/5/24）。

2. 台灣證券交易所網站網頁，

<http://www.twse.com.tw/ch/trading/exchange/TWTB4U/TWTB4U2.php>（最後瀏覽日：2016/5/26）。



5. Louis Loss et al., *Fundamental of Securities Regulation*, Volume 2 1487(6th ed. 2011).

(二) 期刊論文

1. Note, *Regulation of Stock Market Manipulation*, 56 *Yale L.J.* 509 (1947).

2. Adolf A. Berle, Jr., *Liability for Stock Market Manipulation*, 31 *COLOM. L. REV.* 264 (1931).

3. Adolf A. Berle, Jr., *Stock Market Manipulation*, 38 *VOL. COLUM. L. REV.* 393 (1938).

4. Norman Posner, *Reconstructing the Stock Markets: A Critical Look at the SEC' S National Market System*, 56 *N.Y.U.L. Rev.* (1981).

5. Norman S. Posner, *Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions*, 40 *MIAMI L. REV.* 671(1986).

6. Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial market?* 105 *HARV. L. REV.* 503 (1991).

7. Steve Thel, *The Original Concept of Section 10(b) of the Securities Exchange Act*, 42 *STAN. L. REV.* 385, 393 (1990).

8. James WM. Moore & Frank M. Wiseman, *Market Manipulation and the Exchange Act*, 2 *VOL. 1 NO. U. CHICHAGO L. REV.* 46, 46 (1934).

9. Omri Yadlin, *Is Stock Manipulaiton bad? Questioning the Conventional Wisdom with Evidence from the Israeli Experience*, 2 *Theoretical Inq. L.* 839 (2001).

(三) 網路資源

1. The website of TIME magazine, available at:

<http://content.time.com/time/nation/article/0,8599,1854569,00.html> (last visited : 2016/6/12)

2. The website of Macmillan online dictionary, available at:

http://www.macmillandictionary.com/dictionary/british/rig_2 (last visited : 2016/4/8)

