

委託單位

中華民國證券商業同業公會

股價操縱及監視制度之研究

計畫主持人 莊永丞

研究人員 陳恩儀

林聖傑

陳建偉

113 年 12 月



財團法人中華民國
證券暨期貨市場發展基金會
SECURITIES & FUTURES INSTITUTE

目錄

第一章 緒論	5
第一節 研究動機與目的	5
第二節 研究方法與流程	7
第三節 研究架構、範圍與限制	9
第二章 股價操縱行為內涵及相關法制	11
第一節 股價操縱行為之概念與內涵	12
第一項 概念	12
第二項 內涵	13
第二節 股價操縱行為之特色與態樣	16
第一項 特色	16
第二項 態樣	19
第三節 小結	27
第三章 主要國家股價操縱及監視制度之探討	28
第一節 歐美區域	28
第一項 歐洲	29
第二項 美國	47
第二節 亞太區域	66
第一項 日本	66
第二項 新加坡	91
第三項 香港	106
第四項 韓國	124
第三節 小結	140
第四章 我國股價操縱行為及監視制度	143
第一節 現行法制與相關制度	143
第一項 我國股價操縱法制	144
第二項 我國監視制度	165
第二節 問題與挑戰	228
第一項 股價操縱	228
第二項 監視制度	235

第五章	結論與建議	240
第一節	研究結論	240
第二節	研究建議	242

表目錄

表 3-1 歐盟 2003 市場濫用指令市場操縱類型	33
表 3-2 歐盟 2014 年市場濫用規則操縱市場行為	34
表 3-3 歐盟 2014 年市場濫用規則視為操縱市場行為	34
表 3-4 英國 2000 年金融服務暨市場法禁止操縱行為類型	36
表 3-5 2019 年市場濫用(脫歐)修正條例禁止操縱行為類型	37
表 3-6 違法操縱市場之刑事責任	40
表 3-7 違反操縱市場之行政裁罰	54
表 3-8 民事罰鍰 3 級罰鍰標準	55
表 3-9 屬公司重大訊息	62
表 3-10 金融商品交易法第 6 章有關市場操縱行為規範	68
表 3-11 JPX-R 認為可能導致不公平交易之行為列表	82
表 3-12 SGX RegCo 交易相關調查移交 MAS 統計表	103
表 3-13 證監會業務部門列表	121
表 3-14 資本市場法整合原先規範列表	125
表 3-15 市場監視規則第 4 條第 1 項所訂禁止事項	133
表 3-16 市場監視規則第 4 條第 2 項所訂禁止事項	135
表 3-17 各國有關股價操縱及監視制度之比較	141
表 4-1 證券交易法第 155 條各款行為態樣	145
表 4-2 法實務判斷被告之行為是否足以影響市場秩序之因素	149
表 4-3 證交所市場預警措施	167
表 4-4 證交所公布或通知注意交易條件	169
表 4-5 證交所通知注意條件	170
表 4-6 初次上市普通股採無升降幅度限制期間之交易通知態樣	171
表 4-7 證交所公告交易資訊態樣	172
表 4-8 注意交易資訊條款及標準	173
表 4-9 證交所公告交易資訊之管道	185
表 4-10 證交所發布處置之有價證券情形	186
表 4-11 證交所發布處置之措施	186
表 4-12 證交所就第 2 次(含)以上發布處置後之措施	187
表 4-13 證交所提報監視業務督導會報決議得採取之處置措施	188
表 4-14 證交所處置有價證券公布處置內容之管道	189
表 4-15 證交所營業細則參考價格	192
表 4-16 上市公司向證交所申請暫停交易態樣	193
表 4-17 證交所職權公告上市公司暫停交易態樣	194
表 4-18 櫃買中心市場預警措施	195
表 4-19 櫃買中心公布或通知注意交易條件	197
表 4-20 櫃買中心通知注意條件	198
表 4-21 初次上櫃自櫃檯買賣開始日起連續 5 個營業日交易通知態樣	199
表 4-22 櫃買中心公告交易資訊態樣	200
表 4-23 注意交易資訊條款及標準	202
表 4-24 櫃買中心公告交易資訊之管道	214
表 4-25 櫃買中心發布處置之有價證券情形	215
表 4-26 櫃買中心發布處置之措施	215
表 4-27 櫃買中心就第 2 次(含)以上發布處置後之措施	216
表 4-28 櫃買中心提報監視業務督導會報決議得採取之處置措施	217
表 4-29 櫃買中心處置有價證券公布處置內容之管道	219
表 4-30 櫃買中心業務規則參考價	221
表 4-31 上櫃公司向櫃買中心申請暫停交易態樣	223
表 4-32 證交所職權公告上市公司暫停交易態樣	223

圖目錄

圖 1-1 研究流程.....	8
圖 3-1 SESC 組織構構圖	68
圖 3-2 SESC 與自律組織間監視運作聯繫架構.....	80
圖 3-3 日本交易所集團市場監視流程圖	81
圖 3-4 透過交易以提高股價圖示	83
圖 3-5 模擬活躍交易圖示	84
圖 3-6 買賣不平衡之交易圖示	85
圖 3-7 提升收盤價後進行交易之圖示	86
圖 3-8 詐欺行為圖示	87
圖 3-9 JPX 2022 年度各市場濫用行為調查及檢查數量統計圖	89
圖 3-10 SGX 與 MAS 監視市場自律及監視關係	101
圖 3-11 SGX RegCo 調查及執法流程圖	104
圖 4-1 交易案件查核作業流程	225

第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

我國證券交易法(下稱證交法)第一條即明文訂定立法目的在於發展國民經濟與保障投資，蓋健全的市場對於國家經濟之重要性不言而喻，國家必須創造投資人值得信賴的投資環境，以落實市場機制促成公平交易價格，證券之市場價值端賴供需法則來決定，若以人為的力量介入市場，則可能影響市場之穩定，形成劣幣驅逐良幣，影響投資人的交易信心與判斷。

操縱市場 (Market Manipulation) 是一種典型的證券犯罪，早在 19 世紀中到 20 世紀，美國證券市場即存有「禿鷹集團」或「炒作集團」，藉由操控股價以騙取投資人進場買賣交易而獲取不當利益，加上歷經 1929 年股市崩盤大蕭條，1933 年美國制定證券法 (Securities Act of 1933) 及 1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) 時，即已體認證券市場的股票價格很容易受到操控，一旦允許股票價格可被人為控制時，將造成證券價格失真，證券市場過度投機，市場劇烈變動、價格震盪等現象，進而使得企業集資成本提高，嚴重則侵害資本市場發展，造成國家經濟損害，因此，美國在證券交易法中明文禁止市場操縱行為。

儘管美國證券交易法中對於操縱市場犯罪未有明確定義，但聯邦法院認為操縱市場是指意圖欺騙或詐欺投資人而人為控制影響證券價格的行為 (Intentional or willful conduct design to deceive or defraud investors by controlling or artificially affecting the price or securities)¹，在美國操縱市場行為的成立涵蓋主客觀要件，行為人

¹ See *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 195, 199 (1976).

主觀上要有操縱行為的故意，而客觀上需有操縱行為，如沖洗買賣（Wash Sale）、相對委託（Match Orders）、連續交易抬高或壓低價格（Rigged Price）等製造買賣熱絡假象，或散布不實消息（Touting）以影響證券價格，或誘使他人買賣證券的行為等，皆被認定為操縱市場之不法行為。我國證券市場規範受美日影響甚深，相較美日證券市場，我國市場規模相對屬「淺碟型」，更容易因操縱行為而破壞市場正常運作。是我國證交法第 155 條針對此種人為操作市場之行為，將各種可能之市場操作行為類型化、具體化，並科予刑責。

本條於民國 57 年訂立之初，即對操縱市場行為加以分類並禁止，違反者除須負損害賠償責任外，亦須承擔刑事責任，惟現行規範是否有再優化之處？如違約不交割是否應科以刑責？主觀構成要件中不法意圖之判斷是否易生疑義？進而導致同一案件在不同審級間造成一審有罪、二審無罪之情形發生？如紅火案 2008 年一審判處行為人 9 年有期徒刑，二審改判 9 年 8 月，經最高法院 3 度發回，高院更一審改判 3 年 6 月，高院更二審改判無罪，2023 年 11 月高院更三審維持無罪判決。應華案中一審及二審均判處行為人 8 年有期徒刑，惟於更審中認屬無罪，為何會有如此之判決歧異？均為本研究欲釐清之處。

此外，操縱市場行為具複雜性、不可透視等²，我國現行操縱市場態樣是否足以因應？美國及世界主要國家對於操縱市場行為在法制上與我國有何差異，是否殊值我國參採之處？而就股價操縱監視制度，臺灣證券交易所及櫃檯買賣中心已建置股市監視制度，

² 證券市場扮演資金需求者與供給者橋樑，但影響股價原因不僅是市場內部眾多因素，也包含外部的經濟與非經濟因素，各種不同因素皆影響證券市場股票價格的變動，每天股市成交量甚大，影響價格變動的原因甚多，操縱市場犯罪隱身在每天數以千計的交易中，被害人往往覺得自己被套牢或是操作虧損是自己的運氣不好或判斷錯誤，而該操縱市場犯罪在被主管機關偵破前不會被被害人察覺。參閱蔡德輝、楊士隆，犯罪學，頁 256，修正九版，2023 年。

進行證券價量監視，異常交易查核及為必要處置，惟該制度之設計是否將導致受規範者難以理解？有無足夠之外國法依據？並非無疑，又證交所、櫃買中心依該制度發現涉嫌不法之犯罪情事，則製作「交易分析查核報告書」，惟該報告書乃被告以外之人與審判外所為之供述，應係傳聞，原則上無證據能力，而探討是否符合傳聞例外。又檢察官於收到案件時，需閱讀並理解該查核報告書之內容或另行調查證據後，依所查得之證據資料，對被告形成有罪判決之高度可能性後，繼而提起公訴，惟如檢察官僅依照該報告書內容起訴並將此報告書放入證據清單，法院若未再傳喚證人、鑑定人，而僅以起訴中證據清單中所提之證據作為判決基礎，判處行為人判決有罪，並以此報告書為證據清單，其判斷標準允宜客觀公正？

本研究旨在蒐集國際上主要市場對股價操縱行為之相關規範，另參酌該等市場之監視制度實務，進行比較分析。此外亦將針對我國操縱市場構成要件之判斷及其司法實務進行評述，透過比較與分析國際規範，嘗試對我國股價操縱及監視制度提出優化建議。

第二節 研究方法與流程

一、 研究方法

本研究透過蒐集國際主要市場（如：歐洲、美國、日本、新加坡、香港、韓國）關於操縱市場行為之規範及監視制度，同時參酌國內外學者專家之論著、報章雜誌、相關主題之座談會或研討會之資料及專家意見，並輔以我國相關法令與文獻，進行綜合歸納、分析與比較，據以了解國際上對於股價操縱之規範以及對於股價操縱行為各國是如何進行監視與發現。本研究之研究方法說明如下：

(一) 文獻探討

蒐集國內外相關書籍、期刊、報導、網站，內容包括股價操縱之規範及對操縱行為之監視制度運作等。

(二)研究小組討論會議

定期召開研究小組討論會議，由計畫主持人指導研究人員關於研究方向、報告架構與內容重點等，以利後續資料蒐集與研析。

(三)歸納分析

由研究人員研讀、彙整國內外相關文獻資料及審查會與會人員意見，歸納分析各相關議題，依研究主題範圍撰寫報告並提出建議。

二、 研究流程

本研究流程如下圖所示：

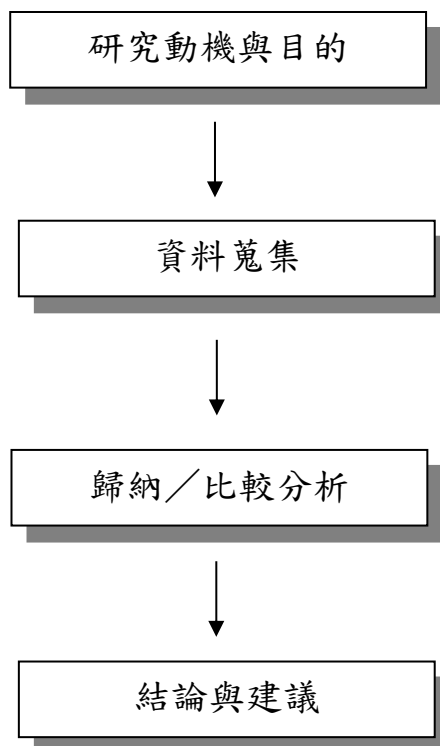


圖 1-1 研究流程

第三節 研究架構、範圍與限制

一、 研究架構

本研究將探討我國與世界上主要國家之股價操縱及監視制度，蓋證券市場本該使其自由發展，今若有一隻手伸入證券市場，以人為操控之方式介入，進而影響證券市場之股票之真實價格，使得應該真實反映市場、營運消息之股票價格受到操控而未表現，這除將使積極表現之公司沒辦法受到注意外，亦將使投資人對市場產生不信賴。為避免此情形發生，世界上各國家有以行政責任、民事責任方式予以懲罰並賠償受害人，亦有以刑事責任方式加以規範，違反者科予有期徒刑或罰金。是本文除研析我國證交法第 155 條第 1 項之內容外，亦蒐集世界主要國家如歐洲(英國)、美國、日本、新加坡、香港及韓國之操縱市場相關法制內容，並了解實務上對於股價監視由何組織進行及如何作業。

本研究第二章主要說明股價操縱行為之概念與態樣，透過了解其定義與內涵，始能了解主要國家如何透過具體化法律規範該行為，劃設應受處罰之市場操縱行為及應受豁免之安定行為；第三章則蒐集世界主要國家對於市場操縱行為之法律規範類型及態樣，並以構成要件為區分，分述其該當構成要件之法律效果；第四章則探討我國現行證交法第 155 條股價操縱法制及適用上之疑義及我國法院審判時因該疑義所衍生之判決歧異；第五章則提出綜合建議，以供我國證券市場未來發展之參考。

二、 研究範圍

蒐集國際主要市場（如：歐洲、美國、日本、新加坡、香港、韓國等）關於操縱市場行為之規範及監視制度，同時參酌國內外學者專家之論著、報章雜誌、相關主題之座談會或研討會之資料及專家意見，並輔以我國相關法令與文獻，進行綜合歸納、分析與比較。

本文所稱股價操縱即係實務上所稱之操縱市場（Market Manipulation），而以股價操縱為題是欲強調操縱市場中態樣繁多，如英國認為虛偽交易即屬操縱而美國則認為操縱市場為詐欺之一種故不進行區分皆為證券詐欺，故本文欲將爭點聚焦於透過交易而影響股票價格之沖洗賣賣、相對委託及連續交易行為以及非透過交易而係提供虛偽資訊影響股票價格之行為，排除公開說明書、財報不實等證券詐欺行為。亦即如比擬於我國法，則以證交法第 155 條第 1 項之規範內容為主，而就監視制度則探討各該主要國家之監視組織及監視作業。

三、 研究限制

本研究主要以各國家得搜尋到之公開資訊為主，如官方發布之條文、新聞稿，監視組織之網站、作業規則等內容，並不考量具隱密性、作業性等非公開資訊，而因資料蒐集容有限制，本文將輔以專家詢問、業者拜訪等方式補足。

第二章 股價操縱行為內涵及相關法制

我國有關股價操縱之規定係規範於證交法第 155 條第 1 項，透過將股價操縱與以類型化之方式，訂入證交法第 155 條第 1 項，要求行為人不得進行違約不交割、沖洗買賣、連續交易、相對委託、散布不實資訊及有直接或間接操縱市場行為。惟本條中所述之要件係屬不確定法律概念，需透過進一步解釋始得知悉，以證交法第 155 條第 1 項第四款連續交易為例，「意圖抬高或壓低集中交易市場某種證券之交易價格，自行或以他人名義，對該證券，連續以高價買入或以低價賣出，而有影響市場價格或市場秩序之虞。」

基此，從前開條文內容可知，何謂「連續」、「何謂高價及低價」以及何謂「股價操縱」、「操縱市場」，均未有在本項或第 155 條第 1 項明文規定，而從證交法整體條文亦無加以定義，故可知法院在解釋此不確定法律概念上可能會有不同見解而產生同一案件之下級審與上級審採用不同基準而導致不同結果之情形發生，是本文於第二章將先探討何謂股價操縱，其類型與態樣，以及何種行為將被認定為股價操縱。

第一節 股價操縱行為之概念與內涵

第一項 概念

從市場機能觀察，證券市場不僅提供一般企業，得透過發行證券方式，向一般大眾籌措所需求資金的管道，其亦提供投資人得藉由買賣證券之方式，從事證券投資活動；然而，以企業發行證券為例，其是否能於市場上，如期取得該企業所需資金？就此，普遍認為市場交易價格之高低乃為關鍵因素，亦即該證券市場價格愈高，對該企業籌措資金愈為有利。故在建構禁止人為操縱行為的理論時，其前提係該證券市場，為一自由且公開的交易市場，且相關證券之交易價格，原則透過市場的供給（即賣方）及需求（即買方）所自然形成之。從而，基於證券市場供需平衡，所形成的交易價格，始被認為係公平、公正且符合自由市場機制³。

然若藉人為不當外力操作，進而干預市場供給或需求者，勢必將可能間接影響市場交易價格，如生拉抬、鎖定或抑制某種證券交易價格，即所謂「人為炒作」，此乃證券交易法所禁止之不當人為操縱市場行為⁴。承前，相關人為市場操縱行為，因其不僅係透過人為力量，破壞市場價格與供需平衡法則間相互形成關係，且亦扭曲證券市場運作設計，惟究其促成人為操縱市場之誘因為何？此尚不難理解，蓋其原因在相關操縱行為是否為圖利自己或他人，或係達規避損失之目的，進而促成有利操作之人為價格？如是，則因此人為操縱行為，蓄意創造出之「市場」交易狀況與交易價格，係一具計畫性的策畫，所反映之市場價格亦屬一種人為的供需假象，偏離自由市場與公平交易機制；

³ 參閱廖大穎，論我國證券市場操縱行為規範與爭議，收錄於證券交易與操縱市場規範之比較研究，頁 168，初版，2022 年。

⁴ 關於禁止人為操縱市場的國內論述，請參閱陳春山，證券交易法論，頁 325，初版，2012 年。

就此而論，於立法論上，本文認為若容許不當人為操縱市場之存在，無異是變相承認可使特定人士，藉此獲取豐碩之不當利益或以迴避相關之投資損失，而此相對之不利益卻自然轉嫁於市場上之投資人，實屬不公平且應為法所不許，爰基於對證券市場交易秩序、供需價格形成之維護，以及證券交易法中之民刑責任等明文規定，以達防止市場人為操縱行為之發生⁵。

第二項 內涵

禁止市場操縱行為之源起，可溯及英國 1814 年司法實務「Rex 訴.De Berenger 乙案」，此案被告 De Berenger 及 Cochrane 等人，於 1814 年 2 月 21 日散布拿破崙被殺，盟軍已進巴黎之謠言，致英國國債價格上漲，被告等將所有國債出售謀取暴利後，此消息隨即被證明並非屬實，而致英國國債價格下滑，嗣被告等因無正當理由提高國債價格，致該日以高價買入國債之大眾蒙受損失因而被訴⁶。而英國法院判決認為：「此次共謀行為，目的就是造成公共危害，共謀行為是以不實謠言抬高公債和股票之價格。其犯罪行為就在於此種共謀行為及意圖之效果。雖然當事人未達成目的，但顯然已完成犯罪行為。其影響市場價格之目的本身就是有害的，被告以不實謠言為手段所造成之虛假價格（Fictitious Price），即構成對公眾之詐欺行為」，即法院指出，自由且公開的市場為公眾所享有之利益，被告之作為使得自由且公開之市場受到傷害，此即構成對公眾利益之傷害，即所強調「公眾應有權享受一自然而不受不當影響之市場」。此判決所揭櫫之「自由公開市場理論」，為「禁止操縱行為理論」建立重要里程碑。然該理

⁵ 參閱廖大穎，證券交易法導論，頁 249，初版，2020 年。

⁶ 參閱陳俊仁，論證券交易法操縱行為禁止之理論基礎與規範缺失——以沖洗買賣觀察，月旦民商法雜誌第 19 期，頁 62，2008 年 3 月。轉引自余雪明，證券交易法，頁 438-39，四版，2003 年。

論係就操縱行為刑事責任而論，至於民事責任方面則無涉，從而除被告操縱行為符合民事侵權行為要件外，尚無法依前開理論請求賠償之。

復觀察我國證券交易法「反操縱條款」，乃承襲美國立法例，惟美國法上並無對「操縱」或「操縱行為」等詞予以定義，其中依美國1934年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）第9條，雖為「證券價格操縱之禁止」(Prohibition Against Manipulation of Securities Prices)，且同法第10及第15條規定，亦均提及關於「操縱」(Manipulative)乙詞，惟該法並未見對「操縱」乙詞予以定義，故似乎無法透過美國立法例，透過法學釋義之文義解釋瞭解其定義為何。

此外，「操縱行為」實為各類規範行為之集合名詞，實難以概括涵義加以解釋，惟因美國有關禁止市場操縱之規範，係分別以不同行為具體列舉方式進行規範，當「操縱行為」乙詞與證券市場相連結時，僅概略得知所謂「沖洗買賣」、「相對委託」屬操縱行為類型，惟仍無法就「操縱行為」定義為深入探討，致「操縱」涵蓋範圍有多廣，規範上尚未臻明確。

觀察證券市場新興交易制度及種類推陳出新，而當有不同交易制度產生時，將可能產生與過往不同之操縱行為，故操縱行為的內涵將可能與時俱進，而相關行為手段，將隨不同交易環境發生變化，故證券市場交易制度複雜與多變、操縱行為認定上係基於相對性浮動不定之概念而來，難以對「操縱行為」予以定義之原因。亦即，操縱手段不斷推陳出新，實難在犯罪事實行為發生前，預先以明確之犯罪構成要件加以相繩，且常係在犯罪事實出現後，才予以立法防堵之，故要加以明確定義，有其困難之處困難。

惟鑑於我國屬大陸法系國家，於刑事規範需落實罪刑法定及法律明確性等原則，故何謂「操縱行為」之內涵，有其探究之實益。而學

術上有認為，操縱交易可定義為以不當意圖進行之獲利交易，且應符合以下條件方可成立：（1）交易之目的乃將證券價格導入特定方向；（2）交易人認為如無此項交易，價格則不可能往該方向移動；（3）獲利純粹來自於交易者影響價格波動的能力，而非交易者所持有的重要資訊。如交易者具備正當意圖，其交易目的係基於其意料之中之價格變動，即不屬於操縱⁷。

從而，似可嘗試定義操縱行為，係以人為方法，使證券市場無法透過供需關係發揮自然調節證券價格之作用力，而操縱行為人將特定證券之價格控制於某一水平，進而按此已遭到扭曲的價格進行證券買賣並從中攫取利益。於自由市場條件下，證券的交易是由買賣雙方基於對該證券價值的體認，並透過自由市場供需形成市場價格，雖就操縱行為致證券市場發生危害已為普遍共識，惟各國對操縱行為之內涵尚有差異，故如何判斷操縱行為之內涵並非易事，且仍需隨市場發展觀察及定義之。

⁷ See Daniel R. Fischel, *Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial Markets?*, 105 HARV. L. REV. 503 (1991).

第二節 股價操縱行為之特色與態樣

第一項 特色

操縱行為具有變動性、浮動多樣性及複雜性之特徵，導致操縱行為難以界定，須藉由客觀上描述案件中出現之特徵及以類型化之方式進行判斷，而在操縱行為案件中常出現之特徵如下：

一、 使用大量人頭戶

操縱者有意從事證券不法交易獲取暴利，而為了使資金流向不易被監視之單位及規避主管機關或司法機關之查核，需藉大量人頭戶買賣證券，以掩飾其操縱股價之行為。歷年來相關證券不法犯罪案件之共同點均係大量使用人頭戶來掩護其犯罪之不法行為，從早期華國案、厚生案至官田鋼鐵案等，均是利用人頭戶買賣證券來製造交易活絡的表象。

而人頭戶的來源，通常係由操縱者自行蒐集(親友、公司員工或以不正當方法購買、騙取)，或由營業員或者金主提供。絕大多數的人頭戶對於操縱者之操縱手法幾乎無法知悉，因此對於如何下單，例如以何種價位及數量委託、以大量少次或少量多次委託、在何時委託、受託證券商或營業員是誰、現場委託或電話委託等情形都不了解。民眾、或丙種金主任意提供帳戶予他人使用致生證券犯罪等不法情事者，並非無民、刑事責任，只是現行司法實務對於人頭戶本人及提供者之刑事責任追訴案例過低，或改將其列為證人，也未對人頭戶進行民事責任之追究，以致人頭戶本身及提供人頭予他人使用者欠缺責任意識，故有心人士及犯罪集團得不斷地輕易取得人頭戶以從事證券犯罪，亦即我國人頭戶氾濫之原因⁸。

⁸ 參閱蓋華英、谷湘儀、黃文昌、曾逸凡、陳美如，如何防治人頭戶之研究，頁 2-5 (2001)，<https://www.twse.com.tw/rwd/staticFiles/product/publication/0003000033.pdf>。

二、 金主參與

金主大致可分為三種類型：(一)事業投資型金主：這類金主是以投資盈利或助人的角度出發，直接入股投資，如股神巴菲特。(二)股市金主：俗稱丙種，因為只要準備一成保證金，就可向丙種金主調借現金買股票。(三)私募基金、創投：相較於事業投資型金主多半是個人出資，私募基金、創投多屬法人形態，包括募資、資金運用、績效追蹤都有專業團隊負責。

除了傳統的丙種金主外，操縱者尚有其他管道募集資金，如利用外資資金，少數外資以合法管道掩護非法行為，從事丙種墊款者，俗稱外資丙。利用外資鎖籌碼之手法，可能係由外資發行衍生性金融商品，而後由炒作者向外資買進該股票的買權，該外資即以避險名義在市場上大量買進該股票並持有，實際減少市場流通籌碼⁹。

此外亦可與國內基金經理人合作，如一般投資人把錢投入共同基金，交由專業基金經理人操作，投資信託公司向投資人收取手續費及管理費，基金經理人投資操作的績效好壞往往影響基金規模的大小。國內有些共同基金經理人並非秉持自己的專業幫投資人賺錢，而係與公司派合夥鎖股票，操縱股票價格，以募集更多的錢或賺取佣金。操縱主謀者與國內基金經理人私下訂立契約，約定由基金經理人將其募集的資金買進某公司股票直接鎖單，抬高股價。由於鎖單的效應，散戶只能看著股價上漲，但卻買不到，而後被誘引進去高檔承接股票後遭坑殺。惟此類同謀雙方約定的契約期間通常不會太久，基金種類也會有多個同時或分批參與。

三、 公司派人士參與

每家公司的大股東人數雖然不會很多，但他們在市場中買賣自家

⁹ 參閱張雋，台灣股票市場，頁 80-81，初版，1996 年。

股票的動機及行為，會依涉入公司經營程度的不同以及擁有資金調度能力的不同，而有所不同。掌握公司經營權的大股東以及參與經營的大股東通常都會在自家公司股票的股價出現持續大幅下跌時，扮演「多方」之角色進場「護盤」，買進對自家公司無信心的投資者所拋售的股票，以使自家公司股票的價格不致跌破以公司淨值為基準的合理價位的底限¹⁰。至於未參與公司經營的大股東們，則不一定會進場護盤，甚至會跟護盤大股東唱反調而大量倒貨。公司的董監、經理人或大股東通常擁有最多的籌碼，所以一旦公司股價被拉高，公司的董監事及大股東很少有不會趁機賣出股票獲利或調節持股之情形。因此，操縱者在實施炒作計畫之前，為了防範上述情形，多會於炒作前向公司派人士即董監事、經理人或大股東們尋求支持或協助。公司派人士有時會在適當時機配合釋放公司利多的消息，製造股價攀升的合理性，或者配合將公司的籌碼鎖住。

四、 監視查核標準之規避

「臺灣證券交易所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點」及「中華民國證券櫃檯買賣中心櫃檯買賣公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點」，其制定之本意，在於提醒投資人注意買賣風險，惟於公布後，造成操縱者想辦法規避該作業要點所列之各項標準。如連續拉抬股價三天後，即暫停買進動作，或少量賣出幾天，以規避監視部門之查核。

¹⁰參閱謝長宏，析論證券市場的投資操作，頁 8-9，初版，2003 年。

第二項 態樣

學者¹¹將證券市場的操縱行為分為三大類型：交易型（Trade-Based）、契約型（Contract-Based）及交易結合揭露型（Trading Combined With Disclosure）。而經濟學者則將市場上之操縱行為分為行動型¹²（Action-Based）、資訊型（Information-Based）及交易型三類。而目前各國立法例，主要將操縱行為分為基本操縱型及集團組織炒作，而基本操縱型又可分為「交易型」及「非交易型」，以下將說明操縱行為之不同分類，內容如下：

一、基本操縱類型

（一）交易型之操縱

交易型之操縱（Trade-Based）係指操縱行為人藉由進行證券交易之方式，改變證券交易價格或是成交量，形成交易上之假象，誘使他人從事證券買賣之行為。而此交易型操控又可再細分為「虛偽交易型」（Fictitious Transaction）及「實際交易型」兩種¹³。

1. 虛偽交易型

虛擬交易型操控行為係指行為人在證券交易進行上，並未為實質上之權利移轉，但在形式上卻讓人誤認是在不同人之間所進行之證券買賣，以此影響證券交易之價格或數量，亦即藉由欺詐性之買賣手段引誘他人參與買賣¹⁴，而其類型有：

（1）沖洗買賣

沖洗買賣（Wash Sale）又稱洗盤賣出，如同一人在不同之證券

¹¹ See Fischel *supra* note 7, 512-22.

¹² 行動型操縱行為係指透過不實或詐欺的方式改變企業資產之價值或預期之利潤等，間接影響證券價格。

¹³ See THOMAS LEE HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION* 465 (5th ed. 2005).

¹⁴ 參閱張天一，論證券交易法上散布流言或不實資料操縱價格罪，*中原財經法學*，第20期，頁117，2008年6月。

商開戶，以直接或間接方式，同時化成買方及賣方，在交易過程中作相反方向買賣，由於買賣雙方為同一人，交易雖已完成，惟實質所有權(Beneficiary Ownership)並未移轉，操縱者透過此方式吸引投資人注意，製造交易活絡之表象，藉以誘使他人參與買賣。

(2) 相對委託

相對委託(Matched Orders)與沖洗買賣類似，係指與他人通謀，或在控制他人股票帳戶後，由一方做出交易委託，另一方知悉對方委託內容，並在一定的相同時間、地點，以相同的數量、價格委託，並達成交易之行為。以此企圖傳達交易活絡之表象，藉以吸引投資人購買，待價格上漲後出售獲利。

2. 實際交易型

實際交易型則包括意圖製造證券交易活絡表象的連續交易、安定操縱等¹⁵，係指行為人在實際上確實有進行證券交易活動，而以其買賣上之特殊方式，藉此影響股票在市場上之價格及數量，進而使得他人對於證券市場之情勢發生誤判並參與買賣¹⁶，而其類型有：

(1) 粉飾行情-連續交易

粉飾行情 (Painting The Tape) 係指行為人藉由連續之證券交易行為，而使一般投資者接受其印象，其中最常見者即為「連續交易」。連續交易，指透過多次買賣成交股票之活動，藉以拉抬 (Pump) 該證券交易價格，待股價上揚時賣出持股 (Dump) 以從中獲利。

¹⁵ 參閱郭大維，論證券市場操縱行為之民事責任，收錄於現代法學之回顧與展望－李欽賢教授六秩華誕祝壽論文集，頁 576，1 版，2011 年 5 月。

¹⁶ 參閱張益輔、黃韻禎，證券交易市場操縱行為態樣之探討，頁 11 (2010)，<https://www.fsc.gov.tw/fckdownload?file=/99%E8%AD%89%E5%88%B8%E4%BA%A4%E6%98%93%E5%B8%82%E5%A0%B4%E6%93%8D%E7%B8%B1%E8%A1%8C%E7%82%BA%E6%85%8B%E6%A8%A3%E4%B9%8B%E6%8E%A2%E8%A8%8E.doc&flag=doc>。

操縱者目的同要為藉由市場活絡表象以吸引其他投資人買賣，形成證券價格上漲後，再出售證券從中獲利。如行為人逐步以越來越高之價格購入某一證券，以哄抬該證券之價格，待證券到達某一價位後，再將該證券賣出，轉由一般投資人承接，而行為人亦可能係以連續賣出之方式，以壓低該證券之價格。

(2) 做尾盤

做尾盤（Making The Close）係指行為人在市場即將收盤前，急速大量買入或賣出某一證券，使得其收盤價發生變化（臨收作價），企圖使一般投資人對於交易情況發生誤判。通常發生在避免保證金追繳通知（Margin Calls，例如融資即將斷頭之追繳令）或支撐價格下滑或影響投資組合的估計等情形。

(3) 軋空及擠榨

壟斷與擠榨（Corner And Squeezes）係指行為人由於掌握證券在供應面或需求面的控制權，進而在交易上取得支配權，以營造人為價格。

「壟斷」，指行為人就其資力足以對證券交易發揮較大層面之影響力，而其刻意拉抬股價，迫使放空之融券戶必須以高價回補，亦即投資者原本預期股價會下跌而進行融券賣空交易，惟因操縱者以高價連續收購某證券，致使賣空者除從操縱者處取得證券外，已無法自其他來源借得該檔證券以補空，操縱者則利用此機會拉高股價造成軋空行情，導致股價不跌反漲，融券戶（賣空者）在面臨追繳（或股東會強制回補之規定）之情況下，產生被迫回補的壓力，操縱者便藉其追高回補的力道以高價出售該證券，以達獲利之目的，特別係在該股票股本較小，而其籌碼容易被鎖定的個股，較容易製造壟斷行情。

「擠榨」，係指行為人利用機會逐步買進某證券，當市場上之籌碼大多已為其所吸收，此際掌握了該證券之供給面，並進而製造無人願意出售之供應不足狀況，迫使相對交易者接受其要求之價格。

(4) 安定操作

安定操作 (Stabilization) 一般是指承銷商在募集發行證券時，為了防止或減少在募集發行過程可能出現之價格下跌情形，而在承銷期間內，由集中交易市場內連續買賣同一證券，使得該證券的價格能夠維持在一定的水平，以利於承銷的達成，並能保護發行人及承銷商之利益¹⁷。而其本質上其實亦屬於一種操縱行為，仍會對自由市場產生妨害，惟其具有穩定市場之功能，因此，我國證券交易所於民國 84 年，依據「證券商管理規則」第 26 條第 3 項之規定，訂定「臺灣證券交易所股份有限公司上市證券安定操作交易管理辦法」，允許在一定條件下進行安定操作¹⁸。

此外，一般所稱之「護盤」，亦屬於安定操作之行為，由於我國早期證券市場欠缺避險管道，在股市發生嚴重波動時，往往造成眾多投資人及公司受有財產上之損失，因此，我國於民國 88 年，依據「國家金融安定基金設置及管理條例」設置國安基金（其前身為股市穩定基金），該基金之設置目的，主要為因應國內、外發生重大不可避免之事件時，藉以維持資本市場及其他金融市場之穩定，確保國家安定所設置。換言之，當證券市場因非經濟因素失去理性時，政府得以基金介入市場交易，以人為操作方式降低

¹⁷ 參閱郭大維，同前註 15，頁 576。

¹⁸ 臺灣證券交易所股份有限公司上市證券安定操作交易管理辦法第 3 條：「下列承銷案件得進行安定操作交易：一、現金增資採全數提出承銷且全數辦理詢價圈購配售者。二、依證券交易法第二十二條第三項規定辦理公開招募案件採全數辦理詢價圈購配售者。」

證券市場波動度，以穩定證券價格而減少損害之發生¹⁹。

(二) 非交易型之操縱

非交易型操縱(Non-Trade-Based)係指行為人之操縱行為，並非藉由證券交易之進行而為之，而係透過資訊操作之方式，最典型者為「資訊型」(Information-Based)操縱行為²⁰，行為人藉由資訊之發布，以影響證券價格而遂行其操縱之目的。如行為人以散布不真實之資料或不準確之預測等方式，對於投資人產生誤導作用，誘使其買入或賣出股票，使證券交易之價格往特定方向移動，常見者包括散布流言或不實資料以影響證券交易價格或引誘他人買賣證券。

行為人從事證券價格操縱行為目的，大多是藉由操縱行為使交易價格達到預定目標，藉此使自己或第三人從證券交易、其他衍生性商品或特定契約中獲取財產利益。但是，在某些情形中，行為人之操縱行為並非是為了獲得財產利益，而是為了打擊特定之對象，使其受到財產上之損害，或是阻止其對於一定資產或權利予以買進或賣出，亦或是造成社會大眾對其產生在財務或營運上之負面印象²¹。

二、 集團組織炒作

所謂集團組織炒作(Pools Operations)，係指多人透過契約或口頭約定，聯合運用各種操縱手法炒作證券所形成之組織，利用此組織，可集合資金、交易技術、經驗及公司市場資訊聯繫等方面之人才與物資進行合作，以使操縱目的更易完成，集團份子可

¹⁹ 在安定操作的型態上，有可能是企業經營者所從事的護盤行為，亦有可能是政府所從事的護盤行為，但兩者行為本質上皆為操縱行為。

²⁰ 參閱張益輔、黃韻禎，同前註16，頁12-13。

²¹ 參閱張天一，同前註14，頁122。

能包括有職業的投機客、公司大股東、公司董事、銀行家等，並聘用熟悉證券市場實務、有操作經驗之經理人來負責指揮活動。此集團要完成一個成功的股票炒作，過程通常會包括下列幾個基本步驟²²：

(一)吸貨

亦即所謂的「吃貨」，要操縱股價，通常必須使市場上流通的籌碼減少，因此炒作之初，必須先吸貨將籌碼集中，而吸貨過程通常低調進行，以不引起市場投資人及證交所市場監視部注意，且通常會分散於數家證券商，利用大量人頭戶買進。在這一階段，炒作者使用之人頭戶集團，會有大量買超之情形。而吸貨之手法大致上可以分為²³：

1. 壓低進貨法

如透過電視媒體、報章雜誌或網路等資訊管道發布利空消息，使投資人喪失信心而殺出股票藉以於低檔進貨。

2. 拉高進貨法

如在主力來不及吃貨時，股票一開盤就跳空漲停，主力會利用連續三至五支的跳空漲停後迅速打開漲停板，當漲停打開貨快打開時，一般投資人會急著賣出持股，但主力反而一路低接籌碼，使股票形成出量下殺之線型。

(二)製造交易活絡之假象

當操縱集團已吸收市場上大部份籌碼之後，此時公司派人員或大股東會配合、引導報章媒體發布公司利多的消息，以吸引更多

²² 參閱吳克昌、溫祖德，我國集中交易市場股價操縱案例研究及查核業務之改進，頁 14(2001)。
<https://www.twse.com.tw/rwd/staticFiles/product/publication/0003000023.pdf>，

²³ 參閱孫武仲，主力操盤秘笈，頁 8-12，初版，2008 年。

多散戶之投機交易。另一方面操縱者則一面開始從事沖洗買賣或相對委託，增加該股票之成交量，以製造市場活絡之假象，另一方面則配合緩慢拉高價格，以吸引市場上多頭散戶投資人進場，一則再減少該股票籌碼之流通，另則藉機調節賣出低價時買進之持股套利，以培植更雄厚的資金實力，此階段之重點在於吸引散戶買進股票，故此一階段又可稱之為「養多」。

(三)製造股價震盪

在經歷上一階段之後，一般空手的散戶投資人會因追高而大量進場，炒作者則持續進行沖洗性買賣，但會製造股價大幅震盪之情形，此時炒作者通常會先開始拉高股價，出現連續數日盤中達到漲停價或以漲停價收盤，使股價達到市場認為不合理之價位，然後又有一至數日出現盤中跌停價或以跌停價收盤之情形，讓市場產生股價無法繼續衝高之錯覺，在此種情況下，少數信心不足的多頭散戶會賣出持股出場，但同時也會吸引空頭投資人開始大量融券放空，這一階段炒作者使用的人頭戶集團，買進及賣出的數量及比率會有偏高現象，融券餘額也會大量增加，因此這一階段也可稱之為「養空」期²⁴。

又在這一階段的操作手法中，當炒作者拉高股價之後，同樣會有趁機逢高賣出部分股票以獲利的動作，但當股價因其賣出而略有下跌時，則又再度進買進將股價拉高。

(四)空頭回補階段

經過前述幾個階段之後，市場籌碼大致已經被主力控制，炒作者開始大力拉抬股價，部分空頭會認輸回補，部分則堅不認輸，

²⁴ 參閱吳克昌、溫祖德，同前註 22，頁 49-50。

此時公司派會配合舉行臨時股東會、除權或除息。由於過去的信用交易制度規定，凡是遇到公司舉行股東常會、股東臨時會、除權或除息時，融券放空投資人必須強制回補。因此一旦公司宣布舉行股東會、除權或除息，空頭唯有認輸回補一途。但炒作者在強制回補日到期前，每日僅會先釋出少量股票，利用空頭回補的力量推升股價，使股價衝得更高，炒作者則於盤中再趁機作部分獲利，稱之為「軋空」。

(五) 股價回落期

當軋空結束後，炒作者已經獲利頗豐，手中剩下的股票無論如何賣基本上都是獲利，因此開始大量低價賣出，此時只見股價幾乎每日都會出現跌勢，那些未追隨炒作者在軋空期賣出的多頭散戶，只有眼睜睜的看著股價下滑而賣不出去，此一階段市場稱之為「殺多」階段。

集團炒作之操縱行為會大量使用人頭戶，以規避查核，此外金主的參與亦不可或缺，因一個股價操縱案件通常需要大量資金。而公司派也會涉及其中，由於上市公司資本額日漸擴充，一個股價操縱案如果沒有公司派的配合就極難成功，這是因為公司派擁有最多的籌碼，一旦股價被拉高後，公司派極少不會趁機賣出股票獲利或調節持股的情形，只有公司派配合將籌碼鎖住才有成功的可能²⁵。

然而，以上各階段還是可以透過各種「技術分析」之指標，從股票之量價變化關係來識別，同時集團操縱者也可能是單純以盈利為目的所進行的投機行為²⁶。又縱使有炒作情況發生，仍不能認

²⁵ 參閱吳克昌，同前註 22，頁 51。

²⁶ 參閱陸劍清、馬勝祥、彭賀、李同慶，投資心理學，頁 231-36，初版，2002 年。

定係屬於操縱之行為，蓋因法律上尚必須判斷行為人的意圖才能算是操縱，由此可知，要達到一個成功的操縱不容易之外，在認定是否為操縱時，也有事實上的困難，非僅憑股價變動即可認定。

第三節 小結

各國有關操縱市場行為之定義，各國間並無明確統一標準，通常係指行為人採取不正當之方法支配或控制證券的交易，故意抬高、壓低或維持股價，即係以人為方法使證券市場供需力量無法發揮其自然調節作用。而因操縱市場具複雜性、多樣性而難以定義，故實務上各國多透過操縱行為之客觀特徵，形成其分類，如聚集整個集團力量，進行犯意聯絡、金主、公司派大股東參與行為分擔之集團炒作股票行為；或行為人透過人頭帳戶，以左手賣出右手買入之虛假交易沖洗買賣行為；或行為人與他人對作，以連續密集時間點進行虛假交易之相對委託；或雖真實交易惟具有意圖炒作股價格及誘使他人出價意圖之連續交易行為。此外除透過交易操作股價外，亦可透過非交易之方式如散布不實資訊以影響股票價格，而這些行為均應該被禁止。

本研究將聚焦於透過交易型如以形式上真實但實質上虛偽之沖洗買賣、相對委託或實質上綜真實但具操縱意圖之連續交易方式進行市場操縱，亦或透過非交易方式如散布不實流言而影響市場，不討論公開說明書、財務報表不實之情形。

第三章 主要國家股價操縱及監視制度之探討

本章將以歐美及亞太區域為劃分，分別探討世界主要國家之股價操縱及監視制度，於股價操縱部分，如英國探討 2014 年歐盟市場濫用規則、英國 2000 年金融市場服務法及 2019 年脫歐後之 2019 年市場濫用(脫歐)修正條例、美國則探討 1934 年證券交易法，並以股價操縱之類型及要件、法律效果分別論述之。於監視制度，將其分為市場預警及不法交易查核分別探討之，市場預警又可包括線上監視、離線監視、處置措施、價格穩定措施，內容分述如下：

第一節 歐美區域

歐洲對於股價操縱之相關立法，最早來自 1989 年 11 月 13 日歐盟發布之「禁止內線交易指令」(Council Directive 89/592/EEC)，此確立各會員國間禁止內線交易之最低規範標準，並要求各會員國確實規制內線交易行為，後隨著證券市場的蓬勃發展，及國際間大型企業爆發弊案，建立一個共通的市場操縱行為規範成為歐盟亟待解決的問題，而後英國依此修訂 1986 金融服務法，加強對於金融之監管。

美國則經過長期的經濟與金融高速發展、證券市場交易高度活躍，早在 1920 年、1930 年，美國各州就在法律規範中，規定了對包括證券市場操縱違法犯罪在內的證券詐欺行為制裁措施，其中最為著名者即為美國各州基於證券發行與銷售之監管與保護投資者免受證券詐欺侵犯而設立的州證券法，亦即「藍天法」(Blue-Sky Laws)，其規範了證券的發行與銷售、證券公司的登記制度、各州證券監管機構透過行政監管與司法訴訟規制市場操縱等證券詐欺行為。

基此，本文擇定英國與美國作為歐美區域之代表進行研究，英國雖已脫歐，惟其於訂定股價操縱相關立法時，仍處於歐盟下故具有一定立法背景，又其縱使脫歐，惟法令仍與歐盟具密不可分性，故將一

併探討歐盟之規範。

第一項 歐洲

本文歐洲區域將探討英國之股價操縱及監視制度，惟仍不可避免探討歐盟執委會所訂定之 2003 年市場濫用指令及 2014 年市場濫用規則。歐盟執員會（The Commission of the European Union）於 2001 年 5 月 30 日向歐洲議會（The European Parliament）及歐盟理事會（The Council of the European Union）提出並於 2003 年發布「2003 市場濫用指令」（Directive 2003/6/EC on Insider Dealing and Market，或稱「內線交易與市場濫用指令」），將市場操縱行為亦納入規範，要求各會員國應禁止內線交易及市場操縱行為，並定義該等不法交易行為，透過市場濫用指令的頒布，歐盟建立了一套規範市場濫用行為之通用標準²⁷。

2003 年之市場濫用指令所規範之二種態樣，主要就內線交易及操縱市場兩大不法行為，於該指令中統一規範其定義與解釋，並根據指令之效力，各國必須依該指令之規定，訂定一致性行為認定要件與懲罰強度之判斷標準。其後，歐盟理事會另外又公布三個技術性適用指令以及一個規則，以補充解釋市場濫用指令中定義與要件內容²⁸。該指令定義了操縱市場，謂「市場之價格應透過多數之需求與供給自然形成，如果透過不當之人為操作和操控對證券價格加以拉高壓低或使之不變動，將使得投資人受到損害，亦會對參與市場者對市場失去信心而不再投資，故此類市場操縱應加以禁止」²⁹。

2008 年金融危機之後，歐盟體認到規範之不足，如 2003 年之市

²⁷ 參閱朱雅薇，淺談歐盟 2014 年「市場濫用條例」新制，證券服務，第 643 期，頁 53，2015 年 11 月。

²⁸ 參閱陳彥良，歐盟、德國內線交易法制發展—兼論台灣之內線交易規範，國立中正大學法學集刊，頁 94，2011 年 1 月。

²⁹ 參閱陳彥良，同前註 29，頁 98。

場濫用指令規範範圍未及於商品現貨合約等商品及在新興交易場所交易之金融商品，對新科技發展可能衍生的操縱行為亦規範不足，以及歐盟各會員國對市場濫用指令之解釋及刑事責任並不一致，為整合各會員國市場濫用法規，強化行政制裁手段及全面引進刑事責任。

歐盟首先於 2008 年 11 月 12 日在布魯塞爾舉行市場濫用體制檢討會議（Conference on Reviewing Market Abuse Regime），歐盟執委會（European Commission）並於 2009 年 4 月 20 日公開徵求各界意見，2010 年 6 月 25 日發布修訂市場濫用指令諮詢書（Public Consultation on a Revision of the Market Abuse Directive），2010 年 7 月 2 日舉行公聽會，2011 年 10 月 20 日發布草案，經歐盟委員會、歐盟理事會及歐洲議會共同討論，於 2014 年 4 月 14 日通過，2014 年 6 月 12 日正式發布「2014 年市場濫用條例」(Regulation No 596/2014 on Market Abuse) 及「市場濫用刑事制裁指令」(Directive 2014/57/EU on Criminal Sanctions for Market Abuse)³⁰。

上述 2014 年市場濫用條例將市場濫用行為規範從指令提升為條例，規範上具有約束性，且可直接適用於歐盟各會員國，而「2014 年市場濫用條例」與「2003 年市場濫用指令」差別在於：金融商品及行為區域適用範圍之擴大、提前防範市場操縱行為、新增操縱市場行為之方式、監管機關調查權限之擴大、內線消息要件及行為之增加等，以下將進行詳細之說明。此外歐洲除透過歐盟規範外，亦訂有市場濫用刑事制裁指令，以規範會員國必須至少對具有意圖之嚴重犯行者採取刑事處罰。

英國關於證券市場操縱行為之規範最早可追溯至 1814 年之 Rex v. De Berenger 案，本案被告在 1814 年 2 月 21 日散布拿破崙被殺、

³⁰ 參閱朱雅薇，同前註 27，頁 53-54。

盟軍攻入巴黎等謠言，致使英國國債價格上漲，被告出售獲利。該消息隨後被證實不實，英國國債價格因而下跌。被告等人乃被以無正當理由意圖抬高國債價格，致該日買入之投資人受損為由遭起訴。被告雖辯稱國債價格提高對國家有益，且未證明特定之人受有損害等加以抗辯。然而，英國法院指出投資大眾有權享有一不受不當影響之市場，被告之行為所造成之虛假價格(fictitious price)，即構成對公眾詐欺³¹。因此，早期英國實務見解認為散布謠言之操縱行為係屬詐欺而加以苛責，操縱市場之本質即為詐欺。

英國最早對證券市場操縱行為進行法律規範出現在 1939 年禁止詐欺法 (Prevention of Fraud (Investments) Act 1939) 中，一開始英國將此操縱行為以刑事犯罪加以對待，然因操縱行為具高度複雜性，調查證據本不易，故於 2000 年制定金融服務暨市場法 (Financial Services and Markets Act 2000, FSMA)，引進一套行政機制來處理濫用行為³²。本文以下將分別探討歐盟所制定之指令、規則對於成員國之要求以及英國受歐盟影響所制定之股價操縱及監視制度，內容如下：

一、 股價操縱

(一) 類型及要件

1. 歐盟

(1) 2003 年市場濫用指令

歐盟於 2003 年之市場濫用指令係根據 Lamfalussy 立法模式 (The Lamfalussy model of law-making) 所制定，Lamfalussy 立法程序是一個特別的委員會程序，目的在於使歐盟在金融業的立法能更透明與加速在金融事務的立法，以因應複雜多變的金融市場，Lamfalussy 的

³¹ See LOUIS LOSS, JOEL SELIGMAN & TROY PAREDES, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1665-66 (7th ed. 2018).

³² See GEORGE WALKER & ROBERT PURVES, FINANCIAL SERVICES LAW 459 (4th ed.2018).

立法程序在許多金融市場領域促成實體法的歐洲化，特別是在資本市場法的歐洲化，公布了許多指令，而這些指令需經過會員國的轉換立法，由於指令的特殊性質，會員國可以自行決定實現指令目標的形式與方法，又使得會員國的金融市場法規存在差異³³。在 Lamfalussy 的立法架構下，分為四個等級³⁴：

第一級為草擬與金融監管架構立法有關之核心法律原則（framework principles），也就是基礎法制架構，以一正式的指令豎立規制市場濫用行為的上位框架，告訴各會員國歐盟的基本立場及最低規範要求；第二級為主要將法律原則具體化為規章或指令，並根據所通過之金融指令對技術性事項規定其執行措施，也就是透過具體的實施細則藉以落實市場濫用指令的要求；第三級為各會員國監管機關間之合作，由歐洲證監會頒布指導綱要，要求各會員國監管機關能通力合作，確保歐盟指令在各會員國能一致的實施與適用；第四級主要由委員會負責監控各會員國正確且即時地轉換歐盟法規及各會員國在內國執行的監督慣例。

而歐盟有關市場濫用法律的制定亦包含四個等級，第一級係以「市場濫用指令」提供基本之法律架構；第二級以 2003/124/EC、2003/125/EC、2004/72/EC 等指令，以及 the Regulation (EC) No. 2273/2003 明確說明技術性的細節；第三級由歐洲證監會（the Committee of European Securities Regulators, CESR）就指令之一般性運作頒布指導綱要；第四級由委員會確保歐洲法律之遵循³⁵。

³³ 參閱陳麗娟，金融風暴後保險監理發展之探討：以歐盟為例，月旦財經法雜誌，第 31 期，頁 40-41，2012 年 12 月。

³⁴ See MYRIAM VANDER STICHELE, FINANCIAL REGULATION IN THE EUROPEAN UNION 15-16 (2008), <https://www.somo.nl/nl/wp-content/uploads/sites/2/2008/12/Financial-Regulation-in-the-European-Union.pdf>.

³⁵ See Mathias M. Siems, *The EU Market Abuse Directive: A Case-based Analysis*, LAW AND FINANCIAL MARKETS REVIEW, 2(1), 39-41(2008).

歐盟 2003 年之市場濫用指令第 1 條第 2 項定義何謂市場操縱，並將市場操縱分為三種類型³⁶：

表 3-1 歐盟 2003 市場濫用指令市場操縱類型

分類	內容
第一種	指交易或交易指令提供或可能提供關於金融商品供需狀況或是價格之錯誤 (false) 或足令他人誤信 (misleading) 之信號 ³⁷ ；或是以個人或數人共同合作以釘住 (secure) 一個或數個金融商品之價格 ³⁸ ；例外為若訂立交易之人能證明有合法之理由 (his reasons for so doing are legitimate)，而且這些交易符合有關受規範市場之公認的市場慣例 ³⁹ ，則非操縱市場。
第二種	指交易或交易指令使用虛擬設備 (fictitious devices) 或任何其他形式的欺騙或手段 (deception or contrivance) ⁴⁰ 。
第三種	指透過媒體，包括網路或任何其他方法傳播訊息，以提供或可能提供關於金融商品錯誤或足令他人誤信之信號，包括傳播謠言 (dissemination of rumours) 及錯誤或誤導性之消息 (false or misleading news)，而散播訊息之人係明知或可得而知 (knew, or ought to have known) 該消息為錯誤或誤導 ⁴¹

資料來源：本研究整理

而關於新聞工作者在以專業身份行事時，應在不影響第 11 條的情況下評估傳播資訊之行為，並考慮到監管其專業的原則，除非這些人直接或間接獲得來自傳播有關資訊之利益，否則非屬操縱市場⁴²。

(2) 2014 年市場濫用規則

歐盟於 2014 年發布「2014 年市場濫用規則」以取代 2003 年市場濫用指令，並增加被視為市場操縱之行為以及會員國對嚴重犯行者採取刑事處罰，內容如下：

³⁶ 2014 年市場濫用條例亦沿用此概念並規範於第 12 條。

³⁷ Directive 2003/6/EC on Insider Dealing and Market Article 1(2)(a).

³⁸ Directive 2003/6/EC on Insider Dealing and Market Article 1(2)(a).

³⁹ Directive 2003/6/EC on Insider Dealing and Market Article 1(2)(a)..

⁴⁰ Directive 2003/6/EC on Insider Dealing and Market Article 1(2)(b).

⁴¹ Directive 2003/6/EC on Insider Dealing and Market Article 1(2)(c).

⁴² Directive 2003/6/EC on Insider Dealing and Market Article 1(2)(c).

①依 2014 年市場濫用規則第 12 條第 1 項，操縱市場行為應包括下表所列情形：

表 3-2 歐盟 2014 年市場濫用規則操縱市場行為

條號	內容
第 12 條第 1 項(a)	1.進行交易、下訂單交易或其他行為 ⁴³ ： (1)給予或可能給予虛假或誤導性訊息用以說明金融商品、相關現貨商品契約（commodity contract）或依據發行配額的拍賣商品，或(2)除非進行交易、下訂單交易亦或從事任何行為的人，確定此種交易係出於正當理由進行，並符合第 1 條規定公認的市場慣例，否則對於一個或多個金融商品、相關現貨商品契約或依據發行配額的拍賣商品，確保或可能確保維持於異常或人為分配的價格。
第 12 條第 1 項(b)	訂立交易或下達任何影響或可能影響一項或多項金融商品、相關現貨商品契約或依據發行配額的拍賣商品之價格的交易、其他活動或行為或其他形式設備的詐欺或手段 ⁴⁴ 。
第 12 條第 1 項(c)	透過包括網際網路在內的媒體或透過任何其他手段傳播訊息，而該手段給予或可能給予關於金融商品、相關現貨商品的供應、需求或價格的虛假或誤導性契約或依據發行配額的拍賣商品，或以非正常或人為的水平，基於發行配額、確保或可能確保一種或多種金融商品、相關現貨商品契約或拍賣產品的價格，包括傳播謠言的傳播者知悉或應該知悉此訊息係虛假或誤導的 ⁴⁵ 。
第 12 條第 1 項(d)	傳遞虛假或誤導性的訊息或提供基準虛假或誤導性輸入，而該提供資訊者知悉或應知悉該資訊係虛假或具誤導性或任何其他操縱計算基準 ⁴⁶ 。

資料來源：本研究整理

②依 2014 年市場濫用規則第 12 條第 2 項，下列行為將被視為操縱市場：

表 3-3 歐盟 2014 年市場濫用規則視為操縱市場行為

條號	內容
第 12 條第 2 項(a)	個人或共同行為人為確保在金融商品供應或需求的支配地位、相關現貨商品契約或依據發行配額的拍賣商品，具有或可能具有直接或間接導致購買或銷售價格、造成或可能造成其他不公

⁴³ Regulation No 596/2014 on Market Abuse Article 12(1)(a).

⁴⁴ Regulation No 596/2014 on Market Abuse Article 12(1)(b).

⁴⁵ Regulation No 596/2014 on Market Abuse Article 12(1)(c).

⁴⁶ Regulation No 596/2014 on Market Abuse Article 12(1)(d).

	平的交易條件 ⁴⁷ 。
第 12 條 第 2 項(b)	於開盤或收盤時買入或賣出金融商品，且該金融商品所顯示之價格已經或可能誤導投資者，而對於開盤或收盤價格予以操作 ⁴⁸ 。
第 12 條 第 2 項(c)	透過任何可使用交易手段，包括透過電子交易手段（包括演算法或高頻交易策略）向證券交易場所下達訂單（包括任何取消或修改），且具有本條第 1 項 (a)(b)所提及之效果，透過：(1)擾亂或遲延或可能導致交易場所交易系統的運作；(2)使其他人更難以在交易場所的交易系統上確定真正訂單，包括輸入訂單導致超載或不穩定的訂單；(3)在金融工具的供給、需求或價格層面創造或可能產生虛假或誤導信息，特別是透過輸入訂單啟動或加劇的趨勢 ⁴⁹ 。
第 12 條 第 2 項(d)	利用偶而或經常訪問傳統或電子媒體的方式，就金融工具、相關現貨商品契約或依據發行配額的拍賣商品（或間接對其發行人）發表意見，並從該文書及上開商品意見影響中獲利，且未同時以適當或有效方式向大眾揭露利益衝突 ⁵⁰ 。
第 12 條 第 2 項(e)	根據歐盟 2001 年規章第 1031 條進行拍賣前，於次級市場購買或銷售相關衍生性金融商品，並使該拍賣商品的拍賣價異常或人為的水平而誤導投資人於拍賣中出價 ⁵¹ 。

資料來源：本研究整理

2. 英國

(1) 2000 年金融服務暨市場法

2000 年金融服務暨市場法（Financial Services and Markets Act 2000, FSMA）第 118 條規範內線交易與操縱市場行為（統稱為「市場濫用」），並禁止虛偽或誤導行為而使市場上的經常使用者（Regular User）在投資商品之供給或需求、價格或價產生錯誤，以及以及扭曲市場之行為兩種操縱市場行為，其後受歐盟 2003 年市場濫用指令影響，英國為配合歐盟市場濫用指令的實施，數度修正 2000 年金融服務暨市場法有關操縱市場之規定，將原來兩種操縱市場的類型擴大以下四種⁵²：

⁴⁷ Regulation No 596/2014 on Market Abuse Article 12(2)(a).

⁴⁸ Regulation No 596/2014 on Market Abuse Article 12(2)(b).

⁴⁹ Regulation No 596/2014 on Market Abuse Article 12(2)(c).

⁵⁰ Regulation No 596/2014 on Market Abuse Article 12(2)(d).

⁵¹ Regulation No 596/2014 on Market Abuse Article 12(2)(e).

⁵² See GEORGE WALKER & ROBERT PURVES, FINANCIAL SERVICES LAW 460 (4th ed.2018).

表 3-4 英國 2000 年金融服務暨市場法禁止操縱行為類型

編號	內容
1	操縱交易(Manipulating Transactions): 交易或交易指令會產生虛偽或誤導性的假象而影響投資商品之供需、價格, 或使該投資商品之價格處於異常水準。
2	操縱方式(Manipulating Devices): 交易行為或交易指令使用虛偽、詐欺的方式。
3	散布虛偽或誤導性的消息(Dissemination)。
4	爭行為造成市場上的經常使用者對投資商品之供需、價格或價值, 產生虛偽或誤導性的假象; 或市場上的經常使用者認為該行為會扭曲市場上特定投資商品之供需、價格或價值(Misleading Behavior And Distortion)。

資料來源：本研究整理

雖然 2003 年市場濫用指令要求各會員國於一定時間內必須將指令中的相關規定轉化成內國法，並允許各會員國依照本身國內條件制定符合其所需之法律，惟經歷 2008 年金融危機後歐盟體認到市場濫用指令規範之不足，例如該指令規範範圍未及於商品現貨合約等商品，在新興交易場所交易之的金融商品對新科技發展可能衍生的操縱行為亦規範不足，以及歐盟各會員國在遵行市場濫用指令程度上產生落差，使得市場濫用指令之規範效果大打折扣。又為因應交易市場及科技之發展，導致金融市場產生巨大的轉變，必須有更一致與更強大之法制來保護交易市場之完整性，避免潛在法律紛爭，歐盟因而於 2014 年制定「市場濫用規則」(Market Abuse Regulation, MAR) 取代市場濫用指令。

由於歐盟 2014 年所制定的市場濫用規則，係直接適用於所有會員國，無須再經過會員國立法將其轉化成內國法，且市場濫用規則之相關規定自 2016 年 7 月 3 日生效實施，所以英國 2000 年金融服務暨市場法中有關操縱市場之規定，僅適用至 2016 年 7 月 2 日，其後乃直接適用歐盟市場濫用規則之規定。

(2) 2019 年市場濫用（脫歐）修正條例

英國於 2020 年 1 月 30 日脫歐，歐盟市場濫用規則將不再直接適用於英國。因此，為規範市場濫用行為，英國政府訂定 2019 年市場濫用(脫歐)修正條例 (Market Abuse(Amendment) (EU Exit) Regulations 2019，下稱 MAR 2019)，使歐盟市場濫用規則之規定可繼續適用，以確保英國對市場濫用行為之規範不受脫歐的影響。而有關 2019 年市場濫用(脫歐)修正條例主要為英國對於市場濫用之行政制裁依據，其內容與類型⁵³分述如下：

表 3-5 2019 年市場濫用(脫歐)修正條例禁止操縱行為類型

條號	內容
MAR 2019, ART.12(1)(a) 操縱交易 (Manipulating Transactions)	凡以買賣、委託買賣或其他任何行為而對金融商品、相關的現貨商品契約或基於排放許可之拍賣產品之供給、需求或價格，製造虛偽或足致他人誤信之假象，或使其價格，維持在不正常或人為的水準。除非其行為係遵循市場所接受之實務慣例且具有正當理由，否則將構成操縱市場 ⁵⁴ 。
MAR 2019, ART.12(1)(b) 操縱方式 (Manipulating Devices)	凡使用虛偽的方法或任何其他詐或計謀的方式，進行買賣、委託買賣或其他任何行為，而影響或可能影響金融商品、相關的現貨商品契約或基於排放許可之拍賣產品的價格者，將構成操縱市場 ⁵⁵ 。
MAR 2019, ART.12(1)(c) 散布不實消息 (Dissemination)	透過媒體(包括網路)或其他形式，針對金融商品、相關的現貨商品契約或基於排放許可之拍賣產品之供給、需求或價格，散布不實或足致他人誤信之消息，且其明知或可得而知該消息係屬不實或足致他人誤信者，將構成操縱市場 ⁵⁶ 。
MAR 2019, ART.12(1)(d) 散布不實消息 (Dissemination)	傳遞與基準指標(benchmark)有關之不實或足致他人誤信之消息或提供與基準指標有關之不實或足致他人誤信之參數(inputs) 且其明知或可得而知該消息或參數係屬不實或足致他人誤信以及任何操縱基準指標計算之行為，亦構成操縱市場 ⁵⁷ 。
MAR 2019, ART.12(2)	除前述三類操縱市場行為外，下列行為亦將構成操縱市場： (1)單獨或與他人共謀取得對一金融商品、相關的現貨商品契

⁵³ See WALKER & PURVES, *supra* note 52, 481-83.

⁵⁴ Market Abuse(Amendment) (EU Exit) Regulations 2019 Article 12(1)(a).

⁵⁵ Market Abuse(Amendment) (EU Exit) Regulations 2019 Article 12(1)(b).

⁵⁶ Market Abuse(Amendment) (EU Exit) Regulations 2019 Article 12(1)(c).

⁵⁷ Market Abuse(Amendment) (EU Exit) Regulations 2019 Article 12(1)(d).

<p>誤導性行為與 扭曲 (Misleading Behavior And Distortion)</p>	<p>約或基於排放許可之拍賣產品的供需支配地位，以直接或間接固定其價格，或製造其他不公平之交易條件者； (2)在開盤或收盤時買賣金融商品，致誤導依顯示價格(包括開盤或收盤價格)買賣之投資人； (3)藉由任何交易方式(包括電子工具等)，以演算法以及高頻交易(algorithmic and high-frequency trading)委託買賣金融商品，或取消、變更委託買賣，而誤導投資人對市場供需情形之認知者； (4)事前對金融商品、相關的現貨商品契約或基於排放許可之拍賣產品取得部位，而利用媒體發表意見，藉此影響價格，並期待能從中獲利，且未同時以適當有效之方式對公眾揭露其中的利益衝突關係者⁵⁸。</p>
---	--

資料來源：本研究整理

英國透過訂定 MAR 2019 禁止操縱市場，以保障市場不被濫用同時達到保障投資人之權益，惟凡有利必有弊，是為緩和操縱市場之規範，特別設有買回計畫(Buy-back Programmes)及安定操作(Stabilisation)之豁免⁵⁹，內容如下：

①買回計畫

由於發行人自市場上買回自家股份確實將影響其市場價格，惟考量股份買回在發行人規劃企業財務、推行獎勵員工計畫等方面有其積極功能，不宜採取完全禁止之方式，故在符合正當理由之一訂條件下，其買回計畫將不構成操縱市場。依規定⁶⁰，僅在發行人基於減資、因應債務型金融商品轉換為股權型金融商品之義務、配合發行人或相關事業之員工入股計畫之目的，買回自家股份始有豁免規定之適用。同時在交易開始前，所有交易細節應向主管機關申報並公告，且交易價格與數量之限制必須符合主管機關之規定⁶¹。

②安定操作

安定操作是有價證券大量發行時，由承銷商或其他金融機構進場

⁵⁸ Market Abuse(Amendment) (EU Exit) Regulations 2019 Article 12(2).

⁵⁹ Market Abuse(Amendment) (EU Exit) Regulations 2019 Article 5.

⁶⁰ Market Abuse(Amendment) (EU Exit) Regulations 2019 Article 5(2).

⁶¹ Market Abuse(Amendment) (EU Exit) Regulations 2019 Article 5(1).

買入證券，以人為方式在短時間內穩定證券價格之操縱行為，以舒緩有價證券因一時供過於求所導致之股價下跌。雖然安定操作係以人為方式介入股價之形成，影響證券市場中價格自然形成機制，且可能形成一種假象而誤導投資人，使投資人於安定操作結束後遭受損害。惟在有價證券發行時，透過安定操作可以有效舒緩一時供過於求所導致之價格下跌（尤其是當有價證券價格被低估時），增進投資人及發行人對證券市場之信心，使投資人不致因擔心證券價格不正常大幅下跌，而望卻進場。

綜上，安定操作確有助於發行人及投資大眾，而在衡平安定操作之利益與危害，英國 MAR 2019 於第 5 條允許有價證券及其相關金融商品之安定操作在一定條件下，得豁免 MAR 2019 之規範。其要件為須在一定時間內為之，且在進行前發行人或從事安定操作者須向主管機關申報並公告，同時遵守主管機關有關安定操作之規範⁶²。

(二)法律效果

1. 歐盟

為強化打擊市場濫用行為的嚇阻效果，歐盟委員會於發布 2014 年市場濫用條例時，亦同時發布「市場濫用刑事制裁指令 (DIRECTIVE 2014/57/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive))」，規範會員國必須至少對具有意圖之嚴重犯行者採取刑事處罰，其中第七條要求，如教唆或企圖進行市場濫用行為，至少需科以最高四年之有期徒刑⁶³。

⁶² Market Abuse(Amendment) (EU Exit) Regulations 2019 Article 5(4).

⁶³ 原文如下：Member States shall take the necessary measures to ensure that the offences referred to in Articles 3 and 5 are punishable by a maximum term of imprisonment of at least four years.

2. 英國

目前英國對證券市場操縱行為主要採取行政與刑事責任方式，行政責任依循 2019 年市場濫用(脫歐)修正條例，FCA 可對行為人裁處無上限之罰款、禁制令⁶⁴或禁止受監管公司或人員進入市場⁶⁵。刑事責任則規範於「2012 年金融服務法(Financial Services Act 2012,FSA)」第 7 部分(Part 7)第 89、90 及 92 條，內容如下：

表 3-6 違法操縱市場之刑事責任

條號	內容
FSA,S.89(2) FSA,S.89(3) 誤導性陳述 (Misleading statements)	任何人明知其為不實或誤導性之重大陳述，而以該陳述誘使他人(無論該他人是否為行為人陳述之相對人)簽訂(或提議簽訂)相關的協議或從簽訂(或提議簽訂)的相關協議中撤回；或執行相關投資所給予的權利或從執行中撤回 ⁶⁶ 。但該陳述已遵守有關價格穩定之規定、資訊控制規則或符合買回計畫以及安定操作之規定 ⁶⁷ 。
FSA,S.90(2) FSA,S.90(9) 誤導性假象 (Misleading impressions)	任何人從事任何活動或參與任何活動，而該活動對市場或相關投資之價格或價值製造不實或誤導性的假象，且行為人之目的是為了製造此假象以誘使他人取得、處分、認購或承銷投資商品或從該行為中撤回，或誘使他人執行相關投資所給予的權利或從執行中撤回 ⁶⁸ 。但若行為人合理地相信該活動不會製造不實或誤導性的假象或行為人之目的係為穩定投資商品之價格，且其已遵守價格穩定之規定或行為人之行為遵守資訊控制規則或行為人之行為符合買回計畫以及安定操作之規定 ⁶⁹ 。
FSA,S.92 刑責	任何人違反金融服務法第 89 條或第 90 條之規定，若是簡易判決之情形，將處 12 個月以下的有期徒刑或不超過本法最高額度的罰金；一般起訴判決的情形，將處 7 年以下有期徒刑或罰金或徒刑併科罰金 ⁷⁰ 。

資料來源：本研究整理

⁶⁴ 禁制令包括責令停止違法行為、責令採取補救行動、限制處分資產。

⁶⁵ See See Financial Conduct Authority, *Market abuse*, available at <https://www.fca.org.uk/markets/market-abuse> (last visited: March 20, 2024).

⁶⁶ Financial Services Act 2012 Section 89(2).

⁶⁷ Financial Services Act 2012 Section 89(3).

⁶⁸ Financial Services Act 2012 Section 90(2).

⁶⁹ Financial Services Act 2012 Section 90(9).

⁷⁰ Financial Services Act 2012 Section 92.

由上表可知，違反「2019年市場濫用(脫歐)修正條例」者，亦可能該當「2012年金融服務法」第89及90條之誘導性陳述或誘導性假象，而須視違法情節，依2012年金融服務法第92條負12個月以下或7年以下之有期徒刑或併科罰金。

二、 監視制度

歐盟並未對會員國之股票市場監視制度訂定標準，而係交由各會員國自行訂定，本文於此以英國制度為例，內容如下：

(一) 監視組織

英國負責監視作業之組織為金融行為監理總署(Financial Conduct Authority, FCA)及倫敦證券交易所(London Stock Exchange Group, LSEG)，FCA負責偵辦市場違法案例，而監視不論是集中交易或店頭市場(Alternative Investment Market, AIM)，均由倫敦交易所負責。

(二) 監視作業

1. 市場預警

(1) 線上監視

線上監視係指透過即時買賣異常監視、網路訊息查證或通知券商等方式，以期發揮即時預警之功能，而倫敦交易所採用整合性電腦交易系統IMAS(Integrate Monitoring and Surveillance System)來進行交易時間內即時，並發展人工智慧協助市場監視系統，此複雜精密的電腦系統，可經由偵測出的異常模型或價格走勢，找出潛在的內線交易及市場不法情事。倫敦交易所自1997年3月開始引用智慧監視系統(Intelligent Alerting System, IAS)以人工智慧方式分析大量交易資料，偵測交易集團即異常交易⁷¹。

⁷¹參閱英國證券市場相關制度，頁英-83(2019)
<https://www.twse.com.tw/staticFiles/product/publication/0003000174.pdf>。

倫敦交易所並無如漲跌幅度、數量、集中度等純數據化之監視標準，而係以上市公司公布相關資訊前後，股價是否有異常波動；證券 Volatility (價、量波動度)是否造成價格持續異常上漲或下跌，及其他各項專業判斷的非數據化指標為主，再配合部分統計參考指標 (Benchmark) 跑出價格變動及風險機率等資訊，並適時顯示警告訊號，藉以之自動警示 (Auto Alert) 功能系統。FCA 即曾於 2008 年 3 月依據該訊號，發出對市場操縱與短線交易之警訊通知，達到即時監理市場之目的，惟成本極高⁷²。

當 IMAS 監視系統發現異常狀況時，市場監視小組 (Market Supervision Team) 對引起市場失序之情事會採取必要的行動，這包括①暫停某證券之交易②向該公司詢問並發布宣告。監視部門輪值之專業分析師，會立即由其市場資訊系統及 Reuters 等國際資訊新聞資料庫，蒐集有關該上市公司之新聞報導相互印證，是否有合理之理由造成異常情形，或主動向上市公司查詢其重大訊息，以供投資人參考。上市公司則有回覆交易所詢問之義務⁷³。

店頭市場監視其程序與內容與集中交易市場監視相差無多，並均由倫敦交易所進行，惟差別在於須遵守的是 AIM 市場規則而非倫敦交易所市場規則⁷⁴。而倫敦證券交易所之市場監視除對其證券商會員在交易所進行之 AIM 證券交易持續監視，以確保市場交易是有秩序、有效率且符合倫敦證券交易所之交易規則外，同時也會觀察市場交易活動是否有符合 FCA 所認定有關證券不法交易案例之潛在特點。

倫敦證券交易所之 AIM 監理單位與市場監視團隊，在有關市場資訊即時揭露問題上密切合作並隨時聯絡，以確保 AIM 市場交易公

⁷² 參閱英國證券市場相關制度，同前註 71，頁英-83。

⁷³ 參閱英國證券市場相關制度，同前註 71，頁英-84。

⁷⁴ See Investopedia, *AIM: What the Alternative Investment Market Is and How It Works*, available at <https://www.investopedia.com/terms/a/alternative-investment-market.asp> (last visited: March 30, 2024).

司能即時根據 AIM 規則處理資訊揭露問題。

(2) 離線監視

離線監視係指，利用電腦分析各有價證券之最近一段期間之價格漲跌幅度、成交量放大倍數、周轉率、證券商買賣集中度、本益比等資料，如有達到預設之標準時，及進行處置作業、重大消息查證、澄清等，而英國對於交易達預警標準之異常股票，監視人員會綜合價量變化、重大訊息及證券商交易等資料，分析是否證券商受託可能有 Price Manipulation(價格操縱)、Insider Trading (內部人交易)、Front Running(搶先交易)及 Capping and Pegging (臨收及固定作價)等異常交易型態之情形，以決定是否要求買賣較大證券商、銀行等相關機構，配合提供各項必要資料，及予以調查。

對於監視系統發現異常時，值班之專業分析師會綜合價量變化、重大訊息及證券商交易等資料，研判上市公司是否為可能有重大訊息發生，足以影響股價，且該訊息有待證實或未為投資大眾週知者，如經合理懷疑後認為有此可能，則會向上市公司及買賣較大證券商雙向詢問

(3) 處置及價格穩定措施

為降低投資人交易風險，各國交易所於收盤後將運用電腦系統分析有價證券之相關資料，當發現異常時將進行即時揭露等相關措施，提醒投資人審慎投資，如持續有異常情形則可能會有進一步處置。此外當有進一步處置時，會搭配價格穩定措施以為配套，此即處置即價格穩定措施。

英國並無漲跌幅之限制，惟設有波段中斷及暫停交易之價格穩定措施，以倫敦交易所為例，其在開盤時設有靜態波段中斷設計，亦即試算開盤價逾前一日收盤價正負 5%時，將延緩搓合 5 分鐘並以

30 秒隨機結束。而盤中或收盤亦有此波段中斷措施之設計⁷⁵。

為了維持市場交易秩序，倫敦交易所可能會對無法即時揭露或公告相關訊息之公司採取暫停交易，待該訊息充分公開揭露於大眾，當揭露足夠後，再行恢復正常買賣。若該公司仍無法遵守相關規則，可能會被取消交易資格⁷⁶，而上市公司對於倫敦交易所查詢之問題，有回覆之義務。

(4) 跨市場監視制度

跨市場監督係指該國是否有跨主管機關、跨交易所、跨市場之監視制度存在，英國監視制度作業之實施，絕大部分皆係在機密處理原則考量下，由主管機關(FCA)主導進行，因此對於進一步詳細執行的內容，交易所等相關層級機構，並不知悉，惟在跨交易所層級中有進行以下合作：

① 證券與其衍生性商品之跨市場監視制度

倫敦交易所監視部門除建置有本身的電腦交易系統監視作業外，並與 ICE 歐洲期貨公司(ICE Futures Europe)之交易監視系統連結，以便利雙方對有關跨市場異常交易案件，能在迅捷且有效之情況下，進行監視資訊交換及違法交易型態研判等技術性合作事宜⁷⁷。

② 跨市場資訊分享

ICE 歐洲期貨公司(ICE Futures Europe)為 ISG 之成員，故與 ISG 之美國、加拿大、歐洲及澳洲等地區之 63 個會員交易所，以及各政府主管機關、國際性專業機構間，均有密切跨市場監視資訊分享與合作。且經 ISG 年度多次例行性會議之召開，除提供彼此資訊分享及各

⁷⁵ 參閱賴曉帆，處置有價證券與價格穩定措施，證券服務雙月刊，第 692 期，頁 35，2022 年 12 月。

⁷⁶ See London Stock Exchange, AIM, available at <https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity/aim> .(last visited:March 16,2024).

⁷⁷ 參閱英國證券市場相關制度，同前註 71，頁英-86。

市場管理機構法規努力協調外，同時加強了有關參會員交易所等間，能夠發揮其市場法規制訂及實施管理權責之能力⁷⁸。

2. 不法交易查核

不法交易查核係指針對交易情形明顯異常之有價證券予以追蹤及分析，如有可能涉及違反該國證券交易法令，則報請主管機關或配合司法機關提供資料⁷⁹。

倫敦交易所離線監視作業之上市公司市場資訊評估、買賣較大證券商客戶交易紀錄取得，及交易資料分析，以至異常交易型態歸納等之後，如決定須進行不法查核作業者，由於交易所並沒有投資人個別交易帳號及開戶、買賣等明細，而只有其證券商客戶以證券商名義，傳輸到交易所予以撮合買賣的交易資料。是以當發現可能有涉及違法異常交易型態產生時，僅能請買賣較多之證券商提供資料，迅即回報給交易所予以彙集。調查小組蒐證到疑似內線交易之案件，將由相關負責單位作進一步的行動。

FCA 過去使用商業報導監視分析 (Surveillance Analysis of Business Reporting ,SABRE)執行市場不法行為監督作業，該系統自 1990 年代建置以來儲存來自證券商、交易所、及結算機構之交易資訊，FCA 後交易資訊以進一步分析潛藏之市場不法行為。目前為因應歐盟金融商品交易指令(Markets in Financial Instruments Directive , MiFID)，FCA 監管範圍擴及商品及利率等衍生性商品，FCA 發展第二代 SABREII。為有效監督公司和投資人於現今分散市場(Fragmented market)之各種權益證券、債券和衍生性商品交易，FCA 發展新監視系統 Zen，該系統可以全面性分析比對交易資料，並且有效偵測潛在的

⁷⁸ See Intermarket Surveillance Group, *Overview*, available at <https://isgportal.org/overview>.(last visited:March 17,2024).

⁷⁹ 參閱林宏錦，監視制度，證券服務雙月刊，第 692 期，頁 26，2022 年 12 月。

市場濫用行為。該系統於 2011 年 8 月 8 日開始上線取代 SABREII，並自 2011 年 11 月 13 日全面強制使用該系統傳輸交易資料。此外除了例行之交易報告外，FCA 要求證券商主動提報可疑交易(Suspicious Trading Reports ,STRs)⁸⁰。

⁸⁰ 參閱英國證券市場相關制度，同前註 71，頁英-85。

第二項 美國

美國經過長期的經濟與金融高速發展、證券市場交易高度活躍，早在 1920、1930，美國各州就在法律規範中，規定了對包括證券市場操縱違法犯罪在內的證券詐欺行為制裁措施，其中最為著名者即為美國各州基於證券發行與銷售之監管與保護投資者免受證券詐欺侵犯而設立的州證券法，亦即「藍天法」(Blue-Sky Laws)，其規範了證券的發行與銷售、證券公司的登記制度、各州證券監管機構透過行政監管與司法訴訟規制市場操縱等證券詐欺行為。

惟當時美國證券監管只有州法層面的法律規範，聯邦證券法律監管處於空白狀態，而州際證券交易法律適用衝突與矛盾難以協調美國證券市場之過度投機⁸¹。且在實際運作上，各州立法寬嚴不一，何種行為構成違法，認定標準不同，州法不僅無法遏止州內證券詐欺問題，某些市場參與者，更利用各州間法域暨規範上之衝突(conflicts of law problems)規避州法的拘束。

自 1900 年起至第一次世界大戰止，美國歷任總統亦曾向國會建議由聯邦立法管制證券市場，但均因時機未臻成熟而告擱淺。1920 年代，美國證券市場交易熱絡，由於盛行信用交易(Margin Trading)，投機操縱的氣氛濃厚，吸引眾多無知的投資人將資金投入市場⁸²。這樣的狀況最終導致 1929 年證券市場崩潰，進而引發資本市場經濟與金融危機，金融危機對證券市場的巨大衝擊，加上過度投機以及證券詐欺違法犯罪對證券市場投資者造成的巨大損害，迫使資本市場深刻反思聯邦證券立法的必要性⁸³。

1929 年的美國華爾街股市大崩盤 (Stock Market Crash of 1929，

⁸¹ 參閱謝杰、張磊，操縱證券市場犯罪研究，頁 37-38，初版，2013 年。

⁸² 參閱賴英照，股市遊戲規則－最新證券交易法解析，頁 629，再版二刷，2011 年。

⁸³ 參閱謝杰、張磊，同前註 81，頁 38。

又稱 GreatCrash) 後，廣大的損失慘重的投資人深感州法不足以遏止惡性投機的行為，證交所及證券商若缺乏聯邦法律的監督，自律只是口號，遂要求聯邦立法，以遏止證券詐欺行為。故基於重建美國證券市場法律規範體系與證券市場投資者資訊的立法目標，美國於 1933 年及 1934 年先後制定 Securities Act of 1933(簡稱 SA，以下稱「1933 年證券法」) 及 Securities Exchange Act of 1934 (簡稱 SEA，以下稱「1934 年證券交易法」)，使證券詐欺行為正式納入聯邦法之規範。

1933 年證券法規定了美國證券發行市場 (Issue Market) 的法律規範，透過強化證券市場公平、公開、公正原則，重點要求發行證券的公司在募集股票、債券文書中，進行全面、及時的資訊揭露。而 1934 年證券交易法則進一步規範流通市場 (Circulation Market)，禁止包括市場操縱在內的證券詐欺行為，並且明確規定聯邦證券交易委員會 (Securities and Exchange Commission，以下簡稱「SEC」) 為美國聯邦證券監管行政執法機構，並承擔市場操縱侵權、違法以及犯罪案件的起訴工作⁸⁴。

一、 股價操縱

自 1920 年代末期所開始的股市崩盤與經濟恐慌，美國政府開始意識到之前證券市場之崩盤，其原因在於金融界與部分投資人或銀行家長期進行對價格的任意操作或哄抬造成，若繼續任由包括使用欺騙手段或單純的引誘的手法加以操縱，會危害整體交易市場的健全，在此背景下，開始討論有關禁止股價操縱之內容。操縱市場若以美國證券交易法而論，泛指所有人為地影響市場活動並藉此誤導其他投資人之手段，常見如沖洗賣賣、相對委託、價格操縱，以下分述其構成要件與法律效果：

⁸⁴ 參閱謝杰、張磊，同前註 81，頁 38。

(一)類型及要件

美國 1934 年證券交易法第 9 條第 a 項明確禁止操縱市場行為，該條文禁止任何人直接或間接利用任何方法，或利用州際商務工具或郵件，或全國性證券交易所之設備，或是全國性證券交易所之會員，從事下列三類行為：錯誤或引人錯誤之交易活動、連續交易及散布流言及不實資訊，其中錯誤或引人錯誤之交易活動包括「沖洗買賣」以及「相對委託」(Common example of manipulation include wash sales and matched orders.)，說明如下：

1. 第九條 (a) 項第 1 款—禁止沖洗買賣與相對委託

(1) 沖洗買賣

沖洗買賣 (Wash Sales) 係指直接或間接利用任何方法，或利用州際商務工具或郵件，或全國性證券交易所之設備，或是全國性證券交易所之會員，意圖使在全國證券交易所登記的證券產生虛假性、誤導性的交易活躍狀態，或者使相關證券交易價格、交易量等市場行情資訊具有相當的誤導性，進行不轉移證券實質所有權的證券交易⁸⁵。

(2) 相對委託

相對委託 (Matched Orders) 係指直接或間接利用任何方法，或利用州際商務工具或郵件，或全國性證券交易所之設備，或是全國性證券交易所之會員，意圖使在全國證券交易所登記的證券產生虛假性、誤導性的交易活躍狀態，或者使相關證券交易價格、交易量等市場行情資訊具有相當的誤導性，明知他人以大致相同的時間、數量、價格賣出或者申報賣出證券，購買或者申報購買該證券；明知他人以相同的時間、數量、價格買入或者申報

⁸⁵ Securities Exchange Act of 1934 Section 9(a) (1).

買入證券，出售或者申報出售該證券⁸⁶。

2. 第九條 (a) 項第 2 款—連續交易

連續交易係指禁止為了引誘其他交易人購買或出售特定證券為目的，而為真實、表面證券交易或提高、壓低該證券價格所為之一系列交易 (A Series of Transactions)⁸⁷。亦即原告必須主張被告並證明其對於特定證券從事一系列交易，且造成真實或表面交易活絡或抬高、壓低證券價格，並具有引誘他人買賣特定證券為目的⁸⁸。

此外，第 9 條第 a 項第 2 款在認定上亦有以下須注意之事項，第一，於此所謂之連續連貫交易，實務上以即使只有二、三次，亦為本款所禁止之情況；第二，關於本款所規定的交易，其所指涉之範圍比買入及賣出還要廣泛，還包括了拍賣中未達最後成交價之出價行為，因為該等行為確實會造成其他競買者提升出價的效果。另外，本款在實際操作上，導致該證券價格變動之結果只是一個選擇性或擇一性的要件，並非必須一定有該價格變動之結果才會構成本款之禁止行為，雖然實際上的案例通常都會滿足價格變動此一要件⁸⁹。

實務上本款最難之處在於如何判斷行為人具有引誘他人或操縱等不法目的，在 *In re Federal Corp.* 案⁹⁰，案例背景為，被告涉嫌在次級市場買進股票拉高股價，藉由拉高新股發行價格，以便利其順利承銷股票並從中獲利。本案中涉及行為人具有之操縱意

⁸⁶ Securities Exchange Act of 1934 Section 9(a)(1).

⁸⁷ Securities Exchange Act of 1934 Section 9(a)(2).

⁸⁸ 參閱周振鋒，研析美國操縱市場規範-兼論我國連續交易炒作罪，證券交易與操縱市場規範之比較研究，一版，頁 38，2022 年 6 月。

⁸⁹ 參閱林建中，美國證券交易法上操縱行為之規定與檢討 (二)，法務通訊，第 2115 期，頁 5，2002 年 12 月。

⁹⁰ See *In re Federal Corp.*, 25 SEC 227 (Jan. 29, 1947).

圖應如何證明，本案原告 SEC 嘗試用情況證據(Circumstantial Evidence)方式去證明，SEC 認為被告在特定價格接受市場賣單之目的在於刺激證券需求，因而能提高證券價格使其獲取超額利益，構成操縱價格行為。又 SEC 認為外部利益將創造證據上之假定，亦即有證據顯示，被告發行成功且與發行成功具有重大外部金錢利益時，又其採取積極行動提高證券價格，此即可構成初步證明案件(Prima Facie Case)，而舉證責任將移轉至被告⁹¹。而在本案中法院採納 SEC 之初步案件證明之見解，而將舉證責任移轉至被告。

3. 第九條(a)項第3款—禁止以其他交易為內容而有引誘效果資訊的散發

第9條第a項第3款以其他交易為內容而有引誘效果的資訊散發係指證券自營商或證券經紀商或他人，買賣或委託買賣在全國性證券交易所登記之證券，為誘使他人買賣該證券，透過通常業務關係散布流言，以某人或某數人在市場上之行為，足以影響該項證券價格之漲跌，而達成其企圖該證券價格上升或下降之目的者⁹²。

本款禁止任何實際或提出要約滿入或賣出者，針對在全國發行的證券，意圖引誘大眾對該證券買入或賣出，以通常流程流通或散發前開證券現實上或可能因為某些人士之市場行為（market operations）而上升或下降之商業資訊。而本款主要與第四款的情形相類似，惟本款將禁止資訊傳播的範圍擴大，將資訊內容本身為真實、散播將會對市場產生不當引誘的或將可能會引發跟風之

⁹¹ 原文如下：It appears to us that a prima facie case exists when it is shown that a person who has a substantial direct pecuniary interest in the success of a proposed offering takes active steps to effect a rise in the market for outstanding securities of the same issuer.

⁹² Securities Exchange Act of 1934 Section 9(a)(3).

市場交易資訊之散播，也認定為有不當引導市場之行為，因而予以禁止⁹³。

4. 第九條 (a) 項第 4 款—禁止傳遞虛偽誤導之資訊

第 9 條第 a 項第 4 款虛偽誤導陳述之禁止係指證券自營商或證券經紀商或他人，買賣或委託買賣在全國性證券交易所登記之證券，為誘使他人買賣該證券而對事實真相作虛偽不實或足以令人誤解之陳述，且行為人明知或確信其陳述為虛偽不實或足以令人誤解者⁹⁴。

所謂之虛偽陳述行為原則上並沒有進一步定義虛偽陳述的意義，因而實務上之解釋傾向沿用反詐欺規定中對於不實陳述之見解，進一步言之，不實陳述主要問題出現在於(1)部分不實之混合型陳述、(2)混雜期待或含有商業性吹噓之陳述 (puffing)、(3)單純對於知情之事消極隱匿。關於這些類型基本上美國實務仍秉持較嚴格之見解，認為上述行為仍都認為屬於不實陳述的一種。另外關於行為人的部分，曾經出現過討論假如不實陳述之對象並非直接受害人，如向報紙為不實陳述，因而引發其他大眾相信該資訊並進一步跟隨投資，針對此一情形，實務上也認為本款並不限於該陳述須直接對於市場上潛在之買入或賣出之人為之，因而非直接收受該陳述者亦可享有本條之保障或可以提出民事求償⁹⁵。

5. 第九條 (a) 項第 5 款—禁止本於對價之引誘

第 9 條第 a 項第 5 款對價引誘禁止係指證券自營商或證券經紀商或他人，買賣或委託買賣在全國性證券交易所登記之證券，為誘使他人買賣該證券，自該證券自營商或證券經紀商或他人處

⁹³ 參閱林建中，同前註 89，頁 4。

⁹⁴ Securities Exchange Act of 1934 Section 9(a)(4)。

⁹⁵ 參閱林建中，同前註 89，頁 4。

接受報酬而散布流言，以某人或某數人在市場上之行為，足以影響該項證券價格之漲跌，而達成其企圖使該證券價格上升或下降之目的者⁹⁶。

本款亦相同地禁止任何人，藉由出售或買入特定證券之證券經紀商或仲介商或其他人處獲得對價，而引誘市場上之不特定人對特定證券進行買入或賣出，本條所禁止行為在於有代價之引誘，亦即希望能避免在引誘之同時引誘人因另有報酬因而引發道德危險而對於他造產生買入或賣出之誤解⁹⁷。

6. 第九條 (a) 項第 6 款—其他違反主管機關所發布之命令者

美國 1934 年證券交易法第 9 條第 a 項第 6 款其他違反主管機關發布之命令者，如單獨或夥同他人對在全國性證券交易所登記之證券作連續買賣，企圖釘住 (pegging)、固定 (fixing) 或穩定 (stabilizing) 該證券之價格，而其方法違反證券管理委員會為維護大眾利益及投資人權益所制定之各項命令及規則者⁹⁸。

(二) 法律效果

有關違反操縱市場之法律效果，規範於 1934 年證交法第 9 條第 (f) 項及第 32 條，以下區分美國證管會⁹⁹ (U.S. Securities and Exchange Commission，下稱 SEC) 對違反操縱市場之處置、對於違反操縱市場者之民事、刑事責任，內容如下：

1. 行政裁罰

SEC 對違反證交法操縱市場之處置如下¹⁰⁰：

⁹⁶ Securities Exchange Act of 1934 Section 9(a)(5).

⁹⁷ See Loss & Seligman, *supra* note 31, 936-37.

⁹⁸ Securities Exchange Act of 1934 Section 9(a) (6).

⁹⁹ SEC 為負責美國的證券監督和管理工作，為美國證券業最高主管機關。

¹⁰⁰ 參閱吳宛怡，參加 APEC 金融監理人員訓練倡議-調查與執法區域研討會出國報告，行政院及所屬各機關因公出國人員報告書出國報告，(2012) 參閱：

表 3-7 違反操縱市場之行政裁罰

編號	內容
1	聲明譴責 (Censure)
2	暫停或禁止證券專業人員業務 (Suspension or bar of securities professionals)
3	停用令 (Stop order)
4	暫停或限制律師或會計師業務 (Suspension or bar of lawyer or accountant)
5	衡平法救濟 (Equitable relief)
6	暫停交易 (Trading suspension)
7	凍結資產 (Asset freeze)
8	凍結董監事股票選擇權或紅利以待調查 (Freeze of stock options/bonuses of D&Os pending investigation)
9	禁制令 (Cease & Desist orders)
10	指定監視或接管 (Appointment of a corporate monitor or receiver)
11	不法利益或規避損失之回吐 (Disgorgement of illegal gains or losses avoided)
12	民事罰鍰 (Civil monetary penalties)
13	薪酬索回 (Claw-back)
14	限制擔任董事及高階管理人 (Officer and director bars)
15	股價過低股票之管理措施 (Penny stock bar)
16	刑事告發 (Criminal referrals)

資料來源：本研究整理

2. 民事責任

有關違反操縱市場之民事責任，依 1934 年證交法第 9 條第 (f) 項，要求：「任何人故意參與任何行為或交易，違反同條(a)、(b)、(c)項之規定者，應對任何應受上開行為或交易影響而買進或賣出任何證券因而受損害者，負損害賠償責任。受有損害之人得基於法律或衡平 (Equity) 向任何有管轄權法院提起訴訟，請求損害賠償。因提起損害賠償訴訟所支付之合理費用，包括合理律師費用，任一方對抗產

<https://report.nat.gov.tw/ReportFront/ReportDetail/detail?sysId=C10100754>。(最後瀏覽日 2024 年 5 月 7 日)

生之訴訟費用。任何因此負損害賠償責任之人，應支付相同費用。請求權自知悉違反行為日起一年內，或自發生日起三年內不行使而消滅¹⁰¹。」

聯邦地方法院若認定個案有操縱市場事實，將採取以下制裁手段¹⁰²：

- (1) 暫時的限制令（資產凍結令、資產返還、委託接管）
- (2) 命令停止違法行為
- (3) 繳回不法獲利

命令被告回吐因違反證券法令行為而獲取之不義之財，為判例法中對於行政法令之衡平救濟。

- (4) 薪酬索回

依沙氏法案（Sarbanes-Oxley）第 304 條，發行人因重大違規被要求重編財務報表，其執行長及財務長應將自該財報初次公告或申報日（日期在前者）起 12 個月之紅利、激勵性質或股權基礎之獎金、及處分該發行公司股票之利益返還公司。

- (5) 民事罰鍰（Civil penalty）

由地方法院或行政法院對違法之自然人及法人依個案裁定罰鍰金額並沒入公平基金（SEC Fair Fund）以彌補受害人，依法授權制定 3 級罰鍰標準如下表：

表 3-8 民事罰鍰 3 級罰鍰標準

級別	內容
第一級	違反聯邦證券法規（未涉及詐欺），每次違反行為最高罰鍰為：自然人 7,500 美元（公司或合夥 75,000 美元）及所獲利

¹⁰¹ Securities Exchange Act of 1934 Section 9 (f).

¹⁰² 參閱吳宛怡，同前註 100，頁 12。

	益，兩者較高者之金額
第二級	涉及詐欺、操縱或因故意或過失而違法，每次違反行為最高罰鍰為：個人 75,000 美元（公司或合夥 375,000 美元）及所獲利益，兩者較高者之金額
第三級	涉及詐欺、操縱或因故意或過失而違法，且該行為直接或間接導致他人發生實質重大損失或風險，每次違反行為最高罰鍰為：個人 150,000 美元（公司或合夥 725,000 美元）及所獲利益，兩者較高者之金額

資料來源：本研究整理

(6) 禁止擔任董事及高階管理人之命令¹⁰³。

3. 刑事責任

有關違反操縱市場之刑事責任，規範於證交法第 32 條第 (a) 款，要求「任何人故意違反本法之任何規定(除第 30A 條外)或其下之任何規則或條例，而違反法規屬非法行為或法規之遵守為本法中條件所要求者，或任何人明知並故意作違反依本法或其下規則所要求申報之任何申請、報告或文件中的陳述，或依本法第 15 條第(d)項註冊書中所包含，或由一自律組織，有關其會員或參加或成為會員之關係人之申請之擔保，而其陳述對任何重大事實，為虛偽或誤導者，於判決確定後，應科處五百萬元以下罰金或二十年以下有期徒刑，或併科之，但該人非自然人時，可處以二百五十萬元以下罰金；但能證明其不具有不法意圖者，不得處以有期徒刑。¹⁰⁴」

(三)其他爭議探討

由以上操縱市場之法律效果可知悉，美國對於操縱行為與詐欺並沒有明確區分，其法律效果甚併同規範，理由在於美國實務界認為，操縱亦屬於詐欺之一種，美國聯邦最高法院曾在 *Schreiber v.*

¹⁰³ 參閱財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，各國關於操縱股價之損害賠償責任規範及實踐研究，頁 61-62 (2013) 參閱：

<https://www.sfpic.org.tw/WebLoadFileUse.ashx?L=1&SNO=HrwCVIbrGmSGk7M+EbSYwQ>。(最後瀏覽日 2024 年 5 月 8 日)

¹⁰⁴ Securities Exchange Act of 1934 Section 32(a).

Burlington N., Inc.案中指出欺騙(Deception)是所有操縱市場案件成立犯罪的要件¹⁰⁵；另有法院¹⁰⁶看法認為，「操縱」一詞解釋上應保持其彈性，以面對各種新穎的人為影響市場活動的操作手法，亦即，條文所欲規範者應包含「詐欺性」及「非詐欺性」的操縱行為。而有學者¹⁰⁷認為，如將法律禁止操縱之條文及證券管理委員會依授權而制定之反操縱行為之行政規則等整體以觀，該法之規定是發展自英國與美國案例之詐欺理論及自由市場理論之混合體。

綜上，觀察美國1934年證券交易法反操縱條款之立法例及學者、實務見解均認為「操縱行為」應含有「詐欺行為」之要素，並未嚴格加以區分。故可得出在美國法之相關規範中，證券詐欺與操縱市場行為之關係較為緊密而難以明確區分。

二、 監視制度

美國屬聯邦制，主要負責監視之機關，為各州之證管會，各州證券會對於其境內之證券交易均有管轄及監理權限，惟對於聯邦管轄，僅可由證管會(SEC)負責。此外SEC透過授權自律組織之方式，授權美國證券商公會(FINARA)、紐約證券交易所(NYSE)及那斯達克交易所(Nasdaq)進行監視，內容如下：

(一) 監視組織

1. 證管會(SEC)

屬於聯邦之獨立機關，具有調查違法行為權、準司法權、法規之執行及管理權、民事強制執行權(刑事之強制執行權需轉給司法部處理)、提出訴訟權、防範證券買賣詐欺行為、發布禁制令權、暫停或撤

¹⁰⁵ 參閱徐珮菱，操縱股價主觀構成要件研究-以概括條款為中心，收錄於內線交易與操縱股價法律與政策研討會學術論文集，頁84，初版，2017年3月。

¹⁰⁶ See *Mobil Corp. v. Marathon Oil Co.*, 669 F. 2d 366,366-74(1981).

¹⁰⁷ See Louis Loss & Joel Seligman, *Securities Regulation*, 5RD ED. ASPEN LAW & BUSINESS. 3954-55. (2003).

銷登錄權、民事罰核定權(包括罰鍰及撤回交易等權限)¹⁰⁸。

2. 美國證券商公會 (FINARA)

為美國最大之證券商主管機關，聯邦法賦予 FINA 處罰證券商及證券從業人員之權利，可以對違規者處以罰款、暫時停止執行職務甚至禁止從事證券業，目前負責監督上市及未上市權益證券店頭市場、公司債券及固定收益商品等交易¹⁰⁹。

3. 證券交易所

紐約證券交易所 (NYSE) 及那斯達克交易所 (Nasdaq) 亦為被 SEC 授權進行監視之組織，該二交易所分別就所負責之集中、店頭市場之監視、上市公司法規遵循及授權執法內容進行監督。

(二) 監視作業

1. 市場預警

(1) 線上監視

集中交易市場由紐約證券交易所法規公司 (NYSE Regulation Inc)¹¹⁰之股票監視系統 (Stock Watch) 負責交易廳交易之即時監視，此系統設計偵測個別股票交易之異常，特別是股票價格與數量變動之不正常改變。股票監視利用一種電腦程式，該程式運用每一股票歷史交易資料，包括每一股票交易量與價格典型範圍之參數，因此每一股票皆有獨特之標準。

股票監視系統為維護紐約證券交易所上市證券公正性之重要工具，其使用電腦化系統以自動顯示任一上市證券不正常數量或價格變動，幫助交易所提防操縱與內線交易。當交易進行時，穩定之資料從綜合

¹⁰⁸ 參閱美國證券市場交易制度，頁 133 (2018)，

<https://www.twse.com.tw/staticFiles/product/publication/0003000175.pdf>。

¹⁰⁹ 參閱美國證券市場交易制度，同前註 108，頁 133。

¹¹⁰ 紐約證券交易所法規公司，亦即 NYSE Regulation Inc.，為「紐約證券交易所集團控股公司」(NYSE Group Inc) 旗下設置兩個全資附屬公司，為非營利自律單位，有獨立性。

行情表傳送至股票監視系統，使電腦可連續對紐約證券交易所上市股票交易之情形，與該股票正常範圍活動作比較，當交易活動超過之正常之參數時，系統程式設計即顯示該股票，並提醒持續監視螢幕之股票監視人員注意。

監視人員須即時分析此不正常活動是否有滿意之解釋，並對是否與上市公司接觸或建議暫停交易等作出決定，而此事件亦可能提交分析師作進一步分析¹¹¹。

店頭市場監管機關為那斯達克證券市場有限公司（下稱 NASDAQ），其利用自行開發監視系統（SMARTS Market Surveillance），並銷售至全球多個交易所及監理單位，該系統特色為提供一個強大的平台來管理跨市場、跨資產之監控，其監視重點在於觀察市場上每一股票之交易價格與成交量是否有大幅波動之情形。有關店頭市場之線上監視並無特定數量化標準，而決定價格及成交量變動異常之條件如下：

①價格

根據以往交易狀況資料，預先決定各證券價格水準上下之可容忍變動幅度，價格在此範圍內之變動視為正常，如有超出，電腦會自動篩選出需要調查之對象，由分析人員調查其變動原因。

②成交量

每日篩選出成交量最大之前五種股票，每週篩選出該週成交量較以前各周平均量超出甚多者，調查其原因。

(2) 離線監視

集中交易市場離線監視大部分數量、價格變化可以從公司消息、產業趨勢或國家經濟因素解釋，但在無明顯合理解釋時，紐約證券交

¹¹¹ 參閱蔡鴻環，美國證券市場近來管理議題介紹，證交資料，第 553 期，頁 62-69，2008 年 5 月。

易所法規公司將著手調查，其調查先與公司聯絡，以瞭解是否有任何未發布之資訊，同時監視部人員進行電子稽核追蹤以重建發生交易之每一筆明細，而重建執行時間有助於紐約證券交易所法規公司查核人員查看是否有任何會員券商於交易中係屬明顯集中¹¹²。

店頭市場離線監視分析人員於每日交易時間結束後，分析當日交易資料，篩選出當日價格變動幅度超過可容忍變動幅度者，印出須調查追蹤之證券名單並進行調查。第一階段時，調查公司是否有企業重大活動之傳聞或新聞，如仍未能查明原因時，則展開第二階段¹¹³。

第二階段為分析專業會員券商之動態及投資人之買賣、方式等，藉此找出該股票集中於何家券商交易，令其提出該種股票買賣紀錄及客戶之買賣明細表以供調查分析。對每日、每週、每月之交易型態進行整合分析，對於重大訊息揭露前不尋常的成交量、非企業重大活動所能解釋的大漲大跌或不合理之成交量等均是分析人員須加以整合解釋的交易狀況。

交易人員會對股票設定次日波動標準以資觀察。並對所有上櫃股票 60 日內之交易情形作統計及分析，故分析師可立即發現異常交易情形並查核所有相關造市者之報價活動。

另 NASDAQ 之法令規章中要求，上櫃公司透過報章媒體等充份揭露關於影響公司及投資人的重大訊息，不論是正面或負面的消息，若因涉及發行公司內部人或一般投資人時，因非 NASDAQ 之管轄，故將交由證管會負責。此外 NASDAQ 在民事或刑事上，與證管會、調查局、國稅局或各州證管會分支機構等配合，對案件及其交易亦持續追蹤研究。

¹¹² 參閱美國證券市場交易制度，同前註 108，頁 135。

¹¹³ 參閱美國證券市場交易制度，同前註 108，頁美-140。

(3) 處置及價格穩定措施

處置措施係指市場發生異常情形時之緊急處理措施，美國證券市場並無漲跌幅限制，因此設有機制以限制股票之電腦程式交易。依據紐約證券所管理規則（Rule 80B）市場異常波動之暫停交易（Trading Halts Due to Extraordinary Market Volatility）規定，若 S&P500 指數下跌百分之 7，則第一次熔斷機制將啟動，所有證券暫停交易 15 分鐘。若 S&P500 指數下跌百分之 13，則第二次熔斷機制將啟動，會再暫停交易 15 分鐘。若 S&P500 指數下跌百分之 20，當天將立即停止交易，直接休市一天。此即為保障投資人權益而制定之市場熔斷機制（Circuit Breaker）。

NASDAQ 可採取之處置措施包括暫停交易、警告證券商及停止會員權，而有關暫停交易，在某些情況下，即公司揭露的訊息屬於重大事項，惟為避免資訊之散播有快有慢，部份對訊息敏感之市場人士先利用該消息獲利，致對一般投資大眾不公，為確保資訊流通，要求各上櫃證券之發行人，必須即時公佈重要資訊，而且此種公佈不僅必須利用大眾傳播媒體公佈外，尚必須在 NASDAQ 中公佈。

但僅公佈並不足以保障投資人之權益，因投資人如在資訊公佈後卻無暇予以分析，則此種公佈便不具有意義，因此為保障投資人，乃規定當發行人透過 NASDAQ 公佈重要資訊時，相關之上櫃證券的交易必須暫停，使投資人可以有機會分析其中之含義，並評估該等資訊對市場之可能影響。而會暫停證券交易之時間為「該證券之重大訊息公開散布期間及該證券上市之證券交易所為便利重大訊息之佈暫停其交易時」。至於何種資訊屬發行公司重大訊息須要公開甚至暫停交易，一般而言，凡足以影響公司財務狀況之事項，均屬重大訊息，內容如下：

表 3-9 屬公司重大訊息

編號	內容
1	購併案或合資案
2	股票面額降低（總資產不變，但股份總數增加，例如將每股面額 100 元股票分割為二股，每股 50 元）或分發股利
3	不合營業常態之盈餘及股利
4	重要合約之取得或喪失
5	新產品或新發明
6	經營權之重大變更或公司控制權之變更
7	庫藏股票之行使（股東請求公司買其持股，公司資本將因而減少）
8	買賣公司重要資產
9	重大勞資爭議
10	制定買回自有股份之計劃（按公司買回自己之股份會影響公司財務甚或資產結構）
11	提出購買他公司股份之要約
12	依法應向證管會申報之事項（按依法應向證管會申報之事項，多為足以影響投資判斷、市場公平交易之事項，應屬須公開之重大訊息）

資料來源：本研究整理

美國處設有處置措施外，亦有價格穩定措施存在，蓋價格穩定措施係為防止當日價格劇烈波動，造成嚴重破壞價格發現功能，影響市場交易秩序，並使市場參與者可重新評估市場訊息及其交易策略、持有部位及委託單之情形，從而提升市場穩定¹¹⁴。

美國並無設有漲跌幅限制，故設有熔斷之緊急處置措施，此外亦如英國設有波動中斷之價格穩定措施，惟不適用於開盤，僅於盤中及收盤適用。其計算方式為：limit-up limit-down 一有價證券價格區間 = 參考價格 ± (參考價格 * 百分比參數)，參考價格主要為前 5 分鐘之算術平均價，百分比參數根據證券價格分級設置為 5%、10%、20% 或 75% 不等。當日一般交易之最後 25 分鐘，所有第一級證券與第二級證券低於 3 美元者，以前開百分比參數放大 2 倍，計

¹¹⁴ 參閱賴曉帆，同前註 75，頁 33。

算適用之價格區間¹¹⁵。

(4) 跨市場監視制度

跨市場監視制度分為跨市場監督小組 (Intermarket Surveillance Group, 下稱 ISG) 及跨市場財務監視小組 (The Intermarket Financial Surveillance Group, 下稱 IFSG), 主要區別在 ISG 負責性質相近之交易市場, 而 IFSG 則除證券市場外亦有跨期貨市場, 內容如下:

1981 年美國地區為主之證券交易所創立了跨市場監視組織 ISG, 主要目的為滿足日漸茁壯的市場裡相關金融商品的資訊分享需求。ISG 現階段共有 63 個會員, 包括北美、亞洲及歐洲等市場的證券交易所與期貨交易所¹¹⁶。監視的金融商品包括證券、期貨及其衍生性商品, 藉由監視所有市場的異常交易並蒐集相關資料, 進行必要的互補性研判與合作, 亦可取得資訊之分享¹¹⁷。

ISG 係經由證券業自動化公司及櫃檯買賣股票市場及其他八個性質相近之交易所連線, 整合九個市場之交易、報價與結算資料而成。跨市場監視小組成立於 1980 年代初期, 主要在於提供有關分享市場間的管理資訊及其他違反交易規則之資訊。並利用離線電腦設備, 尋找某一段時間內成交記錄中之特定模式, 或針對某一股票大量相反交易之集團。

ISG 設有查帳小組及資料庫小組, 查帳組利用證券業自動化公司之電腦稽核軌跡核對跨市場間每一筆交易之交易對象; 資料庫小組則在證券業自動化公司之電腦中建立內部人參考檔與各會員券

¹¹⁵ 參閱賴曉帆, 同前註 75, 頁 35。

¹¹⁶ See Intermarket Surveillance Group, *members*, available at <https://isgportal.org/public-members>. (last visited: March 13, 2024)

¹¹⁷ 參閱許羽呈, 參加 APEC 金融監理人員訓練倡議-跨境監理與執行研討會出國報告, 頁 24-27, (2012) 參閱:

<https://report.nat.gov.tw/ReportFront/PageSystem/reportFileDownload/C10103105/001>。(最後瀏覽日 2024 年 5 月 8 日)

商大額 交易客戶之參考檔，以供即時索引，串連相關資訊。且透過市場間資訊之交換，藉以找出市場間之搶先交易。

IFSG 成立於 1988 年，提供一個協調的機構，以應付期貨市場及證券市場有關的財務監視問題。跨市場財務監視小組成員包括大多數之主要期貨及證券交易所以及全國期貨公會和全國證券商公會。跨市場財務監視小組成員已同意分享有關該小組共同定義的高風險會員公司的財務資訊。亦同意一旦被要求將提供有關該高風險公司之資本、分離保管的客戶款項、保證金、流動問題、綜合帳戶以及/或持有的經紀商和付款/收款的資料¹¹⁸。

2. 不法交易查核

(1) 集中交易市場

當交易所認為可能違反證券交易相關法規時，若決定調查者，下一步則為與證券商聯繫，由於交易所之交易資料中，並無記錄投資人買賣明細，因此調查階段第一步驟，即要求買賣較多之證券商填寫藍色表單 (Blue Sheet)，其內容包括在證券商買賣該股票投資人買賣明細，及其個人姓名、地址等相關資料。

證券商完成該表單後，即以電子郵遞方式傳遞交易所法規公司，交易所法規公司將所獲得涉及交易之客戶姓名自動與上市公司管理人員、董事，及公司與非公司之其他內部人比對，以發覺任何可能之關聯或資訊違法之流出，此任務係以自動搜尋與比對系統執行，其包括 800,000 個管理人員、律師、銀行與會計師姓名，加上接近 800,000 家公開發行公司與 300,000 家公司子公司之管理人員、董事公開人物檔案，客戶與交易資訊亦以地區集中性分析，並與紐約證券交易所上市公司及證券商提供之姓名與時序事件比對。

¹¹⁸ 參閱美國證券市場交易制度，同前註 108，頁美-142。

(2) 店頭市場

根據已能充分掌握證據之強弱，持續蒐證之難易及必要性，判斷何者較能取得勝訴之可能，是否值得持續調查，若決定續辦，則視案情需要直接調查，或會同或移交會員交易分析組調查。

會員交易分析組任務是調查在人工交易之過程中有無違規行為，當發現有不法交易之情形時，則將深入調查並呈送證管會，證管會將自行採取行動或配合司法機關進行偵辦。交易所則在民事或刑事上，與證管會、調查局、國稅局或各州證管會分支機構等配合，對案件及其交易亦持續地追蹤研究。

第二節 亞太區域

第一項 日本

日本金融廳（Financial Services Agency，FSA）¹¹⁹為順應金融與資本市場環境之快速變化，參酌美國2002年沙賓法案（Sarbanes-Oxley Act of 2002）並於2006年3月會整各方意見後，提出以整合金融商品相關規範及投資人保護為目標之「金融商品交易法」（金融商品取引法；Financial Instrument and Exchange Act，FIEA），於同年6月14日參議院通過該等法律修正案，並於2007年9月開始實施。此法針對原「證券交易法」（証券取引法；Securities and Exchange Law）及各項金融商品法令進行統整化改革，日本監理機關期望透過該法之訂定達成下列目標，包括：（1）建立具投資特徵金融商品之跨部門投資人保護法律體系（亦稱投資服務法律體系）；（2）擴大資訊公開機制；（3）強化交易所自律監理功能；（4）強化應對不公平交易行為等目標¹²⁰。

金融商品交易法從投資人保護之觀點出發，規範設計上期望擴大該法規適用範圍，盡可能地將所有投資工具皆列入其規範範圍內。由於立法之初，係仿倣英國「金融服務暨市場法（The Financial Service and Markets Act 2000）」立法精神，期望達到金融監理一元化目標，以及相同（或類似）金融業務與金融商品須有相同強度之金融監督，以避免產生金融套利情事發生¹²¹。

¹¹⁹ 1998年6月22日，日本政府成立日本金融廳（Financial Supervisory Agency），此為直屬總理府轄下之金融檢查機關，其承接原大藏省（財政部）金融監理業務，完成獨立金檢相關業務。

¹²⁰ 參閱日本法令系統，網址：<https://elaws.e-gov.go.jp>；日本金融廳，網址：<https://www.fsa.go.jp/policy/kinyusyohin/index.html>。（最近瀏覽：2024年5月7日）

¹²¹ 參閱周行一、郭維裕、徐政義，從日本『金融商品交易法』來探討我國未來金融市場發展方向，頁103（2018），網址：<https://www.twasa.org.tw/B01/doc/%E5%BE%9E%E6%97%A5%E6%9C%AC%E3%80%8E%E9%87%91%E8%9E%8D%E5%95%86%E5%93%81%E4%BA%A4%>

金融商品交易法計 18 章，分別規範總則、企業資訊揭露、公開收購資訊揭露、大量持股揭露、依揭露用電子資訊處理組織程序之特例、金融商品交易業者等、金融商品仲介業者、金融商品交易業協會、投資人保護基金、金融商品交易所、外國金融商品交易所、金融商品交易清算結算機關等、證券金融公司、有價券交易規則、課徵金、雜則、罰則、犯罪事件之調查等事項。其中，該法參酌美國 1933 年證券法(Securities Act of 1933)及 1934 年證券交易法(Securities Exchange Act of 1934) 等之立法例，就內線交易各項構成要件訂立詳細規範，並就市場操縱等禁止行為訂定規範，態樣包括：沖洗交易、撮合訂單交易及以誘導他人交易為目的而進行之操縱交易等操縱行為，雖該法訂有一般性反詐欺條款，然並無適用於市場操縱之行為中。

而對操縱市場違法嫌疑案件之監督及調查，係由 FCA 轄下「證券交易監視委員會 (Securities and Exchange Surveillance Commission, SESC)¹²²」辦理，其作為市場操縱行為監督管理機關，其內部設有「市場檢視組 (Market Surveillance Division)」、「市場操縱行為調查組 (Market Misconduct Investigation Division)」等部門¹²³，以負責檢查證券商交易之公正性，以及調查違反金融商品交易法之案件等權責，有關 SESC 組織構構圖，如圖 3-1。

E6%98%93%E6%B3%95%E3%80%8F%E4%BE%86%E6%8E%A2%E8%A8%8E%E6%88%91%E5%9C%8B%E6%9C%AA%E4%BE%86%E9%87%91%E8%9E%8D%E5%B8%82%E5%A0%B4%E7%99%BC%E5%B1%95%E6%96%B9%E5%90%91.pdf。

¹²² SESC 為 FCA 轄下機構，其透過行使日常市場監督、對金融服務機構檢查等職權，維護市場透明及健全發展。而 SESC 具體活動，包括：(1)市場監理、(2) 蒐集及分析涵蓋一級和二級市場等資訊、(3)金融工具業務檢查、(4)向法院申請禁制令、(5)市場失當行為調查、(6)揭露聲明檢查、(7)刑事案件偵查、(8)政策建議、(9)對話、講座和貢獻及(10)與海外監管機構合作等業務。網址：<https://www.fsa.go.jp/sesc/english/aboutsesc/actions.html> (最近瀏覽：2024 年 5 月 7 日)

¹²³ SESC 於 2006 年，由協調檢查處、刑事偵查處兩個處室、合規檢查處、市場監理處、處罰調查與公示文件審查處等三個辦公室改制而成；2011 年 7 月，民事處罰調查及資訊揭露文件檢查部被分為兩個部門 (市場失當行為調查部和資訊揭露檢查部)；2011 年 8 月，在市場不當行為調查科內設立跨國調查室，負責調查人員在境外進行之交易等。

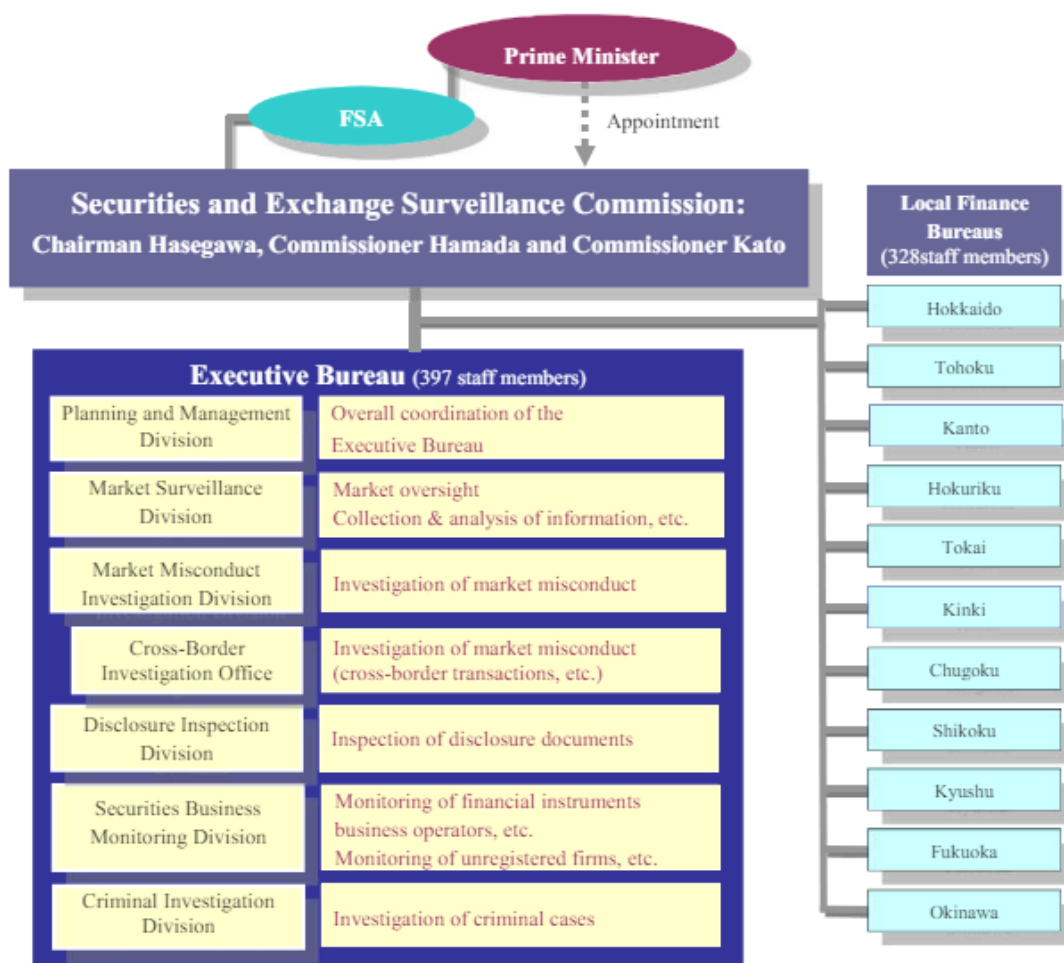


圖 3-1 SESC 組織構構圖

資料來源：證券交易監視委員會

一、股價操縱

有關操縱市場等行為，係訂於金融商品交易法第 6 章關於證券交易等規範（有価証券の取引等に関する規制）章節（第 157 條至 171 條之 2），相關市場操縱行為規範，如表 3-10：

表 3-10 金融商品交易法第 6 章有關市場操縱行為規範

性質	條號	規範事項
行為	§157	不正行為之禁止（不正行為の禁止）

性質	條號	規範事項
類型	§158	禁止散布謠言、使用欺詐手段、攻擊和恐嚇（風説の流布、偽計、暴行又は脅迫の禁止）
	§159	市場操縱行為禁止（相場操縱行為等の禁止）
法律效果	§160	因市場操縱等造成的賠償責任(相場操縱行為等による賠償責任)
市場監理	§161	金融工具經營者自有帳戶交易限制（金融商品取引業者の自己計算取引等の制限）
	§161-1	保證金交易資金存入（信用取引等における金銭の預託）
	§162	禁止賣空及停損指令（空売り及び逆指値注文の禁止）
	§162-2	對股票發行人買賣上市或場外交易股票之監理（上場等株券の發行者が行うその売買に関する規制）

資料來源：本研究整理

（一）類型及要件

1. 不正行為之禁止

依金融商品交易法（下同）第 157 條之規定，禁止任何人從事以下行為，包括：(1) 在證券買賣或其他交易或衍生性商品交易等使用不正當手段、計畫或技術者¹²⁴；(2) 透過使用文件或提供任何其他指示來獲取金錢或其他財產，該文件包含相關重要細節之虛假陳述或闕漏等防止誤導所需有關證券買賣或其他交易或衍生性商品交易等重要細節陳述者¹²⁵；或(3) 利用虛假報價誘導證券買賣或其他交易、衍生性商品交易等行為¹²⁶。

2. 禁止散布謠言、使用欺詐手段、暴力及恐嚇等行為

¹²⁴ 參閱金融商品交易法第 157 條第(1)項規定。

¹²⁵ 參閱金融商品交易法第 157 條第(2)項規定。

¹²⁶ 參閱金融商品交易法第 157 條第(3)項規定。

參酌第 158 條之規定，禁止任何人以從事證券公開發行（Public Offering）、次級發行（Secondary Distribution）、買賣或其他交易、衍生性商品交易等為目的，散布謠言、採取欺詐手段、實施暴力、恐嚇等行為或以引起證券¹²⁷等之市場價格波動為目的；有關第 168 條第 1 項、第 173 條第 1 項、第 197 條第 2 項第 1 款亦適用之¹²⁸。

3. 市場操縱行為禁止

參酌第 159 條規定，定有市場操縱一般行為禁止規範，包括：進行連續交易，誤導其他投資人認為某種上市證券之交易活躍，目的係營造其他投資人想要交易該證券之環境（招攬意願）。或係出於同一目的進行連續交易以影響證券市場價格，如進行無實際權利轉讓之交易（沖洗交易），或與他人通謀進行交易（通謀交易），目的係誤導其他投資人，對整體市場交易環境產生交易活絡之誤認情形。

依據第 159 條第(1)項之規定，禁止任何人從事下列行為，使他人誤認買賣證券¹²⁹（僅限於買賣在金融工具交易所、場外交易場所掛牌的證券）交易證券或可交易證券；本條下同）、市場衍生性商品交易或場外衍生性商品¹³⁰交易（僅限於在金融工具交易所上市的金融工具、場外交易證券、或可交易證券（含依其價格或利率計算之財務指標等）或在金融工具交易所上市之財務指標（本條下同）熱絡交易或以其他方式誤導他人之情形，態樣如下：

- (1) 進行虛假證券買賣、虛假市場衍生性商品交易（僅限於第 2 條第(21)項第(i)款規定交易）或虛假的場外衍生性商品交易（僅

¹²⁷ 係指證券、選擇權或與衍生性商品交易有關的金融工具（證券除外）或金融指標等。

¹²⁸ 參閱金融商品交易法第 158 條規定。

¹²⁹ 僅限買賣在金融工具交易所上市、場外交易或可交易之證券，以下同。

¹³⁰ 僅限涉及在金融工具交易所上市、場外交易或可交易之證券（含依其價格或利率計算之金融指標）等。

限於第 2 條第(22)項第(i)款規定的交易)，但無轉讓權利之意圖者¹³¹；

(2) 進行虛假市場衍生性商品交易（僅限於第 2 條第(21)項第(ii)和(iv)至(v)款所定交易）或虛假場外衍生性商品交易（僅限於第 2 條第(22)項第(ii)、(v)和(vi)款所定交易），但無支付或收取金錢之意圖者¹³²；

(3) 進行虛假市場衍生性商品交易（僅限於第 2 條第(21)項第(iii)項所定交易）或虛假場外衍生性商品交易（僅限於第 2 條第(22)項第(iii)或(iv)款所定交易），但無授予或獲取選擇權之意圖者；¹³³；

(4) 事先與另一方通謀，後者承諾在出售金融工具之同時以相同價格購買該金融工具（若其是證券以外的金融工具，則僅限於透過第 2 條第(21)項第(i)款或第(22)項第(i)款規定所定交易進行之出售）；¹³⁴；

(5) 購買金融工具（僅限於透過市場衍生性商品交易（僅限於第 2 條第(21)項第(i)款所列交易）進行之銷售，若係商品，則僅限於透過第 2 條第(21)項第(i)款或第(22)項第(i)款所列交易進行的購買、事先與另一方通謀，後者承諾在購買金融工具的同時以相同的價格出售金融工具（若係商品，僅限於透過市場衍生性商品交易進行之銷售（僅限於第 2 條第(21)項第(i)款所列交易）；若係證券以外金融工具，僅限於透過第 2 條第(21)項第

¹³¹ 參閱金融商品交易法第 159 條第(1)項第(i)款規定。

¹³² 參閱金融商品交易法第 159 條第(1)項第(ii)款規定。

¹³³ 參閱金融商品交易法第 159 條第(1)項第(iii)款規定。

¹³⁴ 參閱金融商品交易法第 159 條第(1)項第(iv)款規定。

- (i)款或第(22)項第(i)款所列交易進行的銷售者)¹³⁵；
- (6) 在與另一方事先通謀後，就市場衍生性商品交易（僅限於第2條第(21)項第(ii)款所列交易）或場外衍生性商品交易（僅限於第2條第(22)項第(ii)款所列交易）發出要約，而該另一方承諾在發出要約的同時，以與要約交易相同商定價格成為交易的另一方¹³⁶；
- (7) 在與另一方事先通謀後，就市場衍生性商品交易（僅限於第2條第(21)項第(iii)款所列交易）或場外衍生性商品交易（僅限於第2條第(22)項第(iii)或(iv)款所列的交易）發出要約，而該另一方承諾在發出要約的同時成為交易的另一方，並以與要約交易中相同的對價金額進行交易¹³⁷；
- (8) 在與另一方事先通謀後，就市場衍生性商品交易（僅限於第2條第(21)項第(iv)至(v)款所列交易）或場外衍生性商品交易（僅限於第2條第(22)項第(v)或(vi)款所列交易）提出要約，而該另一方承諾將在與要約相同的時間成為交易的另一方，且條件與要約交易相同者¹³⁸；
- (9) 委託某人等實施前述行為，或成為受委託實施該行為之人者¹³⁹。

復依**金融商品交易法第 159 條第(2)項**規定，禁止任何人以誘導買賣證券、市場衍生性商品交易、場外衍生性商品交易（下合稱證券等買賣等）為目的，說明如下：

(1) **實際操作行為**：進行連續證券等之交易，有可能使人誤認為證

¹³⁵ 參閱金融商品交易法第 159 條第(1)項第(v)款規定。

¹³⁶ 參閱金融商品交易法第 159 條第(1)項第(vi)款規定。

¹³⁷ 參閱金融商品交易法第 159 條第(1)項第(vii)款規定。

¹³⁸ 參閱金融商品交易法第 159 條第(1)項第(viii)款規定。

¹³⁹ 參閱金融商品交易法第 159 條第(1)項第(ix)款規定。

券等之交易正在進行，或導致上市金融商品等（指在金融商品交易所市場上市之金融商品、金融指標或選擇權，下同）的市場價格波動。（在金融商品交易所市場（指在金融商品交易所市場上市之金融商品、金融指標或選擇權，下同）上或在場外證券交易市場上進行場外證券交易之價格波動；擬進行此類交易行為；委託他人進行此類交易行為；或受託進行此類交易¹⁴⁰行為者；

(2) **不實表示操縱行為**：散布謠言稱金融工具交易市場的上市金融工具等的市場價格或場外證券市場的場外交易證券之市場價格，因自己或他人操縱市場而發生波動¹⁴¹；

(3) 於進行證券買賣等時，故意對重大事項作出虛假陳述或做出會導致他人誤解某事之陳述者¹⁴²。

復依第 159 條第(3)項定有「禁止違反安定操作」之規範，禁止任何人進行證券等之連續交易、提出進行此類交易、委託他人等進行此類交易、或受委託等進行此類交易，係為掛勾、固定或穩定金融工具交易市場上市金融工具等之市場價格或場外證券市場場外交易證券之市場價格，而構成違反法令之方式者¹⁴³。

(二) 法律效果

金融商品交易法中對內線交易和市場操縱訂有刑事及行政處分等規定，而 SESC 有權進行調查前述違法行為，但無權依調查結果採取處罰行動；若於刑事案件中，則係 SESC 向檢察官提出刑事訴追，

¹⁴⁰ 參閱金融商品交易法第 159 條第(2)項第(i)款規定。

¹⁴¹ 參閱金融商品交易法第 159 條第(2)項第(ii)款規定。

¹⁴² 參閱金融商品交易法第 159 條第(2)項第(iii)款規定。

¹⁴³ 參閱金融商品交易法第 159 條第(3)項規定。

而檢察官有權起訴之。於行政處分案件中，SESC 向 FSA 提出行政處分之建議，從而 FCA 可對違法者處以課徵金（行政附加罰鍰費用）。實務上，刑事處罰係備受矚目之案件，但非理想之執法工具，以解決此類問題並即時恢復市場信心，從而 SESC 目前係以課徵金為主要處分措施¹⁴⁴。從而，金融商品交易法行政貨幣計算方法附加費，係在剝奪違法行為人之基礎上訂定此類違法者通常可在預計違規時獲取不義之財，如購買內線交易的預期不義之財金額將計算期間之差異買入價及報告期間內最高股價相關事項發生日後兩週期間重大事實已公開，無論購買的股票在兩週內實際出售或未出售時期。以下茲就金融商品交易法課徵金制度、民事責任與刑事責任分別說明之。

1. 課徵金制度（行政責任，似行政罰）

依金融商品交易法第 173 條規定，定有「課徵金」罰鍰制度，該課徵金實為附加罰鍰之一種，其處罰目的有二，其一為須返還已得之不法利益，其二為抑制違法行為之發生。課徵金並非對所有違法行為進行處罰，課徵金規範之行為，包括公開資訊有虛偽不實之記載，公開資訊（含初次發行時之公開及繼續公開），以及其他 3 類種不法交易行為（如內線交易、市場操縱、散布流言或詐欺行為等），嗣後於 2008 年金商法修正後，將適用範圍擴大至偽作買賣、相對委託及安定操作之情形，至於不實表示之操縱市場部分，則排除適用之外¹⁴⁵。

遂就市場操縱行為方面，其應課徵金額，除其違法行為而獲取之直接利益外，並應加計於違法行為結束後 1 個月內從事相反買賣而獲得之利益。於散布流言或詐欺行為方面，以散布流言或使用詐術之行

¹⁴⁴ See INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT AND INVESTMENT FUNDS REVIEW, 4 (2022/23), available at https://www.amt-law.com/asset/res/news_2022_pdf/publication_0024432_ja_001.pdf.

¹⁴⁵ 參閱蔡英欣，論日本對證券市場操縱行為之規範，收錄於證券交易與操縱市場規範之比較研究，頁 150，初版，2022 年。

為，而影響證券交易價格而進行買賣之情形者，分為兩種方式計算其課徵金額，包括：(1) 為若散布流言或詐欺行為提高證券之市場交易價格，並以該較高之價格出售證券者，應以違法行為結束後 1 個月內出售的價格扣除該違法行為之前之價格，乘以其交易之數量計算課徵金額；(2) 為若散布流言或詐欺行為降低證券之市場交易價格，並以該較低之價格買進證券者，應以違法行為開始前之價格扣除違法行為結束後 1 個月內買進之價格，乘以其交易之數量計算課徵金額。

2. 民事責任

依據第 160 條之規定，違反前述第 159 條規定者，對金融商品交易所市場買賣證券、市場衍生性商品交易、場外證券市場買賣證券、買賣可交易證券（下合稱「在金融商品交易所市場買賣證券等」）造成之損失，負有賠償責任。於本條中，「在金融商品交易所等市場買賣證券等」係指與金融商品、金融指標或選擇權有關之交易，而行為人透過該違規行為形成對該金融商品、金融指標或選擇權之價格、約定數額或應收金額，任何人在金融商品交易所等市場以該形成價格、約定數額或應收金額買賣證券等，或委託他人以該形成價格、約定數額或應收金額買賣證券等，均應承擔損害賠償責任¹⁴⁶。而前述賠償請求權，自請求人知悉違反第 159 條規定之行為發生日起 1 年

3. 刑事責任

關於公開資訊有虛偽不實記載，以及其他 3 種不法交易行為，如內線交易、市場操縱、散布流言或詐欺等行為者。於公開資訊有虛偽不實之記載，關於證券申請書、證券報告書、公開收購申請書之不實記載，金融商品交易法規範如有前述行為者，將處 10 年以下有期徒

¹⁴⁶ 參閱金融商品交易法第 160 條第(1)項規定。

刑，或對個人科以 1,000 萬日圓（約新臺幣 206 萬元）以下罰金，而對法人行為人而言，可處以 7 億日圓（約新臺幣 1 億 4,456 萬元）以下罰金。另關於證券申請書等就重要事實有虛偽不實記載時之罰則，包括證券申請書、證券報告書、公開收購申請書以及大量持股申報書等，依金融商品交易法規定，得處以 5 年以下有期徒刑，對個人科 500 萬日圓以下罰金，對法人則可另科 5 億日圓以下之罰金。

另就不法交易行為方面，如內線交易、市場操縱、散布流言或詐欺等行為者，依金融商品交易法規定，法院得處 10 年以下有期徒刑，或對個人科以 1,000 萬日圓（約新臺幣 206 萬元）以下罰金；對法人得科以 7 億日圓（約新臺幣 1 億 4,456 萬元）以下罰金。且如有內線交易行為時，得處 5 年以下有期徒刑，或對個人科以 500 萬日圓（約新臺幣 103 萬元）以下罰金，另對法人可科以 5 億日圓（約新臺幣 1 億 326 萬元）以下罰金。

(三) 司法案例—SMBC 日興證券市場操縱案¹⁴⁷

1. 案件背景

日本前首相安倍晉三，為打破日本多年經濟困頓情勢，於 2012 年起大力推行所謂「安倍經濟學」(Abenomics) 政策，其中包括對日本經濟環境進行結構性改革，東京證券交易所復於 2015 年發布「公司治理守則」(復於 2021 年 6 月 11 日更新)¹⁴⁸，其中原則 1.4 項下訂有交叉持股等公司治理原則，期望藉此降低日本企業長期交叉持股等結構性問題，故許多公司大股東面臨需出售持股之壓力，遂許多證券商欲趁此市場趨勢，透過鉅額交易來增進公司獲利之機會。而其運作方

¹⁴⁷ 參閱東京地方裁判所令和 4 年特(わ)第 553 號、第 773 號違反金融商品交易法被告案件。

¹⁴⁸ See Tokyo Stock Exchange, Inc., *Japan's Corporate Governance Code.*, available at <https://www.jp.x.co.jp/english/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/20210611.pdf>. (last visited: March 10, 2024).

式乃，證券商在證券市場交易時間外向大股東逐批買進股票並以折扣價出售給投資人，其流程為大股東向證券商告知其欲出售股票之意向，於收盤後，證券商建議投資人買進該檔股票，而於第二天收盤後，股票將進行交易。另因鉅額交易係於收盤後進行，價格將係取決於當日收盤價，因此若股價過低，將使出賣人降低賣出手中持股之意願。

2. 案件事實¹⁴⁹

本案被告公司—SMBC 日興證券公司¹⁵⁰ (SMBC Nikko Securities Inc.) 為日本大型證券商並從事有價證券交易相關業務，其內部高階管理人員—被告 A，於 2019 年 3 月 20 日至 2020 年 3 月 17 日間，任職該公司股權交易部副理乙職，負責全部門監督業務並辦理公司自有資金股票投資業務。

被告 A 於 2019 年 12 月 25 日，考量因在東京證券交易所上市之 K 發行公司股票，當日收盤價明顯較前一交易日收盤價為低，從而為避免出現股價下跌情形，A 與同部門員工 N、O 通謀，擬將該檔股票之當日收盤價維持在 5,070 日圓（約新臺幣 1,043 元）左右，後於當日下午 2 點 13 分左右至下午 3 點 00 分左右，透過公司自有資金於市場大量下達限價 5200 日圓（約新臺幣 1,069 元）共 32 萬股之買進單，且實際認購總數為 31 萬 4,800 股。

從而，東京地方檢察廳，復於 2022 年 3 月 24 日以被告 A 涉嫌

¹⁴⁹ 本案涉及公司內部多名高階管理人員從事類似犯罪行為，本文僅試就其中一名被告犯罪行為進行說明。

¹⁵⁰ SMBC 日興證券為「三井住友金融集團」(Sumitomo Mitsui Financial Group Inc.) 之證券子公司，該公司係三井集團於 2009 年自花旗集團所併入並與集團原證券子公司合併而成，三井集團期望藉此擴展客戶數及擴大承銷業務及手續費收入。另為達成全球化發展，SMBC 日興證券於美洲、歐洲及亞洲各大金融重鎮皆設有分支機構，並於 2014 年自瑞士銀行 (UBS) 挖角美國籍 Trevor Hill 擔任總公司股權交易部經理，復於隔年自高盛 (Goldman Sachs) 挖角山田誠 (即本案被告 A) 擔任股權交易部副理乙職。

違反金融商品交易法第 159 條（非法穩定操縱交易）規定予以逮捕並起訴之；SMBC 日興證券公司亦被同步起訴之。

3. 法院判決結果

(1) 被告公司

本案各項犯罪行為均由被告公司多名高階管理人員主動實施，期間法遵人員有多次注意到違法之可能性，然卻無採取任何適當作為，致使縱容高階主管之違法行為，因此被告公司受金融廳處以停業處分，並受東京證券交易所處以 3 億日圓過失違約金。

此外，金融商品交易法規定之必要沒收及追加罰金之處分的目的在於剝奪被告公司透過操縱市場等犯罪行為獲得之所有財產來抑止此犯罪行為，法院判處應追徵沒入 44 億 7,014 萬 2,420 日圓（約新臺幣 9 億 2,608 萬 6,110 元）。而被告公司被認定其內部人員實施各項犯罪行為，其行為是作為法人從中欲取得之獲利目的，遂法院另判處對 SMBC 日興證券公司處以 7 億日圓（約新臺幣 1 億 4,502 萬元）罰金。

(2) 被告 A

被告 A 作為被告公司股權交易部副理，為負責業務決策之高階管理人員，然考慮被告未有前科，法院僅對被告 A 判處 1 年 6 個月監禁並得緩刑。

二、監視制度

(一) 監視組織

所謂操縱市場係指有意識地或人為地引起市場價格變化，使價格看似由供需自然形成而誤導他人，並利用市場波動為自己謀取利益之行為，此類行為將阻礙市場公平價格形成，對投資人造成意外損失，

因此受日本金融商品交易法所禁止，違反前屬違規者將受 SESC 處予行政罰鍰及遭提起刑事訴追。從而，為檢視現貨市場（如東京證券交易所，Tokyo Stock Exchange, TSE）及衍生性商品市場（如大阪交易所，Osaka Securities Exchange, OSE）之市場操縱等不公平交易行為，日本交易所監管機構（Japan Exchange Regulation, JPX-R）¹⁵¹每日分析交易趨勢，針對問題股價或交易量突然波動者，或日本交易所集團（Japan Exchange Group, Inc., JPX）亦得就內外部提供資訊之問題，若涉嫌進行不公平交易行為者，皆會向 SESC 進行報告¹⁵²，有關 SESC 與自律

¹⁵¹ 日本交易所監管機構（JPX-R），其隸屬日本交易所集團（JPX）為一獨自律機構，其成立目的係為維護日本證券市場穩定，其主要從事上市審查、上市公司法令遵循、市場監督以及交易參與者（有資格直接進入東京交易平台之經紀商）之檢查與審查等自律監管業務。參閱：<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/about-jpx/business/index.html>（最後瀏覽：2024年5月7日）

¹⁵² See Japan Exchange Group, Inc. *Market Manipulation*, available at <https://www.jpx.co.jp/english/regulation/preventing/manipulation/index.html> (last visited: March 7, 2024).

組織（如日本交易所及證券商公會）間監視運作聯繫架構，如圖 3-2。

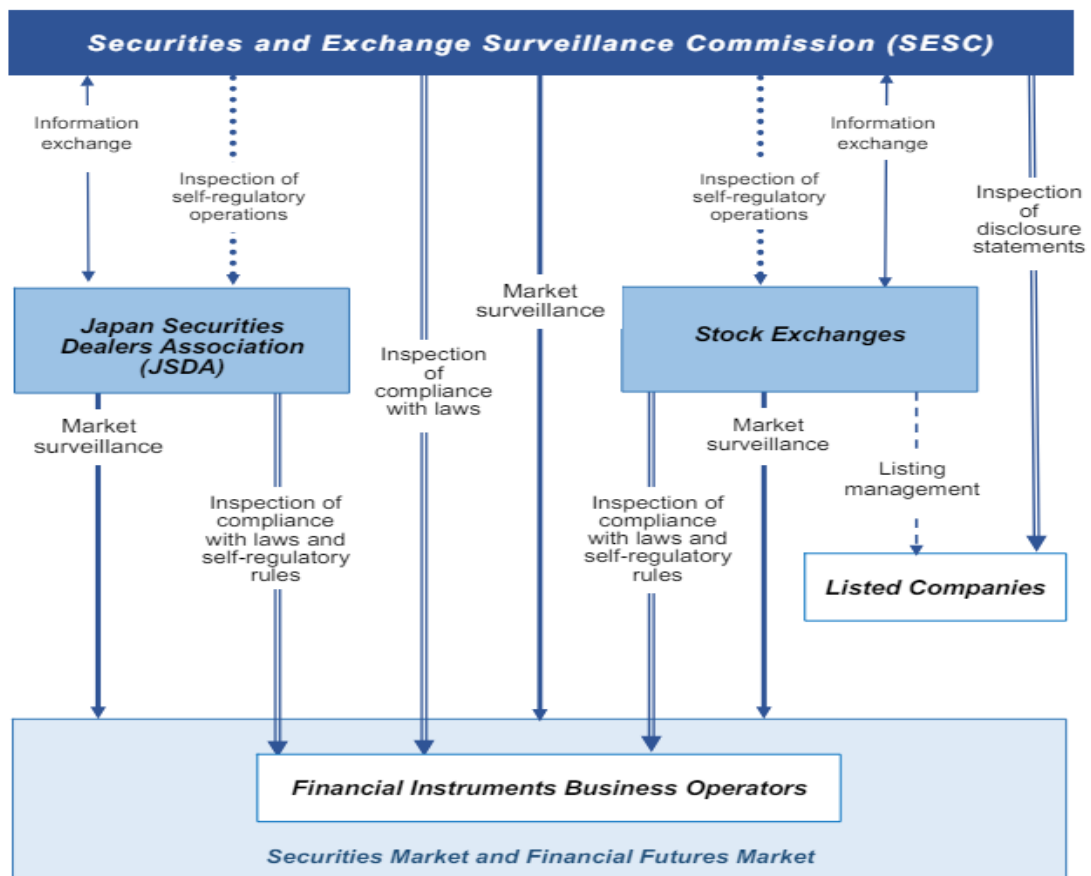


圖 3-2 SESC 與自律組織間監視運作聯繫架構

資料來源：證券交易監視委員會

(二) 監視作業

觀察日本交易所集團「市場監視」流程¹⁵³（如圖 3-3），其步驟如下：

1. **篩選進行調查之證券**：透過 JPX 市場監視系統（Market Surveillance System）進行篩選或透過相關部門或第三方提供資訊來進行篩選；
2. **調查程序**：此階段將分析被調查證券之價格及交易量走勢，另分

¹⁵³ 參閱金融商品交易法，同前註 141。

析將交易參與方（如證券公司）交易份額走勢，並透過查詢交易參與者以找出進行交易之客戶。

3. **選擇待檢查證券：**向交易參與者索取委託客戶之交易資料並進行分析。
4. **檢查階段：**要求交易參與者提供訂單下達和執行之背景及詳細客戶資訊，並對資訊進行分析。
5. **報告製作：**向 SESC 進行報告，並視需要向上市公司及交易參與者提出警告。

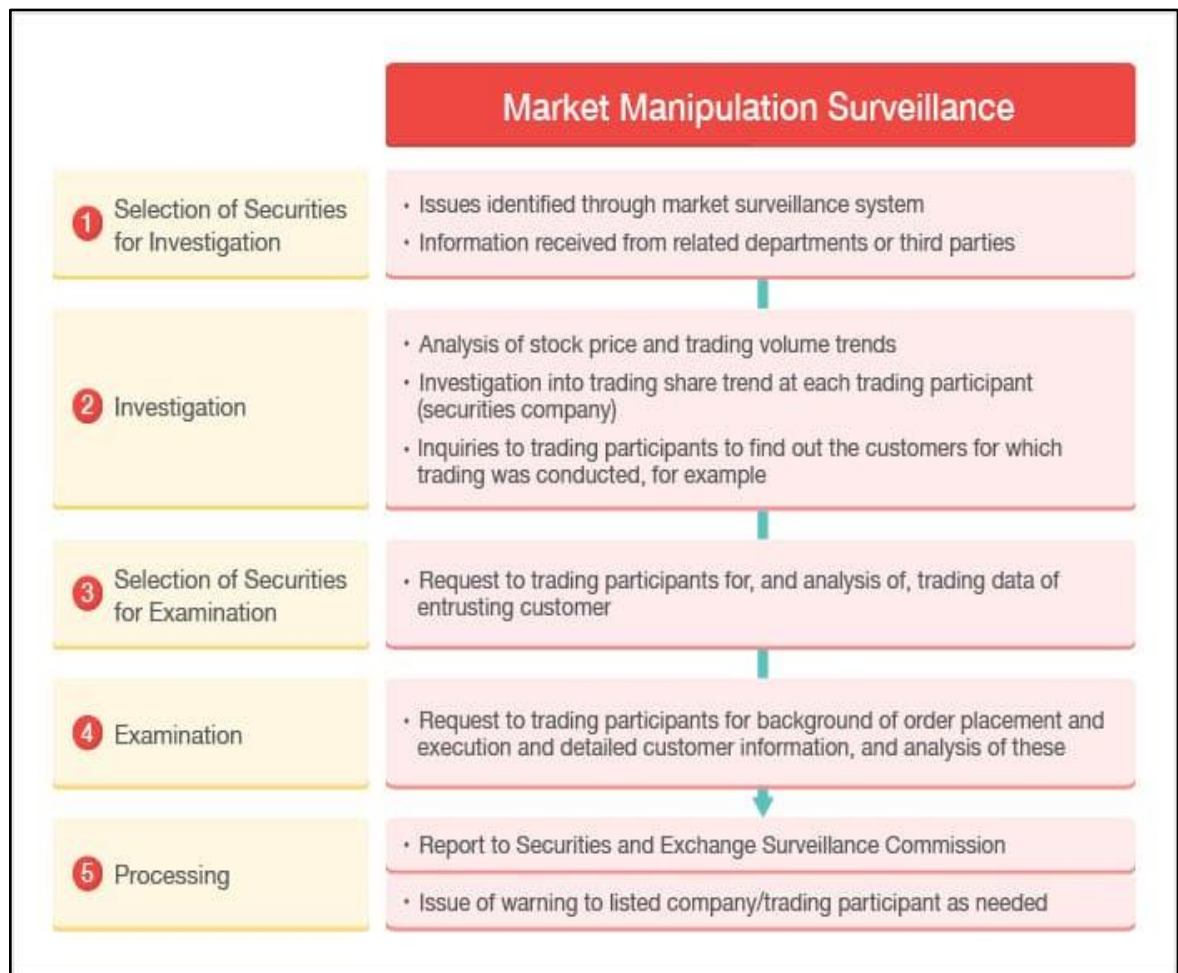


圖 3-3 日本交易所集團市場監視流程圖

資料來源：日本交易所集團

實務上，有關 JPX-R 認為可能導致不公平交易之行為，類型如表

3-12 :

表 3-11 JPX-R 認為可能導致不公平交易之行為列表

編號	分類	行為類型
1	櫃檯交易（將銷售或購買與同一交易參與者的購買或銷售相匹配） （ Counter Trading [Matching a Sale or Purchase with a Purchase or Sale From the Same Trading Participant]）	櫃檯交易以提高股價（ Counter Trades to Raise Stock Prices）
2		櫃檯交易模擬活躍交易（ Counter Trades to Simulate Active Trading）
3		買賣不平衡的櫃檯交易（ Counter Trades with an Unbalance Between Buy and Sell）
4		提高收盤價後進行櫃檯交易（ Counter Trades After Raising the Closing Price）
5	詐欺等 （ Spoofing）	詐欺（ Spoofing）
6		開拍前的詐欺行為（ Spoofing Before the Opening Auction）
7		旨在阻止訂單之詐欺行為（ Spoofing Intended to Discourage Orders）

資料來源：本研究整理

（1）透過交易以提高股價（ Counter Trades to Raise Stock Prices）

舉例說明（如圖 3-4），股價目前為 500 日元，然投資人 A 希望盡可能以高價出售其股票。為實現此目標，其透過以下行為：（1）投資人透過以 505 日圓價格下達 10 個單位之賣單及買單，將股價提升至 505 日元。同時，其以 508 日圓價格發出 10 個單位之賣出指令，比當前價格高出 8 日圓。（2）第三人看到 A 之反向交易致股價上漲，錯誤地認為股價將持續上漲，並下達買入指令，此意味 A 成功以更高價（508 日圓）出售其股票。從而，JPX 認為此試圖透過故意對抗同一參與者之買賣指示來改變股票價格之行為，可能導致不公平交易，

須密切監視此類操縱行為。

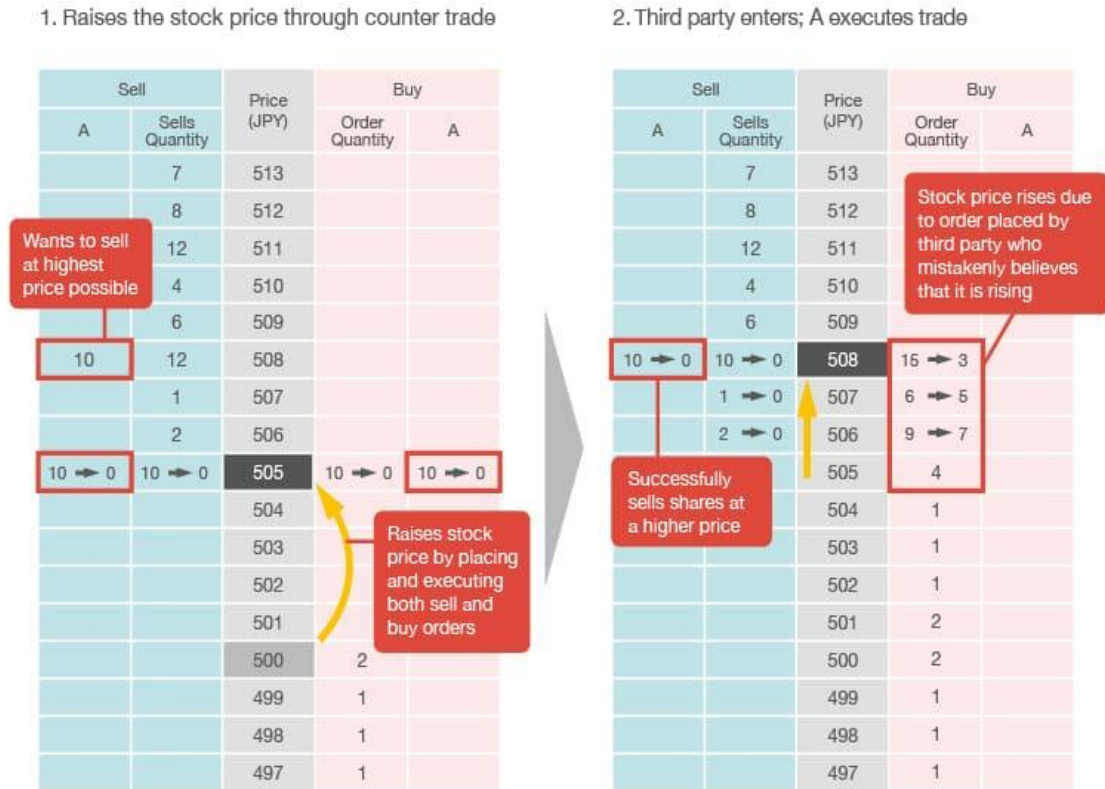


圖 3-4 透過交易以提高股價圖示

資料來源：日本交易所集團

(2) 模擬活躍交易 (Counter Trades to Simulate Active Trading)

舉例說明 (如圖 3-5)，當前股價為 500 日圓，然投資人 A 期望盡以高價出售其股票，為實現此目標，其進行以下行為：(1) 透過以 500 日圓價格下達 100 個單位之賣出和買入單並予執行 (反向交易) 來提升交易量。(2) 看到 A 之反向交易致交易量增加，其他多位之第三人誤認為交易活躍而交易該股票，當股價上漲時，A 成功以更高價格 (550 日圓) 出售其股票。JPX 認為此故意對抗同一參與者買賣訂單來增加交易量之行為，可能導致不公平交易之行為，故須對此行為進行監視。

1. Trading volume surges due to counter trade

Sell		Price (JPY)	Buy	
A	Sells Quantity		Order Quantity	A
	31	508		
	23	507		
	19	506		
	14	505		
	12	504		
	16	503		
	11	502		
	8	501		
	100	500	100	100
		499	6	
		498	12	
		497	17	
		496	20	
		495	18	
		494	23	
		493	11	
		492	21	

Trading volume increases due to placement and execution of both sell and buy orders

Without A's counter trade, trading volume is 100 units.

After A's counter trade, trading volume is 200 units.

Trading volume increased

2. Price increases due to third party entry; A sells stocks



圖 3-5 模擬活躍交易圖示

資料來源：日本交易所集團

(3) 買賣不平衡之交易 (Counter Trades with an Unbalance Between Buy and Sell)

舉例說明 (如圖 3-6)，拍賣前預計開盤價為 500 日圓，投資人 A 從事以下行為：(1) 下達 100 個單位市價賣單和 110 個單位市價買單，並於開盤時執行 (反向交易)，從而增加交易量並將開盤價提高至 505 日元 (實際上僅買入 10 單位售價 505 日圓)；(2) 第三人因看到 A 的反向交易致股價上漲，誤以為股價將持續上漲並下買單，致使股價走升。A 成功以更高價格 (510 日圓) 出售其在開盤時購買的 10 單位股票。

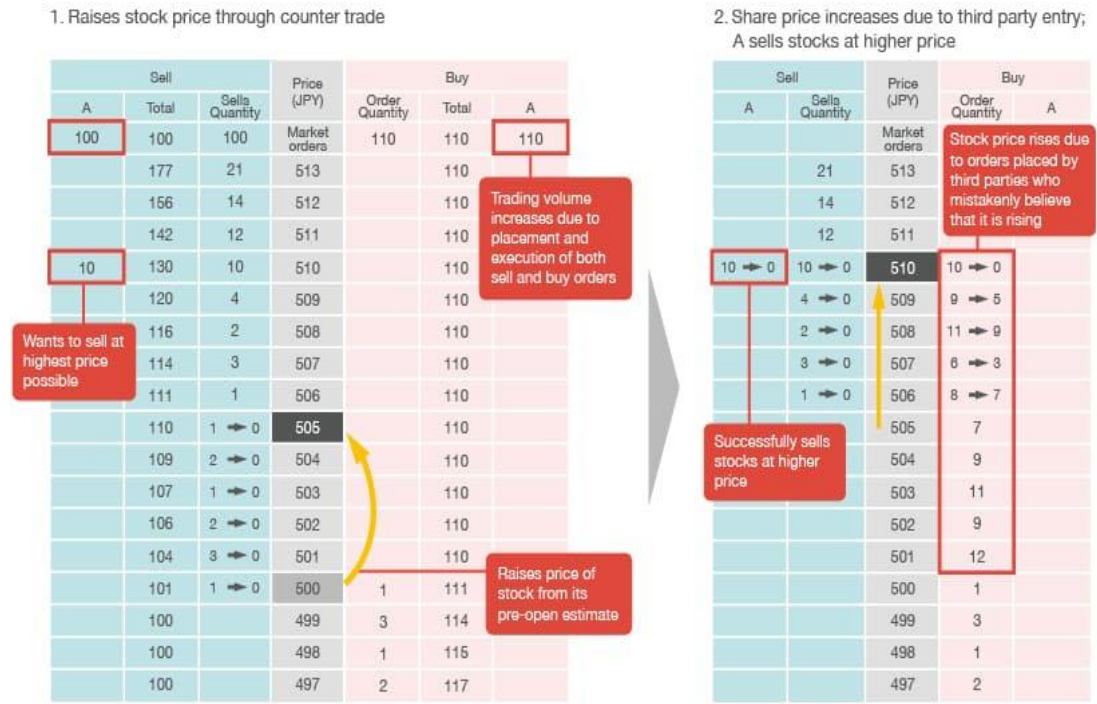


圖 3-6 買賣不平衡之交易圖示

資料來源：日本交易所集團

(4) 提升收盤價後進行交易 (Counter Trades After Raising the Closing Price)

舉例說明 (如圖 3-7)，隨著接近保證金交易償還日，投資人 A，希望以更高價格進行反向交易以展期。為實現此目標，其從事以下行為：(1) 在收盤前以較目前價格高 5 日圓之價格 (505 日圓) 下達 10 個單位之買入指令並予執行，將收盤價設定為更高價格 (505 日圓)，從而提升第二天之基礎價格；(2) 在隔天開盤前下達賣出指令和買入指令 (均為 100 單位之市價指令)，並在開盤時執行，從而提升基準價格 (505 日元) 進行反向交易。從而，JPX 認為故意移動與交易相關股價之行為可能會導致不公平交易，故將對此進行密切監控。

1. Raises stock price just before closing

Sell		Price (JPY)	Buy	
Sells Quantity	Order Quantity		A	
		Market orders		
1		513		
1		512		
2		511		
3		510		
1		509		
1		508		
2		507		
1		506		
3	→ 0	505	10 → 0	10 → 0
2	→ 0	504		
2	→ 0	503		
2	→ 0	502		
1	→ 0	501		
		500	1	
		499	2	
		498	1	
		497	3	

Raises closing price through own purchase

Base price also rises in line with closing price

2. Executes counter trade at higher price

Sell			Price (JPY)	Buy		
A	Total	Sells Quantity		Order Quantity	Total	A
100	100	100	Market orders	100	100	
			Market orders	100	100	
			108	1	100	
			107	1	100	
			106	1	100	
			105	1	100	
			104	1	100	
			103	1	100	
			102	1	100	
			101	1	100	
			100		100	
			505		100	
			504	1	101	
			503	1	102	
			502	1	103	
			501	1	104	
			500	1	105	
			499	1	106	
			498	1	107	
			497	1	108	

Enacts counter trade at higher price by placing and executing both sell and buy orders

圖 3-7 提升收盤價後進行交易之圖示

資料來源：日本交易所集團

(5) 詐欺行為 (Spoofing)

舉例說明 (如圖 3-8)，某檔股票當前價格為 500 日圓，但投資人 A 期望盡可能提升股價後出售其股票。為達此目的，投資人 A 從事以下行為：(1) 其透過下達 400 個單位之虛假買單 (投資人 A 實則無意執行訂單)，價格範圍為 496 日圓至 499 日圓間，並以 505 日圓之較高價格下單 10 單位賣單；(2) 此連續買單誤導他人買進股票，認為股價將上漲。這使得投資人 A 能以 505 日圓之較高價格出售其股票；(3) 而投資人 A 再行取消不必要之買單。

1. Places spoof orders

Sell		Price (JPY)	Buy	
A	Vol.		Vol.	A
	31	508		
	23	507		
	19	506		
10	14	505		
	12	504		
	16	503		
	11	502		
	8	501		
	5	500		
		499	109	100
		498	112	100
		497	110	100
		496	115	100
		495	18	
		494	23	
		493	34	
		492	40	

Wants to sell at highest price possible

Creates artificial buy interest in the stock with orders he has no intention of executing

100
100
100
100

2. Third party orders raise stock price. Sells to third party

Sell		Price (JPY)	Buy	
A	Vol.		Vol.	A
	31	508		
	23	507		
	19	506		
10 → 0	14 → 0	505	15 → 1	
	12 → 0	504	14 → 2	
	16 → 0	503	19 → 3	
	11 → 0	502	13 → 2	
	8 → 0	501	18 → 10	
	5 → 0	500	23 → 18	
		499	109	100
		498	112	100
		497	110	100
		496	115	100
		495	18	
		494	23	
		493	34	
		492	40	

Sells the stock at higher price

Price goes up as others place orders thinking the price is rising

3. Cancels spoof orders

Sell		Price (JPY)	Buy	
A	Vol.		Vol.	A
	31	508		
	23	507		
	19	506		
		505	1	
		504	2	
		503	3	
		502	2	
		501	10	
		500	18	
		499	109 → 9	100
		498	112 → 12	100
		497	110 → 10	100
		496	115 → 15	100
		495	18	
		494	23	
		493	34	
		492	40	

Cancels unnecessary orders

100
100
100
100

圖 3-8 詐欺行為圖示

資料來源：日本交易所集團

(6) 開拍前的詐欺行為 (Spoofing Before the Opening Auction)

舉例說明 (如圖 3-9)，開盤前之預期匹配價格為 500 日圓，但投

資人 A 期望以盡可能較高之價格出售其股票。為達成此一目的，投資人 A 從事以下行為：(1) 其於開盤競價前下達 100 張「詐欺性」市價買單（投資人 A 擇實無意執行訂單），將預期匹配價格提高至 505 日圓。她還以 505 日元價格下 10 單位賣單，較原來預期匹配價格高出 5 日圓；(2) 投資人 A 市價買入指令（欺騙之指令）誤導他人買入股票，認為股價會上漲。投資人 A 隨後在開盤競價前取消不必要之市價買盤；(3) 這使得投資人 A 能夠在開盤競價時以 505 日圓價格出售其股票。JPX 認為交易者無意執行、意圖波動預期撮合價格之「欺騙訂單」視為可能導致不公平交易之行為，故須對此進行密切監控。

實務運作上，市場監理分為兩個層次：其一為「調查」層次，主要係在篩選潛在問題；其二為「檢查」層次，對調查確定存在潛在問題的案件進行詳細分析，如內線交易、操縱市場、衍生性商品等不當行為之角度進行檢查。據 JPX 統計，2022 會計年度（即 2022 年 4 月至 2023 年 3 月止）市場濫用相關調查及檢查數量為 1,042 及 22 件，如圖 3-11。

		(Number of Cases)			
Classification		Investigation		Examination	
		FY2022	Year-on-year Change	FY2022	Year-on-year Change
Insider trading	Capital increase	81	-26	10	-13
	Capital reduction	19	+4	2	-2
	Share buybacks	173	+38	8	-1
	Share splits	48	-26	2	-2
	Dividend transfers	409	+11	10	+3
	Mergers	1	±0	0	±0
	Business tie-ups	80	+8	9	-8
	Losses incurred through operations	60	-32	0	-3
	Change in major shareholders	4	+2	0	±0
	Information on financial results	529	-218	11	-10
	Other material facts	241	-17	42	-18
	Subtotal	1,645	-256	94	-54
	Market manipulation (stock price fluctuations, etc.)	1,042	+138	22	-12
Derivatives-related	190	+28	0	-1	
Other	0	±0	0	±0	
Total	2,877	-90	116	-67	

圖 3-9 JPX 2022 年度各市場濫用行為調查及檢查數量統計圖

資料來源：日本交易所集團

此外，參酌東京證券交易所（Tokyo Stock Exchange, TSE）「警報發布系統概要」（Outline of System for Issuing Alerts）¹⁵⁴所示，TSE 設有證券及發行公司資訊預警系統，如有必要時將對外提供投資人知悉，而就警示發布時點部分，如市場有以下情形且 TSE 認有必要提供投資人知悉時，將對外發出警示，說明如下：

- (1) 當出現可能對投資決策產生重大影響之不明確資訊（即洩漏或

¹⁵⁴ See Tokyo Stock Exchange, *Outline of System for Issuing Alerts, 1*, available at <https://www.jpx.co.jp/english/markets/equities/alerts/tvdivq000000f2g-att/b5b4pj000002wqo6.pdf> (last visited: March 10, 2024).

謠言等)時。

- (2) 依 TSE 業務規則 (Business Regulations) 第 30 條¹⁵⁵規定，就證券或其發行人有其他需特別注意之情況時。
- (3) 於需時間才能進行適當資訊揭露或僅得立即揭露某些資訊之情況時，交易所能及時、靈活地向投資人發出有關不明確資訊之警示。
- (4) 每次於交易所認必要時皆會發出警示，且不會刪除。如此，當有未明確資訊出現之當日，可針對單一案件發出多個警示，且可在隨後之幾日針對同樣未明確之資訊發出警示。
- (5) 對發布警示及停止交易之決策為分開進行。

TSE 於公布警示資訊時，將通知證券商或在其網站上揭露，以對外周知，而警示發布內容則包括：警示發布日期、有價證券代碼、有價證券名稱、發布警示原因及是否公布未結保證金交易¹⁵⁶等資訊。

¹⁵⁵ **Tokyo Stock Exchange Business Regulations, Rule 30. Alerts to Investors**

Where any of the following items is met and the Exchange deems it necessary to make such fact widely known, the Exchange may issue an alert to investors:

- (1) Where there is information that is deemed likely to have material impact on investment decisions, and contents of the information are unclear; or
- (2) Where there are other circumstances regarding information on a security or its issuer, etc. that are deemed to require attention.

¹⁵⁶ 未結保證金交易 (Publication of Outstanding Margin Trading) · 係指 TSE 是否公布該檔股票之信用交易餘額。

第二項 新加坡

新加坡國會於 2001 年 10 月 5 日通過「證券期貨法 (Securities and Futures Act, SFA)」及「2001 年財務顧問法 (Financial Advisers Act 2001, FAA)」，前述規範為新加坡金融管理局 (Monetary Authority of Singapore, MAS) 為統合監理金融商品及業務所訂之法律基礎。而依證券期貨法第 5 條規定，揭櫫下列三項立法目的，包括：(1) 促進形成公平、秩序及透明之市場；(2) 促進資本配置效率市場及風險轉移；(3) 降低系統性風險等目標¹⁵⁷。

證券期貨法借鏡原「證券業法 (Securities Industry Act, SIA)」及「期貨交易法 (Futures Trading Act, FTA)」相關規範，並整合金融服務提供者之許可機制，另尚借鏡「公司法 (Companies Act, CA)」部分規範，其特色，包括：(1) 為金融商品交易者訂定單一許可制度，而非依現行按所涉商品及業務性質區分之單獨許可制；(2) 建立新興監理制度，整合證券和衍生性商品市場及交易所，並適用於其業務涉及新加坡公民之海外市場及交易所，後將透過識別及註冊系統納入 MAS 監理範圍；(3) 於一定程度上取消破產規則對結算會員之影響，如此可確保會員破產不干擾已執行交易之清算與結算作業等特色。

證券期貨法計 24 章，分別為總則、市場組織、交易保管、結算機構、集中保管系統、控股公司核准、資本市場服務執照持有者及代表人、簿記客戶資產及審計、業務行為、財務基準、衍生性商品契約報告、衍生性商品結算、衍生性商品交易、利益衝突揭露、短線交易、證券產業理事會及公開收購要約、監理調查、境外監理機構協助、投資人賠償機制、市場行為、投資要約、申訴機制及雜項規範等規範事

¹⁵⁷ Securities and Futures Act, §5.

項。

證券期貨法第 12 章項下即訂有「市場行為 (Market Conduct)」規範，內容包括：(1) 資本市場商品禁止行為 (Prohibited Conduct — Capital Markets Products)、(2) 金融基準禁止行為 (Prohibited Conduct — Financial Benchmarks)、(3) 內線交易 (Insider Trading)、(4) 民事責任 (Civil Liability)、(5) 歸屬責任 (Attributed Liability) 及 (6) 管轄等雜項 (Miscellaneous) 規範。

一、股價操縱

證券期貨法定有內線交易及其他市場濫用行為等相關規範，其中有關禁止市場操縱行為，包括：(1) 虛假交易及市場操縱；(2) 市場操縱；(3) 散播假訊息；(4) 使用操縱或欺騙手段等行為。違反內線交易及前述其他市場濫用行為者，通常將被處以刑事處罰，且最高可處 7 年以下監禁或科新幣 25 萬元以下之罰金 (約新臺幣 599 萬元)，且可兩者併罰之。法院亦可判處行為人負擔民事責任，賠償金額最高可達因違規而獲利潤或避免損失金額 3 倍之金額。

另於證券期貨法第 339 條規定，亦定有主要犯罪行為訴追之域外效力，故可就新加坡境內及部分境外犯罪行為進行訴追，此舉旨乃在強化對新加坡公民或向新加坡公民提供跨境金融服務之監理效力，而為確定域外行為是否對新加坡產生實質且合理可預見之影響時，MAS 將評估下列因素，包括：(1) 向新加坡提供服務或發出要約之人數；(2) 該行為是否對新加坡金融體系健全、穩定和安全，或對公眾或投資人對新加坡金融體系健全、穩定和安全之信心產生重大或不利影響，或損害所保護投資人之公共利益；(3) 新加坡境內是否有廣告或針對新加坡公民之廣告行為；(4) 外國實體是否接受或願意接受新加

坡境內人士之命令或申請；(5) 是否缺乏適當和顯著之免責聲明；及
(6) 是否使用新幣作為服務定價者等綜合因素等。

(一) 類型及要件

市場操縱涉及干擾市場之價格形成，對證券價格或市場造成人為、虛假或具誤導性之表象。而沖洗賣賣、預先安排交易及標記收盤價係屬不同類型之市場操縱行為，說明如下：

1. 虛假及操縱市場交易 (False Trading and Market Rigging Transactions)

沖洗交易係指證券之實質所有權未有變動之交易，即證券買方亦為賣方或與證券賣方具關連性者。沖洗交易及其他預先安排之交易可能因各種原因而被執行，如延長交易結算期間、人為影響櫃檯價格或對投資人造成對特定證券標的交易熱絡之錯誤印象。而其他無意識到交易價格或交易量已被操縱之投資人，很可能將因此依賴該不準確之市場資訊。

從而，依證券期貨法第 197 條（下同）第 1 項¹⁵⁸規定，任何人不得作出任何行為、安排進行任何行為或從事任何連續行為，如該人作出該行為、安排作出該行為或從事該連續行為（視屬何情況而定）之目的，係為製造虛假或具誤導性之表象者，如：(a) 在有組織市場上活躍地買賣任何資本市場商品；或 (b) 任何在有組織市場買賣的資本市場商品之市場或價格。

另依證券期貨法同條第 1A 項¹⁵⁹規定，任何人不得從事任何行為，致任何行為被履行，或參與任何行為，在有組織之市場上，對任何資

¹⁵⁸ Securities and Futures Act, §197(1).

¹⁵⁹ Securities and Futures Act, §197(1A).

本市場商品進行積極交易，或對在有組織之市場上交易之任何資本市場商品之市場或價格方面，產生或可能產生虛假或誤導之外觀，若(a)該人知悉為此行為，致該行為被履行，或參與該行為（視情況而定）將產生，或可能產生，該虛假或誤導之外觀者；或(b)該人對為此行為，致該行為被履行，或參與該行為（視情況而定）是否會產生，或可能產生，該虛假或誤導之外觀，採取重大過失（Reckless）之行為者。參酌同條第2項¹⁶⁰規定，任何人不得透過以下方式維持、抬高、壓低或造成任何資本市場商品之市場價格波動，諸如(a)透過任何不涉及資本市場商品實質受益權變更之買賣資本市場商品之行為；或(b)透過任何虛假交易或手段者。

復依證券期貨法同條第3項¹⁶¹規定，於不限制前述同條第1項規定之情況下，假定某人之目的或某人的目的之一，係是在有組織的市場上產生資本市場商品活躍交易之虛假或誤導性表象者，若該人：(a)直接或間接地進行、參與、關注或執行任何買賣¹⁶²資本市場商品之交易，該交易不涉及任何資本市場商品實質所有權之變更者；(b)提出或使其提出以指定價格出售資本市場商品之要約，在該情況下，該人已提出或使其提出，或者打算提出或使其提出，或知悉該人有關之人已提出或使其提出，或者打算提出或使其提出，一個以與第1項所提之價格基本相同之價格購買相同數量或基本相同數量的資本市場商品要約；(c)提出或使其提出以指定價格購買資本市場商品的要約，在該情況下，該人已提出或使其提出，或者打算提出或使其提出，或知悉與該人有關之人已提出或使其提出，或者打算提出或使其提出，

¹⁶⁰ Securities and Futures Act, §197(2).

¹⁶¹ Securities and Futures Act, §197(3).

¹⁶² Securities and Futures Act, §197(7). 本款中提及對資本市場商品進行買賣交易的指稱，包括：(a) 提出要約買賣資本市場商品之指稱；以及 (b) 提出邀請的指稱，無論表達方式如何，明示或暗示地邀請一人提出要約買賣資本市場商品者。

一個以與第 1 項所提之價格基本相同的價格出售相同數量或基本相同數量的資本市場商品要約，則推定該人之目的之一係在有組織的市場上製造虛假或誤導之外觀，以積極交易資本市場商品。

此外，依證券期貨法同條第 4 項¹⁶³規定，若被告能夠證明，其進行該行為的目的或目的並非包括產生虛假或誤導之外觀，即在有組織的市場上積極交易資本市場商品，則前述同條第 3 項之推定將可被予以推翻之。另同條第 5 項¹⁶⁴規定，就本條而言，若在買賣後，任何以下之人對資本市場商品擁有利益，則買賣資本市場商品不涉及對實質所有權之變更者，包括：(a) 在買賣前對資本市場商品擁有利益之人；(b) 與前述第 a 款所述人士有關聯者。

最後，依同條第 6 項¹⁶⁵規定，就一人進行與之一項未涉及對資本市場商品實質所有權變更之依第 2 項之違規買賣行為之訴訟，若被告能證明買賣該商品之目的或目的並非，或不包括對商品之市場或價格產生虛假或誤導外觀者，將可以此作為抗變。

2. 證券及以證券為基礎之衍生性契約市場操縱 (Market Manipulation in Relation to Securities and Securities-based Derivatives Contracts)

依證券期貨法第 198 條 (下同) 第 1 項¹⁶⁶規定，任何人不得直接或間接地對一家公司之證券或以證券為基礎之衍生性契約進行兩筆以上之交易，此些交易將導致該公司證券或以證券為基礎之衍生性契約 (視情況而定)，在有組織市場上之價格上漲、下跌、維持或穩定，

¹⁶³ Securities and Futures Act, §197(4).

¹⁶⁴ Securities and Futures Act, §197(5).

¹⁶⁵ Securities and Futures Act, §197(6).

¹⁶⁶ Securities and Futures Act, §198(1).

且有意引導其他人認購、購買或出售該公司或相關公司之證券或以證券為基礎之衍生性契約；復依同條第 2 項¹⁶⁷規定，任何人不得直接或間接地對一商業信託之證券或以證券為基礎之衍生性契約進行兩筆以上之交易，此類交易將導致該商業信託之證券或以證券為基礎之衍生性契約（視情況而定）在有組織市場上的價格上漲、下跌、維持或穩定，並且有意引導其他人認購、購買或出售該商業信託的證券或以證券為基礎之衍生性契約。

依同條第 3 項¹⁶⁸規定，在本條中：(a) 對一家公司之證券或以證券為基礎之衍生性契約進行交易，包括：(i) 提出要約買賣該等證券或以證券為基礎之衍生性契約之指稱；及 (ii) 提出要約之指稱，無論表達方式為何，直接或間接地要約一人提出要約買賣該等證券或以證券為基礎之衍生性契約；以及 (b) 對一個商業信託之證券或以證券為基礎之衍生性契約進行交易之指稱，包括：(i) 提出要約買賣該等證券或以證券為基礎之衍生性契約之指稱；以及 (ii) 提出要約之指稱，無論表達方式為何，直接或間接地邀請一個人提出要約買賣該等證券或以證券為基礎之衍生性契約等。

3. 虛假或誤導性陳述等 (False or Misleading Statements, etc.)

依證券期貨法第 199 條¹⁶⁹規定，任何人不得發表或傳播在重大方面是虛假或誤導的陳述或資訊，且此可能：(a) 引導其他人認購證券、以證券為基礎的衍生性契約或集體投資計劃單位；(b) 引導其他人買賣證券、以證券為基礎的衍生性契約或集體投資計劃單位；或 (c) 具有（無論是否重要）提高、降低、維持或穩定證券、以證券為基礎之

¹⁶⁷ Securities and Futures Act, §198(2).

¹⁶⁸ Securities and Futures Act, §198(3).

¹⁶⁹ Securities and Futures Act, §199.

衍生性契約或集體投資計劃單位之市場價格效果，若當該人發表該陳述或傳播該資訊時：(d)該人不關心該陳述或資訊係真實或虛假；(e)該人知悉或應當合理知悉該陳述或資訊於重大方面係虛假或具誤導的情形。

4. 欺詐性地誘使他人從事資本市場商品之交易 (Fraudulently Inducing Persons to Deal in Capital Markets Products)

依證券期貨法第 200 條(下同)¹⁷⁰第 1 項規定，任何人不得：(a) 透過發表或公布其知悉或合理應知悉具誤導性、虛假或欺騙性之任何陳述、承諾或預測；(b) 透過對重要事實之不誠實隱瞞；(c) 透過重大過失 (Recklessly) 地發表或公布任何具誤導性、虛假或欺騙性之陳述、承諾或預測；或 (d) 透過記錄或存儲在任何機械、電子或其他裝置中之其知悉在重大方面是虛假或誤導之資訊，誘使或試圖誘使另一人進行資本市場商品之交易。

復依同條第 2 項¹⁷¹規定，對因記錄或存儲資訊而構成同條第 1 項違規行為之訴訟，若證明被告在記錄或存儲資訊時，未有合理理由認為該資訊將對其他人可取得時，則該被告可以此作為抗辯。依同條第 3 項¹⁷²規定，對因與證券、以證券為基礎之衍生性契約或集體投資計畫單位進行交易而構成同條第 1 項違規之訴訟者，任何會計師對其依公認審計原則對公司進行審計或檢查之某一時點或某一期間財務狀況之意見皆係可接受作為訴訟之任一方就該時點或該期間對該公司財務狀況之證據，即使該意見全部或部分基於簿記記錄、文件或憑證，或其他人之書面或口頭陳述者。

¹⁷⁰ Securities and Futures Act, §200(1).

¹⁷¹ Securities and Futures Act, §200(2).

¹⁷² Securities and Futures Act, §200(3).

5. 使用操縱及欺騙手段(Employment of Manipulative and Deceptive Devices)

依證券期貨法第 201 條¹⁷³規定，在與認購、買賣任何資本市場商品相關情況下，任何人不得直接或間接地從事以下行為，包括：(a) 使用任何詐騙性手段、計畫或技巧；(b) 從事任何行為、實踐或業務行為，該行為對任何人構成或可能構成詐騙或欺騙；(c) 發表其知悉在重大方面為虛假之陳述者；或(d) 省略陳述一項在必要重大事實，以使依據其發表陳述在發表時之情況下不具誤導性。

6. 操縱衍生性商品契約價格和壟斷 (Manipulation of Price of Derivatives Contracts and Cornering)

依證券期貨法第 201B 條規定¹⁷⁴，任何人不得直接或間接地從事以下行為，包括：(a) 操縱或試圖操縱在有組織市場上交易之衍生性契約價格，或者係該衍生性契約所涉及之任何基礎標的之價格；或(b) 壟斷或試圖壟斷任何衍生性契約所涉之任何基礎標的。

(二) 法律效果

現行制度下民事責任罰則僅針對內線交易犯罪行為。修正案將民事處罰之救濟範圍擴大至原相關規範之犯罪行為，以及證券期貨法所定之新興犯罪行為。復依證券期貨法第 204 條¹⁷⁵規定，任何違反本節規定者均屬犯罪行為，一經判決定罪，最高可處 25 萬新幣（約新臺幣 599 萬元）以下之罰金，或 7 年以下之監禁，且可兩者併罰之。另對違反本節規定之人，其 (a) 不得在法院對該人作出依第 232 條所規定之支付民事罰款命令後；(b) 行為人已與當局就支付民事罰款達

¹⁷³ Securities and Futures Act, §201.

¹⁷⁴ Securities and Futures Act, §201B.

¹⁷⁵ Securities and Futures Act, §204.

成協議（不論是否承認責任），依第 232 條第 5 項規定支付民事罰款後，對其進行任何犯罪行為之訴追。

MAS 亦可對違反規定者提起民事訴追，請求最高達其盈利或因此避免損失金額之 3 倍罰鍰，或者在未盈利或損失之情況下，最高可達新幣 200 萬元（約新臺幣 4,792 萬元）¹⁷⁶。新交所亦可向紀律委員會（Disciplinary Committee）指控交易會員或交易代表違反新交所規則 13.8.1 等相關規範。

二、監視制度

（一）監視組織

新加坡證券交易所證券交易有限公司（Singapore Exchange Securities Trading Limited, SGX），為按證券期貨法第 15 條規定獲 MAS 核准之交易所，其轄下新加坡交易所監管公司（Singapore Exchange Regulation Pte Ltd., SGX RegCo¹⁷⁷）與 MAS，於 2019 年所聯合發布之「MAS-SGX 交易監視實務指引（MAS-SGX Trade Surveillance Practice Guide）¹⁷⁸」，以協助該國經紀商在其交易監視業務中訂定及實施良好實踐，參酌前述指引新加坡負責監視資本市場以發現及阻止市場不當行為之三個主要主體，包括：經紀商（Brokers¹⁷⁹）、經核准交易所（Approved Exchanges, AE，如 SGX）及金融管理局（MAS）。

¹⁷⁶ See Singapore Exchange Limited, *Market Manipulation*, available at <https://www.sgxgroup.com/zh-hans/sgxgroup/media-centre/20081204-market-manipulation>. (last visited: March 17, 2024)

¹⁷⁷ 新加坡交易所監理公司（SGX RegCo）為新加坡交易所（SGX）獨立子公司，負責代表新交所及其受監管子公司履行所有第一線監管職能。參閱 <https://regco.sgx.com/about-sgx-regco>。（最後瀏覽：2024 年 5 月 7 日）

¹⁷⁸ See Monetary Authority of Singapore & Singapore Exchange Regulation, *MAS-SGX Trade Surveillance Practice Guide 3*, available at <https://www.mas.gov.sg/publications/monographs-or-information-paper/2019/mas-sgx-trade-surveillance-practice-guide>.

¹⁷⁹ 經紀商被定義為擁有 MAS 授予資本市場執照（Capital Markets Licence）之金融機構，其主要業務係證券交易及期貨契約交易。經紀商係 SGX 交易成員，其在其中進行證券和衍生性商品之交易行為。

其中，經紀商為大多數投資人提供進入資本市場的機會，其主要負責監控其客戶、員工或交易代表（Trading Representatives, TR）¹⁸⁰等之交易活動，而其作為有義務¹⁸¹制止市場失當行為¹⁸²的受監理主體，有責任監督其工作人員行為，並確保其代表人行為符合監理要求。倘若出現潛在市場不當行為，經紀商須審查交易活動，無論其來自 TR 或客戶¹⁸³，並向監理機關（SGX 及 MAS）提交所需報告¹⁸⁴。

SGX 作為資本市場自律組織，其自律規則適用於所有會員及上市公司，並對交易會員實施監控，確保上市商品交易公平且有序。SGX 尚透過監控即時交易活動（Real-time Trading），收集及分析交易資料，以對各自市場進行交易監控。而當發現可能之不當行為時，其將進行初步評估，並於適當情況下將調查結果提交給 MAS 審查。另 MAS 具備自身監控能力，透過技術及數據分析來充實 SGX 的交易監控，對經紀商及 SGX 進行監理，並進行定期檢查，以確保其繼續履行證券期貨法規範之義務與責任。有關 SGX 與 MAS 監視市場自律及監

¹⁸⁰ 係指證券期貨法第 2 條第(1)項定義的交易商在執行活動方面之指定代表、臨時代表或臨時代表之個人而言。See **Securities and Futures Act §2(1)**, (1) In this Act, unless the context otherwise requires —“appointed representative”, in respect of a type of regulated activity, has the meaning given by section 99D, and “appointed representative” means an appointed representative in respect of any type of regulated activity.

¹⁸¹ 參閱 SGX 交易規則 5.12.7 規定，「交易會員或交易代表不得參與規則或任何適用法令規定之證券或期貨契約中之任何禁止市場行為，包括任何內線交易，或故意協助他人此類行為者」。See **SGX Rulebooks § 5.12.7**, A Trading Member or a Trading Representative must not participate in any prohibited market conduct, including any insider trading, in securities or futures contracts under the Rules or any applicable law or regulations, or knowingly assist a person in such conduct.

¹⁸² 參閱證券期貨法第 XII 部分所列之禁止行為。Prohibited conduct as defined under Part XII of the Securities and Futures Act (“SFA”), Cap 289.

¹⁸³ 參閱 SGX Practice Note 5.12.9 第 3.2 段指出，「交易會員之程式應能識別....異常訂單/交易，無論其是來自一個交易代表或客戶，還是來自一組一致行動之交易代表或客戶」。See **Practice Note 5.12.9 Processes for Review of Orders and Trades 3.2**, Trading Members' processes should be able to identify the above irregular orders/trades regardless of whether they originate from one Trading Representative or customer or a group of Trading Representatives and/or customers acting in concert. In addition, they should also be able to identify consistent patterns of irregular trades done over a period of time.

¹⁸⁴ 參閱 SGX 交易規則 5.12.8 規定，「若交易會員或交易代表合理懷疑或知道任何試圖操縱市場、內線交易或任何其他禁止交易行為者，須立即通知 SGX」。See **SGX Trading Rule 5.12.8** states that “A Trading Member or a Trading Representative must immediately inform SGX-ST if it or he reasonably suspects, or knows of, any attempted market manipulation, insider trading, or any other prohibited trading conduct”.

視關係，如圖 3-10。

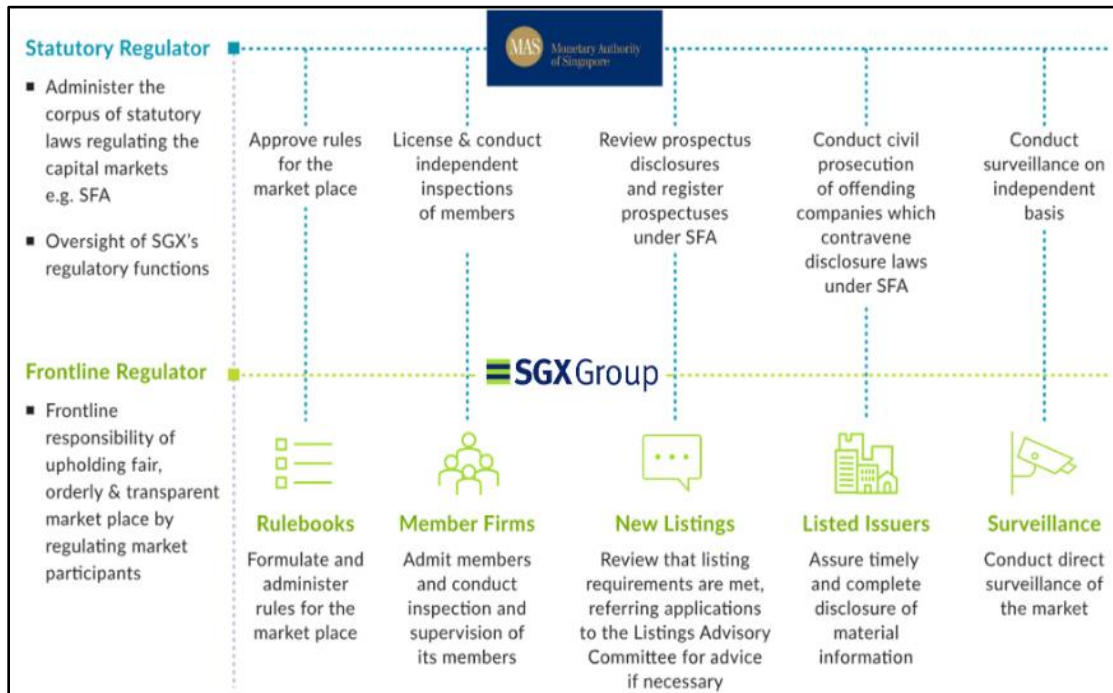


圖 3-10 SGX 與 MAS 監視市場自律及監視關係

資料來源：SGX

SGX RegCo 則負責對 SGX 上市發行人、中介機構和交易活動進行監理，並對市場參與者(如發行人、董事和交易所授權的專業人士)監理行使行政、調查和直接執行權等以落實其監理作為；為辦理相關監理作業，SGX RegCo 發布「交易監視手冊 (Trade Surveillance Handbook)¹⁸⁵」，其會員及註冊代表須遵循 SGX 有關市場不當行為之交易規則，其在執行自營或主要交易時應謹慎行事。若在代表客戶進行交易時，亦應保持警惕，不得協助客戶執行具有操縱性質之交易。會員及其註冊代表若被發現違反新交所交易規則之市場不當行為者，將受紀律處分。新交所亦可能將任何涉嫌參與市場不當行為之投資人、

¹⁸⁵ See SGX RegCo, *Guide/ Handbooks on Trade Surveillance and Other Matters*, available at <https://regco.sg.com/listings-advisory-committeehandbook#Guide/%20Handbooks%20on%20Trade%20Surveillance%20and%20Other%20Matters> (last visited: May 7, 2024).

會員或註冊代表轉介給主管機關調查之。

SGX RegCo 另發布「上市執法手冊 (Listing Manual Enforcement Handbook)¹⁸⁶」作為其監理之依據，並定期（如每財政年度（每年 7 月 1 日至 6 月 30 日）及半年）對外發布執法數據等統計資料。而依上市手冊 (Listing Manual) 規定，SGX RegCo 可行使行政權力，以確保市場公平、秩序及透明，且新交所監管公司的行為不得違背公眾利益。而新交所監管公司有權對發行人、董事、執行長、發行經理人（含就反向收購提供顧問服務之財務顧問）、推薦券商及註冊專業人士（以下合稱「相關人士」）採取措施。

而除 SGX RegCo 辦理執法外，獨立之「紀律委員會 (Disciplinary Committee)」，亦能聽取相關嚴重違規行為之執法作為。據 SGX RegCo 統計資料顯示，於 2023 會計年度間，經其調查送 MAS 之參考案件中，內線交易計有 13 件，市場濫用行為計有 10 件，有關 SGX RegCo 交易相關調查移交 MAS 統計表，如表 3-11。

¹⁸⁶ 上市執法手冊 (Listing Manual Enforcement Handbook) 提供有關執行新交所主板規則和凱利板規則（下稱上市手冊）合規事宜之指引。

表 3-12 SGX RegCo 交易相關調查移交 MAS 統計表

Trading-related investigations referred to the Monetary Authority of Singapore						
	FY2022 Total	FY2023 Total	1H FY2022	1H FY2023	2H FY2022	2H FY2023
Insider Trading (Market Cap ≤ S\$1 billion)	13	13	6	4	7	9
Insider Trading (Market Cap > S\$1 billion)	3	0	1	0	2	0
Insider Trading (Total)	16	13	7	4	9	9
Market Manipulation (Market Cap: Not Applicable)	3	4	1	2	2	2
Market Manipulation (Market Cap ≤ S\$1 billion)	7	6	1	2	6	4
Market Manipulation (Market Cap > S\$1 billion)	0	0	0	0	0	0
Market Manipulation (Total)	10	10	2	4	8	6
Other market misconduct	0	0	0	0	0	0

資料來源：SGX RegCo

(二) 監視作業

SGX RegCo 自 2001 年起採用「即時自動化市場監視系統 (Securities Market Automated Research Trading and Surveillance, SMARTS)」，該系統對價量異常等情形可自動偵測並發出警示，並可重新呈現歷史性交易資料，使監視人員對異常委託行為之成交資料進行查核。

SGX RegCo 作為市場參與者提供公平、有序、透明交易之良好監理平台，其密切監控交易活動，以發現相關市場不當行為，並監督與執行相關交易及監控規則，有關 SGX RegCo 提供顯示行政、調查和執法流程摘要之圖表如圖 3-11。

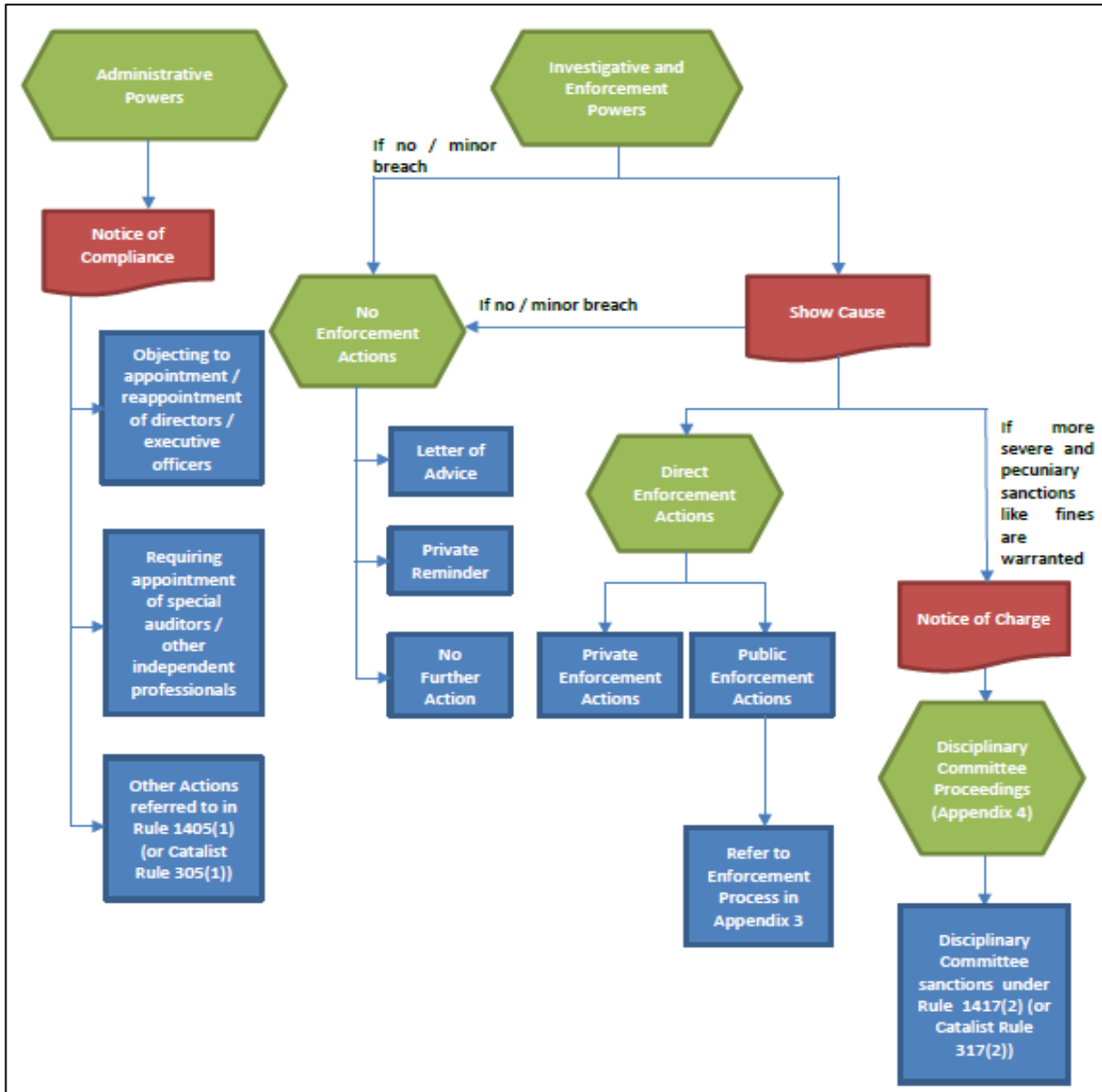


圖 3-11 SGX RegCo 調查及執法流程圖

資料來源：SGX RegCo

SGX RegCo 監視人員於每日交易時間內，將監視個股成交價及成交量，對成交價明顯變動或成交量明顯放大者，將併同分析整體市場之變動趨勢及該股過去之價量表現，以研判是否異常。如判斷為異常者，即查詢「證券市場資訊系統 (MASNET)」中有關該檔個股發行公司之相關報導資訊，如近期內是否有重大訊息發布，倘有無法被合理解釋之異常交易時，即可要求該發行公司說明其財務、業務狀況

並揭露相關資訊，於必要時將異常交易移交執法部門接續調查。

此外，SGX 交易會員與交易代表與其他市場參與者相同，須遵循前述相關市場行為標準。此外，SGX 規範手冊（SGX Rulebooks）第 13.8.1 條之規定¹⁸⁷，交易會員或交易代表不得從事或故意與任何其他人一起從事任何將或可能造成虛假及誤導性表象之行為或做法。交易會員及其代表應警惕操縱行為之可能性。其不應協助客戶進行此類交易，如有疑問，交易代表應向客戶澄清此類交易之原因，並確保不存在市場操縱行為之情形。交易會員有責任確保其交易代表熟悉證券期貨法和新交所 SGX-ST 有關市場操縱之規則。

SGX 透過其分析師團隊於先進監控系統支援下，偵測可能之市場操縱活動。於 2014 年，該系統平均每天產生 120 個警示，每月平均產生 2,400 多個警示，其將對各警示進行評估，以確保是否有採進行動之必要。新交所實則不具備在調查活動中調取記錄或採訪潛在嫌疑人等「相當於警察之權力」。相反地，新交所將審查交易活動，以識別任何可疑交易行為。完成初步調查後，SGX 會將案件移交 MAS 及新加坡警察部隊（Singapore Police Force）轄下商業事務部（Commercial Affairs Department, CAD）¹⁸⁸等法定機構。MAS 和 CAD 均有權對股價操縱者執法¹⁸⁹。

¹⁸⁷ **SGX Rulebooks 13.8.1**, A Trading Member or a Trading Representative must not engage in, or knowingly act with any other person in, any act or practice that will or is likely to:—

- (1) create a false or misleading appearance of active trading in any securities or futures contracts; or
- (2) lead to a false market in respect of any securities or futures contracts. For avoidance of doubt, a false market includes a market in which:—
 - (a) information is false, exaggerated or tendentious;
 - (b) contrived factors are in evidence, such as buyers and sellers acting in collaboration to bring about artificial market prices; or
 - (c) manipulative or fictitious orders, transactions or other devices have been employed.

¹⁸⁸ 商業事務部（CAD）係新加坡主要白領犯罪之調查機構。其調查一系列商業和金融犯罪行為，並透過警惕和專業執法來維護新加坡作為世界級金融和商業中心的完整性。

¹⁸⁹ See SGX Regco, *Manipulation of Stock Prices*, available at <https://www.sgxgroup.com/zh-hans/sgxgroup/media-centre/20141223-manipulation-stock-prices> (last visited: May 7, 2024).

第三項 香港

香港自 1996 年起將監理證券及期貨業者相關等 9 項條例及部分公司條例內容，統一彙總為「證券及期貨條例」(Securities and Futures Ordinance, SFO)，於 2002 年 3 月 13 日經香港立法局通過，並於隔年 4 月 1 日起生效施行。香港政府期望透過新修正後，達成以下目標，包括：(1) 維護及促進證券期貨業之公平、效率、競爭、透明及秩序；(2) 促進大眾對證券期貨業運作及瞭解；(3) 為投資或持有金融商品的投資人提供保障；(4) 最大限度地減少證券期貨業犯罪及不當行為；(5) 降低證券期貨業系統性風險，以及(6) 就證券及期貨業採取適當措施，以維持香港金融穩定¹⁹⁰。從而，香港金融主管機關——「證券及期貨事務監察委員會 (Securities and Futures Commission，下稱證監會)」及香港金融管理局 (Hong Kong Monetary Authority，下稱金管局) 亦依法訂定相應行政及細節性規範。

證券期貨條例新法較原先規範，增修訂以下內容¹⁹¹，如增訂投資人賠償基金，對從事證券及期貨契約交易投資人之賠償限額分別訂為 50 萬港幣 (約新臺幣 206 萬元)，並使投資人能知悉若中介機構發生問題時，其可獲得何種程度之補償，且保障標範圍亦擴大涵蓋公司法人、交易所及非交易所參與者、銀行和證券保證金融資機構等。此外，對衍生性金融工具產生股權權益及揭露股份權益性質之變化 (如行使選擇權) 揭露亦予規範；允許得採民事和刑事訴訟將使主管機關與民眾能更有效率地打擊市場不當行為。另成立「市場失當行為裁審處

¹⁹⁰ See Hong Kong Exchanges and Clearing Limited., *Introduction to Regulatory Framework*, available at https://www.hkex.com.hk/Services/Rules-and-Forms-and-Fees/Regulatory-Framework/Introduction?sc_lang=en (last visited: May 7, 2024).

¹⁹¹ See Securities and Futures Commission, *The Securities and Futures Ordinance 1*, available at https://www.sfc.hk/sfc/doc/EN/speeches/public/annual/rep03/sfo_eng.pdf. (last visited: May 7, 2024)

(The Market Misconduct Tribunal, MMT)」，負責處理各式市場失當行之民事案件，如內線交易、市場操縱、操縱價格和相關濫用行為，以及有關散布證券或期貨契約相關虛假及誤導性資訊等；引進雙重申報制度，並由證監會擔任上市公司資訊揭露之主管構關，爾後所有公司揭露及上市申請文件將同時向交易所及證監會申報之，且證監會對散布虛假或具誤導性公司資訊之人士具執法權力；新訂簡化許可制度，於不損及投資人保護情況下降低市場運營商成本，並建立單一許可證制度。從而，公眾僅需查閱證監會網站「持牌人公開登記冊 (Public Register of Licensed Persons)」，即可瞭解持牌人有資格進行何種受規管活動；相應紀律處分係對中介機構不當行為之重要監理措施，主管機關對違法機構可處以罰鍰，或因不當行為而獲得或避免之損失金額之 3 倍，並以較高者計之。主管機關亦可僅暫停或撤銷被授權人部分業務許可。為確保公平競爭環境，從事證券及期貨業務之銀行，亦須遵循與證監會持牌法團相應之規則、守則及指引等規範。

最後，對於證監會之監督機制已獲強化，其中包括成立「證券及期貨上訴裁處處 (Securities and Futures Appeals Tribunal)」，該單位係由法官主持之獨立上訴機關，被處分人對證監會所為處分，涉及許可及登記、紀律及干預者，皆可向該機關聲請上訴。投資人亦可就其由投資人賠償公司 (Investor Compensation Company) 評估之投資人賠償基金 (Investor Compensation Fund) 索賠金額向該機關進行上訴。

目前，證券期貨條例規範計 20 章，分別為前言、證券及期貨事務監察委員會、交易所公司、結算所交易所控制人投資人賠償公司及自動化交易 服務、場外衍生性商品交易工具、投資要約、開放式基金型公司、發牌及註冊、關乎中介人資本規定、客戶資產、紀錄及審計、中介人業務操守等、監管及調查、紀律等、干預的權利及法律程

序、證券及期貨事務上訴審裁處、對投資人之賠償、市場失當行為審裁處、關於證券及期貨契約交易等罪刑、揭露內線消息、股權揭露、雜項及廢除及相關條文規範等規範事項。其中，證券期貨條例第 13 章，即訂有「市場失當行為審裁處 (Market Misconduct Tribunal)」裁處機關及程序規範，另第 14 章即訂有——「關於證券及期貨契約交易等的罪行 (Offences Relating to Dealings in Securities and Futures Contracts, etc.)」等市場不當行為之構成要件規範，並細分為下列子章節規範，包括：(1) 釋義 (Interpretation)、(2) 內線交易罪 (Insider Dealing Offence)、(3) 其他市場不當行為的罪行 (Other market misconduct offences)、(4) 其他罪行 (Other offences) 及 (5) 雜項條文 (Miscellaneous) 規範。

一、股價操縱

參酌證券期貨條例，針對各類型市場失當行為建立民事及刑事訴訟制度 (分別依該法之第 8 和 14 章規範辦理)，前述條例延續原先關於市場操縱及證券和期貨虛假或誤導性資訊揭露等法律規範，相關規範係以澳洲立法例作為主要立法參考¹⁹²。目前，依該條例第 13 和 14 章所訂之「市場不當行為」，包括下列 6 種違法行為態樣，如內線交易 (Insider Dealing)、虛假交易 (False Trading)、價格操縱 (Price Rigging)、揭露有關禁止交易之訊息 (Disclosure of Information about Prohibited Transactions)、揭露虛假或誤導性資訊以誘導交易 (Disclosure of False or Misleading Information inducing Transactions)，以及股票市場操縱 (Stock Market Manipulation) 等行為。

¹⁹² See Charltons Law, *Hong Kong regulatory compliance*, available at <https://www.charltonslaw.com/hong-kong-law/market-misconduct-under-the-securities-and-futures-ordinance/>. (last visited: May 7, 2024)

此外，第 14 章尚規範 3 種刑事犯罪行為，包括：在證券、期貨契約或槓桿外匯交易中使用欺詐或欺騙手段（Use of Fraudulent or Deceptive Devices in Transactions in Securities, Futures Contracts or Leveraged Foreign Exchange Trading）、揭露虛假或誤導性訊息誘使他人簽訂槓桿外匯契約（Disclosure of False or Misleading Information inducing Others to Enter Leveraged Foreign Exchange Contracts）及虛假地代表他人進行期貨契約交易（Falsely Representing Dealings in Futures Contracts on Behalf of Others）等。

（一） 類型及要件

1. 虛假交易的罪行（Offence of False Trading）

依證券期貨條例第 295 條（下同）第 1 項規定，任何人不得意圖使某事情具有或相當可能具有造成以下表象的效果，或罔顧某事情是否具有或相當可能具有造成以下表象的效果，而在香港或其他地方作出或致使作出該事情—（a）在有關認可市場或透過使用認可自動化交易服務交易的證券或期貨契約交投活躍之虛假或具誤導性之表象；或（b）在有關認可市場或透過使用認可自動化交易服務交易的證券或期貨契約在行情或買賣價格方面的虛假或具誤導性之表象。

復依同條第 2 項規定，任何人不得意圖使某事情具有或相當可能具有造成以下表象的效果，或罔顧某事情是否具有或相當可能具有造成以下表象之效果，而在香港作出或致使作出該事情—（a）在有關境外市場交易的證券或期貨契約交投活躍的虛假或具誤導性的表象；或（b）在有關境外市場交易的證券或期貨契約在行情或買賣價格方面的虛假或具誤導性的表象。再依條第 3 項規定，任何人不得意圖使一宗以上之交易（不論其中是否有證券交易或期貨契約交易）具有或相

當可能具有有關效果，或罔顧該宗或該等交易是否具有或相當可能具有有關效果，而在香港或其他地方直接或間接參與、牽涉入或履行該宗或該等交易。在本款中，有關效果係指在有關認可市場或透過使用認可自動化交易服務交易的證券或期貨契約，設定非真實之買賣價格或維持非真實之買賣價格水平（無論該水平先前是否非真實）。另依同條第4項規定，任何人不得意圖使一宗以上之交易（不論其中是否有證券交易或期貨契約交易）具有或相當可能具有有關效果，或罔顧該宗或該等交易是否具有或相當可能具有有關效果，而在香港直接或間接參與、牽涉入或履行該宗或該等交易。在本款中，有關效果指為在有關境外市場交易的證券或期貨契約，設定非真實的買賣價格或維持非真實的買賣價格水平（不論該水平先前是否非真實）。

此外，依同第5項規定，在不局限同條第1或第2項一般性原則下，如任何人—(a)直接或間接訂立或履行證券買賣交易¹⁹³或看來是證券買賣交易的交易，而該宗交易並不涉及該等證券的實益擁有權的轉變；(b)要約以某個價格售賣證券，而該價格與該人已要約或擬要約購買同一數目或數目大致相同的證券的買入價大致相同，或與就該人所知一名該人的有聯繫者已要約或擬要約購買同一數目或數目大致相同的證券的買入價大致相同；或(c)要約以某個價格購買證券，而該價格與該人已要約或擬要約售賣同一數目或數目大致相同的證券的售出價大致相同，或與就該人所知一名該人的有聯繫者已要約或擬要約售賣同一數目或數目大致相同的證券的售出價大致相同者，則除非有關交易屬場外交易¹⁹⁴，就第1或第2項而言，該人視為意圖

¹⁹³ 參酌證券期貨條例第295條第(9)項規定，提述證券買賣交易之處，包括提述買賣證券的要約，及以明示或隱含方式邀請他人要約買賣證券的邀請（不論實際如何稱述）；及提述訂立或履行買賣交易之處，如屬（a）段提述之要約或邀請之情況，須解釋為作出該項要約或邀請（視屬何情況而定）。

¹⁹⁴ 參酌證券期貨條例第295條第(8)項規定，在同條第(5)項所稱「場外交易（Off-market

使某事情具有或相當可能具有造成以下表象之效果，或罔顧某事情是否具有或相當可能具有造成以下表象之效果，而作出或致使作出該事情者，包括 (i) (就在有關認可市場或透過使用認可自動化交易服務交易的證券而言) 該等證券交投活躍的虛假或具誤導性的表象，或該等證券在行情或買賣價格方面的虛假或具誤導性的表象；或 (ii) (就在有關境外市場交易的證券而言) 該等證券交投活躍的虛假或具誤導性的表象，或該等證券在行情或買賣價格方面的虛假或具誤導性的表象。

最後，依據同條第 7 項規定，凡任何人透過作出第 5 項第 (a)、(b) 或 (c) 款所述之行為，而違反同條第 1 或第 2 項規定，並因而被控犯第 6 項所訂罪行，若其證明其作出該作為的目的，並非在於 (亦並不包括) 造成第 1 或第 2 項 (視屬何情況而定) 所指之證券交投活躍或在行情或買賣價格方面的虛假或具誤導性的表象，即可依此作為免責之抗變。故除第 7 項另有規定外，原則依同條第 6 項規定，任何人違反同條第 1、2、3 或 4 項者，即屬犯罪行為。

2. 操控價格的罪行 (Offence of Price Rigging)

依證券期貨條例第 296 條 (下同) 第 1 項規定，任何人不得——
(a) 在香港或其他地方直接或間接訂立或履行任何當中不涉及實益擁有權轉變的證券買賣交易¹⁹⁵，而該宗交易具有以下效果：維持、提

Transaction) 指符合以下說明之交易——(a) (就在有關認可市場交易的證券而言) 無須在該有關認可證券市場記錄，亦無須根據營辦該認可證券市場的人的規章而通知該人；(b) (就透過使用認可自動化交易服務交易的證券而言) 無須透過認可自動化交易服務記錄，亦無須根據營辦該認可自動化交易服務的人的規章而通知該人；或 (c) (就在有關境外市場交易的證券而言) 無須在該有關境外市場記錄，亦無須根據營辦該有關境外市場的人的規章而通知該人。

¹⁹⁵ 參酌證券期貨條例第 296 條第(6)項規定，提述證券買賣交易之處，包括提述買賣證券的要約，及以明示或隱含方式邀請他人要約買賣證券的邀請 (不論實際如何稱述)；及提述訂立或履行買賣交易之處，如屬 (a) 段提述的要約或邀請的情況，須解釋為作出該項要約或邀請 (視屬何情況而定)。

高、降低或穩定在有關認可市場或透過使用認可自動化交易服務交易的證券的價格，或引致該等證券的價格波動；或（b）意圖使任何虛構或非真實的交易或手段具有以下效果，或罔顧該交易或手段是否具有以下效果，而在香港或其他地方直接或間接訂立或履行該交易或採取該手段：維持、提高、降低或穩定在有關認可市場或透過使用認可自動化交易服務交易的證券的價格或期貨契約交易的價格，或引致該等證券的價格或期貨契約交易的價格波動。

依同條第 2 項規定，任何人不得—（a）在香港直接或間接訂立或履行任何當中不涉及實益擁有權轉變的證券買賣交易，而該宗交易具有以下；或（b）意圖使任何虛構或非真實的交易或手段具有以下效果，或罔顧該交易或手段是否具有以下效果，而在香港直接或間接訂立或履行該交易或採取該手段：維持、提高、降低或穩定在有關境外市場交易的證券的價格或期貨契約交易的價格，或引致該等證券的價格或期貨契約交易的價格波動。效果：維持、提高、降低或穩定在有關境外市場交易的證券的價格，或引致該等證券的價格波動。

前述同條第 1 項（b）及第 2 項（b）款而言，一宗交易之各方是或曾係打算該宗交易按其條款具有效力此一事實，並非斷定該宗交易是否不屬虛構或非真實的交易之決定性因素。復依同條第 5 項規定，凡任何人透過任何證券買賣交易而違反第 1 項（a）及第 2 項（a）款，並因此被控犯第 4 項所訂罪行，如其證明買賣該等證券的目的，並非在於（亦並不包括）就證券的價格造成虛假或具誤導性的表象，即可以此作為免責之抗辯。故除本第 5 項規定外，任何人違反第 1 或第 2 項者，即屬犯罪行為。

3. 操縱證券市場的罪行 (Offence of Stock Market Manipulation)

依證券期貨條例第 299 條 (下同) 第 1 項規定, 任何人不得——

(a) 意圖誘使另一人購買或認購或不售賣某法團 (法人) 或其有連繫法團之證券, 而在香港或其他地方直接或間接訂立或履行 2 宗以上買賣該法團的證券之交易¹⁹⁶, 而該等交易本身或連同其他交易提高或相當可能會提高任何證券的價格 (不論後述的證券是在有關認可市場或是透過使用認可自動化交易服務交易的); (b) 意圖誘使另一人售賣或不購買某法團或其有連繫法團的證券, 而在香港或其他地方直接或間接訂立或履行 2 宗或多於 2 宗買賣該法團的證券的交易, 而該等交易本身或連同其他交易降低或相當可能會降低任何證券的價格 (不論後述的證券是在有關認可市場或是透過使用認可自動化交易服務交易的); 或 (c) 意圖誘使另一人售賣、購買或認購, 或不售賣、不購買或不認購某法團或其有連繫法團的證券, 而在香港或其他地方直接或間接訂立或履行 2 宗或多於 2 宗買賣該法團的證券的交易, 而該等交易本身或連同其他交易維持或穩定或相當可能會維持或穩定任何證券的價格 (不論後述的證券是在有關認可市場或是透過使用認可自動化交易服務交易的)。

復依同 9 條第 2 項規定, 任何人不得—— (a) 意圖誘使另一人購買或認購或不售賣某法團或其有連繫法團的證券, 而在香港直接或間接訂立或履行 2 宗以上買賣該法團的證券之交易, 而該等交易本身或連同其他交易提高或相當可能會提高在有關境外市場交易的任何證券的價格; (b) 意圖誘使另一人售賣或不購買某法團或其有連繫法團的證券, 而在香港直接或間接訂立或履行 2 宗或多於 2 宗買賣該法團

¹⁹⁶ 依證券期貨條例第 299 條第 4 項規定, 提述交易之處, 包括提述要約及邀請 (不論實際如何稱述); 及提述訂立或履行交易之處, 如屬 (a) 段提述的要約或邀請的情況, 須解釋為作出該項要約或邀請 (視屬何情況而定)。

的證券的交易，而該等交易本身或連同其他交易降低或相當可能會降低在有關境外市場交易的任何證券的價格；或(c)意圖誘使另一人售賣、購買或認購，或不售賣、不購買或不認購某法團或其有連繫法團的證券，而在香港直接或間接訂立或履行 2 宗或多於 2 宗買賣該法團的證券的交易，而該等交易本身或連同其他交易維持或穩定或相當可能會維持或穩定在有關境外市場交易的任何證券的價格。任何人該當前述第 1 或第 2 項規定者，即屬犯罪行為。

綜上，證券期貨條例中市場失當行為及第 14 章部分所定之犯罪行為相關之規定。該制度範圍甚廣，市場操縱條款（即虛假交易、操縱價格和操縱股市）既適用於在香港和其他地方影響在香港交易所或透過自動交易系統（ATS）交易之證券或期貨之行為，亦適用於在香港和其他在地方進行之行為。

（二） 法律效果

1. 罰則（Penalties）

依證券期貨條例第 303 條（下同）第 1 項規定，任何人犯本部所訂罪行：(a) 經循公訴程序定罪，可處罰款港幣 1,000 萬元（約為新臺幣 4,136 萬元）及監禁 10 年；或 (b) 經循簡易程序定罪，可處罰款港幣 100 萬元（約為新臺幣 413 萬元）及監禁 3 年等。

復依同條第 2 項規定，凡任何人被裁定犯本部所訂罪行，作出該項裁定的法庭除可施加第 1 項指明罰則外，亦可就該人作出 1 項以上之命令，如 (a) 命令他在該命令指明的不超過 5 年的期間內，未經該法庭許可，不得擔任或留任上市法團或其他指明法團的董事或清盤人，或擔任或留任該等法團的財產或業務的接管人或經理人，或以任何方式直接或間接關涉或參與該等法團的管理；(b) 命令他在該命令

指明的不超過5年的期間內，未經該法庭許可，不得在香港直接或間接取得、處置或以任何其他方式處理任何證券、期貨契約、槓桿式外匯交易契約，或任何證券、期貨契約、槓桿式外匯交易契約或集體投資計畫之權益；(c)在其是某團體成員或受規管者而該團體可針對其採取紀律行動之情況下，命令建議該團體針對他採取紀律行動；(d)命令該人向政府繳付一筆款項，金額不得超逾該人因犯有關罪行而令該人獲取的利潤或避免的損失的金額。

最後，依同條第3項規定，凡某人之行為—(a)在過往導致他在香港被裁定犯某罪行；(b)在過往導致審裁處—(i)根據第252條第3項(b)款規定識辨該人曾從事市場失當行為；或(ii)根據第307J條第1項(b)款條識辨該人為違反揭露規定；或(c)在第13章生效前任何時間導致他在依已廢除之《證券(內幕交易)條例》第16條第3項作出之裁定中或在依該條例第22條第1項規定擬備和發出的報告書中被識辨為內線交易者，法庭在依第2項就他作出命令時，可考慮該行為。

2. 關乎違反第13章第2至4節規範所訂事項之交易既非無效亦非可使無效 (Transactions Relating to Contravention of Divisions 2 to 4 not Void or Voidable)

依證券期貨條例第304條規定，任何交易不得僅因任何違反第2至4節任何條文之事曾就該交易或因該交易而發生，而屬無效或可使無效。

3. 就違反本章規定所須負擔之民事法律責任 (Civil Liability for Contravention of this Part)

依證券期貨條例第305條(下同)第1項規定，除第2及3項另

有規定外，任何人如違反第 2 至第 4 節部任何條文，則其負有法律責任以損害賠償的方式賠償另一人因該項違反而蒙受之金錢損失，不論其是否亦依第 303 條或其他規定遭致任何其他法律責任，亦不論該損失是否由於該另一人曾以受該項違反影響的價格訂立交易¹⁹⁷所引致。復依同條第 2 項規定，除非就有關個案之情況而言，某人應依第 1 項規定作出賠償係公平、公正和合理的，否則該人無須依該款作出賠償。另本章所指之可用於針對違反第 2 至 4 節任何條文而提出之控罪的免責抗辯，在就同一項違反而依第 1 項提起之訴訟中，亦可作為免責之抗辯。

再依同條第 4 項規定，任何人即使未因違反第 2 至 4 節任何條文而被檢控或被定罪，其他人仍可依同條第 1 項就該項違反而針對該人提出訴訟。而依同條第 5 項規定，為免生疑問，凡任何法院具有司法管轄權裁定根據第 1 項規定提出之訴訟，若該法院除本條外具有司法管轄權受理強制令之申請，則可按其認為適當之條款及條件給予強制令，以附加於或取代損害賠償。

依同條第 6 項規定，在不損害「證據條例」(Evidence Ordinance) 第 62 條之原則下，在依前述同條第 1 項提出之訴訟中—(a) 市場失當行為審裁處依據第 252 條第 3 項第(a)款裁定曾發生市場失當行為此一事實；(b) 市場失當行為審裁處在依第 252 條第 3 項 (b) 款所作的裁定中識辨某人(不論該人是否在依本條第 1 項提出之訴訟一方)曾從事市場失當行為此一事實，只要該裁定仍然存在，即可在與該訴訟的任何爭議點有關的情況下獲接納為證明以下事宜之證據—(i) 就 ((a) 段提述的裁定而言) 曾發生該市場失當行為；或 (ii) (就 (b)

¹⁹⁷ 參酌證券期貨條例第 305 條第(9)項規定，在本條中，提述交易之處，包括提述要約及邀請(不論實際如何稱述)。

段提述的裁定而言) 該人曾從事該市場失當行為。

依同條第 7 項規定，在依據同條第 1 項規定提出之訴訟中，如有第 6 項第 (a) 或 (b) 款提述之裁定存在一事依第 6 項可獲接納為證據— (a) 則— (i) 就第 6 項 (a) 款提述之裁定而言，除非相反證明成立，否則該裁定針對的市場失當行為須當作曾發生；或 (ii) 就第 6 項 (b) 款提述的裁定而言，除非相反證明成立，否則該裁定針對的人須當作曾從事市場失當行為；及 (b) 在不損害為作為該裁定的證據或為確定該裁定所依據的事實而收取任何其他可獲接納的證據的原則下，依第 262 條第 2 項 (b) 款 (i) 目發表並載有該裁定之市場失當行為審裁處報告的內容，或根據第 8 項提供並載有該裁定的市場失當行為審裁處報告的文本的內容，亦可為該目的而獲接納為證據。

依同條第 8 項規定，在依據同條第 1 項提出之訴訟中，如— (a) 有第 6 項 (a) 或 (b) 款提述之裁定存在一事依第 6 項可獲接納為證據；及 (b) 載有市場失當行為審裁處裁定的報告沒有依第 262 條第 2 項第 (b) (i) 款發表，則具有司法管轄權就該訴訟作出裁定的法院如認為適當的話，可要求向該法院提供該報告的文本，以供該法院為第(7)(b) 款的目的使用；如該法院作出該要 — (i) 市場失當行為審裁處須安排向該法院提供該報告的文本，以供該法院為第 7 項 (b) 款的目的使用；及 (ii) 該報告的內容可為第 7 項第 (b) 款指明的目的獲接納。最後，本條並不影響、限制或減免任何人根據普通法或任何其他成文法則而獲授予的權利或可招致的法律責任。

4. 不構成罪行的行為 (Conduct Not to Constitute Offences)

依證券期貨條例第 306 條 (下同) 第 1 項規定，不論本章有任何規定，因某行為而被控犯本章 (第 300 或 302 條除外) 所訂罪行之人，

如證明該行為依照於第 2 項下訂立之規則不得視為構成罪行，即可以此作為免責辯之抗辯。為施行第 1 項規定，證監會如認為訂立規則訂明在何種情況下，根據本章（第 300 或 302 條除外）本會構成某罪行的行為不得視為構成該罪行，是符合公眾利益的，則可在諮詢財政司司長後訂立該等規則。而依同條第 1 項規定，不論本章有任何規定，如 — (a) 某人因某行為而被控犯第 295、296 或 299 條所訂罪行；(b) 該項控罪是基於該行為是就在有關境外市場交易的證券或期貨契約而作出的，而非就在有關認可市場或透過使用認可自動化交易服務交易的證券或期貨契約而作出的，除非控方證明假使該行為在該有關境外市場所在的地方作出，即構成刑事罪行，否則不得裁定該人犯該罪行。

5. 依證券期貨條例第 13 章就市場失當行為提起法律程序後不得提起進一步法律程序 (No further proceedings after Part XIII market misconduct proceedings)

依證券期貨條例第 307 條第 1 項規定，不論本章有任何規定，在以下情況下，不得依本章就某行為而對某人提起刑事法律程序—(a) 過往已依第 252 條規定就同一行為對該人提起法律程序；及 (b) (i) 該法律程序仍待決；或 (ii) 由於過往已提起該法律程序，因此不得依第 252 條就同一行為再次合法地對該人提起法律程序。復依同條第 2 項規定，前述第 1 項規定不適用於任何依第 252 條提起但無依第 252A 條第 1 項取得律政司司長同意之研訊程序。

6. 設置市場失當行為審裁處 (MMT)

於 2003 年時，香港證監會依證券期貨條例成立 MMT¹⁹⁸，機構成

¹⁹⁸ 參閱打擊市場失當行為，證監會法規執行部，證監會季刊 2002 年，頁 27-28 (2002)，參閱：https://www.sfc.hk/sfc/doc/TC/speeches/public/bulletin/sfc_bulletin/jul_sep02_feature.pdf (最後瀏

立後，若證監會認為曾發生或有發生市場失當行為之虞者，或依前述條例第 14A 章規範所提任何違反揭露規定事宜者，則可就該事宜提起在 MMT 進行研訊程序。MMT 具司法管轄權，聆訊及裁定任何依前述條例提起之研訊程序所引起（或與該程序有關連）之任何問題或爭點。MMT 可向被裁定為曾從事市場失當行為之人士判處命令，此命令該人向香港政府繳付一筆款項，惟金額不得超逾該人藉從事市場失當行為獲取利潤或避免損失的數目。此外，MMT 亦可命令該人，未經原訟法庭許可，不得擔任法團（法人）的董事、清盤人（清算人）或法團的財產或業務的接管人（管理人）或經理人或取得、處置或以任何其他方式處理任何證券等。

MMT 成員係由行政長官依終審法院首席法官建議所委任，於研訊時，審裁處主席由兩名成員協助，其均為香港商界或專業團體之傑出人士，並由財政司司長在行政長官轉授權下委任之。此外，除 MMT 為維護司法公正起見，認為研訊程序應閉門進行者，否則原則上所有研訊程序均應公開進行。

投資人得透過 MMT 對市場不當行為進行救濟，可協助其針對因市場不當行為而遭受之損失獲得賠償。於先前規範制度下，若一個人因市場不當行為而遭受損失，很難透過民事法院尋求救濟，因其須先行對不當行為責任人提出法律訴訟，然透過新法規範下之法定訴訟權機制，市場失當行為法庭將對有關市場失當行為進行調查，且結果將在私人民事訴訟中被採為證據。未來，若投資人因欺詐或過失造成有關證券虛假或誤導性公開聲明而遭受損失者，對參與發布此類聲明之人，投資人具明確之法定訴訟權。

二、監視制度

(一) 監視組織

證監會職能係執行規管證券及期貨市場的條例及促進與鼓勵證券期貨市場的發展。按證券期貨條例訂明，證監會規理之目標，係為

- (1) 維持和促進證券期貨業的公平性、效率、競爭力、透明度及秩序；
- (2) 提高公眾對證券期貨業的運作及功能之瞭解；
- (3) 為投資於或持有金融商品之公眾提供保障；
- (4) 盡量減少在證券期貨業內的犯罪行為及失當行為；
- (5) 減低在證券期貨業內的系統風險；
- (6) 採取與證券期貨業有關的適當步驟，以協助財政司司長維持香港在金融方面之穩定性。

目前，香港證監會轄下計有 4 個營運部門，其中復以市場監察部（The Supervision of Markets Division）最為市場監視之主管部門，如表 3-5。

表 3-13 證監會業務部門列表

編號	部門	業務事項
1	企業融資部 (The Corporate Finance Division)	負責涉及與上市事宜有關的雙重存檔職能，監管公眾公司的收購及合併和股份購回活動，監督聯交所在上市事宜方面的職能，及執行與上市及非上市公司有關的證券及公司法例。
2	中介團體及投資商品部 (The Intermediaries and Investment Products Division)	負責制訂及執行證券、期貨和槓桿式外 買賣中介人的發牌規定，監察中介人的操守及財政資源，以及監管向公眾銷售投資商品的活動。
3	法規執行部 (The Enforcement Division)	負責市場監控以確定須作進一步調查的市場失當行為，處理涉嫌觸犯有關法例及守則的個案，包括涉及內幕交易及操縱市場等罪行的個案，及向違規的持牌中介團體執行紀律程序。
4	市場監察部 (The Supervision of Markets Division)	負責監察兩家交易所及有關結算所的運作、促進證券及期貨市場的發展，以及推動及發展市場團體的自律監管。

資料來源：本研究整理。

另一方面，香港交易及結算所有限公司（Hong Kong Exchanges and Clearing Limited，下稱 HKEX）就管理擬在香港上市之公司，以及公司上市後，繼續對其進行監理方面擔任重要角色。依據證券期貨條例，HKEX 負責在合理地切實可行之範圍內，確保香港市場運作之公平、秩序及資訊透明。而香港證監會在市場監理方面及上市規管若干範疇扮演領導角色，且在涉及企業失當行為之個別案件中，透過行使其法定調查及執法權力，肩負起相輔相成之間監督角色。

從而，證監會法定責任之一，即為監督 HKEX 履行其與上市相關事宜之職責。HKEX 與證監會職員皆定期開會討論與上市相關之事宜。HKEX 涉及上市事宜之職能，係由上市科（Listing Division）及

上市委員會 (Listing Committee) 辦理，並可分為兩大類：(a) 制定規則 (如上市規則)，以為上市申請人及上市發行人訂明上市規定；及 (b) 執行上市規則。所有就上市規則所作之修訂及會強制執行或應用範圍廣泛的政策決定，均須獲得證監會核准之。

(二) 監視作業

證監會及 HKEX 於 1999 年購置 SMARTS 新型自動監控與交易分析系統 (Automated Surveillance and Trading Analysis System, SMARTS)，此為一套整合資料管理系統，旨在為前述兩組織之日常監控和監管工作提供協助。透過使用即時交易訊息，系統可編程為使用各種參數提供有關任何上市證券的價格或交易量的每日和日內異常變動警報，相關警報將於幾秒鐘內通知監理機關知悉，以供其評估並在需要時採取執法行動。SMARTS 提供多種分析和視覺化功能，可在幾秒鐘內從系統中檢索長時間交易活動的圖形顯示，監理機構還可重建歷史交易活動，包括經紀人間不同股票的訂單和交易的互動，此類功能將提升監管機構識別及研析市場異常行為之能力¹⁹⁹。

證監會賦與 HKEX 就相關證監會監督、交易所參與者監管及市場監察事宜於 2001 年 2 月簽訂諒解備忘錄 (MoU)，HKEX 將在法律允許的範圍內提供充分合作，且證監會可能要求或依雙方備忘錄提供協助，而港交所負責市場交易第一線監管業務，並負責監控持倉集中度或異常價格或股票、期貨契約、選擇權成交量波動在其或交易所運營的市場上交易之衍生性商品或公司。

HKEX 市場監察部每日開盤前即從相關媒體蒐集市場資訊，包括：

¹⁹⁹ See Hong Kong Exchanges and Clearing Limited., *Joint Press Release - A New Surveillance System at the SFC and The Exchange*, Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, available at https://www.hkex.com.hk/News/News-Release/1999-SEHK/990706news?sc_lang=en. (last visited: May 7, 2024)

可能影響股價之上市公司重大訊息，如公布營收、企業收購或合併、配股配息等，或是可能影響香港證券市場動向的本地及國外市場動態消息，或可能影響香港證券市場的海內外政治與經濟相關消息，以及市場分析師對個別上市公司的分析報告等。市場監察部於執行線上監視時，會特別注意股票價格及成交量之變化，並根據市場情況訂定異常標準。當某股票之價格及成交量出現異常時，即通知上市科進一步分析是否需請上市公司為重大訊息之揭露。而交易科與上市科等相關部門亦會同時監視個股之價量變化，作為重大訊息查詢及交易秩序維護之參考。

此外，HKEX 若察覺上市發行公司股票價格或成交量出現不尋常波動，或報章媒體出現可能影響發行公司股票價格或交易報導，或市場出現相關發行公司傳聞時，為維持公平有序之交易市場，HKEX 將聯繫發行公司。發行公司須履行在 HKEX 上市規則中之相關持續性義務，並及時揭露相關資訊，並依證券期貨條例第 14A 章之「內幕消息」規範須予揭露相關消息，確保此類資料能夠公平地對外揭露²⁰⁰。若發行公司知悉有任何情事將導致、或可能導致其股票價格或成交量出現異常波動者，其須儘快透過「揭露易網站²⁰¹」刊發公告並說明相關情事，若公司及時刊發有關公告則毋須短暫停牌或停牌²⁰²。

²⁰⁰ 參酌香港交易及結算所有限公司，將發行人持續披露內幕消息的責任 賦予法定效力後的相應《上市規則》修訂，網址：https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Other-Resources/Listed-Issuers-General-Disclosure-Obligation/in_info_201301_tc.pdf?la=zh-HK。

²⁰¹ 披露易網站係 HKEX 於 2008 年推出專門發布發行公司資訊網站，以提升發行人資訊發布機制的效率，網址 https://www.hkexnews.hk/index_c.htm。

²⁰² 參酌香港交易所上市規則第 13.06 條第(3)項

(3)本交易所在履行《證券及期貨條例》第 21 條的責任時，會監察市場情況、在其認為適當或需要時作出查詢，以及在需要時根據《上市規則》的規定將發行人的證券短暫停牌。

第四項 韓國

一、股價操縱

2006年3月，當時韓國金融主管機關——財政經濟部（Ministry of Finance and Economy of Korea, MOFE，現已改由「金融服務委員會（Financial Services Commission, FSC）²⁰³」作為主管機關），規劃將現有資本市場法律規範整合為單一法規，並表示此次改革旨在提升資本市場品質，促進該國金融投資服務之發展。而所以會有如此規畫，在於韓國金融監理早期被認為係以銀行為基礎之監理體系（Bank-based System），而非以市場為基礎之監理體系（Market-based System），故為強化資本市場之資金中介功能、提升金融投資業競爭力，以及培育大型投資銀行（Investment Banking, IB）業務及相關從業機構，韓國國民議會於2007年6月通過「2007年金融服務與資本市場法」（Financial Investment Services and Capital Markets Act, FSCMA，下稱資本市場法），並於2009年2月4日起施行²⁰⁴。

資本市場法涵蓋資本市場和金融投資服務等相關領域，如金融投資服務提供者之核准、審慎及非審慎監理措施等，該法亦規範包括交易所、清算和結算設施等市場基礎設施等規範內容，故認為該法之訂定係韓國金融監理規範之大改革（Big Bang），該法整合原先6項資本市場重要監理規範，如表3-15。

²⁰³ 金融服務委員會（Financial Services Commission, FSC）係韓國金融產業主管機關，具金融政策和監管監理之法定權力。FSC職能職責由證券及期貨事務監察委員會（Securities and Futures Commission, SFC）及FSC轄下機關（如金融監督局 Financial Supervisory Service, FSS）共同辦理金融監理及調查業務。網址：<https://www.fsc.go.kr/eng/ab010101>

²⁰⁴ See Center for Financial Law, SNU School of Law, *Journal of Korean Law, Capital Markets and Financial Investment Services Act of 2007: An Overview*, JOURNAL OF KOREAN LAW VOL. 8, 477-479 (2009).

表 3-14 資本市場法整合原先規範列表

編號	條文名稱
1	證券交易法 (Securities Transaction Act)
2	期貨交易法 (Futures Trading Act)
3	信託業法 (Trust Business Act)
4	間接投資資產運用業法 (Indirect Investment Asset Management Business Act)
5	綜合金融公司法 (Merchant Bank Act)
6	韓國證券暨期貨交易所法 (Korea Securities and Futures Exchange Act)

資料來源：本研究整理。

資本市場法訂定後，將整併原屬不同分業之證券、期貨、投資信託及顧問、資產管理等各業整合為「金融投資業 (Financial Investment Business)」，透過整合監理法規，突破金融各分業界線，使金融投資業者，得成為多元金融服務之提供者。而資本市場法監理範圍，依金融投資商品、金融投資服務和投資人等三項核心概念來區分及確定，原則上，該法適用於所有涉及金融投資商品之金融投資服務 (Financial Investment Services)。其中，金融投資商品係指具特定金融投資功能之商品而言，金融投資服務則涵蓋涉及金融投資商品之交易、經紀、顧問等業務，另亦對批發及散戶 (一般) 投資人進行區分，從而若干商業行為規範，可例外不適用於專業投資人之金融投資服務²⁰⁵。再者，韓國資本市場相關法制係以證券、期貨、資產運用等金融公司為規範主體進行「產業別監理」，但新法改採經濟實質基準，作為判斷金融業務之依據，因而轉化為「業務功能別監理」，以達功能性監理目標。因此，即使金融產業別有所不同，惟只要係從事同一金

²⁰⁵ 參閱證券期貨條例第 295 條第(9)項規定，同前註 193。

融業務功能者，原則上即可適用相同之進入、健全性及營業行為等規範。而除前述改善金融機構內外部監理外，該法亦增修訂多項金融改革機制，期能營造健全之投資環境、適當減緩對金融機構之檢查密度、強化投資人保護制度、發行長期國庫券強化債券市場發展、加速排除外匯管制以鼓勵外資投資等多方益處，韓國政府期盼透過此次立法，期許該國成為東北亞之金融中心²⁰⁶。

目前，資本市場法，共計 13 章，分別為總則(General Provisions)、金融投資服務(Financial Investment Services)、證券發行及銷售(Issuance and Distribution of Securities)、市場不當行為(Market Misconduct)、集合投資計畫(Collective Investment Scheme)、金融投資服務相關機構(Financial Investment Services-related Institutions)、韓國交易所(Korea Exchange)、監理及紀律行動(Supervision and Disciplinary Action)、補充規定(Supplementary Provisions)及處罰規定(Penal Provisions)等規範事項。而其中，第 4 章即訂有「市場不當行為(Market Misconduct)」等若干規範，包括：(1)內線交易(Insider Trading)、(2)市場濫用行為(Market Manipulation)及(3)市場不當行為(Market Misconduct)等規範。

(一)類型及要件

1. 市場價格操縱等行為禁止 (Prohibition on Market Price Manipulation, Etc.)

依據資本市場法第 176 條(下同)第 1 項²⁰⁷規定，任何人不得有

²⁰⁶ 參閱吳家興、顏國瑞、吳宜樺，韓國資本市場整合法之發展與影響，頁 18 (2009)，<https://www.twasa.org.tw/B01/doc/%E9%9F%93%E5%9C%8B%E8%B3%87%E6%9C%AC%E5%B8%82%E5%A0%B4%E6%95%B4%E5%90%88%E6%B3%95%E4%B9%8B%E7%99%BC%E5%B1%95%E8%88%87%E5%BD%B1%E9%9F%BF.pdf>。

²⁰⁷ 資本市場服務法§176(1)。

以下行為，目的在於誤導他人誤解上市證券或交易所交易之衍生性商品處於牛市，或者誤導任何第三人作出錯誤判斷，包括：(1) 與第三人通謀，以與其銷售價格相同的價格，或在同時他或她出售時同意的價值，銷售證券或交易所交易的衍生性商品；(2) 與第三人通謀，以與其購買價格相同的價格，或在同時他或她購買時同意的價值，購買證券或交易所交易的衍生性商品；(3) 僅為出現交易證券或交易所交易的衍生性商品而無意轉讓其中的利益或權利；(4) 委託或被委託執行第 1 款至第 3 款所列的任何行為。

復參酌同條第 2 項²⁰⁸規定，任何人不得有以下行為，目的在於吸引任何人交易上市證券或交易所交易的衍生性商品，包括：(1) 誤導任何人誤解該等證券或衍生性商品的交易處於牛市，或者出售、購買，或委託或被委託出售或購買，該等證券或衍生性商品以引起市場價格波動（指在證券市場或衍生性商品市場形成的市場價格，或在通過替代交易系統進行上市股票交易的過程中形成的市場價格，或其他由總統令規定的市場價格；以下均同）；(2) 散布謠言，聲稱該等證券或衍生性商品的市場價格波動是由他或她或第三人的市場操縱引起的；(3) 在交易該等證券或交易所交易的衍生性商品時對重要事實作出虛假或具有誤導性的陳述。

另參酌同條第 3 項²⁰⁹規定，任何人不得從事與上市證券或交易所交易的衍生性商品有關的購買或銷售，或者委託或被委託進行該等行為，目的在於固定或穩定上市證券或交易所交易的衍生性商品的市場價格；但在以下任何情況下不適用，包括：(1) 投資交易者（僅限已與證券公開發行或銷售的發行人或所有者簽訂承銷合同的投資交易

²⁰⁸ 資本市場服務法§176(2)。

²⁰⁹ 資本市場服務法§176(3)。

者；以下本條中均同)以穩定證券價格使證券的公開發行或銷售順利進行為目的進行證券交易(以下本款稱為「穩定操作」)，在證券公開發行或銷售的認購期限結束前不超過30日的由總統令指定的日期開始，到認購期限屆滿為止的期間內；(2)投資交易者以總統令規定的方式在不超過證券上市之日起六個月的總統令規定的期間內，為公開發行或銷售的證券創造供需(以下本款稱為「市場創造」)；(3)由總統令指定的人，例如公開發行或銷售證券的發行人的執行官，委託投資交易者進行穩定操作；(4)投資交易者根據第3款受委託進行穩定操作；(5)證券公開發行或銷售的承銷商委託投資交易者進行市場創造；(6)投資交易者根據第5款受委託進行市場創造。

最後，同條第4項²¹⁰規定，若證券、衍生性商品或其衍生性商品之基礎資產之中有任一被上市，或在其他等同情形經總統令規定時，任何人不得從事與該等證券或衍生性商品的交易或其他交易(以下本段及第177條及第443條第1項第7款稱為「交易等」)有關之以下行為，包括：(1)以意圖從該等衍生性商品的交易等中賺取或使第三人賺取不正當利益，導致某些衍生性商品的基礎資產的市場價格波動或固定；(2)以意圖從該等衍生性商品的基礎資產的交易等中賺取或使第三人賺取不正當利益，導致衍生性商品的市場價格波動或固定；(3)以意圖從與總統令規定的某些證券或其基礎資產有關的證券的交易等中賺取或使第三人賺取不正當利益，導致該等證券的市場價格波動或固定；(4)以意圖從該等證券的基礎資產的交易等中賺取或使第三人賺取不正當利益，導致證券的市場價格波動或固定；(5)以意圖從其基礎資產與該等衍生性商品相同或相似的衍生性商品的交易等中賺取或使第三人賺取不正當利益，致該等衍生性商品之市場價格

²¹⁰ 資本市場服務法§176(4)。

波動或固定。

(二)法律效果

1. 市場價格操縱造成損害之民事賠償責任 (Liability for Damage Caused by Market Price Manipulation)

參酌資本市場法第 177 條 (下同) 第 1 項²¹¹規定，違反第 176 條之人應承擔以下分類的損害賠償責任，包括：(1) 因進行相關證券或衍生性商品的交易等，或者委託進行該等交易等，而由於該等違反而在違反形成的價格上遭受損害的人所遭受的損害；(2) 除第 1 款所述損害外，由於進行其他證券、衍生性商品或其基礎資產的交易等，其價格受到該等違反的影響 (僅限第 176 條第 4 款的各款所規定的違反) 而遭受的損害，由進行該等交易等，或者委託進行該等交易等的人所遭受；(3) 除第 1 款和第 2 款所述損害外，由於根據進行違反形成的價格或數字決定或結算在特定時間點的價格或數字而遭受的與證券或衍生性商品有關的損害 (僅限第 176 條第 4 款的任何款所規定的違反)，由持有該等證券或衍生性商品的人因根據違反形成的價格或數字而做出的決定或支付所導致。

復參酌同條第 2 項規定，依據前述同條第 1 項規定主張損害賠償之權利，若申請人在知悉第 176 條的違反行為之日起 1 年內未行使該權利，或在該違反行為發生之日起 3 年內未行使該權利，該權利即逾時。

2. 市場價格操縱行為之刑事處罰規定 (Penalty Provisions)

參酌資本市場法第 443 條第 1 項²¹²規定，違反下列情形之一者，

²¹¹ 資本市場服務法§177。

²¹² 資本市場服務法§443。

應判處 10 年以下有期徒刑或拘役，或罰金相當於所犯罪行獲得之利潤或避免之損失之 2 至 5 倍；但若未因違反行為而獲利或避免損失，或難以計算該等利潤或損失，或違反行為獲得的利潤或避免的損失相當於五倍金額不超過 5 億韓元（約為新臺幣 1,187 萬元）之情形下，則罰金最高限額為 5 億韓元（約為新臺幣 1,187 萬元），如：(1) 違反第 176 條第 1 項規定，誤導他人，使他人誤以為上市證券或交易所交易的衍生性商品交易正在蓬勃發展，或有其他同項各款規定的意圖誤導的行為。他人作出錯誤判斷；(2) 違反第 176 條第 2 項規定，意圖吸引他人進行上市證券或交易所交易衍生性商品交易的行為；(3) 為固定或穩定上市證券的市場價格而進行與上市證券或交易所交易衍生性商品有關的連續購買或出售行為，或委託或受委託進行此類行為的人或違反第 176 條第 3 款規定進行交易所交易的衍生性商品；(4) 違反第 176 條第 4 項規定，在上市證券或交易所交易衍生性商品交易中，有該款行為者。

二、監視制度

(一) 監視組織

韓國交易所 (Korea Exchange, KRX) 經營 KOSPI 市場、KOSDAQ 市場、衍生性商品市場和韓國新交易所 (Korea New Exchange, KONEX) 市場，辦理證券及衍生性商品之交易、交易確認、債務收購；結算證券、結算項目、結算金額的確認；結算執行擔保；證券市場和衍生性商品市場交易導致之結算失敗和結算指令之後續措施；上市公司報告和揭露業務；自行解決其市場交易所所生之爭端事件。此外，KRX 亦辦理相關自律活動，如市場監視、異常交易活動調查、會員檢查和市場間監督，並對會員（及其管理人員和員工）進行紀律處分，以及

針對不公平交易行為之防範業務，並遵循韓國資本市場法等相關規範。其中，KRX 內部成立「市場監督委員會」(The Market Oversight Commission)，此為韓國交易所依「韓國證券暨期貨交易所管理法 (Korea Securities and Futures Exchange Act)」成立之內部組織，負責對證券及衍生性商品市場履行自律監理之責任。

從而，KRX 依資本市場法第 403 條規定授權訂定「市場監視規則 (Market Oversight Regulation, MOR)²¹³」，該規則立法目的係為規範市場監視²¹⁴、異常交易活動調查²¹⁵、交易會員檢查、市場間監視、對會員及其管理人員和僱員採取紀律處分及公平交易等預防業務。復參酌市場監視規則第 5 條規定，為維護公平交易行為和保護投資人，該規則可對會員機構、上市法人或專業投資人之不公平交易行為採取防範措施及行動，其中規範於有必要防止不公平交易行為時，可採書面 (含依韓國「促進和通信網路利用及資訊保護法 (Act on Promotion of Information and Communications Network Utilization and Information Protection)」所規範之電子檔等，下同) 或電話等方式要求相關會員採取防止措施 (下稱「防止措施要求」)。

從而，依前開規則第 11 條規定，規範要求對不公平交易行為採取預防措施之必要措施，如請求採取預防措施，若發現可疑異常交易問題者，應依所定標準，並評估證券之交易類型、價格波動、交易量

²¹³ **Korea Exchange, Market Oversight Regulation §1**, The purpose of this Regulation is to stipulate the matters necessary for the market surveillance, investigation into abnormal trading activities, member inspection, intermarket surveillance, and the disciplinary actions taken against the member and their officers and employees, preventative activity for unfair trading, etc. according to the outcome thereof pursuant to [§403] of the Financial Investment Services and Capital Markets Act (hereinafter referred to as “the Act”).

²¹⁴ 「市場監察」指監察、調查及分析市場上證券及在交易所買賣的衍生商品的買賣 (下稱交易)、該等交易的買賣盤及報價狀況或相關的報告、揭露、傳言、資訊等 (下稱傳言等)。

²¹⁵ 本條例中「調查」系指確定涉嫌異常交易的問題 (下稱涉嫌異常交易問題) 的交易或為該交易下達的指令或報價是否與不公平交易行為相對應的任務，包括違反本法第 147、172-174、176、178、178-2 及 180 條之行為。

等因素；若屬交易所交易之衍生性商品，則為其參與價格形成及交易之程度、謠言等資訊。而前述市場監視種類及其他必要事項，可由實施細則予以詳細規範之。

復參酌市場監視規則第 4 條第(1)項²¹⁶規定，為禁止破壞公平交易做法之行為，會員或其管理階層及員工不得從事下列任何一項行為，如表 3-16：

²¹⁶ **Korea Exchange, Market Oversight Regulation** §4(1), A member or its officers and employees shall not undertake the activities that correspond to any of the following subparagraphs:

1. With regard to the quotations participating in the determination of specific prices such as opening prices, the highest prices, the lowest prices or closing prices, the practices that bring about the rise/fall or fixation/stabilization of price by submitting quotations continually or sequentially;
2. The practices of extensive submission of the quotations that participate in the determination of the price by way of periodic call auction such as determination of opening price of an initially listed issue;
3. Practices of block trading after raising /lowering or fixing/stabilizing the market price;
4. Practices of trading or submitting quotations for a specific issue excessively in view of the demand-and-supply in the Markets, which could raise a concern about having an adverse influence on the market price or causing a misunderstanding on the market price;
5. Practice of submitting a large number of quotations that are unlikely to be matched or quotations of which prices are same as or similar to the most recent price or best quotation price, and then making repeated correction/cancellation of concerned quotations;
6. Practices of submitting the quotations with the same price, by dividing them into several small quantities, for a fixed period, thus unfairly influencing the market price or quantity allocation or causing a concern about unfair influence on the market price;
7. Practices of submitting quotations at the market closing time for the purpose of fixing the closing price of day as the highest or the lowest price of day or bring it closer thereto;
8. Practices of, after continually acquiring a share at a high (low) price during the day or a specific period, selling it at a lower (high) price or practices of repeating the trade at the same price;
9. Practices of matched sale that has no intention of acquiring or disposing a share or wash sale that does not intend to transfer the title;
10. Practices of spreading rumors, etc. about an issue for such purpose as changing the market price;
11. Practices that unfairly influence or may have a possibility of unfairly influencing the market price, by submitting quotations that participate in the determination of expected execution price or expected execution quantity; and
12. Additionally, any practice that undermines the fair trading system or diminishes the credibility of the market.

表 3-15 市場監視規則第 4 條第 1 項所訂禁止事項

編號	條文名稱
1	關於參與特定價格確定之報價，如開盤價、最高價、最低價或收盤價，透過持續或依序提交報價而引發價格上漲/下跌或固定/穩定等做法。
2	大量提交報價之行為，參與週期性集合競價（如初次上市證券的開盤價確定）。
3	在提高/降低或固定/穩定市場價格後進行大宗交易之行為。
4	鑑於市場供需情況，對特定證券進行過度交易或提交報價之行為，可能引起對市場價格產生不利影響或導致對市場價格產生誤解之擔憂。
5	提交大量不太可能匹配之報價或其價格與最近價格或最佳報價價格相同或相似之報價者，然後對相關報價進行重複更正/取消之行為。
6	提交相同價格的報價，將其分成幾個小量，在一段固定的時間內，因此不公平地影響市場價格或數量分配，或引起對市場價格不公平影響的擔憂之行為。
7	在市場收盤時提交報價，以確定當日收盤價為當日最高或最低價，或使其接近該價。
8	在一天或特定期間內持續以高（低）價購買一股後，以較低（高）價出售該股，或重複以相同價格進行交易之行為。
9	無意圖收購或處置股份的匹配銷售行為，或者並無意圖轉讓標的物權之虛假銷售行為。
10	散布關於某一問題之謠言等行為，目的是改變市場價格之行為。
11	透過提交參與確定預期執行價格或預期執行數量之報價，不公平地影響或可能不公平地影響市場價格之行為。
12	任何削弱公平交易制度或降低市場信譽之行為。

資料來源：本研究整理

復參酌市場監視規則第4條第(2)項²¹⁷規定，關於相關交易，會員或其主管及員工不得執行下列任何一款所列行為，如表 3-17：

²¹⁷ **Korea Exchange, Market Oversight Regulation §4(2)**, In connection with the linked trading, a member or its officers and employees shall not carry out the activities that correspond to any of following subparagraphs:

1. For the purpose of gaining profit or avoiding loss, the practices of conducting a wash sale or placing a matched order by a party who holds the issue of securities or exchange-traded derivatives on either side of trade.
2. For the purpose of swaying other investors to trade the issues held, the practices of changing the price of issue by trading a different issue or spreading rumors, etc. about the different issue, by a member who holds an issue on one side of trade among the issues of securities or exchange-traded derivatives being traded;
3. For the purpose of gaining profits or avoiding loss of a third party or self, the practices of intentionally changing or fixing the price difference between another issue and the issue held, by a member who holds the issue on one side of trade among the issues of securities or exchange-traded derivatives being traded;
4. After having recommended a specific issue of securities as having investment merits, the practice of trading the exchange-traded derivatives contracts based on such recommendation for the purpose of gaining profit or avoiding loss; or after having accumulated the open interests of exchange-traded derivatives contracts, recommending to sell or buy the related securities on the basis of such recommendation for the purpose of gaining profit or avoiding loss from the concerned open interests;
5. The practices of having an influence on the settlement of futures trade, option exercise in options trade (including the buying or selling that offsets the open interests before the last trading day) or price of securities by changing or fixing the price of security or exchange-traded derivative contract;
6. The practices of favorably influencing or obstructing the allotment of option exercise in options trade by fixing or changing the price of security or exchange-traded derivative contract being traded;
7. The practices that lead to the calculation of favorable margin for futures or options trade (including the customer margin specified in the Derivatives Market Business Regulation) by changing or fixing the price of security or exchange-traded derivative contract being traded;
8. The practices of unfairly influencing or having a possibility of unfairly influencing the price, after having accumulated a large quantity of open interests of exchange-traded derivative contract, by submitting a large quantity of quotations for security issue, which are unlikely to be matched, for the purpose of gaining profits or avoiding loss from such open interests, or submitting a large quantity of quotations for security issue, which have the same prices as the most recent market price or the best quotation price or the prices similar thereto;
9. The practices of gaining illegal profit in the futures or options trade, by submitting quotations participating in formation of the expected execution prices or the expected execution volume of a security; and
10. In addition to subparagraphs 1 through 9, in connection with linked trading, the practices that undermine the fair trading system or diminish the credibility of the market.

表 3-16 市場監視規則第 4 條第 2 項所訂禁止事項

編號	條文名稱
1	為獲利或避免損失，持有證券或交易所衍生工具之一方進行虛假交易或下達匹配訂單之行為。
2	為影響其他投資人交易所持有之證券，透過交易不同證券或散布關於不同證券的謠言等，來改變證券價格，而該會員在被交易的證券或交易所衍生工具的證券中持有一方之行為。
3	為獲利或避免損失（不論是為第三方還係自身），該會員在被交易之證券或交易所衍生工具證券中持有之一方，故意改變或固定另一證券與所持證券之間的價格差異之行為。
4	在推薦特定證券具有投資價值後，以獲利或避免損失為目的，交易基於該推薦的交易所衍生工具契約；或在累積交易所衍生性工具契約之持有部位後，依據該推薦出售或購買相關證券，以獲利或避免損失。
5	透過改變或固定證券或交易所衍生工具契約之價格，對期貨交易的結算、選擇權交易中的選擇權行使（包括在最後交易日之前抵銷持倉的買賣）或證券價格產生影響。
6	透過固定或改變正在交易的證券或交易所衍生工具契約的價格，對選擇權交易中選擇權行使的分配產生有利或不利影響之行為。
7	透過改變或固定正在交易的證券或交易所衍生工具契約之價格，導致期貨或選擇權交易（包括衍生性商品市場業務規則中指定之客戶保證金）計算出有利的保證金之行為。
8	在累積大量交易所衍生工具契約之持倉後，為從這些持倉中獲利或避免損失，透過提交大量不太可能匹配的證券發行報價，或提交大量與最近市場價格或最佳報價價格或相似價格相同的證券發行報價，來不公平地影響或有可能不公平地影響價格。
9	透過提交參與形成證券預期執行價格或預期執行量的報價，在期貨或選擇權交易中非法獲利之行為。
10	除前述第 1 項至第 9 項外，在相關交易中，削弱公平交易制度或降低市場信譽之行為。

資料來源：本研究整理

復參酌市場監視規則第 4 條第 3 項²¹⁸規定，會員或其主管及員工

²¹⁸ Korea Exchange, Market Oversight Regulation §4(3), A member or its officers and employees

不得向任何客戶推薦與前述第 1 或第 2 項任何款相對應之作法，也不得接受任何與該等做法之相應委託。

(二) 監視作業

KRX 於 2018 年 5 月 23 日推出 EXIGHT 市場監視系統，該系統導入人工智慧與大數據技術，整合舊有系統中之證券與期貨監視子系統，以更有效率方式防止市場不公平交易行為²¹⁹。KRX 監視系統透過統計模型運算進行股票價量變化分析，並且監控大盤即時異常交易狀況以及監控市場上之相關新聞及傳言消息等。韓國市場監視部在盤中交易時段監看各證券之價格變動、交易情形、掛牌公司所發布重大訊息及影響市場之突發狀況，有價證券若達到預警標準時，系統即會發出警示，市場監視部人員將請相關部門向上市公司求證，如有需要進一步分析時，再交由相關人員作進一步調查。市場監視部人員並將分析該股票交易情形、公司所發布重大訊息、市場傳言等。據 KRX 資料顯示，自 2023 年 5 月 31 日至 2024 年 5 月 30 日止，KRX 因股票交易異常等原因，共公布 2,582 件警示²²⁰。

1. 市場監視

復參酌市場監視規則（下同）第 11 條第 1 項²²¹規定，市場監督委員會（下稱委員會）應透過發現涉嫌異常交易之事項進行市場監督並進行調查，識別可能違反交易所業務規定之交易依本規定進行檢查，

shall not recommend the practices corresponding to any subparagraphs of paragraph (1) or any subparagraphs of paragraph(2) to any customer or shall not receive any entrustment corresponding to such practices.

²¹⁹ See News World, *KRX Launches EXIGHT to Watch for Unfair Trade in Market*, available at <http://www.newsworld.co.kr/detail.htm?no=4328>. (last visited: May 29, 2024)

²²⁰ See Korea Exchange, *Investment caution items search*, available at <http://moc.krx.co.kr/contents/SVL/M/03010200/MOC03010200.jsp>. (last visited: May 29, 2024)

²²¹ **Korea Exchange, Market Oversight Regulation §11(1)**,

The Commission shall carry out the market surveillance by detecting the issues in suspicion of abnormal trading to undertake the investigation, identifying the trades that are likely to violate the regulations governing the business of the Exchange or [§178-2] of the Act to conduct the inspection, and, when there is a possibility of abnormal trading, selecting the issues that need an intensive monitoring considering the disclosure, rumors, new reports, etc. (hereinafter referred to as the “issue with abnormally soaring price”) to prevent any unfair trades. (Amended on January 28, 2009; July 8, 2015; February 8, 2017)

當存在異常交易可能性時，評估揭露情況、謠言、新報導等情況，選擇需重點監控之議題（下稱「價格異常上漲問題」），以防止任何不公平交易。

2. 市場監視採取措施

復參酌同規則規第 12 條第 1 項²²²規定，因市場監管過程中交易情況急劇變化或謠言等情況，委員會認為有必要保護投資人時，得要求有關市場採取下列措施，如：(1)詢問是否存在與交易情況急劇變化相關的揭露情況或謠言之真實性等；(2)證券或交易所交易之衍生性商品暫停交易或(3)為證券交易執行方式之變更。

3. 異常交易調查

復參酌同規則第 13 條第 1 項²²³規定，因委員會應依照下列各款所述類型進行調查，包括：(1)定期檢驗：對市場監測中發現的可疑異常交易問題進行檢驗；和(2)特別調查：針對因媒體通報或公民申訴等原因需要立即採取行動，或委員會認為有必要進行調查事項辦理。

4. 調查方法

復參酌同規則第 14 條第 1 項²²⁴規定，認為有必要時（含依金融

²²² **Korea Exchange, Market Oversight Regulation** §12(1), In connection with the rapid change of trading situation or the rumors, etc. in the course of market surveillance, if it is deemed necessary for the investor protection, the Commission may request the Market concerned to take the measures stipulated in any of the following subparagraphs: (Amended on November 24, 2006 January 28, 2009; February 8, 2017)

1. An inquiry about the existence of disclosure relating to the rapid change in trading situation or the truthfulness of rumors, etc.;
2. Suspension of trading of securities or exchange-traded derivative products; or
3. Change of the trade execution methods of securities.

²²³ **Korea Exchange, Market Oversight Regulation** §13(1), The Commission shall conduct an investigation in accordance with the type noted in each of the following subparagraphs:

1. Regular investigation: The investigation of the issues suspicious of abnormal trading, which have been detected through the market surveillance; and
2. Special investigation: The investigation of the matters that require an immediate action because of the reasons such as the media report or civic appeal or the Commission deems an investigation necessary.

²²⁴ **Korea Exchange, Market Oversight Regulation** §14(1), When it is deemed necessary (including the case of requesting the provision of information about financial transaction pursuant to [§4(1)7b]

交易實名及保密保證法（Act on Real Name Financial Transaction and Guarantee of Secrecy）第 4 條第 1 項 7b 款要求提供有關金融交易資訊之情況；下同），委員會可要求會員機構提交與異常交易有關報告、文件或涉案人員之出席情況及陳述（下稱「提交資料等」）。(2) 委員會依第 1 項款要求會員提供資訊等時，應以書面形式提出要求，說明理由、所需資訊類型、提交截止日期以及出席日期和地點，但為迅速收集資訊，市場監視人員（限於負責調查人員，下同）認為有必要時，可以到總行、分行或其他機構進行實地考察。(3) 依該法第 404 條規定，委員會認為有必要時，可要求非會員金融投資公司（僅從事金融投資的投資交易或投資經紀公司）除第 1 項至第 3 項規定之調查所需資訊種類、要求提供資訊的方法等以及現場訪問外，實施細則還應當規定調查所需之事項。

5. 製作問答表等

參酌市場監視規則第 15 條第 1 項²²⁵規定，(1) 在調查過程中，會員機構或其管理人員、員工之活動或業務內容有違反法律、法規或不當行為之情況（下稱指出事項），市場監管人員可向當事人收集書面確認材料。前述所列事項需要書面確認事實的，市場監理人員可親自聽取當事人之陳述。然而，若確認細節較為簡單或陳述人願如此行者，則可允許陳述人準備書面陳述並提交。市場監管人員依第 2 項規定製

of the Act on Real Name Financial Transaction and Guarantee of Secrecy; the same hereinafter), the Commission may request the member to submit the reports and documents relating to the abnormal trading or the attendance and statement of the personnel implicated (hereinafter referred to as “the submission of information, etc.”).

²²⁵ **Korea Exchange, Market Oversight Regulation** §15(1), In an event where in the course of investigation, there is a matter in which the activities of or details of business handled by the member or its officer and employee are in violation of the laws and regulations or improper (hereinafter referred to as “the matters pointed out”), the market surveillance staff may collect the written confirmations from the persons concerned.

作問答表者，為保證陳述之自願性，不得強迫任何人陳述。但拒絕在問答表上簽字或蓋章的，聲明人應在問答表上寫明拒絕之理由。

第三節 小結

觀察各該國家有關股價操縱及監視制度可發現，歐美區域中，英國雖已脫離歐盟，並制定出獨立之「2019年市場濫用（脫歐）修正條例」規範股價操縱，惟其規範與歐盟高度類似，均有禁止操縱交易及散布不實消息，亦有刑事處罰，可能原因為其在脫離歐盟前雖有訂定自己的金融服務暨市場法，惟因2014年市場濫用規則發布後，均以此規則為準而受有影響。而在監視制度部分，其雖將集中、店頭市場分別進行監管，惟均透過倫敦交易所為之。

美國透過「1934年證券交易法」規範股價操縱行為，並訂有最高20年之刑事責任，而我國證交法第155條第1項有關股價操縱之規範乃承襲美國法而來，與美國具高度類似性，惟美國並無違約不交割之處罰，但有增加違反主管機關發布之命令規範。在監視制度部分，亦同英國區分集中市場及店頭市場異其規範，惟集中交易市場由紐約證券交易所負責，店頭市場則由那斯達克交易所負責，並訂有線上監視、離線監視、不法查核、處置措施及跨市場監督機制。

亞太區域中，觀察香港、新家坡日本及韓國，多已將資本市場（如證券及期貨市場）相關規範整合為單一規範，並於其中定有操縱市場，等市場濫用禁止規範，然未將違約不交割，納為市場濫用行為之一；另就監視制度方面，觀察前述國家大多賦予境內交易所一定程度之監視義務，其內部透過資訊系統之建立，常態性針對市場價量進行監控，另透過法令規範或雙方意向書等約定方式，與相關主管機關建立資訊通報機制，共同肩負市場監視之責。最後，於民事賠償方面，香港設有「市場失當行為審裁處（MMT）」，若證監會認為曾發生或有發生市場失當行為之虞者，可就相關違法行為提起在審裁處席前進行研訊程序，並由其裁定任何依法提起之研訊程序所引起（或與該程序有關連）

之任何問題或爭點。審裁處可向被裁定為曾從事市場失當行為之人士判處命令，命該行為人向香港政府繳付款項，且亦可命該行為人，未經原訟法庭許可，不得擔任法團（法人）的董事、清盤人（清算人）或法團的財產或業務的接管人（管理人）或經理人或取得、處置或以任何其他方式處理任何證券等。

綜上所述，本文繪製比較表如下表 3-18：

表 3-17 各國有關股價操縱及監視制度之比較

國家	歐洲(英國)	美國	日本	新加坡	香港	韓國	
規範依據	2019 年市場濫用（脫歐）修正條例、2012 年金融服務法	1934 年證券交易法	金融商品交易法（FIEA）	證券期貨法（SFA）	證券及期貨條例（SFO）	金融服務與資本市場法（FSCMA）	
股價操縱	類型	操縱交易 (Manipulating Transactions): 對金融商品製造虛偽或足致他人誤信之假象，並使價格維持在不正常水準	禁止沖洗買賣與相對委託	不正行為之禁止	虛假及操縱市場交易	虛假交易的罪行	市場價格操縱等行為禁止
		操縱方式 (Manipulating Devices): 使用虛偽的方法進行買賣或其他行為，而影響價格	禁止連續交易		證券及以證券為基礎之衍生性契約市場操縱	操控價格的罪行	
		散布不實消息	禁止以其他交易為內容而有引誘效果資訊的散發	禁止市場操縱	虛假或誤導性陳述等	揭露關於受禁交易的資料的罪行	
			禁止傳遞虛偽誤導之資訊		欺詐性地誘使他人從事資本市場商品之交易	揭露虛假或具誤導性的資料以誘使進行交易的罪行	
	誘導性行為與扭曲	禁止本於對價之引誘 其他違反主管機關所發布之命令者	禁止散布謠言、使用欺詐手段、攻擊和恐嚇	使用操縱及欺騙手段	操縱證券市場的罪行		
法律	無上限罰款、禁制令或禁止受	暫停交易、凍結資產、禁止擔任	課徵金制度	—	—	—	

國家		歐洲(英國)	美國	日本	新加坡	香港	韓國	
效果		監管公司或人員進入市場	高階經理人					
	民事	行為人與 FCA 進行協議並賠償受害人	停止不法行為、獲利繳回、罰鍰以填補受害人損害	僅對公開資訊有虛偽不實之記載訂有民事責任	請求最高達其盈利或因此避免損失金額之 3 倍，或者在未盈利或損失之情況下，最高可達新幣 200 萬元	負有法律責任以損害賠償方式賠償另一人因該項違反而蒙受之金錢損失	應承擔損害賠償責任	
	刑事	罰金或 7 年以下有期徒刑	500 萬元以下罰金或 20 年以下有期徒刑	法院得處 10 年以下有期徒刑，或對個人科以 1,000 萬日圓以下罰金	最高可處 25 萬新幣以下罰金，或 7 年以下監禁，且可兩者併罰之	可處罰金港幣 1,000 萬元及 10 年監禁	判處 10 年以下有期徒刑或拘役，或罰金相當於所犯罪行獲得之利潤或避免之損失之 2 至 5 倍	
監視制度	監視組織	主管機關	金融行為監理總署 (FCA)	證管會 (SEC)	證券交易監視委員會 (SESC)	金融管理局 (MAS)	證監會 (SFC)	金融服務委員會 (FSC)
		交易所	倫敦交易所 (LSEG)	紐約交易所 (NYSE) 那斯達克交易所 (NASDAQ)	日本交易所監管機構 (JPX-R)	新交所監管公司 (SGX RegCo)	香港交易所 (HKEX)	韓國交易所 (KRX)
		自律組織	—	證券商公會 (FINRA)	—	—	市場失當行為審裁處 (MMT)	—
	監視作業	制度	統一監視	各自監視	統一監視	統一監視	統一監視	統一監視
		市場預警	線上監視、離線監視、詢問公司、暫停交易	線上監視、離線監視、暫停交易	線上監視、離線監視、發布警示、通知券商揭露、暫停交易	線上監視、離線監視、異常委託查核、要求公司說明	線上監視、離線監視、訂定異常標準、通知公司揭露、短暫停牌	線上監視、離線監視、暫停交易、特別調查
		不法交易查核	異常交易分析、要求券商主動提報可疑交易	要求買賣較多券商提供資料，進行比對、異常交易分析	異常交易分析、製作報告、提出警告	異常交易分析、審查交易活動、移送執法者	異常交易分析	異常交易分析、實地考察、現場訪問

第四章 我國股價操縱行為及監視制度

我國股價操縱及監視制度規範，分別散落於證券交易及相關子法中，如證券交易法第 155 條、第 102 條、證券交易所管理規則第 22 條、臺灣證券交易所股份有限公司公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點；財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心櫃檯買賣公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點、臺灣證券交易所股份有限公司公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第四條異常標準之詳細數據及除外情形；臺灣證券交易所股份有限公司實施股市監視制度辦法；櫃檯買賣有價證券監視制度辦法等相關規範。

以下本章第一節將分別討論我國現行股價操縱及監視制度之規範其沿革及解釋論，並於第二節提出現行我國股價操縱及監視制度所遭遇之問題及困境，並參酌世界主要國家制度進行比較分析，發覺其可優化之處，內容分述如下：

第一節 現行法制與相關制度

我國證券交易法（下稱證交法，下同）最早於 1968 年 4 月 16 日經立法院通過制定，並於同年 4 月 30 日總統公布施行，該法於立法之初，即於第 150 條就「股價操縱行為」相關禁止行為進行規範，其立法目的在於健全證券市場之機能，維持證券交易市場之秩序，並保護投資人。若違反本條規定者，除有同條第 3 項訂有民事責任外，依第 171 條 需負擔刑事責任，且刑責得處 3 年以上 10 年以下有期徒刑，得併科新臺幣 1,000 萬元以上 2 億元以下罰金，罰則刑度可謂非輕。

參酌現行證交法第 155 條第 1 項規定：「對於在證券交易所上市之有價證券，不得有下列各款之行為：一、在集中交易市場委託買賣

或申報買賣，業經成交而不履行交割，足以影響市場秩序。二、刪除。三、意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，與他人通謀，以約定價格於自己出售，或購買有價證券時，使約定人同時為購買或出售之相對行為。四、意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出，而有影響市場價格或市場秩序之虞。五、意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象，自行或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對成交。六、意圖影響集中交易市場有價證券交易價格，而散布流言或不實資料。七、直接或間接從事其他影響集中交易市場有價證券交易價格之操縱行為。」從而，據此規定，就市場操縱行為大致可分為以下 6 類，包括：(1) 違約不交割；(2) 相對委託；(3) 連續交易；(4) 相對成交；(5) 不實表示等，以及 (6) 概括條款等，各別操縱行為主客觀構成要件各異，考量本條肩負維持證券市場秩序功能，故各行為構成要件如何規範，實屬關鍵。

第一項 我國股價操縱法制

一、 股價操縱禁止規範

參酌證交法第 155 條規範所訂股價操縱行為，係指行為人對在證券交易所上市之有價證券，為下列各款之行為，包括：(1) 違約不交割；(2) 相對委託；(3) 連續交易；(4) 相對成交；(5) 不實表示及 (6) 概括規定等不法操縱類型（如表 4-1）；另依同條第 2 項規定，第 1 項規定，於證券商營業處所買賣有價證券準用之，故無論係在證券集中市場抑或店頭市場，皆有其適用。鑒於各操縱行為主客觀構成要件各異，以下茲就第 155 條所定各類操縱行為構成要件，細分述如下：

表 4-1 證券交易法第 155 條各款行為態樣

編號	條號	操縱行為類型	規範構成要件
1	證§155I ①	違約不交割	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。
2	證§155I ③	相對委託	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。
3	證§155I④	連續交易	意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出，而有影響市場價格或市場秩序之虞。
4	證§155I ⑤	相對成交	意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象，自行或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對成交。
5	證§155I ⑥	不實表示	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。
6	證§155I⑦	概括條款	直接或間接從事其他影響集中交易市場有價證券交易價格之操縱行為。

資料來源：本研究整理

(一) 違約不交割

關於違約不交割之禁止行為，最早於 1968 年制定證交法之初，即訂於第 155 條第 1 項第 1 款中，該款原規範構成要件為「在有價證券集中交易市場無實際成交意思，空報價格，業經有人承諾接受而不實際成交，足以影響市場秩序者。」爾後，於 1988 年 1 月 29 日修法時，改訂為：「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，足以影響市場秩序者。」其修法理由指出，原同條

第一款及第二款之行為，即足以破壞市場交易秩序及公平，爰刪除「無實際成交意思」、「意圖影響市場行情」等要件，而予以修正²²⁶。

後於 2006 年 1 月 11 日為本款最近一次修正，其修法理由在於，因實務運作上委託買賣雙方一經撮合即為成交，並無不實際成交之情形發生，爰刪除「不實際成交」並配合實務情形修正「報價」、「業經有人承諾接受」等用語。另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 1 款為「委託買賣或申報買賣」以資明確²²⁷。

本款立法目的乃為防範惡意投資人不履行交割義務，影響市場交易秩序，至於一般投資人若非屬惡意違約，其違約金額應不足以影響市場交易秩序，自非該當本款規定，而不會受證交法相關刑罰處罰。從而，為因應市場發生之操縱行為態樣及監理實務需要，增訂不履行交割，包括「投資人對證券商」及「證券商對市場不履行交割」等兩種態樣，以達有效遏止市場不法操縱之行為²²⁸，現行本款規範條文為「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。」有關本款違約不交割之操縱行為主客觀構成要件，如下：

1. **客觀構成要件—行為人須為證券商或投資人：**實務上，我國證券交易市場，係採兩階段交易，而本款於 2006 年修法時，即將原規範之「報價」修正為「委託買賣或申報買賣」。所謂委託買賣，指投資人委託證券商買賣；申報買賣，則係指證券商申報

²²⁶ 參閱立法院關係文書，76 卷 96 期 2103 號，頁 24-96。

²²⁷ 參閱立法院關係文書，94 卷 75 期 3457 號，頁 84-87。

²²⁸ 參閱立法院關係文書，同前註 227，頁 84-87。

買賣，故現行條文業明確將投資人及證券商納入規範中。此外，本款適用主體為證券商及投資人，此非法明文以其為規範主體，乃係因行為人為使用市場之人，故本款似非屬身分犯²²⁹。

- 2. 主觀構成要件—行為人須出於故意：**本款規定，原有「無實際成交意思」之主觀意思要件，惟此要件於 1988 年修法時遭刪除，從而使本款成為單純處罰違約不交割客觀行為之規範。另參酌最高法院 99 年度台上字第 166 號刑事判決，明確指出其立場：「倘行為人主觀上明知自身並無資力或有價證券，仍對於證券交易所上市之有價證券，在集中交易市場委託買賣或申報買賣，致於成交後無法履行交割，足以影響市場秩序者，即有該罪之故意。無論行為人目的係意在賺取股票漲跌價差或為拉抬特定股票之股價而買賣，或意圖拉抬、壓低股價而連續以高、低價買賣股票，均不影響行為人對於違約交割罪之犯罪故意²³⁰。」後於 2006 年修法時，立法理由亦揭示本款僅處「罰惡」違約²³¹。

- 3. 客觀構成要件—委託買賣或申報買賣業經成交而不履行交割：**參酌 1988 年修正公布之舊法，有關行為要件部分，本款原係以「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」為要件。後於 2006 年修法時，將本款行為構成要件修正為：「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」，其立法理由指出，因實務運作上委託買賣雙方業經撮合即為成交，並無不實際成交之情形²³²，爰刪除不實際成交

²²⁹ 參閱戴銘昇，最高法院對證券市場操縱行為刑事構成要件之認定，華岡法粹，第 52 期，頁 106，2012 年 3 月。

²³⁰ 參閱最高法院 99 年度台上字第 166 號刑事判決。

²³¹ 參閱戴銘昇，同註 229，頁 107。

²³² 參閱戴銘昇，同註 229，頁 108。

等文字。

4. 客觀構成要件—交易客體為集中交易市場或店頭市場之有價證券：依第 155 條第 1 項規定：「對於在證券交易所上市之有價證券，不得為下列各款之行為」可見違約不交割之交易客體為上市集中市場之有價證券，復按同條第 2 項規定，前項（第 1 項）規定於證券商營業處所買賣有價證券準用之，從而本款亦適用於店頭市場交易之有價證券。查本條規範目的應在於防止證券公開流通市場被有心人士操縱，交易客體須限於係利用公開市場交易時始會該當構成要件，若屬私人間而非透過公開市場交易時，縱有違約不履行交割義務情形者，亦非受本款規範，即場外交易不適用本款。然同法第 150 條業禁止上市有價證券之場外交易，故此例外情形，應僅會出現在櫃檯買賣（即店頭市場）之有價證券²³³。

5. 客觀構成要件—足以影響市場秩序：觀察所謂足以影響市場秩序，為不確定法律概念，本款業經多次修正，然皆未此客觀要件加以修正，查最高法院判決，部分判決未直接論述被告行為是否足以影響市場秩序，而僅以被告之行為已具備違約不交割之其他構成要件，即論足以影響市場秩序者²³⁴。另有部分判決始明確要求，須就係足以影響市場秩序而詳加論斷者²³⁵。從而，司法實務上多採何種因素來判斷被告之行為是否足以影響市場

²³³ 參閱戴銘昇，同註 229，頁 111。

²³⁴ 參閱最高法院 86 年度臺上字第 5089 號刑事判決：「本件上訴人既明知缺乏足夠之資金，而仍委託康和公司在集中市場報價，為前述股票之融資、融券買賣，經有人承諾接受後，不履行交割，其自足以影響市場之交易秩序，原判決以其違反證券交易法第一百五十五條第一項第一款之規定，而依同法第一百七十一條論處，並無違背法令可言。」

²³⁵ 參閱最高法院 86 年度台上字第 4992 號刑事判決：「此項「足以影響市場秩序」之構成犯罪事實，不僅事實欄應明白認定，且須於理由內說明其所憑之依據，方足以資論罪科刑。」

秩序？經參酌及歸納最高法院判決，如表 4-2：

表 4-2 法實務判斷被告之行為是否足以影響市場秩序之因素

編號	判斷標準	最高法院判決及內容
1	違約金額	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2006 年立法理由明確指出將違約金額作為判斷是否足以影響市場秩序之因素。 ■ 最高法院 94 年度台上字第 27 號刑事判決指出：「以即以上訴人一有不履行交割之行為，不管其實際報價數量及違約交割之金額多少，均認已足以影響市場秩序，而成立上開罪行，難謂無適用法則不當之違誤。²³⁶」即違約金須達一定數額，始能被認定足以影響市場秩序者。
2	報價數量（占當日交易額和交易量之比例）	<ul style="list-style-type: none"> ■ 最高法院 93 年度台上字第 3324 號刑事判決：「所謂「足以影響市場秩序」，應視實際報價數量、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²³⁷。」故採視具體個案進行認定之。 ■ 2006 年修法後，本款已明定處罰行為係「業經成交而不履行交割」，故應不再以報價（不見得成交）數量來作為認定標準。
3	股價變化	<ul style="list-style-type: none"> ■ 股價變化可作為認定是否構成足以影響市場秩序之因，而股價變化認定標準，包括： <ul style="list-style-type: none"> (a) 下跌幅度，參酌最高法院 98 年度台上字第 3188 號刑事判決表示：「股票嗣後之股價連日下跌，由 91 年 8 月份月平均價之每股 8.67 元，下跌至同年 10 月份之每股 1.54 元，已明顯影響市場交易秩序²³⁸。」 (b) 有無與同類股及大盤之走勢背離，如最高法院 94 年度台上字第 1036 號刑事判決採之：「上訴人違約不履行交割義務，經統一公司申報違約後，各該股票股價與同類股及大盤之走勢呈現相同，並無明顯背離且價量變化不大等情

²³⁶ 參閱最高法院 94 年度台上字第 27 號刑事判決。

²³⁷ 參閱最高法院 93 年度台上字第 3324 號刑事判決。

²³⁸ 參閱最高法院 98 年度台上字第 3188 號刑事判決。

編號	判斷標準	最高法院判決及內容
		239。」
4	成交量變化	<ul style="list-style-type: none"> 最高法院 94 年度台上字第 1036 號刑事判決提及：「上訴人違約不履行交割義務，經統一公司申報違約後，各該股票股價與同類股及大盤之走勢呈現相同，並無明顯背離且價量變化不大等情²⁴⁰。」
5	主管機關之意見	<ul style="list-style-type: none"> 最高法院 89 年度台上字第 7137 號刑事判決，認為：「前財政部證券管理委員會七十九年一月二十五日（79）台財證字第○○一五七號函，係該委員會認上訴人等涉嫌違反證券交易法，移請台灣台北地方法院檢察署偵辦所為之報告，非法院調查所得之心證，不得採為上訴人犯罪之證據²⁴¹。」前述判決認為主管機關之意見僅能作為法院認定證據之一，並非能僅憑此一證據即認定構成足以影響市場秩序者之理由。
6	證券公司受有損害	<ul style="list-style-type: none"> 最高法院 96 年度台上字第 2453 號刑事判決：「嗣經各證券商處分股票、沖抵股款後，因違約不交割而受損害之證券商計有大府城證券台中分公司等六家，合計六十億八千六百五十八萬四百九十七元，已嚴重影響證券市場之交易秩序。²⁴²」乃認定證券公司受有損害構成足以影響市場秩序之因素之一。

資料來源：本研究整理；戴銘昇，最高法院對證券市場操縱行為刑事構成要件之認定，頁 112-118，華岡法粹，第 52 期，2012 年 3 月。

(二) 相對委託

第 155 條第 1 項第 3 款規定為相對委託之操縱行為態樣，本款最早於 1968 年 4 月 30 日公布之規範內容為：「意圖影響市場行情，與他人通謀，以約定價格於自己出售，或購買有價證券時，使約定人同時為購買或出售之相對行為者。」

²³⁹ 參閱最高法院 94 年度台上字第 1036 號刑事判決。

²⁴⁰ 參閱戴銘昇，同註 229，頁 112。

²⁴¹ 參閱最高法院 89 年度台上字第 7137 號刑事判決。

²⁴² 參閱最高法院 96 年度台上字第 2453 號刑事判決。

爾後，於 1988 年 1 月 29 日公布修正為：「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者。」其立法理由指出：「將第 3 款、第 4 款及第 6 款（即現第 7 款）之市場行情均修正為「集中交易市場某種有價證券交易價格」，並將第 3 款及第 4 款之「意圖影響」，參照美國 1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）第 9 條立法經驗，修正為「意圖抬高或壓低」以資明確²⁴³。

於 2006 年 1 月 11 日，該次修正則酌作文字修正，而成現行條文：「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。」本款操縱行為具備下列主客觀構成要件，如下：

1. 主觀構成要件—意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格：

與前款相比，本款多了意圖及通謀二要件，意圖須與客觀行為結合，如最高法院 95 年度台上字第 5487 號刑事判決指出：「本款意圖須與其刻意之炒作行為結合才有構成犯罪之可能²⁴⁴。」而通謀則不必與民法第 87 條通謀虛偽意思表示相同，即將此通謀解為互相謀議即可²⁴⁵。

2. 客觀構成要件—與他人通謀時以約定價格於自己出售或購買有

²⁴³ 參閱戴銘昇，同註 229，頁 113。

²⁴⁴ 參閱最高法院 95 年度台上字第 5487 號刑事判決。

²⁴⁵ 參閱劉連煜，現代證券交易法實例研習，頁 756，增訂 19 版，2023 年。

價證券時，使約定人同時為購買或出售之相對行為：

相對委託在客觀上，行為人藉抬高或壓低股價，以製造交易熱絡之假象，誘使他人買賣。又依最高法院 97 年台上字第 5913 號刑事判決指出：「至於炒作？瑞利公司股票之利得應如何分配及其分配比例為何？原審雖未調查，惟證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款及第 4 款，係分別規定……並不以行為人已因上開行為獲得利益為其構成要件，則上訴人等違反上開規定操作瑞利公司股票是否有利得及相約如何分配，即無調查之必要²⁴⁶。」是故，本款行為不以獲利作為行為成立之必要條件。

(三) 連續交易

第 155 條第 1 項第 4 款規定為連續交易之操縱行為態樣，本款最早於本法於 1968 年 4 月 30 日公布時原規定為：「意圖影響市場行情，對某種有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者。」復於 1988 年 1 月 29 日修法時，改規範為：意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者²⁴⁷。」爾後，於 2006 年 1 月 11 日修法時，則斟酌文字修正，調整為現行條文：「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出，而有影響市場價格或市場秩序之虞²⁴⁸。」本款行為應具備下列成要件，如下：

1. 主觀要件—意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格：

²⁴⁶ 參閱最高法院 97 年台上字第 5913 號刑事判決。

²⁴⁷ 參閱戴銘昇，同註 229，頁 113。

²⁴⁸ 參閱戴銘昇，同註 229，頁 114。

(1) 本款之意圖

最高法院 89 年度台上字第 7381 號刑事判決認定，認為本款之罪：「行為時證券交易法第一百七十一條所定違反同法第一百五十五條第四款規定之罪，必須行為人主觀上有抬高或壓低集中交易市場某種有價證券交易價格之意圖，客觀上有對於該有價證券連續以高價買入或低價賣出之行為，始克成立。²⁴⁹」如僅有客觀行為，而未有主觀意圖搭配者，則非能成立本款。

(2) 主觀意圖之認定

最高法院 99 年度台上字第 163 號刑事判決指出：「但就證據法則而言，仍應有積極之證據顯示甲○○、乙○○有此意圖為必要²⁵⁰。」故就證據法則而言，意圖之證明應有積極證據；另參酌最高法院 100 年度台上字第 597 號刑事判決指出，行為人主觀上是否具有本款之意圖，應綜合判斷之，判決指出：「行為人主觀上是否具有上開意圖，應綜合行為人於買賣股票期間：(1) 股票之價、量變化是否背離集中市場走勢？(2) 股票之價、量變化是否背離同類股股票走勢？(3) 行為人是否有以高於平均買價、接近最高買價或以漲停價委託或以拉尾盤方式買入股票？(4) 行為人有無利用拉抬後之股票價格賣出系爭股票獲得鉅額利益？(5) 行為人介入期間，曾否以漲停價收盤？(6) 有無變態交易之情形？等客觀之事實，予以判斷之²⁵¹。」

2. 客觀構成要件—自行或以他人名義連續以高價買入，或以低價賣出該有價證券：

(1) 連續之認定

²⁴⁹ 參閱最高法院 89 年度台上字第 7381 號刑事判決。

²⁵⁰ 參閱最高法院 99 年度台上字第 163 號刑事判決。(24 年 8 月 20 日)

²⁵¹ 參閱最高法院 100 年度台上字第 597 號刑事判決。

有關本構成要件所稱「連續」，參酌最高法院 98 年度台上字第 6816 號刑事判決：「而該規定之所謂「連續」，係指於一定期間內連續多次之謂，不以逐日而毫無間斷為必要²⁵²。」；然最高法院 75 年度台上字第 3956 號刑事判決，明確指出：「本款有以高價買入或低價賣出之連續行為成立為成立要件之一，如僅有一次，該種行為尚不能論以該罪」，故應至少有兩次買賣行為才能構成。」

(2) 以高價買入或以低價賣出

(a) 以高價及低價之認定

最高法院 100 年度台上字第 370 號刑事判決指出：「故該規定所指「以高價買入」，以漲停價、高於平均買價、接近最高買價，或以當日之最高價格買入等情形固均屬之，甚至基於各種特定目的，舉如避免供擔保之股票價格滑落致遭斷頭，或為締造公司經營榮景以招徠投資等，而以各種交易手段操縱，不論其買入價格是否高於平均買價，既足使特定有價證券價格維持於一定價位，以非法誘使他人買賣該特定有價證券之所謂護盤，其人為操縱使有價證券價格維持不墜，即具抬高價格之實質效果，且其雖與其他一般違法炒作，意在拉高倒貨、殺低進貨之目的有異，但破壞決定價格之市場自由機制，則無二致，應亦屬上開規定所指「以高價買入」之行為²⁵³。」；另參酌最高法院 92 年度台上字第 395 號刑事判決指出，所謂「連續以高價買入或以低價賣出」者，指於特定時間內，逐日以高於平均買價、接近最高買價之價格，或以當日最高之價格買入；或逐日以低於平均買價、接近最低買價之價格，或以當日最低之價格賣出而言²⁵⁴。」

²⁵² 參閱最高法院 98 年度台上字第 6816 號刑事判決。

²⁵³ 參閱最高法院 100 年度台上字第 370 號刑事判決。

²⁵⁴ 參閱最高法院 92 年度台上字第 395 號刑事判決。

據正常之投資原則，證券市場的投資人理論上應是低價買入、高價賣出才是，而高價買入、低價賣出的行為顯然違反上開原則，這可能是本法之所以將之列為不法行為之原因²⁵⁵。參酌最高法院 99 年度台上字第 5979 號刑事判決認為，「而所謂「連續以高價買入」，係指於特定期間內，連續以高於平均買價、接近最高買價，或以當日之最高價格買入而言，並不以「連續漲停價買入」為必要²⁵⁶。」

(b) 買賣

鑒於證券交易市場屬非面對面交易市場，交易之雙方當事人並非面對面磋商交易內容，而係依行紀關係委由證券商於市場上報價，透過集中交易平臺撮合成交，故須成交後，買賣始告成立，惟最高法院 95 年度台上字第 4978 號刑事判決認為：「股票交易市場係透過市場供需，來決定交易價格之制度。社要有參與買賣股票之人，縱使當日並未成交，於開盤前掛買單、賣單都會影響股票之開盤價及當日股票之走勢²⁵⁷。」

(c) 對標的股票之影響

儘管連續交易雖具抬高或壓低集中交易市場某種有價證券交易價格之意圖，然參酌最高法院 98 年度臺上字第 6816 號刑事判決指出：「故如行為人主觀上有拉抬或壓抑交易市場上特定有價證券之意圖，且客觀上，於一定期間內，就該特定之有價證券有連續以高價買進或以低價賣出之行為，不論是否已致使交易市場之該特定有價證券價格發生異常變化之結果，均屬違反該規定，構成同法第一百七十一

²⁵⁵ 參閱戴銘昇，同註 229，頁 130。

²⁵⁶ 參閱最高法院 99 年度台上字第 5979 號刑事判決。

²⁵⁷ 參閱最高法院 95 年度台上字第 4978 號刑事判決。

條高買或低賣證券違法炒作罪²⁵⁸。」，故該判決就本款成立要件，並不以造成股票價格上漲或產生急遽變化為必要；另最高法院 94 年度台上字第 1043 號刑事判決指出：「其上市股量鉅大，市場流通性亦高，自非一般投資人所可任意操控，因此投資人通常須參考聯電普通股股價，以作為買賣「聯電己」之依據，而不可能藉炒作「聯電己」，以抬高聯電普通股之行情²⁵⁹。」，故判決認為若標的股票發行公司屬較大型之發行公司，其每日交易量均有相當大之數量，行為人買賣行為較不可能達到操作股票價格之目的，則此時便不構成本款之行為。

至於「護盤」之行為，最高法院 100 年度台上字第 370 號刑事判決認為：「不論其買入價格是否高於平均買價，既足使特定有價證券價格維持於一定價位，以非法誘使他人買賣該特定有價證券之所謂護盤，其人為操縱使有價證券價格維持不墜，即具抬高價格之實質效果，且其雖與其他一般違法炒作，意在拉高倒貨、殺低進貨之目的有異，但破壞決定價格及市場自由機制，則無二致，亦應屬上開規定所指以高價買入之行為²⁶⁰。」最高法院認為，「護盤」違反本款者為多數見解²⁶¹。

(d) 不以獲利為必要

最高法院 94 年度台上字第 1043 號刑事判決：「然查本案探求之重點在於被告主觀上究竟有無故意炒作或抬高「聯電己」股價之不法意圖，與其是否因買賣該股票而獲利，暨其獲利之多寡，尚難謂有絕對之關聯²⁶²。」判決認本款連續交易行為，並不以行為人買賣標的股

²⁵⁸ 參閱最高法院 98 年度臺上字第 6816 號刑事判決。

²⁵⁹ 參閱最高法院 94 年度台上字第 1043 號刑事判決。

²⁶⁰ 參閱最高法院 100 年度台上字第 370 號刑事判決。

²⁶¹ 參閱戴銘昇，同註 229，頁 132。

²⁶² 參閱戴銘昇，同註 229，頁 132。

票有實際獲得利益為構成要件。

(四) 相對成交

第 155 條第 1 項第 5 款規定，係於 2006 年 1 月 11 日所增訂之行為態樣，其規範為：「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。」本款立法理由指出：「基於操縱股價漲，經常以製造某種有價證券交易活絡之表象，藉以誘使他人參與買賣，屬操縱手法之一。經參考美日等國立法例，爰增訂第五款將該等操縱行為之態樣予以明定，以資明確²⁶³。」由於「相對成交」已涵蓋「不移轉實質所有權而偽做買賣」之概念，從而學說上有認為本款乃「沖洗買賣」（原第 155 條第 1 項第 2 款規範）之復活²⁶⁴，亦學者逕將本款稱為沖洗買賣者²⁶⁵；最高法院亦有判決認沖洗買賣為相對成交之類型之一²⁶⁶。

爾後，於 2006 年後，最高法院始傾向以本條第 1 項最後 1 款概括規定來處罰沖洗買賣之行為，於最高法院 100 年度台上字第 370 號刑事判決中，法院提及採最後一款來處理沖洗買賣之理由：「證券交易法 89 年修正前所規定之偽作買賣行為，屬「相對成交」態樣之一，與「相對委託」同係藉由上市股票之虛偽交易，製造交易活絡假象，利用一般投資人盲從搶進心理，達到人為操縱股價之目的，均為 89 年修正前之證券交易法所禁止，違反者應依同法第 171 條處罰；嗣禁止偽作買賣之規定雖經刪除，然同屬虛偽交易之相對委託禁止規定，

²⁶³ 參閱戴銘昇，同註 229，頁 132。

²⁶⁴ 參閱林國全，操縱行為之案例分析，證券暨期貨月刊，第 22 卷第 12 期，頁 64，2004 年 12 月。

²⁶⁵ 參閱賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，頁 651，再版，2009 年。

²⁶⁶ 參閱最高法院 100 年度台上字第 370 號刑事判決：「證券交易法八十九年修正前所規定之偽作買賣行為，屬「相對成交」態樣之一，與「相對委託」同係藉由上市股票之虛偽交易，製造交易活絡假象，利用一般投資人盲從搶進心理，達到人為操縱股價之目的，均為八十九年修正前之證券交易法所禁止，違反者應依同法第一百七十一條處罰」。

則仍保留，足徵該刪除顯非基於偽作買賣不具有可罰性而予以除罪化之考量，故刪除後，迄 95 年 1 月間上開禁止相對成交規定增訂前，偽作買賣之行為固屬同法第 155 條第 1 項第 6 款具補充概括規定所禁止之「其他影響證券交易價格之操縱行為」，而應依上開處罰規定論處罪刑。然於本款增訂後，沖洗買賣行為便應依本款加以判斷。」本款操縱行為具備下列構成要件，如下：

1. 主觀要件—意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象：

從本款規定觀之，僅須有「造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象」之意圖即可成立，然最高法院 100 年度台上字第 370 號，刑事判決指出：「上開第五款增訂明文禁止之「相對成交」行為，係指行為人以其本人名義或藉用人頭戶之他人名義開設二以上不同之帳戶，而利用此等帳戶，基於哄抬或打壓特定有價證券價格之目的，委託證券商就該有價證券，同時以同一高於或低於市價之價格及同一數量，為相對買賣之情形，其雖具買賣形式，實為同一投資人左進右出之空頭買賣；而兩個以上投資人互相約定，對特定有價證券，以相同價格、數量，為相對買賣之委託，則為同條項第 3 款禁止「相對委託」²⁶⁷。」，從而判決採取較為嚴格之認定標準，將行為人主觀要件提升為須「基於哄抬或打壓特定有價證券價格之目的」而言。

2. 客觀構成要件—自行或以他人名義連續委託買賣或申報買賣，而相對成交：

參酌最高法院 100 年度台上字第 370 號刑事判決，認為行為人委

²⁶⁷ 參閱最高法院 100 年度台上字第 370 號刑事判決，同前註 260。

託買賣或申報買賣的價格須是高於或低於市場市價之價格²⁶⁸。即若僅係以市價作為委託或申報買賣之價時，將不會構成本款相對成交之行為。此見解係傾向認本款之行為須造成有價證券價格受到抬高或打壓。

復參酌最高法院 100 年度台上字第 775 號刑事判決有其不同看法，該判決指出：「沖洗買賣或相對成交條款，係禁止行為人以製造交易活絡假象之操縱手法操縱股價，與其買賣之價格未必有絕對關係。此與同條項第 4 款規定禁止意圖抬高或禁止壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格自行或以他人名義對該有價證券連續以高價買入或以低價賣出之規定，市場稱之為炒作股價條款不同²⁶⁹，有論者採後說²⁷⁰。

(五) 散布流言或不實資料

第 155 條第 1 項第 6 款所定之操縱行為類型為「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者。」鑒於我國證券市場係散戶（一般投資人）占成交量近八成之特殊市場。鑑於散戶之投資決定最易受流言影響，故本款規定在此種環境，原應有其重要之意義。惟觀察既往實務，本款規定並未能充分發揮其預期之功能，以本款論處之案件，實務上並不多見²⁷¹。於 2006 年法規修正時，除因配合增訂第 5 款相對成交規定，從而將本款之款次調整為第 6 款外，就本款條文規範本身，並未有所修正。

1. 主觀構成要件—意圖影響集中交易市場有價證券價格：

本款行為人須有「影響集中交易市場有價證券價格」之意圖，性

²⁶⁸ 參閱最高法院 100 年度台上字第 370 號刑事判決，同前註 260。

²⁶⁹ 參閱最高法院 100 年度台上字第 775 號刑事判決。

²⁷⁰ 參閱戴銘昇，同前註 229，頁 132。

²⁷¹ 參閱林國全，同前註 264，頁 60-61。

質上為故意犯、意圖犯。所謂意圖，行為人須有希望構成要件成立之結果發生，並客觀上已著手實行者，即稱該當²⁷²。至「影響」乙詞，相較於同條第1項第3款、第4款之「抬高或壓低」之用詞不同，然其實質意義應為相同，解釋上應包括變動或維持有價證券之價格²⁷³。另觀諸司法實務之見解，亦認為本款規定之散布流言或不實資料型之操縱股價罪，限於故意犯，以行為人知悉所散布之消息，屬於流言或不實資料者為必要²⁷⁴。

2. 客觀構成要件—散布流言或不實資料：

(1) 散布

所謂「散布」，學理上多認為係指對不特定人或多數人為傳述之行為²⁷⁵。惟多數與少數係為相對之不確定法律概念，究竟為多數或少數非有一定數據依據為準，其對於行為人之「散布」行為應否限於散布對象須為多數人，始構成本款之「散布」行為？學理見解尚有歧異，有論者採否定見解，認為除非能證明行為人藉由其傳述對象之某特定之人或少數人，將該流言或不實資料散布與不特定多數人之故意，否則不應將散布解為包括對某特定之人或特定之少數人傳述之情形²⁷⁶。反之，亦有論者採肯定見解，就本款之規範目的論之，其主要在防免惡意對市場散布非真實消息，影響證券市場股票價格之正常運作，行為人一旦以一般廣為流傳之大眾媒體工具為其散布管道者，或明知或可得而知其對少數人之傳述行為有被散布於其他非特定公眾者，其應

²⁷² 參閱臺灣彰化地方法院 100 年度金訴字第 4 號刑事判決。

²⁷³ 參閱王志誠，證券交易法上散布流言或不實資料行為之認定標準，月旦法學教室，第 228 期，頁 69，2021 年 10 月。

²⁷⁴ 參閱最高法院 102 年度台上字第 2619 號刑事判決。

²⁷⁵ 參閱劉連煜，新證券交易法實例研習，頁 705-06，17 版，2020 年。

²⁷⁶ 參閱林國全，以散布流言或不實資料方法操縱價格—台灣高等法院 92 年度金上重訴字第 9 號判決評析，月旦民商法雜誌，7 期，頁 152，2005 年 3 月。

可解為行為人意識上已非為對少數人為傳述，而應該當於散布行為，從而減低以散布對象人數作為認定標準所衍生之問題²⁷⁷。

(2) 流言

本款所稱「流言」，通常係指於散布之時無法確定其所陳述者是否真實，或未經證實之資訊²⁷⁸。惟亦有論者從立法背景觀察，認法條用語尚欠嚴謹，「流言」一詞並無明確定義，而認其與「不實資料」均係泛指可能影響證券價格之不實資訊而言²⁷⁹。

(3) 資訊

學理上就公司資訊而言，可分為「軟性資訊」(Soft Information)與「硬性資訊」(Hard Information)。前者，係指具有推測性質，例如公司未來的營運計畫與目標。後者，係指已發生之歷史事實，通常稱作事實或事件，例如公司編製之財務報表、董事會決議內容、股東會決議內容及公司財務業務資訊等。

從而，觀察臺灣高等法院 103 年度金上重訴字第 38 號刑事判決指出：「認為證券交易市場上常見之由「證券分析師」所提供、宣講之「財務預測」或「營運計畫」等「軟性資訊」，因係以證券分析師名義對外散布，且大抵仍會以一定之事實為預測基礎，故與一般理性投資人一望即知之單純誇大「樂觀陳述」完全不同；前者通常會對一般理性投資人具有參考判斷上之重要性，反之後者幾乎不會有任何理性投資人願意作為自己交易決策之判斷基礎。亦即，「財務預測」或「營運計畫」等「軟性資訊」，決不能因其並非有客觀事實可資比對查考之

²⁷⁷ 參閱莊永丞，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，東吳法律學報，20 卷 1 期，頁 180，2008 年 7 月。

²⁷⁸ 參閱劉連煜，同前註 275，頁 705-06。

²⁷⁹ 參閱莊永丞，同前註 279，頁 180。

歷史事件，即一概認為不屬於本罪規範範圍，否則有意操縱股價之行為人均可利用一般投資大眾對於自己身分地位之信任，對外信口開河甚或惡意欺瞞而恣意發布「軟性資訊」，藉以達成自己操縱股價之目的，最終卻能以「只是針對該公司未來潛力及發展所為之預估」為藉口而脫免於本法禁止操縱股價規範外，此與本罪之構成要件及預設之立法目的顯然相違。進言之，行為人所散布之「財務預測」或「營運計畫」等「軟性資訊」，縱然不能以「事後諸葛」之態度而單以「事後經證明為不實」即予苛責，但倘行為人於散布時主觀上即有故意誇大、掩飾客觀事實、甚且故意憑空捏造預估數據等行為者，所散布之「軟性資訊」亦在本罪「流言」或「不實資料」之射程範圍內，不因該等資訊本質上係具有「預測」、「或有」之不確定性質而有異²⁸⁰。」

(4) 重大性要件

鑒於本款於 1988 年 1 月 29 日修正時，將條文原有之「足以影響市場行情」等文字刪除，故對流言、資訊是否具備足以影響市場重大性，學理上尚有不同見解，有論者認為不必判斷流言、資訊之重要性，重要性僅是影響到不法意圖之間接證明。然多數認為應以普通投資人是否受其影響而為判斷基準²⁸¹。

(六) 概括條款

於 1968 年 4 月 30 日制定時，本款概括規定之款次為第 6 款，原規定如下：「直接或間接從事其他以影響市場行情為目的之行為者。」爾後，於 1988 年 1 月 29 日修正為「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。」其立法理由指出：「本條立

²⁸⁰ 參閱臺灣高等法院 103 年度金上重訴字第 38 號刑事判決。

²⁸¹ 參閱林國全，同前註 276，頁 152。

法意旨原在防止價格受操縱，違反者應依 171 條規定處以刑罰，惟因第 2 款至第 4 款均以意圖影響市場行情為要件，何為「市場行情」主管機關與法院見解，頗生歧異，致管理移罰效果不彰，原參照美國立法例及實務執行情形，將本條款進行修正²⁸²。

爾後，於 2000 年 7 月 19 日，該次修法原欲刪除本款，不過最後仍予保留。2006 年 1 月 11 日修正時，將本款款次改為第 7 款，並修正為：「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。」其立法理由指出：「現行第 6 款以列為第 7 款，另鑑於操縱行為者對於有價證券交易價格之操縱，應不僅限於個股，包括同時影響多數股票、類股或整體市場之行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，爰刪除現行條文「某種」二字²⁸³。」

此外，本款之規定並未明示行為人須具備主觀要件，前揭最高法院 93 年度臺上字第 5152 號刑事判決：「查該款所禁止對某種有價證券交易價格之操縱行為，乃指：意圖以人為方式影響證券市場價格，誘使或誤導他人為交易，使某種證券之市場價格以異於正常供需方式而變動者而言；其目的在維持證券價格之自由化，使交易市場在公平、公開的情況下充分發揮供需的價格機能，避免因人為操縱的投機行為影響市場價格而誤導投資人，致影響市場交易秩序，亦即為使有價證券之價格，能在自由市場正常供需競價下產生，避免由自由供需關係決定價格演變為有計畫的人為價格，以保護一般投資大眾，所作對特定人經濟權之限制。至於特定時期，某有價證券有下跌趨勢，而連續以高於平均買價操作買入，使該有價證券之股價維持於一定價位，而

²⁸² 參閱戴銘昇，同前註 229，頁 132。

²⁸³ 參閱最高法院 99 年度台上字第 166 號刑事判決，同前註 230。

破壞正常交易市場機制之行為（即俗稱護盤），則屬同條項第四款所規範之意圖使該有價證券之股價維持於一定價位之罪²⁸⁴。」，判決認為行為人須具備意圖，以人為方式影響證券市場價格，誘使或誤導他人為交易使某種證券之交易之市場價格以異於正常供需這方式變動之主觀要件。

二、 違反股價操縱之法律效果

（一） 民事責任

參酌證交法第 155 條第 3 項規定，違反同條第 1 項及第 2 項規定者，對於善意買入或賣出有價證券之人所受之損害，應負賠償責任。

（二） 刑事責任

參酌證交法第 171 條規定，違反第 155 條第 1 項各款行為者，處 3 年以上 10 年以下有期徒刑，得併科新臺幣 1000 萬元以上 2 億元以下罰金。

此外，犯前述之罪，於犯罪後自首，如自動繳交全部犯罪所得者，減輕或免除其刑；並因而查獲其他正犯或共犯者，免除其刑；另於偵查中自白，如自動繳交全部犯罪所得者，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；若其因犯罪獲取之財物或財產上利益超過罰金最高額時，得於犯罪獲取之財物或財產上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。

行為人犯前述之罪，犯罪所得屬犯罪行為人或其以外之自然人、法人或非法人團體因刑法第 38 條之 1 第 2 項所列情形取得者，除應發還被害人、第三人或得請求損害賠償之人外，沒收之。

²⁸⁴ 最高法院 93 年度臺上字第 5152 號刑事判決，司法院判決書系統，網址：<https://judgment.judicial.gov.tw/FJUD/default.aspx>。（最後瀏覽：2024 年 8 月 20 日）

參酌證交法第 165 條之 1 規定，外國公司所發行之股票，首次經證券交易所或證券櫃檯買賣中心同意上市、上櫃買賣或登錄興櫃時，其股票未在國外證券交易所交易者，除主管機關另有規定外，其有價證券之募集、發行、私募及買賣之管理、監督，準用第 155 條之規定。復參酌第 165 條之 2 規定，前條以外之外國公司所發行股票或表彰股票之有價證券已在國外證券交易所交易者或符合主管機關所定條件之外國金融機構之分支機構及外國公司之從屬公司，其有價證券經證券交易所或證券櫃檯買賣中心同意上市或上櫃買賣者，除主管機關另有規定外，其有價證券在中華民國募集、發行及買賣之管理、監督，準用，準用第 155 條之規定。從而，依據第 171 條第 8 項規定，違反第 165 條之 1 或第 165 條之 2 準用第 155 條第 1 項、第 2 項規定者，依同條第 1 項第 1 款及第 2 項至前項規定處罰之。

第二項 我國監視制度

市場監視持續為各國主管機關及交易市場，用以保障投資大眾，維持市場健全，便利資本形成之關鍵措施。當前國際主要證券交易市場之監視機制不盡相同，然多數皆採取分層管理，即由主管機關、自律組織或交易市場，分別負責執法與市場監視作業，共同執行整體市場監理工作，關於我國證券市場之監理作為，主要係由金融監督管理委員會（證券期貨局）專責辦理，並督導臺灣證券交易所股份有限公司（下稱證交所）及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（下稱櫃買中心）分別擔任上市（櫃）及興櫃市場辦理第一線監視作業。

參酌證交法第 102 條規定，證券交易所業務之指導、監督及其負責人與業務人員管理事項，由主管機關以命令定之。復參酌主管依前述規範授權訂定之「證券交易所管理規則」第 22 條第 1 項規定，證

券交易所對集中交易市場，應建立監視制度，擬具辦法申報金管會核備，並確實執行。同條第 2 項規定，證券交易所為前項市場之監視，必要時得向其會員或證券經紀商、證券自營商、上市公司查詢及調閱有關資料或通知提出說明，其會員或證券經紀商，證券自營商、上市公司，不得拒絕。

從而，證交所及櫃買中心遂分別訂定「臺灣證券交易所股份有限公司實施股市監視制度辦法」（下稱證交所監視辦法）及「櫃檯買賣有價證券監視制度辦法」（下稱櫃買中心監視辦法），於所設之證券集中交易市場發現有價證券之交易或證券商透過等價、等殖自動成交系統買賣之有價證券有異常情形達一定標準時，為提醒投資人注意，得將其名稱及交易資訊之內容於市場公告。此外，我國證券交易市場現階段以散戶比重較高，投資人常有追漲殺跌之情形，為避免股價異常波動，並提醒投資人注意價量變動情形及交易風險、審慎評估投資決策，故實施公布注意交易資訊及處置機制，以保護投資人並維護市場交易秩序及交割安全。從而，證交所及櫃買中心亦各自訂有其「公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點」，以資遵循。

然除訂定監視辦法、作業要點外，亦有訂定作業要點除外規範如「臺灣證券交易所股份有限公司公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第四條異常標準之詳細數據及除外情形」，表示所稱「有價證券最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常者」，係指有價證券當日達下列各款情事之一者：一、最近六個營業日(含當日)累積之收盤價漲跌百分比超過百分之三十二，且其漲跌百分比與全體有價證券及同類有價證券依本項規定計算之平均值的差幅均在百分之二十以上者。二、最近六個營業日(含當日)累積之收盤價漲跌百分比超過百分之二十五，且其漲跌百分比與全體有價證券及同類有價證券依本項規

定計算之平均值的差幅均在百分之二十以上，及最近六個營業日(含當日)起迄兩個營業日之收盤價價差達新臺幣五十元以上者。

依上開所述，股價操縱之監視制度，其判斷甚為嚴謹，是訂定諸多條文規範並輔以除外規則，惟此種規範模式是否將使受規範者不易理解，不無疑義，本文以下將依循市場預警、不法交易查核分別介紹我國監視制度，並於後續章節分述監視制度可嘗試優化之處。

一、 市場預警措施

(一) 證交所

證交所監視辦法第 3 條規定，證交所於所設之證券集中市場發現有價證券之交易有異常情形達一定標準時，為提醒投資人注意，得將其名稱及交易資訊之內容於市場公告。同法第 4 條規定，前條所定異常情形有嚴重影響市場交易之虞時，證交所即在市場公告並得採行下列之措施，且相關措施之標準、方式及期間，以及第 3 條交易異常標準、公告方式，由證交所擬訂作業要點，於報奉主管機關核備後實施；證交所認為有價證券之交易異常有嚴重影響市場交割安全之虞時，或於其他必要情形，經監視業務督導會報決議，得採行第 1 項或其他處置措施，相關措施如表 4-3：

表 4-3 證交所市場預警措施

編號	證交所 監視辦法條	市場預警措施
1	§4 I ①	對該有價證券以人工管制之撮合終端機執行撮合作業。
2	§4 I ②	限制各證券商申報買進或賣出該有價證券之金額。

編號	證交所 監視辦法條	市場預警措施
3	§4 I ③	通知各證券經紀商於受託買賣交易異常之有價證券時，對全部或委託買賣數量較大之委託人，應收取一定比率之買進價金或賣出之證券。
4	§4 I ④	通知各證券商於買賣交易異常之有價證券時，增繳交割結算基金。
5	§4 I ⑤	暫停該有價證券融資融券交易。
6	§4 I ⑥	報經主管機關核准後停止該有價證券一定期間之買賣。

資料來源：本研究整理

參酌證交所監視辦法第 5 條規定，證交所發現有價證券買賣申報或交易有異常情形時，得於開盤前或交易時間內通知受託買賣證券商請其注意，並得依證券交易所管理規則第 22 條第 2 項之規定，向證券商、上市公司查詢或調閱有關資料或通知提出資料說明，必要時得將其資料說明透過資訊系統或於證券商營業處所公告之。前述有價證券交易異常情形，必要時得通知證交所共同責任制交割結算基金特別管理委員會。復依同法第 6 條規定，證券商違反本辦法相關規定或受託買賣異常交易有價證券未能確實依規辦理投資人開戶手續、徵信作業、投資能力評估及受託買賣作業者，證交所得視情節輕重依營業細則第 135 條、第 136 條及第 141 條之規定，通知其改善、警告、限制或停止買賣。

證交所依證交所監視辦法第 4 及 5 條規定，訂定「臺灣證券交易所股份有限公司公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點」（下稱證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點），依作業要點第 2 條規定，證交所於每日交易時間內（下稱盤中），分析上市有價證券（不

含外國債券、政府債券、普通公司債)之交易，發現其有下列情形之一時，即依同要點第3條規定辦理，如表4-4：

表 4-4 證交所公布或通知注意交易條件

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	證交所公布或通知注意交易條件
1	§2 I ①	當日盤中成交價振幅超過 9%，且與證交所發行量加權股價指數振幅之差幅在 5%以上，且其成交量達 3,000 交易單位以上者。
2	§2 I ②	當日盤中成交價漲跌百分比超過 6%，且與證交所發行量加權股價指數漲跌百分比之差幅在 4%以上，且其成交量達 3,000 交易單位以上者。
3	§2 I ③	當日盤中週轉率超過 10%，且其成交量達 3,000 交易單位以上者。但轉換公司債、非分離型附認股權公司債、非分離型附認股權特別股、債券換股權利證書、認購(售)權證、認股權憑證、指數股票型基金受益憑證及指數投資證券不適用之。
4	§2 I ④	依本要點規定發布交易資訊或採取處置措施者。
5	§2 I ⑤	經市場傳聞或媒體報導或經證交所電腦系統分析有異常情事並經簽報核准者。
6	§2 I ⑥	其他經主管機關指定者。
備註		有價證券升降幅度計算公式含有以標的證券或標的指數等計算因素者，以其當日盤中振幅、漲跌百分比與標的證券或標的指數之振幅、漲跌百分比(投資組合者，取其組合標的證券或標的指數振幅、漲跌百分比之平均值)計算差幅。
		§2I①~③關於「且其成交量達 3,000 交易單位以上者」之規定，於初次上市普通股採無升降幅度限制期間之交易不適用之。
		有價證券交易單位低於 1,000 單位(股、受益權單位、存託憑證單位等，下同)者，其成交(委託)量交易單位數據標準依下列公式調整：調整後成交(委託)量交易單位數據標準=調整前成交(委託)量交易單位數據標準 x (1000÷該有價證券交易單位)。

資料來源：本研究整理

復依作業要點第 3 條規定，證交所分析發現證券商當日受託買賣前條所列之有價證券有下列情形之一時，即於收盤後以書面通知該證券商內部稽核主管或營業部門主管，並副知該證券商總公司總經理，外國證券商在台設立分支機構者，通知其分公司經理人注意，以確保證券交割安全，如表 4-4：

表 4-5 證交所通知注意條件

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	證交所通知注意條件
1	§3 I ①	投資人於該證券商委託買賣該有價證券之差額超過新臺幣 3 億元並超過該證券商淨值 1 倍，且其委託買進（賣出）金額占該有價證券總委託買進（賣出）金額 20% 以上。
2	§3 I ②	證券商受託買賣該有價證券之差額超過新臺幣 5 億元並超過該證券商淨值 1.5 倍，且其受託買進（賣出）金額占該有價證券總委託買進（賣出）金額 40% 以上。
3	§3 I ③	投資人於該證券商成交買賣該有價證券之差額超過新臺幣 1 億元並超過該證券商淨值之 0.3 倍，且其成交買進或賣出金額占該有價證券總成交金額之 10% 以上。
4	§3 I ④	證券商成交買賣該有價證券之差額超過新臺幣 2 億元並超過該證券商淨值之 1 倍，且其成交買進或賣出金額占該有價證券總成交金額之 20% 以上。
被註	證交所對於達§3I①~②規定之證券商，得於買賣申報之委託或交易時間內先以電話通知§3 I人員。	

資料來源：本研究整理

初次上市普通股採無升降幅度限制期間之交易，有下列情形之一時，準用第 3 條第 1 項及第 2 項關於通知證券商之規定，如表 4-6：

表 4-6 初次上市普通股採無升降幅度限制期間之交易通知態樣

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	初次上市普通股採無升降幅度限制期間之交易通知態樣
1	§3III ①	投資人於該證券商委託買賣該有價證券，其委託價格有下列情形之一，且其委託數量累計達 1,000 交易單位（或委託金額累計達新臺幣 5,000 萬元）以上者：
		(1) 開盤前以高於當日開盤參考價 25%以上之價格委託買進者；或以低於當日開盤參考價 25%以上之價格委託賣出者。
		(2) 開盤後以高於委託當時成交揭示價 25%以上之價格委託買進者；或以低於委託當時成交揭示價 25%以上之價格委託賣出者。
2	§3 III ②	證券商受託買賣該有價證券，其委託價格有下列情形之一，且其委託數量累計達 5,000 交易單位或委託金額累計達新臺幣 2 億元或達該證券商淨值 0.5 倍以上者：
		(1) 開盤前以高於當日開盤參考價 25%以上之價格委託買進者；或以低於當日開盤參考價 25%以上之價格委託賣出者。
		(2) 開盤後以高於委託當時成交揭示價 25%以上之價格委託買進者；或以低於委託當時成交揭示價 25%以上之價格委託賣出者。
備註	有價證券交易單位低於 1,000 單位者，其成交(委託)量交易單位數據標準，準用第 2 條第 4 項之規定。	

資料來源：本研究整理

1. 公布注意交易資訊暨處置作業

依作業要點第 4 條規定，證交所於每日收盤後，即分析上市有價證券（不含外國債券、政府債券、普通公司債）之交易，發現有下列情形之一時，公告其交易資訊（漲跌幅度、成交量、週轉率、集中度、本益比、股價淨值比、券資比、溢折價百分比、借券賣出數量、當日

沖銷百分比等)，如表 4-7：

表 4-7 證交所公告交易資訊態樣

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	證交所公告交易資訊態樣
1	§4 I ①	最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常者。
2	§4 I ②	最近一段期間起迄兩個營業日之收盤價漲跌百分比異常者。
3	§4 I ③	最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常，且其當日之成交量較最近一段期間之日平均成交量異常放大者。
4	§4 I ④	最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常，且其當日之週轉率過高者。
5	§4 I ⑤	最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常，且證券商當日受託買賣該有價證券之成交買進或賣出數量，占當日該有價證券總成交量比率過高者。
6	§4 I ⑥	本益比、股價淨值比異常及當日週轉率過高，且符合較其所屬產業類別股價淨值比偏高、任一證券商當日成交買進或賣出金額占當日該有價證券總成交金額比率過高或任一投資人當日成交買進或賣出金額占當日該有價證券總成交金額比率過高等三種情形之一者。
7	§4 I ⑦	最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常，且券資比明顯放大者。
8	§4 I ⑧	臺灣存託憑證收盤價與其表彰股票所屬國交易市場收盤價計算之溢折價百分比異常者。
9	§4 I ⑨	當日及最近數日之日平均成交量較最近一段期間之日平均成交量明顯放大者。
10	§4 I ⑩	最近一段期間之累積週轉率明顯過高者。
11	§4 I 11	最近一段期間起迄兩個營業日之收盤價價差異常者。
12	§4 I 12	最近一段期間之借券賣出成交量占總成交量比率明顯過高者。
13	§4 I 13	最近一段期間之當日沖銷成交量占總成交量比率明顯過

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	證交所公告交易資訊態樣
		高者。
14	§4 I 14	其他交易情形異常經監視業務督導會報決議者。
被註	§4 I各款異常標準之詳細數據及除外情形，證交所另訂之。	

資料來源：本研究整理

而上述異常標準之具體詳細數據則公布於「臺灣證券交易所股份有限公司公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第四條異常標準之詳細數據及除外情形」，注意條款及具體詳細標準整理，如表 4-8。

表 4-8 注意交易資訊條款及標準

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第四條異常標準之詳細數據及除外情形		
編號		具體標準
1	有價證券最近一段期間累積之最後成交價漲跌百分比異常	<p>作業要點第 4 條第 1 項第 1 款「有價證券最近一段期間累積之最後成交價漲跌百分比異常」者，係指有價證券當日達下列各款情事之一者：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 有價證券最近 6 個營業日（含當日）累積之最後成交價漲跌百分比超過 32%，且其漲跌百分比與全體有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 20% 以上，並與同類有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 20% 以上者。 2. 最近 6 個營業日（含當日）累積之最後成交價漲跌百分比達 25% 以上，且其漲跌百分比與全體有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 20% 以上，並與同類有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 20% 以上，及最近 6 個營業日（含當日）起、迄 2 個營業日之最後成交價價差達新臺幣 50 元以上者。 <p>前項除外情形如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 初次上市普通股採無升降幅度限制期間之收盤價漲跌百分比，不納入前項標準之計算。 2. 有價證券或指數在計算標準期間內如有因非交易

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第四條異常標準
之詳細數據及除外情形

編號		具體標準
		<p>之原因（如除權、除息等）造成價格變動者，則於計算最後成交價或收盤指數漲跌百分比時，排除此項變動因素。</p> <p>3. 有價證券(不含認購(售)權證)當日收盤價未滿新臺幣 5 元者不適用前項標準。</p> <p>4. 同類有價證券未達五種者不適用前項有關類股之規定。</p> <p>5. 有價證券本益比為負值或達 60 倍以上者不適用前項有關類股之規定。</p> <p>6. 公開資訊觀測站公告有價證券當日之前一個營業日溢(折)價百分比達下列情事之一者，不適用前項標準： (1)未超過 10%。 (2)與當日前項標準漲(跌)幅之方向相反。</p> <p>7. 認購(售)權證當日達下列情事之一者，不適用前項標準： (1)普通交易未成交。 (2)當日收盤價漲跌百分比為零，或與前項所達標準漲跌之方向相反。</p>
2	有價證券最近一段期間起、迄兩個營業日之最後成交價漲跌百分比異常者	<p>作業要點第 4 條第 1 項第 2 款「有價證券最近一段期間起、迄兩個營業日之最後成交價漲跌百分比異常者」，係指有價證券當日達下列各款情事之一者：</p> <p>1. 有價證券最近 30 個營業日(含當日)起、迄 2 個營業日之最後成交價漲跌百分比超過 100%，且符合下列二項條件之一： (1)其漲幅百分比與全體有價證券及同類股有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 85% 以上，及當日最後成交價須大於當日參考價者。 (2)其跌幅百分比與全體有價證券及同類股有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 85% 以上，及當日最後成交價須小於當日參考價者。但有價證券當日收盤價未滿新臺幣 5 元者，前列規定之起、迄兩個營業日之最後成交價漲跌百分比由超過 100% 提高至 120%。</p> <p>2. 有價證券最近 60 個營業日(含當日)起、迄 2 個營業日之最後成交價漲跌百分比超過 130%，且符合下列二項條件之一： (1)其漲幅百分比與全體有價證券及同類股有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 110% 以上，及當日最後成交價須大於當日參考價者。</p>

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第四條異常標準
之詳細數據及除外情形

編號		具體標準
		<p>(2)其跌幅百分比與全體有價證券及同類股有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 110% 以上，及當日最後成交價須小於當日參考價者。但有價證券當日收盤價未滿新臺幣 5 元者，前列規定之起、迄兩個營業日之最後成交價漲跌百分比由超過 140% 提高至 180%。</p> <p>3. 有價證券最近 90 個營業日(含當日)起、迄 2 個營業日之最後成交價漲跌百分比超過 160%，且符合下列二項條件之一：</p> <p>(1)其漲幅百分比與全體有價證券及同類股有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 135% 以上，及當日最後成交價須大於當日參考價者。</p> <p>(2)其跌幅百分比與全體有價證券及同類股有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 135% 以上，及當日最後成交價須小於當日參考價者。但有價證券當日收盤價未滿新臺幣 5 元者，前列規定之起、迄兩個營業日之最後成交價漲跌百分比由超過 160% 提高至 240%。</p> <p>前項除外情形如下：</p> <p>1. 初次上市普通股採無升降幅度限制期間之收盤價漲跌百分比，不納入前項標準之計算。</p> <p>2. 非分離型附認股權公司債、非分離型附認股權特別股、認購(售)權證及認股權憑證。</p> <p>3. 在最近 30 個營業日(含當日)內，已依作業要點第 4 條第 1 項第 1 款公布注意交易資訊之有價證券，且其最近 6 個營業日(含當日)累積之最後成交價漲跌百分比達下列各款情事之一，不適用前項標準。</p> <p>(1)未超過 25%。</p> <p>(2)超過 25%，且其漲跌百分比與全體有價證券依最近六個營業日(含當日)累積之最後成交價漲跌百分比計算之平均值的差幅未達 15% 以上，並與同類有價證券依本款規定計算之平均值的差幅未達 15% 以上。</p> <p>(3)與前項標準漲跌之方向相反。</p> <p>4. 有價證券最近 60 個營業日(含當日)內，最近一次經依作業要點第 6 條規定發布處置，且其處置原因僅有作業要點第 4 條第 1 項第 2 款情事者，當日再次達前項標準時，其最近 6 個營業日(含當日)累積之最後成交價漲跌百分比達下列各款情事之一，不</p>

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第四條異常標準之詳細數據及除外情形		
編號		具體標準
		<p>適用前項標準。</p> <p>(1)未超過 10%。</p> <p>(2)超過 10%，且其漲跌百分比與全體有價證券依最近 6 個營業日(含當日)累積之最後成交價漲跌百分比計算之平均值的差幅未達 5% 以上，並與同類有價證券依本款規定計算之平均值的差幅未達 5% 以上。</p> <p>(3)與前項標準漲跌之方向相反。</p> <p>5. 有價證券在計算標準期間內如有因非交易之原因(如除權、除息等)造成價格變動者，則於計算最後成交價漲跌百分比時，排除此項變動因素。</p> <p>6. 同類有價證券未達五家以上者不適用有關類股之規定。</p> <p>7. 有價證券本益比為負值或達 60 倍者，不適用有關類股之規定。</p> <p>8. 公開資訊觀測站公告有價證券當日之前一個營業日溢(折)價百分比達下列情事之一者：</p> <p>(1)未超過 10%。</p> <p>(2)與當日前項標準漲(跌)幅之方向相反。</p>
3	有價證券最近一段期間累積之最後成交價漲跌百分比異常，且其當日之成交量較最近一段期間之日平均成交量異常放大者	<p>作業要點第 4 條第 1 項第 3 款「有價證券最近一段期間累積之最後成交價漲跌百分比異常，且其當日之成交量較最近一段期間之日平均成交量異常放大者」，係指有價證券當日同時達下列各款情事者：</p> <p>1. 有價證券最近 6 個營業日(含當日)累積之最後成交價漲跌百分比超過 25%，且其漲跌百分比與全體有價證券及同類股有價證券依本款規定計算之平均值的差幅須在 20% 以上。</p> <p>2. 當日之成交量較最近 60 個營業日(含當日)之日平均成交量放大為 5 倍以上，且其放大倍數與全體有價證券依本款規定計算之平均值相差 4 倍以上。</p> <p>前項除外情形如下：</p> <p>1. 初次上市普通股採無升降幅度限制期間之收盤價漲跌百分比、日成交量，不納入前項標準之計算。</p> <p>2. 轉換公司債、非分離型附認股權公司債、非分離型附認股權特別股、債券換股權利證書、認購(售)權證、認股權憑證、指數股票型基金受益憑證、指數投資證券不適用前項標準。</p> <p>3. 有價證券在計算前項標準期間內，如有因非交易之原因(如除權、除息等)造成價格變動者，則於計算</p>

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第四條異常標準之詳細數據及除外情形		
編號		具體標準
		<p>收盤價漲跌百分比時，排除此項變動因素。</p> <p>4. 有價證券當日週轉率未達 1‰ 以上，或成交量未達 500 交易單位以上者，不適用前項標準。</p> <p>5. 同類有價證券未達五種者，不適用前項有關類股之規定。</p> <p>6. 有價證券本益比為負值或達 60 倍以上者，不適用前項有關類股之規定。</p> <p>7. 公開資訊觀測站公告有價證券當日之前 1 個營業日溢(折)價百分比達下列情事之一者：</p> <p>(1) 未超過 10%。</p> <p>(2) 與當日前項標準漲(跌)幅之方向相反。</p>
4	有價證券最近一段期間累積之最後成交價漲跌百分比異常，且其當日之週轉率過高者	<p>作業要點第 4 條第 1 項第 4 款「有價證券最近一段期間累積之最後成交價漲跌百分比異常，且其當日之週轉率過高者」，係指有價證券當日同時達下列各款情事者：</p> <p>1. 最近 6 個營業日(含當日)累積之最後成交價漲跌百分比超過 25%，且其漲跌百分比與全體有價證券及同類股有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 20% 以上。</p> <p>2. 當日之週轉率超過 10% 以上，且其週轉率與全體有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 5% 以上。</p> <p>前項除外情形如下：</p> <p>1. 初次上市普通股採無升降幅度限制期間之收盤價漲跌百分比，不納入前項標準之計算。</p> <p>2. 轉換公司債、非分離型附認股權公司債、非分離型附認股權特別股、債券換股權利證書、認購(售)權證、認股權憑證、指數股票型基金受益憑證、指數投資證券不適用前項標準。</p> <p>3. 有價證券在計算前項標準期間內，如有因非交易之原因(如除權、除息等)造成價格變動者，則於計算收盤價漲跌百分比時，排除此項變動因素。</p> <p>4. 同類有價證券未達五種者，不適用前項有關類股之規定。</p> <p>5. 有價證券本益比為負值或達 60 倍以上者，不適用前項有關類股之規定。</p> <p>6. 公開資訊觀測站公告有價證券當日之前一個營業日溢(折)價百分比達下列情事之一者：</p> <p>(1) 未超過 10%。</p>

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第四條異常標準之詳細數據及除外情形		
編號		具體標準
		(2)與當日前項標準漲(跌)幅之方向相反。 實收資本額未達新臺幣 8,000 萬元之發行公司股票不適用有關全體及同類有價證券之規定。
5	有價證券最近一段期間累積之最後成交價漲跌百分比異常，且證券商當日受託買賣該有價證券之成交買進或賣出數量，占當日該有價證券總成交量比率過高者	<p>作業要點第 4 條第 1 項第 5 款「有價證券最近一段期間累積之最後成交價漲跌百分比異常，且證券商當日受託買賣該有價證券之成交買進或賣出數量，占當日該有價證券總成交量比率過高者」，係指有價證券當日同時達下列各款情事者：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 最近 6 個營業日(含當日)累積之最後成交價漲跌百分比超過 25%，且其漲跌百分比與全體有價證券及同類有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 20% 以上。 2. 證券商當日受託買賣該有價證券之成交買進或賣出數量，占當日該有價證券總成交量比率超過 20%(其設有分支機構者，每一分支機構得另增加百分之一，合計不得超逾 35%)，並逾 500 交易單位以上者。 <p>前項除外情形如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 初次上市普通股採無升降幅度限制期間之收盤價漲跌百分比，不納入前項標準之計算。 2. 轉換公司債、非分離型附認股權公司債、非分離型附認股權特別股及債券換股權利證書不適用前項標準。 3. 有價證券或指數在計算前項標準期間內，如有因非交易之原因(如除權、除息等)造成價格變動者，則於計算收盤價或收盤指數漲跌百分比時，排除此項變動因素。 4. 同類有價證券未達五種者，不適用前項有關類股之規定。 5. 有價證券本益比為負值或達 60 倍以上者，不適用前項有關類股之規定。 6. 公開資訊觀測站公告有價證券當日之前一個營業日溢(折)價百分比達下列情事之一者： <ol style="list-style-type: none"> (1)未超過百分之十。 (2)與當日前項標準漲(跌)幅之方向相反。
6	本益比、股價淨值比異常及當日週轉率過	作業要點第 4 條第 1 項第 6 款「本益比、股價淨值比異常及當日週轉率過高，且符合較其所屬產業類別股價淨值比偏高、任一證券商當日成交買進或成交賣出

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第四條異常標準
之詳細數據及除外情形

編號		具體標準
	<p>高，且符合較其所屬產業類別股價淨值比偏高、任一證券商當日成交買進或成交賣出金額占當日該有價證券總成交金額比率過高或任一投資人當日成交買進或成交賣出金額占當日該有價證券總成交金額比率過高等三種情形之一者</p>	<p>金額占當日該有價證券總成交金額比率過高或任一投資人當日成交買進或成交賣出金額占當日該有價證券總成交金額比率過高等三種情形之一者」，係指有價證券當日同時達下列各款情事者：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 本益比為負值，或達 60 倍以上且超過全體有價證券當日依發行單位數加權計算之本益比平均值二倍以上。 2. 股價淨值比達 6 倍以上且超過全體有價證券當日依發行單位數加權計算之股價淨值比平均值二倍以上。 3. 當日週轉率 5% 以上，且成交數量達 3,000 交易單位以上。 4. 符合下列情形之一者： <ol style="list-style-type: none"> (1) 股價淨值比較其所屬產業類別全體有價證券當日依發行單位數加權計算之股價淨值比平均值 4 倍以上。 (2) 證券商當日買進或賣出(含受託買賣及自行買賣)該有價證券之成交金額，占當日該有價證券之總成交金額百分之十(其設有分支機構者，每一分支機構得另增加 1%，合計不得超逾 25%)以上，且達新臺幣 1 億元以上。 (3) 任一投資人當日買進或賣出該有價證券之成交金額，占當日該有價證券之總成交金額 10% 以上，且達新臺幣 1 億元以上。 <p>前項除外情形如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 初次上市普通股採無升降幅度限制期間之成交价格，不納入前項標準之計算。 2. 非普通股之有價證券不適用前項標準。 3. 有價證券依本公司鉅額證券買賣辦法規定辦理者，於計算前項第 3 款及第 4 款第 2、3 目標準時，扣除成交部分。
7	<p>有價證券最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常，且券資比明顯放大者</p>	<p>作業要點第 4 條第 1 項第 7 款「有價證券最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常，且券資比明顯放大者」，係指有價證券當日同時達下列各款情事者：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 最近 6 個營業日(含當日)累積之最後成交价漲百分比超過 25%，且其漲跌百分比與全體有價證券及同類有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 20% 以上。

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第四條異常標準之詳細數據及除外情形		
編號		具體標準
		<p>2. 當日之前一個營業日之券資比 20% 以上，且同時符合下列條件：</p> <p>(1) 融資使用率 25% 以上。</p> <p>(2) 融券使用率 15% 以上。</p> <p>3. 當日之前一個營業日之券資比較最近六個營業日(從當日之前一個營業日起)之最低券資比放大四倍以上。</p> <p>前項除外情形如下：</p> <p>1. 初次上市普通股採無升降幅度限制期間之收盤價漲跌百分比，不納入前項標準之計算。</p> <p>2. 有價證券在計算前項標準期間內，如有因非交易之原因(如除權、除息等)造成價格變動者，則於計算收盤價或收盤指數漲跌百分比時，排除此項變動因素。</p> <p>3. 同類有價證券未達五種者，不適用前項有關類股之規定。</p> <p>4. 有價證券本益比為負值或達 60 倍以上者，不適用前項有關類股之規定。</p> <p>5. 當日之前一個營業日券資比低於當日之前二個營業日之券資比。</p> <p>6. 公開資訊觀測站公告有價證券當日之前一個營業日溢(折)價百分比達下列情事之一者：</p> <p>(1) 未超過百分之十。</p> <p>(2) 與當日前項標準漲(跌)幅之方向相反。</p>
8	臺灣存託憑證最後成交價與其表彰股票所屬國交易市場最後成交價計算之溢折價百分比異常者	<p>作業要點第四條第一項第八款「臺灣存託憑證最後成交價與其表彰股票所屬國交易市場最後成交價計算之溢折價百分比異常者」，係指其溢折價百分比達下列各款情事之一者：</p> <p>1. 公開資訊觀測站公告當日之前一個營業日臺灣存託憑證溢價百分比超過 80%，且其當日最後成交價須為最近六個營業日(含當日)最後成交價最高者。但最近五個營業日(不含當日)無最後成交價時，則當日最後成交價須高於開盤參考價。</p> <p>2. 公開資訊觀測站公告當日之前一個營業日臺灣存託憑證折價百分比超過 30%，且其當日最後成交價須為最近六個營業日(含當日)最後成交價最低者。但最近五個營業日(不含當日)無最後成交價時，則當日最後成交價須低於開盤參考價。</p>

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第四條異常標準之詳細數據及除外情形		
編號		具體標準
		<p>3. 公開資訊觀測站公告當日之前一個營業日臺灣存託憑證溢價百分比超過 30%，且其當日最後成交價須高於當日開盤參考價者。</p> <p>臺灣存託憑證在比較前項最近六個營業日(含當日)最後成交價標準時，如有因非交易之原因(如除權、除息等)造成價格變動者，排除此項變動因素。</p>
9	有價證券當日及最近數日之日平均成交量較最近一段期間之日平均成交量明顯放大者	<p>作業要點第四條第一項第九款「有價證券當日及最近數日之日平均成交量較最近一段期間之日平均成交量明顯放大者」，係指有價證券當日同時達下列各款情事者：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 有價證券最近六個營業日(含當日)之日平均成交量較最近六十個營業日(含當日)之日平均成交量放大為五倍以上，且其放大倍數與全體有價證券依本款規定計算之平均值相差四倍以上。 2. 當日成交量較最近六十個營業日(含當日)之日平均成交量放大為五倍以上，且其放大倍數與全體有價證券依本款規定計算之平均值相差四倍以上。 <p>前項除外情形如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 初次上市普通股採無升降幅度限制期間之日成交量，不納入前項標準之計算。 2. 轉換公司債、非分離型附認股權公司債、非分離型附認股權特別股、債券換股權利證書、認購(售)權證、認股權憑證、指數股票型基金受益憑證、指數投資證券、不動產投資信託受益證券不適用前項標準。 3. 在最近六個營業日(含當日)內，已依本要點第 4 條第 1 項第 3 款公布注意交易資訊之有價證券，不適用前項標準。 4. 有價證券當日達下列情事之一者，不適用前項標準： <ol style="list-style-type: none"> (1)週轉率未超過 1‰。 (2)成交量未超過 500 交易單位。 (3)成交金額未超過新臺幣 3,000 萬元。 5. 最近六個營業日(含當日)內，當日之前五個營業日已依本要點第四條第一項第九款公布注意交易資訊之有價證券，其當日達下列情事之一者，不適用前項標準：

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第四條異常標準之詳細數據及除外情形		
編號		具體標準
		<p>(1)該有價證券最近六個營業日(含當日)之日平均成交量放大倍數\leq最近六個營業日(含當日)之日平均成交量放大倍數數據標準 $\times(1+\text{該有價證券當日之前六個營業日之當日沖銷成交量}\div\text{當日之前六個營業日總成交量【不含當日沖銷成交量】})$。</p> <p>(2)該有價證券當日之成交量放大倍數\leq當日之成交量放大倍數數據標準 $\times(1+\text{該有價證券當日之前一個營業日之當日沖銷成交量}\div\text{當日之前一個營業日總成交量【不含當日沖銷成交量】})$。</p> <p>(3)當日成交量未超過當日之前五個營業日之各日成交量。</p>
10	有價證券最近一段期間之累積週轉率明顯過高者	<p>要點第四條第一項第十款「有價證券最近一段期間之累積週轉率明顯過高者」，係指有價證券當日同時達下列各款情事者：</p> <ol style="list-style-type: none"> 最近六個營業日(含當日)之累積週轉率超過 50%，且其累積週轉率與全體有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在百分之五十以上。 當日週轉率 10% 以上，且其週轉率與全體有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 5% 以上。 <p>前項除外情形如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 初次上市普通股採無升降幅度限制期間之日週轉率，不納入前項標準之計算。 轉換公司債、非分離型附認股權公司債、非分離型附認股權特別股、債券換股權利證書、認購(售)權證、認股權憑證、指數股票型基金受益憑證、指數投資證券不適用前項標準。 在最近 6 個營業日(含當日)內，已依本要點第 4 條第 1 項第 4 款公布注意交易資訊之有價證券，不適用前項標準。 有價證券當日成交金額未滿新臺幣五億元以上者，不適用前項標準。 最近六個營業日(含當日)內，當日之前五個營業日已依本要點第四條第一項第十款公布注意交易資訊之有價證券，其當日達下列情事之一者，不適用前項標準： <ol style="list-style-type: none"> 該有價證券最近六個營業日(含當日)之累積週轉率\leq最近六個營業日(含當日)之累積週轉率數據標準 $\times(1+\text{該有價證券當日之前六個營業日$

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第四條異常標準之詳細數據及除外情形		
編號		具體標準
		<p>之當日沖銷成交量÷當日之前六個營業日總成交量【不含當日沖銷成交量】)。</p> <p>(2)該有價證券當日週轉率≤前項當日週轉率數據標準 x(1+該有價證券當日之前一個營業日之當日沖銷成交量÷當日之前一個營業日總成交量【不含當日沖銷成交量】)。</p> <p>(3)當日成交量未超過當日之前五個營業日之各日成交量。</p>
11	有價證券最近一段期間起、迄兩個營業日之最後成交價差異常者	<p>作業要點第四條第一項第十一款「有價證券最近一段期間起、迄兩個營業日之最後成交價差異常者」，係指有價證券當日達下列各款情事之一者：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 有價證券最近六個營業日(含當日)起、迄兩個營業日之最後成交價差達新臺幣七十元以上，且有價證券當日最後成交價須為最近六個營業日(含當日)最後成交價最高者；如最近五個營業日(不含當日)無最後成交價時，則當日最後成交價須高於開盤參考價。但有價證券當日最後成交價新臺幣 500 元以上者，每 500 元增列一級距，前開起迄兩個營業日之最後成交價價差每一級距增加新臺幣 25 元。 2. 有價證券最近六個營業日(含當日)起、迄兩個營業日之最後成交價差達新臺幣七十元以上，且有價證券當日最後成交價須為最近六個營業日(含當日)最後成交價最低者；如最近五個營業日(不含當日)無最後成交價時，則當日最後成交價須低於開盤參考價。但有價證券當日最後成交價新臺幣三百元以上者，每三百元增列一級距，前開起迄兩個營業日之最後成交價價差每一級距增加新臺幣十五元。 <p>前項除外情形如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 初次上市普通股採無升降幅度限制期間之收盤價，不納入前項標準之計算。 2. 有價證券或指數在計算前項標準期間內，如有因非交易之原因(如除權、除息等)造成價格變動者，則於計算收盤價或收盤指數時，排除此項變動因素。 3. 在最近六個營業日(含當日)內，當日之前五個營業日已依本要點第 4 條第 1 項第 11 款公布注意交易資訊之有價證券，不適用前項標準。

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第四條異常標準
之詳細數據及除外情形

編號		具體標準
12	最近一段期間之借券賣出成交量占總成交量比率明顯過高者	<p>作業要點第四條第一項第十二款「最近一段期間之借券賣出成交量占總成交量比率明顯過高者」，係指有價證券當日之前一個營業日同時達下列各款情事者：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 最近六個營業日(自當日之前一個營業日起)之借券賣出成交量占最近六個營業日(自當日之前一個營業日起)總成交量比率超過百分之九。 2. 當日之前一個營業日借券賣出成交量較最近六十個營業日(自當日之前一個營業日起)之日平均借券賣出成交量放大為四倍以上。 <p>前項除外情形如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 初次上市普通股採無升降幅度限制期間之日成交量，不納入前項標準之計算。 2. 指數股票型基金受益憑證不適用前項標準。 3. 有價證券當日之前一個營業日達下列情事之一者，不適用前項標準： <ol style="list-style-type: none"> (1)週轉率未超過千分之三。 (2)成交量未超過五百交易單位。 (3)借券賣出成交量未超過一百交易單位。
13	有價證券最近一段期間之當日沖銷成交量占總成交量比率明顯過高者	<p>作業要點第四條第一項第十三款「有價證券最近一段期間之當日沖銷成交量占總成交量比率明顯過高者」，係指有價證券當日之前一個營業日同時達下列各款情事者：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 最近六個營業日(從當日之前一個營業日起)之當日沖銷成交量占最近六個營業日(從當日之前一個營業日起)總成交量比率超過百分之六十。 2. 當日之前一個營業日當日沖銷成交量占該日總成交量比率超過 60%。 <p>前項除外情形如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 初次上市普通股採無升降幅度限制期間之日成交量，不納入前項標準之計算。 2. 指數股票型基金受益憑證不適用前項標準。 3. 有價證券當日之前一個營業日達下列情事之一者，不適用前項標準： <ol style="list-style-type: none"> (1)週轉率未超過百分之五。 (2)成交金額未超過新臺幣二億元。 (3)當日沖銷成交量未超過二千交易單位。 4. 最近六個營業日(含當日)內，當日之前五個營業日

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第四條異常標準之詳細數據及除外情形		
編號		具體標準
		已依本要點第四條第一項第十三款公布注意交易資訊之有價證券，其當日之前一個營業日之當日沖銷成交量未超過最近五個營業日(從當日之前二個營業日起)之各日當日沖銷成交量者，不適用前項標準。

資料來源：本研究整理。

有價證券當日無前項計算異常標準所使用之收盤價格者，依營業細則第 58 條之 3 所決定價格替代。有價證券升降幅度計算公式含有以標的證券或標的指數等計算因素者，一段期間累計漲跌百分比差幅之計算，準用第 2 條第 2 項之規定。有價證券交易單位低於 1,000 單位者，其成交(委託)量交易單位數據標準，準用第 2 條第 4 項規定。

復依作業要點第 5 條規定，有價證券之交易有第 4 條所列情形之一時，證交所即透過下列管道公布該證券名稱及其交易資訊之內容，如表 4-9：

表 4-9 證交所公告交易資訊之管道

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	證交所公告交易資訊之管道
1	§5 I ①	在證交所市況報導(MIS)系統公告，並於有價證券名稱前加註「注意有價證券」文字。
2	§5 I ②	透過網際網路及投資人服務專線，提供投資人查詢。
3	§5 I ③	請證券商將該資料於其營業處所公告。
4	§5 I ④	提供該資料予傳播媒體播報、刊載。

資料來源：本研究整理

依作業要點第 6 條第 1 項規定，有價證券之交易有下列情形之一時，證交所即發布為處置之有價證券，如表 4-10：

表 4-10 證交所發布處置之有價證券情形

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	證交所發布處置之有價證券情形
1	§6I ①	連續 3 個營業日經證交所依第 4 條第 1 項第 1 款發布交易資訊者。
2	§6I ②	連續 5 個營業日或最近 10 個營業日內有 6 個營業日或最近 30 個營業日內有 12 個營業日經證交所依第 4 條第 1 項第 1 款至第 8 款（表 4-6）發布交易資訊者。

資料來源：本研究整理

依作業要點第 6 條第 2 項規定，有價證券最近 30 個營業日內，第一次依同條第 1 項標準發布處置者，證交所於次一營業日起 10 個營業日內，同時採行下列之措施，如表 4-11：

表 4-11 證交所發布處置之措施

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	證交所發布處置之措施
1	§6II ①	對該有價證券以人工管制之撮合終端機執行撮合作業（約每 5 分鐘撮合 1 次，變更交易方法有價證券約每 10 分鐘撮合 1 次，變更交易方法且採行分盤集合競價交易方式之有價證券約每 45 分鐘撮合 1 次）。
2	§6II ②	通知各證券經紀商於前開期間對於投資人每日委託買賣該有價證券數量單筆達 10 交易單位或多筆累積達 30 交易單位以上時，應就其當日已委託之買賣，向該投資人收取全部之買進價金或賣出證券，信用交易部分，則收足融資自備款或融券保證金；至於當

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	證交所發布處置之措施
		日達上開數量後之委託亦應於委辦時向其收取全部之買進價金或賣出證券，信用交易部分，則收足融資自備款或融券保證金。但信用交易了結或違約專戶、認購(售)權證流動量提供者專戶或認購(售)權證避險專戶委託買賣該有價證券者，不在此限。

資料來源：本研究整理

依作業要點第 6 條第 3 項規定，有價證券最近 30 個營業日內，第 2 次(含)以上依同條第 1 項標準發布處置者，證交所於次一營業日起 10 個營業日內，同時採行下列之措施，如表 4-12：

表 4-12 證交所就第 2 次(含)以上發布處置後之措施

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	證交所就第 2 次(含)以上發布處置後之措施
1	§6III①	對該有價證券以人工管制之撮合終端機執行撮合作業(約每 20 分鐘撮合 1 次，變更交易方法有價證券約每 25 分鐘撮合 1 次，變更交易方法且採行分盤集合競價交易方式之有價證券約每 60 分鐘撮合 1 次)。
2	§6III②	通知各證券經紀商於前開期間對於所有投資人每日委託買賣該有價證券時，應就其當日已委託之買賣，向該投資人收取全部之買進價金或賣出證券，信用交易部分，則收足融資自備款或融券保證金。但信用交易了結或違約專戶、認購(售)權證流動量提供者專戶或認購(售)權證避險專戶委託買賣該有價證券者，不在此限。

資料來源：本研究整理

依作業要點第 6 條第 4 項規定，有價證券因連續 3 個營業日經證交所依第 4 條第 1 項第 1 款發布交易資訊或連續 5 個營業日依第 4 條第 1 項第 1 款至第 8 款發布交易資訊，並依本條第 2 項或第 3 項規定

發布處置，其在計算發布處置基數期間，曾依第 4 條第 1 項第 13 款公布注意交易資訊者，該有價證券處置期間調整為次一營業日起 12 個營業日。

依作業要點第 6 條第 5 項規定，有價證券經依第 2 項或第 3 項規定發布處置，其處置原因有第 4 條第 1 項第 6 款情事，或於處置期間再依上開第 6 款發布交易資訊，並分析有異常情事者；或經依第 4 條第 1 項第 9、10 款、11 款、12 或 13 款發布交易資訊，並分析有異常情事者；或證交所認為有價證券之交易異常有嚴重影響市場交割安全之虞時，或有其他維護市場秩序及交易安全之必要情形，經提報監視業務督導會報決議，得採取下列處置措施，如表 4-13：

表 4-13 證交所提報監視業務督導會報決議得採取之處置措施

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	證交所提報監視業務督導會報決議得採取之處置措施
1	§6V①	依§6II或III辦理，但必要時得調整如下：
		(1)該有價證券以人工管制撮合終端機執行撮合作業時間。
		(2)投資人委託買賣該有價證券時預收一定比例或全部買進價金或賣出證券或融資自備款或融券保證金。
		(3)該有價證券處置期間。
2	§6V②	各證券商每日買進或賣出該有價證券之申報金額，總公司不得超過新臺幣 6,000 萬元，每 1 分支機構不得超過新臺幣 1,000 萬元，必要時得視該有價證券交易狀況、市值或發行公司資本額調整各證券商總分公司每日買進或賣出該有價證券之申報金額。但信用交易了結或違約專戶、認購(售)權證流動量提供者專戶或認購(售)權

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	證交所提報監視業務督導會報決議得採取之處置措施
		證避險專戶委託買賣該有價證券者，不在此限。
3	§6V③	通知各證券商於買賣交易異常之有價證券時，增繳交割結算基金。
4	§6V④	暫停該有價證券融資融券交易。但信用交易了結，不在此限。
5	§6V⑤	報經主管機關核准後停止該有價證券一定期間之買賣。
6	§6V⑥	其他處置。
備註		§6V②之處置措施，亦得由共同責任制交割結算基金特別管理委員會決議證券商申報買進或賣出該有價證券金額及其處置期間。
		有價證券之交易經監視業務督導會報或共同責任制交割結算基金特別管理委員會決議採行處置措施者，其於處置措施執行前與處置期間所發布之交易資訊日數，不再納入§6V①之計算發布處置基數。
		有價證券交易單位低於 1,000 單位者，其成交（委託）量交易單位數據標準，準用§2IV規定。

資料來源：本研究整理

復依作業要點第 7 條規定，證交所依前條採取處置措施時，即透過下列管道公布其處置內容，如表 4-14：

表 4-14 證交所處置有價證券公布處置內容之管道

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	證交所處置有價證券公布處置內容之管道
1	§7I ①	在本公司市況報導（MIS）系統公告，並於有價證券名稱前加註「處置有價證券」文字。
2	§7I ②	透過網際網路及投資人服務專線，提供投資人查詢。

證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	證交所處置有價證券公布處置內容之管道
3	§7I ③	函知證券商於其營業處所公告。
4	§7I ④	提供該資料予傳播媒體播報、刊載。

資料來源：本研究整理

1. 信用交易限制

依據「證券商辦理有價證券買賣融資融券業務操作辦法」依第 22 條規定，上市有價證券單日違約金額累計達 2 億元以上，且當日融資或融券餘額達股份或單位數 15% 以上時，或經證交所監視業務督導會報決議或有其他不宜情事者，即於次一營業日公告暫停融資融券交易。

復依第 26 條規定，為融資融券交易之上市有價證券，證交所每日審核其價格及成交量，連續 5 個營業日或最近 10 個營業日中有 6 個營業日有價格波動過度劇烈或成交量過度異常情事，或依上市公司、外國發行人召開股東常會之股權或證券投資信託事業召開基金受益人大會之受益權相關資料認定有股權或受益權過度集中，證交所於次一營業日降低融資比率 10% 及提高融券保證金成數一成；上開情事如同時發生或交錯發生時，均以降低融資比率 10% 及提高融券保證金成數一成為限。復參酌第 33 條則規定，得為融資融券交易之上市有價證券，符合證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第 6 條第 3 項者，證交所得於處置期間調降融資比率為零及提高融券保證金成數一成，且加計後之最低融券保證金成數不低於十成；已依同操作辦法第 26 條或前條規定調整者，其融券保證金成數累計提高，融資比率仍為零；依本條事由調整後，再依第 26 條或前條規定調整者，

亦同。

2. 處置股票不得當沖交易

參酌「有價證券當日沖銷交易作業辦法」第1條第1項規定，本辦法所稱有價證券當日沖銷交易，係指委託人與證券商約定就其同一受託買賣帳戶於同一營業日，對主管機關指定之上市有價證券，委託現款買進與現券賣出同種類有價證券成交後，就相同數量部分相抵之普通交割買賣，按買賣沖銷後差價辦理款項交割。復依同條第2項規定，得為當日沖銷交易之上市有價證券，經證交所依相關章則公告變更交易方法、處置有價證券者，不得為當日沖銷交易標的。

3. 暫緩開、收盤機制

依據「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」（下稱證交所營業細則）第58條之3第8項規定，有價證券開市或收市前1分鐘，如任一次與其前一次之試算成交價格漲跌超逾3.5%（開市前之30分鐘如無前一次試算成交價，則以開盤競價基準為準；收市前一段時間如無前一次試算成交價，則以最近一次成交價為準，如仍無最近一次成交價，則以開盤競價基準為準），或開市前一分鐘取消及變更買賣申報數量達開市前買賣申報數量之30%以上時，該有價證券暫緩當市第一次撮合或收市撮合。暫緩當市第一次撮合之有價證券，延緩2分鐘後依序撮合成交。暫緩收市撮合之有價證券，於1時31分起至1時33分繼續接受其買賣申報之輸入、取消及變更，俟1時33分依序撮合成交。但當市開盤競價基準低於1元之有價證券、認購（售）權證及分離後認股權憑證，不在此限。

4. 盤中瞬間價格穩定措施

依據證交所營業細則第 58 條之 3 第 6 項規定，有價證券除初次上市普通股採無升降幅度限制期間，及當市開盤競價基準低於 1 元者外，自當市第 1 次撮合後至收市前一段時間之時段內，每次撮合前經試算任一成交價格漲跌超逾參考價格 3.5% 時（參考價如 4-14），則當筆輸入買賣申報為限價且當日有效，除試算成交價格未超逾價格範圍者立即成交外，證交所同時對該有價證券撮合延緩 2 分鐘，並繼續接受其買賣申報之輸入、取消及變更，俟延緩撮合時間終了後當次以集合競價撮合成交。

表 4-15 證交所營業細則參考價格

條號	參考價
§58-3VII	§58-3VI 參考價格依下列原則決定：
	① 當市第 1 次撮合起 5 分鐘內，參考價格為第 1 次撮合成交價格。第 1 次撮合如無成交價格，則為開盤競價基準。
	i. 當市第 1 次撮合滿 5 分鐘起，每次撮合前以當筆買賣申報輸入時點往前 5 分鐘，計算該段期間內各筆價格及數量之加權平均價格。如 5 分鐘內無任一成交價格，則為最近 1 次成交價格。如無最近 1 次成交價格，則為開盤競價基準。
	ii. 當市第 1 次撮合後，遇有價證券執行前項第 1 款延緩撮合，自該延緩撮合終了後 5 分鐘內，以該次集合競價成交價格為參考價格。如該次無成交價格，適用前款規定計算參考價格。

資料來源：本研究整理

1. 公告財務業務相關資訊

依據「臺灣證券交易所股份有限公司對有價證券上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序」（下稱證交所上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序）第 10 條規定，證交所依據實施股市監視制度辦法之規定於發現有價證券之交易有異常時，得填具「重大訊息公開說明表

(一)」，以傳真、電話或電子郵件方式詢問該公司發言人、代理發言人或第一上市公司、創新板第一上市公司之訴訟及非訟代理人或第二上市公司之在臺代理人，公司須就該項查詢內容依前條第 1 項規定程序辦理。另上市公司、第二上市公司或其在臺之代理人若因其他原因無法輸入本公司指定之網際網路資訊申報系統，而以「重大訊息公開說明表(二)」發布重大訊息者，證交所得依規定公告，或經由本公司資訊傳輸系統揭示週知，或依證交所股市監視制度辦法配合辦理，並得以其影本轉送各證券經紀商於其營業處所公開張貼，及證交所投資人閱覽室陳列，以提供投資大眾參考。

2. 訊息面暫停交易機制

考量國外主要交易所均有上市公司申請或交易所執行暫停交易規範，且以往部分案例顯示，公司未能踐行重大訊息保密與即時揭露機制，致有價證券價量發生異常波動情事，為符合國際潮流並強化資訊公開，證交所於其上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序增訂第四章（暫停及恢復交易）專章，自 2016 年 1 月 15 日起實施暫停交易。

依處理程序第 13 條之 1 規定，上市公司預計於營業日下午 5 時前公開或召開董事會決議下列各款情事之一者，應於公開或召開前 1 營業日，填具「暫停交易申請書」載明相關事由及內容，向證交所申請暫停交易，但因情事緊急致無法於時限內申請者，得於公開或召開之營業日上午 7 時前申請，如表 4-16：

表 4-16 上市公司向證交所申請暫停交易態樣

證交所上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序		
編號	條號	上市公司向證交所申請暫停交易態樣
1	§13-II ①	嚴重減產或全部停工者。
2	§13-II ②	公司法第 185 條所訂各款情事。但對股東權益或證券價格無重大影響者，不在此限。
3	§13-II ③	向法院聲請破產或重整者。
4	§13-II ④	合併、分割、收購、股份交換、轉換或受讓，或復為撤銷者。但依企業併購法第 18 條第 7 項、第 19 條第 1 項、第 29 條第 6 項、第 30 條第 1 項、第 36 條第 1 項及第 2 項、第 37 條第 1 項規定進行無須經股東會決議之併購或對股東權益或證券價格無重大影響者，不在此限。
5	§13-II ⑤	完成新產品開發、試驗之產品已開發成功且正式進入量產階段、新產品或新技術之重要開發進度。但對股東權益或證券價格無重大影響者，不在此限。
6	§13-II ⑥	其他對股東權益或證券價格有重大影響者。

資料來源：本研究整理

復依處理程序第 13 條之 2 規定，證交所亦得依下列規定，公告上市公司之有價證券暫停交易，如表 4-17：

表 4-17 證交所職權公告上市公司暫停交易態樣

證交所上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序		
編號	條號	證交所職權公告上市公司暫停交易態樣
1	§13-2I ①	證交所審酌上市公司依第 13 條之 1 第 1 項規定申請暫停交易為有理由者。
2	§13-2I ②	大眾傳播媒體報導或其他資訊顯示對上市公司股東權益或證券價格有重大影響，且上市公司無法就該重大情事完整說明，證交所認為暫停交易符合交易市場需要或保護股東權益而有必要者。
3	§13-2I ③	上市公司無法就暫停交易事由之相關訊息完整說

證交所上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序		
編號	條號	證交所職權公告上市公司暫停交易態樣
		明，證交所認為有繼續暫停交易之必要者。

資料來源：本研究整理

每次暫停交易以 1 個營業日以上，3 個營業日以下為限，必要時得持續執行之。上市公司之有價證券經本公司暫停交易者，如其暫停事由有重大變化時，應即時向證交所陳報。

(二) 櫃買中心

櫃買中心監視辦法第 3 條規定，證券商透過本中心等價、等殖自動成交系統買賣之有價證券有異常情形達一定標準時，本中心為提醒投資人注意，應公告其名稱及交易資訊之內容。同法第 4 條規定，前條所定異常情形有嚴重影響櫃檯買賣交易之虞時，本中心即在市場公告並得採行下列之措施，且相關措施之標準、方式及期間，由櫃買中心另訂之；有價證券之交易，認有異常並嚴重影響市場交割安全之虞或其他認有必要時，經櫃買中心監視業務督導會報決議，得採行第 1 項或其他處置措施，相關措施如表 4-18：

表 4-18 櫃買中心市場預警措施

編號	櫃買中心 監視辦法條號	市場預警措施
1	§4 I ①	對該有價證券以人工管制之撮合終端機執行撮合作業。
2	§4 I ②	限制各證券商申報買進或賣出該有價證券之金額。
3	§4 I ③	通知各證券經紀商於受託買賣交易異常之有價證券時，對委託買賣數量較大之委託人，應

編號	櫃買中心 監視辦法條號	市場預警措施
		收取一定比例之買進價金或賣出之證券。
4	§4 I ④	通知各證券商於買賣交易異常之有價證券時，增繳給付結算基金。
5	§4 I ⑤	暫停該有價證券融資融券交易。
6	§4 I ⑥	報經主管機關核准後停止該有價證券一定期間之買賣。

資料來源：本研究整理

參酌櫃買中心監視辦法第 5 條規定，櫃買中心發現櫃檯買賣之買賣申報或交易有異常情形時，得於開盤前或交易時間內通知櫃檯買賣證券商請其注意，並得依櫃買中心業務規則第 92 條之規定，向證券商、上櫃公司查詢或調閱有關資料或通知其提出資料說明，必要時得將其資料說明透過資訊系統或於證券商營業處所公告之。前述有價證券交易異常情形，必要得通知櫃檯買賣交易市場共同責任制給付結算基金管理委員會。復依同法第 6 條規定，證券商違反本辦法相關規定或受託買賣異常交易有價證券未能確實依規定辦理投資人開戶手續、徵信作業、投資能力評估及受託買賣作業者，櫃買中心得視情節輕重依業務規則第 93 條、第 94 條及第 97 條之規定，通知其改善、警告、限制或停止買賣。

櫃買中心依櫃買中心監視辦法第 4 及 5 條規定，訂定「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心櫃檯買賣公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點」(下稱櫃買中心公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點)，依作業要點第 2 條規定，櫃買中心每日於交易時間內分析等價、等殖自動成交系統有價證券之交易，發現其有下列情形之一時，即依

第 3 條規定辦理，如表 4-19：

表 4-19 櫃買中心公布或通知注意交易條件

櫃買中心公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	櫃買中心公布或通知注意交易條件
1	§2 I ①	當日交易時間內成交價振幅超過 9% 且與櫃買中心發行量加權股價指數振幅之差幅在 5% 以上，且其成交量達 2,000 交易單位以上者。
2	§2 I ②	當日交易時間內成交價漲跌百分比超過 6% 且與櫃買中心發行量加權股價指數漲跌百分比之差在 4% 以上，且其成交量達 2,000 交易單位以上者。
3	§2 I ③	當日交易時間內週轉率超過 10% 且其成交量達 2,000 交易單位以上者，但轉換公司債、交換公司債、非分離型附認股權公司債、非分離型附認股權特別股、債券換股權利證書、股款繳納憑證、認購（售）權證、認股權憑證、指數股票型基金受益憑證及指數投資證券不適用之。
4	§2 I ④	依本要點規定發布交易資訊或採取處置措施者。
5	§2 I ⑤	經證券市場傳聞或媒體報導或經櫃買中心電腦系統分析有異常情事，並經簽報核准者。
6	§2 I ⑥	其他經主管機關指定者。
備註		實收資本額未達新臺幣 8,000 萬元之發行公司股票不適用 §2 I ① ~ ③ 款之發行量加權股價指數及成交量之規定，週轉率標準減至二分之一。
		政府公債、一般公司債與外國普通公司債不適用 §2 I 各款標準。
		有價證券升降幅度計算公式含有以標的證券或標的指數等計算因素者，以其當日盤中振幅、漲跌百分比與標的證券或標的指數之振幅、漲跌百分比（投資組合者，取其組合標的證券或標的指數振幅、漲跌百分比之平均值）計算差幅。但其標的證券為上市證券者，得不比較差幅。
		§2 I ① ~ ③ 關於「且其成交量達 2,000 交易單位以上者」之規定，於股票初次上櫃者，除管理股票外，自其櫃檯買賣開始日起連續 5 個營業日之交易不適用之。

櫃買中心公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	櫃買中心公布或通知注意交易條件
		有價證券交易單位低於 1,000 單位（股、受益權單位、存託憑證單位等）者，其成交（委託）量交易單位數據標準依下列公式調整：

資料來源：本研究整理

復依作業要點第 3 條規定，櫃買中心分析發現證券商當日受託買賣前條所列之有價證券有下列情形之一時，即於收盤後以書面通知該證券商內部稽核主管或營業部門主管，並副知該證券商總公司總經理，外國證券商在台設立分支機構者，通知其分公司經理人注意，以確保證券交割安全，如表 4-20：

表 4-20 櫃買中心通知注意條件

櫃買中心公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	櫃買中心通知注意條件
1	§3 I ①	投資人於該證券商委託買賣該有價證券之差額超過新臺幣二億元並超過該證券商淨值 0.125 倍，且其委託買進（賣出）金額占該有價證券總委託買進（賣出）金額 20% 以上。
2	§3 I ②	證券商受託買賣該有價證券之差額超過新臺幣三億元並超過該證券商淨值 0.25 倍，且其受託買進（賣出）金額占該有價證券總委託買進（賣出）金額 40% 以上。
3	§3 I ③	投資人於該證券商成交買賣該有價證券之差額超過新臺幣五仟萬元並超過該證券商淨值之 0.05 倍，且其成交買進或賣出金額占該有價證券總成交金額之 10% 以上。
4	§3 I ④	證券商成交買賣該有價證券之差額超過新臺幣 1 億元並超過該證券商淨值 0.125 倍，且其成交買進或賣出金額占該有價證券總成交金額之 20% 以上。
5	§3 I ⑤	證券商受託買賣該有價證券之合計金額超過新臺幣 4 億元並超過該證券商淨值 0.1 倍，且其受託買賣合計金額占該有價證券總委託買賣金額逾 40%。

櫃買中心公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	櫃買中心通知注意條件
6	§3 I ⑥	證券商成交買賣該有價證券之合計金額超過新臺幣 1 億五千萬元並超過該證券商淨值 0.1 倍，且其成交買賣合計金額占該有價證券總成交金額之 20% 以上。
被註		實收資本額未達新臺幣 8,000 萬元之發行公司股票於前項有關買賣金額標準減至二分之一。
		證券商之綜合交易帳戶買賣前條所列之有價證券如達§3 I、III 標準時，櫃買中心得通知證券商經理人注意，以確保證券交割安全。

資料來源：本研究整理

股票初次上櫃者，除管理股票外，自其櫃檯買賣開始日起連續 5 個營業日之交易，有下列情形之一時，準用第 3 條第 1 項及第 3 項關於通知證券商之規定，如表 4-21：

表 4-21 初次上櫃自櫃檯買賣開始日起連續 5 個營業日交易通知態樣

櫃買中心公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	初次上櫃自櫃檯買賣開始日起連續 5 個營業日交易通知態樣
1	§3IV ①	投資人於該證券商委託買賣該有價證券，其委託價格有下情形之一，且其委託數量累計達六百交易單位（或委託金額累計達新臺幣 3,000 萬元）以上者：
		(1)開盤前以高於當日開盤參考價 27% 以上之價格委託買進者；或以低於當日開盤參考價 27% 以上之價格委託賣出者。
		(2)開盤後以高於委託當時成交揭示價 27% 以上之價格委託買進者；或以低於委託當時成交揭示價 27% 以上之價格委託賣出者。
2	§3IV ②	證券商受託買賣該有價證券，其委託價格有下情形之一，且其委託數量累計達 3,000 交易單位或委託金額累計達新臺幣 1 億元或達該證券商淨值 0.25 倍以上者：

櫃買中心公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	初次上櫃自櫃檯買賣開始日起連續 5 個營業日 交易通知態樣
		(1)開盤前以高於當日開盤參考價 27%以上之價格委託買進者；或以低於當日開盤參考價 27%以上之價格委託賣出者。
		(2)開盤後以高於委託當時成交揭示價 27%以上之價格委託買進者；或以低於委託當時成交揭示價 27%以上之價格委託賣出者。
備註	有價證券交易單位低於 1,000 單位（股、受益權單位、存託憑證單位等）者，其成交（委託）量交易單位數據標準，準用§2VI之規定。	

資料來源：本研究整理

1. 公布注意交易資訊暨處置作業

另依作業要點第 4 條規定，櫃買中心每日於交易時間結束後，即分析等價、等殖成交系統有價證券之交易，發現有下列情形之一時，公告其交易資訊（漲跌幅度、成交量、週轉率、集中度、本益比、股價淨值比、券資比、溢折價百分比、借券賣出、當日沖銷百分比等）：，如表 4-22：

表 4-22 櫃買中心公告交易資訊態樣

櫃買中心公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	櫃買中心公告交易資訊態樣
1	§4 I ①	最近一段期間累積之最後成交價漲跌百分比異常者。
2	§4 I ②	最近一段期間起、迄兩個營業日之最後成交價漲跌百分比異常者。
3	§4 I ③	最近一段期間累積之最後成交價漲跌百分比異常，且其當日之成交量較最近一段期間之日平均成交量異常放大者。

櫃買中心公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	櫃買中心公告交易資訊態樣
4	§4 I ④	最近一段期間累積之最後成交價漲跌百分比異常，且其當日之週轉率過高者。
5	§4 I ⑤	最近一段期間累積之最後成交價漲跌百分比異常，且證券商當日受託買賣該有價證券之成交買進或賣出數量，占當日該有價證券總成交量比率過高者。
6	§4 I ⑥	本益比、股價淨值比及當日週轉率過高，且符合其所屬產業類別股價淨值比偏高、任一證券商當日成交買進或賣出金額占當日該有價證券總成交金額比率過高或任一投資人當日成交買進或賣出金額占當日該有價證券總成交金額比率過高等三種情形之一者。
7	§4 I ⑦	最近一段期間累積之最後成交價漲跌百分比異常，且券資比明顯放大者。
8	§4 I ⑧	臺灣存託憑證最後成交價與其表彰股票所屬國交易市場最後成交價計算之溢折價百分比異常者。
9	§4 I ⑨	當日及最近數日之日平均成交量較最近一段期間之日平均成交量明顯放大者。
10	§4 I ⑩	最近一段期間之累積週轉率明顯過高者。
11	§4 I 11	最近一段期間起、迄兩個營業日之最後成交價價差異異常者。
12	§4 I 12	最近一段期間之借券賣出成交量占總成交量比率明顯過高者。
13	§4 I 13	最近一段期間之當日沖銷交易成交量占總成交量比率明顯過高者。
14	§4 I 14	其他交易情形異常經監視業務督導會報決議者。
被註	§4 I各款異常標準之詳細數據及其除外情形，櫃買中心另訂之。	

資料來源：本研究整理

而上述異常標準之具體詳細數據則公布於「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心櫃檯買賣公布或通知注意交易資訊暨處置作業要

點第四條異常標準之詳細數據及除外情形」，注意條款及具體詳細標準整理，如表 4-23。

表 4-23 注意交易資訊條款及標準

編號	注意交易資訊條款	具體標準
1	有價證券最近一段期間累積之最後成交價漲跌百分比異常	<p>作業要點第 4 條第 1 項第 1 款「有價證券最近一段期間累積之最後成交價漲跌百分比異常」者，係指有價證券當日達下列各款情事之一者：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 有價證券最近 6 個營業日（含當日）累積之最後成交價漲跌百分比超過 30%，且其漲跌百分比與全體有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 20% 以上，並與同類有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 20% 以上者。 2. 最近 6 個營業日（含當日）累積之最後成交價漲跌百分比達 23% 以上，且其漲跌百分比與全體有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 20% 以上，並與同類有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 20% 以上，及最近 6 個營業日（含當日）起、迄 2 個營業日之最後成交價價差達新臺幣 40 元以上者。 <p>前項除外情形如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 8. 股票初次上櫃者，除管理股票外，自其櫃檯買賣開始日起連續 5 個營業日。 9. 有價證券或指數在計算標準期間內如有因非交易之原因（如除權、除息等）造成價格變動者，則於計算最後成交價或收盤指數漲跌百分比時，排除此項變動因素。 10. 同類有價證券未達 5 家以上者不適用有關類股之規定。 11. 有價證券本益比為負值或達 65 倍者，不適用有關類股之規定。 12. 除認購(售)權證外，當日收盤價未滿新臺幣 5 元者。 13. 公開資訊觀測站公告有價證券當日之前一個營業日溢(折)價百分比達下列情事之一者： <ol style="list-style-type: none"> (1) 未超過 10%。 (2) 與當日前項標準漲(跌)幅之方向相反。 14. 認購(售)權證當日達下列情事之一者，不適用前項標準： <ol style="list-style-type: none"> (1) 等價交易未成交。 (2) 當日收盤價漲跌百分比為零，或與前項所達標準

編號	注意交易資訊 條款	具體標準
		<p>漲跌之方向相反。</p> <p>實收資本額未達新臺幣 8,000 萬元之發行公司股票不適用有關全體及同類有價證券之規定。</p>
2	<p>有價證券最近一段期間起、迄兩個營業日之最後成交價漲跌百分比異常者</p>	<p>作業要點第 4 條第 1 項第 2 款「有價證券最近一段期間起、迄兩個營業日之最後成交價漲跌百分比異常者」，係指有價證券當日達下列各款情事之一者：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 有價證券最近 30 個營業日(含當日)起、迄 2 個營業日之最後成交價漲跌百分比超過 100%，且符合下列二項條件之一： <ol style="list-style-type: none"> (1)其漲幅百分比與全體有價證券及同類股有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 80% 以上，及當日最後成交價須大於當日參考價者。 (2)其跌幅百分比與全體有價證券及同類股有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 80% 以上，及當日最後成交價須小於當日參考價者。但有價證券當日收盤價未滿新臺幣 5 元者，前列規定之起、迄兩個營業日之最後成交價漲跌百分比由超過 100% 提高至 120%。 2. 有價證券最近 60 個營業日(含當日)起、迄 2 個營業日之最後成交價漲跌百分比超過 140%，且符合下列二項條件之一： <ol style="list-style-type: none"> (1)其漲幅百分比與全體有價證券及同類股有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 80% 以上，及當日最後成交價須大於當日參考價者。 (2)其跌幅百分比與全體有價證券及同類股有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 80% 以上，及當日最後成交價須小於當日參考價者。但有價證券當日收盤價未滿新臺幣 5 元者，前列規定之起、迄兩個營業日之最後成交價漲跌百分比由超過 140% 提高至 180%。 3. 有價證券最近 90 個營業日(含當日)起、迄 2 個營業日之最後成交價漲跌百分比超過 160%，且符合下列二項條件之一： <ol style="list-style-type: none"> (1)其漲幅百分比與全體有價證券及同類股有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 80% 以上，及當日最後成交價須大於當日參考價者。 (2)其跌幅百分比與全體有價證券及同類股有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 80% 以上，及當日最後成交價須小於當日參考價者。但有價證券當日收盤價未滿新臺幣 5 元者，前列規定之起、迄兩個營業日之最後成交價漲跌百分比由超

編號	注意交易資訊 條款	具體標準
		<p>過 160%提高至 240%。</p> <p>前項除外情形如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 股票初次上櫃者，除管理股票外，自其櫃檯買賣開始日起連續五個營業日。 2. 非分離型附認股權公司債、非分離型附認股權特別股、認購(售)權證及認股權憑證。 3. 在最近 30 個營業日(含當日)內，已依作業要點第 4 條第 1 項第 1 款公布注意交易資訊之有價證券，且其最近 6 個營業日(含當日)累積之最後成交價漲跌百分比達下列各款情事之一，不適用前項標準。 <ol style="list-style-type: none"> (1)未超過 27%。 (2)超過 27%，且其漲跌百分比與全體有價證券依最近六個營業日(含當日)累積之最後成交價漲跌百分比計算之平均值的差幅未達 15%以上，並與同類有價證券依本款規定計算之平均值的差幅未達 15%以上。 (3)與前項標準漲跌之方向相反。 4. 有價證券最近 60 個營業日(含當日)內，最近一次經依作業要點第 6 條規定發布處置，且其處置原因僅有作業要點第 4 條第 1 項第 2 款情事者，當日再次達前項標準時，其最近 6 個營業日(含當日)累積之最後成交價漲跌百分比達下列各款情事之一，不適用前項標準。 <ol style="list-style-type: none"> (1)未超過 10%。 (2)超過 10%，且其漲跌百分比與全體有價證券依最近 6 個營業日(含當日)累積之最後成交價漲跌百分比計算之平均值的差幅未達 5%以上，並與同類有價證券依本款規定計算之平均值的差幅未達 5%以上。 (3)與前項標準漲跌之方向相反。 5. 有價證券在計算標準期間內如有因非交易之原因(如除權、除息等)造成價格變動者，則於計算最後成交價漲跌百分比時，排除此項變動因素。 6. 同類有價證券未達五家以上者不適用有關類股之規定。 7. 有價證券本益比為負值或達 65 倍者，不適用有關類股之規定。 8. 公開資訊觀測站公告有價證券當日之前一個營業日溢(折)價百分比達下列情事之一者： <ol style="list-style-type: none"> (1)未超過 10%。 (2)與當日前項標準漲(跌)幅之方向相反。

編號	注意交易資訊 條款	具體標準
		實收資本額未達新臺幣 8,000 萬元之發行公司股票不適用有關全體及同類有價證券之規定。
3	有價證券最近一段期間累積之最後成交價漲跌百分比異常，且其當日之成交量較最近一段期間之日平均成交量異常放大者	<p>作業要點第 4 條第 1 項第 3 款「有價證券最近一段期間累積之最後成交價漲跌百分比異常，且其當日之成交量較最近一段期間之日平均成交量異常放大者」，係指有價證券當日同時達下列各款情事者：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 有價證券最近 6 個營業日(含當日)累積之最後成交價漲跌百分比超過 27%，且其漲跌百分比與全體有價證券及同類股有價證券依本款規定計算之平均值的差幅須在 20% 以上。 2. 當日之成交量較最近 60 個營業日(含當日)之日平均成交量放大為 5 倍以上，且其放大倍數與全體有價證券依本款規定計算之平均值相差 4 倍以上。 <p>前項除外情形如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 股票初次上櫃者，除管理股票外，自其櫃檯買賣開始日起連續 5 個營業日。 2. 轉換公司債、交換公司債、非分離型附認股權公司債、非分離型附認股權特別股、債券換股權利證書、股款繳納憑證、認購(售)權證、認股權憑證、指數股票型基金受益憑證及指數投資證券。 3. 有價證券在計算標準期間內如有因非交易之原因(如除權、除息等)造成價格變動者，則於計算最後成交價漲跌百分比時，排除此項變動因素。 4. 有價證券當日週轉率未達 1% 以上，或成交量未達 300 交易單位以上者。 5. 同類有價證券未達 5 家以上者不適用有關類股之規定。 6. 有價證券本益比為負值或達 65 倍者，不適用有關類股之規定。 7. 公開資訊觀測站公告有價證券當日之前 1 個營業日溢(折)價百分比達下列情事之一者： <ol style="list-style-type: none"> (1)未超過 10%。 (2)與當日前項標準漲(跌)幅之方向相反。 <p>實收資本額未達新臺幣 8,000 萬元之發行公司股票不適用有關全體及同類有價證券及除外情形第 4 款成交</p>

編號	注意交易資訊條款	具體標準
4	有價證券最近一段期間累積之最後成交價漲跌百分比異常，且其當日之週轉率過高者	<p>量之規定。</p> <p>作業要點第 4 條第 1 項第 4 款「有價證券最近一段期間累積之最後成交價漲跌百分比異常，且其當日之週轉率過高者」，係指有價證券當日同時達下列各款情事者：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 最近 6 個營業日(含當日)累積之最後成交價漲跌百分比超過 27%，且其漲跌百分比與全體有價證券及同類股有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 20% 以上。 2. 當日之週轉率超過 5% 以上，且其週轉率與全體有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在 3% 以上。 <p>前項除外情形如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 股票初次上櫃者，除管理股票外，自其櫃檯買賣開始日起連續 5 個營業日。 2. 轉換公司債、交換公司債、非分離型附認股權公司債、非分離型附認股權特別股、債券換股權利證書、股款繳納憑證、認購(售)權證、認股權憑證、指數股票型基金受益憑證及指數投資證券。 3. 有價證券在計算標準期間內如有因非交易之原因(如除權、除息等)造成價格變動者，則於計算最後成交價漲跌百分比時，排除此項變動因素。 4. 同類有價證券未達 5 家以上者不適用有關類股之規定。 5. 有價證券本益比為負值或達 65 倍者，不適用有關類股之規定。 6. 公開資訊觀測站公告有價證券當日之前一個營業日溢(折)價百分比達下列情事之一者： <ol style="list-style-type: none"> (1) 未超過百分之十。 (2) 與當日前項標準漲(跌)幅之方向相反。 <p>實收資本額未達新臺幣 8,000 萬元之發行公司股票不適用有關全體及同類有價證券之規定。</p>
5	有價證券最近一段期間累積之最後成交價漲跌百分比異常，且證券商當日受託買賣該有價證券之成交買進或賣	<p>作業要點第 4 條第 1 項第 5 款「有價證券最近一段期間累積之最後成交價漲跌百分比異常，且證券商當日受託買賣該有價證券之成交買進或賣出數量，占當日該有價證券總成交量比率過高者」，係指有價證券當日同時達下列各款情事者：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 最近六個營業日(含當日)累積之最後成交價漲跌百分比超過 27%，且其漲跌百分比與全體有價證券及同類有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在

編號	注意交易資訊條款	具體標準
	出數量，占當日該有價證券總成交量比率過高者	<p>20%以上。</p> <p>2. 證券商當日受託買賣該有價證券之成交買進或賣出數量，占當日該有價證券總成交量比率超過20%(其設有分支機構者，每一分支機構得另增加百分之一，合計不得超逾30%)，並逾300交易單位以上者。</p> <p>前項除外情形如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 股票初次上櫃者，除管理股票外，自其櫃檯買賣開始日起連續五個營業日。 2. 轉換公司債、交換公司債、非分離型附認股權公司債、非分離型附認股權特別股、債券換股權利證書及股款繳納憑證。 3. 有價證券或指數在計算標準期間內如有因非交易之原因(如除權、除息等)造成價格變動者，則於計算最後成交價或收盤指數漲跌百分比時，排除此項變動因素。 4. 同類有價證券未達五家以上者不適用有關類股之規定。 5. 有價證券本益比為負值或達六十五倍者，不適用有關類股之規定。 6. 公開資訊觀測站公告有價證券當日之前一個營業日溢(折)價百分比達下列情事之一者： <ol style="list-style-type: none"> (1)未超過百分之十。 (2)與當日前項標準漲(跌)幅之方向相反。 <p>實收資本額未達新臺幣8,000萬元之發行公司股票不適用有關全體及同類有價證券及成交量之規定。</p>
6	本益比、股價淨值比異常及當日週轉率過高，且符合較其所屬產業類別股價淨值比偏高、任一證券商當日成交買進或成交賣出金額占當日該有價證券總成交金額比率過高或任一投資人當日成交	<p>作業要點第4條第1項第6款「本益比、股價淨值比異常及當日週轉率過高，且符合較其所屬產業類別股價淨值比偏高、任一證券商當日成交買進或成交賣出金額占當日該有價證券總成交金額比率過高或任一投資人當日成交買進或成交賣出金額占當日該有價證券總成交金額比率過高等三種情形之一者」，係指有價證券當日同時達下列各款情事者：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 本益比為負值，或達六十五倍以上且超過全體有價證券當日依發行單位數加權計算之本益比平均值二倍以上。 2. 股價淨值比達四倍以上且超過全體有價證券當日依發行單位數加權計算之股價淨值比平均值二倍以上。

編號	注意交易資訊條款	具體標準
	買進或成交賣出金額占當日該有價證券總成交金額比率過高等三種情形之一者	<p>3. 當日週轉率百分之五以上，且成交數量達二千交易單位以上。</p> <p>4. 符合下列情形之一者：</p> <p>(1) 股價淨值比較其所屬產業類別全體有價證券當日依發行單位數加權計算之股價淨值比平均值二倍以上。</p> <p>(2) 證券商當日買進或賣出(含受託買賣及自行買賣)該有價證券之成交金額達新臺幣一億元以上，且占當日該有價證券之總成交金額百分之十(其設有分支機構者，每一分支機構得另加百分之一，合計不得超逾百分之二十五)。</p> <p>(3) 任一投資人當日買進或賣出該有價證券之成交金額占當日該有價證券之總成交金額達新臺幣一億元以上，且占當日該有價證券之總成交金額百分之十以上。</p> <p>實收資本額未達新臺幣 8,000 萬元之發行公司股票有關前項成交金額減至二分之一。</p> <p>第一項除外情形如下：</p> <p>1. 股票初次上櫃者，除管理股票外，自其櫃檯買賣開始日起連續五個營業日。</p> <p>2. 非普通股之有價證券。</p> <p>實收資本額未達新臺幣八千萬元之發行公司股票不適用第一項有關全體及所屬產業類別有價證券及成交量之規定。</p>
7	有價證券最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常，且券資比明顯放大者	<p>作業要點第 4 條第 1 項第 7 款「有價證券最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常，且券資比明顯放大者」，係指有價證券當日同時達下列各款情事者：</p> <p>1. 最近六個營業日(含當日)累積之最後成交價漲百分比超過百分之二十七，且其漲跌百分比與全體有價證券及同類有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在百分之二十以上。</p> <p>2. 當日之前一個營業日之券資比百分之十以上，且同時符合下列條件：</p> <p>(1) 融資使用率百分之二十以上。</p> <p>(2) 融券使用率百分之十以上。</p> <p>3. 當日之前一個營業日之券資比較最近六個營業日(從當日之前一個營業日起)之最低券資比放大四倍</p>

編號	注意交易資訊條款	具體標準
		<p>以上。</p> <p>前項除外情形如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 有價證券在計算標準期間內如有因非交易之原因(如除權、除息等)造成價格變動者，則於計算最後成交價漲跌百分比時，排除此項變動因素。 2. 同類有價證券未達五家者不適用有關類股之規定。 3. 有價證券本益比為負值或達六十五倍者，不適用有關類股之規定。 4. 當日之前一個營業日券資比低於當日之前二個營業日之券資比者。 5. 公開資訊觀測站公告有價證券當日之前一個營業日溢(折)價百分比達下列情事之一者： <ol style="list-style-type: none"> (1)未超過百分之十。 (2)與當日前項標準漲(跌)幅之方向相反。
8	臺灣存託憑證最後成交價與其表彰股票所屬國交易市場最後成交價計算之溢折價百分比異常者	<p>作業要點第四條第一項第八款「臺灣存託憑證最後成交價與其表彰股票所屬國交易市場最後成交價計算之溢折價百分比異常者」，係指其溢折價百分比達下列各款情事之一者：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 公開資訊觀測站公告當日之前一個營業日臺灣存託憑證溢價百分比超過百分之三十，且其當日最後成交價須為最近六個營業日(含當日)最後成交價最高者。但最近五個營業日(不含當日)無最後成交價時，則當日最後成交價須高於開盤參考價。 2. 公開資訊觀測站公告當日之前一個營業日臺灣存託憑證折價百分比超過百分之三十，且其當日最後成交價須為最近六個營業日(含當日)最後成交價最低者。但最近五個營業日(不含當日)無最後成交價時，則當日最後成交價須低於開盤參考價。 3. 公開資訊觀測站公告當日之前一個營業日臺灣存託憑證溢價百分比超過百分之八十，且其當日最後成交價須高於當日開盤參考價者。 <p>臺灣存託憑證在比較前項最近六個營業日(含當日)最後成交價標準時，如有因非交易之原因(如除權、除息等)造成價格變動者，排除此項變動因素。</p>
9	有價證券當日及最近數日之日平均成交量較最近一段期間之日平均成交量明顯放大	<p>作業要點第四條第一項第九款「有價證券當日及最近數日之日平均成交量較最近一段期間之日平均成交量明顯放大者」，係指有價證券當日同時達下列各款情事者：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 有價證券最近六個營業日(含當日)之日平均成交量

編號	注意交易資訊 條款	具體標準
	者	<p>較最近六十個營業日(含當日)之日平均成交量放大為五倍以上，且其放大倍數與全體有價證券依本款規定計算之平均值相差四倍以上。</p> <p>2. 當日成交量較最近六十個營業日(含當日)之日平均成交量放大為五倍以上，且其放大倍數與全體有價證券依本款規定計算之平均值相差四倍以上。</p> <p>前項除外情形如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 股票初次上櫃者，除管理股票外，自其櫃檯買賣開始日起連續五個營業日。 2. 在最近六個營業日(含當日)內，已依作業要點第四條第一項第三款公布注意交易資訊之有價證券。 3. 轉換公司債、交換公司債、非分離型附認股權公司債、非分離型附認股權特別股、債券換股權利證書、股款繳納憑證、認購(售)權證、認股權憑證、指數股票型基金受益憑證、指數投資證券及不動產投資信託受益證券。 4. 有價證券當日達下列情事之一者，不適用前項標準： <ol style="list-style-type: none"> (1)週轉率未超過百分之一。 (2)成交量未超過三百交易單位。 (3)成交金額未超過新臺幣二千萬元。 5. 最近六個營業日(含當日)內，當日之前五個營業日已依本要點第四條第一項第九款公布注意交易資訊之有價證券，其當日達下列情事之一者，不適用前項標準： <ol style="list-style-type: none"> (1)該有價證券最近六個營業日(含當日)之日平均成交量放大倍數\leq最近六個營業日(含當日)之日平均成交量放大倍數數據標準 $\times(1+\text{該有價證券當日之前六個營業日之當日沖銷成交量}\div\text{當日之前六個營業日總成交量【不含當日沖銷成交量】})$。 (2)該有價證券當日之成交量放大倍數\leq當日之成交量放大倍數數據標準 $\times(1+\text{該有價證券當日之前一個營業日之當日沖銷成交量}\div\text{當日之前一個營業日總成交量【不含當日沖銷成交量】})$。 (3)當日成交量未超過當日之前五個營業日之各日成交量。 <p>實收資本額未達新臺幣八千萬元之發行公司股票不適用有關全體及同類有價證券及成交量之規定。</p>

編號	注意交易資訊 條款	具體標準
10	有價證券最近一段期間之累積週轉率明顯過高者	<p>要點第四條第一項第十款「有價證券最近一段期間之累積週轉率明顯過高者」，係指有價證券當日同時達下列各款情事者：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 最近六個營業日(含當日)之累積週轉率超過百分之八十，且其累積週轉率與全體有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在百分之五十以上。 2. 當日週轉率百分之五以上，且其週轉率與全體有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在百分之三以上。 <p>前項除外情形如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 股票初次上櫃者，除管理股票外，自其櫃檯買賣開始日起連續五個營業日。 2. 轉換公司債、交換公司債、非分離型附認股權公司債、非分離型附認股權特別股、債券換股權利證書、股款繳納憑證、認購(售)權證、認股權憑證、指數股票型基金受益憑證及指數投資證券。 3. 在最近六個營業日(含當日)內，已依作業要點第四條第一項第四款公布注意交易資訊之有價證券。 4. 有價證券當日成交金額未滿新臺幣二億元以上者。 5. 最近六個營業日(含當日)內，當日之前五個營業日已依本要點第四條第一項第十款公布注意交易資訊之有價證券，其當日達下列情事之一者，不適用前項標準： <ol style="list-style-type: none"> (1)該有價證券最近六個營業日(含當日)之累積週轉率\leq最近六個營業日(含當日)之累積週轉率數據標準 $\times(1+\text{該有價證券當日之前六個營業日之當日沖銷成交量}\div\text{當日之前六個營業日總成交量【不含當日沖銷成交量】})$。 (2)該有價證券當日週轉率$\leq$前項當日週轉率數據標準 $\times(1+\text{該有價證券當日之前一個營業日之當日沖銷成交量}\div\text{當日之前一個營業日總成交量【不含當日沖銷成交量】})$。 (3)當日成交量未超過當日之前五個營業日之各日成交量。 <p>實收資本額未達新臺幣 8,000 萬元之發行公司股票不適用有關全體有價證券之規定。</p>

編號	注意交易資訊 條款	具體標準
11	有價證券最近一段期間起、迄兩個營業日之最後成交價差異常者	<p>作業要點第四條第一項第十一款「有價證券最近一段期間起、迄兩個營業日之最後成交價價差異常者」，係指有價證券當日達下列各款情事之一者：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 有價證券最近六個營業日(含當日)起、迄兩個營業日之最後成交價價差達新臺幣七十元以上，且有價證券當日最後成交價須為最近六個營業日(含當日)最後成交價最高者；如最近五個營業日(不含當日)無最後成交價時，則當日最後成交價須高於開盤參考價。但有價證券當日最後成交價新臺幣三百元以上者，每三百元增列一級距，前開起迄兩個營業日之最後成交價價差每一級距增加新臺幣十五元。 2. 有價證券最近六個營業日(含當日)起、迄兩個營業日之最後成交價價差達新臺幣七十元以上，且有價證券當日最後成交價須為最近六個營業日(含當日)最後成交價最低者；如最近五個營業日(不含當日)無最後成交價時，則當日最後成交價須低於開盤參考價。但有價證券當日最後成交價新臺幣三百元以上者，每三百元增列一級距，前開起迄兩個營業日之最後成交價價差每一級距增加新臺幣十五元。 <p>前項除外情形如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 股票初次上櫃者，除管理股票外，自其櫃檯買賣開始日起連續五個營業日。 2. 有價證券或指數在計算標準期間內如有因非交易之原因(如除權、除息等)造成價格變動者，則於計算最後成交價或收盤指數時，排除此項變動因素。 3. 在最近六個營業日(含當日)內，當日之前五個營業日已依作業要點第四條第一項第十一款公布注意交易資訊之有價證券。
12	最近一段期間之借券賣出成交量占總成交量比率明顯過高者	<p>作業要點第四條第一項第十二款「最近一段期間之借券賣出成交量占總成交量比率明顯過高者」，係指有價證券當日之前一個營業日同時達下列各款情事者：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 最近六個營業日(自當日之前一個營業日起)之借券賣出成交量占最近六個營業日(自當日之前一個營業日起)總成交量比率超過百分之九。 2. 當日之前一個營業日借券賣出成交量較最近六十個營業日(自當日之前一個營業日起)之日平均借券賣出成交量放大為四倍以上。 <p>前項除外情形如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 初次上櫃普通股採無升降幅度限制期間之日成交

編號	注意交易資訊條款	具體標準
		<p>量，不納入前項標準之計算。</p> <ol style="list-style-type: none"> 2. 指數股票型基金受益憑證。 3. 有價證券當日之前一個營業日達下列情事之一者，不適用前項標準： <ol style="list-style-type: none"> (1) 週轉率未超過千分之三。 (2) 成交量未超過五百交易單位。 (3) 借券賣出成交量未超過一百交易單位。
13	有價證券最近一段期間之當日沖銷成交量占總成交量比率明顯過高者	<p>作業要點第四條第一項第十三款「有價證券最近一段期間之當日沖銷成交量占總成交量比率明顯過高者」，係指有價證券當日之前一個營業日同時達下列各款情事者：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 最近六個營業日(從當日之前一個營業日起)之當日沖銷成交量占最近六個營業日(從當日之前一個營業日起)總成交量比率超過百分之六十。 2. 當日之前一個營業日當日沖銷成交量占該日總成交量比率超過百分之六十。 <p>前項除外情形如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 初次上櫃普通股採無升降幅度限制期間之日成交量，不納入前項標準之計算。 2. 指數股票型基金受益憑證不適用前項標準。 3. 有價證券當日之前一個營業日達下列情事之一者，不適用前項標準： <ol style="list-style-type: none"> (1) 週轉率未超過百分之五。 (2) 成交金額未超過新臺幣二億元。 (3) 當日沖銷成交量未超過二千交易單位。 4. 最近六個營業日(含當日)內，當日之前五個營業日已依本要點第四條第一項第十三款公布注意交易資訊之有價證券，其當日之前一個營業日之當日沖銷成交量未超過最近五個營業日(從當日之前二個營業日起)之各日當日沖銷成交量者，不適用前項標準。

資料來源：本研究整理。

有價證券當日無前項計算異常標準所使用之最後成交價者，依櫃買中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第 57 條所決定之參考價格替代。實收資本額未達新臺幣 8,000 萬元之發行公司股票不適用同條第 1 項有關全體、同類股有價證券及成交量之規定。政府公債、

一般公司債與外國普通公司債不適用同條第 1 項各款標準。有價證券升降幅度計算公式含有以標的證券或標的指數等計算因素者，期間累計漲跌百分比差幅之計算，準用第 2 條第 4 項之規定。有價證券交易單位低於 1,000 單位（股、受益權單位、存託憑證單位等）者，其成交（委託）量交易單位數據標準，準用第 2 條第 6 項之規定。

復依作業要點第 5 條規定，有價證券之交易有前條所列情形時，櫃買中心即透過下列管道公布該有價證券名稱及其交易資訊之內容，如表 4-24：

表 4-24 櫃買中心公告交易資訊之管道

櫃買中心公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	櫃買中心公告交易資訊之管道
1	§5 I ①	透過櫃買中心資訊傳輸系統公告，並於有價證券名稱前加註「注意有價證券」文字。
2	§5 I ②	透過網際網路及投資人服務專線，提供投資人查詢。
3	§5 I ③	請證券商將該資料於其營業處所公告。
4	§5 I ④	於媒體報章發布。

資料來源：本研究整理

依作業要點第 6 條第 1 項規定，有價證券之交易有下列情形之一時，櫃買中心即發布為處置之有價證券，如表 4-25：

表 4-25 櫃買中心發布處置之有價證券情形

櫃買中心公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	櫃買中心發布處置之有價證券情形
1	§6 I ①	連續 3 個營業日經櫃買中心依第 4 條第 1 項第 1 款發布交易資訊者。
2	§6 I ②	連續 5 個營業日或最近 10 個營業日內有 6 個營業日或最近 30 個營業日內有 12 個營業日經櫃買中心依第 4 條第 1 項第 1 款至第 8 款發布交易資訊者。

資料來源：本研究整理

依作業要點第 6 條第 2 項規定，有價證券最近 30 個營業日內，第一次依前項標準發布處置者，櫃買中心於次一營業日起 10 個營業日內，同時採行下列之措施，如表 4-26：

表 4-26 櫃買中心發布處置之措施

櫃買中心公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	櫃買中心發布處置之措施
1	§6II ①	對該有價證券以人工管制之撮合終端機執行撮合作業（約每 5 分鐘撮合 1 次，但變更交易方法有價證券約每 10 分鐘撮合 1 次、分盤方式交易有價證券約每 45 分鐘撮合 1 次、管理股票約每 60 分鐘撮合 1 次）。
2	§6II ②	通知各證券經紀商於前開期間對於投資人每日委託買賣該有價證券數量單筆達 10 交易單位或多筆累積達 30 交易單位以上時，應就其當日已委託之買賣，向該投資人收取全部之買進價金或賣出證券，信用交易部分，則收足融資自備款或融券保證金；至於當日達上開數量後之委託亦應於委辦時向其收取全部之買進價金或賣出證券，信用交易部分，則收足融資自備款或融券保證金。但信用交易了結或違約專戶、認購（售）權證流動量提供者專戶或認購（售）權證避險專戶委託買賣該有價證券者，不在此限。實收資本額未達新臺幣 8,000 萬元之發行公司股票部分，則

櫃買中心公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	櫃買中心發布處置之措施
		通知各證券經紀商於前開期間對於每日委託買賣該有價證券之投資人，應就其當日已委託之買賣，向該投資人收取全部買進價金或賣出證券。

資料來源：本研究整理

依作業要點第 6 條第 3 項規定，有價證券最近 30 個營業日內，曾依第 1 項規定發布處置者，其當日再次依第 1 項標準發布處置，櫃買中心於次一營業日起 10 個營業日內，同時採行下列之措施，如表 4-27：

表 4-27 櫃買中心就第 2 次（含）以上發布處置後之措施

櫃買中心公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	櫃買中心就第 2 次（含）以上發布處置後之措施
1	§6III①	對該有價證券以人工管制之撮合終端機執行撮合作業（約每 20 分鐘撮合 1 次，但變更交易方法有價證券約每 25 分鐘撮合 1 次、分盤方式交易有價證券約每 60 分鐘撮合 1 次、管理股票約每 90 分鐘撮合 1 次）。
2	§6III②	通知各證券經紀商於前開期間對於所有投資人每日委託買賣該有價證券，應就其當日已委託之買賣，向該投資人收取全部之買進價金或賣出證券，信用交易部分，則收足融資自備款或融券保證金。但信用交易了結或違約專戶、認購（售）權證流動量提供者專戶或認購（售）權證避險專戶委託買賣該有價證券者，不在此限。實收資本額未達新臺幣 8,000 萬元之發行公司股票部分，則通知各證券經紀商於前開期間對於每日委託買賣該有價證券之投資人，應就其當日已委託之買賣，向該投資人收取全部買進價金或賣出證券。

資料來源：本研究整理

依作業要點第 6 條第 4 項規定，有價證券因連續 3 個營業日經櫃

買中心依第 4 條第 1 項第 1 款發布交易資訊或連續 5 個營業日依第 4 條第 1 項第 1 款至第 8 款發布交易資訊，並依同條第 2 項或第 3 項規定發布處置，其在計算發布處置基數期間，曾依第 4 條第 1 項第 13 款公布注意交易資訊者，該有價證券處置期間調整為次一營業日起 12 個營業日。

依作業要點第 6 條第 5 項規定，有價證券經依同條第 2 項或第 3 項規定發布處置，而其處置原因含有第 4 條第 1 項第 6 款情事，或於處置期間再經櫃買中心依上開第 6 款發布交易資訊者，或經依第 4 條第 1 項第 9、10、11、12 及 13 款公布注意交易資訊，並分析有異常情事者，或櫃買中心認為有價證券之交易異常並嚴重影響市場給付結算安全之虞時，或其他認有必要時，經提報監視業務督導會報討論決議後，得採取下列處置措施並議定處置期間，如表 4-28：

表 4-28 櫃買中心提報監視業務督導會報決議得採取之處置措施

櫃買中心公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	櫃買中心提報監視業務督導會報決議得採取之處置措施
1	§6V①	本條§6II、III規定之處置措施，必要時得依下列項目彈性調整：
		(1)有價證券以人工管制撮合終端機執行撮合作業時間。
		(2)投資人委託買賣該異常有價證券時預收一定比例或全部買進價金或賣出證券或融資自備款或融券保證金。
		(3)處置期間。
2	§6V②	各證券商每日買進或賣出該有價證券之申報金額，總公司不得超過新臺幣 4,000 萬元，每 1 分支機構不得超過新臺幣 1,000 萬元。但信用交易了結或違約專戶、認購（售）權證流動量提供者專戶或認購（售）權證避險專戶委託買賣該有價證券者，不在此限；實收資本額未達新臺幣 8,000 萬元之發行公司股票於前述之買進或賣出

櫃買中心公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	櫃買中心提報監視業務督導會報決議得採取之處置措施
		申報金額減至二分之一，必要時得視該有價證券交易狀況、市值或發行公司資本額調整各證券商總分公司每日買進或賣出該有價證券之申報金額。
3	§6V③	通知各證券商於買賣交易異常之有價證券時，增繳給付結算基金。
4	§6V④	暫停該有價證券融資融券交易。但信用交易了結，不在此限。
5	§6V⑤	報經主管機關核准後停止該有價證券一定期間之買賣。
6	§6V⑥	其他之處置。
備註		§6V②之處置措施，亦得由櫃檯買賣交易市場共同責任制給付結算基金管理委員會決議採行並議定處置期間。
		有價證券之交易經監視業務督導會報或櫃檯買賣交易市場共同責任制給付結算基金管理委員會決議採行處置措施，於處置措施執行前與處置期間所發布之交易資訊日數，得不納入§6I之計算發布處置基數。
		有價證券達本要點發布處置者，發行公司對該有價證券交易異常情形之處置原因，得提出最近期相關財務業務具體資料申議，經提報監視業務督導會報討論決議後，得終止或調整處置措施。
		證券經紀商之綜合交易帳戶於處置期間委託買賣該有價證券，適用各該處置規定，並由證券商向各代表人(受任人)就項下委託人達標準者收取一定比例或全部買進價金或賣出證券。
		轉(交)換公司債之標的證券經本中心或臺灣證券交易所股份有限公司發布處置者，本中心得併同對該轉(交)換公司債採行處置措施。
		有價證券交易單位低於1,000單位(股、受益權單位、存託憑證單位等)者，其成交(委託)量交易單位數據標準，準用§2VI之規定。

資料來源：本研究整理

復依作業要點第7條規定，櫃買中心依前條採取處置措施時，即透過下列管道公布其處置內容，如表4-29：

表 4-29 櫃買中心處置有價證券公布處置內容之管道

櫃買中心公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點		
編號	條號	櫃買中心處置有價證券公布處置內容之管道
1	§7I ①	在櫃買中心資訊傳輸系統公告，並於有價證券名稱前加註「處置有價證券」文字。
2	§7I ②	透過投資人服務專線及網際網路，提供投資人查詢。
3	§7I ③	函知證券商於其營業處所公告。
4	§7I ④	提供該資料予傳播媒體播報、刊載。

資料來源：本研究整理

1. 信用交易限制

依據「證券商辦理有價證券買賣融資融券業務操作辦法」依第 22 條規定，上市有價證券單日違約金額累計達 2 億元以上，或上櫃股票單日違約金額累計達 5,000 萬元以上，且當日融資或融券餘額達股份或單位數 15% 以上時，或經證交所或櫃買中心監視業務督導會報決議或有其他不宜情事者，即於次一營業日公告暫停融資融券交易。

復依第 26 條規定，為融資融券交易之上市（櫃）有價證券，證交所或櫃買中心每日審核其價格及成交量，連續 5 個營業日或最近 10 個營業日中有 6 個營業日有價格波動過度劇烈或成交量過度異常情事，或依上市（櫃）公司、外國發行人召開股東常會之股權或證券投資信託事業召開基金受益人大會之受益權相關資料認定有股權或受益權過度集中，證交所或櫃買中心於次一營業日降低融資比率 10% 及提高融券保證金成數一成；上開情事如同時發生或交錯發生時，均以降低融資比率 10% 及提高融券保證金成數一成為限。復參酌第 33 條則規定，得為融資融券交易之上市（櫃）有價證券，符合證交所（櫃

買中心) 公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第 6 條第 3 項者，證交所或櫃買中心得於處置期間調降融資比率為零及提高融券保證金成數一成，且加計後之最低融券保證金成數不低於十成；已依同操作辦法第 26 條或前條規定調整者，其融券保證金成數累計提高，融資比率仍為零；依本條事由調整後，再依第 26 條或前條規定調整者，亦同。

2. 處置股票不得當沖交易

參酌「有價證券當日沖銷交易作業辦法」第 1 條第 1 項規定，本辦法所稱有價證券當日沖銷交易，係指委託人與證券商約定就其同一受託買賣帳戶於同一營業日，對主管機關指定之上市(櫃)有價證券，委託現款買進與現券賣出同種類有價證券成交後，就相同數量部分相抵之普通交割買賣，按買賣沖銷後差價辦理款項交割。復依同條第 2 項規定，得為當日沖銷交易之上市(櫃)有價證券，經證交所或櫃買中心依相關章則公告變更交易方法、處置有價證券者，不得為當日沖銷交易標的。

3. 暫緩開、收盤機制

依據「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則」(下稱櫃買中心業務規則)第 35 條規定，有價證券於等價成交系統開市或收市前 1 分鐘，如試算成交價格漲跌超過 3.5%時，延緩 2 分鐘後依序撮合成交。

4. 盤中瞬間價格穩定措施

依據櫃買中心業務規則第 35 條之 11 規定，有價證券於等價成交系統交易，除初次上櫃普通股採無升降幅度限制期間、管理股票、依

本中心章則規定施以延長撮合間隔時間之有價證券、當日開始交易基準價低於 1 元之有價證券、認購(售)權證及分離後認股權憑證者外，自當市第 1 次撮合後至收市前一段時間之時段內，每次撮合前經試算任一成交價格漲跌超逾第 2 項所訂之參考價格 3.5%時(參考價如表 4-30)，該有價證券撮合延緩 2 分鐘，並取消超過價格範圍內的當日有效限價單，繼續接受買賣申報之輸入、取消及變更，待撮合時間結束後以集合交易撮合成交。

表 4-30 櫃買中心業務規則參考價

櫃買中心業務規則		
編號	條號	參考價
1	§35-11II	前項參考價格依下列原則決定：
		①當市第一次撮合起 5 分鐘內，參考價格為第 1 次撮合成交價格。第 1 次撮合如無成交價格，則為開始交易基準價。
		②當市第 1 次撮合滿 5 分鐘起，參考價格為每次撮合前以當筆買賣申報輸入時點往前 5 分鐘，計算該段期間內各筆價格及數量之加權平均成交價格。如 5 分鐘內無任一成交價格，則參考價格為最近一次成交價格。如無最近一次成交價格，則參考價格為開始交易基準價。
		③當市第 1 次撮合後，遇有價證券執行前項第一款延緩撮合，自該延緩撮合終了後 5 分鐘內，以該次集合交易成交價格為參考價格。如該次無成交價格，適用前款規定計算參考價格。
4	§35-11III	管理股票及依本中心章則規定施以延長撮合間隔時間之有價證券於等價成交系統交易，自當市第一次撮合成交至收市前一段時間之時段內，如每次撮合前經試算成交價格漲跌超逾前一次成交價格百分之三點五時，本中心立即延緩當次撮合二分鐘，並繼續接受其買賣申報之輸入、取消及變更，俟當次延緩撮合時間終了後依序撮合成交。

資料來源：本研究整理

1. 公告財務業務相關資訊

依據「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心對有價證券上櫃公司重大訊息之查證暨公開處理程序」(下稱櫃買中心上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序)第 10 條規定，於發現有價證券之交易有異常時，該公司得填具「重大訊息公開說明表」，輸入櫃買中心指定之網際網路資訊申報系統，並得以將其影本轉送各櫃檯買賣證券商，於其營業處所公開張貼，以提供投資大眾參考。另興櫃股票，則依據「興櫃股票公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點」第 4 條規定，興櫃股票之交易有下列情形之一時，櫃買中心即發布為處置股票，包括：

(1) 連續 3 個營業日經櫃買中心公告注意交易資訊者；(2) 最近 6 個營業日內有 4 個營業日經櫃買中心公告注意交易資訊者。

2. 訊息面暫停交易機制

櫃買中心於其上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序增訂第四章(暫停及恢復交易)專章，自 2016 年 4 月 12 日起實施暫停交易，規範上櫃公司預計於營業日下午 5 時前公開或召開董事會決議下列各款情事之一者，應於公開或召開前一營業日，填具「暫停交易申請書」載明相關事由及內容，向櫃買中心申請暫停交易，但因情事急迫致無法於時限內申請者，得於公開或召開之營業日上午 7 時 30 分前申請，如表 4-31：

表 4-31 上櫃公司向櫃買中心申請暫停交易態樣

櫃買中心上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序		
編號	條號	上櫃公司向證交所申請暫停交易態樣
1	§13-II ①	嚴重減產或全部停工者。
2	§13-II ②	公司法第 185 條所訂各款情事。但對股東權益或證券價格無重大影響者，不在此限。
3	§13-II ③	向法院聲請破產或重整者。
4	§13-II ④	合併、分割、收購、股份交換、轉換或受讓，或復為撤銷者。但依企業併購法第 18 條第 7 項、第 19 條第 1 項、第 29 條第 6 項、第 30 條第 1 項、第 36 條第 1 項及第 2 項、第 37 條第 1 項規定進行無須經股東會決議之併購或對股東權益或證券價格無重大影響者，不在此限。
5	§13-II ⑤	完成新產品開發、試驗之產品已開發成功且正式進入量產階段、新產品或新技術之重要開發進度。但對股東權益或證券價格無重大影響者，不在此限。
6	§13-II ⑥	其他對股東權益或證券價格有重大影響者。

資料來源：本研究整理

復依處理程序第 13 條之 2 規定，櫃買中心亦得依下列規定，公告上櫃公司之有價證券暫停交易，如表 4-32：

表 4-32 證交所職權公告上市公司暫停交易態樣

證交所上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序		
編號	條號	證交所職權公告上市公司暫停交易態樣
1	§13-2I ①	櫃買中心審酌上櫃公司依第 13 條之 1 第 1 項規定申請暫停交易為有理由者。
2	§13-2I ②	大眾傳播媒體報導或其他資訊顯示對上櫃公司股東權益或證券價格有重大影響，且上櫃公司無法就該重大情事完整說明，櫃買中心認為暫停交易符合交

證交所上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序		
編號	條號	證交所職權公告上市公司暫停交易態樣
		易市場需要或保護股東權益而有必要者。
3	§13-2I ③	上櫃公司無法就暫停交易事由之相關訊息完整說明，櫃買中心認為有繼續暫停交易之必要者。

資料來源：本研究整理

每次暫停交易以 1 個營業日以上，3 個營業日以下為限，必要時得持續執行之。

3. 興櫃一般板股票暫停交易機制

依據「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心興櫃股票買賣辦法」第 11 條之 1 規定，歸買中心於每 1 營業日交易時間內發現興櫃股票電腦議價點選系統之興櫃股票加權平均成交價漲或跌至前 1 營業日加權平均成交價 50% 以上者，應暫停其交易至當日交易時間結束止。但興櫃股票有下列情事之一者，不在此限，包括：(1) 經櫃買中心公告終止櫃檯買賣者，自公告之次 1 營業日起；(2) 除權或除息交易開始日；(3) 減資恢復交易日；(4) 開始櫃檯買賣首 5 個營業日；(5) 前 1 營業日加權平均成交價低於 1 元者。

二、 不法交易查核

(一) 查核依據

證交所依監視辦法第 7 條規定，證交所對於各種市場異常情形，經調查追蹤，即將有關資料完整建檔備供稽考，並對涉及違反法令者，逕行舉發或簽附有關調查報告報請主管機關核辦；櫃買中心依監視辦法第 7 條規定，櫃買中心對於櫃檯買賣交易異常情形，經調查追蹤，即將有關資料完整建檔備供稽考，對於違反櫃買中心規定者，應迅予

處理，並對涉及違反法令者，逕行舉發或簽附有關調查報告報請主管機關核辦。

(二) 作業流程

下圖 4-1 為我國不法交易查核作業流程，案件來源除自行發現並經選案會議決議外，亦有依主管機關之指示及經司法單位來函。交易所將依來函、指示判斷是否涉及證交法第 155 條股價操縱，並製作交易分析報告書，如發現有異常時，會將報告書提交不法交易案件審查小組進行討論，討論後如認為有異常則函報主管機關，由主管機關移送檢調單位進行後續偵查。

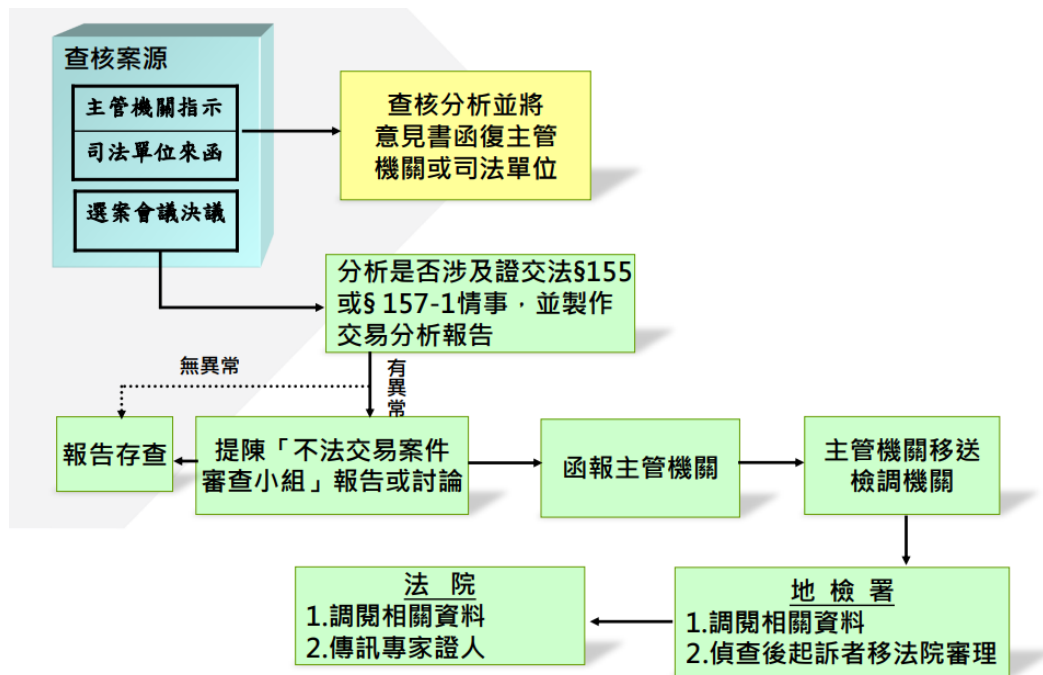


圖 4-1 交易案件查核作業流程

資料來源：臺灣證券交易所

(三) 交易分析報告書

交易分析報告書為一光碟形式之證據資料，內容依案件類型約莫 600-700 頁，將公司之基本資料（如產業別、資本額、營收況等）、

大盤與該類股股價走勢與價量資料、該個股一定期間之成交資料、該個股主要成交者之交易狀況記錄及帳戶資料等，並包括可能會影響交易價格之資料，如媒體對該個股或類股之新聞報導、上市櫃公司公開資訊觀測站發布之資訊等，並且會對該個股可疑之主要交易者之交易成交狀況進行分析比對。交易所將該等報告書連同交易紀錄送交檢察官，若檢察官對被告提起公訴，該報告書就會作為證據資料提出於法院。

而此交易分析報告書最受質疑者為其證據上之地位，蓋其係被告以外之人於審判外所為之供述，屬傳聞證據，依我國刑事訴訟法第 159 條第 1 項，原則上係無證據能力，除非有同法第 159 條之 1 至第 159 條之 4 傳聞例外之情形。而交易分析報告書是否屬於第 159 條之 4 第 2 款特信性文書容有爭議，最高法院 94 年台上字第 3391 號刑事判決，認為交易分析報告本質上乃係單純為表示移送案件用意所製作之文書，無特別可信性，並無證據能力。而最高法院 101 年台上字第 325 號刑事判決即認為其本質乃係移送、報告或處分機關所製作之文書，不符合刑事訴訟法第 159 條之 4 之特信性文書規定，因而不具有證據能力。

有論者認為，依前開見解，交易分析報告書其性質為移送報告或告發書，並無證據能力，司法機關不宜逕將監視報告作為有證據能力之證據資料，並據以採為偵查或審理中之證據。惟本文觀察臺灣證券交易所交易案件查核作業流程及近年司法實務判決，檢察官於收到該報告書後，會先就本檔股票為何會被認為操縱去了解，檢視交易所之報告書了解其周轉率、漲跌幅比率、成交量等問題，並詳實調查報告書內容，就數據資料部分亦有重新判斷並審酌其合理性，而無逕行採用報告書內容為書證逕行起訴。法院於收到案件後，亦

會調閱相關資料、傳喚證人及鑑定人，形成新鮮心證，以之作為判決基礎，是前開論者所提疑慮，在近年似已獲得調和。

第二節 問題與挑戰

我國股價操縱及監視制度早在民國五十年代及七十年代即依循經濟之成長與發展，逐步發展，並歷經調整與修正，以期達成證券市場交易之公平、公開及公正。惟時至今日，相關之法令與制度是否足以因應當前我國所遭遇之問題似有討論空間，是於本節將就現行股價操縱規範及監視制度進行分析與探討，並提出具體優化建議，內容如下：

第一項 股價操縱

一、主觀不法構成要件之意圖要件認定不易

證交法第 155 條第 1 項有關股價操縱之主觀不法構成要件中要求「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」、「意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象」、「意圖影響集中交易市場有價證券交易價格」，此意圖涉及行為人之內心認知，除非行為人自白或留下書面紀錄，否則僅能透過事後行為人之外部行為加以推論，如最高法院 100 年度台上字第 597 號刑事判決：「行為人主觀上是否具有上開意圖，應綜合行為人於買賣股票期間：(1)股票之價、量變化是否背離集中市場走勢？(2)股票之價、量變化是否背離同類股票走勢？(3)行為人是否有以高於平均買價、接近最高買價或以漲停價委託或以拉尾盤方式買入股票？(4)行為人有無利用拉抬後之股票價格賣出系爭股票獲得鉅額利益？(5)行為人介入期間，曾否以漲停價收盤？(6)有無變態交易之情形？等客觀之事實，予以判斷之。」由此可知最高法院見解係以客觀股票交易等相關事實綜合推論行為人之主觀意思。

此見解似乎是主觀不法意圖要件認定不易所導致之不得不之結

果，但上述指標並不一定能合理推論行為人具有操縱意圖，如行為人看好某張股票而連續以高價買進，雖其內心對於買進證券將導致價格上升有所認識，惟並沒有操縱意圖。是最高法院 105 年度台上字第 2173 號刑事判決中有另一見解，其表示：「就該特定之有價證券連續以高價買進或以低價賣出之行為，致集中交易市場行情有發生異常變動而影響市場交易秩序之危險者，復無其他合理之投資、經濟上目的（例如因應市場上之經濟或非經濟因素，基於合理投資判斷而大量高價買進、低價賣出），即得據以認定其主觀上有拉抬或壓抑交易市場上特定有價證券之意圖。」因而，判斷行為人是否有影響或操縱市場以抬高或壓低某種有價證券價格之主觀意圖，除考量行為人之屬性、交易動機、交易前後之狀況、交易型態、交易占有率以及是否違反投資效率等客觀情形因素外，行為人之高買、低賣行為，是否意在創造錯誤或使人誤信之交易熱絡表象、誘使投資大眾跟進買賣或圖謀不法利益，加以綜合判斷。

最高法院此見解，似是認為「以外觀作為認定行為人連續交易、證券市場之異常變動，作為行為人意圖之初步判斷，除非行為人舉證合理投資目的始能加以推翻」，亦即實務上檢察官舉證被告有操縱之行為外觀後，法官會詢問被告是否有合理投資目的，若沒有則將被苛予刑責。此判例見解雖有考量有無其他合理之投資、經濟上目的之見解，能有效解決單純以客觀推論主觀意圖之問題，惟將系爭交易是否具有合理投資目的之舉證責任加諸行為人，似乎過苛²⁸⁵。

二、違約不交割係民法上債務不履行，是否處以刑責容有考量餘地

國內現行證券實務上，證券交易係採取兩階段交易方式，即投資人委託證券經紀商買賣後，證券經紀商再向證交所報價，以電腦撮合

²⁸⁵ 參閱廖大穎，證券交易法導論，三民出版，修訂 8 版，頁 294-96，2020 年。

方式成交，並以證券經紀商之名義移轉證券所有權，買賣契約存在於受託買進證券之證券經紀商與受託賣出證券之證券經紀商之間，並非存在於委託買賣之投資人間。是以，違約交割之態樣包括投資人委託買賣業經成交而對證券商不履行交割以及證券商對市場不履行交割兩種。

然而依「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 91 條第 1 項及「證券經紀商申報委託人遲延交割及違約案件處理作業要點」，委託人不如期履行交割義務，即為違約，證券經紀商應依規定申報違約，同時通知委託人外，並應立即代辦交割手續。因此無論委託人是否履行交割，證券經紀商均負有交割義務，在證券經紀商已代辦交割手續之情形下，委託人即無證交法第 155 條第 1 項第 1 款所謂不履行交割之情形，充其量委託人只對證券經紀商負擔債務不履行之責任²⁸⁶，而因違反債務不履行而須負第 171 條第 1 項之刑責，是否妥適容有考量餘地。

三、部分情形宜考量豁免條款

我國證交法於第 28 條之 2 允許上市(櫃)公司經董事會三分之二以上董事之出席及出席董事超過二分之一同意，轉讓股份予員工、配合附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債、可轉換特別股或認股權憑證之發行，作為股權轉換之用及為維護公司信用及股東權益所必要而買回股份，且主管機關亦授權證交所訂定「臺灣證券交易所股份有限公司上市有價證券安定操作交易管理辦法」，惟此與英國法之安定操作、買回計畫有所不同。

買回計畫係考量股份買回在發行人規劃企業財務、推行獎勵員工

²⁸⁶ 參閱賴英照，法學為體金融為用：論證券交易不履行交割之刑事責任，月旦法學雜誌，第 100 期，頁 127，2003 年 9 月。

計畫等方面有其積極功能，不宜採取完全禁止之方式，故在發行人基於減資、因應債務型金融商品轉換為股權型金融商品之義務、配合發行人或相關事業之員工入股計畫之目的下，買回計畫將不構成操縱市場。安定操作係有價證券發行時，透過由承銷商或其他金融機構進場買入證券，以人為方式在短時間內穩定證券價格之操縱行為，以紓緩有價證券因一時供過於求所導致之股價下跌，增進投資人及發行人對證券市場之信心。

上開買回計畫及安定操作在英國法下可取得豁免資格並免除責任²⁸⁷，亦即承認其為例外允許之操縱行為，而我國證交法第 28 條之 2 雖允許上市(櫃)公司在符合一定條件下得自市場買回股票，且主管機關亦允許臺灣證券交易所訂定上市有價證券安定操作交易管理辦法，惟證交法第 155 條並未設有免責規定，而現行法在此情形下或有不足。

四、我國違反股價操縱行為無處以行政罰惟尚屬合宜

我國目前對於違反證交法第 155 條第 1 項操縱市場之法律效果為 3 年以上 10 年以下有期徒刑，得併科新臺幣 1,000 萬元以上 2 億元以下罰金之刑事責任以及擔負民事損害賠償之責。觀諸英國、美國及日本有關股價操縱之法令，均設有行政處罰，如英國法設有公開譴責、罰鍰、請求法院發布禁制令或回復原狀之命令及向法院發動刑事追訴程序等措施，美國則有暫停交易、凍結資產、禁止擔任高階經理人等措施，日本則有課徵金制度，透過行政處罰以迅速、機動的方式對於違反操縱市場者進行制裁。

對於違反操縱市場訂有行政罰之國家而言，並不代表不重視操縱

²⁸⁷ 參閱郭大維，論英國對證券市場濫用行為之規範——此操縱市場為核心，頁 96，一版，2022 年。

市場或要免除刑事責任，而是認為當有情節重大之違反情形發生時，始適用刑事處罰，蓋刑事程序耗時冗長，且其舉證責任要求相當嚴格，並搭配較重的刑度，可能使法官於判決時，趨於保守謹慎，導致違反操縱市場之有罪判決不易成立，操縱市場案件仍層出不窮，無法有效抑止。如欲抑止操縱市場，則應致力於使違反操縱市場之認定易於作成，以降低操縱市場行為人僥倖逃脫法律制裁之可能²⁸⁸。相較於英美及日本，我國對於違反操縱市場並無行政處罰之設計，可能原因為我國證券主管機關並無行政調查權，而當股價操縱行為發生時，證券主管機關無法如英美等國進行調查並處以行政罰，此外，我國尚有行政罰法第 26 條及第 32 條之限制。

行政罰法第 26 條第 1 項：「一行為同時觸犯刑事法律及違反行政法上義務規定者，依刑事法律處罰之。但其行為應處以其他種類行政罰或得沒入之物而未經法院宣告沒收者，亦得裁處之。」同條第 2 項：「前項行為如經不起訴處分、緩起訴處分確定或為無罪、免訴、不受理、不付審理、不付保護處分、免刑、緩刑之裁判確定者，得依違反行政法上義務規定裁處之。」同條第 3 項謂「第 1 項行為經緩起訴處分或緩刑宣告確定且經命向公庫或指定之公益團體、地方自治團體、政府機關、政府機構、行政法人、社區或其他符合公益目的之機構或團體，支付一定之金額或提供義務勞務者，其所支付之金額或提供之勞務，應於依前項規定裁處之罰鍰內扣抵之。」又行政罰法第 32 條第 1 項：「一行為同時觸犯刑事法律及違反行政法上義務規定者，應將涉及刑事部分移送該管司法機關。」同條第 2 項：「前項移送案件，司法機關就刑事案件為不起訴處分、緩起訴處分確定或為無罪、免訴、不受理、不付審理、不付保護處分、免刑、緩刑、撤銷緩刑之裁判確

²⁸⁸ 參閱郭大維，同前註 287，頁 97。

定，或撤銷緩起訴處分後經判決有罪確定者，應通知原移送之行政機關。」

由以上二條文可知一行為同時觸犯刑事法律及違反行政法上義務時，我國似採取刑罰優先原則，其理由在於，司法機關對同時觸犯刑事法律及違反行政法上之義務案件，優先於行政機關之管轄，且刑罰與行政罰雖同屬於對不法行為之制裁，但刑罰之懲戒作用較強，從而以刑罰制裁即足以警惕而無須再以行政制裁為之。

外國法亦有類似設計，並需視規範目的是否相同以為判斷，如美國法院實務見解，一行為同時觸犯(刑事)罰金與民事罰金(Civil Penalty)，因二者規範目的不同，並不違反一行為不二罰；德國基本法第 103 條第 3 項訂有任何人不得因同一事實 (Niemand darf wegen derselben Tat auf Grund der allgemeinen Strafgesetze mehrmals bestraft werden) 基於普通刑法法典處以多次刑罰。是以德國之「一行為不二罰」係就普通刑罰間而言。一般刑事法律之處罰與「其他處罰」之重複處罰，不在其適用(禁止)範圍。

是上開此二規範與我國行政罰法第 26 條相似，一行為同時違反刑罰及行政法上目的，若其性質與目的相同，則優先適用刑事責任裁處，若無，如同時違反沒入或其他種類行政罰，則得併罰之，而並無行政罰完後即可不課予刑事責任之情形。我國股價操縱雖無訂定行政罰，可能原因為我國證券主管機關並無行政調查權，又縱使訂定，仍因刑法優先於行政罰適用，似無特別訂定之必要。

五、 案件進行時程冗長且定罪率不高

我國現行股價操縱依前所提並無行政罰，而係依證交法第 171 條處以三年以上十年以下有期徒刑，而現行制度上最受討論者為案件審理、進行時間冗長，且往往最後被告被定罪之機率不高，導致被告在

這三四年期間備受煎熬才獲得無罪判決，於此時，早已身心俱疲。

我國之所以要以刑法相繩，理由為該行為將影響國家整體經濟秩序之穩定及證券市場之發展，損害人民對於整體經濟制度、投資市場之信賴以及廣大不特定投資大眾之權益。而當案件進入刑事程序時，相較於行政程序重快速、效率；民事程序重在損害賠償、當事人合意，刑事特別要求犯罪預防及嚇阻行為人，又因具有拘束人身自由之自由刑存在，而講求慎重，故特別訂有刑事訴訟法等一系列程序要求及保障。

股價操縱為財經刑法，其審判權並非商事法院而為刑事法院，無法適用商事法院因應商業案件之特殊性而制定之審理原則，而需依刑事法院之審理原則進行判斷。而刑事法院有較嚴謹之審理程序，其審理時間亦較長，理由為透過嚴格證明使得認定與本案有關之犯罪事實，然認定犯罪事實需經嚴格證明，亦即須具有得提出於法院以供作犯罪事實認定所應具備之條件，且經過合法之調查程序如法院提供對質詰問、被告自白出於任意性且未受詐欺脅迫。而此證據能力之判斷為由受命法官主持之準備程序，待完成後才會進入由合議庭組成之實質審理程序。

以上為我國刑事司法程序所必須經過之審理流程，而此流程雖可能因為認罪協商、簡易判決處刑等刑事程序而有所不同，惟在通常程序卻是大同小異，不論是傷害罪、竊盜罪均需進行如此之程序，非股價操縱所獨有，此為只要進入刑事司法程序必經之過程，惟為發現真實之同時也在保障人權所不得不為也。而就定罪率不高部分，我國刑事司法程序除犯罪事實應嚴格證明以外，對於犯罪之證明程度亦須達到無合理懷疑之心證程度（90%確信的心證），亦即使法官 90%認定就是他犯的，如只有 80%則依罪疑唯輕原則，需為無罪諭知。基此定

罪率不高也許並非代表其無犯罪，而是代表證據不足之故也。

為解決此問題，有論者主張設立一特殊之行政罰制度，使行政罰能快速、有效率的解決刑事訴訟耗時冗長及無合理懷疑心證所導致之定罪率不高問題。惟如訂定涉及拘束人身自由之自由刑，屬於憲法保留，依憲法第 8 條須經司法及法定程序訂定，亦即須經由立法機關所定之法律為之，而行政權不得為之，行政權得為之者僅有不涉及拘束人身自由之行政罰鍰，惟股價操縱涉及法益侵害重大，並非訂定行政罰鍰即足以達成，而在刑罰相當之原則下，如以特殊行政罰而欲解決，則將有所困難。

六、 交易分析查核報告書為傳聞證據且不符合傳聞例外

交易分析查核報告書其性質眾說紛紜，有直接肯認該報告書為鑑定報告而無證據能力²⁸⁹，亦有認定其為鑑定證人，須請其到庭具結方有證據能力²⁹⁰，此外尚有認定為鑑定意見，但因不符合鑑定由法院或檢察官選任之要件而無證據能力²⁹¹。

本文認為無論是傳聞例外，亦或係鑑定報告，均有論理不足之處，是應認交易分析查核報告書為單純表示移送案件所製作之文書，並無特別可信性之情形，而為傳聞證據，且無傳聞例外之情形，原則上無證據能力。基此，檢察官於收受交易分析查核報告書後，不宜逕將該報告認定為有證據能力之資料，並以此作為偵查或審理中之證據，法院審理時亦不宜以證交所之監視報告為證據資料。

第二項 監視制度

一、監視制度規範詳盡但不易理解

我國監視制度分為市場預警及不法交易查核，而市場預警措施又

²⁸⁹ 臺灣臺北地方法院 98 年度金重訴字第 36 號刑事判決。

²⁹⁰ 臺灣高等法院 102 年度金上重更(一)字第 6 號刑事判決。

²⁹¹ 臺灣高等法院 99 年度金上訴字第 59 號刑事判決。

可再分為透過即時買賣異常監視、網路訊息查證或通知券商等方式，以期發揮即時預警功能之線上監視；利用電腦分析各有價證券之最近一段期間之價格漲跌幅度、成交量放大倍數、周轉率、證券商買賣集中度、本益比等資料，如有達到預設之標準時，及進行處置作業、重大消息查證、澄清等之離線監視；為降低投資人交易風險，交易所於收盤後將運用電腦系統分析有價證券之相關資料，當發現異常時將進行即時揭露等相關措施，提醒投資人審慎投資，如持續有異常情形則可能會有進一步之處置措施及價格穩定機制；而當發生有以上異常情形且涉及股價操縱、內線交易、短線交易之情事時，而認為有違反證券交易法之虞，即報請主管機關或配合司法檢調單位提供相關交易資料。

以上為我國有關監視制度之相關意涵及方式，其中涉及證券交易法第 155 條、第 102 條、證券交易所管理規則第 22 條、臺灣證券交易所股份有限公司公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點；財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心櫃檯買賣公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點、臺灣證券交易所股份有限公司公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第四條異常標準之詳細數據及除外情形；臺灣證券交易所股份有限公司實施股市監視制度辦法；櫃檯買賣有價證券監視制度辦法等相關規範。

監視制度涉及諸多規範，且其內容涉及諸多技術性規範，如注意股係依「臺灣證券交易所股份有限公司公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點」第四條：一、最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常者。二、最近一段期間起迄兩個營業日之收盤價漲跌百分比異常者。三、最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常，且其當日之成交量較最近一段期間之日平均成交量異常放大者。四、最近一段期間累積

之收盤價漲跌百分比異常，且其當日之週轉率過高者。五、最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常，且證券商當日受託買賣該有價證券之成交買進或賣出數量，占當日該有價證券總成交量比率過高者。六、本益比、股價淨值比異常及當日週轉率過高，且符合較其所屬產業類別股價淨值比偏高、任一證券商當日成交買進或賣出金額占當日該有價證券總成交金額比率過高或任一投資人當日成交買進或賣出金額占當日該有價證券總成交金額比率過高等三種情形之一者。七、最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常，且券資比明顯放大者。八、臺灣存託憑證收盤價與其表彰股票所屬國交易市場收盤價計算之溢折價百分比異常者。九、當日及最近數日之日平均成交量較最近一段期間之日平均成交量明顯放大者。十、最近一段期間之累積週轉率明顯過高者。十一、最近一段期間起迄兩個營業日之收盤價價差異異常者。十二、最近一段期間之借券賣出成交量占總成交量比率明顯過高者。十三、最近一段期間之當日沖銷成交量占總成交量比率明顯過高者。十四、其他交易情形異常經監視業務督導會報決議者。

除以上判斷標準外，亦有除外規範，如「臺灣證券交易所股份有限公司公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第四條異常標準之詳細數據及除外情形」，表示所稱「有價證券最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常者」，係指有價證券當日達下列各款情事之一者：一、最近六個營業日(含當日)累積之收盤價漲跌百分比超過百分之三十二，且其漲跌百分比與全體有價證券及同類有價證券依本項規定計算之平均值的差幅均在百分之二十以上者。二、最近六個營業日(含當日)累積之收盤價漲跌百分比超過百分之二十五，且其漲跌百分比與全體有價證券及同類有價證券依本項規定計算之平均值的差幅均在百分之二十以上，及最近六個營業日(含當日)起迄兩個營業日之收盤

價價差達新臺幣五十元以上者。

綜上所述，為確保證券市場公平、公正及公開，並維護證券市場秩序，我國從民國 70 年代至今，訂有監視制度，透過建立線上監視系統，發揮及時預警功能、透過離線監視查核不法內線交易及股價操縱行為。而證交所、櫃買中心亦持續修正該辦法及要點，以與現行交易實務切合並解決實務上難題。然監視制度仍有其限制，因其內容涉及諸多技術性立法，而有可能使受規範者不易理解，因此在法規簡化與理解以及受規範者教育與宣導部分，似有可優化之處。

二、處置措施較無外國法依據

當發現有證券交易有異常情形發生時，證交所透過線上即時監視、離線交易分析後，將採取警示及處置措施，此包含公布注意有價證券資訊於網站，於異常情形未改善時，列為處置有價證券並採取處置措施，而除處置有價證券外，我國亦搭配價格穩定措施，防止當日價格劇烈波動，維持市場穩定。

我國價格穩定措施乃係於開盤、盤中及收盤適用動態及靜態之波段中斷，而此措施乃借鏡世界主要國家，如英國、美國、韓國及日本，而我國與主要國家之差異在於適用期間及百分比，其餘部分大致相同，故對於價格穩定措施而言可說是與國際上並無特別差異，惟在處置措施部分，似是與主要國家有所差異。

如前所提及，處置措施係包含公布注意股及列為處置股，期望透過延長搓合時間、預收款券、信用交易部分應收足融資自備款或融券保證金等方式，使原先之買賣模式受到影響，惟主要國家並無此制度設計，故容有被質疑無學理基礎²⁹²。

²⁹² 有論者認為我國證券市場已日益國際化，保護投資人之方式應以公開資訊及充分告知之方式為之即可，處置措施反而助漲助跌。由於投資人無法預測 20 分鐘後價格如何形成，反而使操縱之人有炒作之空間，觀諸許多處置股票於處置期間或其前後暴漲暴跌之現象可以窺知該價格之形成非正常市場機制運作之結果，甚至上一盤與下一盤價格可以相差幾十個成交單位便可得

惟亦有不同意見，蓋處置措施主要目的係為達到冷卻交易市場、提醒投資人注意交易風險與防範違約交割，故在立於投資人權益保障下所設，此外亦有論者透過多元迴歸分析實證資料結果，推論驗證監視制度之修正對於抑制股票投資市場熱度為有效果，「週轉率」、「公司市值規模」、「股東權益報酬率」、「股價淨值比」等變數對股票異常報酬有顯著影響，確實能達到抑制股票市場熱度，並影響股票市場流動性。

知，此一處置對投資人十分不公平，保護投資人之美意反而適得其反。

第五章 結論與建議

綜覽世界主要國家有關股價操縱及監視制度，並與我國現行法令及制度進行比較，發現股價操縱制度其類型及態樣各國甚為相似，且同樣都有主觀要件判斷不易之問題，而在法律效果上，均有刑事責任且部分國家輔以行政制裁手段，而在監視制度上則由各市場之交易所負責進行市場預警制度、處置措施、價格穩定措施設計及不法交易查核作業。然本文於研究中亦發現主要國家法制中亦有值得我國借鏡之處，而能對我國現行制度進行優化，如舉證責任判斷、豁免條款之增訂及增加司法人員溝通與訓練，茲整理以下四點結論及六點建議，內容如下：

第一節 研究結論

一、各國有關股價操縱之類型與態樣相似

國際上主要將股價操縱之類型與態樣區分為交易型及非交易型，並依其分類架構其條文內容，如交易型中又可分為虛偽交易及實際交易二種，美國則將虛偽交易做進一步區分，英國則無，而我國則因承襲自美國法而同其規範。而就非交易型則主要以資訊操縱類進行，如散布不實資訊，而美國在此非操縱型則有做更細緻之區分。此外美國亦有增加違反主管機關所發布之命令者亦為操縱之態樣，而我國則以概括規範規制之。是世界主要國家及我國對於股價操縱之類型及態樣並無太大差異。

二、各國有關股價操縱之構成要件判斷不易

何種行為屬於應被規管而受處罰股價操縱，何者屬於應受豁免之安定操作或買回計畫，主要判斷在於是否具有主觀上不法意圖，

而因主觀意圖乃行為人內心之想法，故其判斷本不容易，而世界主要國家及我國在認定上是否具有主觀不法要件上，多發生困難，繼而嘗試透過客觀事實進行推論，如我國最高法院以客觀構成要件推論行為人主觀內心想法，而美國法院則多是在重述法條文字或提出問題並未提供具體明確判斷標準，僅有少數幾個判例能提供有助益指引。

三、各國對違反股價操縱之法律效果相似，均訂有刑事責任

各國證券交易法立法目的在於發展國民經濟與保障投資，從而如何維持健全之市場運作，對於各國經濟之重要性不言而喻，從而各國須創造投資人值得信賴的投資環境，以落實市場機制促成公平交易價格，而證券之市場價值端賴供需法則來決定，若以人為力量介入市場，則可能影響市場之穩定及投資人之交易信心與判斷。

觀察我國於 1968 年證券交易法立法之初，即將操縱市場行為加以分類並禁止，違反者除須負損害賠償責任外，亦須承擔刑事責任，從而本研究經蒐集國際上主要市場（如歐美、日本、香港、新加坡及韓國等）對股價操縱行為之相關規範，並進行比較分析後，歸納各國對於操縱市場等行皆設有刑事罰則，且皆設有人身罰；再者，各國在操縱市場行為之分類尚有差異，其中針對違約不交割之行為態樣，於我國將其視為操縱市場之行為態樣之一，惟觀察其他主要國家之操縱行為類型，多未將此行為作為操縱市場行為之態樣之一。

四、各國市場監視均委由交易所訂定市場預警措施及不法查核機制

有關監視制度，世界主要國家除了主管機關進行監理外，亦搭配交易所進行，而美國、香港則又輔以自律組織協助。而在市場預警措施及不法交易查核部分，我國與世界主要國家並無太大差異，均有設置線上及離線監視制度，並為防止當日價格劇烈波動，而設計出靜態

與動態之波動中斷價格穩定措施。惟主要之差異在於處置措施，亦即注意股及處置股之設計，證交所及櫃買中心透過監視制度辦法、作業要點及異常標準除外情形，形塑出我國股價操縱之監視，以此延長搓合時間、變更交易方法，提醒投資人重新檢視投資決策，而此與主要國家制度有所不同。

第二節 研究建議

一、 短期

(一) 強化投資人教育宣導及司法人員在職教育

我國現行監視制度已甚為完備，透過線上監視、離線監視、警示及處置措施、不法交易查核等措施，已足以發現異常交易情形及避免價格劇烈波動，此外亦同時達到冷卻交易市場、提醒投資人注意交易風險與防範違約交割之情形。而這些措施係維護交易秩序，達到公平、公開之證券市場，惟因涉及諸多法令及交易所之細節性、技術性規則，其理解與判斷並不容易，雖有論者認為處置措施缺乏外國法依據，惟本文認為，依多元迴歸分析實證資料結果，可推論驗證監視制度之修正對於抑制股票投資市場熱度為有效果，「週轉率」、「公司市值規模」、「股東權益報酬率」、「股價淨值比」等變數對股票異常報酬有顯著影響，達到抑制股票市場熱度，並影響股票市場流動性，而實有存在必要。

然考量監視制度之設計有其專業性、技術性，投資人可能因不清楚、不瞭解而誤觸，建議可透過舉辦定期宣導講座、教育課程，使投資人瞭解股價操縱之規範及現行線上及線下監視、交易查核制度之運作，可行方式為參酌現行舉辦之期貨與選擇權公益講座、金融知識普及計畫校園宣導、內線交易、內部人股權交易課程等，使投資人了解，避免觸法。而司法人員係刑事司法制度及監視制度之運作核心，雖我

國設有商事法院，惟有關財經犯罪仍是回到刑事庭審理，並非每位司法人員均具有足夠之金融知識，對於金融實務亦非熟稔，故可透過舉辦股價操縱、監視制度案例研討會，深化司法人員對於金融實務之瞭解，亦可將金融知識等證券實務公益講座納入司法人員在職訓練課程，除能提升參與意願外，亦能協助提升整體刑事司法體系之健全發展。

(二) 增加司法人員與金融實務界溝通機會

依本文第四章第二節所述，價格穩定措施具有來自主要國家之立論依據，處置措施國外並無相關立法，惟此措施確實能發揮抑制股票投資市場熱度，而有存在必要，然就其內部之選案會議在相關監視制度法令上並無提及，亦無法查得，而可能因此使外界認為係不透明、黑箱之作業。

本文建議權責單位或可適時公開立論依據，使公眾了解此制度之來源及其設計，並透過舉辦教育宣導會、公益講座，與公眾及時溝通與說明，避免產生不必要之誤解。此外亦可舉辦股價操縱暨刑事司法制度運作案例研討會，匯集金融及法律學界、實務界從業人員及權責單位作業人員，透過研討會、座談會方式進行討論，釐清彼此不論是在刑事司法體系或是金融實際運作之差異，透過體系化的說明與溝通，使權責單位及受規範者能參與並提出建議，於維護市場穩定時亦能兼顧產業發展。

(三) 雖有交易分析報告書仍應自行調查證據

交易分析查核報告書其性質依前開第四章第二節，容有不同意見，有論者認為傳聞例外，亦有論者認為係鑑定報告，惟此二者均有論理不足之處，是本文認為交易分析查核報告書為單純表示移送案件所製作之文書，並無特別可信性之情形，是為被告以外之人與法院外所為之供述，而為傳聞證據，且無傳聞例外之情形，而原則上無證據能力。

基此，檢察官於收受交易分析查核報告書後，不宜逕將該報告認定為有證據能力之資料，並以此作為偵查或審理中之證據，而應於收到該報告書後，先就本檔股票為何會被認為操縱去了解，檢視交易所之報告書了解其周轉率、漲跌幅比率、成交量等問題，並詳實調查報告書內容，就數據資料部分亦有重新判斷並審酌其合理性。法院於收到案件後，審理時亦不宜以證交所之監視報告為證據資料而應調閱相關資料、傳喚證人及鑑定人，形成新鮮心證，以此作為判決基礎。

(四) 行政制裁尚無增訂必要

鑒於我國現行操縱市場僅有民事及刑事責任，導致檢察官因舉證責任及嚴格證明之要求下，需花費不少時間在前期舉證，更有可能因證據不足而不起訴導致縱放，或亦有可能因為刑度過重，使得法官於判決時較保守，導致有罪判決不易成立，因此無法有效抑止操縱市場之情形發生。有論者建議可參酌英國、美國及日本法，引進行政制裁制度，蓋行政制裁因具有迅速、簡便且費用節省等優點，且行政機關相較於刑事訴追更具有專業性，因此引進行政制裁將有助於解決目前我國證券市場操縱行為民刑事責任無法有效發揮功能之困境。

本文認為現尚無增訂必要，因我國行政機關並無如英美國家具有行政調查權，且訂定涉及拘束人身自由之自由刑，屬於憲法保留，依憲法第 8 條須經司法及法定程序訂定，亦即須經由立法機關所定之法律為之，而行政權不得為之，行政權得為之者僅有不涉及拘束人身自由之行政罰鍰，惟股價操縱涉及法益侵害重大，並非訂定行政罰鍰即足以達成嚇阻效果，且在刑罰優先於行政罰之原則下，訂定行政罰並無實益。

二、 中長期

(一) 主觀不法構成要件中之意圖要件其舉證達到不證自明

依最高法院 105 年度台上字第 2173 號刑事判決，其將股價操縱之主觀不法構成要件中之意圖要件，認為需就該特定之有價證券連續以高價買進或以低價賣出之行為，致集中交易市場行情有發生異常變動而影響市場交易秩序之危險者，復無其他合理之投資、經濟上目的（例如因應市場上之經濟或非經濟因素，基於合理投資判斷而大量高價買進、低價賣出）。此雖能解決以純粹客觀要件推論主觀意圖之困境，惟將使有無合理投資目的之舉證責任歸於被告，蓋實務上法官會詢問被告是否有合理之投資、經濟上目的，如無，則將對其課予刑責。

惟舉證責任應由原告負擔才是，且在我國現行違反證交法第 155 條第 1 項之相關規範下，將依同法第 171 條擔負刑事責任，是在認定被告意圖下應更謹慎，最高法院此見解將使行為人之交易行為是否有合理之理由，完全由行為人負擔證明責任，如未能證明則將承受未能提出合理投資目的之後果，而有過苛。

是本文建議或可參酌美國 *In re Federal Corp.* 案，被告不需先證明有合理之投資目的，而係使原告先舉證被告系爭行為具有操縱動機，且提出不證自明²⁹³(*Prima Facie*)之操縱目的後，舉證責任始移轉至被告，被告可於此時再提出其具有交易之正當理由。

(二) 部分情形宜考量豁免條款

現行證交法有關豁免條款部分並無買回計畫或安定操作等可獲得免責法律地位之行為，蓋如上開所提之股價操縱主觀不法意圖要件判斷不易，宜設有適當之免責條款以為因應，本文認為或可參酌英國法 MAR 第 5 條之規範，允許有價證券及相關金融商品之安定操作，在一定條件下，得豁免證交法第 155 條之適用。而在風險控管部分，

²⁹³為拉丁文，指原告提出最初步且足以支持整個訴訟請求之證據，如被告無法提出反證，則將判原告勝訴，此亦稱作初步證明。

可考量限定發行人或其他從事安定操作之人應事先向主管機關申報並公告，且只能於一定時間內為之，並遵守主管機關相關規範，透過在證交法中增加豁免條款，賦予明確之免責地位。

參考資料

壹、 中文文獻（依筆畫遞增）

一、 專書

- (一) 台灣企業法律學會，證券交易與操縱市場規範之比較研究，台北：新學林股份有限公司，一版，2022 年。
- (二) 吳克昌、溫祖德，我國集中交易市場股價操縱案例研究及查核業務之改進，台北：臺灣證券交易所股份有限公司，2001 年。
- (三) 孫武仲，主力操盤秘笈，台北：富晨證券投資顧問股份有限公司，一版，2008 年。
- (四) 郭大維，論證券市場操縱行為之民事責任，現代法學之回顧與展望—李欽賢教授六秩華誕祝壽論文集，台北：元照出版有限公司，一版，2008 年。
- (五) 張雋，台灣股票市場，新北：經史子集出版社，一版，1999 年。
- (六) 陸劍清、馬勝祥、彭賀、李同慶，投資心理學，新北：揚智文化事業股份有限公司，2002 年。
- (七) 廖大穎，證券交易法導論，台北：三民書局股份有限公司，修訂九版，2023 年。
- (八) 陳春山，證券交易法論，台北：五南圖書出版股份有限公司，一版，2012 年。
- (九) 賴英照，最新證券交易法解析，台北：作者出版，一版，2020 年。
- (十) 賴英照，最新證券交易法解析：股市遊戲規則，台北：作者出版，一版，2020 年。
- (十一) 劉連煜，現代證券交易法實例研習，台北：新學林股份有限公司，增訂 19 版，2023 年。
- (十二) 謝長宏，析論證券市場的投資操作，台北：華泰文化事業股份有限公司，2003 年。
- (十三) 謝杰、張磊，操縱證券市場犯罪研究，台北：元照出版有限公司，2013 年。

二、期刊論文

- (一) 朱雅薇，淺談歐盟 2014 年「市場濫用條例」新制，證券服務第 643 期，頁 53-57，2015 年 11 月。
- (二) 林建中，美國證券交易法上操縱行為之規定與檢討(二)，法務通訊第 2115 期，頁 4-6，2002 年 12 月。
- (三) 林宏錦，監視制度，證券服務雙月刊，第 692 期，頁 26，2022 年 12 月。
- (四) 張天一，論證券交易法上散布流言或不實資料操縱價格罪，中原財經法學第 20 期，頁 107-147，2008 年 6 月。
- (五) 陳彥良，歐盟、德國內線交易法制發展—兼論台灣之內線交易規範，國立中正大學法學集刊第 32 期，頁 89-142，2011 年 1 月。
- (六) 陳麗娟，『英國脫歐』後歐盟法與英國法適用爭議之研究，貿易政策論叢第 31 期，頁 17-42，2019 年 9 月。
- (七) 陳麗娟，金融風暴後保險監理發展之探討：以歐盟為例，月旦財經法雜誌第 31 期，頁 37-76，2012 年 12 月。
- (八) 陳俊仁，論證券交易法操縱行為禁止之理論基礎與規範缺失—以沖洗買賣觀察，月旦民商法雜誌第 19 期，頁 57-75，2008 年 3 月。
- (九) 蔡鴻璟，美國證券市場近來管理議題介紹，證交資料第 553 期，2008 年 5 月。
- (十) 賴曉帆，處置有價證券與價格穩定措施，證券服務雙月刊第 692 期，頁 33-42，2022 年 12 月。

三、網路資料

- (一) 證監會法規執行部，打擊市場失當行為，證監會季刊，2002 年，
https://www.sfc.hk/sfc/doc/TC/speeches/public/bulletin/sfc_bulletin/jul_sep02_feature.pdf.
- (二) 吳宛怡，參加 APEC 金融監理人員訓練倡議-調查與執法區域研討會出國報告，行政院及所屬各機關因公出國人員報告書出國報告，2012 年 3 月 15 日，
<https://report.nat.gov.tw/ReportFront/ReportDetail/detail?sysId=C10100754>。

四、 其他

- (一) 吳家興、顏國瑞、吳宜樺，韓國資本市場整合法之發展與影響，中華民國證券商業同業公會委託研究案，2009年2月。
- (二) 周行一、郭維裕、徐政義，從日本『金融商品交易法』來探討我國未來金融市場發展方向，中華民國證券商業同業公會委託專案研究，2008年12月。
- (三) 徐珮菱，操縱股價主觀構成要件研究-以概括條款為中心，內線交易與操縱股價法律與政策研討會學術論文集，頁82-106，2017年3月。
- (四) 許羽呈，參加APEC金融監理人員訓練倡議-跨境監理與執行研討會出國報告，行政院所屬各機關出國報告，2012年10月。
- (五) 張益輔、黃韻禎，證券交易市場操縱行為態樣之探討，臺灣證券交易所99年度專題研究案，2010年12月。
- (六) 張益輔、黃韻禎，證券交易市場操縱行為態樣之探討，臺灣證券交易所99年度專題研究案，2010年12月。
- (七) 廖大穎，論我國證券市場操縱行為規範與爭議，證券交易與操縱市場規範之比較研究，台灣企業法律學會編著，台北：新學林股份有限公司，2022年6月。
- (八) 蔡英欣，論日本對證券市場操縱行為之規範，證券交易與操縱市場規範之比較研究，台灣企業法律學會編著，台北：新學林股份有限公司，2022年6月。
- (九) 蓋華英、谷湘儀、黃文昌、曾逸凡、陳美如，如何防治人頭戶之研究，臺灣證券交易所專題研究報告，2001年12月。
- (十) 財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，各國關於操縱股價之損害賠償責任規範及實踐研究，證券投資人及期貨交易人保護中心委託專案研究，2013年12月。

貳、 外文資料 (依筆畫遞增)

一、專書

- (一) SIEMS, MATHIAS., THE EU MARKET ABUSE DIRECTIVE:A CASE-BASED ANALYSIS , LAW AND FINANCIAL MARKETS REVIEW,TAYLOR & FRAMCIS PRESS, ABINGDON,U.K. (2th ed. 2008).
- (二) LOSS,LOUIS.,SELIGMAN,JOEL., & PAREDES,TROY., FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION, WOLTERS KLUWER PRESS, ALPHEN AAN DEN RIJN , NETHERLANDS. (7th ed. 2018).
- (三) LOSS, LOUIS., & SELIGMAN, JOEL, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION, ASPEN LAW & BUSINESS PRESS, NEW YORK, U.S.A. (5th ed. 2003).
- (四) HAZEN, THOMAS., THE LAW OF SECURITIES REGULATION, WEST ACADEMIC PRESS, MINNESOTA, U.S.A.(6th ed. 2005).
- (五) HAZEN,THOMAS, THE LAW OF SECURITIES REGULATION, WEST GROUP PRESS, WATERLOOVILLE, U.K. (5th ed. 2005).
- (六) WALKER,GEORGE., & PURVES,ROBERT, FINANCIAL SERVICES LAW, OXFORD UNIVERSITY PRESS, OXFORD, U.K. (4th ed.2018).

二、期刊論文

- (一) Fischel, Daniel & Ross,David., *Should The Law Prohibit “Manipulation” In Financial Markets?* 105 Harv. L. Rev. 503, 503-522(1991).

三、網路資料

- (一) *SGX Regco, Guide Handbooks on Trade Surveillance and Other Matters, available at <https://regco.sgx.com/listings-advisory-committeehandbook#Guide/%20Handbooks%20on%20Trade%20Surveillance%20and%20Other%20Matters>*

- (二) Singapore Exchange Limited, *Market Manipulation*, available at <https://www.sgxgroup.com/zh-hans/sgxgroup/media-centre/20081204-market-manipulation>.
- (三) SGX Regco, *Manipulation of Stock Prices*, available at, <https://www.sgxgroup.com/zh-hans/sgxgroup/mediacentre/20141223-manipulation-stock-prices>
- (四) Japan Exchange Group, Inc. *Market Manipulation*, available at <https://www.jpx.co.jp/english/regulation/preventing/manipulation/index.html>
- (五) Law,Charltons, *Hong Kong regulatory compliance*, available at <https://www.charltonslaw.com/hong-kong-law/market-misconduct-under-the-securities-and-futures-ordinance/>
- (六) London Stock Exchange ,*AIM*,<https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity/aim>.
- (七) FCA, *Market abuse* , available at <https://www.fca.org.uk/markets/market-abuse>.
- (八) Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, *Joint Press Release - A New Surveillance System at the SFC and The Exchange*, available at . https://www.hkex.com.hk/News/News-Release/1999-SEHK/990706news?sc_lang=en.
- (九) MAS-SGX Trade Surveillance Practice Guide, MAS& SGX RegCo, <https://www.mas.gov.sg/publications/monographs-or-information-paper/2019/mas-sgx-trade-surveillance-practice-guide>

四、 其他

- (一) Center for Financial Law., *SNU School of Law, Journal of Korean Law, Capital Markets and Financial Investment Services Act of 2007: An Overview*, *Journal of Korean Law* Vol. 8, 477-479 (2009).
- (二) Stichele, Myriam., *Financial Regulation In The European Union: Mapping Eu Decision Making Structures On Financial Regulation And Supervision*, *The Centre For Research On Multinational Corporations-Somo*, 1-73(2008) .