

國立臺灣大學法律學院法律研究所碩士論文

Graduate Institute of Law, College of Law

National Taiwan University

Master Thesis

從刑事政策論市場操縱法制

Investigating Market Manipulation Regulation

Under Criminal Policy



Chang, Chun-Hsiang

指導教授：王皇玉博士

Dr. Wang, Huang-Yu

中華民國一〇一年六月

June, 2012

摘要

我國市場操縱刑事法制之象徵性中介作用有某種程度之發揮，而與美、英市場操縱刑事法制偏低的實踐度有所不同，而且我國市場操縱刑事法制具有主觀意圖要件紊亂、處罰極度前置與概括條款極度概括之特色。這樣粗糙而不具通盤思考的立法，正與前揭「階段性之妖魔化」與「祭旗浪潮」相互迎合，蓋在金融法律與刑事法律的耦合下，金融法律所要綁架的不是一部符合刑法基本原則、論述機制精細的市場操縱刑事法制，它所欲求的毋寧是一部放蕩不羈的入罪機器，透過金融專業話語在刑事判決中的恣意揮灑與包裝，忽視刑法基本原則，進而發揮象徵性刑法的象徵性中介作用，藉以掩飾當下行政規制的無力與民事保護機制的不足。

Symbolic intermediary role of the "Market Manipulation Criminal Legal System (MMCLS)" seems to have some degree of play in Taiwan, varying from the low practice of MMCLS in United States and Britain, with subjective intent requirements disorder, penalties extremely placed in front, and extremely broad general articles. The legislation of this kind, so rough without holistic thinking, panders to current "staged demonization" and "wave of sacrifice for the flag", because of the coupling of the financial law and criminal law desires no kidnapping of a MMCLS in line with basic criminal law principles and elaborate discourse mechanism but rather a bohemian criminalization machine, through the willful swaying and make-up of the discourse of financial jargons, to neglect basic criminal law principles and further to play its symbolic intermediary role in order to cover the weakness of administrative regulation and the deficiency of civil protection.

關鍵字：市場操縱、刑事政策、沖洗買賣、相對委託、連續交易、法益、象徵性刑法、美國 1934 年證券交易法、金融服務暨市場法證券交易法。

目錄

第一章 序論.....	1
第一節 研究動機與目的.....	1
第二節 研究範圍.....	2
一、法制介紹.....	2
二、以法律規制市場操縱行為之適當性分析.....	2
三、市場操縱刑事法制的刑事政策與法社會學分析.....	3
第三節 研究架構.....	3
第二章 美國法上之市場操縱行為規制架構.....	5
第一節 緒論.....	5
第二節 具體禁止規定.....	7
一、沖洗買賣與相對委託.....	7
(一) 法律條文.....	7
(二) 要件解釋.....	8
1.客觀要件.....	8
2.主觀要件.....	9
二、不實或具誤導性之陳述與傳聞資訊之散布.....	9
(一) 為不實或具誤導性之陳述.....	9
1.法律條文.....	9
2.要件解釋.....	10
(二)傳聞以及招徠廣告之散布.....	11
(三)具對價性之引誘買賣行為.....	12
(四)小結.....	13
第三節 一般性禁止規定.....	14
一、連續交易.....	14
(一)法律條文.....	14
(二)要件解釋.....	15
1.客觀要件的解釋.....	15
2.主觀要件的解釋與證明.....	16
二、安定操作.....	18
(一)安定操作的定義、目的與功能.....	18
(二)美國法制對於安定操作之相關規定與要件.....	19
1.安定操作的明文允許.....	19
2. Regulation M.....	20
3. 安定操作的合法要件.....	21

(三) 允許安定操作之妥適性.....	22
三、美國 1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) §10(b) 與 Rule 10b-5.....	22
(一) 美國 1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) §10(b)	22
1. 法律規定.....	22
2. 總括性之規定.....	23
3. 意圖性與欺騙性.....	23
(二) Rule 10b-5	24
1. 法律規定.....	24
2. 立法背景.....	25
3. 意圖性與欺騙性之相關爭議.....	26
4. 要件解釋.....	26
5. Rule 10b-5 在市場操縱行為上的適用.....	32
第四節 刑罰效果.....	34
第五節 美國市場操縱法制架構分析.....	35
一、法律規定適用關係.....	35
二、反操縱條款與反詐欺條款之關係.....	36
(一) 相同之處.....	36
(二) 差異之處.....	36
(三) 於刑事法上之合流.....	37
第三章 英國法上市場操縱行為規制架構.....	38
第一節 前言.....	38
第二節 立法沿革.....	38
一、英國金融監理之發展略述.....	38
(一) 自律時期：一九八六年以前.....	38
(二) 一九八六年之金融服務法(Financial Services Act 1986)	39
(三) 金融服務局(the Financial Services Authority)的設立.....	39
(四) 金融服務暨市場法(Financial Services and Markets Act 2000)的通過...40	
(五) 小結.....	41
二、英國市場操縱法制發展沿革.....	42
(一) 市場濫用(market abuse)概念略述.....	42
(二) 一九八六年之金融服務法(Financial Services Act 1986)對於市場濫用之規制略述.....	42
(三) 金融服務暨市場法(Financial Services and Markets Act 2000)對於市場濫用的規制略述.....	43
(四) 歐盟指令對於英國市場濫用規制法制的影響.....	43
第三節 英國市場操縱行為行政法制.....	45

一、英國市場操縱行政法制法律規定.....	45
二、英國市場操縱行政法制介紹.....	47
(一)操縱性交易.....	48
1.操縱性交易之例示.....	48
2.「價格定位」與「確保價格」.....	49
3.「於欠缺合法理由的情況下」此一要件解釋.....	51
4.不構成市場濫用之例示.....	52
5.可能構成「操縱性交易」之例示.....	52
6.操縱性交易的實質內涵.....	54
7.是否構成操縱性交易所需考慮之因素.....	54
8.安全港 (safe harbour).....	54
(二)操縱性手段.....	55
1.「操縱性手段」例示.....	55
2.安全港 (safe harbour).....	56
(三)製造與散布投資建議.....	56
1.以「製造與散布投資建議」形式而構成市場濫用之例示.....	57
2.新型態之發展.....	58
3.安全港 (safe harbour).....	58
(四)誤導性行爲與扭曲市場.....	59
1.歐盟指令對於「扭曲市場」之詮釋.....	59
2.構成「誤導性行爲」或「扭曲市場」與否之考量因素.....	60
3.安全港 (safe harbour).....	61
(五)違反英國市場操縱行政法制之懲罰.....	62
1.懲罰的多樣性.....	62
2.金融懲罰.....	62
第四節 英國市場操縱刑事法制.....	63
一、誤導性之陳述與不誠實地隱匿資訊.....	64
(一)要件解釋.....	64
(二)法定免責事由.....	65
二、誤導性之手段或行爲.....	66
(一)決定是否構成「誤導性之手段或行爲」之判準.....	66
(二)決定是否創設了「虛偽或具誤導性之表象」的判準.....	67
(三)學說上對於本項立法之批評.....	67
(四)法定免責事由.....	69
三、刑罰效果.....	69
第五節 英國市場操縱行政法制與歐洲人權暨基本自由保障公約之關係	70
.....	70
一、問題緣起.....	70

二、判斷行政、刑事區分之標準.....	70
(一) R v Securities and Futures Authority Ltd 案.....	71
(二) Han and Yau v Customs & Excise Commissioners 案.....	71
(三) King v Walden 案.....	72
(四) 實務見解之歸納.....	72
(五) 小結.....	74
第六節 英國市場操縱法制之結構分析.....	75
一、解釋性行政規則充斥.....	75
二、行政、刑法規範雙軌制.....	75
(一) 與美國市場操縱法制之比較.....	75
(二) 英國行政、刑法規範雙軌制之運作路徑.....	76
(三) 英國行政、刑法規範雙軌制之成因.....	77
三、英國市場操縱刑事法制之實踐度低.....	78
第四章 我國法上市場操縱行為規制架構.....	79
第一節 法律規定.....	79
一、構成要件.....	79
二、法律效果.....	80
第二節 市場操縱行為之類型化與解釋.....	81
一、違約交割.....	81
(一) 客觀不法構成要件要素.....	81
(二) 主觀不法構成要件要素.....	89
(三) 小結.....	90
二、相對委託.....	91
(一) 客觀不法構成要件要素.....	91
(二) 主觀不法構成要件要素.....	95
(三) 本款其他問題研討.....	96
三、連續買賣.....	98
(一) 客觀不法構成要件要素.....	98
(二) 主觀不法構成要件要素.....	101
(三) 本款其他問題研討.....	102
四、沖洗買賣.....	104
(一) 客觀不法構成要件要素.....	104
(二) 主觀不法構成要件要素.....	106
(三) 本款其他問題研討.....	107
五、散布流言或不實資料.....	108
(一) 客觀不法構成要件要素.....	108
(二) 主觀不法構成要件要素.....	110

六、概括條款.....	112
(一)客觀不法構成要件要素.....	112
(二)主觀不法構成要件要素.....	113
七、市場操縱行為與詐欺買賣罪之關係.....	114
第三節 我國市場操縱刑事法制之特色.....	116
一、主觀意圖要素紊亂.....	116
二、極度前置的處罰模式.....	116
三、概括條款的極度概括性.....	116
第五章 以法律規制市場操縱行為之適當性分析.....	118
第一節 學者對於應否規制市場操縱之論述.....	118
一、否定說：以 Daniel R. Fischel & David J. Ross 作為代表.....	118
(一)定義上的困難.....	118
1.傳統定義下的三條件.....	118
2.以「正常價格水平」作為標準？.....	120
3.小結.....	121
(二)市場操縱行為與詐欺概念之比較.....	122
1.市場操縱概念在偽作交易類型之無用性.....	122
2.以「真實交易」形式所進行的市場操縱行為與典型詐欺概念之差異.....	122
(三)以法律規制透過「真實交易」所進行的市場操縱行為？.....	123
1.市場操縱行為的成功率.....	123
2.市場操縱行為認定上之困難.....	127
3.禁止市場操縱行為所耗費的社會成本.....	129
(四)非以交易形式進行的市場操縱行為.....	130
1.以契約為基礎的市場操縱行為.....	130
2.與資訊揭露有關的交易行為.....	131
(五)小結.....	132
二、肯定說：以 Steve Thel 作為代表.....	133
(一)透過交易行為操縱價格.....	133
1.交易行為有時會改變價格.....	133
2.透過交易行為作為改變價格的手段.....	133
(二)從操縱價格中獲利.....	137
1.以契約為基礎的市場操縱行為.....	138
2.以交易為基礎的市場操縱行為.....	138
(三)如何因應市場操縱行為.....	139
1.民事上的因應.....	140
2.法律的干涉.....	141
(四)小結.....	144

第二節 正反意見激盪下的市場操縱行為圖像.....	145
一、市場操縱行為概念上的模糊性.....	145
二、市場操縱行為主觀意圖認定上的困難.....	145
三、刑罰效果的嚴厲性與低實踐度.....	146
四、概念上的重合之處.....	146
五、小結.....	146
第六章 市場操縱刑事法制的刑事政策與法社會學分析.....	147
第一節 象徵性刑法概述.....	147
一、象徵性刑法的意涵.....	147
二、德國象徵性刑法實例.....	148
三、象徵性刑法色彩之含量.....	149
四、超個人法益與象徵性刑法.....	149
五、抽象危險犯與象徵性刑法.....	150
六、小結.....	151
第二節 市場操縱刑事法制作為一種象徵性刑法.....	152
一、法益概念的模糊性.....	152
(一)超個人法益的保護.....	152
1.美國法制部分.....	152
2.英國法制部分.....	152
3.我國法制部分.....	153
(二)是否也保護個人法益？.....	153
1.美國法制部分.....	153
2.英國法制部分.....	154
3.我國法制部分.....	154
4.小結.....	155
(三)市場操縱刑事法制僅保護超個人法益.....	155
1.「超個人法益」與「個人法益」之關係.....	155
2.以整體金融法律之規範目的推論出市場操縱刑事法制也保護個人法益？.....	155
3.以民事求償基礎之存在推論市場操縱刑事法制也保護個人法益？.....	156
4.個別投資人之損害並非構成要件要素或訴訟證明之要件.....	156
5.何不光明正大地建立「超個人法益」在市場操縱刑事法制政策上之正當性？.....	157
6.小結.....	158
二、操縱行為的模糊性與立法模式.....	159
三、市場操縱刑事法制的象徵性中介作用.....	160
第三節 具有象徵性刑法色彩之市場操縱刑事法制的正當性分析.....	162

一、對象徵性刑法的基本質疑.....	162
二、階級刑法或象徵性刑法的正當性.....	162
(一)階級利益的結合.....	162
(二)超個人法益的正當性.....	162
(三)抽象危險犯的正當性.....	164
(四)嚴厲刑罰效果的作用與順從成本之言過其實.....	164
(五)意見溝通與價值重塑的功能.....	165
三、具濃厚象徵性刑法色彩之市場操縱刑事法制之正當性？.....	167
(一)以階級利益的結合論證市場操縱刑事法制之正當性？.....	167
(二)超個人法益的內在位階與正當性高低.....	168
(三)抽象危險犯的正當性.....	169
(四)「消極的一般性預防理論」之缺陷與恐懼成本的存在.....	170
(五)「意見溝通與價值重塑」功能進行場域之錯誤.....	171
(六)市場操縱刑事法制之象徵性中介功能是否能夠發揮其作用？.....	172
1.美國與英國市場操縱刑事法制部分.....	172
2.我國市場操縱刑事法制部分.....	174
(1)我國市場操縱刑事法制之實踐度.....	174
(2)金融法律體系與刑法體系之耦合.....	174
(3)「階段性妖魔化」與「祭旗浪潮」.....	178
(七)象徵性刑法正當性判斷之簡易流程.....	179
(八)小結.....	179
第四節 市場操縱刑事法制的未來走向.....	181
一、美國市場操縱刑事法制部分.....	181
二、英國市場操縱刑事法制部分.....	182
(一)刑事機制的低效率.....	182
(二)行政、刑法規範雙軌制的策略性運用.....	182
三、我國市場操縱刑事法制部分.....	184
第七章 結論.....	185
第一節 美國、英國與我國市場操縱法制的差異與特色.....	185
第二節 市場操縱刑事法制的整體圖像.....	185
第三節 象徵性刑法與市場操縱刑事法制.....	186
一、象徵性刑法之意涵.....	186
二、市場操縱刑事法制的象徵性中介作用.....	186
第四節 市場操縱刑事法制的正當性.....	187
一、美國市場操縱刑事法制的正當性.....	188
二、英國市場操縱刑事法制的正當性.....	188
三、我國市場操縱刑事法制的正當性.....	189

第一章 序論

第一節 研究動機與目的

在資本主義蓬勃發展，全球化浪潮風行襲捲的當下，面對科技發展的日新月異，人類的生活日益趨向複雜，各別專業領域各成系統，國家的力量逐漸難以操控全局，從而具有「最後手段性」的刑法被推向前線，希冀透過刑罰權力的介入，使國家在金融、經濟、公共衛生、環境保護、醫學等等領域取得主導之地位。

在這樣一波波專業領域刑法的盛行風潮下，我國證券交易法裡頭若干刑事條文的制訂，由於具有嚴厲的刑罰效果（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），更是格外引人注目。

其中證券交易法第一五五條第一項所規定的「市場操縱行為禁令」，基於其規範模式之特性，更是讓人具有強烈的動機揭開「市場操縱刑事法制」的神秘面紗：

一、規範行為態樣眾多：除了以真實或虛偽交易作為基礎的市場操縱行為外，尚且包括以資訊揭露作為基礎的市場操縱行為，甚且還存有概括條款之立法，其中不乏模糊字眼的使用。

二、處罰的前置性：市場操縱刑事法制多為類似抽象危險犯或行為犯之規定，這也意味著毋待具體危險或實害之產生，亦無庸證明個別投資人之損害與因果關係，國家刑罰權即得以介入並規制操縱市場之不當行為。

三、主觀意圖的設置：市場操縱刑事法制大多要求行為人必須具備特定意圖，方有成罪之可能，但是行為人之主觀存乎於心，故有難以窺探之窘況。

這樣一個運用大量類似抽象危險犯或行為犯之立法模式，並且伴隨著模糊立法用語、概括條款、難以驗證的主觀意圖要件以及嚴厲刑罰效果之「市場操縱刑事法制」，其法律要件之解釋與刑事政策上的正當性，厥為吾人所應重視之議題。

從而本論文之研究目的，首先在於瞭解「市場操縱刑事法制」的法制架構，透過比較法之分析，刻畫出美國、英國與我國的「市場操縱刑事法制」之輪廓，接著藉由金融與經濟理論之分析，以及學者對於是否應透過法律規制市場操縱行為的論辯，闡釋市場操縱行為對於有價證券交易市場之影響，進而得到市場操縱行為之圖像，最後透過刑法原理、刑事政策與法社會學觀點，析論「市場操縱刑事法制」的正當性基礎與刑事政策上之評價。

第二節 研究範圍

一、法制介紹

由於我國「市場操縱刑事法制」係繼受美國 1934 年證券交易法(Securities Exchange Act of 1934)而來，從而本論文將透過比較法之觀點，先行介紹美國的市場操縱刑事法制，並且釐清其規制架構與相關要件解釋。

在美國大西洋彼岸的倫敦基於其得天獨厚的地理位置，為其帶來他國稱羨的時區優勢，加上悠久的傳統，使得倫敦成為世界金融重鎮之一，從而吾人於研究市場操縱刑事法制時，自然也不能遺漏英國法上的探討。

在介紹與析論美國及英國的市場操縱法制後，本論文將目光拉回我國，透過呈現國內學者對於我國市場操縱刑事法制的觀察與批判，繼而刻劃我國市場操縱刑事法制之輪廓。

二、以法律規制市場操縱行為之適當性分析

「市場操縱刑事法制」在性質上屬於專業刑法之一環，因此在我們探討法律是否需要規制市場操縱行為前，自然有必要先行瞭解於金融與經濟理論觀點下，市場操縱行為之於有價證券交易市場的關係與樣貌，繼而開展市場操縱行為的法律規制需求論辯，並藉此捕捉正反意見激盪下的「市場操縱刑事法制」之圖像。

三、市場操縱刑事法制的刑事政策與法社會學分析

於介紹美國、英國與我國的「市場操縱刑事法制」以及析論法律規制市場操縱行為之適當性之後，本論文將於此部分探討與詮釋「市場操縱刑事法制」在現今刑事政策與社會中之地位與作用。

第三節 研究架構

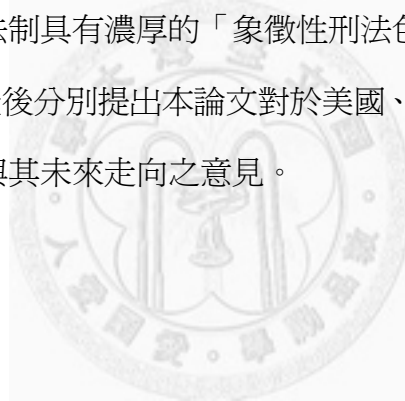
本論文於第二章介紹美國有價證券市場操縱刑事法制，除了其有價證券主要法律---美國 1934 年證券交易法(Securities Exchange Act of 1934)以外，對於其主管機關「證券交易委員會」(SEC)所發佈的諸多法規命令(例如 Rule 10b-5、Regulation M)亦加以說明與檢討。透過市場操縱行為之類型化，介紹美國對於市場操縱行為的規制架構、各該具體、抽象條文之間的適用關係，以及實務與學說對於相關爭點的研討與論述，企盼藉此釐清美國市場操縱刑事法制之風貌，進而為本文之後的分析奠定堅實的基礎。

本論文於第三章介紹英國市場操縱法制，首先簡略概述英國金融監理之發展以及市場操縱法制之立法沿革。緊接著剖析英國金融根本大法---金融服務暨市場法(Financial Services and Markets Act 2000)當中的「市場操縱行政法制」與「市場操縱刑事法制」，並且針對其規制主體「金融服務局」(FSA)所發佈的「市場行為準則」(Code of Market Conduct)予以詳細地說明。此外，對於英國市場操縱法制與歐洲人權暨基本自由保障公約(ECHR)之間的磨合與衝突，也將有所論述與著墨。最後得出英國市場操縱法制有異於美國的特殊圖像。

本論文於第四章介紹我國市場操縱刑事法制。透過對美國與英國市場操縱法制的初步瞭解，進而分析我國市場操縱刑事法制的架構與相關要件解釋，並據此提出批判。

本論文於第五章進行「以法律規制市場操縱行為之適當性分析」，本論文將分別介紹立場相互對立之二篇具代表性的文獻見解，並於相關概念上輔以其他學者之意見加以論證，希冀藉由其彼此間的論理攻防與闡釋說明，能帶我們進一步瞭解規制市場操縱行為之基礎與必要性是否存在。

本論文於第六章透過「象徵性刑法」、「風險社會」等相關概念，詮釋市場操縱法制在現今刑事政策與社會中之地位與作用。首先說明「象徵性刑法」之意涵，進而論述市場操縱刑事法制具有濃厚的「象徵性刑法色彩」，緊接著進行此等法制的正當性基礎論辯，最後分別提出本論文對於美國、英國與我國市場操縱法制於刑事政策上的評價，與其未來走向之意見。



第二章 美國法上之市場操縱行為規制架構

第一節 緒論

「市場操縱行為存在的歷史，或許跟證券市場一樣古老。¹」從此句格言可知，作為資本主義重要命脈的金融證券市場，有其機制上先天性的弱點，職是之故，有心人士將得以藉此與生俱來的制度性縫隙，從中漁利。

從歷史上來看，美國規制市場操縱行為，可謂係基於一九二九年股票市場崩潰之慘痛教訓而來²。美國國會在其立法聽證會上指出，市場操縱往往在以下情況發生³：投資人集資（a pool of investors）握有某檔股票之股份，並進行真實或虛假之交易，進而創造該檔股票價格攀升的表象，一旦其他投資人受到股價趨勢的影響而開始以虛膨價格購入股票，操縱者便開始拋售股票，最後，漲勢的虛偽性將被揭露，股價也將隨之崩潰，操縱者便在投資人蒙受損失的狀況下（投資人買高賣低），得到可觀的利益（操縱者買低賣高）。

美國國會透過許多不同的途徑來處理市場操縱的問題：一方面藉由法律明文禁止具體的操縱行為⁴（例如美國 1934 年證券交易法 Securities Exchange Act of 1934 §9(a)，具體地禁止各式各樣創設具誤導性有價證券交易外觀之行為，諸如由相同人（或相同成員）同時扮演買方與賣方的沖洗買賣(wash sales)與相對成交(matched orders)；誘使他人買進或賣出的連續交易(series of transactions)；虛偽或輕率的招攬廣告(touting)、證券經紀自營商或其他交易者散發傳聞(rumors)，以誘使他人交易系爭證券之行為）；另一方面則在某些領域授權證券交易委員會（SEC）訂定規則予以規制（如 Rule 10b-5、Regulation M），並且透過一般性概括條款（如

¹ L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1119 (5th ed. 2004).

² See STEPHEN J. CHOI & A.C. PRITCHARD, SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS 38 (2005); ALAN R. PALMITER, SECURITIES REGULATION: EXAMPLES & EXPLANATIONS 266 (3rd ed. 2005).

³ See ALAN R. PALMITER, SECURITIES REGULATION: EXAMPLES & EXPLANATIONS 266 (3rd ed. 2005).

⁴ 此處之「具體」應與「限制性」共同思考，蓋法律文字益發具體，受規制之範圍即隨之受限。

Securities Act of 1933 §17(a)、Securities Exchange Act of 1934 §10(b)、Rule 10b-5 等) 禁止任何以操縱作為目的之市場交易行為。

需注意者，作為美國規制市場操縱之主力：美國 1934 年證券交易法 Securities Exchange Act of 1934 §9，所規制的對象為在全國性證券交易所登記之有價證券，從而在店頭市場(OTC)交易之有價證券並不在規範之列。但是透過諸如美國 1934 年證券交易法§10b、一般性反詐欺條款 Rule 10b-5 與 Securities Act of 1933 §17(a) 等平行規範，關於店頭市場的市場操縱規制將不至於產生漏洞，惟此部分並未如 Securities Exchange Act of 1934 §9(e)賦予被害人特別的民事賠償機制以資運用⁵。

本章以下將大略介紹美國對於市場操縱行為的規制架構⁶、各該具體、抽象條文之間的適用關係，以及實務與學說對於相關爭點的研討與論述，企盼藉此釐清美國市場操縱刑事法制之風貌，進而為本文之後的分析奠定堅實的基礎。



⁵ See THOMAS LEE HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION* 319 (4th ed. 2002).

⁶ 在美國 1934 年證券交易法中，涉及「操縱」(manipulation)此一字眼者，除了§9 與§10(b)外，尚有§14(e)與§15(c)，前者係有關公開收購股權(tender offer)之規範，後者則係有關證券經紀商與自營商的業法規範，惟均非本論文之重點，故捨去之。

第二節 具體禁止規定

一、沖洗買賣與相對委託

(一) 法律條文

美國 1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) §9(a)(1)⁷規定：「任何人直接或間接利用郵政或任何州際通商之手段或工具，或任何全國性證券交易所之任何設備，或全國性證券交易所之任何會員，從事下列行為者，均屬違法：(1)對於在全國性證券交易所登記之任何有價證券，或關於任何該等有價證券之市場，基於創設其交易熱絡的不實或具誤導性外觀之意圖，而(A)對該等有價證券為實質上所有權並無變動之交易，或(B)在認識到同一人或他人於大致相同之時間以大致相同之數量、大致相同之價格，出售或即將出售某種有價證券之情況下，而購買系爭有價證券者，或(C)在認識到同一人或他人於大致相同之時間以大致相同之數量、大致相同之價格，購買或即將購買某種有價證券之情況下，而出售系爭有價證券者。」其中§9(a)(1)(A)所規範者，為所謂之「沖洗買賣」(wash sales)，而§9(a)(1)(B)與(C)則係規範「相對委託」(match orders)⁸。

⁷ Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. § 78i(a)(1). 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 registered on a national securities exchange, or a false or misleading appearance with respect to the market for any such security,

(a) to effect any transaction in such security which involves no change in the beneficial ownership thereof, or

(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 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 of substantially the same size, at substantially the same time, and substantially the same price, for the purchase of such security, has been or will be entered by or for the same or different parties.

⁸ See *J. A. Latimer & Co., Inc.*, 38 S.E.C 790, 792 (1958), cited in *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 205 n.25 (1975).

(二) 要件解釋

1. 客觀要件

就客觀要件而言，「沖洗買賣」與「相對委託」之規範重點，均係**透過有價證券交易行爲，進而營造出該檔有價證券抑或市場成交量可觀之表象**⁹，蓋透過此表象之創設，行爲人得以引誘其他投資人進場購入系爭有價證券，待價格水漲船高之後，行爲人便可出脫持股得利，其他投資人則面臨慘重之損失。「沖洗買賣」與「相對委託」，常搭配不實資訊之散布同時爲之，這樣的操作方式在十九世紀，蔚爲有價證券發行人、承銷商與投機人士操縱市場的手法¹⁰。

「沖洗買賣」與「相對委託」彼此間的最大差異，乃在於「沖洗買賣」係「**不移轉實質所有權**」之偽作交易，而不存有真實的經濟成果¹¹，僅僅在外觀上顯現爲出於善意之交易耳¹²，換言之，不論係買賣雙方爲同一人，或者係利用人頭戶而爲之（行爲人實質上仍屬同一），均該當「沖洗買賣」之客觀要件¹³；至於「相對委託」，則係**規範不同主體間之通謀買賣行爲**，只要能夠營造出該檔股票或市場交易熱絡之表象而成交者，即便交易的時間、數量與價格並未完全合致，仍該當「相對委託」之客觀要件，此從法條文義上所謂「於大致相同之時間以大致相同之數量、大致相同之價格」即可見一斑。從而，有學者認爲，既然「相對委託」之規範重點，也是透過對有價證券的交易行爲，藉而營造出該檔有價證券抑或市場成交量可觀之表象，則其是否爲「虛偽交易」，應非評價之重點¹⁴。不過通說基本上仍然認爲，「沖洗買賣」與「相對委託」屬於典型的「虛偽交易」，而且在

⁹ See Comment, *Market Manipulation and the Securities Exchange Act*, 46 YALE L. J. 624, 626-628 (1937).

¹⁰ See *id.* at 626.

¹¹ See THOMAS LEE HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION* 563 (4th ed. 2002).

¹² JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN, DONALD C. LANGEVOORT, *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS* 691 (3rd ed. 2001).

¹³ See *Edward J. Mawod & Co v. SEC*, 591 F.2d 588(10th Cir. 1979), cited in THOMAS LEE HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION* 562 n.19 (4th ed. 2002).

¹⁴ 邵慶平，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，「證券市場操縱行爲之理論與實務」學術研討會，2007年12月20日，頁18。

普通法上，一向以詐欺犯罪看待之¹⁵。

2.主觀要件

就主觀要件而言，不論係「沖洗買賣」抑或「相對委託」，率皆要求行為人具有創設系爭有價證券或市場交易熱絡表象之意圖，惟該等意圖是否果真實現，則非所問。

二、不實或具誤導性之陳述與傳聞資訊之散布

(一) 為不實或具誤導性之陳述

1.法律條文

美國 1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) §9(a)(4)¹⁶規定：「任何人直接或間接利用郵政或任何州際通商之手段或工具，或任何全國性證券交易所之任何設備，或全國性證券交易所之任何會員，從事下列行為者，均屬違法：(4)買賣或提供買賣於全國性證券交易所登記之有價證券，或以之為標的之有價證券交換契約 (section 206B of the Gramm—Leach—Bliley Act 對之有所定義)之證券自營商、經紀商或其他人士，意圖引誘他人買賣上述有價證券或契約，對於此等有價證券或契約做出任何依當時環境下，可認為係與任何重要性事實相較，為不實或具誤導性之陳述，且行為人知道或有合理基礎可認為其應知道其陳

¹⁵ See EMILIOS AVGOULEAS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS 130 (2005).

¹⁶ Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. § 78i(a)(4). 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 or broker, or the person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security or a security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) with respect to such security, to make, regarding any security registered on a national securities exchange or any security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) with respect to such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security 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 he knew or had reasonable ground to believe was so false or misleading.

述係屬不實或具誤導性者。」

本款所欲規制者，通常係行為人散布關於其欲出脫之有價證券的不實資訊，藉以點燃投資人的投資熱忱，股價即因而水漲船高之行爲¹⁷。

2.要件解釋

(1)重要性事實

所謂「重要性」事實，最高法院認爲，係指該等資訊對於理性投資人面對投資決策時來說，具有影響力而言¹⁸。不過，學者也指出，本要件之認定極度仰賴個案事實以及公眾資訊取得環境的狀況¹⁹，其不確定性自然難以避免。

(2)不限於對特定具體人爲之

學者指出，構成本款犯罪之前提，並不限於系爭誤導性陳述係「直接」對未來之買家或賣家所做²⁰，換言之，即便係向不特定之多數人爲之，亦將構成本款之違犯。

(3)主觀意圖

行為人必須具有引誘他人買賣系爭有價證券之意圖，方能成罪，惟該等意圖是否果真實現，則非所問。

¹⁷ JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS 691 (3rd ed. 2001).

¹⁸ Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 108 S.Ct. 978, 99 L.Ed.2d 194 (1988)

¹⁹ Thomas Lee Hazen, The Law of Securities Regulation, 4th ed., St. Paul, Minn., West Group, 576, 2002.

²⁰ L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1126 (5th ed. 2004).

（二）傳聞以及招徠廣告之散布

對於某些傳聞以及招徠廣告之散布，法律對之亦有具體的規制。美國參議院調查報告指出，市場經營者雇用宣傳人員而向大眾招徠特定有價證券，並不少見：「一名任職某紐約大報的財經記者，被發現與某獨立炒手有利益上之關係，其幫助該名炒手宣傳所欲炒作之股票…，尚有一些其他例子，某些人被雇用在電台上宣傳，表面上看似經濟專家提供免費之投資建議，實則係股票交易公司的宣傳人員。²¹」

從而，美國 1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）§9(a)(3)²²規定：「任何人直接或間接利用郵政或任何州際通商之手段或工具，或任何全國性證券交易所之任何設備，或全國性證券交易所之任何會員，從事下列行為者，均屬違法：(3) 買賣或提供買賣於全國性證券交易所登記之有價證券，或以之為標的之有價證券交換契約（section 206B of the Gramm—Leach—Bliley Act 對之有所定義）之證券自營商、經紀商或其他人士，在商業進行之通常流程下，透過傳播或散布上述有價證券之價格即將或可能因為某些基於抬高或壓低前述有價證券價格意圖之市場操作行為，而導致上漲或下跌之資訊，而引誘他人買賣上述任何有價證券或契約者。」

本款與§9(a)(4)之最大差異，在於本款所傳播或散布之資訊，並不以不實或虛

²¹ S. Rep. No. 792, 73d Cong., 2d Sess. 8 (1934), *cited in* L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1126 n.2 (5th ed. 2004).

²² Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. § 78i(a)(3). 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 or broker, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security or a security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) with respect to such security, **to induce** the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) 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 one or more persons conducted for the purpose of raising or depressing the price of such security.

假為限，即便係真實資訊，只要足以引誘他人買賣股票，即為本款所欲禁止散布或傳播之資訊，蓋本款所欲規制之資訊，係關於「某些市場上即將發生的炒作行為」，從而即便消息屬實（即的確有人在炒作股票），為了避免一般投資人盲目跟風，故仍禁止之。

此外，就法條文字上而言，本款雖未將「引誘他人買賣」明文作為主觀意圖要件(for the purpose)，但是行為人散布本款所禁止之資訊，其所欲達到之目的即為引誘他人買賣系爭有價證券(to induce)，從而行為人仍須具有引誘他人買賣之主觀意圖，方能構成本款之違反，惟該等意圖是否果真實現，則非所問。

（三）具對價性之引誘買賣行為

另外，美國 1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）§9(a)(5)²³規定：「任何人直接或間接利用郵政或任何州際通商之手段或工具，或任何全國性證券交易所之任何設備，或全國性證券交易所之任何會員，從事下列行為者，均屬違法：（5）直接或間接從買賣或提供買賣於全國性證券交易所登記之有價證券，或以之為標的之有價證券交換契約（section 206B of the Gramm—Leach—Bliley Act 對之有所定義）之證券自營商、經紀商或其他人士處收受報酬，透過傳播或散布上述有價證券之價格即將或可能因為某些基於抬高或壓低前述有價證券價格意圖之市場操作行為，而導致上漲或下跌之資訊，而引誘他人買賣上述任何有價證券或契約者。」

²³ Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. § 78i(a)(5). 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 dealer or broker, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security or a security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) with respect to such security, **to induce** the purchase of any security registered on a national securities exchange or any security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) 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 one or more persons conducted for the purpose of raising or depressing the price of such security.

本款所欲規制者，乃係**收受對價之引誘買賣行爲**，此項特點即爲本款與§ 9(a)(3)之差異。其主觀要件之規定上，雖與§9(a)(3)相同，未明文將「引誘他人買賣」作爲主觀意圖要件(for the purpose)，但是基於如上之解釋，行爲人仍須有引誘他人買賣之主觀意圖，方能構成本款之違反，惟該等意圖是否果真實現，則非所問。

(四) 小結

實際上，不論係沖洗買賣、相對委託抑或不實資訊或傳聞的散布，均係利用其他投資人的投機心理，進而**人爲地扭曲系爭股票的價格**，而得出此一論述之前提，在於市場價格與交易行爲之跡象本身，即爲投資人決定買進或賣出有價證券的重要資訊²⁴。從而，一旦涉及不實資訊、傳聞或招徠廣告的散布，其是否與「重要性事實」有關，就成了是否成罪的重要判準。



²⁴ JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS 692 (3rd ed. 2001).

第三節 一般性禁止規定

一、連續交易²⁵

(一) 法律條文

在美國 1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) §9 中，扮演規制有價證券市場操縱行為之最重要角色，非§9(a)(2)²⁶莫屬，甚至有謂其為包山包海式的禁止規範²⁷，其規定如下：「任何人直接或間接利用郵政或任何州際通商之手段或工具，或任何全國性證券交易所之任何設備，或全國性證券交易所之任何會員，從事下列行為者，均屬違法：(2)獨自或與他人共同對在全國性證券交易所登記之有價證券為連續交易，或為與以之為標的之有價證券交換契約(section 206B of the Gramm—Leach—Bliley Act 對之有所定義)有關之連續交易，進而創設該有價證券實際上或外觀上交易熱絡之現象，或抬高、壓低其價格，而意圖誘使他人買賣該有價證券者。」

美國證券交易委員會(SEC)稱§9(a)(2)為「1934 年證券交易法之核心」，本款不僅將「共同資金操作」(pool operation)列為非法，其所欲規制者尚且包括「任何其他用以說服公眾，系爭證券之活力係真實市場需求的反映，而非僅係海市蜃樓²⁸」的行為。

²⁵ 此處將連續交易歸入「一般性禁止規定」主要係依循美國文獻上的分類，此乃因為連續交易與沖洗買賣或相對委託相較，行為態樣包含較廣，且概念較為模糊之故。當然與 rule 10b-5 相較，連續交易的「一般性」又顯得小巫見大巫了。

²⁶ Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. § 78i(a)(2). 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 one or more other persons, a series of transactions in any security registered on a national securities exchange or in connection with any security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) 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.

²⁷ JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS 692 (3rd ed. 2001).

²⁸ L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1129 (5th ed. 2004).

(二) 要件解釋

本款之構成，需證明以下二面向：

1. 客觀要件的解釋

(1) 「獨自或與他人」、「連續」、「交易」之解釋

首先，即便從事連續交易行為者，係他人之代理人，亦不影響本罪之成立；此外，所謂「獨自或與他人」，並不以彼此間有共同之計畫或陰謀為必要²⁹。條文中所謂「連續」交易，有謂需達三次方滿足此一要件³⁰，但學者亦有指出，即便只有二次交易行為，或許也可以滿足所謂「連續」之要件³¹。關於連續「交易」一詞，美國證券交易委員會(SEC)認為其所涵蓋之意涵廣於「買進或賣出」，換言之，尚包含競相「出價」之行為，蓋在拍賣市場中，相互競標的出價未必會與賣家合致，但是其對價格的影響，與完成的交易（買與賣）相同，亦即競標之結果將迫使其他出價者提高出價，從而影響價格³²。

(2) 「交易外觀的創設」與「價格的變動」

就受到禁止之活動態樣而言，所有的案件似乎都牽涉價格的變動，但是可以清楚確定的是，交易外觀的創設與價格的變動，係二擇一之要件³³，亦即連續交易所達成之成果，可能係該檔股票交易熱絡之表象，抑或該檔股票價格因此受到抬高或壓低。

此外，所謂「抬高、壓低其價格，而意圖誘使他人買賣該有價證券」意指「抬

²⁹ *Id.* at 1130.

³⁰ Kidder, Peabody & Co., 18 SEC 559, 568 (1945).

³¹ L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1130 (5th ed. 2004).

³² Kidder, Peabody & Co., 18 SEC 559, 568-570 (1945).

³³ *United States v. Stein*, 456 F.2d 844, 850 (2d Cir. 1972), *cited in* L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1130 n.15 (5th ed. 2004).

高價格而意圖誘使他人買進」與「壓低價格而誘使他人賣出」之義³⁴，蓋抬高價格將可達到營造該檔股票漲勢可期之態勢，一般投資人將可能受之誘引而跟風買進，至於壓低價格則顯現該檔股票疲軟前景不佳，一般投資人將可能受之誘引而殺出停損。

至於抬高或壓低之價格，即便只有微幅變動，亦滿足此一要件³⁵。有時候，即便出價未有提高，有價證券價格亦可能因此上漲，蓋即使是同一價格水平的出價，如果緊盯市場（例如在短時間內大量為之），將耗盡市場供給，進而迫使他人提高出價，從而此種出價樣態成為創設市場價格上漲的工具³⁶，是故出價之價格是否逐步攀升，當非認定是否構成連續交易的必要條件。

2.主觀要件的解釋與證明

(1) 「意圖引誘他人買賣」

根據§9(a)(2)所提起的訴訟，都要面臨證明「意圖引誘他人買賣」此一主觀要件的棘手問題³⁷，單憑被告客觀行為對系爭有價證券價格所造成之人為影響，並不足以定罪³⁸。在 1814 年英國首宗市場操縱案例中，有著以下名言：「抬高或壓低公債之價格本身並非犯罪³⁹」。美國國會報告亦指出「若行為人只是基於投資而試圖取得大量股票或出脫大量持股，此時即便認識到其所為將影響市場價格，也不會因此使其行為變成違法⁴⁰」。

³⁴ Financial Inv. Corp., Sec. Ex. Act Rel. 10,384, 4 SEC Dock. 354 (1974), *cited in id.* at 1130 n.16.

³⁵ United States v. Stein, 456 F.2d 844, 846 (2d Cir. 1972), *cited in id.* at 1130 n.17.

³⁶ Sec. Act Rel. 17,222, 21 SEC Dock. 212, 230 n.65 (1980), *cited in id.* at 1130 n.18.

³⁷ See L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1131 (5th ed. 2004).

³⁸ See THOMAS LEE HAZEN, THE LAW OF SECURITIES REGULATION 562 (4th ed. 2002).

³⁹ Rex v. de Berenger, 3 Maule & S. 67, 74, 105 Eng. Rep. 536, 539 (K.B. 1814).

⁴⁰ H. R. Rep. No. 1383, 73d Cong., 2d Sess. 20 (1934). 此見解亦受到下級巡迴法院的支持，See *Frigitemp Corp. v. Financial Dynamics Fund, Inc.*, 524 F.2d 275, 277 n.1 (2d Cir. 1975); *Alabama Farm Bureau Mut. Casualty Co., Inc. v. American Fidelity Life Ins. Co.*, 606 F.2d 602, 615 n.12 (5th Cir. 1979), *cited in* L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1131 n. 21 (5th ed. 2004).

但是這並不代表本款之違犯與否決定於「犯罪傾向或不良目的之存在⁴¹」。美國證券交易委員會(SEC)對於§9(a)(2)的意見令函⁴²指出：「基於公開市場概念(open market concept)，行為人從事市場操縱行為，是否出於善意地認為系爭有價證券因為某種理由，而應於較高的價格水平出售，並非考量之重點。」換言之，即便為了促進有價證券的發行，避免發行價格之滑落，而透過連續交易使有價證券之價格回復原本之水平，原則上亦在禁止之列⁴³。從而，本款之成立與否，行為人之「意圖引誘他人買賣」此一主觀要件便成為真正的關鍵。

(2) 「意圖」的認定

但是主觀意圖存乎於心，是故有學者指出，對於「意圖」的理論上定義（諸如分辨意圖與目的在刑事法上差異），根本屬於形上學之範疇⁴⁴。因此有認為，真正有成效的思考途徑，應該是探討何種證據足以證明關於§9(a)(2)個案的意圖要件⁴⁵。美國證券交易委員會(SEC)指出：「既然行為人的內心莫諱高深，那麼在通常案件裡，勢必要從情況證據中描繪出操縱意圖之輪廓⁴⁶」。換句話說，當操縱的動機(motive)與在客觀上必要的連續交易行為並存時，操縱的意圖(purpose)已然初步建立，舉證責任亦反轉至被告身上⁴⁷，換言之，當可以合理地認為系爭行為直接影響了有價證券之價格，訴追的基礎也將隨之建立⁴⁸。所謂的「動機」，可能係：行為人擁有對於某有價證券之買入選擇權，其約定買進價格高於現行市價者、背負還款壓力之貸款者，希冀增加作為抵押物之有價證券之價值…等⁴⁹。

⁴¹ L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1131 (5th ed. 2004).

⁴² Sec. Ex. Act Rel. 3056 (1941), *cited in* L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1131 n.23 (5th ed. 2004).

⁴³ 此問題涉及「安定操作」之合法性，詳參本論文頁十八。

⁴⁴ *See* Cook, Act, Intention, and Motive in the Criminal Law, 26 Yale L.J. 645 (1917), *cited in* L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1132 n.27 (5th ed. 2004).

⁴⁵ L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1132 (5th ed. 2004).

⁴⁶ Federal Corp., 25 SEC 227, 230 (1947), *cited in id.* at 1132 n.28.

⁴⁷ Alabama Farm Bureau Mut. Casualty Co., Inc. v. American Fidelity Life Ins. Co., 606 F.2d 602, 616 (5th Cir. 1979), *cited in* L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1132 n.29 (5th ed. 2004).

⁴⁸ *See* THOMAS LEE HAZEN, THE LAW OF SECURITIES REGULATION 563 (4th ed. 2002).

⁴⁹ L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1132 (5th ed. 2004).

關於「意圖」的證明，可能係衡酌「交易的方式」加以認定，爲了要減少或使某檔有價證券的供給「乾涸」，連續交易行爲往往會伴隨其他手段爲之，例如與大股東聯合抑制其持股進入市場、散發看漲文宣、雇用廣告人員推薦該檔有價證券、對買進有價證券者擔保其損失，或在市場操縱的重要時刻爲發行者安排宣布分發股息紅利之消息⁵⁰。

美國證券交易委員會(SEC)認爲，操縱者對其所購買之股票爲立即的轉售，並非構成本款犯罪的必要條件⁵¹，但是卻在決定系爭購買行爲意圖爲何的問題點上，擁有強大的證據力⁵²。實際上，在欠缺令人滿意的論述下，美國證券交易委員會(SEC)曾經堅持，單純從以下的事實即可推論出市場操縱的意圖⁵³：透過連續交易買進股票並抬高其價格之行爲人，在其購買行爲對市場所造成的真實影響受到其他市場因素抵銷前，出脫其購入之股票。從而美國證券交易委員會(SEC)之法務長建議，基於善意而意圖獲得證券供給，而透過連續交易抬高某有價證券之價格者，應當在其最後一次購買行爲之後的足夠時期，待其購買行爲對於市場之影響消逝，且市場回復其原本未受到系爭購買行爲影響時之獨立價格水平後，方進行對其購入證券之出脫行爲⁵⁴。就此論述，學者指出，根本不可能進一步說明到底要經過多少時間，買家的購買行爲所造成之影響才會消逝⁵⁵，蓋其取決之因素甚廣，諸如購買之數量、價格上升的幅度、交易的態樣等等，不一而足。

二、安定操作

(一) 安定操作的定義、目的與功能

所謂的「安定操作」(stabilization)，意指基於避免或阻礙系爭有價證券在公

⁵⁰ *Id.* at 1133.

⁵¹ Federal Corp., 25 SEC 227, 231 (1947), *cited in id.* at 1133 n.44.

⁵² Sec. Ex. Act Rel. 3056 (1941), *cited in* L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1133 n.45 (5th ed. 2004).

⁵³ L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1133 (5th ed. 2004).

⁵⁴ Sec. Ex. Act Rel. 3056 (1941), *cited in id.* at 1134 n.47.

⁵⁵ L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1134 (5th ed. 2004).

開發行期間價格滑落之意圖，對於該有價證券市場價格所為之固定或穩定之行爲⁵⁶。雖然安定操作在定義上，具有人爲性與操縱性的特質，但是卻有利於有價證券的招募：處於招募狀態的有價證券如果過度供給，可能會導致證券承銷商在出脫其承銷配股時的困難，而且一旦賣壓造成該有價證券的價格滑落至承銷價之下，那麼更是雪上加霜；從而如果證券承銷商之聯合組織成員(syndicate)，能夠在市場購入該等有價證券，那麼銷售的壓力將獲得減輕，而且有利於日後對這些承銷配額之銷售，進而降低承銷的風險⁵⁷。

(二) 美國法制對於安定操作之相關規定與要件

1. 安定操作的明文允許

基於上述的思考，美國國會並未全然禁止安定操作的進行，此觀美國 1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) §9(a)(6)⁵⁸可知：「任何人直接或間接利用郵政或任何州際通商之手段或工具，或任何全國性證券交易所之任何設備，或全國性證券交易所之任何會員，從事下列行為者，均屬違法：(6)基於釘住、固定或穩定在全國性證券交易所登記之有價證券之價格，而獨自或與他人共同對該有價證券為任何連續交易，進而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。」亦即如果系爭安定操作並未違反美國證券交易委員會(SEC)所發佈制訂的規則(rules)或條例(regulations)者，將不會構成本款之違反。學者指出，§9(a)(6)對於§9(a)(2)的適用產生了限制的效果，並且賦予美

⁵⁶ JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS* 322-323 (3rd ed. 2001).

⁵⁷ *Id.* at 323.

⁵⁸ Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. § 78i(a)(6). 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—

(6) To effect either alone or with one or more other persons any series of transactions for the purchase and/or sale of any security registered on a national securities exchange for the purpose of pegging, fixing, or stabilizing the price of such security 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.

國證券交易委員會(SEC)制訂規則予以規制之權限⁵⁹。

在 1940 年，美國證券交易委員會(SEC)一致認為，安定操作是市場操縱的一種，但是多數委員進一步說明，既然它以阻擾的方式為之，而且沒有創造正向的市場動能，那麼便是一種消極的操縱類型，在今日已經成為美國有價證券招募過程中，穩定價格體系的一部份⁶⁰。

2. Regulation M

在 1955 年，美國證券交易委員會(SEC)發佈 Rule 10b-6、10b-7、10b-8 等規則予以規治安定操作，但在 1996 年採用了新的條例 Regulation M，取代了上述規則。

Rule 101 of Regulation M⁶¹禁止證券承銷商以及與其緊密相關的購買者⁶²，對於在「限制期間」內的「相關有價證券」為出價、購買或引誘他人出價購買上述有價證券之行爲。所謂「相關有價證券」主要指處於發行招募期間(distribution)之有價證券（尚包括涉及該等證券的可轉換公司債或權利等），至於所謂「限制期間」則在 Rule 100 of Regulation M⁶³有所定義。

另外，Rule 102 of Regulation M⁶⁴對於招募期間有價證券的購買行爲，與 Rule 101 有相同的限制，惟其規範主體有異，其所針對之主體係有價證券發行人(issuer)與出脫持股的股東(selling shareholders)。

之所以禁止在發行招募(distribution)期間的參與者對系爭有價證券為出價或購買的理由，在於上述出價或購買之行爲將影響處於發行招募(distributed)狀態的

⁵⁹ L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1137 (5th ed. 2004).

⁶⁰ Statement of the SEC on the Regulation of Pegging, Fixing and Stabilizing of Securities Prices, Sec. Ex. Act Rel.2446 at 2 (1940), *cited in id.* at 1139 n.7.

⁶¹ 17 C.F.R. § 242.101

⁶² 17 C.F.R. § 242.100

⁶³ 17 C.F.R. § 242.100 這些限制在發行價格確定前產生效力（以較小的公司來說，係發行價格確定的五天前），在市場參與者完成其在發行招募(distribution)中的參與後結束。

⁶⁴ 17 C.F.R. § 242.102

證券價格⁶⁵，甚或透過刺激需求或緊縮供給，而形成所謂的「熱門發行」(hot issues)⁶⁶之外觀。

3. 安定操作的合法要件

如前所述，雖然 Rule 101, 102 原則上禁止在發行招募期間購買有價證券，但是 Rule 104⁶⁷則構成了前述禁止規定的主要例外⁶⁸，並且成為安定操作的合法依據。欲符合 Rule 104 所創設的禁止例外，而成為合法之安定操作，需符合以下之要件⁶⁹：

- (1) 安定操作之目的在於避免或阻礙次級市場有價證券價格之滑落，從而意圖拉抬市場價格的購買行為並不在允許之列⁷⁰。
- (2) 安定操作之進行，必須劣後於其他同價位之「任何獨立出價」，不論其所涉及之購買量多寡均無二致⁷¹。
- (3) 為安定操作前，須向市場揭露安定操作即將進行的訊息與目的，並且在公開說明書中提醒投資人安定操作之進行⁷²。
- (4) 進行安定操作之購買價格，不得高於承銷價⁷³。從而，在非固定價格而以市價為準的承銷下，不允許安定操作之進行。

(三) 允許安定操作之妥適性

⁶⁵ ALAN R. PALMITER, *SECURITIES REGULATION: EXAMPLES & EXPLANATIONS* 114 (3rd ed. 2005).

⁶⁶ 意指對於新發行有價證券的需求超過供給。See THOMAS LEE HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION* 320-321 (4th ed. 2002).

⁶⁷ 17 C.F.R. § 242.104

⁶⁸ 其他的細部例外，如在證券發行者係大型公開公司且其證券之交易處於熱絡的情況，Regulation M 允許了基於證券承銷商角色而參與市場的證券公司所為之購買行為，參見 17 C.F.R. § 242.101(c) (在 public float 達一億五千萬美金且前六十日全球每日交易平均額(ADTV)達一百萬美元的發行者所發行之有價證券下，允許上述的購買行為)

⁶⁹ See STEPHEN J. CHOI & A.C. PRITCHARD, *SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS* 469-470 (2005).

⁷⁰ 17 C.F.R. § 242.104(b)

⁷¹ 17 C.F.R. § 242.104(c)

⁷² 17 C.F.R. § 242.104(d)

⁷³ 17 C.F.R. § 242.104(f)

美國證券交易委員會(SEC)少數委員認為，應當全面禁止市場操縱行為，即便是安定操作，也有害於自由市場的發展⁷⁴。學者亦指出，如果賣壓大到必須要持續不斷地進行「釘住」市場之行為，那麼承銷商之聯合組織(syndicate)經常會降低其出價之水平，甚或全然抽手不為，從而面對任何實質重要因素所造成的市場或經濟趨勢，我們勢必不能將安定操作當成對之阻擋的有用工具⁷⁵。此外，進行良好的有價證券發行行為，根本不需要安定操作的存在，蓋市場自然會照顧它，也因此，美國證券交易委員會(SEC)認為，僅有在系爭發行的狀況不至於太差或太好的的情況下，安定操作方有用武之餘地⁷⁶。

三、美國 1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) §10(b)與 Rule 10b-5

(一) 美國 1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) §10(b)

1. 法律規定

美國 1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) §10(b)⁷⁷規定：「任何人直接或間接利用任何州際通商之手段或工具或郵政，或任何全國性證券交易所之任何設備，從事下列行為者，均屬違法：(b)關於在全國性證券交易所登記之有價證券，或任何未登記之有價證券，或任何以有價證券為標的之交換契約 (section 206B of the Gramm—Leach—Bliley Act 對之有所定義) 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

⁷⁴ Statement of the SEC on the Regulation of Pegging, Fixing and Stabilizing of Securities Prices, Sec. Ex. Act Rel.2446 at 22 (1940), cited in L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1140 n.10 (5th ed. 2004).

⁷⁵ L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1138-1139 (5th ed. 2004).

⁷⁶ *Id.* at 1139.

⁷⁷ 15 U.S.C.A. § 78j (b) 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 (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act), 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.

利益或投資人保護之必要所規定之規則或條例者。」

2. 總括性之規定

單從文義觀察可知，本款係屬總括性之規定，而且無從單獨產生作用，蓋其授權美國證券交易委員會(SEC)制訂規則或條例，也因為條文中使用「操縱性」此一字眼，從而對於前述禁止市場操縱的具體與一般規定具有補充性之地位⁷⁸，聯邦最高法院也將§10(b)視為「補漏性規範」(catch-all)⁷⁹，一旦可疑的市場行為不符合 1934 年證券交易法§9 所揭示的市場操縱行為，那麼便需參酌 SEC 基於§10(b)所授權制訂的行政規則⁸⁰。

3. 意圖性與欺騙性

從法院見解(*Santa Fe Indus. v. Green*, 430 U.S. 462 (1977); *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185(1976))可知，實務認為§10(b)所禁止之行為必須具備**意圖性**與**欺騙性**二大要件⁸¹。然而有學者認為，這樣的法律見解，至少就操縱行為來說，可能具有相當的疑義⁸²：首先，就意圖而言，國會在§9 中通篇使用以意圖為基礎之字眼，但是在§10(b)中則付之闕如，此外，在§9(a)(4)中尚且使用了「知道或有合理基礎可認為其應知道」此一過失標準，但是§10(b)對於主觀要件則隻字未提；就欺騙要素而言，國會在§9(a)(2)提到「實際上或外觀上交易熱絡之現象」，而§10(b)則授權 SEC 制訂規則規制選擇權交易(§9(b)-(d))與賣空行為(§10(a))，而此二者依據母法，均不需要欺騙要素即可成立。基於前述的體系分析與§10(b)的歷史解釋，學者 Steve Thel 認為，立法者意圖透過§10(b)賦予 SEC 廣泛的規則制訂權限，用

⁷⁸ See THOMAS LEE HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION* 562 (4th ed. 2002); JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS* 692 (3rd ed. 2001); L. LOSS & J. SELIGMAN, *FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION* 904 (5th ed. 2004).

⁷⁹ *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 203 (1976).

⁸⁰ See L. LOSS & J. SELIGMAN, *FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION* 937 (5th ed. 2004).

⁸¹ JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS* 692 (3rd ed. 2001)

⁸² *Id.*

以規制任何投機或扭曲市場價格之行爲，而無庸考慮意圖性與欺騙性之要素⁸³。

(二) Rule 10b-5

1. 法律規定

美國證券交易委員會(SEC)基於美國 1934 年證券交易法 Securities Exchange Act of 1934 之授權，發佈 Rules and Regulations Under Securities Exchange Act of 1934，其中之規定 Rule 10b-5⁸⁴爲一般性之反詐欺條款，規定如下：「任何人直接或間接利用任何州際通商之手段或工具或郵政，或任何全國性證券交易所之任何設備，關於任何有價證券之買進或賣出，從事下列行爲者，均屬違法：(a) 使用任何手段、陰謀或詭計從事詐欺，或(b) 對具重要性之事實為任何不實之陳述，或遺漏對於上開陳述來說，按照其做成之情況，將使其不具有誤導性之重要事實的說明，或(c) 從事所有對任何人產生或可能產生詐欺或欺騙作用之行動、作為或交易。」

有學者指出，要找到與 Rule 10b-5 一樣，透過立法、行政規則制訂權與司法程序之交互作用，進而從不起眼的來源，產生巨大效用之例子，恐怕相當困難，即便這樣的發展，根本是當初始料未及的⁸⁵。有許多名言用來形容 Rule 10b-5 的發展與角色，諸如⁸⁶：「從小小立法種子所長成的司法大樹⁸⁷」、「煉金術士那足以融化鍋鼎的萬應藥方」或「即便血統可疑，卻是一匹日行千里的駿馬」等等。

⁸³ *Id.* at 692-693.

⁸⁴ 17 C.F.R. § 240.10b-5

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.

⁸⁵ L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 936 (5th ed. 2004).

⁸⁶ *Id.* at 936-937.

⁸⁷ See e.g., ALAN R. PALMITER, SECURITIES REGULATION: EXAMPLES & EXPLANATIONS 305 (3rd ed. 2005).

2.立法背景

Rule 10b-5 之所以制訂，肇因於 1942 年波士頓某公司之內部人向其股東購回股票，其一方面聲稱該公司近來營運狀況奇差，但是實際上來年該公司股票之每股盈餘卻是過往的四倍，爲了規制此等「關於任何有價證券之買進或賣出」的詐欺行爲，Rule 10b-5 應運而生⁸⁸。

就 Rule 10b-5 的文字來說，大體上係逐句襲用美國 1933 年證券法 Securities Act of 1933 § 17(a)⁸⁹之條文，僅將「在任何有價證券之發行或賣出」置換成「關於任何有價證券之買進或賣出」耳。這樣的法律文字襲用其實並不難理解，蓋 Rule 10b-5 原本之目的僅係補強美國證券交易委員會(SEC)基於 Securities Act of 1933 § 17(a)的執法能力，藉而擴張對有價證券買賣者之保護，用以抵禦證券詐欺之行爲⁹⁰。SEC 也如願取得對於內部人購買其公司股票之行爲的調查權限，但是在當時制訂此規則時，任何人都沒想到民事責任的相關問題⁹¹，即便日後 Rule 10b-5 成爲美國證券交易法制上重要的民事法反詐欺條文。

時至今日，我們已經接受 Rule 10b-5 禁止了所有與有價證券之買賣有關的詐欺行爲，並且同時成爲刑事與民事訴訟進行的依據，但是細看 Rule 10b-5 條文用語，卻又可以見到美國 1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) §10(b)

⁸⁸ See L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 938 (5th ed. 2004); JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS 701 (3rd ed. 2001); JOHN C. COFFEE, JR. & JOEL SELIGMAN, SECURITIES REGULATION, 1044-1045 (9th ed. 2003).

⁸⁹ 15 U.S.C.A. § 77q(a)

It shall be unlawful for any person in the offer or sale of any securities or any security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or by use of the mails, directly or indirectly

(1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, or

(2) to obtain money or property by means of any untrue statement of a material fact or any omission to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading; or

(3) to engage in any transaction, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon the purchaser.

⁹⁰ JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS 701 (3rd ed. 2001).

⁹¹ L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 938 (5th ed. 2004).

之影子，這又意味著什麼呢⁹²？

3. 意圖性與欺騙性之相關爭議

研究美國 1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）§10(b)立法沿革之學者指出，上述發展並非立法者原意，其認為§10(b)之制訂原因，在於希望新設立的證券交易委員會(SEC)，於面對投機者在證券交易所為之日新月異的投機或操縱行為時，具有足夠的能力予以規制⁹³。依據上開結論，美國 1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）§9 一方面禁止傳統形式的操縱行為，另一方面則賦予因該操縱行為而受有損害之投資人民事訴訟救濟途徑；接著，基於保護市場抽象的公正性（而非特定的投資人），對於那些單純具有扭曲效果之行為，§10 賦予 SEC 廣泛的權限予以規制⁹⁴，從而§10(b)條文中所謂之「或欺騙性之手段」，並非用來限縮條文適用範圍之文字，是故也不應該要求欺騙性與意圖性之存在⁹⁵。

即便具有上述的立法沿革脈絡，Rule 10b-5 透過偶然的立法行為與司法解釋，已然跳脫上述窠臼，成為聯邦證券法反詐欺條款之核心。

4. 要件解釋

Rule 10b-5 主要適用在下列三種詐欺類型⁹⁶：(1)在公司聲明中為不實陳述或遺漏陳述。(2)擁有重要的未公開資訊而為交易，亦即內線交易。(3)市場操縱。不論係上述何種詐欺類型，欲證明系爭行為違反 Rule 10b-5，其基本要件均有所

⁹² JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS* 702 (3rd ed. 2001).

⁹³ Steve Thel, *The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act*, 42 *STAN. L. REV.* 385 (1990).

⁹⁴ JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS* 702 (3rd ed. 2001).

⁹⁵ *Id.* 惟此等論述與最高法院見解有異。

⁹⁶ JOHN C. COFFEE, JR. & JOEL SELIGMAN, *SECURITIES REGULATION*, 1044-1045 (9th ed. 2003).

重疊⁹⁷。

在 Rule 10b-5 之訴訟中，原告需證明下列各點，方能證立被告違反 Rule 10b-5：

(1) 詐欺或欺騙之存在：

由於法院認為§10(b)所禁止之行爲必須具備欺騙性此一要件⁹⁸，從而認定 Rule 10b-5 所禁止之行爲，亦必須具有詐欺或欺騙之性質，換言之，自 1970 年代中期以降，法院理解到，Rule 10b-5 訴訟與它的祖先--舊有的普通法欺騙(deceit)概念--具有強烈的相似性⁹⁹。

(2) 被告的身份：

在 Rule 10b-5 的民事損害訴訟中，雖然要求原告必須是系爭有價證券之買賣者，但是對本訴訟之被告而言，則無相同的要求¹⁰⁰。蓋實務率皆認為，即便被告並非有價證券之買賣者，只要其任何陳述可合理地認為係用以影響投資人之投資決定者，便符合「關於」任何有價證券之買進或賣出此一要件¹⁰¹。

(3) 「關於」任何有價證券之買進或賣出¹⁰²：

如前所述，法院並不認為本訴訟之被告必須具有買賣者之身分，換言之，法院對所謂之「關於」要件係採取較為寬鬆之解釋，但是這樣的寬鬆解釋並非毫無限制，涉及有價證券的單純不良行爲也不會僅僅因此而觸犯 Rule 10b-5，亦即詐欺與有價證券之買或賣之間，必須存有重要之關連¹⁰³。但是所謂重要之關連究何所指，尙欠缺固定之標準。一般見解認為，透過理智投資人信賴之媒體而散布消

⁹⁷ *Id.* at 1044.

⁹⁸ JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS* 692 (3rd ed. 2001).

⁹⁹ ALAN R. PALMITER, *SECURITIES REGULATION: EXAMPLES & EXPLANATIONS* 316 (3rd ed. 2005).

¹⁰⁰ *See* THOMAS LEE HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION* 575 (4th ed. 2002).

¹⁰¹ *SEC v. Texas Gulf Sulphur*, 401 F.2d 833 (2d Cir 1968)

¹⁰² ...**in connection with** the purchase or sale of any security.

¹⁰³ *See* THOMAS LEE HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION* 578 (4th ed. 2002).

息，即符合「關於」此一要件¹⁰⁴。此外，法院並不認為被告與原告之間必須存有契約上的利害關係¹⁰⁵，受到此項結論影響最大者，係公司的發行人或主管，因為他們經常因為發表誤導性之言論，而遭到在次級市場買賣有價證券之原告提起告訴¹⁰⁶。

事實上，對於此要件之認定，美國法院往往以詐欺與隨之而來的有價證券交易行為之間的聯繫，作為出發的基點¹⁰⁷，實際上，也就是後述的因果關係之認定。

(4)買進或賣出¹⁰⁸：

本要件之主要功能在於釐清依據 Rule 10b-5 提起民事訴訟者，是否具備有價證券買賣者之身分¹⁰⁹。至於由 SEC 或美國司法部所提起的 Rule 10b-5 訴訟，則不要求具備有價證券買賣者之身分¹¹⁰。

(5)任何有價證券¹¹¹：

在此要件下，不論系爭有價證券根據 Securities Act of 1933 或 Securities Exchange Act of 1934 是否需要登記，也不論系爭有價證券是否經過公開發行，均有 Rule 10b-5 之適用。事實上，甚至對於政府債券以及某些能夠被稱為經發行的「有價證券」者來說，亦受 Rule 10b-5 之規制¹¹²。

(6)惡意 scienter（主觀要件）：

嚴格來說，所謂惡意，應指欺騙的意圖而言，但是在普通法中，存有大量的

¹⁰⁴ *Semerenko v. Cendant Corp.*, 223 F.3d 165 (3d Cir 2000), *cited in id.* at 578 n.11.

¹⁰⁵ *SEC v. Texas Gulf Sulphur*, 401 F.2d 833, 858-861 (2d Cir.1968)

¹⁰⁶ STEPHEN J. CHOI & A.C. PRITCHARD, *SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS* 270 (2005).

¹⁰⁷ JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS* 711 (3rd ed. 2001).

¹⁰⁸ ...in connection with **the purchase or sale** of any security.

¹⁰⁹ See THOMAS LEE HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION* 574 (4th ed. 2002).

¹¹⁰ See *SEC v. National Securities, Inc.*, 393 U.S. 453, 467 n.9 (1969).

¹¹¹ ...in connection with the purchase or sale of **any security**.

¹¹² See THOMAS LEE HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION* 575 (4th ed. 2002).

判例認為，即便因為重大過失¹¹³(reckless)忽略事實進而為陳述，即足以該當惡意要件¹¹⁴。1976年，聯邦最高法院宣示，基於 Rule 10b-5 所提起之訴訟，必須證明被告具有惡意，方能成立，在 *Hochfelder* 一案，一間會計公司因為疏忽(negligence)而未審計某間公司的會計帳目，而此等帳目將揭露該公司負責人引誘投資人將金錢匯入不存在的委付帳戶(escrow account)，並且中飽私囊。受到詐騙的投資人主張，因為會計公司的疏忽導致了詐欺。最高法院駁回了上述受到許多下級審法院所接受的觀點，蓋其認為在 Rule 10b-5 下，疏忽不能成為訴訟的原因。最高法院的見解並非以 Rule 10b-5 的法律文字作為立基點，而係以授權規範之§10(b)文字「操縱性或欺騙性的手段或計謀」作為出發¹¹⁵。

但是對於重大過失(reckless)行為是否足以構成惡意，*Hochfelder* 一案之承審法官 Powell 並未表示意見¹¹⁶，然而大量的下級法院判決則認為重大過失(reckless)足以構成惡意¹¹⁷，至於所謂「重大過失」之意涵，或可參考 *Greebel v. FTP Software, Inc.*一案，亦即當不實陳述明顯到被告勢必知道的情況，過失是係足以歸責的¹¹⁸。

(7)重要性¹¹⁹：

在 Rule 10b-5 下，不實陳述以及所遺漏之陳述，必須具有重要性，方得以 Rule 10b-5 規制之。至於何謂「重要性」，最高法院認為，係指該等資訊對於理性投資人面對投資決策時來說，具有影響力而言¹²⁰。不過，學者也指出，本要件的認定

¹¹³ 此處所稱「重大過失」並不必然與我國民法上所稱之「重大過失」劃上等號，重點毋寧係其意涵究竟為何，因此，即便將其翻譯為「有認識過失」或「未必故意」亦未嘗不可。

¹¹⁴ *See id.*

¹¹⁵ ALAN R. PALMITER, *SECURITIES REGULATION: EXAMPLES & EXPLANATIONS* 320 (3rd ed. 2005).

¹¹⁶ *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185(1976)

¹¹⁷ STEPHEN J. CHOI & A.C. PRITCHARD, *SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS* 304 (2005); THOMAS LEE HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION* 576 (4th ed. 2002).

¹¹⁸ *Greebel v. FTP Software, Inc.*, 194 F.3d 185 (1st Cir. 1999); ALAN R. PALMITER, *SECURITIES REGULATION: EXAMPLES & EXPLANATIONS* 321 (3rd ed. 2005).

¹¹⁹ ...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...

¹²⁰ *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 108 S.Ct. 978, 99 L.Ed.2d 194 (1988)

極度仰賴個案事實以及公眾資訊取得環境的狀況¹²¹，其不確定性自然難以避免。

(8)信賴：

本要件之存在，係延續普通法詐欺之傳統而來，但是與傳統詐欺概念有別者，係最高法院在具有相當爭議性的背景下，承認所謂「對市場詐欺」理論¹²²，從而只要具重要性的不實陳述或遺漏陳述影響了市場價格，那麼便推定投資人信賴該等資訊¹²³，換言之，被告必須反駁此項推定或者證明被推定的信賴不具有合理性¹²⁴，雖然欲推翻此項推定，連美國法官都認為根本難上加難¹²⁵。

有法院指出，倘若原告未信賴市場價格的正確性（例如賣空者認為市場價格是被過度評價了），那麼就無上述推定信賴之適用¹²⁶。

需特別注意者，僅僅在私人所提起的 Rule 10b-5 訴訟中，需要證明本要件，若係政府或 SEC 擔任原告之案件，以及刑事案件，則無本要件之適用，亦即無庸證明其（或真實的投資人）在面對投資決策時信賴該等資訊¹²⁷。

(9)因果關係：

本要件亦為普通法詐欺概念之遺緒，許多法院將其分為二部分¹²⁸：交易因果

¹²¹ Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, 4th ed., St. Paul, Minn., West Group, 576, 2002.

¹²² 對市場詐欺理論係建立在以下的假設上：在一個公開且發展良好的有價證券市場，公司股票之價格，取決於關於其商業交易的可得性重要資訊…誤導性的陳述將欺騙有價證券的購買者，即便其並未直接信賴該等資訊…在如此案例中，被告的詐欺行為與原告的股票購買行為間的因果聯繫，並不比那些直接信賴不實資訊的案例來得不重要。See *Peil v. Speiser*, 806 F.2d 1154, 1160-1161 (C.A.3 1986). See also JOHN C. COFFEE, JR. & JOEL SELIGMAN, *SECURITIES REGULATION* 1131 (9th ed. 2003).

¹²³ *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 108 S.Ct. 978, 99 L.Ed.2d 194 (1988)

¹²⁴ THOMAS LEE HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION* 576 (4th ed. 2002).

¹²⁵ See STEPHEN J. CHOI & A.C. PRITCHARD, *SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS* 324-325 (2005).

¹²⁶ See *Zlotnick v. TIE Communications*, 836 F.2d 818 (3d Cir. 1988)

¹²⁷ See e.g., *United States v. Haddy*, 134 F.3d 542 (sd Cir.1998). See also STEPHEN J. CHOI & A.C. PRITCHARD, *SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS* 315 (2005); THOMAS LEE HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION* 612-613 (4th ed. 2002).

¹²⁸ THOMAS LEE HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION* 620-623 (4th ed. 2002).

關係（此要件有時與「信賴」要件混同而不區分¹²⁹）與損害因果關係，前者要求證明如果不是系爭不當行為之作用，則該交易將不會發生¹³⁰；後者則要求證明交易行為與原告損失之間的連結關係。

但是這樣的「不…，則…不發生」公式，也受到許多法院的質疑，在 *Chemical Bank v. Arthur Anderson & Co.* 一案¹³¹，某公司透過發布虛假的公司財務狀況，進而得到某銀行之貸款，為了擔保此筆貸款，該公司以其子公司之股票作為抵押，而此等股票之價值並沒有虛報不實之情況。雖然作為抵押物之有價證券的交易，係肇因於謊報公司財務狀況而來，進而符合「不…，則…不發生」之公式，但是法院仍然認為系爭有價證券（子公司股票）之交易並非 Rule 10b-5 所欲規制的範疇，判決執筆法官說道：「Rule 10b-5 之目的，在於保護於有價證券交易中受騙的人們，進而確保有價證券的買家可以買到他們所欲購買者，以及確保有價證券的賣家，不會因為受騙而以買家認為不足的價格賣出有價證券…。¹³²」

值得注意者，係如前所述，「信賴」（也就是交易因果關係）在行政或刑事案件中無庸證明，則損害因果關係按照此等脈絡似乎亦無二致¹³³，蓋焉有在不要求證明交易因果關係的情況下，而仍須證明損害因果關係之道理？此外，美國 1934 年證券交易法 Securities Exchange Act of 1934 §21D(b)(4) 規定，基於本法所提起的**民事訴訟**，必須證明被告違反本法之行為，造成了原告之損失，換言之，**若係刑事案件，損害此一要件似乎即無需證明**，按照此一觀點，既然投資人損害之認定並非 Rule 10b-5 刑事訴訟上所需證明的要件，則根本不存有證明損害因果關係之必要。因此，我們可以得出在 Rule 10b-5 刑事訴訟中，無庸證明因果關係之結論。

¹²⁹ See STEPHEN J. CHOI & A.C. PRITCHARD, *SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS* 315 (2005).

¹³⁰ *Gannon v. Continental Ins. Co.*, 920 F. Supp. 566(D.N.J. 1996)

¹³¹ JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS* 711 (3rd ed. 2001).

¹³² *Id.* at 711-712.

¹³³ 基於信賴要件與因果關係要件在概念上的重疊性，便可清楚得出此一結論。See e.g., *United States v. Haddy*, 134 F.3d 542 (sd Cir.1998). See also STEPHEN J. CHOI & A.C. PRITCHARD, *SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS* 315 (2005); THOMAS LEE HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION* 612-613 (4th ed. 2002).

(10)損害：

與所有的詐欺案件相同，原告必須證明受有損害，不過基於前述之觀點，損害此一要件之證明，也僅限於民事訴訟。

(11)小結

從以上分析可知，Rule 10b-5 於扮演民事上損害賠償的請求路徑時，需要透過證明個別投資人的「信賴」、「因果關係」、「損害」等要件，**以釐清原告是否具有當事人適格與損害賠償額之多寡。**

然而，基於 Rule 10b-5 所提起之刑事訴訟，則無庸證明「信賴」、「因果關係」、「損害」等要件，只要「關於任何有價證券之買進或賣出」，行為人具備「惡意」（注意，包括重大過失），而使用了「詐欺或欺騙之手段」，或者對具重要性之事實為「不實之陳述或遺漏陳述」，便違反了 Rule 10b-5。其原因為 1934 年證券交易法§10(b)之目的在於**維護股票市場之健全**¹³⁴，從而 Rule 10b-5 於扮演刑事規範時，其所保護者自為**超個人法益**，是故無須於訴訟上證明個別投資人的「信賴」、「因果關係」與「損害」等要件。

5. Rule 10b-5 在市場操縱行為上的適用

Rule 10b-5 禁止藉由創設市場活動的虛偽外觀，以操縱證券價格的證券活動。虛假的市場活動與關於公司或其證券之不實陳述一樣，都對證券價格有所影響。舉例而言，股票交易者其購入股票係為了**人為地提高股票之價格**，即便其目的並非引誘他人買賣，亦已違反 Rule 10b-5¹³⁵。（見 *United States v. Mulheren*, 938 F.2d 364(2d Cir. 1991)，在本案中，因為無法證明被告係**為抬高股價而買進股票**，是故法院認為其並未違反 Rule 10b-5）。

¹³⁴ *United States v. Haddy*, 134 F.3d 542 (sd Cir.1998).

¹³⁵ ALAN R. PALMITER, *SECURITIES REGULATION: EXAMPLES & EXPLANATIONS* 317 (3rd ed. 2005).

從而，證券交易行為之目的如果係操縱價格，那麼可能就需要承擔 Rule 10b-5 之責任，即便其並未違反證交法特定的反操縱條款。換言之，提高或降低證券價格之證券交易行為，其目的若係「引誘他人為該證券之買賣者」，便可直接透過§ 9(a)(2)對之追訴。



第四節 刑罰效果

關於違反市場操縱禁令之刑事處罰效果，規定在美國 1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) §32¹³⁶，任何人只要**蓄意**違反 1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934)、Rules and Regulations Under Securities Exchange Act of 1934 (如 Rule 10b-5) 與 Regulation M (如 Rule 101, 102, 104) 關於市場操縱之禁令，將被處以五百萬美元以下罰金，或二十年以下有期徒刑，上述二項刑罰並得以併同處罰；行為人若係法人，則得處以二千五百萬美元以下罰金。但是對於規則(rules)與條款(regulations)的違反，**若行為人能證明其對該等規則(rules)或條款(regulations)之存在並不知情**，則不得對其科以人身監禁。



¹³⁶ 15 U.S.C. § 78ff

第五節 美國市場操縱法制架構分析

一、法律規定適用關係

自本文上述論述可知，美國有價證券市場操縱之刑事規制法制，大體上可以分成具體禁止規定與一般禁止規定，一般禁止規定當中，尚包含美國證券交易委員會(SEC)依法制訂之規則(rules)與條款(regulations)，也就是所謂的法規命令。

在法律規定適用的層次上，以具體規定為優先，換言之，即先視系爭行為是否構成美國 1934 年證券交易法(Securities Exchange Act of 1934) §9(a)(1)所規範的「沖洗買賣」(wash sales)與「相對委託」(match orders)，或§9(a)(4)所規範的「不實或具誤導性之陳述」、§9(a)(3)所規範的「傳聞以及招徠廣告之散布」以及§9(a)(5)所規範的「具對價性之引誘買賣行為」。

倘若系爭行為均未該當上述具體禁止規定，則進一步檢驗是否落入一般禁止規定之範疇。首先需考慮者，係系爭行為是否構成美國 1934 年證券交易法(Securities Exchange Act of 1934) §9(a)(2)所規範之「連續交易」(series of transactions)，同時尚須考慮如果涉及者係「安定操作」(stabilization)，則需檢驗是否成立 Rule 104 of Regulation M 所創設之例外。

一旦經過上述之判別程序，系爭行為仍然尚未違反市場操縱之禁令，則須考慮依據於美國 1934 年證券交易法 Securities Exchange Act of 1934 §10(b)之授權，所制訂的 Rule 10b-5 是否能發揮補充之作用，倘若得到的答案仍然是否定的，則系爭行為應非現今美國有價證券市場操縱刑事規制法制所欲禁止之對象。

二、反操縱條款與反詐欺條款之關係

從本文前述之分析可知，反詐欺條款(Rule 10b-5)對於反操縱條款來說，係居於補充適用的地位，二者在許多方面上有著相同的特性，卻也在其他面向展露出彼此的差異。

(一) 相同之處

就相同之處而言，反操縱條款與反詐欺條款所針對之行為態樣，均帶有**扭曲資訊**之特色，以反操縱條款所規制的「沖洗買賣」(wash sales)、「相對委託」(match orders)或「連續交易」(series of transactions)來說，均係透過有價證券的交易行為，來**創設市場交易活絡或某檔有價證券交易熱絡之外觀**，此等外觀即為其他投資人藉以審定投資策略之**重要資訊**，行為人透過扭曲此等資訊，進而引誘其他投資人盲目跟進殺出，從中牟利。反詐欺條款所欲規範者，主要係關於重要事實之不實陳述或遺漏不為重要事實之陳述（與反操縱條款之§§9(a)(4),(3),(5)十分類似），同樣係涉及**資訊的扭曲**，藉以欺騙他人，進而漁利。

從而我們得以瞭解，反操縱條款與反詐欺條款彼此之範圍有相互重合之處，甚至更有許多地方得以相互援用，例如前文分析，學者有認為§10(b)在立法沿革上來說，應不要求系爭行為具有欺騙性與意圖性，基於§10(b)所制訂的 Rule 10b-5 也應該按照此脈絡作同一解釋，但是司法實務卻另闢蹊徑，在§10(b)的解釋上要求意圖性與欺騙性二要件，於 Rule 10b-5 的適用上，亦隨母法要求欺騙行為、惡意等主客觀要件之存在。我們當然不能說反詐欺條款係繼受反操縱條款而來，但是彼此之間的糾葛，確難一刀二斷。

(二) 差異之處

雖然如上所述，反操縱條款與反詐欺條款均帶有**扭曲資訊**之特色，但是資訊

的扭曲所造成的影響或效果與所涉及的深度及廣度不一，反操縱條款與反詐欺條款所著重者也不盡相同。反操縱條款當中的「沖洗買賣」(wash sales)、「相對委託」(match orders)或「連續交易」(series of transactions)，所扭曲之資訊為交易外觀的創設，只要行為人具有誘使他人買賣系爭有價證券的意圖，**即便沒有任何人真的受到此扭曲資訊之欺騙，亦為反操縱條款所欲禁止之對象**，這也點出反操縱條款與普通法上詐欺概念之差異，換言之**反操縱條款不需要真的有具體相對人「陷於錯誤」**。相反地，**反詐欺條款既然係承襲普通法詐欺概念而來**，普通法詐欺概念所要求的要件，諸如「信賴」、「因果關係」、「損害」等要件，反詐欺條款大體均繼受之。從而就形式上來看，反操縱條款所規範者，大抵係類似抽象危險犯或行為犯，而反詐欺條款均要求結果¹³⁷之產生。

(三) 於刑事法上之合流

但是需要注意者，由於美國 1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) §32¹³⁸規定，行為人需**蓄意**違反相關法律規定，方負刑事上責任，從而不論係反操縱條款或反詐欺條款均**不處罰過失犯**。加上 Rule 10b-5 的**刑事案件**，根本不需要證明前述「信賴」、「因果關係」與「損害」等要件，使得在形式上看似諸多歧異的反操縱條款與反詐欺條再度合流，**應認為均係類似抽象危險犯或行為犯之規定**。我們可以作個小結，雖然美國 1934 年證券交易法關於市場操縱之禁令與 Rule 10b-5 所規制的詐欺犯罪分屬獨立的犯罪類型¹³⁹，從而於探究系爭可疑市場行為是否構成犯罪時，固應同時判斷是否構成市場操縱與證券詐欺，但就市場操縱刑事禁令的體系觀點而言，於判斷系爭可疑市場行為是否構成市場操縱時，反詐欺條款則成為反操縱條款關係緊密之補充適用規範。

¹³⁷ 但是在市場操縱的刑事責任判斷上，則又不需判斷因果關係或結果等要件，已如前述。

¹³⁸ 15 U.S.C. § 78ff

¹³⁹ 見賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，自版，2006 年，頁 464。

第三章 英國法上市場操縱行為規制架構

第一節 前言

英國首都倫敦基於其得天獨厚的地理位置，為其帶來他國稱羨的時區優勢（亦即美國開盤時，歐洲尚未收盤，而歐洲開盤時，亞洲地區的交易仍在進行¹⁴⁰），加上悠久的傳統，使得倫敦成為世界金融重鎮之一，從而吾人於研究市場操縱刑事法制時，自然不能遺漏英國法上的探討。

以下將先說明英國金融監理法制之發展，進而介紹英國市場操縱法制立法沿革，並以此作為基礎，論析英國市場操縱行為法制架構。

第二節 立法沿革

一、英國金融監理之發展略述

（一）自律時期：一九八六年以前

英國於一九八六年之前，並沒有完整性的金融市場立法，關於有價證券、銀行業、保險業之規範四散而凌亂。其中涉及有價證券經紀商與自營商管理的 the Prevention of Fraud (Investments) Act 1958，雖然透過要求登記與繳交保證金，進而限制了證券經紀商與自營商的數量與不當行為，但是整個證券金融體系基本上仍然處於仰賴自律的狀態¹⁴¹。

於一九八六年之前，英國證券市場之所以幾乎全然仰賴自律規範，與其特有的時代背景脈絡有關：傳統上英國證券金融市場就像是一個紳士俱樂部，內部工

¹⁴⁰ 曾宛如，從英國金融服務暨市場法論金融服務之整合，政大法學評論，第九十六期，九十六年四月，頁 104。

¹⁴¹ See DAVID TOUBE & JAMES PERRY, THE FINANCIAL SERVICES AND MARKET ACT: A PRACTICAL LEGAL GUIDE 2 (2001).

作人員遵守著自創的規範，在十分有限的政府干預下平順地運作，除了舉世皆然的詐欺事件以外，並無太大的問題，多數在 City 內工作的人，搭乘固定時間的火車，坐在同一車廂，長久以往，縱非熟識，亦屬點頭之交，就是這種特殊的環境造就自律規範的可行性¹⁴²。

（二）一九八六年之金融服務法(Financial Services Act 1986)

電子科技與通訊設備的發展對於金融市場全球化的浪潮宛如如虎添翼，美國甚或日本的銀行以及證券業者，紛紛對英國金融市場投石問路，在 City 出沒者已經不在一律是熟悉的面孔，上述的特殊環境也因而被打破。

柴契爾政府爲了徹底剷除所有阻礙他人自由進入市場之限制，進而展開證券市場自由化與國際化的「大改革」¹⁴³，於一九八六年英國國會通過金融服務法(Financial Services Act 1986)，基於該法之規定，設立證券暨投資局(the Securities and Investment Board)，簡稱 SIB。透過該法案，SIB 雖然得到其他原主管機關的金融證券監管的權力下放，但是其並非獨力產生作用，而係透過相關的自律組織(self-regulatory organization, SRO)共同運作¹⁴⁴，國內學者將這樣的監理體系稱爲「法律規範下之自律機制」¹⁴⁵。

（三）金融服務局(the Financial Services Authority)的設立

經過十年的實施，有鑑於規範體制過於繁複，對被規範者造成許多解釋上的困惑與成本，於工黨政府上台後，決定重新整合分配管理架構，規範權不再下放

¹⁴² 曾宛如，從英國金融服務暨市場法論金融服務之整合，政大法學評論，第九十六期，九十六年四月，頁 104。

¹⁴³ 即所謂的 Big Bang，參見曾宛如，從英國金融服務暨市場法論金融服務之整合，政大法學評論，第九十六期，九十六年四月，頁 105。

¹⁴⁴ See DAVID TOUBE & JAMES PERRY, THE FINANCIAL SERVICES AND MARKET ACT: A PRACTICAL LEGAL GUIDE 4 (2001). 包括四大自律組織，分別爲 the Securities and Future Authority; the Investment Management Regulatory Organization; the Financial Intermediaries, Managers and Brokers Regulatory Association; the Life Assurance and Unit Trust Regulatory Organization。

¹⁴⁵ 曾宛如，從英國金融服務暨市場法論金融服務之整合，政大法學評論，第九十六期，九十六年四月，頁 103。

到傳統的自律組織而統一回歸 SIB，並且同時增加 SIB 之其他管理範圍¹⁴⁶，從而於一九九七年十月將證券暨投資局(SIB)改名為金融服務局(the Financial Services Authority, FSA)。

在金融監理機關一元化後，英國的金融體制分工如下：財政部負責整體財經政策的規劃與制訂，而英格蘭銀行則負責擬定貨幣與利率政策，至於金融監理的任務則由金融服務局負責¹⁴⁷。

(四) 金融服務暨市場法(Financial Services and Markets Act 2000)的通過

在金融監理一元化的構想下，產生制訂一部整合銀行、證券與保險之法律的需求，藉以配合金融監理機關的統合，於歷經多年的努力後，英國國會於二〇〇〇年六月十四日通過金融服務暨市場法(Financial Services and Markets Act 2000, FSMA)，正式授權金融服務局(FSA)為英國金融監理的唯一主管機關，並使得英國金融管理法規邁向一個新的里程碑¹⁴⁸。

金融服務暨市場法(Financial Services and Markets Act 2000, FSMA)於條文中明訂立法目的¹⁴⁹：1.市場信心(market confidence)、2.公眾認知(public awareness)、3.保護消費者(the protection of consumer)與 4.減少金融犯罪(the reduction of financial crime)。

FSA 藉由金融服務暨市場法之立法，取得強大的行政調查權以及刑事起訴之權力，藉以處理市場濫用(market abuse)的問題，但是也因此有可能與歐洲人權公約(the European Convention of Human Rights)相扞格，因為某些金融服務暨市場法(FSMA)在形式公開宣稱係涉及行政之制裁，就歐洲人權公約之觀點，卻會被認

¹⁴⁶ 曾宛如，從英國金融服務暨市場法論金融服務之整合，政大法學評論，第九十六期，九十六年四月，頁 103。

¹⁴⁷ 郭大維，英國金融監理機制之探討，證券暨期貨月刊，第二十四卷第十期，2002 年 12 月，頁 15。

¹⁴⁸ 同前註。

¹⁴⁹ FSMA 2000, s 3, 4, 5 & 6.

爲在實質上係屬刑事懲罰¹⁵⁰。

(五) 小結

經過十幾年的努力，英國金融監理於二〇〇一年十二月一日正式邁入單一金融監理體系之紀元，金融服務局(FSA)與大西洋對岸的美國證券交易委員會(SEC)遙相呼應，各自在國內的有價證券市場上進行富彈性而廣泛的規制。以下便基於對英國金融監理發展脈絡之初步瞭解，介紹英國市場操縱法制的發展沿革。



¹⁵⁰ See DAVID TOUBE & JAMES PERRY, THE FINANCIAL SERVICES AND MARKET ACT: A PRACTICAL LEGAL GUIDE 8 (2001).

二、英國市場操縱法制發展沿革

關於英國法制對於市場操縱之規制，係將其劃分至所謂市場濫用(market abuse)概念下予以處理。以下將介紹市場濫用的概念，與其規制發展過程。

(一) 市場濫用(market abuse)概念略述

於英國有價證券市場法制上，存有所謂的市場濫用(market abuse)概念，其下位要素由以下三者組成¹⁵¹：1.內線交易(insider trading)、2.市場操縱(market manipulation)與 3.其他任何妨礙金融市場公平性與運作效率之行爲。

不若美國長期以來就透過行政管制與刑事制裁處理內線交易與市場操縱之問題，一直到近期，英國仍然欠缺特定的計畫用以控制市場濫用(market abuse)，而僅係求諸於投資人各別的小心謹慎與 City 的自律氛圍¹⁵²。

(二) 一九八六年之金融服務法(Financial Services Act 1986)對於市場濫用之規制略述

英國政府意會到，要使基於金融服務法(Financial Services Act 1986)所開啓的大改革(Big Bang)成功，規制市場濫用將會是其中的關鍵，從而透過以下二個途徑規制市場濫用犯罪¹⁵³：1.透過金融服務法第四十七條，將「對於投資的買進或賣出，故意爲虛偽或具誤導性之陳述，或不誠實地隱匿具重要性之事實¹⁵⁴」予以入罪化；2.透過刑事正義法(the Criminal Justice Act 1993, CJA)第五部分，將內線交易與不當利用內線資訊之行爲入罪化；兩者均具有嚴厲的刑罰，可科處罰金或七年以下有期徒刑。

但是上開規制架構過於分裂，而且其對於市場濫用之規制，也過於依賴刑事

¹⁵¹ See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 3 (2006).

¹⁵² See *id.* at 4.

¹⁵³ See *id.* at 5.

¹⁵⁴ 現存於 FSMA 2000 第三九七條。

制裁，從而在其機制的運作上顯現了欠缺效率之一面¹⁵⁵，也因此引發了下一波之改革，而有金融服務暨市場法(Financial Services and Markets Act 2000)之制訂。

(三) 金融服務暨市場法(Financial Services and Markets Act 2000)對於市場濫用的規制略述

金融服務暨市場法於其第八部分第一一八條，規定了關於市場濫用的行政規制規範，基於此規定，市場濫用由以下三類行爲所構成¹⁵⁶：

1. 資訊的濫用：由內線交易與資訊的不當揭露所構成。
2. 虛偽或具誤導性的表象：係指對於投資或相關產品的供給、需求或價格，可能造成虛偽或具誤導性表象之行爲。
3. 扭曲：可能扭曲市場的行爲。

行爲人違反上開規定時，FSA 得以透過運用「規制性懲罰」(regulatory penalties) 予以處置，而非透過刑事制裁予以因應，所謂規制性懲罰，包含了不定量之金錢制裁與其他行政性懲罰¹⁵⁷。

此外，在同法第三九七條亦規範有市場操縱之刑事法制，將於本章第四節詳述之。

(四) 歐盟指令對於英國市場濫用規制法制的影響

作為歐盟會員國之一的英國，其法制往往會受到歐盟指令之影響，因此英國市場濫用法制採用並實踐了「新歐盟市場濫用與內線交易指令」(the new EU

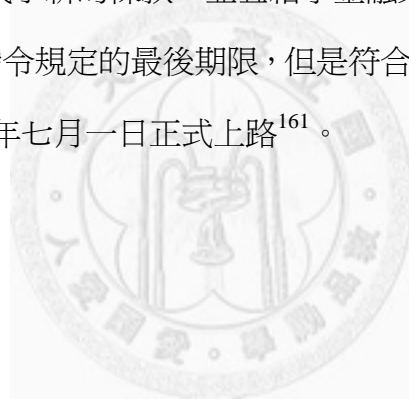
¹⁵⁵ See EMILIOS AVGOULEAS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS 308 (2005).

¹⁵⁶ See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 19 (2006).

¹⁵⁷ See EMILIOS AVGOULEAS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS 310 (2005).

Market Abuse and Insider Trading Directive¹⁵⁸)。理論上，歐盟會員國應該在 2004 年十月十二日前，將歐盟指令融入國內法中，但是英國直到 2005 年七月一日始將市場濫用歐盟指令帶入英國的規制體系裡¹⁵⁹。

該歐盟指令除了要求各會員國指定一個規制市場濫用的主體外，其所描繪的「市場濫用」如下：「他人透過內線交易或市場操縱，導致投資人處於非合理的不利情狀之行爲」；除此之外，該歐盟指令與英國原本的規制體系亦存有若干的出入¹⁶⁰。是故，接受歐盟指令將對英國法制帶來很大的影響，財政部與 FSA 在 2004 年九月十號公布了聯合會議資料(Joint Consultation Paper)，用以提議改變英國立法與 FSA *Handbook of Rules and Guidance*，藉此符合歐盟指令的要求；最終在 2005 年三月結束後，完成了新的條款，並且給予金融業三個月的緩衝期間予以適應，儘管遲誤了歐盟指令規定的最後期限，但是符合歐盟指令的英國市場濫用規制法制也終於在 2005 年七月一日正式上路¹⁶¹。



¹⁵⁸ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on Insider Dealing and Market Manipulation (market abuse), (OJ L96, 12.4.2003). 以下註解簡稱為 Directive。

¹⁵⁹ See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 9 (2006).

¹⁶⁰ 主要可分為二方面，首先，歐盟指令與原有英國規制體系認定市場濫用行爲的標準並不相同，其次，歐盟指令所規定的安全港(safe harborurs)較之英國法制少了許多。See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 10 (2006).

¹⁶¹ See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 11 (2006).

第三節 英國市場操縱行為行政法制

一、英國市場操縱行政法制法律規定

英國市場操縱行政禁令，規範於金融服務暨市場法(Financial Services and Markets Act 2000)第一一八條第五項至第八項¹⁶²，隸屬於上位概念「市場濫用」(market abuse)之下，茲臚列條文如右：

(一) 操縱性交易

subsection (5) of s.118 of the FSMA¹⁶³：「由作成交易、參與作成交易，或買賣的指令，所構成的行為（未與市場上受接受之市場行為的合法理由相符者），

- (a) 創設或可能創設關於一個或一個以上之適格投資，或相關投資的供給、需求、價格或價值的虛偽或具誤導性之表象；或
- (b) 確保一個或一個以上的上述投資之價格，處於異常或人為的水平。」

(二) 操縱性手段

subsection (6) of s.118 of the FSMA¹⁶⁴：「由作成交易、參與作成交易，或買賣的指令，所構成的行為，使用具虛偽性的手段或其他任何形式的欺詐或詭計者。」

(三) 製造與散布投資建議

subsection (7) of s.118 of the FSMA¹⁶⁵：「透過任何方式散布資訊，或導致資訊的散

¹⁶² FSMA, s118; SI 2005/381.

¹⁶³ (5) The fourth is where the behaviour consists of effecting transactions or orders to trade (otherwise than for legitimate reasons and in conformity with accepted market practices on the relevant market) which -

(a) give, or are likely to give, a false or misleading impression as to the supply of, or demand for, or as to the price of, one or more qualifying investments, or

(b) secure the price of one or more such investments at an abnormal or artificial level.

¹⁶⁴ The fifth is where the behaviour consists of effecting transactions or orders to trade which employ fictitious devices or any other form of deception or contrivance.

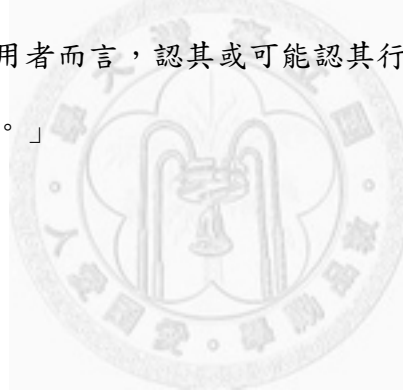
¹⁶⁵ The sixth is where the behaviour consists of the disseminating, or causing the dissemination of,

布，進而創設或可能創設關於一個或一個以上之適格投資，或相關投資的供給、需求、價格或價值的虛偽或具誤導性之表象，且行為人知悉，或有合理期待其知悉系爭資訊係屬虛偽或具有誤導性者。」

(四) 誤導性行為與扭曲市場

subsection (8) of s.118 of the FSMA¹⁶⁶:「行為人不屬於前揭第五、六及七項之行為，按照其與市場之關係，可合理期待其遵守某行為標準，但由市場上的一般使用者觀之，認其或可能認其未遵守者：

- (a) 對於市場上的一般使用者創設或可能創設，關於適格投資或相關投資之供給、需求、價格或價值之虛偽或具誤導性之表象；或
- (b) 對於市場上的一般使用者而言，認其或可能認其行為透過前述的投資，將扭曲，或可能扭曲市場。」



information by any means which gives, or is likely to give, a false or misleading impression as to a qualifying investment by a person who knew or could reasonably be expected to have known that the information was false or misleading.

¹⁶⁶ The seventh is where the behaviour (not falling within subsection (5), (6) or (7)) -

- (a) is likely to give a regular user of the market a false or misleading impression as to the supply of, demand for or price or value of, qualifying investments, or
- (b) would be, or would be likely to be, regarded by a regular user of the market as behaviour that would distort, or would be likely to distort, the market in such an investment, and the behaviour is likely to be regarded by a regular user of the market as a failure on the part of the person concerned to observe the standard of behaviour reasonably expected of a person in his position in relation to the market.

二、英國市場操縱行政法制介紹

英國法上市場操縱之**行為態樣分類**，大抵可分成¹⁶⁷：

1. 以資訊作為基礎的市場操縱行為。
2. 以偽作交易作為基礎的市場操縱行為。
3. 價格操縱行為，其中又包括：
 - (1) 以真實交易作為基礎的市場操縱行為。
 - (2) 支配性市場操縱行為。
 - (3) 以契約作為基礎的市場操縱行為。

但是在英國市場操縱行政法制上之**規範模式分類**，並未與上開分類有密切之對應，相反地，彼此間具有錯落重合之關係。英國市場操縱行政法制，規範於金融服務暨市場法(Financial Services and Markets Act 2000)第一一八條第五項至第八項，但是除了法律條文本身外，欲詳究英國市場操縱法制的樣貌，我們也必須瞭解由金融服務局(FSA)所發布的相關解釋性規則(explanatory regulations)¹⁶⁸：「市場行為準則」(Code of Market Conduct¹⁶⁹)。

為了說明上之便利，本文以下便從英國市場操縱行政法制的**規範模式分類**出發，透過 FSA 所發佈的「市場行為準則」與相關歐盟指令，佐以市場操縱行為**態樣分類**，進而介紹金融服務暨市場法相關市場操縱行政禁令的實質面貌。

¹⁶⁷ See EMILOS AVGOULEAS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS 119 (2005).

¹⁶⁸ FSA 所發佈的解釋性規則中，主要可以分為四種：rule (R)、evidential provisions (E)、guidance (G)、conclusive(C)，彼此之間具有效力位階的差異，rule (R)對於被規制者具有法律拘束力，違反之將可觸發 FSA 的執行政程序；evidential provisions (E)本身並不具有法律拘束力，其功能主要有二，第一，一旦符合或違反 evidential provisions (E)，將產生符合或違反某具法律拘束力之規範的表面證據，惟得透過反證辯駁之，第二，evidential provisions (E)提供某些要素作為判斷系爭行為是否構成市場濫用的參考；guidance (G) 不具有法律拘束力，主要功能為說明 FSA 的相關態度或意見；conclusive(C)具有強烈的列舉效果，用以指出依據 FSA 的意見，哪些行為並不構成市場濫用。與市場操縱法制相關的解釋性規則，多為 evidential provisions (E)、guidance (G)或 conclusive(C)，以下在引註相關解釋性規則時，最後的大寫字母將用以說明系爭規則的效力位階。

¹⁶⁹ 以下引註縮寫為 MAR。

(一) 操縱性交易

金融市場暨服務法第一一八條第五項，規範了「操縱性交易」：

「由作成交易、參與作成交易，或買賣的指令，所構成的行為（未與市場上所接受之市場行為的合法理由相符者），

- (a) 創設或可能創設關於一個或一個以上之適格投資，或相關投資的供給、需求、價格或價值的虛偽或具誤導性之表象；或
- (b) 確保一個或一個以上的上述投資之價格，處於異常或人為的水平。」

1. 操縱性交易之例示

「操縱性交易」(manipulating transactions)此一市場操縱類別，係 FSA 基於歐盟市場濫用指令 Article 1.2¹⁷⁰之基礎擴充而來¹⁷¹，其行為態樣多為「價格操縱」行為¹⁷²，在其所發佈的「市場行為準則」中，揭示了以下的行為係「操縱性交易」，從而構成市場濫用¹⁷³：

- (1) 收盤前交易：於欠缺合法理由的情況下，於市場收盤時買進與賣出適格投資，從而誤導以收盤價格作為行動基礎的投資人。本類型之市場操縱行為，多以真實交易作為其態樣。
- (2) 沖洗買賣：於欠缺合法理由的情況下，對於適格投資的買進或賣出，未改變實質上的利益或市場風險，或該實質利益與市場風險之移轉，僅存在於共謀的行為人之間。本類型係屬「以偽作交易為基礎之市場操縱行為」。
- (3) 連續交易：意圖創設適格投資的交易熱絡或價格走勢之表象，而為公眾得以共見共聞之連續交易者。本類型係屬「以真實交易作為基礎之市場濫用

¹⁷⁰ See Directive, Art.1.2.

¹⁷¹ See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 48 (2006).

¹⁷² See EMILIOS AVGOULEAS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS 349 (2005).

¹⁷³ MAR 1.6.2 E.

行爲」。

- (4) 電子交易：爲了創設適格投資在某價位之供給或需求的誤導性表象，而在電子交易系統中，以高於前一買方出價或低於前一賣方出價之價格，爲買賣的指令，於該指令未被執行前，撤回其指令者。

行爲人一旦爲上開所例示之行爲，將構成其從事市場操縱的表面證據，除非能夠提出反證予以推翻，否則將違反市場操縱禁令。

2. 「價格定位」與「確保價格」

金融服務暨市場法第一一八條第五項 b 款，規定了所謂「價格定位」(price positioning)¹⁷⁴類型之市場操縱行爲，FSA 列出了以下要件，作爲判斷系爭行爲是否構成「價格定位」之參考¹⁷⁵：

- (1) 行爲人對於適格投資或相關投資的價格或價值，具有直接或間接之利益。
- (2) 系爭投資的價格、利率或選擇權的波動性，超乎每日、每週或每月之通常範圍。
- (3) 對於適格投資或相關投資，行爲人是否連續地提高或者降低其買價或賣價。

學者指出，上開要素並不意味市場投資人不能在對其最有利之時間或數量條件下爲交易（無論其目的係著眼於長期投資決策、風險控管抑或短線投機），其僅係操縱性交易之必要條件之一耳¹⁷⁶。

而其具體化之例子，則在 MAR 1.6.4 E. 中有所揭示，概念上與所謂之「確保

¹⁷⁴ 即爲「價格操縱」此一類型之市場操縱行爲，其下位概念包括「以真實交易爲基礎之市場操縱行爲」、「支配性市場操縱行爲」以及「以契約爲基礎之市場操縱行爲」。See EMILIOS AVGOULEAS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS 137 (2005).

¹⁷⁵ MAR 1.6.10 E.

¹⁷⁶ See EMILIOS AVGOULEAS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS 352 (2005).

價格」(securing the price)¹⁷⁷相同：

- (1) 於欠缺合法理由的情況下，行為人或共謀之行為人所為之交易或買賣的指令，在適格有價證券之供給或需求上，確保了宰制性的交易部位(position)，進而直接或間接地固定買價、賣價或創造其他不公平的交易情況者。本類型為「支配性市場操縱行為」。
- (2) 相對成交：於欠缺合法理由的情況下，相同當事人或共謀之當事人，以同一時間或相近之時間、相同價格與數量，為特定交易之買進及賣出指令者。但系爭交易若與相關交易平台之規則相符，而為合法的交易者，不在此限。本類型係屬「以偽作交易作為基礎之市場濫用行為」。
- (3) 電子交易：於欠缺合法理由的情況下，為了移動適格投資的價格，而在電子交易系統中，以高於前一買方出價或低於前一賣方出價之價格，為二次以上的小額買賣指令者。
- (4) 濫用性擠壓軋空(abusive squeeze)：本款市場操縱類型係屬「支配性市場操縱行為」，其概念來自於「反托拉斯法」，意指擁有衍生性金融商品多頭部位之行為人，透過壟斷現貨市場或取得大量衍生性金融商品之部位，於履約時期來臨時，逼迫衍生性金融商品之賣方接受其所指定之價格而為現貨交割之行為¹⁷⁸。構成濫用性擠壓軋空，需符合以下三條件：
 - a. 行為人對於適格投資、相關投資或衍生性金融商品之標的資產的供給、需求或交易機制，具有重大的影響力；
 - b. 行為人直接或間接擁有的投資部位，其適格投資、相關投資或衍生性金融商品的數量，係處於可交易的狀態者；並且
 - c. 意圖將價格定位在受扭曲的水平上，使其他人必須在此價格上為交易，或延緩交易，進而履行其關於適格投資之義務，而從事其行為者（該意圖不須為

¹⁷⁷ MAR 1.6.4 E.

¹⁷⁸ See EMILIOS AVGOULEAS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS 150-153 (2005).

從事交易的唯一理由，但是必須為行為人的動機性目的)。

(5)在初次發行期間分配有適格投資的當事人，為了迫使該適格投資之價格達到某一人為水平，並自其他投資人處攫取利益，共謀在買賣開始時，買進更多持份的適格投資，並隨後賣出者。本類型係屬「以真實交易作為基礎之市場濫用行為」。

(6)為了避免發行者面臨不利的結果，透過交易或買賣的指令，以便創造價格跌落至某特定水平下之障礙者。本類型係屬「以真實交易作為基礎之市場濫用行為」。

(7)為了不當影響於其他特定市場上交易之同一或相關適格投資之價格，而在某一市場或交易平台上買賣者。本款市場操縱行為係屬所謂之「跨市場交易」，類型上屬於「以契約作為基礎之市場濫用行為」，其行為客體多涉及衍生性金融商品與標的資產間的連動性¹⁷⁹。

行為人一旦為上開所例示之行為，將構成其從事市場操縱的表面證據，除非能夠提出反證予以推翻，否則將違反市場操縱禁令。

3. 「於欠缺合法理由的情況下」此一要件解釋

由以上的說明可知，在某些構成「操縱性交易」的行為類型中，尚要求所謂的「於欠缺合法理由的情況下」此一要件，關於此要件，FSA 臚列以下因素，作為判斷系爭行為欠缺合法理由之參考¹⁸⁰：

- (1) 若行為人於系爭交易背後，存有引誘他人買賣某適格投資或對該適格投資的價格予以定位或移動之意圖者。
- (2) 若行為人於交易或買賣指令背後，存有其他不合法之理由者。
- (3) 若系爭交易意圖創設虛偽或具誤導性之表象，而以某特殊的方式進行者。

¹⁷⁹ See *id.* at 143-146.

¹⁸⁰ MAR 1.6.5 E.

另一方面，FSA 尚臚列以下因素，作為判斷系爭行為具有合法理由之參考¹⁸¹：

- (1) 若系爭交易係追求對第三人的具優先地位的法律上或規則上之義務者。
- (2) 若系爭交易進行之方式，考量到整體市場運作的公平性與效率之需求者。
- (3) 系爭交易通常建立了新的投資部位，並因而達到暴露於市場風險下之程度，而非了結某一投資部位，進而移除了市場風險者。
- (4) 若系爭交易進行的方式，合乎相關特定市場之規則者。

4.不構成市場濫用之例示

FSA 指出，在下列狀況下，系爭行為本身並不足以構成市場濫用：

- (1) 不論係基於長期投資、風險管理或短線投資操作之目的，市場使用者交易的時間與數量對其最為有利，並且尋求利益的最大化者¹⁸²。FSA 認為，上述行為經常促進市場的流動性與效率¹⁸³。
- (2) 以通常範圍外之價格為買賣¹⁸⁴。該價格可能導因於供給與需求的適當交互作用¹⁸⁵。

然而，上開例示僅係 FSA 的意見陳述，並不具有法律上的拘束力或表面證據的效力。

5.可能構成「操縱性交易」之例示

FSA 尚且提出以下例子，認其可能構成「操縱性交易」¹⁸⁶：

- (1) 行為人以異於系爭投資正常交易價格的水平，同時買進與賣出同一投資，進

¹⁸¹ MAR 1.6.6 E.

¹⁸² MAR 1.6.7 G.

¹⁸³ See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 50 (2006).

¹⁸⁴ MAR 1.6.8 G.

¹⁸⁵ See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 50 (2006).

¹⁸⁶ MAR 1.6.15 E.

而創設形式上所有權或風險之移轉。行為人所握有的選擇權價值與該投資相關，其目的在於透過將系爭投資之價格定位在某一人為水平上，繼而從中漁利或規避損失。前例即為所謂之「沖洗買賣」，後例則涉及「跨市場交易」，係屬「以契約為基礎之市場操縱行為」¹⁸⁷。

- (2) 行為人大量購入商品期貨，該商品期貨之價格與其所持有的衍生性金融商品之價值互有關連者。其目的在於透過將系爭商品期貨之價格定位在某一人為水平上，繼而從該衍生性金融商品上漁利或規避損失。本例涉及「跨市場交易」，係屬「以契約為基礎之市場操縱行為」¹⁸⁸。
- (3) 行為人擁有以某投資之指數（例如道瓊工業指數）作為投資標的之投資商品的空頭部位。在系爭投資（如道瓊工業）之價格跌落至某一水平時，其以指數作為投資標的的投資商品之空頭部位將因此獲利。行為人基於將該投資（如道瓊工業）之價格定位在某一虛偽、具誤導性的人為的水平上，從而能使其在平倉中獲利之意圖，進而在收盤前，對作為系爭投資商品之標的的投資（如道瓊工業）下達大量賣出指令者。本例涉及「跨市場交易」，係屬「以契約為基礎之市場操縱行為」¹⁸⁹。
- (4) 基金經理人的每季業績，是透過季末的投資組合價值之升降予以評定。其意圖提高投資組合的價值，並且增進業績的評比，進而對其投資組合中流動性相對較低的部分大量下達買進之指令。行為人的目的在於將前述投資組合中流動性相對較低的部分之價格，定位在某一虛偽、具誤導性的人為的水平上。本例係屬「以契約為基礎之市場操縱行為」¹⁹⁰。

行為人一旦為上開所例示之行為，將構成其從事市場操縱的表面證據，除非能夠提出反證予以推翻，否則將違反市場操縱禁令。

¹⁸⁷ See EMILOS AVGOULEAS, *THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS* 143-146 (2005).

¹⁸⁸ See *id.*

¹⁸⁹ See *id.* at 145.

¹⁹⁰ See *id.* at 147.

6. 操縱性交易的實質內涵

學者指出，FSA 所提出的種種案例，確實為判斷何種行為構成「操縱性交易」提供了一些參考的基礎，但是這並不意味著「操縱性交易」僅止於上述所列出者，真正關鍵性的因素在於「系爭交易之進行，是否具有將系爭價格定位在某一虛偽、具誤導性或人為的水平上之意圖」¹⁹¹。是故，如果行為人具有上述的意圖，便可推斷系爭行為構成市場濫用。

7. 是否構成操縱性交易所需考慮之因素

FSA 列出了以下種種因素，作為判斷系爭交易或買賣之指令是否構成「操縱性交易」，因而該當市場濫用之判準¹⁹²：

- (1) 系爭買賣指令或交易之進行，佔當天市場上相關金融工具交易量之大宗，特別在上開活動引起該等金融工具價格的重大變化時。
- (2) 由二人以上，在某金融工具上擁有大量多頭或空頭之投資部位者，所進行的系爭買賣指令或交易，造成在市場上交易之前述金融工具、相關衍生性金融商品或標的資產價格重大變化。
- (3) 系爭交易之進行是否未移轉金融工具的實質所有權。
- (4) 系爭買賣指令或交易之進行，在短期內了結投資部位而獲利，且佔當天市場上相關金融工具交易量之大宗，並往往伴隨該金融工具價格的重大變化。
- (5) 系爭買賣指令或交易之進行，集中在短暫之期間，並且隨後導致價格之變化。
- (6) 行為人下達系爭買賣指令，進而改變在市場上交易之某金融工具之最佳買價或賣價，或者普遍性地改變市場參與者可望成交的買、賣價，而在系爭指令執行前撤回之。

8. 安全港 (safe harbour)

¹⁹¹ See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 51 (2006).

¹⁹² MAR 1.6.9 E.

本類型之市場操縱行爲，不存在安全港 (safe harbour)條款¹⁹³。

(二) 操縱性手段

金融服務暨市場法(FSMA)第一一八條第六項，試圖規範用以影響市場對系爭交易或買賣指令觀感之虛偽手段，以及其他形式的欺詐¹⁹⁴：

「由作成交易、參與作成交易，或買賣的指令，所構成的行爲，使用具虛偽性的手段或其他任何形式的欺詐或詭計者。」

1. 「操縱性手段」例示

對於此種「操縱性手段」之例子，FSA 在其所發佈的解釋性行政規則中，有所論述¹⁹⁵：

- (1) 行爲人擁有某金融工具的投資部位，利用偶然的機會在傳統性或電子化媒體上發表關於系爭金融工具的意見（或間接關於其發行人之資訊），隨後藉由前述意見對系爭金融工具價格之影響而漁利，而未透過適當且具效率之方式向公眾揭露利益衝突之情況者。本類型係屬「以資訊作為基礎之市場操縱行爲」。
- (2) 透過交易或連續交易，隱蔽適格投資的所有權歸屬，藉由將適格投資的名義上持份，移轉至共謀者上，進而規避揭露之義務，導致關於系爭投資持份的資訊揭露受到誤導者。
- (3) 行爲人擁有適格投資的多頭部位，意圖增加該投資之價格，從而散布關於該投資具誤導性的正面資訊者。本類型係屬「以資訊作為基礎之市場操縱行爲」。
- (4) 行爲人擁有適格投資的空頭部位，意圖降低該投資之價格，從而散布關於該投資具誤導性的負面資訊者。本類型係屬「以資訊作為基礎之市場操縱行爲」。

¹⁹³ See JONATHAN RUSSEN, FINANCIAL SERVICES—AUTHORISATION, SUPERVISION, AND ENFORCEMENT: A LITIGATOR'S GUIDE 214 (2006).

¹⁹⁴ 意指「具誤導性之聲明」而言。See EMILIOS AVGOULEAS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS 355 (2005).

¹⁹⁵ MAR 1.7.2 E(1).

行為人一旦為上開所例示之行爲，將構成其從事市場操縱的表面證據，除非能夠提出反證予以推翻，否則將違反市場操縱禁令。

FSA 進一步地提出下列狀況，用以說明行為人為「操縱性手段」時，所可能透過的虛偽性手段或其他欺詐性方式¹⁹⁶：

- (1) 兩人以上之人士，於其或與其相關之人士散布關於某適格投資的虛偽或具誤導性之資訊當前或隨後，下達對該投資之買賣指令或從事交易者。
- (2) 兩人以上之人士，於其或與其相關之人士製造或散布關於某適格投資的研究或投資建議的前後（系爭研究或投資建議係屬錯誤、偏執或明顯受到關鍵利益之影響），下達對該投資之買賣指令或從事交易者。

2. 安全港 (safe harbour)

本類型之市場操縱行爲，不存在安全港 (safe harbour)條款¹⁹⁷。

(三) 製造與散布投資建議

學者指出，金融服務暨市場法(FSMA)所規制的前述「操縱性手段」，與其所規範的第七項行爲「製造與散布投資建議」有所重疊，而後者在不當進行的情況下，亦將構成市場濫用¹⁹⁸：

「透過任何方式散布資訊，或導致資訊的散布，進而創設或可能創設關於一個或一個以上之適格投資，或相關投資的供給、需求、價格或價值的虛偽或具誤導性之表象，且行為人知悉，或有合理期待其知悉系爭資訊係屬虛偽或具有誤導性者。」

¹⁹⁶ MAR 1.7.3 E.

¹⁹⁷ See JONATHAN RUSSEN, FINANCIAL SERVICES—AUTHORISATION, SUPERVISION, AND ENFORCEMENT: A LITIGATOR'S GUIDE 215 (2006).

¹⁹⁸ See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 54 (2006).

歐盟指令要求，於製造或散布研究、建議或投資策略時，必須以合乎公平的方式為之，並且揭露利益衝突之情況¹⁹⁹。由於歐盟指令授權歐盟會員國自行選擇最恰當的規制方式（其中包括自律機制）以符合歐盟指令管制「製造與散布投資建議」之要求，從而 FSA 指出，因為歐盟指令的規範範圍超過公司與銀行，甚至及於發表投資建議的記者，是故自律機制在這些案例中將有其必要性，蓋與專門發布投資建議的銀行或公司基於法規原本即負有某些揭露義務相較，此等發表投資建議的記者需課予其額外的義務以符公平與揭露利益衝突的需求²⁰⁰。

1.以「製造與散布投資建議」形式而構成市場濫用之例示

金融服務暨市場法(FSMA)第一一八條第七項規範了投資資訊之散布，本類型之市場操縱行為均屬「以資訊作為基礎之市場操縱行為」。為了具體化上開法律之規範重點，FSA 在「市場行為準則」中指出，下列散布行為可能構成市場濫用²⁰¹：

- (1) 行為人在網際網路佈告欄或聊天室，張貼某公司（其股份為適格投資）合併的虛偽或具誤導性之陳述，而其明知該資訊係屬虛偽或具誤導性者。
- (2) 行為人從事某受管制之資訊服務，其所提供的關於某適格投資之資訊，係屬虛偽或具誤導性，而其對系爭資訊究屬虛偽或具誤導性與否，具有重大過失者。

行為人一旦為上開所例示之行為，將構成其從事市場操縱的表面證據，除非能夠提出反證予以推翻，否則將違反市場操縱禁令。

學者指出，在上面的例子中應當注意者，係「結果」之存在與否並非決定是否構成市場濫用的關鍵，但是主觀要素仍須具備，以第一個例子來說，行為人對

¹⁹⁹ See Directive, Art. 6.5.

²⁰⁰ See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 55 (2006).

²⁰¹ MAR 1.8.6 E.

於系爭資訊的虛偽不實，必須具有積極性的認知，而在第二個例子當中，僅需要具備重大過失即可歸責²⁰²，至於其標準，則端賴正常而理智之人在任何情況下，是否能夠知悉、或應該知悉或可合理期待其知悉系爭資訊係屬虛偽或具誤導性²⁰³。此外，有價證券之發行人未盡合理之注意進而確認系爭資訊是否係屬虛偽或具誤導性，而仍發布該等虛偽或具誤導性之資訊者，亦構成市場濫用²⁰⁴。

此外，上揭例子中，行為人是否透過其自身的股票交易而獲利，並非構成市場濫用行為的重點²⁰⁵。

2. 新型態之發展

學者指出，投資媒介者（發行人、證券經紀商等）與投資分析師看似本項市場操縱行為禁令的主要規制對象，但是網際網路、電子看板與網路聊天室之發展，卻使得資訊的來源產生「匿名化」之作用，除了造成追訴之困難外，基於網路的無遠弗屆，司法管轄權的相關問題也將逐漸浮現²⁰⁶。

3. 安全港 (safe harbour)

本類型之市場操縱行為，不存在安全港 (safe harbour) 條款²⁰⁷。不過需注意者，金融服務暨市場法第一一八 A 條第四項規定，當記者基於其專業能力而散布資訊時，除非其因此直接或間接攫取利益或好處，否則不應干涉其專業。

²⁰² See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 55-56 (2006).

²⁰³ MAR 1.8.4 E.

²⁰⁴ See *id.*

²⁰⁵ See JONATHAN RUSSEN, FINANCIAL SERVICES—AUTHORISATION, SUPERVISION, AND ENFORCEMENT: A LITIGATOR'S GUIDE 216 (2006).

²⁰⁶ See EMILOS AVGOULEAS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS 356-357 (2005).

²⁰⁷ See JONATHAN RUSSEN, FINANCIAL SERVICES—AUTHORISATION, SUPERVISION, AND ENFORCEMENT: A LITIGATOR'S GUIDE 216 (2006).

(四) 誤導性行爲與扭曲市場

金融服務暨市場法第一一八條第八項，規範了「誤導性行爲」與「扭曲市場」：

「行爲人不屬於前揭第五、六及七項之行爲，按照其與市場之關係，可合理期待其遵守某行爲標準，但由市場上的一般使用者觀之，認其或可能認其未遵守者：

(a)對於市場上的一般使用者創設或可能創設，關於適格投資或相關投資之供給、需求、價格或價值之虛偽或具誤導性之表象；或

(b)對於市場上的一般使用者而言，認其或可能認其行爲透過前述的投資將扭曲，或可能扭曲市場。」

學者指出，本項之立法性質，明顯屬於「概括性條款」²⁰⁸，用以補漏未符合前揭市場操縱類型的可疑市場行爲。

1. 歐盟指令對於「扭曲市場」之詮釋

歐盟指令指出，「扭曲市場」²⁰⁹由以下的不當行爲所構成²¹⁰：

(1) 意圖導致短缺的買賣行爲，包含：

- a. 行爲人在任何資產或衍生性金融商品中，確保某宰制性之投資部位，用以操縱其價格，達到壟斷市場之目的。本類型係屬「支配性市場操縱行爲」。
- b. 行爲人對於需求與供給施以充分的影響力，藉以支配任意與不正常之價格，此等行爲也就是所謂的「濫用性擠壓軋空」。本類型係屬「支配性市場操縱行爲」。

(2) 於特定時期所進行的買賣行爲：

²⁰⁸ See *id.* at 217.

²⁰⁹ 其概念上係與「以契約爲基礎之市場濫用行爲」及「支配性市場操縱行爲」有所重合。

²¹⁰ Implementing Directive 2003/124, Arts 4 & 5.

- a. 行爲人透過於收盤前買賣，改變某收盤價格，或操縱以收盤價格作為基礎的交易；
- b. 行爲人買賣的目的在於干涉衍生性金融商品的現貨價格或收盤價格；
- c. 行爲人透過買賣，改變現貨價格或操縱以現貨價格作為指數的交易。

2.構成「誤導性行爲」或「扭曲市場」與否之考量因素

FSA 在「市場行爲準則」中，提供了某些因素，作為判斷系爭行爲是否構成「誤導性行爲」或「扭曲市場」，其主要關鍵在於系爭行爲是否對相關市場的一般使用者，創設關於某適格投資或相關投資的供給、需求、價格或價值之虛偽或具誤導性之表象²¹¹：

- (1) 系爭市場使用者的經驗與知識。
- (2) 系爭市場之結構，包括其報表、申報書或透明度的要求之高低。
- (3) 系爭市場法律與管理的規定。
- (4) 行爲人的身份與地位。
- (5) 行爲人活動的透明度與資訊揭露之程度。

FSA 尚且提供了以下因素，作為判斷系爭行爲是否創設了關於某適格投資的供給、需求、價格或價值之虛偽或具誤導性之表象，以及是否構成扭曲市場的參考²¹²：

- (1) 系爭交易是否出於追求對第三人具優先地位的法律上或規則上之義務。
- (2) 系爭交易所進行之方式，是否考量到整體市場運作的公平性與效率之需求。
- (3) 系爭市場的特徵，諸如使用者、適用的規則、行爲準則等。
- (4) 系爭行爲人的地位、根據其經驗、知識與能力而可期待其所應遵守的行爲標準。

²¹¹ MAR 1.9.4 E

²¹² MAR 1.9.5 E

- (5) 系爭交易進行的方式，是否合乎相關特定市場之規則者。
- (6) 當某組織創設了虛偽或具誤導性之表象時，於探究個別行為人是否需要負責時，需考量系爭行為人是否具有管道得知處於 Chinese wall²¹³或類似管理機制背後的資訊，答案若為肯定，其行為即有可能創設了虛偽或具誤導性之表象。

學者指出，主客觀因素的混合考慮，對於判斷系爭行為是否構成「誤導性行為」或「市場扭曲」係有幫助的，但是條文採用了「一般使用者標準」(regular user test)，是故須透過「金融市場上一般使用者的理性行為」之假設，進而判斷違法行為之存在，如此一來，將惡化關於金融市場暨服務法第一一八條第八項「誤導性行為」與「扭曲市場」的證據判斷困境與難題²¹⁴。

3. 安全港 (safe harbour)

本類型市場操縱行為之安全港 (safe harbour)條款主要有三²¹⁵：

- (1) 規範於 MAR 1.9.3 C，涉及對於倫敦金屬交易所(London Metal Exchange)多頭部位持有者的種種要求。
- (2) 規範於 MAR 1.10.4 C，涉及 Takeover Code 所要求的揭露義務。
- (3) 規範於 MAR 1.10.5 C，同樣涉及 Takeover Code，但是更為特定而具體，主要係指 Takeover Code 下的 rule 4.2 所明顯允許或要求之行為。

因此倘若行為人之行為符合上開安全港 (safe harbour)條款之要求，將不會構成市場濫用行為。

²¹³ 指證券包銷部門與後勤或交易部門的訊息與職能隔離之機制，以防敏感性的消息外洩，造成利益之衝突。

²¹⁴ See EMILIOS AVGOULEAS, *THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS* 358 (2005).

²¹⁵ See JONATHAN RUSSEN, *FINANCIAL SERVICES—AUTHORISATION, SUPERVISION, AND ENFORCEMENT: A LITIGATOR'S GUIDE* 218 (2006).

(五) 違反英國市場操縱行政法制之懲罰

1. 懲罰的多樣性

對於違反英國市場操縱行政法制之行為人，FSA 得以運用種類繁多之手段予以制裁²¹⁶，諸如主動變更或取消相關之許可或授權、發表公開的譴責或聲明、撤銷相關人員資格、金融懲罰等²¹⁷。

其中絕大部分顯屬單純行政上規制之手段或制裁，而與本論文最直接相關者，洵屬「金融懲罰」(financial penalties)，因此以下僅就此項行政制裁略為說明。

2. 金融懲罰

所謂「金融懲罰」，實際上就是 FSA 基於金融服務暨市場法第一百二十三條第一項以及 FSA *Handbook Enforcement Manual* 14.3.1G 之規定，而能對於違反市場操縱行政法制者科予罰鍰之權力。

此項權力之最大特色，在於其罰款金額並無上限，換言之，FSA 得以依據其自我之判斷，在考慮到系爭個案的適當性下，用以決定系爭罰款金額之額度是否足夠²¹⁸。

也就是因為此項特色，使得系爭「行政制裁」有可能受到歐洲人權法院的質疑，認其實質上係「刑事懲罰」，從而需賦予被告若干刑事訴訟上之程序保障，關於此問題，詳待後述。

²¹⁶ ENF 1, *et seq.*

²¹⁷ See Alistair Alcock, *Five Years of Market Abuse*, 28(6) *Comp. Law.* 163, 168-170 (2007).

²¹⁸ FSMA, s.123(1)(2).

第四節 英國市場操縱刑事法制

學者指出，英國市場濫用行政機制存在之目的，並不是爲了取代現有之刑事規範，而係與現有刑事規範並肩合作，藉而規制更大範圍之市場活動，不過，部分市場濫用禁令確實爲刑法之一部分，則無疑義²¹⁹。基於金融服務暨市場法的授權，FSA 擁有十分彈性之監理能力，對於某市場濫用案件，能夠決定將其導入行政或刑事程序，而分別適用不同的訴訟程序與證據證明程度。

英國市場濫用行政法制主要與二個已然存在之刑事規範有所關連，首先，是規範於刑事正義法(Criminal Justice Act)第五十二條關於內線交易之規定，其次則是金融服務暨市場法第三九七條²²⁰之規定，在行爲人透過以下之方式，而意圖引誘或勸阻他人爲投資決策時，予以入罪，條文如下²²¹：

「(1)本項適用在以下行爲人上：

- (a)行爲人發表陳述、承諾或預測，而瞭解其對於具重要性之項目，將導致誤導、虛偽或詐欺之效果者。
- (b)行爲人不誠實地隱瞞與某陳述、承諾或預測相關之重要性事實；

²¹⁹ See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 159 (2006).

²²⁰ FSMA 2000, s 397.

²²¹ See Section 397 Misleading statements and practices

(1) This subsection applies to a person who—

(a) makes a statement, promise or forecast which he knows to be misleading, false or deceptive in a material particular;

(b) dishonestly conceals any material facts whether in connection with a statement, promise or forecast made by him or otherwise; or

(c) recklessly makes (dishonestly or otherwise) a statement, promise or forecast which is misleading, false or deceptive in a material particular.

(2) A person to whom subsection (1) applies is guilty of an offence if he makes the statement, promise or forecast or conceals the facts for the purpose of inducing, or is reckless as to whether it may induce, another person (whether or not the person to whom the statement, promise or forecast is made)—

(a) to enter or offer to enter into, or to refrain from entering or offering to enter into, a relevant agreement; or

(b) to exercise, or refrain from exercising, any rights conferred by a relevant investment.

(3) Any person who does any act or engages in any course of conduct which creates a false or misleading impression as to the market in or the price or value of any relevant investments is guilty of an offence if he does so for the purpose of creating that impression and of thereby inducing another person to acquire, dispose of, subscribe for or underwrite those investments or to refrain from doing so or to exercise, or refrain from exercising, any rights conferred by those investments.

(c)行為人因重大過失(不誠實或其他因素)而對於具重要性之項目，發表具誤導性、虛偽或詐欺性之陳述、承諾或預測。

(2)受第一項適用之行為人，其發表陳述、承諾或預測之目的在於引誘(或基於重大過失而引誘)其他人(不論是否為上開陳述所欲傳達之人)為下列行為者，將因為違法而擔負刑事責任：

(a)對於相關契約為要約或承諾，或抑制使之不為；

(b)行使來自於相關投資之權利，或抑制使之不行使。

(3)任何人意圖藉由創設投資表象而引誘或抑制他人買進、拋售、預定或認購相關投資，或引誘、抑制他人行使基於相關投資之權利，而透過任何方法或手段，對於市場或相關投資之價格或價值，創設虛偽或具誤導性之表象者，將因為違法而承擔刑事責任。」

觀察條文，其所規範之市場操縱類型，主要分為二類：

一、誤導性之陳述與不誠實地隱匿資訊

此項市場操縱類型規範於前揭條文，亦即金融服務暨市場法第三九七條第一、二項中。

(一) 要件解釋

1.不誠實

行為人為誤導性之陳述時，不需檢驗是否構成「不誠實」此一要件，但在不誠實地隱匿資訊部分，則有驗證此一要件之必要。至於是否構成「不誠實」此一要件，實務見解指出，需以客觀標準切入，亦即以理智而誠實之人的一般標準作

為其準繩²²²。

2. 重大過失

關於「重大過失」(recklessly)此一要件，英國實務見解已然在判例法中表達過意見，在涉及 1958 年反詐欺法(the Prevention of Fraud Act 1958)第十三條的案子中，法官指出，所謂重大過失，按照其在英文中的一般意義，運用在發表具誤導性之陳述時，係指行為人魯莽地發表陳述，而不在乎究竟是否存有事實得以作為其依據而言²²³。按照此等見解，此處所謂「重大過失」，已接近歐陸刑法體系中的「未必故意」概念。

3. 引誘

「引誘」係構成發表具誤導性陳述或不實隱匿資訊之另一要件，行為人必須基於「引誘」或「抑制」他人為投資決策或行使權利之意圖，而發表具誤導性陳述或不實隱匿資訊方能成罪；惟基於條文規定，行為人對於其散布或隱匿資訊的行為是否會「引誘」或「抑制」他人為投資決策或行使權利，**抱持一種魯莽且漠不關心之態度而仍為之者**，將會符合「重大過失」之要件，進而構成犯罪²²⁴，惟依據此等解釋，此處所謂之「重大過失」，在實際上似乎已成為「未必故意」。

誤導性資訊之接收者，是否真的因此受到引誘而為投資決策或行使相關權利，或受到抑制而不為上開行為，並非本罪成立與否之關鍵²²⁵。

(二) 法定免責事由

²²² [1982] QB 1053. *See* EMILIOS AVGOULEAS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS 315 (2005).

²²³ [1963] 1 QB 935. *See* EMILIOS AVGOULEAS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS 315 (2005).

²²⁴ *See* EMILIOS AVGOULEAS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS 315 (2005).

²²⁵ 這樣的見解，也在上訴法院解釋關於 1987 年銀行法(the Banking Act 1987)第三十五條第一項類似法律用語時，得到支持。*See id.* at 315.

關於金融服務暨市場法第三九七條第二項 a 款之控訴，行為人得以透過證明其所發表之陳述、承諾或預測符合安定操作規則或資訊控管規則之規定，而得以免責²²⁶。

二、誤導性之手段或行爲

本類型之市場操縱行爲，規範於金融服務暨市場法第三七九條第三項中。本款市場操縱類型之立法，其目的在於禁止透過任何手段、方式或其他可能導致詐欺、欺騙或誤導市場之行爲，其規範內容包含「偽作交易」以及「價格操縱」²²⁷。

(一) 決定是否構成「誤導性之手段或行爲」之判準

什麼樣的行動或措施會構成誤導性之手段或行爲，確實有其定義上之困難，從而 FSA 在「市場行爲準則」中，也提供了某些因素，作為判斷系爭行爲是否構成「誤導性行爲」或「扭曲市場」之參考標準，其主要關鍵在於系爭行爲是否對相關市場的一般使用者，創設關於某適格投資或相關投資的供給、需求、價格或價值之虛偽或具誤導性之表象²²⁸：

1. 系爭市場使用者的經驗與知識。
2. 系爭市場之結構，包括其報表、申報書或透明度的要求之高低。
3. 系爭市場法律與管理的規定。

²²⁶ See Section 397 Misleading statements and practices

(4) In proceedings for an offence under subsection (2) brought against a person to whom subsection (1) applies as a result of paragraph (a) of that subsection, it is a defence for him to show that the statement, promise or forecast was made in conformity with price stabilising rules or control of information rules.

²²⁷ See EMILIOS AVGOULEAS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS 317 (2005).

²²⁸ MAR 1.9.4 E 實際上，MAR 1.9.5 E 在此也有其適用：

1. 系爭交易是否出於追求對第三人具優先地位的法律上或規則上之義務。
2. 系爭交易所進行之方式，是否考量到整體市場運作的公平性與效率之需求。
3. 系爭市場的特徵，諸如使用者、適用的規則、行爲準則等。
4. 系爭行爲人的地位、根據其經驗、知識與能力而可期待其所應遵守的行爲標準。
5. 系爭交易進行的方式，是否合乎相關特定市場之規則者。
6. 當某組織創設了虛偽或具誤導性之表象時，於探究個別行爲人是否需要負責時，需考量系爭行爲人是否具有管道得知處於 Chinese wall 或類似管理機制背後的資訊，答案若為肯定，其行爲即有可能創設了虛偽或具誤導性之表象。

4. 行為人的身份與地位。
5. 行為人活動的透明度與資訊揭露之程度。

(二) 決定是否創設了「虛偽或具誤導性之表象」的判準

新南威爾斯上訴法院在 *North v Marra Developments Ltd*²²⁹ 一案中，提供了另外的指引用以判斷系爭行為是否在市场上創設了虛偽或具誤導性之表象，法院認為須考量下列四項因素²³⁰：

1. 系爭透過交易或行為所創設之關於市場或有價證券價格情事之表象，究竟傳達出了什麼樣的訊息？
2. 該等訊息是否反應情事的真實狀態？
3. 倘若答案為否，系爭情事的表象是否屬於虛偽或具誤導性？
4. 答案若屬肯定，系爭交易或行為之作成是否係用以創設該虛偽或具誤導性之表象？

(三) 學說上對於本項立法之批評

學者指出，金融服務暨市場法第三九七條第三項之立法，係立基於「誤導性之陳述與不誠實地隱匿資訊」與「以交易型態所進行之其他種類市場操縱行為」之間具有清楚界線之假設上，但是此二種行為並非沒有重合之可能²³¹。

此外，與金融服務暨市場法第三九七條第一、二項相較，本項於訴訟上無庸證明「不誠實」或「重大過失」等要件，但是這並沒有解決在訴追本項犯罪時可能遇上的證據難題，亦即究竟係什麼構成了其他人所認知的表象²³²？此外，行為人構成本罪之前提，在於具有藉由創設投資表象而引誘或抑制他人為投資決策或

²²⁹ [1982] 56 ALJR 106.

²³⁰ See EMILIOS AVGOULEAS, *THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS* 317-318 (2005).

²³¹ See *id.* at 318.

²³² See *id.*

行使相關權利之意圖，惟此等意圖實現與否則非關鍵。

學者指出，在金融市場上，用以影響或引導市場價格甚或誤導其他投資人的買賣行為，實際上乃司空見慣之事，而且為競爭市場的主要特徵之一，而這樣的買賣行為並非總是具有不誠實的動機²³³。學者進一步說明，如果系爭買賣行為不涉及內部人的操縱陰謀（以契約作為其形式的市場操縱行為，例如以公司之股價水平作為公司經理人津貼額度高低之標準），而且未構成「支配性市場操縱行為」之隱瞞時，該買賣行為或者將被市場認定為「雜音」，進而受到漠視，或者因為其帶來新的資訊或是觸發了市場力量進而在競爭市場中成為價格領導者，從而受到其他投資人之跟進；是故，從事上開買賣計畫者，不是在其行為對市場價格機制造成嚴重損害前，承擔損失而終結其計畫，就是因為市場相信系爭新形成的價格均衡，能夠真正反映出市場的供需力量，從而獲得成功²³⁴。是故，論者認為，除非系爭市場行為能夠誤導市場並且影響市場價格機能，否則不應被視為違法，而其之所以能夠誤導市場並且影響市場價格機能，主要係以下列三種行為態樣所呈現²³⁵：

1. 造成交易量遽增的「跨交易補貼」，也就是以契約作為其形式的市場操縱行為。
2. 對於支配市場計畫之隱瞞。
3. 涉及內部人的操縱陰謀的市場操縱行為。

綜上論述，學者認為，其他落入金融服務暨市場法第三九七條第三項所禁止之市場行為，例如欲「引導」市場之交易，係鮮具損害性並且難以追訴者，該等行為所帶來的投機效應，將輕易地被競爭市場中的其他投資人所漠視，是故不應將其入罪化，蓋處罰系爭既不至於產生價格影響，也不會損害投資人財富之行

²³³ *See id.*

²³⁴ *See id.* at 319.

²³⁵ *See id.*

為，係欠缺效率而浪費的，因此金融服務暨市場法第三九七條第三項之立法，似有畫蛇添足之虞²³⁶。

(四) 法定免責事由

關於金融服務暨市場法第三九七條第三項之控訴，行為人得以透過證明以下事由而免責²³⁷：

1. 行為人合理地認為其方法或手段，對於條文所指涉之標的，並不會創設虛偽或具誤導性之表象。
2. 行為人之意圖在於對系爭投資之價格為安定操作，其作為並且符合安定操作之規則。
3. 行為人之行為符合資訊控管規則之規定。

三、刑罰效果

觸犯金融服務暨市場法第三九七條第二項或第三項，將被科予罰金或七年以下有期徒刑。不過學者指出，對於規制當局來說，欲適用上開制裁並不容易，蓋刑事犯罪的證明有其困難，首先，必須開啓正式的訴訟程序，其次，需要證明行為人的犯罪意圖，最後，在證明的程度上，對於行為人之有罪，必須達到毫無合理懷疑的有罪心證，職是之故，**基於上開法律而成罪之刑事案件確實少之又少**²³⁸。

²³⁶ See *id.*

²³⁷ See Section 397 Misleading statements and practices

(5) In proceedings brought against any person for an offence under subsection (3) it is a defence for him to show—

(a) that he reasonably believed that his act or conduct would not create an impression that was false or misleading as to the matters mentioned in that subsection;

(b) that he acted or engaged in the conduct—

(i) for the purpose of stabilising the price of investments; and

(ii) in conformity with price stabilising rules; or

(c) that he acted or engaged in the conduct in conformity with control of information rules.

²³⁸ See David Mayhew & Karen Anderson, *Whither Market Abuse (In A More Principles-Based Regulatory World)*, 22(10) J.I.B.L.R. 515, 518-519 (2007); Alistair Alcock, *Five Years of Market Abuse*, 28(6) Comp. Law. 163, 163 (2007); EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 159 (2006).

第五節 英國市場操縱行政法制與歐洲人權暨基本自由保障公約之關係

一、問題緣起

由於英國為歐盟會員國之一，因此其市場操縱行政法制所課予的「行政²³⁹懲罰」以及其所適用的程序與訴訟證明程度，是否符合歐洲人權暨基本自由保障公約(the European Convention for the Protection of Human Rights and Fundamental Freedoms 1950, ECHR)之要求，變成了英國規制當局的棘手問題。

在英國，歐洲人權暨基本自由保障公約透過 1998 年人權法(the Human Rights Act 1998, HRA)而獲得實踐，是故英國法院為判決時，將會參考歐洲人權法院之見解，並在解釋國內法律的當兒，儘量求取與歐洲人權暨基本自由保障公約之一致²⁴⁰。

由於 FSA 也屬於 1998 年人權法所適用之對象，從而其所為之措施必須符合歐洲人權暨基本自由保障公約之標準，亦即當行為人面臨刑事控訴時，必須賦予其諸多刑事程序保障，例如「不自證己罪原則」與「受有效法律援助之權利」等。但是問題就在於，系爭 FSA 所進行之措施，究竟屬於行政上之干預，抑或根本達於刑事制裁之地步？隨著答案之不同，其所應適用之程序原則也將有所差異。

二、判斷行政、刑事區分之標準

在 2001 年的二個案例中，上訴法院(the Court of Appeal)思考著，什麼樣的標準將決定表面上由主管當局帶入行政規制途徑的案例，實際上為刑事案件，進而

²³⁹ 在英國文獻中，原文多為 'civic' 一詞，但是也經常使用 'regulatory procedure' 或 'administrative proceeding' 等用語說明相關問題，從而可知，在此脈絡下之 'civic' 並非指涉民事上的救濟途徑，僅係英國法上用以區分「刑事」與「行政」之說法，故而本文將 'civic' 譯為「行政」。

²⁴⁰ See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 162 (2006).

對於被告應該賦予其刑事訴訟上的程序保障²⁴¹？

(一) *R (on the application of Fleurose) v Securities and Futures Authority Ltd* 案

在 *R v Securities and Futures Authority Ltd* 一案中²⁴²，上訴法院贊同行政法院 (the administrative court) 的判決，亦即 FSA 所進行的規程序並沒有違反歐洲人權暨基本自由保障公約第六條所賦予上訴人之公平審判權利。在本案中，上訴法院透過三個基本標準，用以決定系爭案件究竟屬於行政抑或刑事案件²⁴³：

1. 國內法對於系爭指控的歸類。
2. 系爭指控的本質。
3. 懲罰的潛在嚴厲性。

法院認為，本案違法行為的規制對象係特定之團體（FSA 之成員），既然所針對之對象並非一般公眾，則除非涉及監禁的威脅，那麼即便是鉅額的罰款，也不足以使得系爭指控成為刑事控訴，此外，上訴人在聽證會上，既未提出任何的異議，其資訊的提供也未受到任何的強制²⁴⁴。

(二) *Han and Yau v Customs & Excise Commissioners* 案

在 *Han and Yau v Customs & Excise Commissioners* 一案中²⁴⁵，VAT Duties Tribunal 認為系爭科予逃稅行為人之懲罰，已經構成歐洲人權暨基本自由保障公約第六條第一項所稱的「刑事控訴」，從而應當賦予被告基於公約第六條第三項所應有的程序保障。上訴法院透過前述所提的三項基本標準，檢驗行為人是否處於刑事控訴的狀態中²⁴⁶：首先，即便英國國內法認為系爭懲罰具有行政性質，但

²⁴¹ See *id.*

²⁴² [2001] ALL ER (D) 361 (Dec).

²⁴³ See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 162 (2006). 實際上，此等標準乃來自於歐洲人權法院的判決。See *Engel v Netherlands* (1976) 1 EHRR 647.

²⁴⁴ See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 162 (2006).

²⁴⁵ [2001] 1 WLR 2253.

²⁴⁶ See *id.* at 162-163.

是這將不會構成決定性之因素；其次，法院認為系爭懲罰的本質在於處罰並嚇阻公眾進行詐欺或不當之行爲；最後，法院認為，系爭懲罰實質上之目的在於處罰與嚇阻犯罪行爲，從而即便逃稅者並未受到以監禁作為目的之控訴，系爭指控仍然具有刑事的色彩。是故上訴法院贊同 VAT Duties Tribunal 之觀點，認為本案對於逃稅行爲之懲罰，已然構成刑事制裁。

(三) *King v Walden* 案

High Court 在 *King v Walden* 一案中²⁴⁷，也透過類似的分析，認為系爭稅務詐欺所引致之懲罰，已然構成歐洲人權暨基本自由保障公約所定義的刑事控訴²⁴⁸：

1. 系爭懲罰之目的在於處罰與嚇阻逃稅者。
2. 罰款金額可能非常巨大。
3. 罰款與規制系爭逃稅者所花費的行政費用或其他成本無涉。
4. 罰款的額度可能基於行爲人可責性較低而予以減輕，這樣的減輕通常係出現於刑事訴訟程序中。

(四) 實務見解之歸納

學者歸結法院之見解，將其標準適用到市場濫用法制上，而指出下列因素，將用以判斷系爭市場濫用之懲罰，本質上屬於刑罰而非行政上之措施²⁴⁹：

1. 即便市場濫用法制在國內法之分類為行政案件，上訴法院依然指出，此點並非決定性之因素。
2. 系爭懲罰可能包含不定量的罰款，這也意味著該筆罰款之數量可能非常龐大。
3. 系爭懲罰之本質在於處罰與嚇阻市場濫用行爲，這也意味著被告是否面對監

²⁴⁷ [2001] STC 822.

²⁴⁸ See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 163 (2006).

²⁴⁹ See *id.*

禁之威脅並非關鍵之所在。

4. 由於英國市場濫用法制存有行政、刑事平行機制（如前揭所言的英國金融服務暨市場法第一一八條與第三九七條之關係），從而 FSA 在面對近乎相同的市場行爲時，能夠擁有重要的自主權限，用以判斷系爭案例究竟係以進行刑事抑或行政程序爲當。從而一開始所展開的調查程序或許可能係行政程序，但到途中卻有可能轉入刑事程序，職是之故，有論者即認爲一開始即有必要賦予被告刑事訴訟之程序保障²⁵⁰。
5. 罰款之額度可能因爲被告之個人狀況而減輕，這樣的懲罰減輕事由往往出現於刑事案件中。
6. 懲罰的施予與特定的行政規制成本或可證明的市場損失無關，其單純立基於 FSA 對於系爭市場濫用行爲應該處以何等程度懲罰之判斷。
7. 金融服務暨市場法之規制對象並非特定少數人，任何人都有可能是規制之對象。

綜上所言，學者指出，幾乎可以認定，上訴法院抑或金融服務法庭(Financial Services Tribunal)²⁵¹將會認爲市場濫用指控可以構成刑事案件²⁵²。

英國政府認爲，對於市場濫用指控，即便基於歐洲人權暨基本自由保障公約，法院仍會將其理解爲「行政程序」，但是其中所可能科予的罰款，則可能被法院界定爲具有刑罰之性質，是故，政府決定在市場濫用的調查程序中，增加以下的原則以資適用²⁵³：

1. 被告受強制而爲之陳述，不得作爲其有罪之證據。這樣的原則落實在 Youth

²⁵⁰ 於金融服務暨市場法第一七四條中，對於不同程序之間的證據援用有其基本規定，亦即在行政調查當中所獲得之證據，除非被告援引或要求使用該等證據，否則不應適用在其刑事訴訟案件中。

²⁵¹ 對於 FSA 的規制，行爲人的第一道救濟途徑，即爲向金融服務法庭提出申訴，倘若對於金融服務法庭所做出的申訴決定不滿，則可以再向上訴法院(the Court of Appeal)提出上訴作爲救濟。

²⁵² See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 164 (2006).

²⁵³ See *id.* at 165.

Justice and Criminal Evidence Act 1999 中，禁止在追訴程序或交互詰問中，使用強制力取得被告供述。但是需注意者，金融服務暨市場法第一七四條第一項規定，在系爭案件顯然屬於行政案件時，FSA 在其規制程序中將得以使用強制力取得被告之陳述，此等觀點也受到英國法院的支持²⁵⁴。

2. 適當而實質的法律扶助。
3. 政府應清楚界定究竟何種行為將會構成市場濫用。

（五）小結

綜合前開之說明，我們得以發現，英國市場操縱法制在立法體例上，雖然有著明確的行政、刑事雙軌規範架構，但是其所規範之行為卻又有著高度的概念重合性，加上英國又為歐盟之會員國之一，必須恪遵歐洲人權暨基本自由保障公約之規範，從而在法律的實踐面上，自然會產生系爭規制行為究竟係屬刑事懲罰抑或行政干預之疑義。即便透過上述判決與政府的說明，我們仍然難以在刑事與行政之間畫下清楚而毫無疑問的界線，對於這樣的模糊性，FSA 與 Tribunal 指出，可以透過「相應性量表」(sliding scale)予以解決，亦即案子的嚴重性以及複雜度越高、可能招致的懲罰越嚴厲，就必須要使用較高的證據認定標準²⁵⁵，並給予被告更高的程序保障，如此一來，不論係採用刑事標準抑或行政標準，最後產生的結果便可能大同小異²⁵⁶。但是學者指出，這樣解決途徑，勢必也需要依靠實務的累積方能發揮作用²⁵⁷。

²⁵⁴ [2001] ALL ER (D) 361 (Dec).

²⁵⁵ [1957] 1 Q.B. 247.

²⁵⁶ See Andrew Haynes, *Market Abuse: An Analysis of Its Nature and Regulation*, 28(11) COMP. LAW. 323, 324 (2007).

²⁵⁷ See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 164 (2006).

第六節 英國市場操縱法制之結構分析

一、解釋性行政規則充斥

觀察英國市場操縱法制可知，其根本大法「金融服務暨市場法」雖然佔有重要的地位，但是扮演畫龍點睛而有著舉足輕重角色的，毋寧是英國金融服務局(FSA)所發佈的諸多解釋性行政規則。

之所以存在大量解釋性行政規則，除了是因為金融市場規制本身常見之現象外，更與「金融服務暨市場法」之「年輕」有關。如前所述，金融服務暨市場法於西元 2000 年制訂通過，其中關於市場濫用之部分，更因為受到歐盟指令之影響而有所修正，始於西元 2005 年七月一日正式上路，從而其所累積的實務見解尚不足以支撐相關市場操縱法律用字遣詞之模糊性，加上市場操縱行為本身的多變性與難以定義，更使得 FSA 發佈解釋性行政規則益發迫切。

雖然上開解釋性行政規則多係針對金融服務暨市場法第一一八條所規定之市場操縱行政法制而發，但是因為其與同法第三九七條所規定的市場操縱刑事法制之間，具有相當程度的概念重合與互通性，從而該等解釋性行政規則對於刑事法制部分，也佔有相當重要之地位。

二、行政、刑法規範雙軌制

(一) 與美國市場操縱法制之比較

與美國市場操縱法制相較，英國市場操縱法制具有一個相當特殊而值得關注的特點，亦即在其金融法律之根本大法「金融服務暨市場法」中，關於市場操縱之規制，分別存有行政與刑事規範：行政規範規定於金融服務暨市場法第一一八條中，至於刑事規範則規定於同法第三九七條中。兩者要件雖略有不同，但是實質內涵上則相差不遠。

至於美國法的市場操縱法制，則主要規定於 1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）§9(a)、§10(b)以及基於 1934 年證券交易法授權美國證券交易委員會(SEC)所發佈的 Rule 10b-5 與 Regulation M 中，這些條文同時具有民事、行政與刑事規範之性質，其違反的刑罰效果則規定於 1934 年證券交易法§32 中。

（二）英國行政、刑法規範雙軌制之運作路徑

市場濫用刑事與行政機制的結合，賦予了 FSA 在調查與懲罰違法行為時，有兩套路徑可供選擇²⁵⁸：

1. 刑事訴訟程序：從而證明行為人之有罪，必須以刑事犯罪的證明程度作為標準，需以陪審團進行審判，並且也因此保留了監禁判決的可能性。
2. 金融服務暨市場法之行政途徑²⁵⁹：這樣的機制使得 FSA 的規制較有彈性，蓋在過去，刑事規範對於法人並無用武之地，而如今透過行政途徑，法人為市場濫用行為也將受到適當的規制。

這樣的制度設計，也使得 FSA 的規制權限遠大於美國的證券交易委員會 (SEC)，蓋 SEC 雖然可以進行民事或行政訴訟，但是一旦認為系爭案例以進入刑事訴訟程序為當時，必須將案件轉由美國司法部(DOJ)進行刑事訴訟²⁶⁰。反觀 FSA，其不但可以獨立進行民事、行政程序，更可以對市場濫用犯罪進行調查與控訴²⁶¹，不過在某些情況下，例如系爭案件較為嚴重或複雜，原本由 FSA 所進行的刑事訴訟程序可能會由「嚴重詐欺部」(Serious Fraud Office)、「貿易與工業部」(the Department of Trade and Industry)等機關予以接管²⁶²。

²⁵⁸ See *id.* at 160.

²⁵⁹ See EMILIOS AVGOULEAS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS 308 (2005).

²⁶⁰ See THOMAS LEE HAZEN, THE LAW OF SECURITIES REGULATION 879 (4th ed. 2002); L. LOSS & J. SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1423 (5th ed. 2004).

²⁶¹ See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 160 (2006).

²⁶² See JONATHAN RUSSEN, FINANCIAL SERVICES—AUTHORISATION, SUPERVISION, AND ENFORCEMENT: A LITIGATOR'S GUIDE 92 (2006).

在一般的情況下，FSA 對於市場濫用行為之調查，係由寄發「調查人員派任通知書」(Notice of Appointment of Investigators)開始，通知書中載明了調查的對象、受調查的行為與派任調查人員之合法依據為何等事項；其中特別值得注意者，係此等調查結束的時間，與 FSA 究竟要將系爭個案帶入刑事或民事（行政）案件，並未可知²⁶³。

（三）英國行政、刑法規範雙軌制之成因

到底是什麼原因，使得英國金融服務暨市場法需要將市場操縱的行政、刑事規範予以分別制訂，但是卻又在條文的意涵或文字上表現出相當程度的重合性？

學者指出，基於前述證明刑事犯罪的困難，引進行政機制，**將有助於補充刑事規範，藉以充分保護金融市場**，換言之，行政機制的引入，將使得金融服務暨市場法得以擴張其規制的範圍，蓋一旦 FSA 的管理規制欠缺彈性，將使得市場濫用所造成之損害重創英國的整體經濟²⁶⁴。

不過，真正實質的原因，可能係**基於降低證明程度之考量**²⁶⁵。如前所述，英國金融服務暨市場法第一一八條所規定的市場操縱行政法制與第三九七條所規定的市場操縱刑事法制，彼此所規制的行為態樣具有高度的概念重合性，從而透過此項雙軌法制的設計，使規制主體在面對實質上同時違反行政與刑事法制之行為時，可以根據系爭個案證據的充分程度，用以決定是否導入刑事程序。因此表面上導入行政程序之理由或許是考量系爭違法行為的輕微性（如果案件的輕微性係導入行政程序之前提，那麼何以前述提及的「金融懲罰」之罰鍰額，全無最高額之限制？），但是實際上卻係規避導入刑事程序後，所需面對的有罪心證的高度證明程度²⁶⁶。是故，上開「轉軌機制」，將成為 FSA 規制市場操縱行為之利器，

²⁶³ See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 160 (2006).

²⁶⁴ See *id.* at 159-160.

²⁶⁵ See JONATHAN RUSSEN, FINANCIAL SERVICES—AUTHORISATION, SUPERVISION, AND ENFORCEMENT: A LITIGATOR'S GUIDE 182-183 (2006).

²⁶⁶ See Alistair Alcock, *Five Years of Market Abuse*, 28(6) Comp. Law. 163, 164 (2007).

而系爭刑事法制之地位，也益發耐人尋味了。

三、英國市場操縱刑事法制之實踐度低

觀察 FSA 所發佈的年度報告，我們可以發現，自西元 2006 年四月一日至 2007 年三月三十一日，受到「金融懲罰」之案件僅有五宗，而進入金融服務暨市場法庭之案件，亦僅有十二件，而上開兩者涉及市場操縱者自然屈指可數²⁶⁷。而許多文獻已經指出，行為人違犯市場操縱禁令而受到追訴或定罪之案件更是十分稀少²⁶⁸。

從而我們可以清楚地得到「英國市場操縱刑事法制之實踐度低」此一結論。



²⁶⁷ See FSA, Enforcement Annual Performance Account, 2006/07.

http://www.fsa.gov.uk/pubs/annual/ar06_07/enforcement_progress.pdf

²⁶⁸ See David Mayhew & Karen Anderson, *Whither Market Abuse (In A More Principles-Based Regulatory World)*, 22(10) J.I.B.L.R. 515, 518-519 (2007); Alistair Alcock, *Five Years of Market Abuse*, 28(6) Comp. Law. 163, 163 (2007); EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 159 (2006).

第四章 我國法上市場操縱行為規制架構

第一節 法律規定

一、構成要件

證券交易法第一五五條第一項規定：

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。

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。

二、法律效果

違反市場操縱行為禁令之法律效果，規定在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、第二項或第一百五十七條之一第一項之規定者。
- 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者。
- 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。

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。

犯第一項或第二項之罪，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。

犯第一項或第二項之罪，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。

犯第一項或第二項之罪者，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。

第二節 市場操縱行為之類型化與解釋

一、違約交割

證券交易法第一五五條第一項第一款所規定之市場操縱行為為：「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。」本款所規定之市場操縱行為，即為所謂之「違約交割」，此種市場操縱行為態樣，為我國立法上所獨有，於美國、歐盟與日本立法例上均無所見²⁶⁹。

(一) 客觀不法構成要件要素

1. 行為主體

(1) 我國現行證券市場交易方式概述

依據證券交易法第一百五十條，除有例外情況，上市有價證券之買賣，應於證券交易所開設之有價證券集中交易市場為之，而依同法第一二九條，得於集中交易市場上從事有價證券買賣者，僅限於與證券交易所訂立供給使用有價證券集中交易市場契約之證券經紀商或證券自營商，換言之，一般投資人無從在集中交易市場上買賣有價證券，而必須委託證券經紀商為之。是故，我國當前集中交易市場上有價證券之交易，係透過「間接買賣」²⁷⁰的方式為之（亦有稱做「二段式交割」²⁷¹）。

(2) 修法前本款之行為主體

修法前法律係規定：「在集中交易市場報價，業經有人承諾接受而不實際成交或不履行交割義務，足以影響市場交易秩序者。」如前所述，我國目前集中交

²⁶⁹ 賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，自版，2006年，頁435。

²⁷⁰ 李開遠，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，第四期，九十四年六月，頁85。

²⁷¹ 吳克昌，證券交易法反操縱條款之研析（下），證交資料，483期，九十一年七月，頁43。

易市場有價證券之交易，係採取「間接買賣」的方式為之，從而依據舊法規定，所謂「在集中交易市場報價」，其主體自應指證券自營商與經紀商而言，而非指一般投資人²⁷²。此外，目前所謂「交割」雖有二重意義，即集中交易市場上證券商之間的交割，以及委託證券商買賣之投資人於成交後對證券商之交割，但舊法規範之行為主體為在交易市場上「報價，而不履行交割之人」，此所稱「不履行交割」，自應指自營商與經紀商之不履行交割而言，而非一般投資人之不履行交割²⁷³。

但是亦有不同見解，其認為在舊法下違約交割之行為主體為「在集中交易市場或店頭市場證券經紀商開戶買賣之投資人」，且包含行為人所利用之「人頭戶²⁷⁴」，蓋我國證券市場交割制度雖然採取二段式交割，從而證券經紀商似乎亦應為本款之行為主體，但是由於證券經紀商係法人，根本無從對之處以自由刑，且對法人之處罰，僅於法律有特別規定時，始能處以罰金刑，故本款所規範者，應不包括證券經紀商，但一般投資人並未直接在集中交易市場下單交易，故一旦發生投資人違約時，應係證券經紀商對證券交易所違約，但證券商不過係被利用之工具耳，故依照「間接正犯」理論，認定實際違約之投資人係實際犯罪人²⁷⁵。

此種將證券自營商或證券經紀商視為「被使用之工具」，而利用「間接正犯」理論將一般投資人認定係本款行為之見解，也受到司法院 84.4.13(84)廳刑一字第 07260 號討論結果之肯認²⁷⁶，實務判決²⁷⁷意見也以此項討論結果作為依歸，此外，亦有直接在判決理由中明示採用「間接正犯」理論者²⁷⁸。但是另一方面，法

²⁷² 林國全，證券交易法研究，元照，2000年9月，頁188。

²⁷³ 賴英照，證券交易法逐條釋義（第四冊），自版，1991年，頁501。

²⁷⁴ 關於人頭戶之刑事責任，見蕭胤璵，操縱股價犯罪之主觀構成要件：現行法院對主觀構成要件認定之分析—以人頭戶之刑事責任為中心，月旦法學雜誌，第一五六期，2008年5月，頁239。

²⁷⁵ 吳克昌，證券交易法反操縱條款之研析（下），證交資料，483期，九十一年七月，頁43。

²⁷⁶ 「在證券交易市場報價者，雖為證券自營商或證券經紀商，但實際上委託報價者，則為投資人，證券自營商或證券經紀商不過為被利用之工具而已，至報價後有人承諾接受，應履行交割義務者，應亦為投資人。而刑罰之對象，應為實際犯罪之人。」

²⁷⁷ 最高法院93年台上字第242號判決。

²⁷⁸ 最高法院91年台上字第5205號判決。

務部司法實務研究會第四十一期法律問題研究結論則強調「罪刑法定主義」，認為以一般投資人為犯罪主體恐有不妥，建議修法²⁷⁹。學者對此「間接正犯」理論之適用亦有所批評，並提出修法建議：「本法第一五五條第一項第一款宜修正為『在集中交易市場委託買賣或申報買賣，...』，如此對違約交割犯罪是用之適用主體較為明確，亦無庸再利用刑法間接正犯之理論推論，且可免於有違背罪刑法定主義之嫌²⁸⁰。」

(3)現行法下本款之行爲主體

在學者²⁸¹紛紛對本款之行爲主體提出質疑，建議將一般投資人明列於條文行爲主體中以後，本款於民國九十五年一月十一日修正公布為：「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。」，其立法理由指出：「考量交易市場係採兩階段交易，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等兩種態樣，爰修正第一款為『委託買賣或申報買賣』，以資明確。」

在此可以清楚發現，立法者已依學者之立法建議，明文將一般投資大眾納入一五五條第一款違約交割罪之行爲主體，然而一般投資人是否必然因為此次修法而毫無疑問地落入本款所規制之範圍中，其實尚有疑問，詳待後述。

2.行爲客體

本款之行爲客體係指違約交割之標的，包括在證券交易所集中交易市場上市買賣之有價證券，以及在證券商營業處所買賣之有價證券，換言之，所謂之上市、

²⁷⁹ 曾宛如，證券交易法原理，自版，2001年12月，頁142。

²⁸⁰ 李開遠，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，第四期，九十四年六月，頁88。

²⁸¹ 賴英照，證券交易法逐條釋義（第四冊），自版，1991年，頁520；林國全，證券交易法研究，元照，2000年9月，頁194；劉連煜，新證券交易法實例研習，元照，2006年2月，頁348。

上櫃及興櫃股票均包含在內²⁸²。

3.行爲

關於本款之行爲態樣，舊法原係規定「業經有人承諾接受而不實際成交或不履行交割義務」，但是基於現實交易制度採取電腦撮合系統，不可能存在「不實際成交」之情形²⁸³，亦即投資人之委託一經證券商申報輸入電腦，除非取消申報，否則即依規定撮合成交，應無業經有人承諾接受而不實際成交之情形²⁸⁴。

基於上述的批評，現行法之違約交割罪行爲態樣修正爲「業經成交而不履行交割」，然而何謂不履行交割亦產生相當疑義，甚至直接衝擊本款之行爲主體認定。

(1)交割之意義

證券市場上之買賣行爲，其程序階段可分爲「債權債務之確定」與「買賣標的物及價款之收付」，前者稱爲「結算」，後者即爲「交割」²⁸⁵。

(2)交割之主體

a.證券商與證券金融事業

依據臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第一零四條第一項規定：「本公司辦理集中交割時，按應收應付相抵後之餘額結算，證券商及證券金融事業應依交割清單所載有價證券及價金辦理交割。」與第一一一條規定「證券商及證券金融事業不依第一零四條第二項第一款、第二款規定時間辦理交割者，視爲違背交

²⁸² 李開遠，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，第四期，九十四年六月，頁 88。

²⁸³ 曾宛如，證券交易法原理，自版，2001 年 12 月，頁 142。

²⁸⁴ 李開遠，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，第四期，九十四年六月，頁 91。

²⁸⁵ 林振東，探討證券交易法第 155 條第 1 項違約交割規定，證交資料，第 528 期，九十五年四月，頁 35。

割義務。」可知，證券市場之交割主體為證券商與證券金融事業，其中證券商之交割義務係基於一般買賣（即普通交易）所產生，證券金融事業之交割義務則係基於信用交易所產生²⁸⁶。

b. 投資人為交割之主體？

依據證交法第一五八條規定，證券經紀商於接受為買賣之受託契約後，應依證交所所訂受託契約準則訂定之，至於此準則之主要內容，由主管機關以命令訂之；依此法律訂定之臺灣證券交易所股份有限公司證券經紀商受託契約準則第十二條與第十九條第一項規定可知，投資人即委託人於委託證券商買賣有價證券成交後，應比證券商對證券市場之交割日期提前半天或一天對證券經紀商給付款券，倘未給付，即構成違約²⁸⁷。

而在投資人即委託人違約後，證券商依同準則第十九條第三項之規定，應申報違約，並代辦交割手續。

綜上所述，投資人對證券市場並無交割義務存在，僅存有對證券商之履約責任²⁸⁸，從而該準則第十九條第三項所謂「代辦交割手續」並不妥當，蓋投資人本來就無從對證券市場為交割之行爲。

換言之，本款所謂之「不完成交割」，應僅係指證券商對證券市場之交割行爲而言，至於投資人對證券商之給付款券責任，係履約責任，並非此處之「交割」所涵蓋之範圍。賴英照教授亦明確指出，本款之不履行交割義務「應指自營商及經紀商之不履行交割而言²⁸⁹。」

但在實務上有認為，由於現行交割制度採取「二段式」交割制度，必先投資

²⁸⁶ 同前註，頁 36。

²⁸⁷ 同前註，頁 37。

²⁸⁸ 同前註。

²⁸⁹ 賴英照，證券交易法逐條釋義（第四冊），自版，1991 年，頁 501。

人先行向證券商繳交款券後，接著證券商向證交所完成款券交割，最後再由證券商與投資人完成款券交割，如此一來，整個交割流程方才完成，故而不論投資人對證券商「不履行交割」抑或自營商「不履行交割」，都應該有本款之適用²⁹⁰；亦有認為，「不履行交割」即一般通稱的「違約」，只要投資人未於規定時間前向證券商完成交割義務，即符合本款要件，即使證券商代為完成交割義務，亦不能免除其責²⁹¹。

4.足以影響市場秩序

(1)抽象危險犯？具體危險犯？

危險犯可區分為抽象危險犯與具體危險犯。所謂抽象危險犯係指法律設想某種特定之行爲模式對於保護客體具有「典型危險性(typische Gefährlichkeit²⁹²)」(或稱「一般的危險性」(generell Gefährlichkeit²⁹³))，犯罪行爲的危險性在此並非構成要件要素，僅係系爭規範存在之基礎，從而法官無須在個案中探究是否的確發生危險²⁹⁴。至於具體危險犯，則要求在具體案件中，存在對相關構成要件所保護客體之確實危險²⁹⁵，由於此處之危險，係構成要件要素²⁹⁶，從而法官必須在案件中確認此具體危險是否確實存在。

關於「足以影響市場秩序」，有認為不論投資人對證券經紀商違約，或證券經紀商因此對證交所違約，對於從委託至交割完成的一整個交易循環而言，已經產生破壞的作用，對市場的危險已經產生，因此只要發生「不履行交割義務」，則當然認定已經「足以影響市場交易秩序」²⁹⁷。此種見解無異將本款規定視為「抽

²⁹⁰ 吳克昌，證券交易法反操縱條款之研析（下），證交資料，483期，九十一年七月，頁45。

²⁹¹ 李開遠，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，第四期，九十四年六月，頁91。

²⁹² Claus Roxin, Strafrecht AT/1, 4. Aufl, 2006, §10 Rn. 124.

²⁹³ Wessels/Beulke, Strafrecht AT, 35. Aufl, 2005, Rn. 29.

²⁹⁴ aao.

²⁹⁵ Claus Roxin, Strafrecht AT/1, 4. Aufl, 2006, §11 Rn. 147.

²⁹⁶ Wessels/Beulke, Strafrecht AT, 35. Aufl, 2005, Rn. 28.

²⁹⁷ 吳克昌，證券交易法反操縱條款之研析（下），證交資料，483期，九十一年七月，頁45。

象危險犯」之立法，亦即只要存在特定行為（不履行交割），便直接認定具有危險，該當「足以影響市場交易秩序」此一要件。然而此種解釋完全不顧刑法法理，蓋「足以影響市場交易秩序」既然明文列為客觀構成要件要素之一，便須獨立加以檢驗是否該當，倘若只要不履行交割，便直接認定市場交易秩序受到影響，則「足以影響市場交易秩序」此一要件豈非如同贅文？此見解完全與刑法解釋學背道而馳，甚不可取。

學說多數見解認為，是否「足以影響市場交易秩序」，需參酌行為人行為當時市場各種狀況審慎認定²⁹⁸，換言之，本款應屬具體危險犯之立法²⁹⁹；實務見解³⁰⁰亦指出，應依實際報價數量、金額之多寡，視其具體個案情形，並參酌證券主管機關之意見，以為認定，並非所有違約交割均應負該條刑責。惟將本款理解為具體危險犯雖然相較於前述將本款理解為抽象危險犯之見解來得合理，但是卻也造成法官在具體認定上的困難，從而是否另有較佳之解釋途徑，確係吾人應謹慎思考者，詳待後述。

(2)實害犯

姑且不論具體危險犯之立法在刑事政策上的種種疑慮³⁰¹，本款所規定之違約交割罪亦不應理解為危險犯，而應理解為實害犯，理由如下：

a.本款文字非典型之具體危險犯規定

綜觀我國刑法當中具有最多危險犯立法之公共危險罪章，其中被公認為係具體危險犯之立法者，係採取以下之立法模式：「…，致生公共危險者…」。而本款

²⁹⁸ 林國全，證券交易法研究，元照，2000年9月，頁189。

²⁹⁹ 劉連煜，新證券交易法實例研習，元照，2006年2月，頁345；李開遠，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，第四期，九十四年六月，頁93。

³⁰⁰ 最高法院94年台上字第227號判決

³⁰¹ 對於具體危險犯之種種批評，見黃榮堅，基礎刑法學（下），元照，2006年9月，頁620以下。

之立法模式係：「足以影響市場秩序」，足與不足並無中間灰色地帶存在，影響與否亦無模糊曖昧空間，就文義解釋而言，難以認為此處係危險犯之立法甚明。

b.具體危險犯欠缺最低限度之明確性

如前所述，倘若將本款理解為具體危險犯之立法，所需考量之因素甚多，諸如股價之變動、違約量之多寡、整體行情之變動、投資人所受之損害等，其判斷標準究應如何建立，實在費人疑猜。

c.減少本罪之成立空間

本款違約交割罪之成立，不以行為人具有「意圖影響市場交易秩序」此一主觀要件為前提，如此一來，將本質上為債務不履行之行為予以入罪，實與刑法之最後手段性原則相違，學者甚且明確指出，此種立法無異票據刑罰之復活，而其嚴峻之程度，則尤有過之³⁰²。從而在此惡法未被廢除前，刑法解釋學應挺身而出，將本款認定為實害犯，儘量避免成罪之可能，藉以避免實現某些論者反對將本款認定為實害犯之目的（諸如避免舉證上之困難與減輕追訴機關之負擔等³⁰³）。

或有謂，即便將本款理解為實害犯，但是基於所謂「足以影響市場秩序」此等構成要件要素語多抽象，如何認定實害究竟有無發生仍然十分困難，不免又須考量多方因素，如此一來根本與具體危險犯無異。此項顧慮確有見地，從而吾人必須另闢蹊徑。

如前所述，本論文認為本款之行為主體僅限於證券經紀商或自營商，一般投資人並非本款所規制之範圍。退一步言，即便揣摩立法理由用意，欲將一般投資人納入規範，也將因為證券經紀商依據臺灣證券交易所股份有限公司證券經紀商

³⁰² 賴英照，證券交易不履行交割之刑事責任，月旦法學，第 100 期，2003 年 9 月，頁 125-143。

³⁰³ 溫祖德，證券交易法第一五五條「操縱股價」犯罪之研究，刑事法雜誌，第四十六卷第一期，頁 38。

受託契約準則，負有（代為）交割之義務，從而本款所謂「不履行交割」根本無從發生，證券經紀商本身或許受有損害³⁰⁴，但是市場交易秩序本身並無受到何許影響；再退一步言，即便證券經紀商亦因此而違約交割，投資人與該經紀商也未必觸犯本罪，蓋就本論文之論述脈絡而言，所謂「市場交易秩序」並非指涉證券買賣之履行與否，換言之，市場交易秩序並不擔保債務之履行，其所真正指涉者，乃係證券交易市場之正常運作，從而除非系爭違約交割行為，破壞證券交易市場之正常運作，導致此交易平台無從繼續順利運轉，否則均不足以構成本罪，故而僅僅係數檔股票數日無量跌停、大盤成交量明顯萎縮、加權股價指數重挫近千點，均僅係證券交易市場之正常運作，蓋在我國以散戶為主之投資型態下，一旦證券經紀商未做好徵信工作，違約交割之發生顯係可預期之風險，沒有理由透過刑罰來擔保債務之履行。簡言之，除非系爭違約交割行為，已然使得交易市場受到「致命性」之攻擊，否則一旦市場機能能夠繼續圓滑運作，則本款之實害結果「影響市場交易秩序」便無從發生。

（二）主觀不法構成要件要素

本款之主觀不法構成要件要素中，並未包括影響股價或交易秩序之「意圖」，從而行為人僅需對前述客觀構成要件要素有所認知與意欲，便具備本款之故意。

學者有認為，此處故意之成立，須行為人自其委託時至整個交易完成時，主觀上均具有故意之存在為前提，倘若不存在足以證明其在債之關係發生時，自始即具有故意不履行交割的積極證據，仍不得僅以債信違反之客觀狀態，推定投資人即原本即有不履行交割之故意³⁰⁵。

關於本款之主觀要件，學者多數均認為應加入「意圖影響交易秩序或股價」

³⁰⁴ 劉連煜，新證券交易法實例研習，元照，2006年2月，頁345。

³⁰⁵ 李開遠，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，第四期，九十四年六月，頁97。

等主觀意圖要件³⁰⁶，以將本款違約交割之行爲與一般債務不履行之行爲予以區隔，俾符刑法最後手段性原則之要求。

（三）小結

綜上所述，證券交易法第一五五條第一項第一款所規定之違約交割罪，本質上爲債務不履行之行爲，行爲人卻可能因此招致三年以上十年以下的嚴厲刑罰制裁，其正當性基礎與法條文字，多與諸多重要刑法原則（最後手段性原則、罪刑法定原則等）抵觸，本論文爰發展本款之刑法解釋學，試圖降低本罪之成罪可能：首先透過確認本款之交割義務主體究竟何屬，藉以限縮本款之行爲主體爲證券經紀商或自營商；接著透過臺灣證券交易所股份有限公司證券經紀商受託契約準則之規定，賦予證券經紀商（代爲）交割之義務，進一步排除本款構成要件要素「不履行交割」實現之可能；最後將本款理解爲實害犯，除非系爭不履行交割之行爲已然對證券交易市場造成致命的影響，使得市場運作機能灰飛煙滅，否則「足以影響市場秩序」此一實害結果便無從發生，也就無本罪成立之餘地。希冀此三重防堵成罪解釋方法，能夠在此惡法修正前，降低本罪之成罪率。

需補充說明之處，乃係此等本質上爲債務不履行之「違約交割」，倘若係屬詐欺之手段者，則將構成證券交易法第二十條第一項的「詐欺買賣罪」³⁰⁷，從而即便將違約交割除罪化，也不會造成有價證券市場規制網絡之漏洞。

³⁰⁶ 林國全，證券交易法研究，元照，2000年9月，頁189；溫祖德，證券交易法第一五五條「操縱股價」犯罪之研究，刑事法雜誌，第四十六卷第一期，頁38。

³⁰⁷ 賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，自版，2006年，頁465。

二、相對委託

證券交易法第一五五條第一項第三款規定之市場操縱行為為：「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。」

本款所規範之操縱行為態樣與已刪除之前款「沖洗買賣」（已然回植，詳見後述）類似，均係利用虛假之交易行為，創造某種有價證券交易熱絡之表象，使投資大眾誤解，而本款與「沖洗買賣」之差異，在於「沖洗買賣」之行為係由同一人所為，而本款之「相對委託」則由二人通謀所為³⁰⁸。本款操縱行為之一般常見手法，係由二個以上當事人共謀預先約定，對某一種特定股票作一個或數個買賣相對委託之行為，在實務操作上，通常係由二個以上之自然人投資人或法人投資人，在同一個或二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，製造交投活絡之假象，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³⁰⁹。

（一）客觀不法構成要件要素

1.行為主體

(1)投資人與證券經紀商間之法律關係

依據證交法第一五一條規定可知，於有價證券集中交易市場為買賣者，在公司制證券交易所，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

³⁰⁸ 林國全，證券交易法研究，元照，2000年9月，頁173；曾宛如，證券交易法原理，自版，2001年12月，頁147；李開遠，證券交易法第一五五條第一項第三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，九十五年六月，頁1。

³⁰⁹ 李開遠，證券交易法第一五五條第一項第三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，第六期，九十五年六月，頁1-2。

經紀商，依據同法第十五條第三款，一般投資人只得以行紀或居間關係委託證券經紀商在集中交易市場買賣股票，而現行實務皆以行紀關係為之³¹⁰。行紀與居間之差異，在於行紀人係以自己之名義為投資人買賣證券，因此行紀人對外自為契約當事人，即以證券經紀商自己之名義，透過集中交易市場買賣成交，再為投資人交互計算，而居間人本身並未以自己之名義訂立買賣契約，僅係撮合雙方訂約，非契約當事人³¹¹。

(2)本款之行爲主體限於證券經紀商

如前所述，於集中交易市場訂立股票買賣契約之契約當事人係證券經紀商，從而一般投資人並非本款操縱行爲之直接正犯。證交法第一五五條第四項雖有「第二十條第四項之規定，於前項準用之」之準用規定，將委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人，視為有價證券之取得人或出賣人，但其明示第二十條第四項之準用範圍限於第一五五條第三項規定之民事責任，而不及於違反第一項規定之刑事責任，而本條特設第四項之準用規定，更明白顯示在現行法之概念上，集中交易市場之買賣主體為證券商而非委託人³¹²。從而無法據該第四項之準用規定，即謂本款規範行爲主體及於委託證券經紀商買賣股票之投資人³¹³。是故有學者指出，我國現行證交法未曾考量行紀關係下買賣主體之適用問題，認為委託買進或賣出之投資人即為相對委託操縱行爲之行爲主體，此種認知與解釋似有未盡周延³¹⁴。

(3)以間接正犯理論規制一般投資人

實務上對於「相對委託」案件之審理，未曾見過對偽作買賣投資人所委託之

³¹⁰ 林國全，證券交易法研究，元照，2000年9月，頁170。

³¹¹ 王培秩，證券交易法上操縱行爲之犯罪類型及其構成要件，刑事法雜誌，第五十卷第二期，頁47。

³¹² 林國全，證券交易法研究，元照，2000年9月，頁170。

³¹³ 賴英照，證券交易法逐條釋義（第四冊），自版，1991年，頁501。

³¹⁴ 李開遠，證券交易法第一五五條第一項第三款處罰股價操縱行爲---「相對委託」刑事責任之探討，銘傳大學法學論叢，第六期，九十五年六月，頁9。

經紀商科予刑罰者，一般法律見解多認為投資人為犯罪之故意者，雖係透過經紀商以行紀之關係操作股票，其既係該委託經紀商為買入承諾或賣出要約之真正投資人，則該投資人即構成本罪之行為人，而經紀商僅係投資人所利用之工具³¹⁵。這樣的見解疑似採取刑法上之「間接正犯」理論，學者對採取間接正犯理論將委託證券經紀商在集中交易市場買賣股票之投資人納入規範，亦有採支持見解者³¹⁶。

2.行為客體

與證交法第一五五條第一項第一款之行為客體相同。

3.行為

本款操縱行為「相對委託」之客觀行為態樣為「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。」其要件之解釋，茲分述如下：

(1)通謀

本款之操縱行為與「沖洗買賣」間之最大差異，在於本款之行為人必須為二人以上，而其之間須以「通謀」為必要。學者指出，由於此處的通謀不以買賣合意之成立為必要³¹⁷，從而對通謀之範圍，係採取寬鬆的認定方式，凡就買賣交易內容全部或部分之通謀均屬之，且不問其為明示或默示³¹⁸；至於通謀提出之時點，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，亦該當此處

³¹⁵ 同前註。

³¹⁶ 林國全，證券交易法研究，元照，2000年9月，頁171。

³¹⁷ 李開遠，證券交易法第一五五條第一項第三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，第六期，九十五年六月，頁12。

³¹⁸ 林國全，證券交易法研究，元照，2000年9月，頁168；王培秩，證券交易法上操縱行為之犯罪類型及其構成要件，刑事法雜誌，第五十卷第二期，頁50。

的通謀要件³¹⁹。

(2)約定價格

目前我國證券集中交易市場證券經紀商接受委託買賣係以限價為之，所謂限價委託，依據臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第七十九條之規定，係指委託人限定價格，委託證券經紀商為其申報買賣，其成交價格，於買進時，得在限價或限價以下價格成交；於賣出時，得在其限價或限價以上之價格成交。

由於僅得以限價方式買賣，復加上以價格、時間為優先的競價原則，投資人為搶得成交先機，勢必於買進時委託較高價格，賣出時委託較低價格，因之有關約定價格部分，並非指共同謀議相同價格，因以相同價格委託買進或賣出，反而不易成交，故此所謂之約定係指在促成成交之情況下所為之委託買價及賣價之約定³²⁰。基於我國撮合原則採「價格優先、時間優先」原則而得到上述相同見解，認為所謂「約定價格」不應限於「同一價格」者亦有人在³²¹。亦有學者指出，所謂「約定價格」，應與日本實務見解採取相同之解釋，亦即只要有成交之可能性為已足，不以「同一」為必要³²²。

(3)同時

依據臺灣證券交易所營業細則第五十八條第一項之規定可知，電腦自動交易之買賣申報，限當日有效。故而投資人之委託如果在當日沒有成交，則收盤後該筆委託便即失效，次一營業日如欲買賣，則須重行委託，因此所謂「同時」係指「當日之內」，至於同一營業日內，在時間上有無距離之限制，一般解釋應為「沒

³¹⁹ 李開遠，證券交易法第一五五條第一項第三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，第六期，九十五年六月，頁 12；林國全，證券交易法研究，元照，2000 年 9 月，頁 168。

³²⁰ 李開遠，證券交易法第一五五條第一項第三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，第六期，九十五年六月，頁 15。

³²¹ 吳克昌，證券交易法反操縱條款之研析（下），證交資料，483 期，九十一年七月，頁 53。

³²² 林國全，證券交易法研究，元照，2000 年 9 月，頁 173。

有時間限制」，只需有達到相對成交之可能即可³²³。惟學者亦有認為，我國法對時間之同一性而言，在交易當日內即可謂之同時，似過於嚴格，與美國證交法「實質上相同時間」相較，較不具嚴謹性，且「同時」與「同交易日」在時間概念上大不相同³²⁴。

(4)抽象危險犯

本罪之成立不以市場行情確因相對委託而受實際之影響作為前提，故有學者認定其為抽象危險犯之立法³²⁵。

(二)主觀不法構成要件要素

1.故意

行為人須對所有前述本款之客觀構成要件要素具有認知與意欲。

2.意圖

行為人須具備「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」此一主觀意圖要件，方能構成本罪。所謂意圖「抬高或壓低」，學者有認為，在概念上，意圖「鎖定」有價證券價格或使之「波動」，使價格有人為之變動或不變動，皆符合本款之主觀目的要件³²⁶。

³²³ 賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，自版，2006年，頁442；吳克昌，證券交易法反操縱條款之研析（下），證交資料，483期，九十一年七月，頁53，惟作者亦指出，由於實務上電腦撮合每盤之時間間隔僅一分鐘左右，因此有意以約定價格意圖抬高或壓低股價，其相對之買進及賣出委託時間相隔不能過久，否則即失其意義，依據實務經驗，一般而言應在一至三分鐘內較為可能；但是開盤前的委託，由於開盤係採一次集合競價，故只須在開盤前半小時內作相對委託即可，並無前述一至三分鐘限制之必要。

³²⁴ 李開遠，證券交易法第一五五條第一項第三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，第六期，九十五年六月，頁14。

³²⁵ 同前註，頁13。

³²⁶ 林國全，證券交易法研究，元照，2000年9月，頁173；李開遠，證券交易法第一五五條第一項第三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，第六期，九十五年六月，頁17；王培秩，證券交易法上操縱行為之犯罪類型及其構成要件，刑事法雜誌，

此項意圖之證明，學者有認為此種行為造成虛偽買賣之印象，自然會提高或壓低市價，故如能證明其有通謀以及為相對委託，那麼此種影響市價之意圖，可從情況證據加以說明，蓋此一意圖無從直接證明也，然而此種情況證據在刑事訴訟法上還須有其他補強證據方能採信，而不能當作唯一證據³²⁷。

至於何謂「其他補強證據」，論者有認為，依據實務經驗，例如行為人在一段期間內有多次重複相同之行為，其委託價格又同時高於或低於當時揭示價，且有大量買賣或鎖定籌碼之情形，或配合有同條項其他各款之情形發生者，似乎可以作為「其他補強證據」³²⁸。惟亦有學者認為，只要能夠證明虛假買賣之客觀行為，即足以推斷行為人具有該主觀目的，若行為人否認其非以本目的而為假性之買賣，渠即有提出反證之義務³²⁹。

（三）本款其他問題研討

1. 約定買進與賣出之數量是否需相同？

現行法與日本立法例相同，並未以「數量」之是否相同為通謀買賣之要件，學者並指出，有價證券集中市場買賣成交與否，並不以數量為基準，故亦無增列「數量」要件之必要³³⁰。亦有學者透過美國一九三四年證券交易法第九條第一項第一款(Section 9(a)(1))所規定之「實質上相同數量」進一步說明，所謂數量之相同性，僅需相差不多，即可構成相對委託，一般實務上亦認為買進與賣出數量處於大致相近之範圍即可³³¹。

第五十卷第二期，頁 51。

³²⁷ 余雪明，證券管理，七十二年，頁 439。

³²⁸ 吳克昌，證券交易法反操縱條款之研析（下），證交資料，483 期，九十一年七月，頁 52。

³²⁹ 李開遠，證券交易法第一五五條第一項第三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，第六期，九十五年六月，頁 17。

³³⁰ 林國全，證券交易法研究，元照，2000 年 9 月，頁 173。

³³¹ 李開遠，證券交易法第一五五條第一項第三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，第六期，九十五年六月，頁 16；王培秩，證券交易法上操縱行為之犯罪類型及其構成要件，刑事法雜誌，第五十卷第二期，頁 49。

2.本款之相對委託行為是否限於「虛偽交易」？

(1)肯定見解

學說上有將本款「相對委託」之行為與已刪除之證交法第一五五條第一項第二款所規定之「沖洗買賣」³³²歸類為：均係利用**虛偽之交易行為**，創造某種有價證券交易熱絡的表象，使投資大眾產生誤解，從而認為本款之行為限於虛偽交易³³³。

(2)否定見解

有學者認為，基於證券操縱管制肯定論而言，交易的虛偽或真實，並非證券操縱禁止規定著眼的重點所在，諸此規定的主要立法理由是：擔心具有不法意圖之人，藉由不同的操縱行為，製造市場之假象，傳遞誤導的資訊，使投資大眾做出錯誤之判斷，從而吾人實無必要將相對委託禁止之規定，限縮於虛偽交易之行為始有適用³³⁴。

³³² 於 2006 年重新回植於證交法第一五五條第一項第五款。

³³³ 賴英照，證券交易法逐條釋義（第三冊），自版，1991 年，頁 382。；林國全，證券交易法研究，元照，2000 年 9 月，頁 173；李開遠，證券交易法第一五五條第一項第三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，第六期，九十五年六月，頁 6；王培秩，證券交易法上操縱行為之犯罪類型及其構成要件，刑事法雜誌，第五十卷第二期，頁 50。

³³⁴ 邵慶平，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，「證券市場操縱行為之理論與實務」學術研討會，2007 年 12 月 20 日，頁 18。

三、連續買賣

證券交易法第一五五條第一項第四款規定：「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。」此即為所謂之「連續買賣³³⁵」行為，本款規定與美國證券交易法第九條第(a)項第(2)款及日本舊證券交易法第一五九條第二項第一款類似³³⁶。

一般而言，本款之操縱行為係由行為人事先籌備大量資金，並鎖定某種具炒作潛力且易於操作之特定股票，暗中利用不同帳戶在市場吸足籌碼，其後配合各式炒作題材連續進場拉抬股價，製造多頭行情，以誘使投資人跟進，使股價一路飆漲攀升，俟股價上漲至一定高價時，暗中趁此熱潮於高檔釋出持股，甚而融券賣出放空，行為人出清持股後，交易量萎縮，股價喪失支撐隨即暴跌，待股價回跌再趁低回補吃貨，以為下次炒作之籌碼，藉此在上漲與下跌中，兩面獲利³³⁷。

茲分述本款之構成要件於下：

(一) 客觀不法構成要件要素

1. 行為主體

由於本款客觀構成要件要素訂有「自行或以他人名義」此一要件，從而不致發生前述第三款基於現行證券交易制度採取「行紀」關係，所引發之行為主體認定上之困難。是故，在理論上，不論係買方或賣方，一般投資人或證券經紀商均有適用本款之可能³³⁸。

³³⁵ 亦有稱作連續交易或炒作行為。

³³⁶ 王志誠，連續交易之認定基準及實務爭議，「證券市場操縱行為之理論與實務」學術研討會，2007年12月20日，頁2；李開遠，證券交易法第一五五條第一項第四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，第二期，九十三年六月，頁177。

³³⁷ 李開遠，證券交易法第一五五條第一項第四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，第二期，九十三年六月，頁177-178。

³³⁸ 實際上此處涉及對法人施予刑事制裁之問題，但非本論文所欲琢磨之重點，故而略去。

2.行為客體

包括集中交易市場上市買賣之有價證券以及在證券商營業處所買賣之有價證券。需注意者，僅需對個別有價證券為連續以高價買入或以低價賣出之行為即可，不需對整體市場為拉抬或壓低之操作。

3.行為

本款之客觀上行為係「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。」

(1)自行或以他人名義

由於我國現行證券交易制度採取「行紀」關係辦理，故而所謂「自行」僅指證券經紀商以自己名義買進或賣出股票，蓋一般投資人無從以自己名義在證券市場上為有價證券之交易也。而「以他人名義」此一法條文字，則適時地將透過行紀關係委託證券經紀商買賣股票之一般投資人直接納入規範，而無庸再援引「間接正犯」理論，並且也一併處理「人頭戶」盛行所產生的行為主體認定問題。

(2)連續

所謂連續，實務上³³⁹大體認為，只要是基於概括犯意，為二次以上之行為，即為連續³⁴⁰。學界對此除有認為應避免使用「連續」此等不確定之法律概念外³⁴¹，對上述實務見解則少有批評。

(3)以高價買入或以低價賣出

³³⁹ 如最高法院 75 年台上字第 3956 號判決。

³⁴⁰ 劉連煜，新證券交易法實例研習，元照，2006 年 2 月，頁 361；曾宛如，證券交易法原理，自版，2001 年 12 月，頁 147；林國全，證券交易法研究，元照，2000 年 9 月，頁 179；王培秩，證券交易法上操縱行為之犯罪類型及其構成要件，刑事法雜誌，第五十卷第二期，頁 56；吳克昌，證券交易法反操縱條款之研析（下），證交資料，483 期，九十一年七月，頁 55。

³⁴¹ 李開遠，證券交易法第一五五條第一項第四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，第二期，九十三年六月，頁 186。

對此要件，常引之爲例的實務見解，係最高法院七十四年台上字第五八六一號判決：「…係指於特定期間內，逐日以高於平均買價，接近最高買價之價格或以（當日）最高之價格買入而言（或於特定期間內，逐日以低於平均賣價，接近最低賣價之價格或以（當日）最低之價格賣出）」³⁴²。

對於上述實務見解，學說上多認爲本款操縱行爲之規範核心，在於行爲人透過連續買進或賣出，進而引誘他人買賣，從而究係「高價」、「低價」與否，實非討論之重點³⁴³。從事實務工作者亦指出，上述判決作成的時空背景係尚採取人工撮合制度的時代，但目前撮合已經完全採用電腦，報價方式也與當時完全不同，因此判決中對於所謂「高、低價」之解釋，有部分已經無法適用，此外證交所並無逐日計算及公布「平均買價」或「平均賣價」之資料，此一資料市場尚且無從取得，因此無法作爲法官判決之參考³⁴⁴；此外所謂「高、低價」係屬不確定法律概念，以之作爲禁止規定並賦予嚴厲之刑罰效果，似亦有違憲法保障人權之精神³⁴⁵，而與罪刑法定主義之明確性原則相悖。

另外，基於現行證券交易制度，採用電腦撮合，並且以「價格優先、時間優先」作爲競價原則，從而投資人若欲優先買進股票，最好委託以「漲停價」或較高價買進，如欲優先賣出，則最好以「漲停價」或較低價賣出，故以高價買進或低價賣出，往往係爲參與市場交易而有意成交之人，不得不然之結果³⁴⁶；從而此一「以高價買入或以低價賣出」要件，實際上在現行制度下，並不具有刑法之可

³⁴² 類似判決尚有九十一年台上字第三零三七號判決、九十二年度台上字第九八七號判決。

³⁴³ 賴英照，證券交易法逐條釋義（第四冊），自版，1991年，頁503；劉連煜，新證券交易法實例研習，元照，2006年2月，頁362；曾宛如，證券交易法原理，自版，2001年12月，頁148；李開遠，證券交易法第一五五條第一項第四款處罰股價操縱行爲---「不法炒作」刑事責任之探討，銘傳大學法學論叢，第二期，九十三年六月，頁187。

³⁴⁴ 吳克昌，證券交易法反操縱條款之研析（下），證交資料，483期，九十一年七月，頁56。

³⁴⁵ 林國全，操縱行爲之案例分析，證券暨期貨月刊，第二十二卷第十二期，九十三年十二月，頁60。

³⁴⁶ 林國全，操縱行爲之案例分析，證券暨期貨月刊，第二十二卷第十二期，九十三年十二月，頁59-60；林國全，證券交易法研究，元照，2000年9月，頁180；廖大穎，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，臺灣本土法學雜誌，第九十二期，2007年3月，頁35；吳克昌，證券交易法反操縱條款之研析（下），證交資料，483期，九十一年七月，頁56。

非難性，以之作爲不法構成要件要素當屬不妥。

(4)抽象危險犯或行爲犯

本罪之成立不以系爭有價證券價格是否的確受到連續交易之影響作爲前提，故爲抽象危險犯之立法³⁴⁷，學者亦有認爲本罪之立法模式係「行爲犯」者³⁴⁸。

(二)主觀不法構成要件要素

1.故意

行爲人須對所有前述本款之客觀構成要件要素具有認知與意欲。

2.意圖

本款之主觀意圖要件係「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」。就法條文義觀之，本款之意圖要件，未有如美、日立法例以「誘使他人買賣有價證券之目的」之規定³⁴⁹，學說上多認爲，解釋上應同美、日立法例，行爲人須具有「誘使他人買賣有價證券之意圖」，方符合本款之主觀意圖要件³⁵⁰；惟學說上亦有反對說³⁵¹。

³⁴⁷ 李開遠，證券交易法第一五五條第一項第四款處罰股價操縱行爲---「不法炒作」刑事責任之探討，銘傳大學法學論叢，第二期，九十三年六月，頁 178。

³⁴⁸ 賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，自版，2006 年，頁 444；林國全，操縱行爲之案例分析，證券暨期貨月刊，第二十二卷第十二期，九十三年十二月，頁 53；王培秩，證券交易法上操縱行爲之犯罪類型及其構成要件，刑事法雜誌，第五十卷第二期，頁 53。

³⁴⁹ 何曜深，證券市場操縱行爲之認定與要件---簡評最高法院九六年台上字第一零四四號判決，臺灣本土法學雜誌，第 97 期，2007 年 8 月，頁 233；李開遠，證券交易法第一五五條第一項第四款處罰股價操縱行爲---「不法炒作」刑事責任之探討，銘傳大學法學論叢，第二期，九十三年六月，頁 208。

³⁵⁰ 王志誠，連續交易之認定基準及實務爭議，「證券市場操縱行爲之理論與實務」學術研討會，2007 年 12 月 20 日，頁 23；何曜深，證券市場操縱行爲之認定與要件---簡評最高法院九六年台上字第一零四四號判決，臺灣本土法學雜誌，第 97 期，2007 年 8 月，頁 234；李開遠，證券交易法第一五五條第一項第四款處罰股價操縱行爲---「不法炒作」刑事責任之探討，銘傳大學法學論叢，第二期，九十三年六月，頁 209。

³⁵¹ 林國全，操縱行爲之案例分析，證券暨期貨月刊，第二十二卷第十二期，九十三年十二月，頁 54。

在實務見解方面，最高法院九十六年台上字第一〇四四號判決明確指出，成立本罪之前提在於「行為人主觀上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」，換言之，此項實務見解亦同我國通說所言，認為行為人須具有「誘使他人買賣有價證券之意圖」，方符合本款之主觀意圖要件。惟仍有為數甚多之判決認為，行為人僅需有「抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格之意圖」，便符合本罪之意圖要件者³⁵²。

就本款意圖的認定上，由於意圖此種主觀要素藏乎於心，而難以推知，學說或實務見解只好分別發展出許多下位標準予以判別諸如交易動機、行為人屬性、有無使用大量人頭戶、是否有拉尾盤之行為、股票價量是否背離集中市場走勢……等等³⁵³，琳瑯滿目，不一而足。

學說上有基於此等主觀意圖證明之困難，而欲在客觀構成要件要素上加入「足以拉抬或壓低集中市場上該有價證券交易價格」之結果³⁵⁴，或「傳達錯誤或誤導信號」³⁵⁵等客觀要件，藉此限縮刑罰範圍。這樣的作法實際上係架空本款之主觀意圖要件，已然脫離法律解釋的範疇，而邁入法之續造領域。

（三）本款其他問題研討：安定操作

所謂安定操作，也就是一般所謂之「護盤」。依據臺灣證券交易所公告施行的「上市有價證券安定操作交易管理辦法」，安定操作係指「主、協辦承銷商為順利達成有價證券之募集與發行，得於進行安定操作期間，自有價證券集中交易

³⁵² 如最高法院九十六年台上字第一一一九號判決、最高法院九十三年台上字第四二九六號判決、最高法院九十二年台上字第一六九〇號判決等。

³⁵³ 詳參王志誠，連續交易之認定基準及實務爭議，「證券市場操縱行為之理論與實務」學術研討會，2007年12月20日，頁23-26；林國全，操縱行為之案例分析，證券暨期貨月刊，第二十二卷第十二期，九十三年十二月，頁54-57；李開遠，證券交易法第一五五條第一項第四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，第二期，九十三年六月，頁213-215。

³⁵⁴ 廖大穎，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，臺灣本土法學雜誌，第九十二期，2007年3月，頁36。

³⁵⁵ 陳文禹，操縱股價犯罪之構成要件——評最高法院九十六年台上字第一〇四四號判決，臺灣本土法學雜誌，第一〇四期，2008年3月，頁347。

市場購買已發行之同一有價證券」，其目的在於上市公司辦理現金增資或辦理公開募集案件時，避免市價低於承銷價，進而影響資金之募集，因此訂定此辦法³⁵⁶。從而承銷商在符合此辦法的狀況下³⁵⁷，即便其行為該當本款之構成要件，亦得依該辦法阻卻違法³⁵⁸。



³⁵⁶ 吳克昌，證券交易法反操縱條款之研析（下），證交資料，483期，九十一年七月，頁57。

³⁵⁷ 例如該辦法第五條規定：安定操作之買進價格不得高於承銷價。

³⁵⁸ 刑法二十一條第一項：依法令之行為，不罰。

四、沖洗買賣

證券交易法第一五五條第一項第五款規定：「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。」本款實際上為原證券交易法第一五五條第一項第二款所規範之「沖洗買賣」之回植，所謂沖洗買賣，意指一人在二家以上之券商開戶，分別委託券商依一定之數量與價格，為相反方向之買賣，由於買賣委託同屬一人，因此在實際上證券之所有權並未移轉，其目的係為了造成市場活絡之假象，以誘使其他投資大眾跟進以達成操縱市場之目的³⁵⁹。

證券交易法第一五五條第一項第二款之刪除理由為：「在現行交割制度上，本款現行條文所稱『不移轉證券所有權』，並無適用餘地。因為投資人在賣出股票後，即將股票交付證券商完成交割，所有權即告移轉；在買進股票後，從證券商取得股票，也完成另一次所有權移轉。因此，同時買進股票和賣出股票必經過二次所有權移轉，不可能不移轉證券所有權。³⁶⁰」

對於本款「沖洗買賣」行為之刪除，學說上大多表達反對之意見，認為僅需作條文文字之修改，實無廢除之必要³⁶¹。實務立法上於二零零六年時，重新將「沖洗買賣」回植至第五款，惟構成要件已然有所更動，茲分述如下：

（一）客觀不法構成要件要素

1.行為主體

由於本款客觀構成要件要素訂有「自行或以他人名義」此一要件，從而不致發生前述基於現行證券交易制度採取「行紀」關係，所引發之行為主體認定上之

³⁵⁹ 曾宛如，證券交易法原理，自版，2001年12月，頁144。

³⁶⁰ 立法院公報第三十九期第八十九卷，頁310-311。

³⁶¹ 曾宛如，證券交易法原理，自版，2001年12月，頁144；劉連煜，新證券交易法實例研習，元照，2006年2月，頁356。

困難。從而理論上，不論係買方或賣方，一般投資人或證券經紀商均有適用本款之餘地³⁶²。此外，所謂「自行連續委託買賣而相對成交」，可能係指一個人開兩個（或以上）帳戶，互相買賣為之；而所謂「利用他人名義連續委託買賣」，則可能規制透過人頭戶為沖洗買賣之情形³⁶³。

2.行為客體

包括集中交易市場上市買賣之有價證券以及在證券商營業處所買賣之有價證券。

3.行為

本款之客觀上行為係「自行或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對成交。」

(1)自行或以他人名義

同前述三、(一)、3、(1)之論述。

(2)連續

本款所謂之「連續」要件，為舊有沖洗買賣禁令所無，解釋上是否如同證券交易法第一五五條第一項第四款之「連續」要件³⁶⁴，頗為啓人疑竇。學者對於本款之「連續」究應如何解釋，亦感到不解³⁶⁵，論者有認為本款之「連續」，係買方與賣方「同時或先後」之誤，而非指沖洗買賣必須「連續」而為（基於概括犯意，為二次以上之行爲），蓋若依證券交易法第一五五條第一項第四款之「連續」予以解釋，將導出在我國法上，必須具備「兩次」以上之買賣相對交易，始構成

³⁶² 實際上此處涉及對法人施予刑事制裁之問題，但非本論文所欲琢磨之重點，故而略去。

³⁶³ 賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，自版，2006年，頁441。

³⁶⁴ 實務上大體認為，只要是基於概括犯意，為二次以上之行爲，即為連續。

³⁶⁵ 劉連煜，新證券交易法實例研習，元照，2006年2月，頁357。

沖洗買賣之不合理結果³⁶⁶，故該「連續」二字，實屬多餘，可予刪除³⁶⁷。

(3)委託買賣或申報買賣而相對成交

修正前證交法第一五五條第一項第二款所規定之沖洗買賣的客觀行為係「在集中交易市場，不移轉『證券所有權』而偽作買賣」。由於我國現行證券市場交易制度採取電腦自動撮合，一旦買賣之委託經撮合成交，證券之形式所有權勢必移轉，從而造成該款適用上的困難，故而實務³⁶⁸與學說³⁶⁹有認為，所謂「不移轉『證券所有權』」係指不移轉證券之「實質所有權」而言。

惟所謂「實質所有權」之概念仍然可能引發違反罪刑法定主義之疑慮，從而現今沖洗買賣禁令客觀行為態樣之文字敘述，已刪去「不移轉『證券所有權』而偽作買賣」等語，但本款「沖洗買賣」不移轉證券實質所有權而偽作買賣之性質應無改變，蓋所謂「相對成交」即為虛偽交易之義。

(4)抽象危險犯

本罪之成立不以沖洗買賣確實創設某有價證券交易熱絡之表象作為前提，故為類似抽象危險犯或行為犯之立法。

(二)主觀不法構成要件要素

1.故意

行為人須對所有前述本款之客觀構成要件要素具有認知與意欲。

³⁶⁶ 陳俊仁，從沖洗買賣論我國證券交易法操縱行為禁止之理論基礎與規範缺失，「證券市場操縱行為之理論與實務」學術研討會，2007年12月20日，頁12。

³⁶⁷ 林國全，操縱行為之案例分析，證券暨期貨月刊，第二十二卷第十二期，九十三年十二月，頁64。

³⁶⁸ 最高法院87年台上字第2461號判決。

³⁶⁹ 曾宛如，證券交易法原理，自版，2001年12月，頁145；劉連煜，新證券交易法實例研習，元照，2006年2月，頁354。；李開遠，從證券交易法之修正論第一五五條第一項第二款有關處罰股價操縱行為---「沖洗買賣」刑事責任之探討，銘傳大學法學論叢，第一期，九十二年十一月，頁213-214；林國全，證券交易法研究，元照，2000年9月，頁169。

2.意圖

本款之主觀意圖要件係「意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象」。原證交法第一五五條第一項第二款並未規定有主觀意圖之要件，學說上對此頗有疑義³⁷⁰。論者有謂美國一九三四年證券交易法第九條與日本證券交易法第一五九條關於沖洗買賣之立法，均著重行為人之主觀，是否具有誘使他人為該有價證券買賣而不當操縱市場行情之意圖，故而我國法亦應為相同之解釋³⁷¹。

學者對於現今本款主觀意圖意見之增訂，有抱持肯定之見解者³⁷²，惟亦有學者指出，本款之主觀意圖與同條項第三、四、六款有所出入，彼此間之關係究竟為何，頗令人費解³⁷³。蓋原則上同屬虛偽交易之相對委託與沖洗買賣，何以主觀意圖要件之訂定有所出入？其中解釋上究竟有何玄機？以具有刑罰效果之條文來說，系爭文字之修訂實在欠缺嚴謹性。

(三) 本款其他問題研討：沖洗買賣之時間、價格及數量是否需完全一致？

在前述論及證交法第一五五條第一項第三款所規定之「相對委託」時，關於其買賣之時間、價格與數量是否需一致之問題上，學說與實務均採取寬鬆之立場，亦即只要達到可能相對成交之程度便可。

惟在沖洗買賣之情況，係同一人所為之相反買賣，就理論上而言，其時間、價格、數量自應完全相符，然而由於集中市場競價撮合成交之交易型態及漲跌停之限制等市場因素，即便同一自然人於同一時間就同一數量、價格之特定證券所

³⁷⁰ 吳克昌，證券交易法反操縱條款之研析（下），證交資料，483期，九十一年七月，頁48。

³⁷¹ 李開遠，從證券交易法之修正論第一五五條第一項第二款有關處罰股價操縱行為---「沖洗買賣」刑事責任之探討，銘傳大學法學論叢，第一期，九十二年十一月，頁211；吳克昌，證券交易法反操縱條款之研析（下），證交資料，483期，九十一年七月，頁49。

³⁷² 林國全，操縱行為之案例分析，證券暨期貨月刊，第二十二卷第十二期，九十三年十二月，頁64。

³⁷³ 陳俊仁，從沖洗買賣論我國證券交易法操縱行為禁止之理論基礎與規範缺失，「證券市場操縱行為之理論與實務」學術研討會，頁12。

爲之買賣委託，仍難免存有少許之差距³⁷⁴。

五、散布流言或不實資料

證券交易法第一五五條第一項第六款規定之市場操縱行爲爲：「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。」現今參與我國證券交易之投資人，多以散戶爲主，散戶通常欠缺專業證券投資的專業知識，並且具有投機短線之傾向，從而容易受到市場上流言蜚語之影響，而妄下投資判斷，甚且蒙受經濟上之損失。從而有本款散布流言或不實資訊禁令之規範，茲分述其不法構成要件如下：

(一) 客觀不法構成要件要素

1. 行爲主體

本款之行爲人不以在集中交易市場進行交易之行爲人爲限，未進行交易之人亦得爲適格之主體³⁷⁵。

2. 行爲

本款之客觀行爲爲「散布流言或不實資料」。

(1) 散布

所謂「散布」係指對不特定之多數人爲傳布³⁷⁶，或對不特定人或多數人爲傳述而言³⁷⁷。學者有認爲所謂多數與少數，係相對之不確定法律概念，從而「散布」

³⁷⁴ 李開遠，從證券交易法之修正論第一五五條第一項第二款有關處罰股價操縱行爲---「沖洗買賣」刑事責任之探討，銘傳大學法學論叢，第一期，九十二年十一月，頁 216。

³⁷⁵ 吳克昌，證券交易法反操縱條款之研析（下），證交資料，483 期，九十一年七月，頁 61。

³⁷⁶ 林國全，證券交易法研究，元照，2000 年 9 月，頁 185-186。

³⁷⁷ 賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，自版，2006 年，頁 455；王培秩，證券交易法上操縱行爲之犯罪類型及其構成要件，刑事法雜誌，第五十卷第二期，頁 58。

不應以對多數人爲之爲限，行爲人一旦以一般廣爲流傳之大眾媒體工具爲其散布管道，或明知或可得而知其對少數人之傳述行爲有被散布於其他非特定公眾者，其應可解爲行爲人意識上已非對少數人爲傳述，而應該當於本款之「散布」行爲，從而減低以散布對象人數作爲本款行爲認定標準所衍生之問題³⁷⁸。惟行爲人若係利用大眾媒體作爲散布工具，自然是對「不特定人」爲傳述；至於對少數人爲傳述之情形，除非行爲人有透過系爭少數人傳播訊息於不特定人之故意³⁷⁹，否則不宜基於構成要件不明確之理由，而希冀降低判斷之成本，進而擴張刑罰之範圍。

(2)流言或不實資料

有認爲所謂「流言」係指毫無根據之言，可能爲真，亦可能爲假，散布者在散布當時並不知孰真孰假³⁸⁰，在關於未來資訊部分，本款所稱「流言」，有認爲應以對未來之「事實陳述」爲限，而不及於發行公司營運計畫目標、財務預測、或股價變化預測等之「意見表達」³⁸¹；至於「不實資料」，其散布者在散布當時則確知該資料爲「虛偽」或「不真實」，但消極隱匿真實資料，即僅提供部分真實資料卻隱匿或故意不提供部分資料，亦可認爲係「不實資料」³⁸²。

學者有認爲所謂「流言或不實資料」欠缺明確定義且具有侷限性，爰參考美國聯邦 1934 年證券交易法第 9(a)(4)條之規定與實務見解，認爲本款之「流言或不實資料」需具有「重要性」，亦即就「已然確定」之訊息與資料，須爲「理性投資人認爲該消息對於其爲證券買賣之投資決定爲重要者」，方具有重要性；至

³⁷⁸ 莊永丞，論證券價格操縱行爲之規範理論基礎－從行爲人散布流言或不實資料之操縱行爲開展，「證券市場操縱行爲之理論與實務」學術研討會，2007 年 12 月 20 日，頁 12-13。

³⁷⁹ 相同見解，參林國全，以散布流言或不實資料方法操縱價格－臺灣高等法院九十二年度金上重訴字第九號判決評析，月旦民商法雜誌，第七期，2005 年，頁 153。

³⁸⁰ 惟有反對說，賴英照，證券交易法逐條釋義（第三冊），自版，1991 年，頁 387。

³⁸¹ 林國全，以散布流言或不實資料方法操縱價格－臺灣高等法院九十二年度金上重訴字第九號判決評析，月旦民商法雜誌，第七期，2005 年，頁 153-154。其理由爲投資人應能認知上述言論僅係未必實現之推論，是故，其對投資人投資判斷之影響，與未來事實陳述，在本質上有所不同。

³⁸² 吳克昌，證券交易法反操縱條款之研析（下），證交資料，483 期，九十一年七月，頁 61；王培秩，證券交易法上操縱行爲之犯罪類型及其構成要件，刑事法雜誌，第五十卷第二期，頁 58-59。

於「純臆測性」之消息，則應採取「信度/效度平衡法則」予以檢驗³⁸³。亦有論者認為，在實務運用上，即便於民國 77 年將本款原條文文字「足以影響市場行情」之要件刪除，仍應以行為人所散布之流言或不實資料具有相當之重要性，而有影響投資人投資判斷之危險性，始認定其構成本款之行為較為合理³⁸⁴。

（二）主觀不法構成要件要素

1.故意

行為人須對所有前述本款之客觀構成要件要素具有認知與意欲。

2.意圖

本款之主觀意圖要件係「意圖影響集中交易市場有價證券交易價格」。學說有認為，所謂「影響交易價格」之意圖，可能包括為合法正常交易行為所可能產生之意圖，蓋基於一般投資概念而於證券集中交易市場為買賣之行為人，莫不希望其所為之交易行為得以帶動股價上揚或下跌，以遂行其投資交易賺取報酬之目的，本款之要件似有導致合法交易行為與非法操縱行為無法區分的窘境³⁸⁵。惟我國操縱行為禁止規範中，以「影響交易價格」為主觀意圖要件者，尚有「相對委託」、「連續買賣」，故而相同的批評應該也可以套用在這些操縱行為上，此外本款之客觀行為為「散布流言或不實資料」，此等行為絕非所謂之「交易行為」，從而焉有「導致合法交易行為與非法操縱行為無法區分的窘境」之產生？論者之批評於同條項第三、四款之適用上，確有其道理，但在本款之解釋上，則稍嫌多慮。

³⁸³ 莊永丞，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，「證券市場操縱行為之理論與實務」學術研討會，2007年12月20日，頁13-15。

³⁸⁴ 林國全，證券交易法研究，元照，2000年9月，頁186。實務上採此見解者，如台北地院八十七年訴字第一三二七號判決。

³⁸⁵ 莊永丞，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，「證券市場操縱行為之理論與實務」學術研討會，2007年12月20日，頁12。

與同條第三、四款關於「相對委託」與「連續買賣」之主觀意圖要件³⁸⁶相較，本款之意圖要件少了「某種」二字，其中之差異與玄機究竟為何？論者有認為，不論行為人之意圖係欲影響全體集中交易市場，或是某種有價證券之交易價格，應該都符合本款之主觀意圖要件³⁸⁷。惟此種解釋是否有違罪刑法定主義，不無疑問。



³⁸⁶ 意圖抬高或壓低集中交易市場**某種**有價證券之交易價格。

³⁸⁷ 王培秩，證券交易法上操縱行為之犯罪類型及其構成要件，刑事法雜誌，第五十卷第二期，頁 59；吳克昌，證券交易法反操縱條款之研析（下），證交資料，483 期，九十一年七月，頁 62。

六、概括條款

證券交易法第一五五條第一項第七款規定之市場操縱行為為：「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。」本款為操縱行為之概括性規定，係承襲「證券商管理辦法」第五十七條第五款而來，惟美、日法律均無類似本款之概括規定³⁸⁸。本款立法之目的，有謂股市發展一日千里，操縱行為日新月異，法律之規定實有不能萬全之處，為避免掛一漏萬，故有本款之概括性規定，也因此使本款未有明確之構成要件³⁸⁹。實務上認為，本款應屬補充規定性質，操縱股價行為如該當於前各款具體列舉規定，自應優先適用各該款，而無以本款規定論處之必要³⁹⁰。

(一) 客觀不法構成要件要素

1. 行為主體

由於本款之客觀行為之法條敘述相當模糊與抽象，從而不論係證券經紀商或一般投資大眾，均有可能成為本款之行為適格主體。

2. 行為客體

包括集中交易市場上市買賣之有價證券價格以及在證券商營業處所買賣之有價證券之價格。

3. 行為

本款之客觀上操縱行為係「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。」其中何謂「直接」、「間接」均屬不確定法律概念，此外

³⁸⁸ 王培秩，證券交易法上操縱行為之犯罪類型及其構成要件，刑事法雜誌，第五十卷第二期，頁 59。

³⁸⁹ 吳克昌，證券交易法反操縱條款之研析（下），證交資料，483 期，九十一年七月，頁 63。

³⁹⁰ 最高法院 93 年台上字第 2886 號判決、最高法院 93 年台上字第 2451 號判決。

所謂「操縱行爲」更是難以定義。

論者有謂本款除了「直接或間接」、「其他」等較不確定因素外，就犯罪行爲之主體、客體甚至主觀之不法要素等，可謂已相當明確，與前開各款之論述尚無重大不同，至於不明確之構成要件，惟有留給相關單位，從犯罪之主觀意圖及客觀行爲之存在，或結果之發生等具體情形，加以適用法律，才能確保證券市場之真正公正與公平³⁹¹，而主張本款之正當性。

但就此論點，學者亦有指出，概括規定之解釋運用，應參酌具體列舉規定之共通意旨，惟現行第一至第六款具體列舉規定有以行爲人主觀意圖爲要件者，有單純規範客觀行爲者，有明訂行爲客觀危險性之要件者，有未以之爲要件者，故欲由此等具體列舉規定理出一共通意旨以爲本款概括規定解釋運用之準繩，實有相當之困難³⁹²。

此外違反本款之法律效果係三年以上十年以下之有期徒刑(證交法第一七一條第一項第一款)，如此之重刑應有相當程度構成要件明確性之構成要件要素敘述方符正當性，從而本款之客觀行爲描述，實已與罪刑法定主義有所齟齬。

(二) 主觀不法構成要件要素：故意

行爲人須對所有前述本款之客觀構成要件要素具有認知與意欲。

³⁹¹ 王培秩，證券交易法上操縱行爲之犯罪類型及其構成要件，刑事法雜誌，第五十卷第二期，頁 60。

³⁹² 林國全，操縱行爲之案例分析，證券暨期貨月刊，第二十二卷第十二期，九十三年十二月，頁 62。

七、市場操縱行為與詐欺買賣罪之關係

證券交易法第二十條第一項規定：「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。」其中關於有價證券買賣之部分，即為所謂的「詐欺買賣罪」，依據證券交易法第一七一條之規定，違犯「詐欺買賣罪」所招致的刑罰效果，與違犯市場操縱禁令相同。

學者指出，就我國證交法相關規定而言，詐欺買賣與市場操縱分別規定於第二十條與第一五五條，二者雖然有所關連，惟各自屬於獨立的犯罪類型，雖然證交法第一五五所規定的「相對委託」、「連續買賣」、「沖洗買賣」等行為往往具有欺罔的性質，但其亦涵蓋不必然具有欺罔性質者，如「違約交割」與「其他操縱行為」，從而若強加欺罔要素為操縱之構成要件，不但與條文規定相左，進而限縮第一五五條的適用範圍，並且亦與維護自由市場秩序的立法意旨相違，是故操縱行為之成立，並不以欺罔為要件³⁹³。

惟須特別注意者，乃具有欺罔性質的市場操縱行為，是否同時成立詐欺買賣之罪名？學者引用最高法院八十四年度台上字第 1127 號判決指出，欺罔雖非成立市場操縱行為的前提，但操縱行為若係詐欺之手段，則僅成立詐欺買賣罪³⁹⁴。但是此等見解是否即謂「詐欺買賣罪」優先於「市場操縱禁令」而適用仍有疑問，蓋於最高法院八十年度台上字第 4580 號判決中，即認為於「違約交割」與「詐欺買賣」間，應優先適用「不履行交割」之要件。

本論文認為，於判斷系爭行為是否構成「犯罪行為」時，由於「市場操縱」與「詐欺買賣」分屬獨立之犯罪類型，自應同時檢驗之，彼此並無補充適用之關係，並視「詐欺買賣」所保護者究係個人法益³⁹⁵，抑或超個人法益³⁹⁶，分循「想

³⁹³ 賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，自版，2006年，頁464。

³⁹⁴ 同前註，頁465。

³⁹⁵ 台北地院九十年度訴字第87號刑事判決指出，詐欺買賣罪之成立，於刑事訴訟上需證明被害相對人之存在與被害人因行為人之虛偽、詐欺或其他行為而陷於錯誤等情狀。從而可知本號判決

像競合」或「法條競合」予以處理。



應係認為詐欺買賣罪所保護者係個人法益。

³⁹⁶ 最高法院九十三年度台上字第 2141 號判決與最高法院九十四年度台上字第 3110 號判決，所著重者係「投資大眾及股東權益」是否受有損害，而無需證明個別被害投資人之存在，似認為詐欺買賣罪所保護者係超個人法益。

第三節 我國市場操縱刑事法制之特色

一、主觀意圖要素紊亂

觀察我國市場操縱刑事法制所規範的主觀意圖，有謂「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」者，有謂「意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象」者，有謂「意圖影響集中交易市場有價證券交易價格」者，琳瑯滿目不一而足，而獨缺英美市場操縱法制上最常出現的「意圖引誘他人買賣有價證券」此一意圖要素，其背後成因是否僅係立法時欠缺通盤考量，抑或另有圖謀，實在耐人尋味。

二、極度前置的處罰模式

如前所述，我國市場操縱刑事法制之規範模式多為類似抽象危險犯或行為犯之立法，就此點而言，與英美市場操縱刑事法制並無太大差異，但是我國的極度前置處罰模式，卻遠甚於英美法制。觀察我國市場操縱刑事法制的主觀意圖要素，往往為英美市場操縱刑事法制的客觀構成要件要素，換言之，在英美法制的脈絡下，系爭行為通常必須導致「某種有價證券之交易價格之波動」或「造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象」，國家刑罰權力方會介入，但是在我國之立法模式上，卻將之全部規範於「主觀意圖」要件中，刑罰的前置化莫此為甚。

三、概括條款的極度概括性

觀察英美市場操縱刑事法制，也不缺概括條款之設置，但是我國市場操縱行為的概括條款，完全不需具備任何主觀意圖要素，行為人只要「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」便得以入罪，如果缺乏主管機關的解釋令函與司法實務的意見累積，如此的規範設置無異將一座入罪機器

安置上晝夜不息的強勁馬達，我國市場操縱刑事法制也將如脫疆野馬一般，疾行在入罪的康莊大道上。



第五章 以法律規制市場操縱行為之適當性分析

第一節 學者對於應否規制市場操縱之論述

對於法律是否需要規制市場操縱行為，在學界上之爭論，雖然不若內線交易此一議題來得激烈，但是在正反意見上，仍然有經典性之代表文獻予以分別論述。以下將分別介紹立場相互對立之二篇文獻見解，並於相關概念上輔以其他學者之意見加以論證，希冀藉由其彼此間的論理攻防與闡釋說明，能帶我們進一步瞭解規制市場操縱行為之基礎與必要性是否存在。

一、否定說：以 Daniel R. Fischel & David J. Ross 作為代表

Fischel 與 Ross 在 1991 年發表了一篇文章³⁹⁷，透過析述市場操縱行為在定義上的困難、與詐欺概念之間的比較、交易行為與價格之間的關係、規制的成本等種種面向，得出某些市場操縱行為具有自我抑制性，法律根本不需要處理這個不是問題的問題，相關的規制需求，只需要仰賴反詐欺條款與其他民事途徑即為已足，茲分述如下：

(一) 定義上的困難

1. 傳統定義下的三條件

市場操縱行為欠缺明確的法律定義³⁹⁸，不論係美國³⁹⁹、英國⁴⁰⁰或我國，均僅

³⁹⁷ Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Market?* 105 HARV. L. REV. 503, 503 (1991).

³⁹⁸ 美國法院曾將「市場操縱」一詞，認為係所謂的「專業用語」(term of art)，除了道出「市場操縱」涉及相當程度的專業判斷外，也透露出其在定義層次上的困難。See *Santa Fe Industries, Inc v Green* 430 US 462, 477 (1977).

³⁹⁹ 在美國法上，不只有價證券市場上的操縱行為欠缺定義，在規制商品市場(commodity market)的商品交易法(the Commodity Exchange Act, CEA)中，亦復如此。See Benjamin E. Kozinn, *The Great Copper Caper: Is Market Manipulation Really a Problem in the Wake of the Sumitomo Debacle?*, 69 FORDHAM L. REV. 243, 248 (2000).

⁴⁰⁰ 在英國金融服務暨市場法(FSMA)第三九七條的文字敘述中，從未使用過「市場操縱」一詞，而僅係透過許多面向予以描述耳。

係透過類型化的方式以具體化抽象的市場操縱行為內涵。但是在學界或實務意見上，仍然不乏對市場操縱行為予以定義者，有謂市場操縱行為係「意圖引誘他人交易有價證券，或使其價格達到某人為價格水平之行為⁴⁰¹」，亦有謂市場操縱行為係「故意干預有價證券市場的自由供需」。根據這二個傳統上定義，Fischel 與 Ross 歸結出，只要符合下述三個條件之一，系爭行為便會被認為具有操縱之性質⁴⁰²：(1)干預自由的供需、(2)引誘他人交易⁴⁰³或(3)使有價證券價格達到某一人為價格水平⁴⁰⁴。

Fischel 與 Ross 認為，第一個條件（干預自由的供需）是無用的，因為所謂的「干預」仍需要定義，此外，**所有的交易者都是推動市場供需的動力，但是市場操縱概念卻要區分合法的市場供需與非法的市場供需**，然而，這樣的區分仍然欠缺定義，如此一來，上開論述無疑落入循環論證的迴圈⁴⁰⁵。

關於第二個條件（引誘他人交易），Fischel 與 Ross 則指出，交易的目的是在於雙方利益的極大化，倘若交易的一方向他方為要約，而他方接受，則這樣一個「引誘」的行為使得雙方皆有獲利，那麼還能稱得上是「操縱行為」嗎？實際上，交易者對於有價證券的價值都有自己的盤算、不同的風險承受力與不同的流動性需求，而在這樣的情況下，交易本身無論如何都有可能使得雙方獲利，是故「引誘他人交易」此一要件根本沒有碰觸問題的核心⁴⁰⁶。

第三個條件（使有價證券價格達到某一人為價格水平）看似有其道理，因為不像交易行為，人為的價格一般來說係社會所不欲者，但是這裡仍然面臨了循環

⁴⁰¹ Steve Thel, *The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act*, 42 STAN. L. REV. 385, 393 (1990).

⁴⁰² Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Market?* 105 HARV. L. REV. 503, 507 (1991).

⁴⁰³ 英國金融服務暨市場法(FSMA)第三九七條第二、三項即採取這樣的立法模式。

⁴⁰⁴ 美國 1934 年證券交易法§10(b)及實務見解，認為市場操縱行為除了需具有引誘他人買賣之意圖外，尚且必須使得有價證券價格達到某一人為價格水平。

⁴⁰⁵ Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Market?* 105 HARV. L. REV. 503, 507 (1991).

⁴⁰⁶ *See id.* at 507-508.

論證的困境，蓋「人為的價格」與「非人為價格」究竟如何區分⁴⁰⁷？Fischel 與 Ross 指出，關於「人為的價格」較精細的說法或許是「意圖使價格產生變動之交易所造成的價格」，但是意圖使價格變動的交易，並不總是有害的，在股票發行者購回自己公司股票的例子中，由於他向投資人釋放出系爭股票之價值受到低估之訊息，從而該交易使得系爭股價回到應有的價格水平，則這樣的價格變動實在很難稱得上是「人為的價格」⁴⁰⁸。

2.以「正常價格水平」作為標準？

(1) 長期供需狀況的價格？

另一種定義則將焦點置放於「系爭交易是否將價格拉近或偏離正常價格水平？」但是何謂「正常價格水平」？有謂「正常價格水平」係指反映「長期供需狀況的價格」而言，從而法官 Frank Easterbrook 認為操縱行為的定義係「使價格不往反映長期供需狀況方向變動之行爲⁴⁰⁹」，但是 Fischel 與 Ross 認為，這個定義無法處理那些根本未使價格變動或僅反映短期供需狀況之行爲，此外更重要的是，如果交易者真的相信其交易行為將使得股價往某方向移動，但事後證明交易者係計算錯誤，而且股價確實係往反方向移動，如此一來，我們真的要認為系爭行為具有操縱的性質嗎？換言之，以關於價格將往某方向移動之真實信念作為基礎的交易，其本質上根本不是市場操縱行為⁴¹⁰。

(2) 所有相關資訊揭露後的價格？

爲了避免「長期供需狀況」與「短期供需狀況」區分上的困難，所謂「正常

⁴⁰⁷ 類似的質疑，See Markham, J.W., *Manipulation of Commodity Future Price---The Unprosecutable Crime*, 8 YALE J. ON REG. 281, 284 (1991)

⁴⁰⁸ Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Market?* 105 HARV. L. REV. 503, 508 (1991).

⁴⁰⁹ See *id.* at 509.

⁴¹⁰ See *id.*

價格水平」可能被定義為「所有相關資訊揭露後的價格」⁴¹¹。但是 Fischel 與 Ross 認為這樣的定義是沒有助益的，因為所謂「相關資訊」不僅僅係交易者所擁有的資訊，尚且包括「交易」本身，從而如果價格的變動係依據交易而來，那我們就很難說這個價格具有「人爲性」，除非我們已經事先認為系爭交易係違法的，但是這樣一來，就再次落入循環論證的困境⁴¹²。

此外，這樣的定義**有害於資訊權的行使**，蓋在一般的情況下，交易者並沒有揭露其所擁有的資訊之義務，一旦要求揭露，將使得資訊的價值降低，並且大大降低人們獲取資訊的動機，如此一來人們將沒有意願在有價證券市場上尋求資訊，但是有價證券市場正是依賴資訊的流通來調整市場價格，職是之故，這樣的價格調整機制將遭到破壞⁴¹³。

最後，有價證券之買賣其最終目的即在於獲利，因此我們必須允許交易者不將其所擁有的資訊完全揭露，以避免其基於個人所擁有之資訊而獲利之能力降低⁴¹⁴，導致投資人不欲進入有價證券市場交易。

3.小結

綜上述，Fischel 與 Ross 認為市場操縱行為**根本欠缺客觀上的定義**，**唯一的定義僅僅來自於交易者的主觀狀態**，是故市場操縱行為或許可以定義為帶有「不良」意圖的獲利交易，換言之，需符合以下三個條件⁴¹⁵：(1)系爭交易之意圖在於使價格往某特定方向移動。(2)交易者不認為系爭價格將往該特定方向移動，但是將因為系爭交易之進行而移動。(3)最終的獲利來自於交易者改變價格的能力，而非來自於其所擁有之資訊。因此那些具有「良好」意圖的交易，由於交易者相信價格將往特定方向移動，而不是因為其交易行為本身所造成者，並非在從事市場

⁴¹¹ See id.

⁴¹² See id.

⁴¹³ See id.

⁴¹⁴ See id.

⁴¹⁵ See id at 510.

操縱行爲，蓋其之所以獲利係因爲個人所擁有的資訊之故⁴¹⁶。

(二) 市場操縱行爲與詐欺概念之比較

1. 市場操縱概念在偽作交易類型之無用性

市場操縱行爲與詐欺之間的關連十分緊密，某些市場操縱類型實際上爲詐欺之一種，例如屬於「偽作交易」的沖洗買賣(wash sales)與相對委託(match orders)，蓋其作用均在於誤導市場參與者相信交易者正在進行實際上並未發生的交易，由於此種類型之行爲根本屬於詐欺的一環⁴¹⁷，從而市場操縱法制在這方面的規制無疑係多此一舉，詐欺概念已能妥適處理這一類的問題⁴¹⁸。

2. 以「真實交易」形式所進行的市場操縱行爲與典型詐欺概念之差異

但是詐欺概念卻不足以處理以「真實交易」形式所進行的市場操縱行爲，或許有人會認爲，交易者透過其真實的交易行爲，進而誤導其他投資人對於系爭有價證券價值的觀感，同樣也能遂其詐欺之目的，但是 Fischel 與 Ross 指出，**真實交易與典型詐欺之間有著重要的差異**，典型詐欺必須具有不良的行爲（如不實之陳述）與詐欺的意圖，而且因爲真實的陳述並不會受到處罰，從而必須要先存在客觀上的不良行爲（即不實陳述），方有探求行爲人內心狀態之必要⁴¹⁹。

但是以「真實交易」形式所進行的市場操縱行爲，在客觀上並不具有反社會性，系爭行爲只有「交易」，而此等交易根本沒辦法在客觀上與其他所謂合法之交易相互區分，其唯一之差異僅存在於行爲人主觀的意圖，這也是以「真實交易」形式所進行的市場操縱行爲與得以透過客觀要件辨明的典型詐欺行爲的最大差

⁴¹⁶ See *id.*

⁴¹⁷ See EMILOS AVGOULEAS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS 130 (2005).

⁴¹⁸ See Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Market?* 105 HARV. L. REV. 510 (1991).

⁴¹⁹ See *id.* at 511.

異⁴²⁰。

另一項差異在於，由於典型詐欺行為不需要或僅需要投入些微的資本，從而其自我抑制性低，一旦法律不禁止之，則詐欺行為將到處橫行，至於以「真實交易」形式所進行的市場操縱行為則因為具有自我抑制性，從而法律對其之規制需求遠遠低於典型詐欺行為，詳待後述⁴²¹。

(三) 以法律規制透過「真實交易」所進行的市場操縱行為？

1. 市場操縱行為的成功率

Fischel 與 Ross 指出，成功的市場操縱行為需要符合二個要件⁴²²：(1)系爭交易必須使得某有價證券之價格上升。(2)操縱者必須以高於其購入系爭有價證券之價格（包括交易之成本），售出該有價證券。要同時符合這兩個要件並不容易，操縱者必須說服其他投資人，其擁有他們所欠缺之關於系爭有價證券價值之資訊；或者，操縱者必須投入鉅額的資本。但是有價證券價格的上升，往往係與交易之進行同時發生，而不是在交易完成後始攀升，這也就大大降低了第二個要件實現之可能⁴²³。

(1) 交易行為與價格走勢的關係

一般的見解率皆認為，交易行為與價格走勢之間有著直接的線性關係，亦即買進有價證券增加了需求，賣出有價證券則增加了供給，而價格便基於供給與需求的關係而決定，但是實際上交易行為與價格走勢之間的關係，遠比上述假設來得複雜⁴²⁴。

⁴²⁰ See id.

⁴²¹ See id. at 512.

⁴²² See id.

⁴²³ See id. at 513.

⁴²⁴ See id.

A. 彈性(elasticity)與替代效果假說(substitution hypothesis)

供給與需求決定價格的關鍵在於供給彈性與需求彈性，當供給較有彈性時，即便增加需求，也不會影響價格，反之亦然⁴²⁵。在此，必須併同思考的是投資組合理論(portfolio theory)與替代效果假說(substitution hypothesis)，簡言之，有價證券市場，係屬於需求彈性較大的市場，意即投資人對於其投資方案可以有許多不同的選擇，即便原本所欲購入的有價證券價格攀升，投資人亦可購買他檔股票或選擇其他的投資方案，從而欲賣出有價證券者，必須以市價賣出，反之，欲購入有價證券者，亦必須以市價買進，此點也表現在大部分的股票交易都是以現有價格成交者，這同時也說明了在理論上，交易本身對於有價證券價格來說並不會有任何影響⁴²⁶。

B. 資訊假說(information hypothesis)

替代效果假說主張，只要有價證券的需求與供給夠彈性，那麼交易本身就不會影響價格，但是這並不代表交易與價格之間不存在任何關係⁴²⁷。買進有價證券者，係因為其擁有該檔有價證券價值被低估之資訊，從而買進有價證券；賣出有價證券者則是因為握有該檔有價證券之價值受到高估之資訊，從而賣出有價證券，是故買進與賣出各會釋放其所持有之資訊，並導致有價證券價格之調整，這樣的調整就導致了交易與價格之間的關連，這也就是所謂的資訊假說⁴²⁸，而資訊假說發生作用之關鍵，在於系爭資訊「訊號」之強度與質地⁴²⁹。

C. 流動性假說(liquidity hypothesis)

Fischel 與 Ross 提到，交易之所以能夠影響價格的另外一個原因，可能是流

⁴²⁵ See *id.*

⁴²⁶ See *id.* at 514.

⁴²⁷ See *id.*

⁴²⁸ See *id.* at 514-515.

⁴²⁹ See EMILIOS AVGOULEAS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS 133 (2005).

動性成本(liquidity cost)。投資人欲以市價在有價證券市場上，大量買進或賣出有價證券，或許無法在短時間內如願，因為在該時期，市場上可能欠缺足夠的有意者，扮演交易相對人之角色⁴³⁰。從而交易者為了誘使他人為交易，可能必須以較高價買進，或以較低價求售，這其中所產生的額外支出或損失，即為流動性成本⁴³¹。

D.買賣價差(bid-ask spread)

在有價證券交易市場上，總是存在著二種價格，一者為買價⁴³²(bid price)，一者為賣價⁴³³(ask price)，前者係一般投資人在賣出特定有價證券時所可能獲得的最高價格，後者係一般投資人在買進特定有價證券時所可能獲得的最低價格⁴³⁴。其中所造成的買賣價差(bid-ask spread)，也會形成交易行為與價格的關係，造成價格的暫時變動，舉例而言，某特定有價證券的固定買價係九元，固定賣價為十元，所有的一般投資人均以十元價格下買單，而以九元價格下賣單，如果最後一筆交易係賣單先下，那麼一筆買單將會使成交價從九元變為十元；相反地，如果最後一筆交易係買單先下，那麼一筆賣單將會使成交價從十元變為九元，這也意味著，單面向（買或賣）的連續下單不會造成價格波動，勢必要買單與賣單共同為之，方能影響價格⁴³⁵。

E.價格壓力假說(price pressure hypothesis)

最後，交易能夠改變價格之因素，也有可能係因為有價證券並非完全之彈性，此論點來自價格壓力假說(price pressure hypothesis)，其主張系爭有價證券擁

⁴³⁰ See Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Market?* 105 HARV. L. REV. 503, 515-516 (1991).

⁴³¹ See *id.* at 516.

⁴³² 證券經紀商或自營商所願意買進之價格。

⁴³³ 證券經紀商或自營商所願意賣出之價格。

⁴³⁴ Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Market?* 105 HARV. L. REV. 503, 516 (1991).

⁴³⁵ See *id.*

有獨一無二的特色，從而完美的替代物並不存在，是故增加需求或供給將導致價格變動⁴³⁶。

(2)與市場操縱行為的關連

Fischel 與 Ross 指出，如上所述，因為替代效果的存在，使得交易行為本身無從改變價格，從而市場操縱行為也就無成功之可能，**即便存在前述交易行為與價格變動的種種關連，一個成功的操縱行為仍然難以存在，茲分述如下：**

A.資訊傳遞的困難

如前述所提到的資訊假說，操縱者必須說服其他投資人其擁有關於股票真正價格之資訊，方能影響價格，但是在茫茫股海，這樣的訊息並不容易為人所察覺⁴³⁷，蓋在金融市場中，具有意義的「資訊」與由其他投機客所製造的吹噓性「雜音」往往難以分辨，從而該等資訊易被「雜音」所掩蓋而難為其他投資人所注意⁴³⁸。

B.有價證券價格將隨交易後滑落

操縱者必須確保在其進行交易後，能夠以高於購買價的價格拋售有價證券，但是有價證券之價格往往隨著交易的進行同時而非嗣後上升，而且如果交易過程操縱者尚且負擔了流動成本，則股價每每在交易結束後滑落，從而操縱者將無利可圖⁴³⁹。

C.賣出系爭有價證券之困難

⁴³⁶ See *id.*

⁴³⁷ See *id.* at 517.

⁴³⁸ See EMILOS AVGOULEAS, *THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS* 134 (2005).

⁴³⁹ Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Market?* 105 HARV. L. REV. 503, 517-518 (1991).

如前所述，即便操縱者能夠說服其他投資人其握有特殊資訊，進而拉抬股價，但是他也必須在同時售出股票，否則一旦價格滑落，操縱者勢必蒙受損失，是故法律實在無須規制此種勢必虧本的「生意」⁴⁴⁰。

D. 流動成本從中作梗

流動成本越大，操縱者為操縱行為所必須投入的資本越高，損失之風險越大，這將導致市場操縱行為具有自我抑制性⁴⁴¹。

E. 交易量低的有價證券較好操縱？

一般見解認為，交易量低的有價證券相較於交易熱絡的有價證券來說，較好操縱，其原因可能係出於資訊與價格壓力效應在此種案例中特別凸顯，但是Fischel與Ross指出，流動成本將抵銷上述效應，此外在此種案例中，買賣價差較大，這也意味著操縱者必須投入更多成本以求操縱行為之成功⁴⁴²。

2. 市場操縱行為認定上之困難

如前所述，市場操縱行為的核心在於行為人的主觀內心，但是由於探詢他人主觀層面並非易事，勢必需要從客觀證據加以決定行為人是否具有操縱意圖，但是與一般犯罪相較，市場操縱行為欠缺客觀的損害性行為或不良結果，蓋其僅存在交易行為本身，而此等交易行為又與其他交易行為難以區分⁴⁴³。以下分別論析常被認為與市場操縱行為息息相關的客觀狀況，並說明此三種態樣均不足以顯示操縱市場之意圖：

(1) 在收盤前交易

⁴⁴⁰ See *id.* at 518.

⁴⁴¹ See *id.*

⁴⁴² See *id.*

⁴⁴³ See *id.* at 519.

在收盤前交易，也就是俗稱的拉尾盤行爲，常被認爲係證明市場操縱的有力證據，或許是因爲其較容易影響收盤價格之故⁴⁴⁴。但是已經有許多研究指出，在收盤前的交易數量係最高的，此外投資人觀察市場狀況一天後在收盤前下單也是稀鬆平常之事⁴⁴⁵，既然合法的交易所爲也都集中在收盤前，那麼以收盤前之交易所爲認爲市場操縱行爲的證據便有待商榷⁴⁴⁶。事實上，收盤前以外的任何時間，都比收盤前來得容易爲市場操縱行爲，蓋當交易所爲都集中在收盤前，此時的交易所爲所透露的資訊將隨之被沖淡，操縱者欲傳遞給其他投資人的訊息將石沈大海，而且在收盤前交易，將使操縱者難以在當日馬上拋售，越長期的持有對操縱者來說，越構成風險的承擔⁴⁴⁷。

(2) 賣空(short sales)

允許進行賣空行爲，使得認爲系爭有價證券價格將下跌的投資人，有機會按照其「消極信念」行事，如果禁止賣空行爲，則無疑限制了該等投資人的投資策略，此外，欲禁止賣空，勢必要明確區分按照「消極信念」所爲的交易（例如一般的融券交易），與具操縱意圖的交易之間差異，但這無疑又是一項艱鉅的任務⁴⁴⁸。此外，賣空者必須承擔交易後股價上漲之風險，而此項風險將形成自我抑制⁴⁴⁹。

(3) 連續以高價買進

Fischel 與 Ross 認爲，連續以高價買進，最不可能達成成功的操縱行爲，蓋操縱者雖然透過以高於市價的價格買進有價證券，進而提高股價，但是也將因此承受基於高額資本投入所帶來的高風險，此外，由於價格已經隨交易所爲水漲船

⁴⁴⁴ See *id.*

⁴⁴⁵ See EMILIOS AVGOULEAS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS 137 (2005).

⁴⁴⁶ Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Market?* 105 HARV. L. REV. 503, 520 (1991).

⁴⁴⁷ See *id.*

⁴⁴⁸ See *id.* at 521.

⁴⁴⁹ See *id.*

高，是故在交易後將難以繼續提高，這也使得操縱者難以在高於其購入有價證券之價格，售出有價證券，最後，操縱者也將面臨拋售有價證券的問題，因為其拋售股票將使股價下跌，如果無從在短期內售罄，操縱者將蒙受不小之損失⁴⁵⁰。

3. 禁止市場操縱行為所耗費的社會成本

(1) 執行成本

相較於其他的犯罪行為，市場操縱行為欠缺客觀上的損害，從而無法透過損害之存在此一前提要件，加以限縮執行的成本⁴⁵¹，而且由於市場操縱行為與合法投資行為之間的差異難以區辨，是故在認定孰為市場操縱行為這一點上，將消耗過多資源與精力⁴⁵²。

另外有學者特別指出，透過刑事制裁規制市場操縱行為，將比運用民事抑或行政管制手段高出許多執行成本，蓋不論係行為人主觀內心之探求，抑或所謂「真實價格」與「人為價格」之區辨，即便有其認定上之困難，仍然需要達到刑事定罪的證據認定門檻⁴⁵³。此外，需要動用陪審團參與刑事審判的英美法制，對於富有高度專業性與複雜度的市場操縱案件，審判程序往往歹戲拖棚而曠日廢時，論者直稱「這是一場不會想遭遇第二次的災難！」⁴⁵⁴。

(2) 機會成本

以法律禁止市場操縱行為，將帶來機會成本的上升，換言之，某些有利的市場活動將因此而消失，最明顯的例子就是對於賣空行為的限制（僅在有價證券價

⁴⁵⁰ *See id.*

⁴⁵¹ 一般犯罪因為有客觀損害的存在，從而偵察審判才會因此開啓，但是市場操縱行為則否，執法者必須大規模地進行監控，所耗費的成本不言可喻。

⁴⁵² Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Market?* 105 HARV. L. REV. 503, 522 (1991).

⁴⁵³ *See* EMILIOS AVGOULEAS, *THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS* 225 (2005).

⁴⁵⁴ *See id.* at 454-455.

格處於漲勢時，方允許賣空)，不但減少了應屬合法的賣空行爲，也限制了對市場「看壞」的資訊傳播，進而扼殺基於資訊流通而調整市場價格的機制與市場效率⁴⁵⁵。

(3) 嚇阻過度所帶來的不利影響

由於市場操縱行爲與合法投資行爲之間的差異難以區辨，使得違反市場操縱禁令所帶來的嚴厲刑罰效果進一步擴大，換言之，投資人爲了避免誤觸法網，勢必在進行投資決策時踟躕不前，這也導致了許多有利於資本市場的經濟活動消逝無跡，是故法律實在無庸規制具有自我抑制效果的市場操縱行爲⁴⁵⁶。

(四) 非以交易形式進行的市場操縱行爲

1. 以契約爲基礎的市場操縱行爲

Fischel 與 Ross 指出，所謂以契約爲基礎的市場操縱行爲，係指交易者透過交易，取得基於契約所訂定的權利或利益，常見的例子爲以公司股價作爲計算經理人薪資或紅利基礎的人事契約⁴⁵⁷、與某有價證券或現貨價格具連動關係之選擇權、期貨等契約，或以某有價證券作爲標的之可轉換特別股契約等⁴⁵⁸。

論者有認爲，法律應該介入這樣的契約，因爲此等契約容易引發道德危險，就如同火災險的保險人不可能會向縱火的被保險人理賠是一樣的道理，不過 Fischel 與 Ross 認爲，並非所有的內部人交易都是對公司有害的，例如當股價受到低估時，公司經理人購入公司股票，將會鼓舞市場參與者的信心，並使公司股價達到應有的水平；此外拿火災險的例子來相比，更是不倫不類，蓋縱火行爲本

⁴⁵⁵ Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Market?* 105 HARV. L. REV. 503, 522 (1991).

⁴⁵⁶ *See id.* at 522-523.

⁴⁵⁷ *See id.* at 523.

⁴⁵⁸ *See* EMILIOS AVGOULEAS, *THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS* 145-146 (2005).

來就屬於社會所厭惡的行為，惟市場操縱行為是否有害，則端賴交易者的內心狀態⁴⁵⁹，但是就客觀上，根本難以區分系爭行為究竟有害與否，從而立法者只能在全面禁止或全面允許的零和遊戲中選擇⁴⁶⁰。

此外，我們也應該要考慮締約雙方對於避免發生操縱行為之能力，換言之，締約雙方可以在契約中增訂某些條款⁴⁶¹，以避免道德危險之發生，而且契約條款的協商或訂定的困難，並不足以正當化法律的介入，蓋如前所述，法律介入所造成的社會成本驚人，基於兩害相權取其輕之道裡，對於以契約為基礎的市場操縱行為，應當留予私法自治加以解決⁴⁶²。

2.與資訊揭露有關的交易行為

如前所述，以「真實交易」形式所進行的市場操縱行為，難以同時構成成功市場操縱的兩大要件：(1)系爭交易必須使得該有價證券之價格上升。(2)操縱者必須以高於其購入系爭有價證券之價格（包括交易之成本），售出該有價證券。

但是伴隨著資訊揭露的交易，將較有可能達到市場操縱之目的，以股票分析師為例，其可能事先購入某檔股票，接著向其客戶或一般投資人建議購入該檔股票，待該檔股票價格攀升，隨即出脫漁利，Fischel 與 Ross 認為，這樣的行為雖然的確可能發生，但是只要適用反詐欺條款即為以足，蓋一般投資人係因為分析師所為的「不實陳述」而遭受損失，而非因為分析師所為的交易而蒙受損害，市場操縱概念在此領域純屬疊床架屋⁴⁶³。

⁴⁵⁹ 認為股價被低估而為交易，則為有益的交易；為了取得紅利而將股價移動至錯誤的方向，則為有害的交易。

⁴⁶⁰ Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Market?* 105 HARV. L. REV. 503, 524 (1991).

⁴⁶¹ 例如規定公司股價除了必須上漲到某一水平外，尚且必須維持特定時日等等。

⁴⁶² Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Market?* 105 HARV. L. REV. 503, 525 (1991).

⁴⁶³ *See id.* at 525-526.

（五）小結

綜上分析，Fischel 與 Ross 認為，以真實交易形式所進行的市場操縱行為，由於具有自我抑制性，法律根本無須介入，以避免耗費過多社會成本並扼殺有益的交易活動；而以契約為基礎的市場操縱行為，則留由私法自治予以解決；至於其他關於資訊揭露的市場操縱行為，與以偽作交易為基礎的市場操縱行為，只要適用反詐欺條款即為以足，市場操縱禁令在此領域顯屬多餘，從而市場操縱法制並無存在之必要。



二、肯定說：以 Steve Thel 作為代表

(一) 透過交易行為操縱價格

1. 交易行為有時會改變價格

Thel 認為，交易行為與價格變動之間的關係，的確不如一般人所想的那麼緊密，交易行為本身的確不會「自動地」影響價格，但是我們必須考慮到一個事實，亦即**絕大部分**的有價證券交易，都係以當前流通的價格為之，從而交易與價格之間才看似無所關連，但是**並非所有**的交易都是以當前流通價格為之，從而也開啓了影響價格的大門，例如為取得公司經營權而以高價收購股票之情形，在同時符合「**交易量大**」與「**購買價格高**」的條件下，系爭有價證券之價格確實會受到交易行為的影響⁴⁶⁴。

其他學者亦指出，當市場對系爭交易行為所帶來的新資訊進行「解碼」，或者市場對於特定有價證券的供給與需求**產生瞬間或持續性之不對稱**時，交易行為確實會影響有價證券之價格⁴⁶⁵。

2. 透過交易行為作為改變價格的手段

(1) 替代效果假說的缺陷

Thel 提到，完全替代效果假說(perfect substitution hypothesis)假設所有市場參與者均認同所有有價證券之價值，進而以當前市場價格買進或賣出有價證券，但是即便市場參與者以市場價格為交易，也不一定代表他們認同系爭有價證券之價值與流通價格相當，這也說明了何以有時候投資人願意以高於市價的價格買進大

⁴⁶⁴ See Steve Thel, *\$850,000 in Six Minutes—the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 225-227 (1994).

⁴⁶⁵ See EMILIOS AVGOULEAS, *THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS* 133 (2005).

量的有價證券，因此完全替代效果假說的前提與生活經驗或直覺未盡相符⁴⁶⁶，蓋有價證券並不存在完美的替代物，其供給與需求均存在著與生俱來的限制⁴⁶⁷。此外有價證券並不只是表徵未來獲利機會而已，它也涉及了參與公司營運等種種面向，使得投資人願意以高於市價的價格購入之⁴⁶⁸。

值得注意的是，即便有價證券存有類似的替代物，有時此種替代物在數量上也未必足以滿足投資人需求，交易者也未必能夠即時覓得交易之相對人，從而類似這種「**流動性之欠缺**」所引發之效應，將成為替代效果假說之重大缺陷⁴⁶⁹。

(2) 市場操縱者之獵物

The1 指出，當某有價證券一開始的發行量就不高，或大量集中在與發行者關係密切者手中時，需求將超越供給，股價也將因此波動；相反地，如果某有價證券乏人問津（例如交易量低的股票與水餃股），則供給超過需求；市場操縱行為往往就是在供給較不具彈性或交易量低的有價證券上，獲得暴利，上述這二種有價證券，也就成為市場操縱者之獵物⁴⁷⁰。

其他學者亦指出，此種交易量低的股票或水餃股之股價，容易透過所謂之「支配性市場操縱行為」予以操縱，亦即行為人透過壟斷系爭有價證券之供需，而達到其「價格定位」之目的⁴⁷¹。

(3) 對於彈性問題與買賣價差之解讀

⁴⁶⁶ See Steve The1, *§ 850,000 in Six Minutes-the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 228-229 (1994).

⁴⁶⁷ See EMILIOS AVGOULEAS, *THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS* 135 (2005).

⁴⁶⁸ See Steve The1, *§ 850,000 in Six Minutes-the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 229-230 (1994).

⁴⁶⁹ See EMILIOS AVGOULEAS, *THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS* 136 (2005).

⁴⁷⁰ See Steve The1, *§ 850,000 in Six Minutes-the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 230-231 (1994).

⁴⁷¹ See EMILIOS AVGOULEAS, *THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS* 137-138 (2005).

如果市場上存在夠多願意以市價交易的投資人，那麼確實如 Fischel 與 Ross 所言，交易行為並不會影響價格，但是 Thel 指出，問題就在於那些願意以市價為交易的投資人並不總是出現在市場上，換言之，即便有價證券的潛在需求與供給係完全彈性者，只要上述投資人在市場上缺席，系爭交易行為就能夠影響價格⁴⁷²。

如同 Fischel 與 Ross 所言，買賣價差可以引起價格變動⁴⁷³，一旦證券經紀商可以立即地為供給，買賣價差所造成的價格波動將立即可見，而且經紀公司及其職員早就習於設計買價與賣價所造成的價格波動，而這樣的價格變動有時候會創造大量的利潤⁴⁷⁴。

(4) 鉅額交易能夠影響價格

當交易者認為其鉅額交易無法在不產生價格折讓(price concession)的情況下以大廳交易⁴⁷⁵的方式進行時，他們便會轉往「樓上市場⁴⁷⁶」(upstairs market)交易，Thel 認為，之所以投入那麼多資本、專業知識與專業設備來建構「樓上市場」此一交易平台，就是擔心在大廳交易中為鉅額交易，將導致價格的劇烈波動⁴⁷⁷。雖然 Fischel 與 Ross 指出，有一半的鉅額交易都是以先前交易之相同價格進行，從而操縱者對於鉅額交易能否影響價格並沒有把握⁴⁷⁸，但是這並不代表通常帶來微

⁴⁷² See Steve Thel, *\$ 850,000 in Six Minutes-the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 232 (1994).

⁴⁷³ See Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Market?* 105 HARV. L. REV. 503, 516 (1991).

⁴⁷⁴ See Steve Thel, *\$ 850,000 in Six Minutes-the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 234-235 (1994).

⁴⁷⁵ 紐約證券交易所採取的傳統交易方式，因為仰賴人工喊價，效率較低。

⁴⁷⁶ 為投資銀行與機構投資者之間所建立的交易網絡，透過電話或電子化交易，使得鉅額交易的流動性增加，促進其交易的進行，以避免鉅額交易對市場所造成的衝擊。

⁴⁷⁷ See Steve Thel, *\$ 850,000 in Six Minutes-the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 235-237 (1994).

⁴⁷⁸ See Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Market?* 105 HARV. L. REV. 503, 517 (1991).

弱價格變動之典型鉅額交易，無法用以移動價格⁴⁷⁹。

Theil 指出，鉅額交易之所以經常在當前流通價格（或近乎當前流通價格）下交易，乃是因為交易者欲避免價格折讓(price concession)之故，蓋交易者總是希望能夠在最有利的價格為交易，一旦發現其鉅額交易將使得市場無法負荷，他將不會馬上進行交易，而係要求其證券經紀商為其妥善處理或轉向樓上市場(upstairs market)，因此少有交易者透過暫時性地耗盡市場供給或需求而造成劇烈之價格變動⁴⁸⁰。是故 Theil 認為，**相關有價證券機制（例如樓上市場）有助於幫助一般投資人從事交易，卻無法避免操縱者操縱價格**，操縱者只要放棄樓上市場，而將鉅額交易直接以大廳交易之方式進行，就能達到其操縱股價之目的⁴⁸¹。

(5)鉅額交易與資訊假說

如同資訊假說(information hypothesis)所言，鉅額交易能夠向一般投資人傳遞系爭投資人擁有特定資訊之印象，蓋市場參與者將因為鉅額交易者在交易中所投入之巨大資源，而相信其擁有未公開之資訊，此外，由於一般投資人的最終目的均係在最好的價格水平上交易（亦即買低賣高），是若鉅額投資人不懼貿然交易所可能造成的價格折讓，則一般投資人必會認為渠等勢必對於股價後續走勢有其獨到之洞見，甚或隨即盲目跟進⁴⁸²。

Fischel 與 Ross 對於操縱者能夠透過資訊傳遞而影響價格感到懷疑，其認為在有價證券市場所進行的非面對面交易構成了資訊傳導的障礙，即便認為透過鉅額交易能夠傳導資訊進而改變價格，投資人也必須擔負投入過多資本的風險⁴⁸³。

⁴⁷⁹ See Steve Theil, *\$850,000 in Six Minutes—the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 237 (1994).

⁴⁸⁰ See *id.* 也可以解釋成，因為在人工喊價的狀況下，鉅額交易難以迅速尋覓交易對象，從而交易者必須削價賣出或溢價購入，這其中所造成的價格折讓為交易者所不欲，而且亦會導致市場價格波動。

⁴⁸¹ See *id.* at 239.

⁴⁸² See *id.* at 241-242.

⁴⁸³ See Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Market?* 105 HARV. L. REV. 503, 517 (1991).

但是 Thel 指出，交易或許無法改變價格，但是卻可以改變其他投資人的信念，Fischel 在一篇為內線交易辯護的文章中，也認為內線交易有助於傳達出公司股價真相之資訊，如此一來，Fischel 無異昨是而今非；此外，從事鉅額交易者，也可以透過沖洗買賣或相對委託等虛偽交易，以求降低投入過多資本所可能帶來的風險⁴⁸⁴。

其他學者亦有認為，即便具意義之「資訊」會受到其他市場交易所產生之「雜音」所掩蓋，市場操縱者仍然可以透過由交易行為所釋放之資訊進行市場操縱，蓋一般投資人可能會將**交易量大**之買賣行為與行為人具有特定資訊劃上等號，從而即便系爭行為人根本不具有特定之資訊，仍然可以透過模仿知悉市場內情者的行為，利用市場資訊的不確定性，進而誤導市場⁴⁸⁵。

綜上述，Thel 認為交易行為確實能夠傳遞特定資訊予其他市場參與者，並且能夠改變價格，其中，鉅額交易尤然⁴⁸⁶。

（二）從操縱價格中獲利

Thel 承認，即便能夠透過交易行為改變價格，也不確保操縱者能夠因此得利，因為基於變賣得利需求所為的沖銷賣出(offsetting sales)將導致價格的下跌，而且一旦該沖銷賣出與先前交易所產生的炒作效果產生價格漲跌的對稱關係，則操縱者將無利可圖，甚至尚且需要投入大量資本，則市場操縱看似具有自我抑制性，但是 Thel 認為，這實在言過其實⁴⁸⁷，原因如下。

⁴⁸⁴ See Steve Thel, *\$ 850,000 in Six Minutes-the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 244-245 (1994).

⁴⁸⁵ See EMILIOS AVGOULEAS, *THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS* 134 (2005).

⁴⁸⁶ See also *id.*

⁴⁸⁷ See Steve Thel, *\$ 850,000 in Six Minutes-the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 247 (1994).

1.以契約為基礎的市場操縱行為

本類型的市場操縱行為，常與衍生性金融商品及其與標的資產間的連動性相關，此等金融商品之價值取決於標的資產之市價，從而帶給操縱者強烈的市場操縱動機，蓋其透過「跨市場交易」予以套利，而無庸為沖銷交易，是故無須煩惱沖銷交易所帶來之種種難題與困境⁴⁸⁸。

而在某些人事契約之例子，透過契約或協議，在符合特定情況下，例如將股價引導至某方向或水平，或使公司或基金績效達到某一預設標準，則給予操縱者（多為公司內部人）利益或獎金者，那麼即便買進或賣出所造成的價格影響係對稱的，市場操縱行為仍然有利可圖⁴⁸⁹，換言之，當契約中的權利得否行使之關鍵決定於市場價格時，就創造了市場操縱的潛在可能。

2.以交易為基礎的市場操縱行為

當操縱者的利益不是來自於特定契約條款的訂定，而是來自於透過交易行為改變市價時，行為人必須仰賴沖銷交易以求利潤，多頭操縱者透過買進行為使得股價上升，並隨後出脫得利，空頭操縱者則透過賣空行為壓低股價，嗣後回補漁利。

但是此等以交易為基礎的市場操縱行為能否成功，端賴操縱者能否以操縱價格賣出或回補⁴⁹⁰，而此點較之於先前以交易行為改變市場價格而言，顯較困難，蓋操縱者必須確保其沖銷交易不會傳達出負面資訊，或者至少在此等負面資訊影響股價前完成沖銷交易。

然而，Thel 指出，在有價證券市場上，**買進行為比賣出行為更容易釋放出訊**

⁴⁸⁸ See EMILIOS AVGOULEAS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS 143-146 (2005).

⁴⁸⁹ See *id.* at 247-248.

⁴⁹⁰ 此處除了維持操縱價格的困難外，尚且存在無法即時覓得對造交易者之窘況。

息，因為賣出行為的動機，有時與交易者對於有價證券價格之估量無關，蓋交易者可能係出於對現金的需求或基於分散投資的原因而出脫持股，但是卻少見交易者出於分散投資的因素而貿然灑下大錢或為鉅額交易，因此操縱者確實有可能在不使股價下跌的情況下出脫持股⁴⁹¹。

此外，操縱者亦可以一方面透過在進行前階交易行為時，大量拉抬股價，並嗣後以較小數量逐步出脫持股，透過這樣「跌價緩衝區」的創設，可以降低沖銷交易所帶來的跌價影響，並從中獲利，而且當系爭市場對於新資訊有過度反應的特性⁴⁹²，或者其他投資人對於股票基本價值的關注不若交易資料時⁴⁹³，買進與賣出對於價格將難有對稱性效果⁴⁹⁴。

綜上述，Thel 認為操縱者不但能夠透過交易傳遞資訊，進而改變價格，還能藉由改變市價而從中得利，Fischel 與 Ross 認為市場操縱行為具有自我抑制性實在言過其實。

（三）如何因應市場操縱行為

綜合以上說明，不論係以契約為基礎抑或以交易為基礎的市場操縱行為都不是不可能發生的，而且也都欠缺自我抑制性，雖然市場操縱行為或許並非常態，但是我們並沒有十足的把握認為其一定不會發生。Thel 提到，雖然市場操縱行為的輪廓相當模糊，而且這樣的模糊性似乎無藥可救，甚至隨著市場結構的變遷而與時俱進，難以捉摸，但是我們實在不能忽視市場操縱行為的存在，雖然他也承認尋求完美的解決方案相當困難，而且不確定法律究竟應如何因應市場操縱行

⁴⁹¹ See Steve Thel, *\$ 850,000 in Six Minutes-the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 242 (1994).

⁴⁹² 如 1929 年美國股市的崩盤。

⁴⁹³ 常發生在以散戶居多的市場中。

⁴⁹⁴ See Steve Thel, *\$ 850,000 in Six Minutes-the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 264-265 (1994).

爲，但是切莫受到基於市場操縱者所激起的法律幻想所引導⁴⁹⁵。

1.民事上的因應

(1)契約上的預防措施

契約當事人訂定預防市場操縱條款，無疑間接證明市場操縱的可能性，即便契約條款直接載明禁止交易，這樣的預防方式仍有不足，原因有二：首先，契約的一方當事人仍然有可能違反協議而不被發現，儘管當事人可能透過制訂嚴厲的制裁以儆效尤，可是法院或許會將此等條款視爲懲罰性賠償條款而拒絕執行之⁴⁹⁶；其次，即便雙方當事人能夠避免對方爲交易，其載明於契約的權利義務卻有可能由他人所操縱之價格所決定⁴⁹⁷。

契約當事人有時候可以透過改變契約條款來預防操縱行爲，例如將給予紅利或獎金的條件，變更為維持系爭股價水平達一段時間或達某平均值…，但是無論如何，一個完美的反操縱契約條款不可能存在，也不足以預防層出不窮的市場操縱行爲，更不可能規制非契約之當事人，是故，光是契約上的預防措施並不足以處理市場操縱問題⁴⁹⁸。

(2)投資人的反應

以市價作爲評斷有價證券價值之標準，並以市場上所進行的交易作爲資訊來源的投資人，也有對抗市場操縱的利益，他們可能對於市價的真實性感到遲疑，但是更有可能的情況是，一般投資人會尋找市場操縱行爲的蹤跡，蓋意圖從中搭上便車而漁利也⁴⁹⁹。

⁴⁹⁵ See *id.* at 279-280.

⁴⁹⁶ See *id.* at 280-281.

⁴⁹⁷ See *id.* at 281.

⁴⁹⁸ See *id.* at 284. See also EMILIOS AVGOULEAS, *THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS* 143-146 (2005).

⁴⁹⁹ See *id.* at 284.

此外，儘管投資人對市價存疑，但是他們根本無從分辨系爭價格究竟係由具特殊資訊之交易抑或市場操縱行為所引起，更重要的是，在無法辨識出市場操縱行為時，這樣的懷疑論實在無用武之地，此外 TheI 認為，一般投資人對於市場操縱的警覺性甚低，也往往低估股價對市場操縱行為的敏感度⁵⁰⁰。

最後，TheI 提到，即便投資人的警覺心可能發揮作用，但是必將耗費過度成本，分散在個別投資人所為的重複調查，顯然浪費社會資源，從而對抗市場操縱或許應被認為係維護公共利益，是故交由某一機構集中調查與解決相關問題，方符效益⁵⁰¹。

2.法律的干涉

排除政府的干預，市場或許能運作地更好，但是 TheI 指出，即便如 Fischel 與 Ross 此種信奉市場力量的忠實信徒，也不會斷言以法律規制市場操縱就是錯的，他們只是認為，以法律規制市場操縱所耗費的社會成本，超過因此規制所生之利益耳，但是這樣的結論可能有待商榷，**因為市場操縱與現存法律機制所造成的成本究竟多少，實在難以估量**，現有的可得證據均不足以正當化現狀與劇烈之改變，但是以下將說明 Fischel 與 Ross 的簡單結論顯係言過其實⁵⁰²。

(1)客觀性規定

Fischel 與 Ross 認為辨認市場操縱行為的關鍵存乎行為人的主觀內心，由於難以透過外在行為窺探行為人的意圖，因此透過法律機制規範市場操縱不是規範不足就是過度嚇阻，甚或二者缺點兼而有之；但是 TheI 認為，法律可以在客觀上，標示出那些經常被用以實現影響有價證券價格目的之行為，並對此種行為加以禁止或規制，而不論交易者之動機究竟如何，透過客觀性規定之運用，即可免

⁵⁰⁰ See *id.* at 285.

⁵⁰¹ See *id.*

⁵⁰² See *id.* at 287.

去調查行為人內心所造成之成本，至於過度嚇阻之問題，只要透過法律明確性之要求，即可減輕⁵⁰³。

(2)具意圖性的市場操縱行為

a.寒蟬效應的迷思

Fischel 與 Ross 認為，不論行為人的意圖如何，法律不應管制一切的真實交易，其主要理由為端賴行為人主觀所科予的嚴厲刑事制裁，會使得其他有利於社會的交易，將因為對於懲罰的恐懼而噤若寒蟬，但是 The1 指出，**被美國政府指控為有價證券市場操縱的案例並不多**⁵⁰⁴（自 SEC 的統計數字可以看出，2005 年到 2007 年之間，市場操縱訴訟的件數，每年大約僅佔 SEC 所提訴訟之百分之五耳，其中進入行政程序者，更是屈指可數），**其中刑事案件更是少之又少**⁵⁰⁵，**而且就未來趨勢而言，刑事定罪率可能越來越低**⁵⁰⁶，如同 United States v. Zarzecki 一案的法官所言：「政府不應單純以『市場操縱行為』之控訴，就對被告進行刑事訴訟程序」⁵⁰⁷，該法官甚且指出，所謂市場操縱行為，與其透過刑事訴追程序予以規制，不如藉由行政管制作為因應⁵⁰⁸。

英國市場操縱法制方面，觀察 FSA 所發佈的年度報告，我們可以發現，自西元 2006 年四月一日至 2007 年三月三十一日，受到「金融懲罰」之案件僅有五宗，而進入金融服務暨市場法庭之案件，亦僅有十二件，是故上開兩者涉及市場

⁵⁰³ See *id.* at 287-288.

⁵⁰⁴ 參照附件一。資料來自 <http://www.sec.gov/about.shtml>

⁵⁰⁵ See William R. McLucas & Alma M. Angotti, *Market Manipulation*, 22 REV. SEC. & COMMODITIES REG. 103, 111 (1989), cited in Steve The1, *\$850,000 in Six Minutes-the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 292 n.349 (1994).

⁵⁰⁶ See Steve The1, *\$850,000 in Six Minutes-the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 291-292 (1994). 實際上，關於證券詐欺的整體起訴量與定罪量，自 2002 年起，也逐漸下滑；至於 2002 年所達到的一波起訴或定罪高峰，應與沙賓法案(Sarbanes Oxley Act)之通過有關，但是此法案與市場操縱犯罪並無直接關連，故此波高峰應與市場操縱犯罪無關。參照附件二、三。資料來自 <http://trac.syr.edu/tracreports/bulletins/list.shtml>

⁵⁰⁷ See *id.*

⁵⁰⁸ Christi Harlan, *Law Firm is Barred from Taking Case Against Former Client AMR*, WALL ST. J., Sept. 9, 1992, at B8, cited in Steve The1, *\$850,000 in Six Minutes-the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 292, n.350 (1994).

操縱者自然屈指可數⁵⁰⁹，此外，許多文獻已經指出，行為人違犯市場操縱禁令而受到追訴或定罪之案件更是十分稀少⁵¹⁰。

綜上述，The1 從而認為 Fischel 與 Ross 所謂的過度嚇阻顯然不無浮誇之嫌⁵¹¹。

b.主觀意圖並非全然無法窺知

另外，Fischel 與 Ross 尚且認為基於客觀證據的模擬兩可，並不足以斷定市場操縱行為的意圖，但是 The1 則指出，追訴者大體係透過與常規交易不符的證據作為追訴基礎（例如透過行為人之間被紀錄在錄音帶上的對話記錄等等），因此一律認為客觀證據不足以推斷操縱者之意圖確係過於武斷⁵¹²。

c.被告往往具有豐沛的資力

此外 The1 指出，政府從未對瑣碎的案件窮追猛打，而且市場操縱案件的被告也享有一般被告所享有之訴訟上權利，甚至較之於一般被告，他們或許更有可能擁有豐沛的資源進行強而有力的辯護⁵¹³。

⁵⁰⁹ See FSA, Enforcement Annual Performance Account, 2006/07.

http://www.fsa.gov.uk/pubs/annual/ar06_07/enforcement_progress.pdf

⁵¹⁰ See David Mayhew & Karen Anderson, *Whither Market Abuse (In A More Principles-Based Regulatory World)*, 22(10) J.I.B.L.R. 515, 518-519 (2007); Alistair Alcock, *Five Years of Market Abuse*, 28(6) Comp. Law. 163, 163 (2007); EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 159 (2006).

⁵¹¹ 在我國的市場操縱法制是否也能得出相同結論尚待探究，蓋在我國市場操縱法制方面，十年來，各地地方法院所累積之市場操縱案件約莫四十件上下，以平均來說，每年四件尚難謂少。

⁵¹² See Steve The1, *\$ 850,000 in Six Minutes-the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 293 (1994).

⁵¹³ See *id.*

(四) 小結

綜上論述，The1 認為市場操縱者有時可以透過交易控制股價，並藉由事先存在的契約或引誘他人以此受操縱之價格進行交易而獲利，個人或民事上的機制或許可以對於市場操縱行為做出些許因應，但是在欠缺法律介入的情況下，勢必無法完全地嚇阻市場操縱行為。此外，法律並非禁止人們基於影響價格的意圖而為交易，相反地，法律僅係禁止某些基於特定意圖所為之行為，並且賦予各國有價證券市場主管機關發佈規則規制市場操縱，透過客觀性規範的制訂，加上**行政規則**所具有的彈性，將可避免認定主觀意圖以及千變萬化而層出不窮的市場操縱行為所產生的種種難題。從而，以法律規制市場操縱行為確有其必要。



第二節 正反意見激盪下的市場操縱行為圖像

透過以上的介紹，我們可以大略瞭解學者對於以法律規制市場操縱行為的看法，Fischel 與 Ross 透過縝密詳盡的經濟學分析與金融假說，對於交易行為能否影響價格，以及操縱者能否從操縱行為中獲利提出有力的質疑，進而認為市場操縱行為具有自我抑制性，法律根本不需加以干涉。但是經濟學理論與金融假說在說明相關論點時，往往會產生模型過於簡化的窘境，即便透過大量而細緻的理論堆砌，是否就能還原生活事實的全貌亦尚未可知。Thel 便是基於這樣的認知，在以 Fischel 與 Ross 所言作為前提下，提出諸多例外狀況與不同解讀，進而解構 Fischel 與 Ross 的細密推論，最後以法律仍有必要規制市場操縱作結。

實際上，肯定說為現今各國規範市場操縱行為相關問題之主流，但是我們從 Fischel 與 Ross 及 Thel 的文章中，卻可以發現許多耐人尋味的蛛絲馬跡。

一、市場操縱行為概念上的模糊性

首先，正反意見均肯認市場操縱行為概念上的模糊性，Fischel 與 Ross 在文章中，一開始便從市場操縱定義上之困難出發，進而發展其相關論述。基於市場操縱行為定義上的困難，其他學者甚且直接了當地稱市場操縱為「無法訴追的犯罪」⁵¹⁴。而 Thel 對於上述定義質疑則幾乎未有回應，甚且明白承認市場操縱行為的模糊性與變動性，並認為彈性而具概括性質的條款正可解決這樣的問題。

二、市場操縱行為主觀意圖認定上的困難

其次，正反意見均承認市場操縱行為主觀意圖認定上的困難，Fischel 與 Ross 以此說明透過法律規範市場操縱的無效率，Thel 則認為透過客觀證據未必不能推論操縱意圖的存在，並且進一步指出，制訂客觀性的規則即可避免認定主觀意圖

⁵¹⁴ See J.W. Markham, *Manipulation of Commodity Future Price---The Unprosecutable Crime*, 8 YALE J. ON REG. 281, 281 (1991).

的困難。

三、刑罰效果的嚴厲性與低實踐度

再其次，Fischel 與 Ross 指出違反市場操縱行為的刑罰效果過鉅，容易對其他合法投資行為產生過度嚇阻之效果，就此問題，Thel 的回應相當有趣，他認為就統計數字來說，單純因為市場操縱行為而被定罪的案例並不多，而且實務見解亦有重新思考市場操縱行為究竟是否為犯罪的傾向，簡言之，市場操縱的刑罰效果雖然嚴厲，但是其實踐度卻未如同想像般高，而且市場操縱行為案件的被告，往往具有豐富的資源進行強而有力的辯護。

四、概念上的重合之處

最後，雙方結論雖然看似迥然不同，但是卻有某種程度的重合，即 Fischel 與 Ross 認為應該放棄規制市場操縱行為，但是也僅限於以真實交易所為的市場操縱行為，其他虛偽交易諸如沖洗買賣、相對委託以及散發不實資訊的部分，法律仍有規制的必要，只不過係透過反詐欺條款予以因應耳；而 Thel 雖主張法律應該規制市場操縱，但是其所指的法律主要係指行政法律或規則而言，這從其主張具概括性而富有彈性的行政規則即可見一斑，此外 Thel 根本未對市場操縱刑事法制所具有的嚴厲刑罰效果做出任何正面性的著墨。

五、小結

綜上述，我們可以發現市場操縱行為法制每每求助於概括性規範以及行政機關的規則制訂權限，並且經常面對窺探操縱者主觀意圖上的困難，因此也產生制訂客觀性規範之需要，此外其刑罰效果雖然嚴厲，但是實踐度卻未如想像中高，而且被告往往係具有可觀的資力者，這樣的法制態樣在刑法論理與法社會學的角度下，究竟扮演著什麼樣的角色，為本文後續處理之問題核心。

第六章 市場操縱刑事法制的刑事政策與法社會學分析

經由上述的說明，我們釐清了市場操縱行為與法制的輪廓，接下來，本文將透過「象徵性刑法」、「風險社會」等相關概念，詮釋市場操縱刑事法制在現今刑事政策與社會中之地位與作用。

第一節 象徵性刑法概述

所謂的風險社會(risk society)於全球性不安的氛圍下逐漸發展成形，因應此種變革的司法制度也隨之調整，其中關於刑法的變動，德國聯邦憲法法院副院長Hassemer 提出「象徵性刑法」(Symbolische Strafrecht)此一概念予以說明。

一、象徵性刑法的意涵

所謂象徵性刑法，係典型刑法經過百年來發展的變體物，在表面上它仍然扮演著法益保護者的角色（儘管此處的法益概念日益膨脹），但是卻又承載了許多原本非刑法所需肩負的責任。在面對全球化之龐大浪潮與科技發展的日新月異，人類的生活日益趨向複雜，個別專業領域各成系統，國家的力量逐漸難以操控全局，此時具有「最後手段性」的刑法被推向前線，希冀其發揮「**象徵性的中介作用**」，透過「**積極的一般性預防**」(die positive Generalprävention)⁵¹⁵，將特定資訊諸如「法律的不可侵犯性」、「某種意識型態」或「特定價值觀」等概念傳遞至人民腦袋中，藉此保護人民的社會倫理價值，鞏固社會倫理判斷，並提升公眾對法律之尊敬⁵¹⁶，尤有甚者，**象徵性刑法尚且從旁當作國家政策的掩護者**⁵¹⁷。

⁵¹⁵ Vgl. Claus Roxin, *Strafrecht AT/1*, 4. Aufl., 2006, §3 Rn. 26f. 目的在於加強人民對於維護與貫徹法律秩序之情感，一方面透過學習的效果，使人民慣於服從法律，並透過刑法的貫徹，強化人民對法律的忠誠，最後透過法律的刑罰效果使人民的遵法意識得到滿足。

⁵¹⁶ Vgl. Winfried Hassemer, *Symbolisches Strafrecht und Rechtsgüterschutz*, *NSStZ* 1989, 553(554f).

⁵¹⁷ Vgl. Hassemer, *aaO.*, (558f)

二、德國象徵性刑法實例

Hassemer 以德國刑法的例子說明象徵性刑法，例如對於（納粹）謀殺罪（德國刑法第二一一條）與來自一九五四年的種族滅絕罪（德國刑法第 220a 條，已廢除）之訴追，透過一九七九年七月十六日公布施行的刑法修改法第十六條規定（另參德國刑法七十八條第二項），將得以不受追訴時效的限制，其刑事政策上的意義不在於實現條文規定，而係處理納粹時代留下的爛攤子，換言之，系爭規定實際上係基於外交政策與國際現勢之考量所為之立法。

此外 Hassemer 還指出，刑法尚且背負教育人民之任務⁵¹⁸，例如透過環境刑法來提升公眾的環保意識，或透過加重保護性自主法律之刑罰效果，來強化社會對「向女性使用強制力」此一現象的重視⁵¹⁹。

另外，觀察德國的量刑法律，其主要慣用語「法秩序的維持」（德國刑法第四十七條、五十六條第三項、五十九條第一項第三款）也包含了象徵性的作用：實務判決對此慣用語的理解為：「維護人民對法律的忠誠」、「為了公眾的正義感」或者係「維護人民對法律不可侵犯性的信賴並保護法秩序免於犯罪的侵襲」；不過德國實務判決對於上開慣用語的理解與說明，實際上都只是一種工具性的陳述，其主要目的在於實現刑法條文之象徵性中介作用⁵²⁰。因為法律信賴與法律忠誠的維持與提升，係一個漫長且具溝通性的過程，其中伴隨著大量認知上與情感上的變數，個別的量刑判決僅僅在整個齒輪裝置中扮演一個很小的齒輪耳（而且人們無從得知這樣一個小齒輪究竟要轉向何方），是故，需要透過量刑法律之制定，統一而具有系統地傳遞上述訊息予人民⁵²¹。

此外其他帶有象徵性刑法色彩之規定，如涉及立法價值之表明者（如墮胎罪

⁵¹⁸ Vgl. Winfried Hassemer, Kennzeichen und Krisen des modernen Strafrechts, ZRP 1992, 378(380).

⁵¹⁹ Vgl. Winfried Hassemer, Symbolisches Strafrecht und Rechtsgüterschutz, NStZ 1989, 553(554f).

⁵²⁰ Vgl. Hassemer, aao., (554f)

⁵²¹ Vgl. Hassemer, aao., (554f)

一則表明婦女對於其子女的道德上要求，二則強調禁止殺人的禁令)；具有(道德上)警告性特徵者(如環境刑法透過明確的禁令，來教育人們對於自然生態的敏感度)；有關立法者的「補償反應」⁵²²者(如企圖壓制恐怖主義的法律，其目的在於平息公眾的憤怒與不滿)。

三、象徵性刑法色彩之含量

在現今的刑法條文中，或多或少均具有象徵性刑法之色彩⁵²³，其主要之功能有二：一為明顯性功能(法益保護的功能)，二為隱晦性功能(象徵性的中介作用)。前者係指基於刑法規範的措辭及其適用，進而保護各該條文所欲保護之法益；後者則有所不同，其不僅種類繁多，甚且相互交錯，從滿足人民平靜生活的情感需求到展現國家之強大，不一而足，至於其法規的實際適用狀態，則無關至要⁵²⁴。學者甚且認為，象徵性刑法所適用的對象往往不是真正應該繩之以法者⁵²⁵(此點可在環境刑法當中，經常面對污染源難以界定之困境，與金融刑法當中充斥的人頭戶犯罪得到佐證)。

簡言之，明顯性功能(法益保護的功能)與隱晦性功能(象徵性的中介作用)二者功能的消長，將決定系爭刑事法律的象徵性含量。

四、超個人法益與象徵性刑法

象徵性刑法的特色之一，即為超個人法益的運用，惟法益理論之目的在於檢

⁵²² Peter Noll 從「動物生態學」闡釋象徵性刑法，談到了「補償反應」，意味著動物重複地做著不具威脅性或無甚意義的動作，因為這些動物沒有能力或條件以從事真正的戰鬥(例如貓玩弄逗貓棒或三不五時的爆衝行為)：同樣地，在欠缺實現可能的前提條件情況下，基於某些特殊的脈絡，若干法律的規範需求卻仍然居高不下。Vgl. Hassemer, aao., (554f)

⁵²³ 此等混雜的現象，可以透過德國法哲學對「類型學說」(Typuslehre)之探討予以理解，亦即所謂的「類型」是一種「有彈性的特徵結構」(elastische Merkmalsgefüge)，因此系爭刑事規範是否帶有象徵性刑法之色彩，我們是以直觀的方式體察此一彈性組合而成之結構而瞭解其意義。參見 林立，由 Jakobs 「仇敵刑法」之概念反省刑法「規範論」傳統對於抵抗國家暴力問題的侷限性，政大法學評論，第 81 期，九十三年十月，頁 14-15。

⁵²⁴ Vgl. Winfried Hassemer, Symbolisches Strafrecht und Rechtsgüterschutz, NSZ 1989, 553(554f)

⁵²⁵ Vgl. Winfried Hassemer, Kennzeichen und Krisen des modernen Strafrechts, ZRP 1992, 378(382).

驗系爭刑事規定的正當性，並且適當地限縮刑法適用的範圍⁵²⁶，但是相對地，當法益概念不當地膨脹時，其原本所具有的限縮刑法適用之功能也將日益萎縮。

Hassemer 認為，超個人法益(Universalrechtsgüter)（包括保護國家機密、法律維繫、證明文書的流通等等整體利益）之發展，成為了當前刑事政策的中心思想；其發展威脅著法益概念並改變了以特定方式作為預防取向的刑法，模糊的超個人法益被大量運用在諸多刑分條文與各該專業領域之中，諸如經濟、環境、徵稅、自動化資料處理、恐怖主義、毒品犯罪等面向⁵²⁷。而如此的法益設定方式，意味著在法益侵害的前部階段，就將系爭行為予以入罪化⁵²⁸，蓋法益的範圍越廣闊，越能夠在不法行為侵害法益的核心前，動用國家刑罰權予以介入。

超個人法益的膨脹已經失去過往法益理論限制刑法適用之功能，反而使得象徵性刑法的觸角延伸至所有領域之中，立法者不但係以超越單純肉體意義的人類幸福，來取代對於人類生命或健康之具體保護，更將刑事規制延伸至人民的衛生問題、資本市場的功能效率，甚至及於經濟或行政的資料處理上⁵²⁹。故而有學者指出，刑法的過度使用，將侵蝕刑法的道德威信，違反這些刑事規定的行為人，不再係為社會所拋棄者，而僅僅像個欠稅的賴帳者⁵³⁰。

五、抽象危險犯與象徵性刑法

抽象危險犯(Abstrakte Gefährungsdelikte)的立法模式，對於象徵性刑法的發展，有推波助瀾的效果。抽象危險犯的立法，免去了損害與因果關係的證明，使得行為人的地位相對弱化，有助於大規模的入罪化（雖然實際上的定罪率高低是

⁵²⁶ Vgl. Dimitris Ziouvas, *Das neue Kapitalmarktstrafrecht Europäisierung und Legitimation*, 2005, S. 109.

⁵²⁷ Winfried Hassemer, *Symbolisches Strafrecht und Rechtsgüterschutz*, NStZ 1989, 553(557f)

⁵²⁸ Vgl. Dimitris Ziouvas, *Das neue Kapitalmarktstrafrecht Europäisierung und Legitimation*, 2005, S. 106.

⁵²⁹ Winfried Hassemer, *Symbolisches Strafrecht und Rechtsgüterschutz*, NStZ 1989, 553(557f)

⁵³⁰ See Kadish, *Some Observations on the Use of Criminal Sanctions in Enforcing Economic Regulations*, 30 U. CHI. L. REV. 423 (1963).

另外一回事)，並減少刑事規制之成本⁵³¹。

另外，**抽象危險犯常與嚴峻的刑罰效果共存**，有學者認為，重刑化將帶來所謂的「順從成本」，這樣的非經濟性成本，不但擠壓排拒了有利於社會之行爲，從而構成機會成本外，更包括了不確定性與恐懼性之成本，進一步使人民陷於刑法的泥沼與糾纏⁵³²。

抽象危險犯的立法模式亦表明，對於法益的威脅危害並非著眼於個人的危險，而係將可能帶來巨大騷亂之行爲予以典型化⁵³³，換言之，法律設想某種特定之行爲模式對於保護客體具有「典型危險性(typische Gefährlichkeit⁵³⁴)」(或稱「一般的危險性」(generell Gefährlichkeit⁵³⁵))，從而此等抽象危險犯之立法，其目的即在於透過建立全體的秩序，進而達到對個人的控制⁵³⁶。

六、小結

五花八門的象徵性刑法充斥在我們的現代法制中，它鮮少於關注個別法益的保護，而係著眼於政策訊息傳遞之作用。透過超個人法益與抽象危險犯之立法，使得象徵性刑法逐漸擴充成爲基於國家政策而進行側面掩護的工具。象徵性刑法與風險社會下的全球性不安觀念正好契合。Hassemer 認為，伴隨著幻象欺詐功能的象徵性刑法，耽誤了法治國刑事政策的任務，並且葬送了人民對於刑法的信賴。

⁵³¹ Vgl. Winfried Hassemer, Symbolisches Strafrecht und Rechtsgüterschutz, NStZ 1989, 553(557f)

⁵³² See John C. Coffee, Jr., *Hush!: The Criminal Status of Confidential Information After McNally and Carpenter and the Enduring Problem of Overcriminalization*, 26 Am. CRIM. L. REV. 121, 151 (1988).

⁵³³ 換言之，僅係出於立法上的動機耳。Vgl. Claus Roxin, Strafrecht AT/1, 4. Aufl, 2006, §11 Rn. 153ff.

⁵³⁴ Claus Roxin, Strafrecht AT/1, 4. Aufl, 2006, §10 Rn. 124.

⁵³⁵ Wessels/Beulke, Strafrecht AT, 35. Aufl, 2005, Rn. 29.

⁵³⁶ Winfried Hassemer, Symbolisches Strafrecht und Rechtsgüterschutz, NStZ 1989, 553(557f)

第二節 市場操縱刑事法制作為一種象徵性刑法

以下將論析美國、英國以及我國市場操縱法制所具有的象徵性刑法性格。

一、法益概念的模糊性

與歐陸法制相較，美國與英國的刑事政策制訂，雖然不一定有我們所熟知的「法益」概念，但是無論如何，其刑事規範的建立必定有其保護之客體或立法之目的，因此在這樣的理解下，我們以法益概念檢視美國與英國市場操縱法制並不為過，合先說明之。

(一) 超個人法益的保護

1. 美國法制部分

市場操縱法制所保護之對象究竟為何？有謂係保護自由而公開的市場免於受到人為的干涉，進而能真實地反映有價證券之價值⁵³⁷，亦即避免市場價格受到人為的扭曲⁵³⁸；另有學者提出「自由市場理論」⁵³⁹(freedom of the market theory)，認為市場有免於受到操縱者妨害其正常運作的自由⁵⁴⁰。

2. 英國法制部分

英國金融法制係以所謂的「市場濫用」(market abuse)概念，涵蓋「市場操縱」(market manipulation)、「內線交易」(insider dealing)與「其他任何妨礙金融市場公

⁵³⁷ See THOMAS LEE HAZEN, THE LAW OF SECURITIES REGULATION 319 (4th ed. 2002).

⁵³⁸ See JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS 692 (3rd ed. 2001)

⁵³⁹ 實際上是受到英國首宗市場操縱案件判決之影響，其提出自由公開市場之概念，並且認為操縱行為所損害者係公眾利益。See *Rex v. de Berenger*, 3 Maule & S. 67, 74, 105 Eng. Rep. 536, 539 (K.B. 1814).

⁵⁴⁰ See Adolf A. Berle, Jr., *Liability for Stock Market Manipulation*, 31 COLUM. L. REV. 264, 267 (1931).

平性與運作效率之行爲」⁵⁴¹。因此我們可以瞭解，英國市場濫用法制之規範目的，在於維護「金融市場之公平性與運作效率」。

3.我國法制部分

論者有謂我國市場操縱法制所保護之法益係「證券市場機能之健全」⁵⁴²、「金融市場的自然供需」⁵⁴³或「集中交易市場之公平性」⁵⁴⁴等。

總而言之，我們可以發現，市場操縱刑事法制所保護之法益，不外乎「有價證券市場的價格機能」、「金融市場公平性」、「有價證券市場的正常供需」、「市場的完整性」或「有價證券市場的功能或效率」等等超個人法益。

不過如前所述，市場操縱行爲與美國、英國普通法概念下的「詐欺」概念息息相關，而詐欺犯罪所侵害者，大抵上均係個人法益，那麼美國與英國市場操縱刑事法制是不是也保護個人法益呢？而我國市場操縱刑事法制之情況又是如何呢？詳待下述。

(二) 是否也保護個人法益？

1.美國法制部分

關於市場操縱法制與個人法益之間的關係，在美國文獻的討論上少有直接著墨，大多僅係在論述「整體有價證券市場規制之目的」時，方談到投資人的個別保護，但也往往輕描淡寫一筆帶過，不過由於市場操縱刑事法制本屬整體金融法制的一環，因此似乎也可以認爲，美國市場操縱刑事法制之立法目的也涉及個人

⁵⁴¹ See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 3 (2006).

⁵⁴² 王培秩，證券交易法上操縱行爲之犯罪類型及其構成要件，刑事法雜誌，第五十卷第二期，頁44；李開遠，從證券交易法之修正論第一五五條第一項第二款有關處罰股價操縱行爲---「沖洗買賣」刑事責任之探討，銘傳大學法學論叢，第一期，九十二年十一月，頁201。

⁵⁴³ 廖大穎，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，臺灣本土法學雜誌，第九十二期，2007年3月，頁23。

⁵⁴⁴ 吳克昌，證券交易法反操縱條款之研析（上），證交資料，483期，九十一年七月，頁39。

法益的保護。

受到美國有價證券市場法制影響的德國，可能基於其法學界對於法益理論的重視，因此在學說上有較值得參考的論述：關於市場操縱刑事法制所保護的法益，德國學說上認為係「交易制度的功能」⁵⁴⁵，但「個別投資人的保護」仍應屬於附隨的規範目的⁵⁴⁶；亦有學者明確指出，資本市場功能性的保護，最終也將有助於對個別投資人個人利益之保障，投資人保障與功能性保護處於相互緊密糾結之關係：它們到頭來終究是一體的二面⁵⁴⁷。

2.英國法制部分

上開的「複合性保護目的」，也出現在美國彼岸的英國金融服務暨市場法 (Financial Services and Market Act 2000) 所揭示的立法目的中，但是主要保護的利益仍是「維持對市場的信心」，「一般投資人的保護」僅能算是輔助目的⁵⁴⁸。從而既然市場濫用法制也是英國金融規制體系之一環，那麼對於「一般投資人的保護」，似乎也就成了英國市場操縱刑事法制所要保護之目的之一。

3.我國法制部分

我國證券交易法第一條明示證交法之立法目的在於「發展國民經濟」與「保障投資」，其中所謂「保障投資」似可認定為是針對投資人的個別性保護⁵⁴⁹。我

⁵⁴⁵ Vgl. Dimitris Ziouvas, *Das neue Kapitalmarktstrafrecht Europäisierung und Legitimation*, 2005, S. 91f. 德國學說指出，德國交易所法第八十八條所規制的「行情詐欺」之保護法益，無疑係「交易制度的功能」。就此，對證交法有關行情操縱的禁令也有所適用。有高度爭議的是：德國證券交易法第 20c 條是否著眼於個別投資人的保護，從而是否能夠依據德國民法典八二三條第二項而扮演保護規範的角色？與過去通說否認交易所法第八十八條具有保護規範性質一致，大部分的文獻資料，對於證券交易法第 20c 條是否著眼於個別投資人的保護此一問題，均採否定之見解。

⁵⁴⁶ Vgl. Dimitris Ziouvas, aao. 認可個別性保護得以作為附帶的規範目的，並肯認德國證交法第 20c 條具有保護規範之資格，學者認為，這樣的見解並非只是因應潮流，它的存在更是為了符合現代保護投資人之概念。

⁵⁴⁷ Vgl. Luigi Foffani, *Schutz des Kredit-, Bösen- und Finanzwesens*, in: Klaus Tiedmann (Hrsg.), *Wirtschaftsstrafrecht in der Europäischen Union*, 2002, S.335 (342ff).

⁵⁴⁸ See EDWARD J. SWAN, *MARKET ABUSE REGULATION 7* (2006). 包括市場信心、公眾認知、消費者保護（內涵包括投資人）與減少金融犯罪，均為其規範目的。

⁵⁴⁹ 林國全，證券交易法研究，元照，2000 年 9 月，頁 7。

國學者在提到市場操縱法制所保護之法益為上開「超個人法益之同時」，也往往認為市場操縱刑事法制同時保護了個別投資人的利益⁵⁵⁰。

4.小結

綜上論述，美國、英國與我國市場操縱法制在保護超個人法益之同時，似乎也保障了個人法益。如此一來，因為刑法原本即以保護「個人法益」作為原則，從而在此脈絡下，將無庸透過證立上開「超個人法益」之正當性，即得以建立市場操縱刑事法制的正當性。但是事實是否如此？詳待下述。

(三) 市場操縱刑事法制僅保護超個人法益

1. 「超個人法益」與「個人法益」之關係

上述認為市場操縱刑事法制在保護超個人法益之同時，也保障了個人法益之說法，令人質疑之處在於，究竟前開論述係如何建立超個人法益與個人法益之間的還原關係？上開立法目的之揭示或論者之論述，均欠缺進一步之說明，而只是一味地將「超個人法益」與「個人法益」強押入洞房而已。

2. 以整體金融法律之規範目的推論出市場操縱刑事法制也保護個人法益？

前開提及，論者有謂美國 1934 年證券交易法、英國金融服務暨市場法及我國證券交易法之立法目的，均對於「個別投資人」有所保護，從而推論市場操縱刑事法制也具有保護個人法益之功能。

然而這樣的論點似是而非，蓋上開三部法律中之條文並非全然係刑事規範，其中尚且混雜行政與民事法律機制，因此即便整體金融法律之規範目的包括「個

⁵⁵⁰ 賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，自版，2006 年，頁 430；李開遠，從證券交易法之修正論第一五五條第一項第二款有關處罰股價操縱行為---「沖洗買賣」刑事責任之探討，銘傳大學法學論叢，第一期，九十二年十一月，頁 201。

別投資人」之保護，也無法得出系爭市場操縱刑事法制也具有相同之功能。

3. 以民事求償基礎之存在推論市場操縱刑事法制也保護個人法益？

此外，上開德國學說之所以認為市場操縱刑事法制也具有保護一般投資人之功能，係因為渠等認為，該等市場操縱刑事法制具有保護規範之性質（亦即認為德國證券交易法第 20c 條，係屬於德國民法典八二三條第二項所謂的保護規範），進而賦予了投資人請求民事賠償的途徑。那麼相同的觀點，適用到同樣賦予受損害之投資人，提起民事賠償訴訟權利的美國、英國與我國市場操縱法制，看似也言之成理，但是讓人懷疑者在於，民事求償基礎的存在，能否推導出系爭刑事規定也同樣保護著個人法益？因為我們也可以認為，就是基於系爭刑事規定欠缺保護個別投資人的作用，方才需要創設民事求償機制以補其不足，其中英國市場操縱法制的雙軌體系，更是明白突顯出此點，蓋其市場操縱之刑事規範早於其現行之行政規範及相關民事求償機制而存在。從而以系爭刑事規範具有保護規範性質，或者以民事求償機制之存在，推論出系爭市場操縱刑事法制也具有保護一般投資人之功能，顯有邏輯上之謬誤。

4. 個別投資人之損害並非構成要件要素或訴訟證明之要件

刑事規範構成要件要素除了彰顯出不法外，也反映出系爭規範所保護之利益。以最通常的保護個人法益之犯罪來說，諸如殺人罪、傷害罪與竊盜罪，在其構成要件要素之解釋裡與訴訟證明之要件上，均分別要求「死亡」、「身體完整性之損害」及「所有（或持有）利益之消逝」等直接刻畫個人法益受到戕害之要素。

然而，於美國、英國與我國市場操縱刑事法制中，不論係在條文上抑或證明要件上，均不涉及個別投資人的損害，在欠缺上述「直接刻畫個人法益受到戕害之要素」的支撐，卻還硬要說系爭規定同時保護個人法益，到底有何弦外之音，實在費人疑猜。

5.何不光明正大地建立「超個人法益」在市場操縱刑事法制政策上之正當性？

特別值得我們思考的是，為何學說上往往強調保護市場功能或價格機能等超個人法益的同時，個人法益也會雨露均霑，這是否意味著，這些論者對於以上開超個人法益作為保護目的的市場操縱刑事法制有一絲的心虛或不安，從而需要透過保護個人法益的說詞加以掩蓋？何以不光明正大地建立嚴謹而富說服力之論述，以證立「超個人法益」在刑事政策上的正當性，卻反而畏首畏尾地求諸超個人法益與個人法益之間的線性還原關係？

實際上，市場操縱刑事法制在保護「超個人法益」的同時，是否也保護了「個人法益」，並非重點，重點毋寧在於「超個人法益」的正當性，關於此問題，則涉及了「法益二元論」與「法益一元論」的爭辯⁵⁵¹。「法益二元論」與「法益一元論」實質上可歸類為「系統性批判法益理論」(die systemkritische Lehre)的下位概念，「系統性批判法益理論」在前設概念上，將法益區分為「個人法益」與「超個人法益」⁵⁵²，「法益二元論」認為「個人法益」與「超個人法益」地位平等，「超個人法益」之目的並非為個體服務，其存在之緣由，可能係基於法秩序的維護或規範適用的維持⁵⁵³等自我性目的而存在；相反地，「法益一元論」則認為，法益如果不是僅僅來自於國家，便是單單來自於個體，但是國家係由個體所組成，從而在概念上，「個人法益」與「超個人法益」實屬同一，「超個人法益」僅係眾多「個人法益」之集合耳⁵⁵⁴，其論者進一步指出，倘若系爭「超個人法益」無助於個體的自由發展，則此等「超個人法益」將欠缺其正當性⁵⁵⁵。基於「法益一元論」作為基礎而發展的「個人法益概念」(personale Rechtsgutbegriff)從而認為，「超

⁵⁵¹ 關於「法益二元論」與「法益一元論」的中文論述，請參見：陳志龍，法益與刑事立法，自版，1990年，頁137以下。

⁵⁵² Vgl. Dimitris Ziouvas, Das neue Kapitalmarktstrafrecht Europäisierung und Legitimation, 2005, S. 114.

⁵⁵³ Vgl. Jakobs, Das Strafrecht zwischen Funktionalismus und "alteuropäischem" Prinzipiendenken, ZStW 1995, 843(857).

⁵⁵⁴ 陳志龍，法益與刑事立法，自版，1990年，頁138。

⁵⁵⁵ Vgl. Dimitris Ziouvas, Das neue Kapitalmarktstrafrecht Europäisierung und Legitimation, 2005, S. 114.

個人法益」必須作為個人利益實現的媒介⁵⁵⁶，換言之，國家制度與其他超個人法益的保護，不可以因為其自我的目的而被實現，超個人法益僅在以下狀況得以受到刑法之保護：它們必須儘可能地被精確表達，並且能夠從個人利益上發揮作用⁵⁵⁷。

是故本論文認為，市場操縱刑事法制在保護「超個人法益」的同時，是否也保護了「個人法益」此一疑問，係一虛假的命題，蓋此命題的創設目的，乃在於透過線性而粗略的話語，模糊化「超個人法益」正當性的檢驗問題。因此重點應該置放於如何驗證「超個人法益」的正當性，除非採取純粹的「法益二元論」⁵⁵⁸或明確拒斥將法益保護作為刑法目的之「規範論」(Normativismus)⁵⁵⁹觀點，否則系爭「超個人法益」是否有助於個體的自由發展，將是我們評估市場操縱刑事法制正當性的重點之一。

6. 小結

因此我們可以認為，市場操縱刑事法制所保護者，其實就是單純的超個人法益，但是所謂的「價格機能」、「正常供需」或「市場功能」，在定義及法律解釋上均有其困難，模糊性也不言可喻，正好符合前述象徵性刑法的特徵，而其正當性則需檢驗上開超個人法益是否有助於個體的自由發展，詳待後述。

⁵⁵⁶ Vgl. Claus Roxin, *Strafrecht AT/1*, 4. Aufl., 2006, §3 Rn. 11f.

⁵⁵⁷ Vgl. Dimitris Ziouvas, *Das neue Kapitalmarktstrafrecht Europäisierung und Legitimation*, 2005, S. 114.

⁵⁵⁸ 也就是法益二元論中的「質的區別說」，倘若採取者係法益二元論中的「量的區別說」，就如何判斷系爭超個人法益是否具有正當性此一問題點上，將與採取法益一元論者無甚區別。關於法益二元論下「質的區別說」與「質同量異說」之區分，見 陳志龍，*法益與刑事立法*，自版，1990年，頁 149。

⁵⁵⁹ 認為刑法存在之目的，乃在於對秩序的維持與對規範的保護，此乃 Jakobs 一貫的見解。見 林立，由 Jakobs「仇敵刑法」之概念反省刑法「規範論」傳統對於抵抗國家暴力問題的侷限性，*政大法學評論*，第 81 期，九十三年十月，頁 28。

二、操縱行為的模糊性與立法模式

如前所述，市場操縱行為之態樣變化多端，而其概念也同樣模糊，從論者談到其定義上的困難即可見一斑⁵⁶⁰。加上行為人的主觀意圖難以窺測，因此有論者提出制訂大量客觀性規範之建議，以避免行為人主觀意圖認定上的困難⁵⁶¹。

美國市場操縱刑事法制條文，對於損害（甚至包括危險）隻字未提，在 rule 10b-5 的刑事訴訟中，亦無庸證明信賴、因果關係、損害等要件⁵⁶²，從而我們可以認定，這樣的立法形式，與抽象危險犯或行為犯之立法十分相似⁵⁶³。

英國市場操縱刑事法制條文之模糊性與美國法制相較，係過之而無不及，從而需要大量解釋性行政規則予以具體化已如前述，而其中之內涵實際上與美國法制相去無多，相關條文與行政規則亦未提及個別投資人之損害，上開信賴、因果關係、損害等要件也不需於訴訟上證明⁵⁶⁴。

我國市場操縱法制除了獨有的「違約交割」被認為係「具體危險犯」之規定外，其餘市場操縱行為也與美、英立法例一般，無須證明個別投資人之損害（甚至連股價之波動、交易熱絡表象之創設均無須在客觀上實現），行為人只要該當條文所刻劃之客觀行為，輔以曖昧不清而無庸實現的主觀意圖要素，便足以成罪。

是故我們可以清楚地發現，美國、英國以及我國市場操縱刑事法制的類似抽象危險犯或行為犯之立法模式，的確也符合象徵性刑法的特徵。

⁵⁶⁰ See Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Market?* 105 HARV. L. REV. 503, 507-510 (1991).

⁵⁶¹ See Steve Thel, *\$ 850,000 in Six Minutes—the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 287-288 (1994).

⁵⁶² See e.g., *United States v. Haddy*, 134 F.3d 542 (sd Cir.1998). See also STEPHEN J. CHOI & A.C. PRITCHARD, *SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS* 315 (2005); THOMAS LEE HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION* 612-613 (4th ed. 2002).

⁵⁶³ 抽象危險犯與行為犯在學說上雖然有些許差異，但是在此處此項問題並非本文所需著墨之重點，蓋其共同點均在於不用證明因果關係或實際損害。

⁵⁶⁴ See EMILIOS AVGOULEAS, *THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS* 106 (2005).

三、市場操縱刑事法制的象徵性中介作用

如前所述，所謂象徵性中介作用，意指法律在特定意識型態（可能為國家的政策、某種倫理道德思想或價值觀）與人民之間發揮一種中介傳達作用，關於這樣的觀點，可以與積極的一般性預防理論（*die Theorie der positiven Generalprävention*）作併同思考，其目的在於加強人民對於維護與貫徹法律秩序之情感，一方面透過學習的效果，使人民慣於服從法律，並透過刑法的貫徹，強化人民對法律的忠誠，最後藉由法律的刑罰效果使人民的遵法意識得到滿足⁵⁶⁵。

換言之，懲罰與刑罰機制有助於塑造廣泛的文化，促成文化的生成與再製，我們除了可以將「懲罰」當作一種「實行」的制度，也可以生動地將它描述為一種「表意」的制度，是故，「懲罰」成了一種「文化展演」⁵⁶⁶（*cultureal performance*），它除了對罪犯直接發生作用力外，它本身所具有的表意與象徵功能，將會塑造社會大眾的理解與感受，並進而影響社會態度⁵⁶⁷。

從而我們瞭解到，市場操縱刑事法制的建立，便是希冀透過這樣的嚴峻立法，展現國家權力對於維護有價證券市場秩序的決心⁵⁶⁸，而這也就是作為象徵性刑法的市場操縱法制所欲發揮的象徵性中介作用。

然而我們應當特別注意的是，實際上真能撼動資本主義證券金融市場者，除需有豐沛之政商關係外，更須有得以運用自如之資金，換言之，真正能夠侵害上述法益而得以入罪者，係少數特定之資產階級⁵⁶⁹。

⁵⁶⁵ Vgl. Claus Roxin, *Strafrecht AT/1*, 4. Aufl., 2006, §3 Rn. 26f.

⁵⁶⁶ 此用語之翻譯，參考自 大衛·葛蘭，劉宗為、黃煜文譯，懲罰與現代社會，商業週刊，民國九十四年，頁 408。

⁵⁶⁷ See DAVID GARLAND, *PUNISHMENT AND MODERN SOCIETY* 249-254 (2000).

⁵⁶⁸ 當然，在實際上，有時候政府的類似宣示只是一種情緒宣洩，用來聲東擊西掩蓋對其他重大犯罪的無能，以向人民表達政府「有在做事」的形象。例如英國 1987 年所開展的一波大舉追訴金融詐欺的浪潮，即便在事實上證明，根本是雷聲大雨點小。See Michael Levi, *Suite Justice: Sentencing for Fraud*, *JUN CRIM. L.R.* 420, 422-423 (1989).

⁵⁶⁹ See Steve Thel, *\$850,000 in Six Minutes-the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 *CORNELL L. REV.* 219, 293 (1994). 文中也提到，市場操縱案件的被告往往具有豐沛的資力進行強而有力的辯

是故，如此之資本主義刑法規定，**係犧牲資產階級當中少數違法亂紀者之自由與利得，以換取上述法益之保全**。換言之，一方面，資產階級的內部結構當中，就如同資產階級與中下階層之間的關係一般，存在有權力不均衡之情形，當政經權力與影響力稍弱的資產階級違犯資本主義刑法規定，代罪羔羊將不乏充任的人選；另一方面，在某些特殊的狀況下，例如金融市場發生重大危機而有導致中下階層人民信心崩潰之虞時，即便係處於金字塔頂端的資產階級，也有可能成為妖魔化之標的。

是故，市場操縱刑事法制具有以下二大功能，其一係**向社會一般階級及投資人宣告，此資本主義市場之公平性**，從而得以維繫普羅大眾對於證券市場之信心；其二，透過維繫普羅大眾對於證券市場之信心，使市場能夠繼續運作，**進而保全資產階級之既得利益與實現期望利益**。



第三節 具有象徵性刑法色彩之市場操縱刑事法制的正當性分析

一、對象徵性刑法的基本質疑

如上所述，市場操縱刑事法制透過超個人法益的創設，與類似抽象危險犯或行爲犯之運用，發揮其象徵性中介之功能，從而帶有濃厚的象徵性刑法色彩。作爲維護資本主義有價證券市場制度的工具，所有對於象徵性刑法的質疑，諸如欠缺實質保障之利益、違反刑法最後手段性、違反法律明確性、違反罪刑相當原則或侵蝕刑法的威信等等，均係市場操縱刑事法制的制定者所需慎重思考者。

二、階級刑法或象徵性刑法的正當性

然而，階級刑法與象徵性刑法並非全無建立其正當性之可能，以下便詳述之：

（一）階級利益的結合

有論者指出，諸如「保護資本主義市場之刑罰實踐，僅係表達統治階級的利益」之類的偏狹階級觀點並不成立，蓋即便懲罰服膺階級目的，其進行的方式亦必須獲得下層階級的支持，並保護被視爲普遍、而非單純屬於某特定階級的利益，從而以階級概念來理解刑法的關鍵，便在於認識**特殊利益如何與普遍利益結合**⁵⁷⁰。是故，僅以此點批判資本主義刑法，似有未當。

（二）超個人法益的正當性

德國學者亦有認爲，法蘭克福學派對於象徵性刑法的三大特點，即超個人法益之創設與抽象危險犯之批判固有其見地，但是 Hassemer 提倡以「干預法」(Interventionsrecht)⁵⁷¹取代其所謂之「象徵性刑法」，實際上亦不可行，蓋其概念

⁵⁷⁰ See DAVID GARLAND, PUNISHMENT AND MODERN SOCIETY 117 (2000).

⁵⁷¹ Vgl. Winfried Hassemer, Kennzeichen und Krisen des modernen Strafrechts, ZRP 1992, 378(383f). 也就是介於刑法與行政法之間的法律。

模糊不清而且勢必耗費大量監督成本。至於超個人法益之創設與抽象危險犯之立法，則不應一律視為毒蛇猛獸，重點在於如何透過詳細的說理以證立其刑事政策上的必要性與合憲性，最重要的是，如果法益是處於**集體的意識狀態**、互相理解的層次、或以互動為前提的情況下，區分危險和實害就沒有意義，因為單獨的行為既不會馬上，也不會其他的因果歷程中對群體造成可度量的傷害；但另一方面，**藉由明白拒絕從集體法益所產生的行為要求，對集體法益已造成象徵性的侵害**⁵⁷²。

Jakobs 指出，欠缺溝通的過程，主體將無從證立，溝通的意義顯示了主體存在的意義，個人主體性之形塑，唯有在其賴以生存的社會脈絡下方有實現之可能，蓋不同的孤立主體之間，倘若欠缺社會參與，將無從劃定各自的主體範圍，同時也將欠缺相互理解的基礎，換言之，**主體不僅係社會存在之先決條件，亦為社會所形塑之成果**，欠缺具聯繫性的客觀世界，主體也不會有其意義，反之亦然⁵⁷³。從而，國內學者進一步認為，社會必須擁有某些社會性、經濟性、政治性與文化性之制度與秩序，藉以作為個人與他人互動、溝通，以及實現個人利益之平台媒介，**將社會上各種秩序與制度正常運作之利益，提升為刑法所要保護之對象，本身即具有正當性之基礎**，蓋個人即便擁有財產，卻缺乏交易或經濟制度，使其財產得以支配、行使，則這樣的個人毋寧只是坐擁金山的魯賓遜而已，是故，國家對於社會制度抑或經濟秩序等超個人法益之保障，不應一概貶抑為保障一些與具體個人無關之抽象利益⁵⁷⁴。

是故，象徵性刑法透過超個人法益與抽象危險犯之規範模式，進而保護某些社會制度⁵⁷⁵，將有其正當性。

⁵⁷² Schünemann 著，陳志輝譯，從下層階級刑法到上層階級刑法—在道德要求中一種典範的轉變？，不移不惑獻身法與正義—許迺曼教授刑事法論文選輯，2006，頁 104-109。

⁵⁷³ Vgl. Jakobs, Das Strafrecht zwischen Funktionalismus und "alteuropäischem" Prinzipiendenken, ZStW 1995, 843(851f).

⁵⁷⁴ 王皇玉，論販賣毒品罪，政大法學評論，第八十四期，九十四年四月，頁 250。

⁵⁷⁵ Vgl. Winfried Hassemer, Kennzeichen und Krisen des modernen Strafrechts, ZRP 1992, 378(381).

(三) 抽象危險犯的正當性

在風險社會下，對於危險的控管必須有其效率上之考量，抽象危險犯的立法將刑罰的施予加以前置化，而毋待行為結果之實現，進而達到「危險稀釋」(Gefahrausdünnung)的效果⁵⁷⁶，以避免對於法益的保護過於消極與遲誤。

Jakobs 指出，對於利益的保護，並不能只是保護利益的「本身」，利益的「實現前提條件」，也應該是刑法保護之標的，蓋利益如果欠缺使其實現與發展的機會、條件與制度，那麼便是虛假的利益，而無從持久而真實地存在，以環境刑法來說，其保護的也不應該是環境本身，毋寧係「生態學意義下的環境」，藉以提供諸多利益得以實現與發展的平台⁵⁷⁷。是故需要透過抽象危險犯的運用，確保上開機會、條件與制度免於遭到犯罪行為的攻擊或陷入危險，簡言之，**抽象危險犯的立法係一種對於法益實現條件之確保**⁵⁷⁸。

(四) 嚴厲刑罰效果的作用與順從成本之言過其實

現今刑事政策之制訂，除了報應刑思想外，尚應著重刑法的預防性思考，其中「消極的一般性預防理論」認為，國家必須透過刑罰的威嚇力與執行，以遏止一般人從事犯罪，以費爾巴哈(von Feurbach)的「心理強制論」觀點來說，氏認為透過刑罰的威脅，可以控制潛在犯罪人的心理，藉由揭示犯罪所可能帶來的刑罰後果與不快，從而得以壓抑一般人犯罪的動機與慾望⁵⁷⁹。是故市場操縱刑事法制所具有的嚴厲刑罰效果，將有助於達成「消極的一般性預防」而有其正當性。

此外，自實證統計數字觀之，被美國政府指控為有價證券市場操縱的案例並

⁵⁷⁶ Vgl. Kurt Seelmann, Risikostrafrecht, in: Kritische Vierteljahresschrift für Gesetzgebung und Rechtswissenschaft 75 (1992), 454.

⁵⁷⁷ Vgl. Jakobs, Das Strafrecht zwischen Funktionalismus und "alteuropäischem" Prinzipiendenken, ZStW 1995, 843(856f).

⁵⁷⁸ 王皇玉，論販賣毒品罪，政大法學評論，第八十四期，九十四年四月，頁 255。

⁵⁷⁹ Vgl. Claus Roxin, Strafrecht AT/1, 4. Aufl, 2006, §3 Rn. 22.

不多⁵⁸⁰，其中刑事案件更是少之又少⁵⁸¹，而且就未來趨勢而言，刑事定罪率可能越來越低⁵⁸²。而英國市場操縱法制方面，觀察 FSA 所發佈的年度報告，我們可以發現，自西元 2006 年四月一日至 2007 年三月三十一日，受到「金融懲罰」之案件僅有五宗，而進入金融服務暨市場法庭之案件，亦僅有十二件，而上開兩者涉及市場操縱者自然屈指可數⁵⁸³，此外許多文獻亦指出，行為人違犯市場操縱禁令而受到追訴或定罪之案件更是十分稀少⁵⁸⁴。

從而，對於市場操縱刑事法制將可能導致過度嚇阻與「順從成本」的批判，實際上為言過其實，蓋市場操縱行為禁令所欲規制的對象，其實在暗地中僅鎖定為數不多的資產階級，是故，並不會有輕易將人民陷於刑事恐怖牢籠之虞。

（五）意見溝通與價值重塑的功能

對於象徵性刑法可能有害於刑法威信之批評，有學者指出，國家對於某種行為的入罪化，將在公眾心中產生一種「內心衝突」之過程，或許這樣的入罪化將使公眾對於刑法的尊敬有所減損，但是另一方面，也將擴張公眾對於「不道德行為」的認知範圍⁵⁸⁵，換言之，象徵性刑法將具有意見溝通與價值重塑的功能，如此一來，方能應對與時俱變的社會風貌。

⁵⁸⁰ 自 SEC 的統計數字可以看出，2005 年到 2007 年之間，市場操縱訴訟的案件量，每年大約僅佔 SEC 所提訴訟之百分之五耳，其中進入行政程序者，更是屈指可數參照附件一。資料來自 <http://www.sec.gov/about.shtml>

⁵⁸¹ See William R. McLucas & Alma M. Angotti, *Market Manipulation*, 22 REV. SEC. & COMMODITIES REG. 103, 111 (1989), cited in Steve Thel, *\$850,000 in Six Minutes-the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 292 n.349 (1994).

⁵⁸² See Steve Thel, *\$850,000 in Six Minutes-the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 291-292 (1994). 實際上，關於證券詐欺的整體起訴量與定罪量，自 2002 年起，也逐漸下滑；至於 2002 年所達到的一波起訴或定罪高峰，應與沙賓法案(Sarbanes Oxley Act)之通過有關，但是此法案與市場操縱犯罪並無直接關連，故此波高峰應與市場操縱犯罪無關。參照附件二、三。資料來自 <http://trac.syr.edu/tracreports/bulletins/list.shtml>

⁵⁸³ See FSA, Enforcement Annual Performance Account, 2006/07. http://www.fsa.gov.uk/pubs/annual/ar06_07/enforcement_progress.pdf

⁵⁸⁴ See David Mayhew & Karen Anderson, *Whither Market Abuse (In A More Principles-Based Regulatory World)*, 22(10) J.I.B.L.R. 515, 518-519 (2007); Alistair Alcock, *Five Years of Market Abuse*, 28(6) Comp. Law. 163, 163 (2007); EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 159 (2006).

⁵⁸⁵ See John C. Coffee, Jr., *Hush!: The Criminal Status of Confidential Information After McNally and Carpenter and the Enduring Problem of Overcriminalization*, 26 Am. CRIM. L. REV. 121, 149 (1988).

此外，道德或價值觀所認可的義務或責任，將隨著社會的不同而有所差異，即便處於同一社會，也將隨著時間遞嬗而改變⁵⁸⁶，而即使時空背景相同，個體所承認的道德或價值觀也將有所分殊，但是人們爲了自我的存續與生存，將暫時抹滅上開的差異，進而創設某些使社會組織得以繼續運作下去而一體適用於全民的規則或法律⁵⁸⁷。因此，基於社會控制的要求所創設的嶄新刑法規定，或許與人民的價值觀有所落差，但是隨著規範的適用，其將發揮**意見溝通與價值重塑的功能**，以提升系爭刑事規範價值判斷與人民價值觀的重合性，並逐步形塑同一的價值觀，從而能在因應新的社會風險時，又得以同時促進社會秩序之穩定。



⁵⁸⁶ See H. L. A. HART, THE CONCEPT OF LAW 171-172 (2nd ed. 1994).

⁵⁸⁷ See *id.* at 192-193.

三、具濃厚象徵性刑法色彩之市場操縱刑事法制之正當性？

瞭解上述象徵性刑法所可能具有的正當性基礎後，本文將逐一分析之，釐清上開論述不足或值得爭論之部分：

(一) 以階級利益的結合論證市場操縱刑事法制之正當性？

David Garland 關於階級利益相互結合的論述，的確為經濟或金融刑法帶來不可小覷的正當性⁵⁸⁸，Schünemann 所謂的「集體意識」在此也與「階層利益相互結合的論述」具有相當的概念重合⁵⁸⁹，換言之，只要下層階級的利益與上層階級的利益相互混同，那麼即便出於保障上層階級所創設的金融市場制度，而制定金融刑法規制全體人民（中下層階級占大多數），似乎仍有其正當性。

或許單從市場操縱刑事法制條文本身來看，市場操縱行為並非特別犯之規定，任何人都有可能觸犯市場操縱禁令，只是我們透過經濟學或金融理論之分析以及追訴或審判機關的實務運作，逐漸發現中下階層人民根本不是市場操縱刑事法制的規範重點，亦即如本文前述「如此之資本主義刑法規定（市場操縱刑事法制），係犧牲資產階級當中少數違法亂紀者之自由與利得，以換取上述法益之保全」之論點所言，市場操縱刑事法制的內在規範目標，係鎖定資產階級人士，一般升斗小民並非規制重點，從而所謂「階級利益的結合」並不足以作為「上層階級刑法」的正當性基礎，蓋此時的利益歸屬階級與受規制之階級同一，因此市場操縱刑事法制欲以特定資產階級作為規範目標，勢必需要從其他脈絡建立其正當性，而不能以所謂「階層利益的結合」作為系爭工具性的刑法利用之正當性基礎。

⁵⁸⁸ 舉例來說，金融市場的穩定雖然與資產階級的利益息息相關，但是此利益並非專屬於股市大戶，以眾多散戶或菜籃族勤跑股市的例子可以知道，金融市場健全與否，對於資產階級以外的階級（至少包括中產階級）或許也是念茲在茲的重要議題。

⁵⁸⁹ 姑且不論這樣的法益概念是否正當，因為它明確排除了還原為個人法益的可能，而且系爭集體法益究竟是否為人民共識根本難以度量，隨時都有成為有權者恣意妄為的刑事工具。

(二) 超個人法益的內在位階與正當性高低

前述德國學者 Jakobs 與國內學者對於超個人法益的正面評價，確屬的論而擲地有聲。然而超個人法益或制度性法益彼此之間存有「內在位階」⁵⁹⁰，而其「內在位階」之高低，將影響基於系爭超個人法益所建立之刑事規範的正當性與審查密度⁵⁹¹。

決定制度性法益之「內在位階」高低的標準有二，首先係人民對於系爭制度的依賴程度，詳言之，生活在同一社會脈絡下的人類，對於不同的制度將有不同的依賴程度，舉例而言，除非身無分文抑或目不識丁，否則貨幣制度與文書制度將與所有國民息息相關而無法分割，但是國民對於其他社會制度，例如「金融市場有價證券交易制度」，則未必存有如同對於上開貨幣或文書制度相同強烈而直接的依賴與需求。

決定制度性法益「內在位階」高低的另外一個標準，係「法益的承載與構成關係」，以個人法益為例，侵害生命法益的犯罪之所以較侵害身體法益抑或性自主法益之犯罪，具有較高的法定刑，其原因之一乃在於生命法益承載了身體法益與性自主法益，換言之，身體法益與性自主法益之構成乃係以身體法益之存在為前提。回到金融市場有價證券交易制度上的討論，我們也可以發現，如果不存有文書制度（包括作為特別性文書的有價證券）與貨幣制度，金融市場有價證券交易制度顯然無從自我存立，換言之，文書制度（包括作為特別性文書的有價證券）

⁵⁹⁰ 此處所謂的「內在位階」，其目的並非係精確地評定各該超個人法益之價值高低（例如指出貨幣制度九十分，而有價證券交易制度僅有八十分），而毋寧係透過某些切入點（例如以下所指出的人民對於系爭制度的依賴程度與法益的承載與構成關係），比較特定根深蒂固的制度性法益與嶄新制度性法益在直觀上的刑法保護需求。藉由上開之比較，系爭保護較低「內在位階」的制度性法益之刑事規範，自然需要受到較為嚴格之檢驗。

⁵⁹¹ 本論文認為，所需審查者除「法定刑高低外」，尚應考慮系爭條文的「規範模式」，某些刑事規範，雖然在法定刑上未必十分嚴峻，但是卻有可能透過「規範模式」的精心安排（例如行為犯、危險犯或概括條款的設置）大舉提高入罪之可能；相反地，某些刑事規範雖然具有高度的法定刑，但是由於嚴格的構成要件要素之設置，將使其成罪之可能性大減。而一旦當下所審查之刑事規範，不僅具有嚴厲的刑法效果，在規範模式上亦使成罪輕而易舉，則該等刑事規範之正當性將會受到較為嚴苛之考驗。

與貨幣制度在某種形式上承載了金融市場有價證券交易制度，而金融市場有價證券交易制度之構成乃係以文書制度（包括作為特別性文書的有價證券⁵⁹²）與貨幣制度之存在為前提。是故，文書制度與貨幣制度對於「金融市場有價證券交易制度」具有「法益的承載與構成關係」。

從以上的討論我們可以瞭解，「金融市場有價證券交易制度」相較於其他根深蒂固的社會制度，具有較低的「內在位階」⁵⁹³，即便肯認其具有某程度的刑法保護需求，系爭刑事法律的規範模式（行為犯？危險犯？實害犯？）、刑罰效果（罰金抑或人身監禁？人身監禁刑度之高低？）、罪刑明確程度等等事項，勢必需要受到較為嚴苛之檢驗。

綜上述，以保護「價格機能」、「正常供需」或「市場功能」作為保護法益之市場操縱刑事法制，即便存有其正當性，但其正當性可能不如某些根深蒂固的社會制度（諸如貨幣、文書制度），從而其規範方式與刑罰效果自應有所收斂。

（三）抽象危險犯的正當性

前述提及抽象危險犯的正當性之一，在於對危險的控管之效率，以避免刑法過於被動與遲誤地進行對法益之保護。然而危險控管的效率之所以能夠成為抽象危險犯的正當化理由，其前提應該在於系爭行為對於法益具有典型之危險，否則一旦將「效率」作為最高指導原則，那麼立法者只要將所有刑事規範都以「抽象危險犯」作為其立法模式，豈不最有「效率」？如此一來，刑事政策的制訂豈非如同兒戲？因此關鍵點便在於市場操縱行為是否係危及有價證券交易制度運作

⁵⁹² 刑法第二百零一條之偽造有價證券罪，法定刑與市場操縱犯罪如出一轍，但此二種犯罪之內在位階卻有所差異，蓋偽造有價證券對於有價證券交易制度之危害勢必高於市場操縱犯罪所可能帶來的危險，從而二者之法定刑設置顯不相當。

⁵⁹³ 此等內在位階之高低，亦展現在偽造貨幣罪與市場操縱犯罪之法定刑比較上（前者為五年以上有期徒刑，後者為三年以上，十年以下有期徒刑）。但是本論文需特別強調，「內在位階之高低」除了可以反應法定刑的高低外，對於個別條文之「規範模式」亦有所影響，雖然市場操縱犯罪之法定刑低於偽造貨幣罪，但是其偏低的法律明確性、處罰的前置化與概括條款之設置，均非一個處於較低「內在位階」之刑事規範所應有之規範模式。

的典型危險。然而此項問題並不容易回答，即便透過前開金融或經濟理論之分析，我們也無法得到百分之百確定的答案，但是與典型抽象危險犯之立法相比，例如放火罪（放火行為與不特定人之生命與財產的損害之間的關係），卻可以讓我們從直觀上明顯得知，放火行為確實係危害不特定人生命與財產之典型危險。因此，市場操縱行為或許對有價證券交易制度有所危害，但是是否為「典型危險」，答案已經呼之欲出。

前開提及，抽象危險犯的另一個正當性基礎，在於其保護了法益得以藉以實現的條件或制度。但是就如同本文上述所提到的「超個人法益的內在位階」，亦即**人民對於系爭制度的依賴程度與法益的承載與構成關係**，決定了以刑法保護系爭制度的正當性高低，而有價證券交易制度的地位，似乎不如貨幣、文書等社會制度。因此透過抽象危險犯之立法，保護某一具有較低「內在位階」的制度性法益，在刑事政策上是否允當，即有討論之空間。

綜上述，透過抽象危險犯規制市場操縱行為，或許有某程度之正當性，但是我們勢必得以較為嚴厲的檢驗標準看待之，例如系爭條文所描述之客觀行為對於有價證券交易制度之影響程度、處罰前置化之程度等等，都應該是謹慎加以探查的項目。

（四）「消極的一般性預防理論」之缺陷與恐懼成本的存在

「消極的一般性預防理論」無疑與「**理性選擇理論**」具有高度的概念重合性，它將犯罪視為行為人經過計算而欲使其效用極大化的行為，換言之，犯罪問題無異關乎供給與需求，懲罰則被當作價格機制予以運作，是故，這樣的「理性選擇模式」無疑暗示了**透過嚴刑峻罰威嚇犯罪的有效性**⁵⁹⁴。但是即便係費爾巴哈本人也承認，欲確實達到「消極的一般性預防」之目的，除了需要具有震懾效果的法

⁵⁹⁴ See DAVID GARLAND, THE CULTURE OF CONTROL: CRIME AND SOCIAL ORDER IN CONTEMPORARY SOCIETY 130 (2001).

定刑罰外，更得配合有效的執行，換言之，與其認為嚴刑峻罰可以輕易地達到威嚇效果，不如透過加強刑事訴追與執行的效率，更能達到預防之目的⁵⁹⁵。因此，市場操縱刑事法制所帶有的嚴厲刑罰效果，是否果真如論者所言般具有如此不證自明的正當性，就變得非常可疑了。

此外，如上所述，儘管市場操縱刑事法制所針對的對象係特定資產階級人士，從而所謂「順從成本」並不若想像中高，但是我們必須考量者，係如此法制所透露出的**主觀認知上之被害可能性與實際被害危險之間的關係**。簡言之，雖然針對的對象非一般普羅大眾，但是系爭法制仍然恐嚇著一般投資人，亦即倘若不以刑法規制市場操縱行為，有價證券市場的功能將受到破壞，投資人的心血將血本無歸，但是學者已經指出，在風險社會下，**人民對於被害的主觀認知與實際被害危險之間的關係，根本無從知悉**⁵⁹⁶，從而恐懼的成本依然存在，只不過此處的「恐懼」係從「被追訴的恐懼」轉化為「被害的恐懼」，而這樣的恐懼也將因為刑罰效果的提高而相應上升。試問，透過恫嚇人民而進行的刑事政策制訂，是否果真存在其正當性？亦即儘管處在風險社會下，刑事政策的制訂可能著重於安全感之營造⁵⁹⁷，但是一旦所對抗的**被害恐懼感根本出自立法者的杜撰**時，這樣的政策制訂正當性是否果真存在，不免令人質疑。

（五）「意見溝通與價值重塑」功能進行場域之錯誤

另外，所謂的「意見溝通與價值重塑」功能，雖然有其見地，但是這是否真係刑法之任務？進行意見溝通與價值重塑的場域，是否非得設定在刑事法中，而絕不能由社會或文化場域瓜代？簡言之，「意見溝通與價值重塑」應該是眾多社會因素共同運作下的多元產物，刑事規範僅係社會體系中之一環，它無力一肩扛起這樣的責任。

⁵⁹⁵ Vgl. Claus Roxin, *Strafrecht AT/1*, 4. Aufl., 2006, §3 Rn. 23f.

⁵⁹⁶ See PAT O'MALLEY, *CRIME AND THE RISK SOCIETY* xii (1998).

⁵⁹⁷ Vgl. Kurt Seelmann, *Risikostrafrecht*, in: *Kritische Vierteljahresschrift für Gesetzgebung und Rechtswissenschaft* 75 (1992), 455.

此外，也並非如論者所想像者，認為象徵性刑法能夠有多大之「意見溝通與價值重塑」功能。Hart 指出，人民看待法律之角度，可以分為兩個面向，一者為「內在觀點」，二者為「外在觀點」。抱持「內在觀點」者，發自內心由衷地遵守法律，其價值觀與系爭法律高度重合；抱持「外在觀點」者，其本身並不接受系爭法律的價值判斷，但是由於觀察到違反法律所可能伴隨而來的懲罰，從而姑且遵守法律⁵⁹⁸。

承此脈絡，對於某刑法規範抱持「內在觀點」者愈眾，該社會體系就越發穩定，然而刑事規範本身之重大特色即在於帶有「刑罰效果」，而「刑罰效果」的威嚇作用在第一時間，無疑係形塑了眾多對系爭刑事規範抱持「外在觀點」者，而非抱持「內在觀點」者，如此一來希冀透過象徵性刑法的「意見溝通與價值重塑」功能，藉以縫合系爭刑事規範與人民價值觀之間空隙，將無疑係過於樂觀而不切實際的夢囈耳。

（六）市場操縱刑事法制之象徵性中介功能是否能夠發揮其作用？

1. 美國與英國市場操縱刑事法制部分

此外，單就美英二國市場操縱刑事法制來說，所謂象徵性刑法能夠發揮象徵性中介功能之說法，卻又未必符合實情。蓋市場操縱行為於定義上有其難以擺脫之模糊性，從而有學者稱市場操縱行為為「無法訴追的犯罪」⁵⁹⁹，加上刑事有罪判決需要「毫無合理懷疑之有罪心證」，使得原本就難以窺探的市場操縱行為人主觀認定問題更加雪上加霜，換言之，刑事規制所要求的高度證據認定標準，將使得系爭刑事制裁實踐之可能性大減，從而利用刑事規範將無法有效率地達到嚇阻市場操縱行為之目的⁶⁰⁰。

⁵⁹⁸ See H. L. A. HART, *THE CONCEPT OF LAW* 89-90 (2nd ed. 1994).

⁵⁹⁹ See J.W. Markham, *Manipulation of Commodity Future Price---The Unprosecutable Crime*, 8 YALE J. ON REG. 281, 281 (1991).

⁶⁰⁰ See EMILIOS AVGOULEAS, *THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND*

就實證統計數字而言，美國方面，被政府指控為有價證券市場操縱的案例並不多⁶⁰¹（自 SEC 的統計數字可以看出，2005 年到 2007 年之間，市場操縱訴訟的案件量，每年大約僅佔 SEC 所提訴訟之百分之五耳，其中進入行政程序者，更是屈指可數），其中刑事案件更是少之又少⁶⁰²，而且就未來趨勢而言，刑事定罪率可能越來越低⁶⁰³；英國方面，觀察 FSA 所發佈的年度報告，我們可以發現，自西元 2006 年四月一日至 2007 年三月三十一日，受到「金融懲罰」之案件僅有五宗，而進入金融服務暨市場法庭之案件，亦僅有十二件，而上開兩者涉及市場操縱者自然屈指可數⁶⁰⁴，而許多文獻已經指出，在英國，行為人違犯市場操縱禁令而受到追訴或定罪之案件更是十分稀少⁶⁰⁵。

對照前述提到觸犯市場操縱者多為資產階級一事，不免讓一般投資人懷疑：資產階級違犯市場操縱案件，儘管被訴追，也不會發生什麼事。而所謂的「上層階級刑法」是否只是海市蜃樓，用以欺罔中下階層之人民？此外，參照前述「積極的一般性預防」觀點，人民的遵法意識能夠得到滿足之前提，在於法律所揭櫫之刑罰效果能夠實現⁶⁰⁶，因此一旦傳達出系爭市場操縱刑事法制僅係孱弱不堪且包藏禍心的紙老虎，那麼前揭象徵性刑法所欲傳達的正面政策訊息將無異功虧一簣。

ECONOMIC ANALYSIS 454 (2005).

⁶⁰¹ 參照附件一。資料來自 <http://www.sec.gov/about.shtml>

⁶⁰² See William R. McLucas & Alma M. Angotti, *Market Manipulation*, 22 REV. SEC. & COMMODITIES REG. 103, 111 (1989), cited in Steve Thel, *\$850,000 in Six Minutes-the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 292 n.349 (1994).

⁶⁰³ See Steve Thel, *\$850,000 in Six Minutes-the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 291-292 (1994). 實際上，關於證券詐欺的整體起訴量與定罪量，自 2002 年起，也逐漸下滑；至於 2002 年所達到的一波起訴或定罪高峰，應與沙賓法案(Sarbanes Oxley Act)之通過有關，但是此法案與市場操縱犯罪並無直接關連，故此波高峰應與市場操縱犯罪無關。參照附件二、三。資料來自 <http://trac.syr.edu/tracreports/bulletins/list.shtml>

⁶⁰⁴ See FSA, Enforcement Annual Performance Account, 2006/07. http://www.fsa.gov.uk/pubs/annual/ar06_07/enforcement_progress.pdf

⁶⁰⁵ See David Mayhew & Karen Anderson, *Whither Market Abuse (In A More Principles-Based Regulatory World)*, 22(10) J.I.B.L.R. 515, 518-519 (2007); Alistair Alcock, *Five Years of Market Abuse*, 28(6) Comp. Law. 163, 163 (2007); EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 159 (2006).

⁶⁰⁶ Vgl. Claus Roxin, *Strafrecht AT/1*, 4. Aufl, 2006, §3 Rn. 26f.

2.我國市場操縱刑事法制部分

(1)我國市場操縱刑事法制之實踐度

觀察近十年來我國地方法院所作成的市場操縱有罪判決之數量，約莫四十件上下，其中包含共同被告者為數甚多，以每年平均四件觀之，數量不可謂少，蓋從事市場操縱行為者必須擁有一定程度之資力與相當水準的金融知識之故也，從而通常僅有少數資產階級能違犯之，已如前述，於茲不贅。另一方面，就刑罰效果而言，更不乏有處以七年有期徒刑之重罪判決⁶⁰⁷。是故，我國市場操縱刑事法制之象徵性中介作用似乎有某種程度之發揮，而與美、英市場操縱刑事法制偏低的實踐度有所不同⁶⁰⁸。

(2)金融法律體系與刑法體系之耦合

之所以產生上開差異，其原因在於時空背景的遞嬗，其中美國與我國之對比尤然。就歷史上來看，美國規制市場操縱行為，可謂係基於一九二九年股票市場崩潰之慘痛教訓而來⁶⁰⁹，換言之，美國政府在經歷上開重大之金融災難後，對於預防類似的慘況重演抱有堅定的決心，然而相關行政規範、民事救濟途徑於當時均未臻成熟，市場本身的健全度更是無法與現在同日而語，是故求諸國家刑罰權之介入以資因應。換言之，對政客來說，當某些社會議題面臨了社會大眾的憤慨、傳播媒體不留情面的批判與選舉考量等魚游鼎沸的壓力時，幾乎不可能規避責任而負荆承認國家權力的侷限，是故，透過嚴厲的刑事規範所做出的「主權式回應」(sovereign response)，將能夠以立即、直接而具權威性的介入姿態展現在國民面

⁶⁰⁷ 台北地院 90 年訴字 834 號判決。

⁶⁰⁸ 本論文認為，在比較不同國家市場操縱刑事法制的實踐度高低時，不能單純依靠各國法制定罪案件的數字多寡以為決斷，蓋不同國家所規制的標的群體在數量上並不相同。因此正確的作法毋寧係透過各國法律系統的自我比較藉以得出答案，本論文採取的作法有二，一者為比較該國法律體系中市場操縱行政（或民事）法制與市場操縱刑事法制的實踐度高低；二者為參考學者對於該等刑事法制的實踐度高低之意見。

⁶⁰⁹ See STEPHEN J. CHOI & A.C. PRITCHARD, *SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS* 38 (2005); ALAN R. PALMITER, *SECURITIES REGULATION: EXAMPLES & EXPLANATIONS* 266 (3rd ed. 2005).

前，創設國家「有在做事」的印象⁶¹⁰，從而基於國家政治權力的作用與影響，金融法律系統與刑事系統產生了密切的耦合。

a. 刑法與精神醫學的合謀

關於這樣的專業性體系之交疊，讓我們依稀想起傅柯所提及的刑法與精神醫學間的交互作用，其大意略謂：刑罰的施予係以行為人具有責任能力為前提，而責任能力具備與否的判斷，則往往需要透過精神醫學予以定奪，因此，具有責任能力者，即被視為罪犯，從而在刑法基本原則的限制下，將有刑罰的適用；不具責任能力者，即被視為病人，應由醫療體系予以介入，而刑罰則無用武之地⁶¹¹。但是傅柯指出，自十九世紀下半葉的精神醫學鑑定報告⁶¹²觀之，在其專業權威外衣下卻充斥著粗糙而幼稚的話語，同時伴隨著道德性之論述，對於行為人過去的生活與一切進行評價，導致犯罪與疾病、犯人與病人之間的界線逐漸消弭，行為人於接受刑罰的同時，也將受到醫療處所的處置⁶¹³。簡言之，為了防堵「反常」與「危險」而建立毫無縫隙的國家控制體系（從醫療體系到刑事司法之間、從進行治療到送上斷頭臺之間，建立連綿不斷的控制網絡），刑事法學與精神醫學在鑑定報告所創設的場域中合謀，行使其「規範性權力」(the power of normalization)⁶¹⁴，用以針對被國家權力視為危險象徵之「不正常的人」⁶¹⁵，蓋此等「不正常的人」同時具有罪犯與精神異常者之色彩，卻又不能單純理解為係罪犯與精神異常者之混合體，從而無論係刑事司法或精神醫學均無法獨自妥善處理，是故需要兩者共同應對之。此等「不正常的人」在受到刑罰制裁的同時，也將受到精神醫學體系的作用，但是對於刑罰的科予具有限制性功能的諸多刑法原

⁶¹⁰ See DAVID GARLAND, *THE CULTURE OF CONTROL: CRIME AND SOCIAL ORDER IN CONTEMPORARY SOCIETY* 134-135 (2001).

⁶¹¹ See MICHEL FOUCAULT, *ABNORMAL*, 31-32 (2003).

⁶¹² 傅科強調，此處的精神醫學鑑定報告並不能與精神醫學本身劃上等號，它只是刑事司法與精神醫學所產下的畸形物。See MICHEL FOUCAULT, *ABNORMAL*, 41 (2003).

⁶¹³ 對照現今的刑事法制，即與「部分責任能力」、「精神耗弱」的狀況類似。

⁶¹⁴ See MICHEL FOUCAULT, *ABNORMAL*, 41-42 (2003). 實際上就是與「死的權力」相應的「生的權力」，鎮壓僅係其側面之作用，其所著重者乃在於生產之面向。

⁶¹⁵ 關於「不正常的人」的進一步內涵，請參 MICHEL FOUCAULT, *ABNORMAL*, 55-75 (2003).

則，卻對醫療處置無任何置喙之餘地⁶¹⁶，是故「不正常的人」所面對的將是無所限制的權力作用⁶¹⁷。

b. 「金融法律系統與刑事系統之耦合」與「刑法與精神醫學的合謀」之比較

對照上開金融法律系統與刑事系統之耦合，雖然有所差異，但是仍然可以帶給我們啓發。蓋在一九二九年美國股票市場崩潰後，金融法律體系登時發現其現有的規制能力不足以避免下一波的金融危機，從而將這個燙手山芋丟給刑法處理，希望透過國家刑罰權的使用，快速而可見地發揮規範的象徵性中介作用，以全力防堵市場不當行為所可能產生的危險，而建立一個沒有規範縫隙的控制體系（從行政法到刑法之間、從行政監督到人身監禁之間，建立連綿不斷的控制網絡）。在這些涉及金融犯罪的刑事判決當中，往往可以見到審判者拙劣地運用惡補不久的金融知識予以論述，但是這也正好與上述精神醫學表面上披著專業外衣，而骨子裡卻十分可笑而幼稚之話語相映成趣。

不過與傅柯所舉之例有異者，首先係此處**金融法律系統與刑事系統之耦合**，並未將處置問題之權力全然棄置於刑法系統之外（亦即如前所述，在精神醫學與刑事法系統的耦合中，被視為「不正常的人」之行為人，在受有刑罰的同時，卻又得接受醫療處所的處置，而此等處置將非刑法原則所能過問），從而**就理論上**

⁶¹⁶ 換言之，刑事司法系統與精神醫學的合謀，將人民區分為「受刑事法原則適用者」與「不受刑事法原則適用者」之二元體系（雖然在「不正常的人」此一範疇同時涉及刑事司法系統與精神醫學系統，但是在精神醫學系統中，則不受刑事法原則限制已如前述）。這樣的二分法也出現在Jakobs所提倡的「讎敵刑法」(das Feindstrafrecht)中，氏將人民區分成「市民」與「讎敵」而異其刑法的適用。被歸類為「不受刑事法原則適用者」與「讎敵」之人，均暴露於被任意地剝奪權利及承受無所限制之權力作用的風險中。Vgl. *Jakobs, Bürgerstrafrecht und Feindstrafrecht*, in: Yu-hsiu Hsu (Ed.), *Foundations and Limits of Criminal Law and Criminal Procedure- An Anthology in Memory of Professor Fu-Tseng Hung*, 2003, S.47f.

⁶¹⁷ 我們可以利用「特別預防理論」與「應報理論」的雙軌制度來理解此一脈絡，以我國今日的立法例為例，刑法第九十一條之一第二項規定，對於違反性自主罪章與妨害風化罪章之犯罪人所施加的強制治療處分，其處分期間為「至其再犯危險顯著降低為止」，這樣的規定無疑係類似「絕對不定期刑」的立法方式，而「絕對不定期刑」的立法模式，無疑係抵觸了刑法原則的適用並有違法治國的精神。見 王皇玉，論刑罰的應報與預防作用，蘇俊雄教授七秩華誕祝壽論文集—自由、責任、法，元照，2005年8月，頁175-177。

此外，十九世紀的精神醫療院所與我們當今所想像者之間存有莫大差異，所謂的「醫療措施」實際上可能僅係無限期的禁閉而已。

而言，我們仍然可以透過刑法諸多基本原則，用以限制國家刑罰權之行使，但是如此一來將無法達到金融法律系統原先之目的，從而立法者在市場操縱刑事法制的規範模式上，大量採用類似抽象危險犯或行為犯之立法，並且揭櫫類似超個人法益的立法目的，佐以金融理論之權威話語⁶¹⁸，藉以侵蝕刑法基本原則之適用與降低刑事司法的自主性，亦即透過金融法律體系與刑法體系的耦合，國家政治的運作過程將得以更無障礙地分配懲罰，而能夠即時因應與滿足大眾對於嚴懲系爭社會問題的需求⁶¹⁹；其次，系爭金融法律體系並未終局性地讓渡其規制的權力（對照前述刑法與精神醫學的合謀，被認定為「無責任能力者」與「不正常的人」之行為人，就其所可能遭遇的醫學處置，將無從適用刑法原則，刑法體系等於終局讓渡其規制之權力），它只是藉由刑事規範的存在，得到發展茁壯的喘息空間，隨著 1934 年證券交易法以及相關解釋性行政規則的進一步發展，美國證券交易委員會逐漸取得規制的主導權，加上美國有價證券市場的日漸成熟，市場操縱刑事法制反而因為其高度的程序保障與高度的有罪心證水平之要求，以及種種刑法基本原則之發揮作用，逐漸降低其實踐性。

因此我們可以說，在傅柯的例子中，一方面，刑法需要精神醫學的專業話語來承載其刑罰權力（例如在行為人責任能力存否或惡性是否重大等問題上予以背書），另一方面，精神醫學則欲在刑事司法系統中展現其影響力（蓋原本犯罪問題並非精神醫學所能染指），是故雙方共同架構了沒有縫隙的權力控制體系以防堵帶有危險的「不正常的人」，從而刑法與精神醫學相互合謀；而在我們的論述主題裡，則是金融法律體系需要刑法的刑罰權力，透過刑罰權力的實現以換取行政規制發展的時間，是故與其說金融法律系統與刑事司法系統相互合謀，不如說係金融法律系統綁架了刑事司法系統。只不過此處的「系統性綁架」並未終局而

⁶¹⁸ 金融理論的權威話語在此處扮演著雙重的角色，它一方面建立了金融市場運作的基礎與原則，但是也同時形成了某些「制度性縫隙」，從而給予金融不當行為的從事者可乘之機；而另一方面，金融理論的權威話語成了刑事規範與司法實務運作的形塑者，用以填補其自身所創造的「制度性縫隙」。類似概念，見 NIGEL DODD, *SOCIAL THEORY AND MODERNITY*, 191 (1999).

⁶¹⁹ See DAVID GARLAND, *THE CULTURE OF CONTROL: CRIME AND SOCIAL ORDER IN CONTEMPORARY SOCIETY* 172 (2001).

完全地剝奪刑事司法系統對於處置金融犯罪的權力(雖然因為規範模式的原因與金融權威專業話語的宰制,使得刑法基本原則受到限制),蓋只要對於金融犯罪之制裁在定位上屬於刑罰,我們就有機會在刑事司法系統中予以控制,而不會如刑事司法系統對於精神醫療肆無忌憚之介入,感到相同的無力與絕望。

(3)「階段性妖魔化」與「祭旗浪潮」

臺灣雖然沒有經歷類似美國的金融市場崩潰經驗,但是不論其主管機關的規制效率、相關行政規範法律的健全以及市場的成熟度,均遠遠不及美英等國之水準,從而在面臨金融市場相關問題時,基於現行民事與行政規範均不足以有效因應,遂將具有最後手段性之刑法推上前線,佐以專業金融話語在判決中的龍飛鳳舞,透過不低的案件數與若干的嚴厲判決,明確而果斷地展現國家權力對維護有價證券市場之決心。

簡言之,本文認為,對於相關金融不當行為之入罪化與重刑化,係一種「**階段性妖魔化**」之展現,美國的市場操縱刑事法制就曾經扮演過這樣的功能,但是基於其行政規制與市場本身的日漸成熟,這樣的「**祭旗浪潮**」已然逐步退去,但是卻正在當下的臺灣如火如荼地上演著,此時看似與象徵性中介作用之發揮息息相關,但是學者也有指出,象徵性刑法所適用規制的對象,常常不是真正應該繩之以法者,簡單言之,就是「抓不到大魚」⁶²⁰,此番論點正可以從近來證券市場上日漸增多的「人頭戶犯罪」得到佐證,是故,一旦「妖魔化」的對象出了差錯,「祭旗」的犧牲品盡是販夫走卒,則市場操縱刑事法制希冀其象徵性中介作用得以發揮,則無異係緣木求魚。

⁶²⁰ Vgl. Kurt Seelmann, Risikostrafrecht, in: Kritische Vierteljahresschrift für Gesetzgebung und Rechtswissenschaft 75 (1992), 455.

（七）象徵性刑法正當性判斷之簡易流程

如上所述，現代刑法規範或多或少都具有象徵性刑法的色彩，其成分之高低端賴明顯性功能（法益保護的功能）與隱晦性功能（象徵性的中介作用）二者功能之消長而決定。當系爭刑事規範所揭櫫的保護目的並非傳統常見的個人法益或某些根深蒂固的超個人法益時，其隱晦性功能即可能凌駕於明顯性功能之上，而帶有濃厚象徵性刑法之色彩。

於判斷此等象徵性刑法之正當性時，首先便係審查其象徵性中介作用是否能夠發揮，其中，系爭刑事規範的實踐度，厥為首先考量之重點。得到之答案若係否定者，除非系爭法制存有特殊的脈絡而有助於刑法謙抑性的實現⁶²¹，或者其所刻劃之行爲一旦實現，系爭制度或超個人法益將因此終局性地崩潰毀滅⁶²²，否則此等刑事規範將無存在之必要。

倘若系爭刑事規範之象徵性中介作用確實有所運作，那麼我們接下來便係探究系爭規範所保護之超個人法益的內在位階，倘若其內在位階低於某些根深蒂固的社會制度（例如文書或貨幣制度），那麼我們就必須以較為嚴苛的標準檢驗系爭象徵性刑法的規範模式，其中包括刑罰的前置程度、罪刑明確性之高低、罪刑相當原則、規範所刻畫的行爲與可能發生的危險之間的關係等等，均為考量的重點。

（八）小結

結束上開對於具有象徵性刑法色彩的市場操縱刑事法制之正當性論辯後，我們可以瞭解象徵性刑法雖然有其某種程度的正當性基礎，但是其可能違反刑法基本原則之處亦不在少數。在以下第四節中，本論文便基於以上的分析，分別對美

⁶²¹ 詳後述關於英國市場操縱法制的論述。

⁶²² 例如內亂或外患罪。

國、英國與我國之市場操縱刑事法制，做出未來走向之簡短評價。



第四節 市場操縱刑事法制的未來走向

一、美國市場操縱刑事法制部分

如前所述，美國對於市場操縱行為的「階段性妖魔化」與「祭旗浪潮」已然逐步退去，作為綁架者的金融法律體系對於市場操縱刑事法制已然逐漸鬆綁，是故在市場操縱刑事法制根本難以發揮象徵性刑法支持者所宣稱的功能之際，其諸多可能違反刑法基本原則之處卻傾巢而出。試問，這樣的市場操縱刑事法制其存在意義究竟何在？

因此，本文認為，既然有法官指出，美國政府不應單純因為市場操縱行為的指控，就對被告進行刑事程序⁶²³，這似乎意味著該名紐約南區地院的法官也認知到，單純的市場操縱行為對於刑法規制的需求並不高，是故，在存有其他有價證券市場刑法的狀況下（如反詐欺條款），基於美國證券交易委員會(SEC)擁有強大的行政規則制訂權，對於市場操縱的相關問題，應該可以透過與時俱進而富彈性的行政管制予以處理⁶²⁴，搭配民事損害求償機制的運作⁶²⁵，似乎已能保障市場機制與一般投資人的利益，從而對於市場操縱行為的刑事規制（特別是以真實交易為基礎的市場操縱行為），應予以放棄。

⁶²³ See Steve Thel, *\$ 850,000 in Six Minutes—the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 292 (1994).

⁶²⁴ SEC 可以逕行將市場操縱案件透過在聯邦地區法院進行的禁制令訴訟(injunction actions)，達到其規制的效果，若認為以刑事訴訟為適當，則可以將案件轉由美國司法部(DOJ)進行刑事訴訟；兩者程序甚且可以同時並行。See THOMAS LEE HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION* 879 (4th ed. 2002); L. LOSS & J. SELIGMAN, *FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION* 1423 (5th ed. 2004).

⁶²⁵ 違反聯邦證券交易法之行為，將可能同時或相繼觸發刑事與民事訴訟程序。See JOHN C. COFFEE, JR. & JOEL SELIGMAN, *SECURITIES REGULATION*, 1569 (9th ed. 2003).

二、英國市場操縱刑事法制部分

(一) 刑事機制的低效率

英國對抗市場操縱的歷史未如美國久遠，其本身的法制結構與美國也略有差異。但是其市場操縱刑事法制部分，也面臨實踐度低，導致象徵性中介作用難以發揮之窘境，從現存英國市場操縱刑事與行政法制間的立法時點先後，更可以說明刑事機制的無用性⁶²⁶。英國金融服務暨市場法於西元 2000 年正式通過，此時市場操縱刑事法制（即第三九七條）已然存在，但是受到歐盟指令之影響，現有的市場操縱行政法制遲至 2005 年七月始正式上路，學者指出，引進行政機制，將有助於補充刑事規範，藉以充分保護金融市場⁶²⁷，從其反面我們自然可以推論出，也就是因為刑法上諸多基本原則以及刑事訴訟程序上許多保障被告訴訟權利之要求，使得當局規制市場操縱的能力過於僵化，這也代表了在英國法體系中，金融法律與刑事法律在耦合的過程不似美國法律體系順遂，而其原因可能在於歐洲人權法院對於保障訴訟權利之要求，使得金融專業話語較難侵蝕刑法上的諸多基本原則。雖然與美國市場操縱法制之發展有所不同，但是相同的質疑一樣可以適用到英國市場操縱刑事法制上，而其象徵性中介作用的萎縮亦與美國法制如出一轍。

(二) 行政、刑法規範雙軌制的策略性運用

但是需特別注意者，英國市場操縱法制的特殊脈絡，也就是其特殊的行政、刑法規範雙軌制，可能賦予了英國市場操縱刑事法制一絲的存在必要性。如前所述，上開雙軌制之成因係基於降低證明程度與相關程序保障之考量，從而在名義上為行政懲罰的規制措施，是否實質上等同於歐洲人權公約所謂的刑事制裁，將

⁶²⁶ See JONATHAN RUSSEN, FINANCIAL SERVICES—AUTHORISATION, SUPERVISION, AND ENFORCEMENT: A LITIGATOR'S GUIDE 182-183 (2006). 文中提到，透過既有的刑事機制例如 CJA1993 所進行的刑事訴追十分罕見稀少，而且還得面對刑事訴訟程序上種種的困難與高成本。

⁶²⁷ See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 159-160 (2006).

決定被告所應有的程序保障層級與證據證明的程度。此時，這樣一個實踐度低的市場操縱刑事法制，將剩下一個**工具性的策略運用**，也就是標示出市場操縱行為所可能受到的刑事規制路徑，在程序上賦予被告受公平審判之權利，但在刑罰效果上則亮出人身監禁之威脅，從而與市場操縱行政管制路徑相互區別，藉以抵擋歐洲人權公約對於英國市場操縱行政規制路徑的質疑，進而得以透過前揭「相應性量表」(sliding scale)的應用，保留行政規制上的彈性與揮灑之空間。

歐洲人權法院與部分英國法院認為，人身監禁並非刑事制裁的必要條件，從而不定量之罰款及其所帶來的威嚇與懲罰效果，也將帶有刑事制裁的色彩，因此認為市場濫用行政機制實質上為刑事機制。此時，一旦將英國市場操縱刑事法制移除，那麼僅存的行政機制為了要符合歐洲人權公約的種種要求，將實質上成為空有程序保障卻無監禁效果之刑事規範。

然而英國規制當局勢必不會甘心於歐陸程序保障原則大舉揮軍其行政機制，進而扼殺其行政規制的彈性，因此英國或有可能一不做二不休地在制裁效果上直接引入人身監禁，如此一來，系爭市場操縱行政法制，將搖身一變成為不折不扣的刑事規範，「階段性妖魔化」與「祭旗熱潮」甚至將仿古再起，這將非吾人所樂見。因此，英國市場操縱刑事法制雖然與美國市場操縱刑事法制具有相同的廢除理由，但是基於英國特殊的法制脈絡有助於刑法謙抑性的實現，其低實踐度與象徵性中介功能的委靡不振，以及與美國或我國市場操縱刑事法制相較下顯然偏低的人身監禁刑度⁶²⁸，反而卻成為其苟延殘喘之正當性基礎。

⁶²⁸ 七年以下有期徒刑。違反美國市場操縱刑事法制，其人身監禁的刑度為二十年以下；違反我國市場操縱刑事法制的人身監禁刑度為三年以上，十年以下。

三、我國市場操縱刑事法制部分

如前所述，我國市場操縱刑事法制具有主觀意圖要件紊亂、處罰極度前置與概括條款極度概括之特色。這樣粗糙而不具通盤思考的立法，正與前揭「階段性之妖魔化」與「祭旗浪潮」相互迎合，蓋在金融法律與刑事法律的耦合下，金融法律所要綁架的不是一部符合刑法基本原則、論述機制精細的市場操縱刑事法制，它所欲求的毋寧是一部放蕩不羈的入罪機器，透過金融專業話語在刑事判決中的恣意揮灑與包裝，忽視刑法基本原則，進而發揮象徵性刑法的象徵性中介作用，藉以掩飾當下行政規制的無力與民事保護機制的不足。

就長遠的觀點來論市場操縱之規制，臺灣正處在一波「階段性之妖魔化」與「祭旗浪潮」中，隨著將來行政管制之發展與金融市場的逐步健全，搭配民事求償機制之完善，我國市場操縱刑事法制或許也會如同英美一般，逐漸萎縮其功能。

本文並不認為這樣的策略性應用完全不具正當性，但是我過市場操縱刑事法制之立法粗糙與法定刑的過高等缺陷，確實嚴重侵蝕刑法基本原則，而令人憂心不已。從而，在允許金融法律與刑事法律耦合的同時，刑法基本原則不應遭到漠視，我們雖然允許金融法律與刑事法律的交互作用，但不應容忍金融法律粗暴地綁架刑事法律之尊嚴與自主性，是故我國市場操縱刑事法制之相關條文與法律效果，應有合理之修正，以求在我國金融管制與市場成熟度未臻健全之前，降低過於依賴刑法所可能造成的種種危害，方符刑事政策之正軌。

第七章 結論

第一節 美國、英國與我國市場操縱法制的差異與特色

經過本論文對於美國、英國與我國市場操縱刑事禁令的法制面介紹與分析後，我們可以瞭解，上開三國彼此法制的適用架構、要件解釋與行為規範態樣具有各自的特色與差異：以美國來說，其市場操縱法制當中最為特殊者，厥為其反操縱條款與反詐欺條款之關係，彼此看似涇渭分明，實則糾纏互依，乃自總匯合流；以英國市場操縱法制為例，則為其令人側目的「行政、刑法規範雙軌制」，以及其與歐洲人權暨基本自由保障公約(ECHR)之間的磨合與衝突；以我國市場操縱刑事法制為例，則顯示了諸多法律繼受上的錯誤與困境，進而產生主觀意圖要素紊亂、極度前置的處罰模式與概括條款的極度概括性等等問題。

第二節 市場操縱刑事法制的整體圖像

儘管存有上開具有重大分析價值的差異，我們仍然可以拼湊出市場操縱刑事法制的整體圖像：

市場操縱刑事法制所規範的行為態樣繁多，並且每每求助於概括性規範以及行政機關的規則制訂權限，其立法上大量使用類似抽象危險犯或行為犯之規範模式，藉以達到處罰前置化之需求。此外，市場操縱刑事法制經常面對窺探操縱者主觀意圖上的困難，因此也產生制定客觀性規範之需要，另外，其刑罰效果雖然嚴厲，但是實踐度卻未如想像中高（至少就英美法制來說是如此），而且違犯市場操縱行為禁令者，往往係具有資力的資產階級人士。

第三節 象徵性刑法與市場操縱刑事法制

一、象徵性刑法之意涵

具有上開特質的市場操縱刑事法制，恰好與德國學者所提出的「象徵性刑法概念」若合符節。所謂象徵性刑法，係典型刑法經過百年來發展的變體物，在表面上它仍然扮演著法益保護者的角色（儘管此處的法益概念日益膨脹），但是卻又承載了許多原本非刑法所需肩負的責任。在面對全球化之龐大浪潮與科技發展的日新月異，人類的生活日益趨向複雜，各別專業領域各成系統，國家的力量逐漸難以操控全局，此時具有「最後手段性」的刑法被推向前線，希冀其發揮「象徵性的中介作用」，透過「積極的一般性預防」(die positiven Generalprävention)，將特定資訊諸如「法律的不可侵犯性」、「某種意識型態」或「特定價值觀」等概念傳遞至人民腦袋中，藉此保護人民的社會倫理價值，鞏固社會倫理判斷，並提升公眾對法律之尊敬，尤有甚者，象徵性刑法尚且從旁當作國家政策的掩護者。

二、市場操縱刑事法制的象徵性中介作用

本論文認為，帶有強烈象徵性刑法色彩的市場操縱刑事法制，其象徵性的中介作用便在於透過這樣的嚴峻立法，展現國家權力對於維護有價證券市場秩序的決心。

然而我們應當特別注意的是，實際上真能撼動資本主義證券金融市場者，除需有豐沛之政商關係外，更須有得以運用自如之資金，換言之，真正能夠侵害上述法益而得以入罪者，係少數特定之資產階級。是故，如此之資本主義刑法規定，其象徵性中介作用運作的背後意涵，乃在於犧牲資產階級當中少數違法亂紀者之自由與利得，以換取上述法益之保全。此種刑事規定有以下二大功能，其一係向社會一般階級及投資人宣告，此資本主義市場之公平性，從而得以維繫普羅大眾對於證券市場之信心（市場操縱刑事法制的象徵性中介作用）；其二，透過維繫

普羅大眾對於證券市場之信心，使市場能夠繼續運作，進而保全資產階級之既得利益與實現期望利益（上開象徵性中介作用的運作目的）。

第四節 市場操縱刑事法制的正當性

具有象徵性刑法色彩的市場操縱刑事法制之正當性，不免受到相當程度的質疑。其中包括「超個人法益」的創設、「抽象危險犯」的規範模式、嚴峻的刑罰效果、違犯刑法的最後手段性、違反罪刑法定主義等等，均是吾人考量系爭法制正當性的重要切入點。本論文認為，對於「超個人法益」的創設與「抽象危險犯」的規範模式，不應一律拒斥之，重點在於如何透過詳細的說理以證立其刑事政策上的必要性與合憲性。以帶有強烈象徵性刑法色彩的市場操縱刑事法制來說，我們更應一併考量的是，系爭法制的「象徵性中介作用」是否能夠真正發揮其功能，蓋象徵性刑法基於其本身的結構，易有許多受到刑法基本原則非難之處，從而一旦連其最核心的「象徵性中介作用」都喪失運作的機能，則該等法制將無繼續存在之必要。

是故我們評價某部帶有象徵性刑法色彩的刑事法制之正當性時，首先必須考量其象徵性中介作用能否發揮，而象徵性中介作用能否發揮的關鍵之一，在於系爭刑事法制的實踐度高低，蓋參照前述「積極的一般性預防」觀點，人民的遵法意識能夠得到滿足之前提，在於法律所揭櫫之刑罰效果能夠實現。答案若係肯定者，吾人再透過諸多刑法基本原則予以檢驗其規範面上的正當性，進而提出修法的建議，需特別注意者，係本論文認為，「有價證券交易制度」的內在位階（意即人民對系爭制度的依存度與制度性法益彼此之間的承載與構成關係）未如「貨幣制度」抑或「文書制度」，從而以刑法基本原則檢驗市場操縱刑事法制時，應該使用較為嚴苛之標準。倘若系爭刑事法制的象徵性中介作用根本難以發揮，那麼除非有其他的特殊脈絡予以證立其正當性，則該等刑事法制應予以廢除。

一、美國市場操縱刑事法制的正當性

透過實證數據與文獻的指引，我們得知美國的市場操縱刑事法制的實踐度並不高，對照前述提到觸犯市場操縱者多為資產階級一事，不免讓一般投資人懷疑：資產階級違犯市場操縱案件，儘管被訴追，也不會發生什麼事。而所謂的「上層階級刑法」是否只是海市蜃樓，用以欺罔中下階層之人民？美國市場操縱刑事法制的象徵性中介作用之所以日漸萎縮，乃因為美國對於市場操縱行為的「階段性妖魔化」與「祭旗熱潮」已然逐步退去，其行政上的管制力量、民事求償機制以及金融市場本身日臻成熟，作為綁架者的金融法律體系對於市場操縱刑事法制已然逐漸鬆綁。是故在市場操縱刑事法制根本難以發揮象徵性刑法支持者所宣稱的功能之際，其諸多可能違反刑法基本原則之處卻傾巢而出。試問，這樣的市場操縱刑事法制其存在意義究竟何在？故而美國市場操縱刑事法制應予以廢棄。

二、英國市場操縱刑事法制的正當性

雖然與美國市場操縱法制之發展有所不同，但是相同的質疑一樣可以適用到英國市場操縱刑事法制上，其法制的刑罰實踐度與美國一樣低落，而其象徵性中介作用的萎縮亦與美國法制如出一轍。但是需特別注意者，其法制上的特殊脈絡（也就是特殊的行政、刑法規範雙軌制）造就了英國市場操縱刑事法制存有一絲的存在必要性。英國市場操縱刑事法制在這裡展現了一個工具性的策略運用，也就是標示出市場操縱行為所可能受到的刑事規制路徑，在程序上賦予被告受公平審判之權利，但在刑罰效果上則亮出人身監禁之威脅，從而與市場操縱行政管制路徑相互區別，藉以抵擋歐洲人權公約對於英國市場操縱行政規制路徑的質疑，從而得以繼續透過前揭「相應性量表」(sliding scale)的應用，保留行政規制上的彈性與揮灑之空間。

相反地，一旦將英國市場操縱刑事法制移除，那麼僅存的行政機制為了要符

合歐洲人權公約的種種要求，將實質上成爲空有程序保障卻無監禁效果之刑事規範。然而英國規制當局勢必不會甘心於歐陸程序保障原則大舉揮軍其行政機制，進而扼殺其行政規制的彈性，因此英國或有可能一不做二不休地在制裁效果上直接引入人身監禁，如此一來，系爭市場操縱行政法制，將搖身一變成爲不折不扣的刑事規範，「階段性妖魔化」與「祭旗熱潮」甚至將仿古再起，這將非吾人所樂見。因此，英國市場操縱刑事法制雖然與美國法制具有相同的廢除理由，但是基於英國特殊的法制脈絡有助於刑法謙抑性的實現，其低實踐度與象徵性中介功能的萎靡不振，反而卻成爲其苟延殘喘之正當性基礎。

三、我國市場操縱刑事法制的正當性

如前所述，我國市場操縱刑事法制之象徵性中介作用似乎有某種程度之發揮，而與美、英市場操縱刑事法制偏低的實踐度有所不同，而且我國市場操縱刑事法制具有主觀意圖要件紊亂、處罰極度前置與概括條款極度概括之特色。這樣粗糙而不具通盤思考的立法，正與前揭「階段性之妖魔化」與「祭旗浪潮」相互迎合，蓋在金融法律與刑事法律的耦合下，金融法律所要綁架的不是一部符合刑法基本原則、論述機制精細的市場操縱刑事法制，它所欲求的毋寧是一部放蕩不羈的入罪機器，透過金融專業話語在刑事判決中的恣意揮灑與包裝，忽視刑法基本原則，進而發揮象徵性刑法的象徵性中介作用，藉以掩飾當下行政規制的無力與民事保護機制的不足。

就長遠的觀點來論市場操縱之規制，臺灣正處在一波「階段性之妖魔化」與「祭旗浪潮」中，隨著將來行政管制之發展與金融市場的逐步健全，搭配民事求償機制之完善，我國市場操縱刑事法制或許也會如同英美一般，逐漸萎縮其功能。

本文並不認爲這樣的策略性應用完全不具正當性，但是我過市場操縱刑事法制之立法粗糙與法定刑的過高等缺陷，確實嚴重侵蝕刑法基本原則，而令人憂心

不已。從而，在允許金融法律與刑事法律耦合的同時，刑法基本原則不應遭到漠視，我們雖然允許金融法律與刑事法律的交互作用，但不應容忍金融法律粗暴地綁架刑事法律之尊嚴與自主性，從而我國市場操縱刑事法制之相關條文與法律效果，應有合理之修正，以求在我國金融管制與市場成熟度未臻健全之前，降低過於依賴刑法所可能造成的種種危害，方符刑事政策之正軌。



參考文獻

一、英文文獻

(一) 書籍

1. Avgouleas, Emiliios, 2005, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis*, Oxford University Press.
2. Coffee, John C. Jr. & Seligman, Joel, 9th ed. 2003, *Securities Regulation: Case and Materials*, Foundation Press.
3. Cox, James D., Hillman, Robert W., Langevoort, Donald C., 3rd ed. 2001, *Securities Regulation: Cases and Materials*, Aspen Law & Business.
4. Choi, Stephen J. & Pritchard, A.C., 2005, *Securities Regulation: Cases and Analysis*, Foundation Press.
5. Dodd, Nigel, 1999, *Social Theory and Modernity*, Polity Press.
6. Foucault, Michel, 2003, *Abnormal*, Picador.
7. Garland, David, 2000, *Punishment and Modern Society*, University of Chicago Press.
8. Garland, David, 2001, *The Culture of Control: Crime and Social Order in Contemporary Society*, University of Chicago Press.
9. Hazen, Thomas Lee, *The Law of Securities Regulation*, 4th ed. 2002, West Group.
10. Hart, H. L. A., *The Concept of Law*, 2nd ed. 1994, Oxford.
11. LOSS, L. & SELIGMAN, J., *Fundamentals of Securities Regulation*, 5th ed. 2004, Aspen Publishers.
12. O'Malley, Pat, 1998, *Crime and the Risk Society*.

13. Palmiter, Alan R., *Securities Regulation: Examples & Explanations*, 3rd ed. 2005, Aspen Publishers.
14. Russen, Jonathan, 2006, *Financial Services—Authorisation, Supervision, and Enforcement: A Litigator's Guide*, Oxford University Press.
15. Swan, Edward J., *Market Abuse Regulation*, 2006, Oxford University Press.
16. Toubé, David & Perry, James, 2001, *the Financial Services and Market Act: A Practical Legal Guide*, Sweet & Maxwell.

(二) 期刊或文章

1. Alcock, Alistair, *Five Years of Market Abuse*, 28(6) COMP. LAW. 163 (2007).
2. Berle, Jr., Adolf A., *Liability for Stock Market Manipulation*, 31 COLUM. L. REV. 264 (1931).
3. Coffee, Jr., John C., *Hush!: The Criminal Status of Confidential Information After McNally and Carpenter and the Enduring Problem of Overcriminalization*, 26 Am. CRIM. L. REV. 121 (1988).
4. Comment, *Market Manipulation and the Securities Exchange Act*, 46 YALE L.J. 624 (1937).
5. Fischel, Daniel R. & Ross, David J., *Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Market?* 105 HARV. L. REV. 503 (1991).
6. Haynes, Andrew, *Market Abuse: An Analysis of Its Nature and Regulation*, 28(11) COMP. LAW. 323 (2007).
7. Kadish, *Some Observations on the Use of Criminal Sanctions in Enforcing Economic Regulations*, 30 U. CHI. L. REV. 423 (1963).
8. Kozinn, Benjamin E., *The Great Copper Caper: Is Market Manipulation Really a Problem in the Wake of the Sumitomo Debacle?*, 69 FORDHAM L. REV. 243 (2000).

9. Levi, Michael, *Suite Justice: Sentencing for Fraud*, Jun CRIM. L.R. 420 (1989).
10. Mayhew, David & Anderson, Karen, *Whither Market Abuse (In A More Principles-Based Regulatory World)*, 22(10) J.I.B.L.R. 515 (2007)
11. Markham, J.W., *Manipulation of Commodity Future Price---The Unprosecutable Crime*, 8 YALE J. ON REG. 281 (1991).
12. Thel, Steve, *§ 850,000 in Six Minutes-the Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219 (1994).
13. Thel, Steve, *The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act*, 42 STAN. L. REV. 385 (1990).

二、德文文獻

(一) 書籍

1. *Foffani*, Luigi Schutz des Kredit-, Bösen- und Finanzwesens, in: Klaus *Tiedmann* (Hrsg.), *Wirtschaftsstrafrecht in der Europäischen Union*, 2002.
2. *Roxin*, Claus, *Strafrecht AT/1*, 4. Aufl, 2006.
3. *Wessels/Beulke*, *Strafrecht AT*, 35. Aufl, 2005.
4. *Ziouvas*, Dimitris, *Das neue Kapitalmarktstrafrecht Europäisierung und Legitimation*, 2005.

(二) 期刊或文章

1. *Hasseme*, Winfried, *Symbolisches Strafrecht und Rechtsgüterschutz*, NStZ 1989, 553.
2. *Hasseme*, Winfried, *Kennzeichen und Krisen des modernen Strafrechts*, ZRP 1992, 378.
3. *Jakobs*, *Das Strafrecht zwischen Funktionalismus und “alteuropäischem” Prinzipiendenken*, ZStW 1995, 843.

4. *Jakobs*, Bürgerstrafrecht und Feindstrafrecht, in: Yu-hsiu Hsu (Ed.), Foundations and Limits of Criminal Law and Criminal Procedure- An Anthology in Memory of Professor Fu-Tseng Hung, 2003.
5. *Seelman*, Kurt, Risikostrafrecht, in: Kritische Vierteljahresschrift für Gesetzgebung und Rechtswissenschaft, 1992.



三、中文文獻

(一) 書籍

1. 林國全，證券交易法研究，元照，2000年9月。
2. 陳志龍，法益與刑事立法，自版，1990年。
3. 黃榮堅，基礎刑法學（上），元照，2006年9月。
4. 黃榮堅，基礎刑法學（下），元照，2006年9月。
5. 曾宛如，證券交易法原理，自版，2001年12月。
6. 劉連煜，新證券交易法實例研習，元照，2006年2月。
7. 賴英照，證券交易法逐條釋義（第三冊），自版，1991年。
8. 賴英照，證券交易法逐條釋義（第四冊），自版，1991年。
9. 賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，自版，2006年。
10. Michel Foucault，不正常的人，上海人民出版社，2003。
11. Schünemann 著，陳志輝譯，從下層階級刑法到上層階級刑法—在道德要求中一種典範的轉變？，不移不惑獻身法與正義—許迺曼教授刑事法論文選輯，2006。
12. 大衛·葛蘭著，劉宗為、黃煜文譯，懲罰與現代社會，商業週刊，民國九十四年。

(二) 期刊或文章

1. 王皇玉，論刑罰的應報與預防作用，蘇俊雄教授七秩華誕祝壽論文集—自由、責任、法，元照，2005年8月。
2. 王皇玉，論販賣毒品罪，政大法學評論，第八十四期，九十四年四月。

3. 王培秩，證券交易法上操縱行為之犯罪類型及其構成要件，刑事法雜誌，第五十卷第二期。
4. 王志誠，連續交易之認定基準及實務爭議，「證券市場操縱行為之理論與實務」學術研討會，2007年12月20日。
5. 李開遠，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，第四期，九十四年六月。
6. 李開遠，證券交易法第一五五條第一項第三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，九十五年六月。
7. 李開遠，證券交易法第一五五條第一項第四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，第二期，九十三年六月。
8. 李開遠，從證券交易法之修正論第一五五條第一項第二款有關處罰股價操縱行為---「沖洗買賣」刑事責任之探討，銘傳大學法學論叢，第一期，九十二年十一月。
9. 吳克昌，證券交易法反操縱條款之研析（下），證交資料，483期，九十一年七月。
10. 何曜深，證券市場操縱行為之認定與要件----簡評最高法院九六年台上字第一零四四號判決，臺灣本土法學雜誌，第97期，2007年8月。
11. 邵慶平，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，「證券市場操縱行為之理論與實務」學術研討會，2007年12月20日。
12. 林立，由 Jakobs「仇敵刑法」之概念反省刑法「規範論」傳統對於抵抗國家暴力問題的侷限性，政大法學評論，第81期，九十三年十月。
13. 林振東，探討證券交易法第155條第1項違約交割規定，證交資料，第528期，九十五年四月。
14. 林國全，操縱行為之案例分析，證券暨期貨月刊，第二十二卷第十二期，九十三年十二月。
15. 林國全，以散布流言或不實資料方法操縱價格－臺灣高等法院九十二年度金

上重訴字第九號判決評析，月旦民商法雜誌，第七期，2005年。

16. 郭大維，英國金融監理機制之探討，證券暨期貨月刊，第二十四卷第十期，2002年12月。
17. 廖大穎，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，臺灣本土法學雜誌，第九十二期，2007年3月。
18. 陳文禹，操縱股價犯罪之構成要件—評最高法院九六年台上字第一〇四四號判決，臺灣本土法學雜誌，第一〇四期，2008年3月。
19. 陳俊仁，從沖洗買賣論我國證券交易法操縱行為禁止之理論基礎與規範缺失，「證券市場操縱行為之理論與實務」學術研討會，2007年12月20日。
20. 莊永丞，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，「證券市場操縱行為之理論與實務」學術研討會，2007年12月20日。
21. 曾宛如，從英國金融服務暨市場法論金融服務之整合，政大法學評論，第九十六期，九十六年四月。
22. 溫祖德，證券交易法第一五五條「操縱股價」犯罪之研究，刑事法雜誌，第四十六卷第一期。
23. 賴英照，證券交易不履行交割之刑事責任，月旦法學，第100期，2003年9月。
24. 蕭胤璫，操縱股價犯罪之主觀構成要件：現行法院對主觀構成要件認定之分析—以人頭戶之刑事責任為中心，月旦法學雜誌，第一五六期，2008年5月。

附件一

Table 1

FISCAL 2007 ENFORCEMENT ACTION SUMMARY
BY PRIMARY CLASSIFICATION

(Each action initiated has been included in only one category listed below, even though many actions involved multiple allegations and may fall under more than one category. The number of defendants and respondents is noted parenthetically.)

Primary Classification	Civil Actions	Administrative Proceedings	Total	% of Total Actions
Issuer Reporting and Disclosure	113	(231)	106 (123)	219 (354) 33%
Broker-Dealer	10	(63)	79 (116)	89 (179) 14%
Investment Adviser	15	(53)	57 (82)	72 (135) 11%
Securities Offering	43	(240)	25 (28)	68 (268) 10%
Delinquent Filing	0	(0)	53 (184)	53 (184) 8%
Insider Trading	37	(100)	10 (10)	47 (110) 7%
Market Manipulation	27	(85)	9 (9)	36 (94) 5%
Civil Contempt	12	(16)	0 (0)	12 (16) 2%
Municipal Offering	1	(6)	4 (4)	5 (10) 1%
Self-Regulatory Organization	1	(1)	3 (4)	4 (5) 1%
Investment Company	0	(0)	7 (14)	7 (14) 1%
Miscellaneous	3	(9)	41 (71)	44 (80) 7%
TOTALS	262	(804)	394 (645)	656 (1449) 100%

Table 2

FISCAL 2006 ENFORCEMENT ACTION SUMMARY
BY PRIMARY CLASSIFICATION

(Each action initiated has been included in only one category listed below, even though many actions involved multiple allegations and may fall under more than one category. The number of defendants and respondents is noted parenthetically.)

Primary Classification	Civil Actions		Administrative Proceedings		Total		% of Total Actions
Issuer Reporting and Disclosure	63	(145)	75	(94)	138	(239)	24%
Broker Dealer	6	(13)	69	(94)	75	(107)	13%
Investment Advisers	17	(52)	70	(109)	87	(161)	15%
Securities Offering Cases	46	(213)	15	(19)	61	(232)	11%
Delinquent Filings	0	(0)	91	(169)	91	(169)	16%
Insider Trading Cases	37	(85)	9	(9)	46	(94)	8%
Market Manipulation Cases	22	(75)	5	(7)	27	(82)	5%
Civil Contempt	21	(29)	0	(0)	21	(29)	4%
Transfer Agents	2	(7)	4	(4)	6	(11)	1%
Municipal Offering	0	(0)	8	(9)	8	(9)	1%
Self-Regulatory Organization	0	(0)	1	(1)	1	(1)	0%
Investment Companies	2	(9)	6	(12)	8	(21)	1%
Miscellaneous Cases	2	(3)	3	(5)	5	(10)	1%
TOTALS	218	(631)	356	(532)	574	(1163)	100%

Table 3
FISCAL 2005 ENFORCEMENT ACTION SUMMARY
BY PRIMARY CLASSIFICATION

(Each action initiated has been included in only one category listed below, even though many actions involved multiple allegations and may fall under more than one category. The number of defendants and respondents is noted parenthetically.)

Primary Classification	Civil Actions		Administrative Proceedings		21A Reports		Total		% of Total Actions
Issuer Reporting and Disclosure	94	(218)	90	(125)	1	(1)	185	(344)	29%
Broker Dealer	20	(58)	74	(117)	0	(0)	94	(175)	15%
Investment Advisers	25	(57)	70	(102)	0	(0)	95	(159)	15%
Securities Offering Cases	34	(166)	26	(37)	0	(0)	60	(203)	9%
Delinquent Filings	60	(126)	0	(0)	0	(0)	60	(126)	9%
Insider Trading Cases	42	(85)	8	(9)	0	(0)	50	(94)	8%
Market Manipulation Cases	30	(95)	16	(28)	0	(0)	46	(123)	7%
Civil Contempt	23	(38)	0	(0)	0	(0)	23	(38)	4%
Transfer Agents	2	(2)	3	(5)	0	(0)	5	(7)	1%
Municipal Offering	1	(2)	3	(5)	0	(0)	4	(7)	1%
Self-Regulatory Organization	1	(1)	3	(5)	0	(0)	4	(6)	1%
Investment Companies	2	(2)	0	(0)	0	(0)	2	(2)	0.5%
Miscellaneous Cases	1	(1)	1	(1)	0	(0)	2	(2)	0.5%
TOTALS	335	(851)	294	(434)	1	(1)	630	(1286)	100

附件二

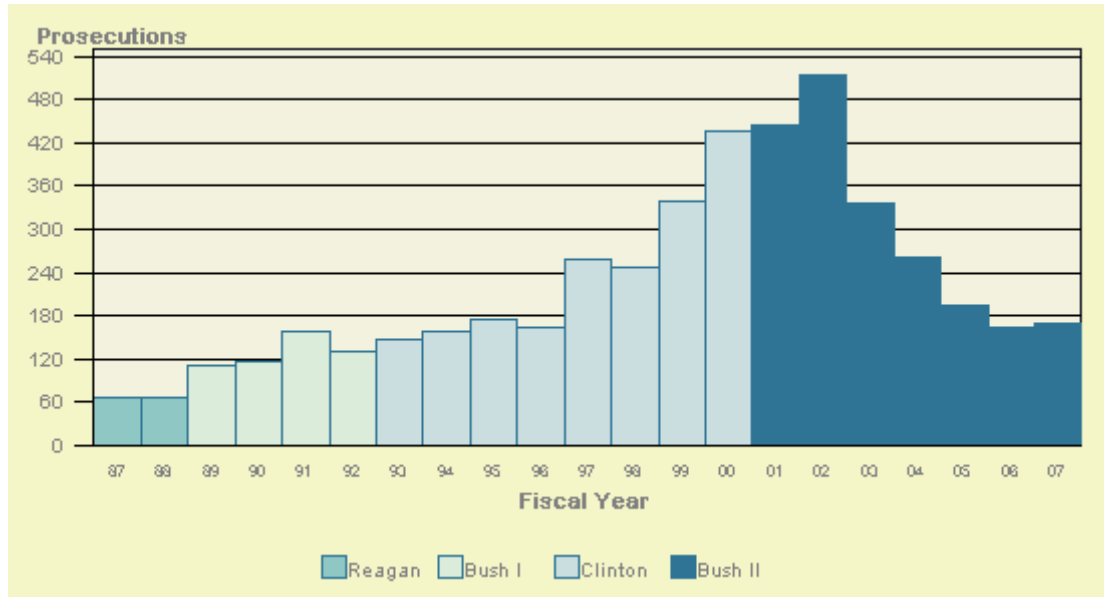


Figure 1: Criminal Fraud-Securities Prosecutions over the last 20 years



附件三

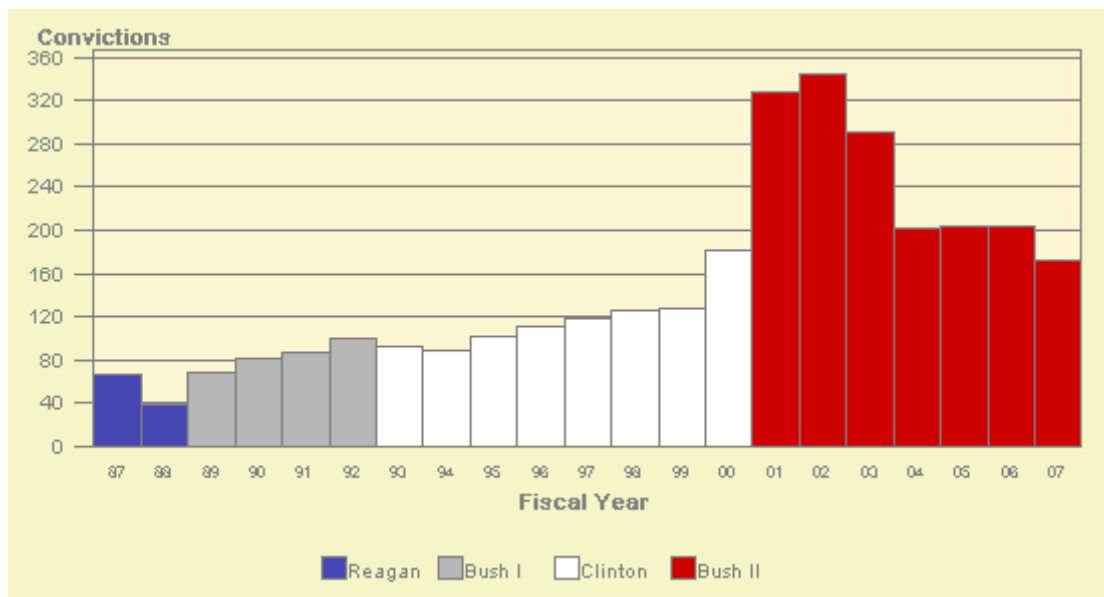


Figure 1: Criminal Fraud-Securities Convictions over the last 20 years