

# 如何有效控管證券商 之法律風險

委 託 單 位：中華民國證券商業同業公會

計劃執行單位：正源國際法律事務所

計劃主持人：金昶輝 資深顧問

共同主持人：蓋華英 所長

研 究 人 員：郭鎮周 律師

洪珮琪 律師

羅至玄 律師

陳諛伊 律師

詹儒樺 律師

苗致偉 主任

中 華 民 國 九 十 四 年 十 二 月

## 目 錄

<b>第一章 研究目的</b> .....	<b>1</b>
<b>第二章 證券商所面臨之法律風險現況</b> .....	<b>3</b>
第一節 承銷商辦理輔導業務之法律風險.....	4
第一項 契約之簽訂.....	5
第一款 契約完整性.....	5
第二款 契約內容.....	8
第二項 契約之履行.....	13
第一款 輔導行為.....	13
第二款 評估報告.....	14
第二節 承銷商辦理承銷業務之法律風險.....	22
第一項 承銷契約之簽訂.....	23
第一款 契約完整性.....	23
第二款 承銷契約之性質.....	24
第三款 契約責任之劃分與賠償限度條款.....	27
第二項 承銷契約之履行.....	34
第一款 承銷期間.....	34
第二款 公開說明書之交付.....	34
<b>第三章 證券商實務運作與相關法制之檢討與建議</b> .....	<b>41</b>
第一節 因人頭戶問題造成證券商之法律風險與檢討.....	41
第一項 人頭戶問題造成證券商之法律風險.....	41
第一款 對人頭戶進行法律追償時所生之法律障礙風險.....	42
第二款 對實際使用人為追償時所生之法律障礙風險.....	45
第二項 檢討建議.....	46
第一款 對異常交易通知書之寄送.....	46
第二款 應於受託契約明訂，倘客戶有授權他人代為下單時，該被授權下單之人應另立聲明書承諾對客戶負連帶保證責任.....	47
第三款 應在受託契約中明訂，倘客戶有授權第三人代為下單情事時，除客戶有反證外，即推定授權下單之交易皆屬有效行為.....	47
第二節 代辦融資融券業務所生之法律責任.....	47
第一項 現況風險分析.....	48
第二項 檢討與建議.....	51
第三節 證券經紀商與自營商違反市場操縱行為民事損害賠償責任之法律風	

險與檢討.....	54
第一項 證券經紀商之法律風險.....	54
第二項 證券自營商之法律風險.....	55
第三項 檢討建議.....	56
第四節 證券經紀商與自營商涉有內線交易民事損害賠償責任之法律風險與檢 討.....	57
第一項 證券經紀商之法律風險.....	57
第二項 證券自營商之法律風險.....	58
第三項 檢討建議.....	60
第五節 證券經紀商與自營商從業人員民事損害賠償責任之法律風險與檢討.....	63
第一項 法律風險現況風析.....	63
第一款 侵權行為損害賠償責任.....	63
第二款 民事契約債務不履行之損害賠償責任.....	64
第二項 如何降低證券經紀商從業人員民事損害賠償風險之建議.....	66
<b>第四章 證券投資人保護制度之執行現況與檢討.....</b>	<b>67</b>
第一節 證券投資人保護制度之建立.....	67
第一項 證券商違約時之有價證券或價款之償付.....	68
第二項 證券爭議之調處.....	69
第三項 證券商或金融機構之債權人，不得對證券客戶之專戶請求扣押或行 使其他權利.....	70
第四項 團體訴訟（仲裁）之提起.....	71
第一款 提出團體訴訟之要件.....	72
第二款 裁判費之減免.....	73
第三款 證據提供請求權.....	74
第四款 保全措施及聲請假執行之特殊規定.....	74
第五款 訴訟（仲裁）權限.....	76
第二節 證券投資人保護制度之執行現況.....	77
第一項 民事爭議事件之調處.....	77
第二項 團體訴訟.....	78
第三節 現行證券投資人保護制度之檢討.....	79
第一項 法制部分.....	79
第一款 保護中心的角色定位.....	79
第二款 免供擔保執行假執行之必要性.....	81
第二項 實務作業缺失及建議.....	83
第一款 釐清個案事證及責任之溝通機制與窗口建立之可行性.....	83
第二款 求償比例之合理分配.....	87

<b>第五章 證券業務所生民事賠償責任爭議事件之處理機制.....</b>	<b>90</b>
第一節 證券商責任鑑定委員會之樹立.....	90
第二節 證券金融專業仲裁機構設立之可行性.....	92
第一項 設立法源依據.....	92
第二項 實務現況.....	92
第三項 檢討與建議.....	92
第三節 證券訴訟專業法庭設立之必要性.....	96
第一項 專業法庭之設立依據.....	96
第一款 證券刑事案件設立專業法庭之法律依據.....	96
第二款 證券之民事案件部分.....	96
第二項 證券訴訟專業法庭設立之必要性.....	96
第四節 行政和解之檢討.....	98
第一項 「行政院金融監督管理委員會締結行政和解契約處理原則」之簡介.....	98
第二項 主觀構成要件認定之風險（行政過失與民事過失）.....	102
第三項 美國法制與相關案例.....	103
第一款 法制設計.....	103
第二款 相關案例說明—十四億美金和解案（SEC vs. 十家投資銀行）... ..	104
第三款 小結.....	107
第五節 檢討與建議.....	108
 <b>第六章 結論與建議.....</b>	 <b>112</b>

## 第一章 研究目的

過去數年，國內陸續發生上市、櫃公司作假帳虛增營收、財報不實與掏空公司資產等重大經濟案件，證券投資人按「證券投資人及期貨交易人保護法」（於民國九十二年一月一日起生效實施）之規定，授予訴訟實施權予保護中心，向相關機構或個人提起團體訴訟請求損害賠償。查實務發生案例，以前揭方式向提供承銷商評估報告之相關證券商提起訴訟，請求損害賠償之情形，屢見不鮮；再參照今年「行政院金融監督管理委員會締結行政和解契約處理原則」之訂定<sup>1</sup>，與同年三月十八日博達案涉訟之四家證券商與投保中心達成新台幣七千八百萬元之民事和解，以取代龐大之訴訟成本及相關行政懲處乙事，顯示各證券商之民事責任法律風險勢必更將提高。

觀諸現行證券投資人保護制度之執行現況，由於保護中心具有「準行政機關」、「公益第三人」與「民事訴訟（仲裁）之原告」三者身分於一身，角色扮演亦公亦私，如何在具體個案中適度拿捏，殊值探究；而投保法賦予原告免繳部分裁判費與免供擔保聲請假扣押或假執行之優惠措施，係著重投資人權益保護之公益考量。就此，除各證券商內部需制定風險管理措施，落實法令遵循外，投保中心亦有建立相關審查依據（如責任認定、求償比例分配等程序）及事前溝通機制之必要性（如公開聽證、資料查閱、

---

<sup>1</sup> 民國 94 年 3 月 16 日行政院金融監督管理委員會訂定發布。

陳述意見與責任鑑定等配套措施)，俾將證券商等機構可能因訴訟所致之有形與無形傷害降至最低，甚而可免除訴訟之程序，以維程序及實質公平與正義。

為因應上開實務現狀，並尋求降低券商有關前述法律風險之解決之道，本所乃受 貴公會委託，針對前揭議題撰擬本研究報告進行分析。而於赴 貴公會報告研究主題之過程中，與會人員亦提出其他證券商相關之民事責任風險議題（如證券承銷商就證交法第三十二條及第二十條之民事侵權責任；自營商、經紀商(包括融資券業務代理券商)暨其董、監、經理人於執行業務時，可能與民法及公司證券相關法令有違之民事責任等)，委請本所一併研究。是以，本研究報告重心除針對投保中心議題外，尚就其他券商所可能面臨之法律風險，一併提出檢討建議。

綜上，為期降低各會員經營證券經紀、自營與承銷業務之法律風險，並加以有效控管，實有就目前證券業務經營實務、以往訴訟案例，及證券投資人權益保護制度之實際運作情況，加以檢討研究，探尋因應處理之道。本研究報告乃針對證券商所面臨因證券業務所衍生之民事責任法律風險，分別從相關法制與運作實務、投資人保護制度之執行及法律責任之追究機制，提出研究建議，期能有效降低證券商業務經營之法律風險。

## 第二章 證券商所面臨之法律風險現況

按證券承銷商係擔任資金需求者（即證券發行人）與資金供給者（即證券購買者）之橋樑，一方面協助發行人發行證券籌措所需資金，另一方面則提供購買者投資的機會。具體言之，承銷商之功能在協助公司於證券市場上順利發行證券以籌措資金；即承銷商主要職能包括輔導發行人初次上市（櫃）（以下簡稱 IPO）、再次公開發行（以下簡稱 SPO）及承銷配售等。

在實務上，證券承銷商於辦理承銷作業之過程，大致可分為下列程序<sup>2</sup>：

（一）開發客戶（對發行人進行評估及了解）；（二）發行公司上市（櫃）或增資之規劃；（三）經調查後，向發行公司寄發輔導意向書（Letter of Intent）或承銷合作備忘錄（MOU）<sup>3</sup>；（四）簽訂輔導契約以協助客戶申請公開發行；（五）撰寫承銷商評估報告；（六）協助發行公司申請上市櫃或增資案；（七）辦理投資人說明會或業績發表會<sup>4</sup>（Road show）；（八）決定承銷價格；（九）組織承銷集團；（十）發行公司與承銷商（團）簽訂承銷契約；（十一）承銷契約報主管機關備查；（十二）承銷公告並發送公開說明書；（十三）開始承銷證券之銷售<sup>5</sup>；（十四）銷售情形之申報與公告；（十五）將承銷股款交與發行公司<sup>6</sup>。而上開程序又可分為輔導階段與承銷配售階段。在此二階段中，承銷商所可能面臨之法律風險，有來自其與投資人之間之權義關係，諸如評估報告之虛偽不實或未交付公開說明書；有來自

<sup>2</sup> 李俊德，我國有價證券承銷制度，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，民國 85 年 3 月，第 16 頁至第 20 頁。

<sup>3</sup> 余雪明，證券交易法，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，民國 92 年 4 月版，第 165 頁。

<sup>4</sup> 參照「股票上市業績發表會實施要點」。

<sup>5</sup> 證券交易法第 73 條之規定，承銷期間，不得少於 10 日，多於 30 日。

<sup>6</sup> 參照證券商管理規則第 27 條之規定。

其與發行公司之間所簽訂之財務顧問契約、輔導契約或承銷契約所生履約之風險；亦有來自其與其他主協辦承銷商間因共同承銷事宜所生權責劃分之風險。

為求有體系分析承銷商辦理承銷業務所面臨之風險，本章茲將承銷商之承銷業務分為輔導業務以及承銷配售業務二節論述，並逐一進行檢視及分析承銷商在辦理各該業務中，其與投資人、發行公司及其他承銷商間所可能產生之法律風險以及提出檢討防制及改善之建議。

## 第一節 承銷商辦理輔導業務之法律風險

承銷商辦理輔導 IPO 案件，因承銷商輔導 IPO 期間之長短與輔導品質之良窳間並無直接關連，且國外證券市場亦多未限定證券承銷商輔導期間，故國內已取消強制輔導期間之規定。證券承銷商通常先行評估公司狀況，確認接案後，再與其研商決定申請上市（櫃）之時程。承銷商為辦理相關作業，通常會先與公司簽訂財務顧問性質之契約，正式輔導後再簽訂上市（櫃）輔導契約，承銷商即依據各該契約進行相關評估輔導等工作。

至於公司辦理 SPO 案件，承銷商即負責協助輔導該公司向主管機關申報或申請核准，此時承銷商與公司間簽訂有財務顧問性質之契約，並依據該契約進行相關輔導工作。

茲就財務顧問性質契約、上市（櫃）輔導契約等之簽訂，及評估輔導

義務之履行二者分別說明如后。

## **第一項 契約之簽訂**

### **第一款 契約完整性**

就承銷商承辦輔導 IPO 案件或 SPO 案件，承銷商均須與發行公司簽訂契約，以作為承銷商與發行公司關於 IPO 及 SPO 程序中雙方權利義務之準則。故契約內容應儘量周詳規範雙方於評估輔導所可能發生之法律關係，避免任一方以契約未規定為由，不配合進行相關評估輔導之工作項目。

財務顧問性質契約及輔導契約，法律上並無強制規定，故相關契約內容實務上多由承銷商與客戶間任意約定。經檢視目前承銷商與客戶簽訂之財務顧問性質契約及輔導契約，其內容均嫌簡略，許多權利義務均未明定於書面文字。由於我國投資人保護中心之崛起，於客戶發生財務弊端時，承銷商往往因為對於客戶提供之顧問及輔導服務而成為被告。如何有效控管承銷商被訴求償的風險，得先從明定契約雙方權利義務內容著手。

#### **一、IPO 案件之財務顧問契約及輔導契約**

就 IPO 案件而言，財務顧問性質契約係承銷商為公司提供上市（櫃）前之諮詢、規劃等服務事宜所約定之相關權利義務內容，該契約之主要條款應至少包括以下數項：（一）當事人：即公司及承銷商

名稱；(二) 服務範圍：通常包括準備上市(櫃) 審查所需資料及文件之審核及審查、上市(櫃) 準備工作之規劃、提供股價試算參考公式、協助媒體公關聯繫及新聞稿撰擬、發布、上市(櫃) 相關事項之諮詢、相關財務、會計、稅務及證券法令之提供等；(三) 契約期間：通常是簽署時至公司向主管機關申報「輔導股票上市(櫃) 契約」止；

(四) 配合義務：包括公司應依承銷商指示提出或協助取得相關文件資料或說明，公司並應保證所提供文件資料及說明為真實完整，且無虛偽隱匿情事；(五) 保密義務：公司充分提供相關資訊，取得人即承銷商對此負有保密義務，且於財務顧問契約終止或解除後，保密義務仍為有效；(六) 服務報酬及相關費用：服務報酬採按月計酬或固定公費、因服務產生費用之負擔、報酬及費用之支付時點等，均需事先約定；(七) 保密條款：發行公司可能因擔心提供公司內部資訊有機密外洩之虞而不願提供相關資料，有必要於財務顧問契約約定承銷商之保密義務；(八) 終止條款：即任一方有權終止財務顧問契約之情形，以及終止之方法；同時並應約定終止後雙方權利義務之處理；

(九) 補償條款：即承銷商因履行財務顧問服務可能發生之費用、損失、債務及第三人求償等，公司是否同意補償等。

證券承銷商確實評估公司狀況，確認公司適宜辦理上市(櫃) 後，即與公司研商決定申請上市(櫃) 之相關作業，此時雙方即進入正式

輔導階段，雙方通常會另行簽訂上市（櫃）輔導契約。上市（櫃）輔導契約之主要條款，除包括前述財務顧問契約之內容外，尚應包括：

（一）服務範圍之增加：承銷商辦理上市（櫃）之輔導，其服務內容應增列上市（櫃）前之承銷價格試算、增資計畫之諮詢建議及辦理、上市（櫃）前法人說明會之辦理之聯繫等；（二）評估報告：評估報告為承銷商所撰寫，故契約中宜約定評估報告之著作權權歸屬、公司得使用之情況等；（三）主協辦承銷商之選定：輔導公司上市（櫃）之承銷商對公司財務、業務狀況最為瞭解，通常為公司申請上市（櫃）時之「主辦證券承銷商」及「主辦推薦承銷商」，同時雙方得明文約定由該承銷商辦理公司上市（櫃）掛牌後第一次籌資案之主辦承銷商，提供整體規劃諮詢及案件諮詢服務。

## 二、SPO 案件之財務顧問契約

另就 SPO 案件而言，財務顧問契約乃就公司募集資金需要，提供輔導、評估、送件等服務所約定之權利義務關係（關於上述權利義務關係，各承銷商與客戶簽訂之契約名稱各異，以下均稱「財務顧問契約」）。該契約之主要條款允宜包括以下數點：（一）當事人：即公司及承銷商名稱；（二）服務範圍：應限定承銷商工作範圍，此時亦為限定責任範圍。通常包括公司一般籌措資金方式及管道介紹、諮詢、

主管機關審查申報或申請核准案件所需資料及文件之審核及審查、送件準備工作之規劃、提供股價試算參考公式、媒體公關聯繫及新聞稿撰擬發布、送件相關事項之諮詢、相關財務、會計、稅務及證券法令之提供等；(三) 契約期間：通常是簽署時至公司向主管機關送件時止；(四) 發行條件之暫訂：實務上部分契約會約定 SPO 發行條件，包括種類、數量、發行價格、公開承銷方式等；(五) 配合義務；(六) 保密義務；(七) 服務報酬及相關費用；(八)：保密條款；(九) 終止條款；(十) 補償條款 ((五) 至 (十) 與前述說明相同，茲不贅述) 等。

## **第二款 契約內容**

因投資人保護中心興起，近來發行公司被訴證券詐欺賠償案件中，承銷商連帶被告案件層出不窮。當承銷商遭法院判決必須對投資人負擔賠償責任時，承銷商能否要求發行公司承擔最終賠償責任？從現行承銷商與客戶間簡略之契約內容而言，發行公司恐以承銷商與有過失為由拒絕賠償相關責任。如何有效控管承銷商被訴的風險，以及確保承銷商對於發行公司之求償權利，以下將就財務顧問契約及輔導契約中相關條款介紹與說明。

### **一、備忘錄**

實務上曾見發行公司與承銷商先行簽訂備忘錄，承銷商即著手準備

相關評估、輔導作業，並安排後續承銷相關事宜；而發行公司嗣後以備忘錄非正式契約，不願委託該承銷商辦理，則承銷商對於已經投入之人力、物力應如何求償？

查實務作業上，承銷商與發行公司於正式簽訂財務顧問契約或輔導契約之前，可能先行簽訂「備忘錄」或「意向書」。該備忘錄或意向書通常僅係承銷商與發行公司就評估輔導等事業辦理意願之表示，一般而言並無拘束力。

惟實務上部分備忘錄之內容，包含效力約定，即一方當事人不履行備忘錄時，負有如何之賠償責任。此時縱使承銷商簽訂名為「備忘錄」、「意向書」之文件，而該文件內容已具備財務顧問契約或輔導契約之主給付義務，且有效力規定時，應認該備忘錄或意向書仍具有契約之效力。如承銷商違反該備忘錄或意向書之規定者，仍負有相關賠償責任。

## 二、保證條款與賠償責任條款

承銷商辦理評估、輔導業務，倘若日後發現發行公司之財務、業務有不實狀況而被訴求償，承銷商很可能以評估輔導不實連帶被訴求償。或是發行公司以承銷商未盡輔導、評估之注意義務而向承銷商求償，或拒絕承銷商之求償，此時可以從財務顧問契約及承銷契約之保證條款及賠償責任條款著手。

就保證條款而言，宜約定發行公司就所提供之資料、資訊等，「保證均為真實、完整，並無任何虛偽、隱匿情事」；如有違反，並於違約責任條款約定，發行公司應就此所發生損害，負擔賠償責任。

另外，從賠償的角度出發，承銷商得於財務顧問契約或輔導上市（櫃）契約約定賠償責任限制條款。實務上曾見限制條款約定方式有二，包括賠償範圍之限制，及注意義務程度之減輕等。

首先在賠償範圍方面，承銷商得藉由約定「賠償主體」及「賠償金額」等方式控制風險：就約定賠償主體而言，承銷商與發行公司有約定，「如第三人因承銷商提供之服務而向承銷商主張權利者，發行公司同意補償並確保承銷商及員工不遭受任何索賠、責任、費用及損失。但該主張係因承銷商之故意或重大過失所致者，不在此限」，藉由該約款將無法預測之風險轉嫁發行公司。再就約定賠償金額而言，承銷商亦得藉由賠償上限之約款，約定對發行公司賠償金額不超過辦理公費數倍為限，以控制承銷商對發行公司之損害賠償責任。

再就責任程度方面，承銷商得否於承銷契約中約定免除承銷商之法律責任？實務上有見契約約定「因履行本契約義務所生損害，○方不負賠償責任」之用語，契約當事人即據此誤認無賠償義務。惟按民法第七十一條規定，法律行為違反強制或禁止之規定者無效；民法第二二二條

規定，「故意或重大過失之責任，不得預先免除」。該責任不得免除之規定為民法上強行規定，不得以約定免除其責任。查承銷商為客戶辦理評估、輔導等工作，性質為民法上有償之委任契約，依民法第五三五條規定，應負善良管理人之注意義務，則倘使財務顧問契約或輔導契約有免除承銷商責任之條款，僅得減免善良管理人注意義務程度，尚不得以契約免除其故意或重大過失之法律責任。

### 三、終止條款

除當事人提前終止財務顧問契約或輔導上市（櫃）契約外，承銷商與發行公司之法律關係存續時點，通常係自簽約日起至簽訂輔導上市（櫃）契約、SPO 送件未被駁回或取得核准函、或 IPO 案件取得主管機關核准函之日止。於當事人法律關係未經解除或終止前，承銷商均負有完成相關工作項目之義務。倘若承銷商於辦理案件過程中，發現無法完成工作，或繼續履行契約將造成更大風險，而欲終止契約時，承銷商應如何處理？或發行公司於契約期間突然通知承銷商終止契約時，承銷商應如何因應？有關終止問題，除合意終止較無爭議外，任一方之終止及其處理方式，均應回歸契約處理。

查實務上不論是財務顧問契約或輔導上市（櫃）契約，關於終止條款有約定為「契約之解除或終止應經雙方當事人同意。但任一方有違反

本契約之情事者，他方得訂相當期限催告補正，逾期未補正者，他方得終止或解除契約」。若無上述情事終止契約者，民法第五四九條規定，「於不利他方之時期終止契約者，應負損害賠償責任」。

惟查承銷商輔導行為係一持續性行為，對於發行公司能否順利上市（櫃）或籌募資金影響至鉅；承銷商終止輔導行為往往會使市場上對發行公司之體質及營運產生質疑，故發行公司通常視變更承銷商為大事，不願輕易更換承銷商，於此即產生承銷商對於輔導業務之風險。實務上曾見承銷商簽訂輔導上市契約後，於發行公司與證券交易所簽訂上市契約前，承銷商發現發行公司財務狀況艱困，不願貿然依原訂規劃出具評估報告申請上市，惟發行公司亟需上市後募集資金，故持輔導上市契約要求承銷商辦理相關程序，否則即要求承銷商負擔損害賠償責任。此時承銷商即面臨應承擔契約責任，或出具不實評估報告完成發行公司上市（櫃）之兩難議題。

為解決上開問題，輔導契約設定退出機制之終止條款方為根本之道。即輔導契約中宜約定任何一方當事人得終止契約之情形、終止契約之責任及限額、以及契約終止後雙方權利義務關係應如何處理。

此外，就契約終止後，承銷商之辦公費及相關費用收取方式，及承銷商與發行公司或續任承銷商間之案件交接期間，亦應於財務顧問契

約或上市（櫃）輔導契約中一併約定，以降低承銷商終止契約後無法收取公費及相關費用之風險。

## 第二項 契約之履行

### 第一款 輔導行為

按行政院金融監督管理委員會於民國九十三年七月一日成立後，為提昇我國證券發行市場品質，經委員會決議成立「提昇證券發行市場品質專案小組」，每週定期召開會議，商討發行交易改革方案，其中就如何落實專家職能事項，獲致若干結論<sup>7</sup>。在承銷商之輔導業務上最大之變革即為輔導功能之形式降低，實質加強：一方面取消輔導期規定，檢討興櫃交易期間；一方面亦調整審議委員會之組成<sup>8</sup>。其中有關輔導制度之變革即賦予承銷商實質承擔發行公司完成上市（櫃）之責任。

依現行規章，IPO 案件已取消制式輔導期間之規定，即由承銷商經確實評估發行公司狀況後，再與其研商決定申請上市（櫃）之時程。為確保上市（櫃）公司之品質，證券交易所明文規定，上市輔導期間少於九個月者（含興櫃交易期間六個月），應於送件時附具「輔導上市時程合理性評估」之說明，供審議該案時參考<sup>9</sup>。至於上櫃部分，則規定簽訂輔導契約後，「未

---

<sup>7</sup> 請參見金管會網站中所提供之「上市(櫃)及上市(櫃)後管制度改進方案」簡報資料，93年12月。

<sup>8</sup> 同上註。

<sup>9</sup> 證券交易所審查有價證券上市作業程序第六條參照。

有相當期間進行輔導評估，即送件申請上櫃者」，應加強審查<sup>10</sup>；即不以形式上「公司與推薦證券商簽約期間之長短」，而採實質上「推薦證券商之輔導評估有無確實進行」方式認定。換言之，承銷商縱使與發行公司簽約數年，惟輔導評估並未確實進行者，仍屬「未有相當期間」；反之簽約縱僅六個月，但已確實進行輔導評估者，仍非屬「未有相當期間」<sup>11</sup>。

有關輔導期間之規定，雖然新制取消承銷商之強制輔導期間，惟所謂「相當期間」之認定為抽象性概念，如何證明承銷商於該輔導期間內已盡評估輔導之義務，即構成承銷商應證明之事項。換言之，議定輔導期間時，承銷商應注意能否於該期間內完成相關評估、輔導作業，即注意該段期間內完成評估輔導作業，能否謂為「已盡善良管理人之注意義務」。從一般作業項目及時程觀察，該段期間仍不宜過短。

## 第二款 評估報告

按發行公司不論是辦理 IPO 或 SPO 案件，均須委請承銷商出具評估報告，作為證券交易所、櫃檯買賣中心、主管機關審查之參考（發行普通公司債者除外<sup>12</sup>），並登載於公開說明書之一部分。因評估報告為公開說明書之一部分，故如內容不實者，有可能成為投資人求償之對象。依證券交易

---

<sup>10</sup>櫃檯買賣中心審查有價證券上櫃作業程序第六條參照。

<sup>11</sup>櫃檯買賣中心，改進上市（櫃）制度及上市（櫃）後管理制度問答集，頁 7。

<sup>12</sup>發行人募集發行有價證券處理準則第 6 條第 2 項參照。

法第三十二條規定，公開說明書應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者，承銷商對於善意之投資人因而所受之損害，應就其負責任部分（即評估報告）與公司負連帶賠償責任。故為保護投資人權益，確保公司於上市或募集資金過程中，承銷商已善盡輔導與評估之責，因此有必要規範證券商出具評估報告之行為<sup>13</sup>。

同時，監督承銷商於上市過程中所出具評估報告等相關資料，亦有「證券交易所就承銷商所提出評估報告或相關資料缺失處理辦法」（以下簡稱「證券交易所評估報告缺失處理辦法」）及「證券承銷商提出之評估報告或相關資料缺失處理要點」（以下簡稱「評估報告缺失處理要點」）加以規範。承銷商提出評估報告如有缺失，可能遭遇主管機關或自律機構之相關處分<sup>14</sup>。

<sup>13</sup>例如證券商管理規則第 25 條即明確規範，「證券承銷商受託辦理有價證券之募集與發行、上市及上櫃等相關業務，所出具之評估報及相關資料不得有下列情事：一、內容有虛偽、隱匿或其他足致他人誤信之情事者；二、主要內容有重大遺漏或明顯錯誤足以影響投資判斷者；三、未編製工作底稿或未依規定保存工作底稿者；四、發行人核有發行人募集與發行有價證券處理準則第七條及第八條所定，不予核准或應予退回之情事。但證券承銷商如能證明已盡相當注意義務者，不在此限；五、重要評估事項未採行必要之輔導及評估程序，致評估結論與事實有重大差異者；六、評估報告提出後，於公開說明書刊印日前，受評估公司發生本法第 36 條第 2 項第 2 款規定對股東權益或證券價格有重大影響之事項，未即時予以補充評估並更新報告者；七、其他違反證券管理法令及其他相關法令規定之情事者。」

<sup>14</sup>依據證券交易所評估報告缺失處理辦法第 3 條之規定，承銷商提出之上市評估報告或相關資料，經發現有缺失之情事者，證券交易所得視其情節輕重，依規定處理記點。承銷商遭違規記點者，依同辦法第 6 條之規定，證券交易所將於一定期間內拒絕該承銷商申報之輔導上市案及其出具之評估報告。此外，評估報告缺失處理要點第 9 點進一步規定，承銷商因辦理股票上市或上櫃之申請案件，所提出之評估報告或相關資料，有該要點第 3 點所列各款重大缺失情節者，除證券交易所、櫃檯買賣中心、或證券商業同業公會處記缺點外，主管機關並得視情節輕重依證券交易法第 66 條規定另為適當之處分。同要點第 7 點並規定，承銷商最近 2 年內如重複發生同一性質之缺失，且經依證券交易法第 66 條規定處以警告以上處分確定者，主管機關得另對承銷商為從重為解除董事、監察人或經理人職務之處分、給予六個月以內停業之處分、營業許可之撤銷，或給予六個月停業之處分等。

此外，依證券交易法第一七四條第一項第五款規定，證券商對於依法或主管機關基於法律所發布之命令規定之帳簿、表冊、傳票、財務報告或其他有關業務文件之內容有虛偽之記載者，處一年以上七年以下有期徒刑，得併科二千萬元以下之罰金。再者，證券交易法第二十條第一項規定，有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為，否則依證券交易法第一七一條第一項第一款，將處三年以上十年以下有期徒刑，得併科一千萬元以上二億元以下罰金。評估報告屬於主管機關依法律所發布之命令規定之文件，故承銷商若逾期所提出之評估報告內容有虛偽之記載時，自應依證券交易法第一七四條第一項第五款負擔刑事責任。同時，承銷商出具不實評估報告亦可能被認為係發行公司證券市場詐欺之共犯，而亦有證券交易法第一七一條第一項第一款之刑責。

於前述民事責任、處分、及刑事責任之多重壓力下，承銷商自需謹慎出具評估報告。以下僅就承銷商之查核責任範圍、工作底稿之編製、工作底稿之保存等，分別析述如后。

## 一、查核責任範圍

### (一) 評估報告應記載事項

按承銷商出具評估報告，必須依據「股票初次上市之證券承銷商評估報告應行記載事項要點」（以下簡稱「上市評估報告要

點」)、「櫃檯買賣中心申請股票上櫃之推薦證券商評估報告應行記載事項要點」(以下簡稱「上櫃評估報告要點」)及「證券商業同業公會發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告應行記載事項要點」(以下簡稱「公會評估報告要點」)逐項評估，並針對每一項目內容詳細記錄評估過程及結論。

而前述評估報告要點則應依照「證券商業公會證券商承銷商受託辦理發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告之評估查核程序」、「證券交易所證券商承銷商辦理股票初次申請上市案之評估查核程序」、及「證券櫃檯買賣中心推薦證券商辦理股票申請上櫃案之評估查核程序」查核，俾使公開說明書中之承銷商評估報告有客觀之依據。

尚值注意者，就相關評估報告應記載事項及查核程序之內容，即構成承銷商之查核範圍；承銷商查核之對象應以各該事項及程序為限。承銷商辦理評估報告之查核時，應查核事項即應詳予查核，對於非應查核事項即不須予以查核，以縮減剔除其評估報告之查核責任範圍。

## (二) 專家意見之引用

此外，專家意見之引用益有助於排除承銷商之評估報告責

任。詳言之，由於發行公司營業項目涉及各行業性質，證券承銷商於實務上無法就各個行業之營業型態、技術、特質與整體行業情況，有所深入瞭解，勢必藉由各類專家出具意見，以為評估報告之重要評估準據。是以，證券承銷商委由各類專家，針對特定項目表示專業意見，以作為評估報告中之評估依據，當有其必要性。

由於該等專家之意見係為證券承銷商評估結論之重要依據，故該等專家應具有專業資格、其技術與能力應足以信賴，且其立場應具有客觀公正與獨立性；而該等專家所引用資料的來源與所用之假設或方法應具有適當性，且前後相互一致，證券承銷商應就此等事項加以審慎評估後，方得作為評估結論之依據，此在 SPO 案件評估報告內容準據之公會評估報告要點，以及申請上市案件評估報告內容準據之上市評估報告要點中均有所明文要求。

然而，依據公會評估報告要點之「貳、承銷商之評估報告應依下列原則編製」之四，暨上市評估報告要點之「貳、評估報告內容」之七規定<sup>15</sup>：「承銷商『得』視發行人所營事業性質，委請

---

<sup>15</sup>在申請上櫃案件評估報告內容準據之「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心申請股票上櫃之推薦證券商評估報告應行記載事項要點」中，並未見有此段文字規定。

在技術、業務、財務等各方面具備專業知識及豐富經驗之專家，就發行人目前營運狀況及（本次發行有價證券後之）未來發展，進行比較比析，並本獨立公正立場出具審查意見，俾利評估。如委請專家出具審查意見時，應評估專家之專業資格，其技術及能力是否足以信賴及其客觀性；採用專家審查意見『作為評估依據』時，應評估專家所用資料之來源及所用之假設或方法是否適當與其前後一致性。專家之審查意見『僅作為承銷商出具評估報告之參考』，『不宜於評估報告中提及』，承銷商仍應就專家之審查意見及其他所蒐集足夠適切之佐證文據綜合評估並出具具體結論，『並確實負起最終之評估責任』。」

經審酌該段文字規定，對於證券承銷商僅能將專家審查意見作為評估報告之「參考」，且「不宜於評估報告中提及」，以及證券承銷商應「確實負起最終之評估責任」等節，實於合理性之考量上，有所欠缺，理由如下：

1. 該段規範文件之第二段後段文字，明文規定「採用專家審查意見作為評估依據時」，似得就專家之意見引為評估依據，而第三段文字，卻又規定「僅作為承銷商出具評估報告之參考，不宜於評估報告中提及」，有前後不一致，規定矛盾之情形。

2. 對於發行公司法令之遵循及發行新股之適法等事項，公會評估報告要點及上市評估報告要點<sup>16</sup>，均明文承銷商得洽律師出具意見，「依據」該意見，再由承銷商評估對公司營運影響及因應之道。既然律師意見可為評估報告之依據，為何其他技術、業務或財務專家之意見，僅能作為評估報告之參考？
3. 目前法令已就專家職能有所明確劃分，並加以落實其責任就律師與會計師之權責部分，是故對於應由律師及會計師負責部分，是否仍應由證券承銷商負起「最終之評估責任」？

為落實承銷商查核責任之權責相符，上述規定誠有值得檢討之處。

## 二、工作底稿之編製

按工作底稿為承銷商查核人員於查核過程中所形成之記錄，其功能在協助查核人員執行查核工作，並為做成評估報告之依據；此外，工作底稿亦為承銷商已盡注意義務之證明。

因為工作底稿通常是以事後的角度去檢視，故為達成證明承銷商已盡注意義務之功能，工作底稿必須妥善編製及保存。在工作底稿之編製

---

<sup>16</sup>請參見公會評估報告要點之參之五.(七)、肆之三、肆之壹之三、肆之貳之三及伍之三部分，以及上市評估報告要點之貳之八。

上，應注意工作底稿之形式可信性及內容可信性。

在形式可信性方面，工作底稿應要素齊全，即具備必要記載事項，包括標題、查核期間、查核標的、查核方法、查核結論、查核證據等；同時，工作底稿亦應記錄清晰，文字清楚，避免塗改，同時應注意一事一稿。

至於在內容可信性方面，應注意資料確實，註明來源或附上資料影本，同時應將對評估報告結論有重大影響事項詳細說明。工作底稿之結論與評估報告亦應有明確性連結。

於工作底稿之編製上，常見之缺失為承銷商之工作底稿不完備、複核制度不健全、或工作底稿分類雜亂，甚至根本無工作底稿。工作底稿之編製為承銷商有效控管風險之重要方式，承銷商允宜重視相關議題。

### **三、工作底稿之保存**

依據前述證券交易所及證券商業同業公會對於證券商評估報告應行記載事項要點之規定，評估報告之工作底稿至少應保存五年。經查國內各證券商大部分均依此規定，將評估報告之工作底稿保存五年，期滿後即行銷毀。依據證券交易法第二十一條規定：「本法規定之損害賠償請求權，自有請求權人知有得受賠償之原因時起二年間不行使而消滅；

自募集、發行或買賣之日起逾五年者同。」殆為規定工作底稿至少應保存五年之緣由。

惟就承銷商責任而言，除對投資人之損害賠償責任外，倘使使用評估報告之人並非投資人，則對於相關損害即回歸民法侵權行為相關規定。例如發行公司持承銷商評估報告向銀行貸款，若評估報告內容不實導致銀行誤信而貸與資金時，因銀行並非投資人，故銀行向承銷商之求償即回歸民法規定。當受害人依據民法第一八四條一般侵權行為規定，請求證券商賠償因證券詐欺所受之損害時，依民法第一九七條的規定，其損害賠償請求權自有侵權行為時起，逾十年不行使而消滅。此時，證券商為盡善良管理人注意義務之舉證，應提出相關工作底稿資料。故建議應將工作底稿之保存期限延長為至少自募集、發行或買賣之日起算十年，較為妥當。

## **第二節 承銷商辦理承銷業務之法律風險**

按有價證券之承銷係指證券承銷商受託於發行公司，公開向不特定大眾募集、發行股票或公司債券，一方面為協助企業在證券市場上順利發行證券籌措資金，另一方面提供大眾投資之機會，俾達成「資本證券化 證券大眾化」之目的。證券承銷商辦理有價證券承銷作業時機可分為上市(櫃)前之承銷、現金增資、募集公司債(轉換公司債)、台灣存託憑證、公開招

募或募集設立等案件時，提出對外公開承銷等<sup>17</sup>。承銷商於協助發行公司向主管機關取得募集、發行有價證券之許可後，即須開始進行有價證券承銷配售事宜，此時，承銷商會與發行公司簽訂承銷契約，俾為雙方進行承銷之規範。而承銷契約既為雙方當事人權利義務之準繩，倘若契約未定周延，即容易產生爭議。準此，本文擬分就承銷商在訂定承銷契約以及履行承銷契約二階段中，逐一分析其所應注意之風險並提出改善之建議。

## 第一項 承銷契約之簽訂

### 第一款 契約完整性

證券承銷商辦理有價證券之承銷，為明確有價證券承銷契約當事人之權利義務，證券承銷商應與發行公司簽訂承銷契約。而有關承銷契約之應記載事項，除證券交易法第七十六條定有明文外，民國九十三年八月九日修正之中華民國證券商業同業公會證券商承銷有價證券承銷契約應行記載事項要點並有詳細之規定<sup>18</sup>。該要點所規定之事項，雖為法令所明定承銷契約之法定應記載事項，惟當事人仍得另行

<sup>17</sup>證券市場，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，民國94年3月，修訂5版，第65頁至第66頁。

<sup>18</sup>依照該要點之規定，承銷契約應行記載事項為：(一)契約當事人之名稱、地址及負責人之姓名；(二)證券承銷商共同承銷者，應指定一承銷商為主辦承銷商，並應訂明主辦承銷商與其他共同承銷商承銷比例及其責任內容。(三)行政院金融監督管理委員會(以下簡稱金管會)核准募集、發行或申報生效之年、月、日。(四)包銷或代銷之標的、名稱、數量、金額及發行價格。(五)承銷期間之起迄日期。(六)承銷付款日期及方式。(七)包銷報酬或代銷手續費之計算及支付日期。(八)包銷之方式、包銷時賸餘有價證券之認購方法，或代銷時賸餘有價證券之退還方式。(九)為辦理有價證券承銷事宜所生費用，契約當事人分擔方式。(十)有價證券承銷之核准程序。(十一)交付公開說明書之日期、份數。(十二)承銷契約不能履行時之解決方式。(十三)承銷契約疑義之解決方式。(十四)承銷契約份數。(十五)其他金管會所規定事項。

約定其他事項，將之載入承銷契約中，僅須該事項不違反公共秩序與善良風俗，即可作為雙方當事人權利義務之基礎<sup>19</sup>。

我國實務上多僅以證券交易法及「中華民國證券商業同業公會證券商承銷有價證券契約應行記載事項要點」所規定之應記載事項為本，惟尚不足包括一切承銷所生爭議之處理。例如，關於損害賠償條款方面，則非為上開應記載事項之一。如此一來，倘發生法律上爭議時，因契約之訂定未予明確，將來在請求損害賠償時，不免需耗費更多成本。是以，有關發行公司與證券承銷商或主辦與協辦承銷商間因履行承銷契約所生之損害賠償責任，應如何劃分及確定，當為承銷契約之重點。此外，前節所述有關注意義務程度之減輕等限制條款亦應一併注意。

## 第二款 承銷契約之性質

證券承銷商為辦理包銷或代銷有價證券之相關事宜，與發行公司所締結之契約，為「承銷契約」。依照證券交易法第十九條之規定：「凡依本法所訂立之契約，均應以書面為之。」以及參照同法第七十六條有關承銷契約應行記載事項之規定，「承銷契約」係要式契約<sup>20</sup>，固無

---

<sup>19</sup>賴源河，證券法規，元照出版有限公司，2005年10月，2版1刷，第140頁；賴英照，證券交易法逐條釋意，實用稅務初版社股份有限公司，第572頁。

<sup>20</sup>賴英照，前揭著，第567頁。

疑義，惟從其性質觀之，「承銷契約」究屬何種契約類型，似有探討之必要，俾將來發生爭議時，決定應適用何種法律規定。而承銷契約雖非屬我國民法上規定二十七種之有名契約，惟其仍屬特別法（證券交易法）之有名契約<sup>21</sup>，至於該契約之具體應適用規定，除證券交易法有特別規定外，仍應適用相同或相類似類型各種之債之規定。判斷承銷契約之類型屬性，應以契約給付內容而觀。

按承銷契約之契約給付內容隨承銷方式之不同而相異。依照證券交易法之規定，承銷方式可分為「包銷」及「代銷」。而所謂「包銷」，依據證交法第七十一條第一、二項之規定，亦可分為「餘額包銷」以及「確定包銷」兩種<sup>22</sup>，茲分述如下：

#### 1. 代銷 (best-effort underwriting)

所謂代銷，規定於證交法第七十二條，其係指證券承銷商代銷有價證券時，於承銷契約所定之承銷期間屆滿後，對於約定之有價證券，未能全數銷售者，其剩餘數額之有價證券，得退還發行公司。亦即，發行公司委託承銷商處理有價證券銷售事務，並給付其報酬（代銷手續費），從性質觀之，屬勞務給付契約之範疇<sup>23</sup>，且其又不

<sup>21</sup> 邱聰智著，姚志明校訂，新訂債法各論（上），元照出版有限公司，2002年10月，初版第1刷，第24頁。

<sup>22</sup> 參照證券商管理規則第23條之規定：「證券商辦理本法第七十一條第二項先認購後再行銷售或於承銷契約訂明保留一部分自行認購之包銷有價證券者，應具備下列之條件：一 財務狀況符合法令規定。二 最近半年內未曾受主管機關依本法第六十六條所為之停業處分。」。

<sup>23</sup> 前揭著19，第139頁。

屬於法律所定其他勞務契約之種類，故依法應適用關於有償委任之規定。倘承銷商未盡善良管理人之注意義務而有違背其委任義務之情形，發行公司自得依委任契約主張債務不履行之契約責任，並請求其損害賠償。至於募集資金成敗之風險，則由發行公司自行承擔。

## 2. 確定包銷 (firm-commitment underwriting)

所謂「確定包銷」，規定於證交法第七十一條第二項，其係指證券承銷商包銷有價證券，得先行認購後再行銷售或於承銷契約訂明保留一部份自行認購。前段為「全部確定包銷」，後段為「部分確定包銷」。而在「全部確定包銷」之情形，因其契約之給付義務乃是發行公司將有價證券全部賣予承銷商後，再由承銷商賣予投資人，依照民法第三百四十五條規定：「稱買賣者，謂當事人約定一方移轉財產權於他方，他方支付價金之契約。」，故「全部確定包銷」契約具有買賣之性質。「部分確定包銷」之自行認購部分亦具買賣性質。惟承銷契約中，發行公司除出售股份予承銷商外，並有委請承銷商處理與銷售有價證券相關之配套事務，例如，向投資人交付公開說明書、辦理承銷契約申報以及承銷公告等事務，並給付承銷商包銷之報酬，就此點而言，承銷契約亦具有有償委任之性質。故總體而言，確定包銷之承銷契約，實為買賣及委任性質之混合契約。

### 3. 餘額包銷 (stand-by underwriting)

所謂「餘額包銷」，其規定於證交法第七十一條第一項，係指承銷商包銷有價證券，於「承銷契約」所定之承銷期間屆滿後，對於約定包銷之有價證券，未能全數銷售者，其剩餘數額之有價證券，應自行認購之。因此，在發行公司委由承銷商辦理有價證券銷售事務並給付承銷商包銷報酬之部分，與代銷相同，具委任性質。至於在承銷期間內未能全數銷售之有價證券，承銷商負有自行認購之義務，則此部分應具買賣性質。準此，餘額包銷契約亦屬買賣及委任性質之混合契約。

## 第三款 契約責任之劃分與賠償限度條款

### 第一目 發行公司與承銷商間

按發行公司與承銷商間因辦理承銷配售事宜所生之權利義務關係，應明確訂定於承銷契約，以茲雙方共同遵守。倘若未予訂明，則易滋疑義。以下謹就承銷契約中易生法律風險事項分別敘明如下。

#### 一、承銷價格之議定

按承銷程序涉及諸多法令及專業知識，發行公司必須依賴專業化的證券承銷商予以規劃及進行。承銷商在證券發行前，提供發行公司各項服務，包括市場調查、公司財務業務分析、建議證券發行

的種類、數量、價格及發行時機等。證券商組成承銷團及分銷團的方式，使發行公司迅速募集資金，並將承銷之股票迅速分銷出去。另一個仰賴承銷商之重要考量乃是合理承銷價格之訂定。亦即，倘若承銷股票尚未上市櫃，承銷商必須與發行公司議定合理承銷價格，使發行公司能夠接受以爭取系爭委託承銷交易，並使投資大眾願意投資有價證券<sup>24</sup>。

以往 IPO 案件承銷價格之決定，係參據金管會證期局八十一年二月十日發布之「股票承銷價格訂定使用財務資料注意事項」中所訂定之市場慣用公式，計算參考價後，由承銷商與發行公司參酌市場行情、未來產業前景及公司經營績效等因素後共同議定。惟因上開公式訂定已久，且有較注重歷史財務資訊、類似公司之選樣易被操縱等缺點，為回歸市場機制，使承銷價格訂定更合理化、彈性化，金管會遂於九十四年一月一日廢除承銷價格慣用公式，未來 IPO 案件承銷價格之訂定將由承銷商憑其專業評價能力與發行公司議定<sup>25</sup>。

承銷價格為承銷契約應為規定之重要事項之一。對外而言，承銷價格之議定應具合理性，且 IPO 案件之評估報告並應記載承銷價

---

<sup>24</sup>李啟賢、陳春山合著，證券發行實務精華—制度·法令·契約，五南圖書出版有限公司，85年4月，2版1刷，第236頁。

<sup>25</sup>依照民國94年10月13日所修正之中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法第四條之規定，現行證券承銷商辦理有價證券之承銷，其承銷價格以左列方式之一定之：一、競價拍賣。二、詢價團購。三、與發行公司、發行機構或有價證券持有人議定。

格訂定所採用的方法、原則或計算方式等合理性依據<sup>26</sup>，因評估報告為公開說明書內容之一，故承銷價格訂定之合理性依據倘有虛偽不實之情事，承銷商對於投資人即有負有公開說明書不實責任之風險。對內而言，承銷價格倘經確定者，發行公司與承銷商應訂明於承銷契約內，自無疑義。惟有疑問的是，依照發行人募集與發行有價證券處理準則第十一條之規定，發行人募集與發行有價證券，自申報生效或申請核准通知到達之日起，逾三個月尚未募足並收足現金款項者，主管機關金管會得撤銷或廢止其申報生效或核准。倘若發生契約雙方無法議定承銷價格，因而導致該次承銷案因超過上開募集期間而失敗之情事，此時，契約雙方之權責為何？後續處理方式為何？皆為訂定承銷契約之時應予考量之重點。

此外，在承銷價格確定後，於承銷商進行承銷前，因政策、天災、戰爭等不可抗力之因素，致該有價證券之價格發生巨幅變動時，倘若此時仍要求承銷商應依原訂之承銷價格銷售予投資人，在代銷之情況，倘若投資人毫無認購該有價證券之意願，而承銷商亦無義務自行認購，則該有價證券發行案，即產生無法達成完成募集資金

---

<sup>26</sup>民國 94 年 09 月 02 日股票初次上市之證券承銷商評估報告應行記載事項要點第三條：「1 承銷價格訂定所採用的方法、原則或計算方式及與適用國際慣用之市價法、成本法及現金流量折現法之比較。2 申請公司與已上市櫃同業之財務狀況、獲利情形及本益比之比較情形。3 所議定之承銷價若參考財務專家意見或鑑價機構之鑑價報告者，應說明該專家意見或鑑價報告內容及結論。4 申請公司於興櫃市場掛牌之最近三個月各月平均股價及成交量資料。5 推薦證券商就其與申請公司所共同議定承銷價格合理性之評估意見。」。

目標之風險。另在包銷之情況下，倘若承銷商無法以原訂之承銷價格銷售予投資人，則依照承銷契約之規定，其負有將所有未予銷售之有價證券全數或一部認購之義務，此對承銷商而言，係極大之市場風險。承銷商雖得運用「情事變更」之法理，作為減少其損失之方法。惟釜底抽薪之道，仍以於契約上明定因不可抗力之緣故致有價證券實際價格發生巨幅變動，而以原訂之承銷價格銷售，顯不公平者，契約雙方得另行議定承銷價格或協議終止承銷契約為宜。

## 二、交付公開說明書

發行公司與承銷商間相關權責之區分，除上節所述輔導程序外，在辦理承銷配售階段時，發行公司亦應配合為相關之協助。例如，公開說明書之交付。因依證券交易法第三十條、第三十一條以及第七十九條之規定，公開發行公司募集、發行有價證券或申請上市上櫃，發行人應負交付公開說明書之義務，證券承銷商出售其所承銷之有價證券，亦有代理發行人交付公開說明書之義務。若承銷商違反此項規定，除對善意相對人應負損害賠償責任外，亦屬違反承銷契約之委任義務，發行人得對承銷商依契約關係求償。而公開說明書之印製與提供義務人為公開發行公司，證券承銷商僅負責代為轉交予投資人。為避免權責不清，宜於承銷契約中訂明，如因公開發行公司未依約定時間及數量交付公開說明書予證券承銷商，致

該證券承銷商涉有民事損害賠償訴訟者並經確定應負損害賠償責任者，就該損失應由發行公司負責賠償。

### 三、過額配售股票之交付

另為因應九十四年一月一日所施行之承銷新制，發行公司負有協調股東交付百分之十五之股票予承銷商之義務，俾承銷商進行過額配售，用以穩定承銷價格。故承銷契約中自應將此項訂明為發行公司應盡之義務。倘有違反者，契約並應明訂發行公司之賠償責任。至於其他相關承銷費用分攤之義務，亦得於契約中訂明，自不待言。

#### 第二目 主協辦承銷商間權義之釐清

依照證券交易法七十六條第二項規定，證券承銷商共同承銷者，應指定一承銷商為主辦承銷商，其共同契約之內容，除適用前項之規定外，並應訂明主辦承銷商與其他共同承銷商承銷比例及其責任內容。所稱「共同承銷」，指由二以上之承銷商共同為承銷證券之行為。本項在七十七年一月二十九日修正之前，係規定：「證券承銷商共同承銷者，其共同契約之內容，除應表明連帶負責之旨及其共同承銷之負責人外，適用前項之規定。」，惟基於承銷商對於所承銷之證券負一定責任，在承銷數額龐大，風險較高之情形，承銷商由於本身資力之限制或有關法令之規定，往往不願或不能單獨承

銷，是以，共同承銷制度乃應運而生。惟上開法規要求共同承銷商均負連帶責任，不但與共同承銷制度之目的相違背，亦使承銷商之功能無法發揮，故七十七年一月二十九日證券交易法之修正乃將強制連帶負責之規定廢除。

而承銷契約之契約主體為發行公司及共同承銷商，然在實務上，共同承銷商會指定一承銷商為主辦承銷商，並授權其代表其他協辦承銷商與發行公司簽訂共同承銷契約。大部分承銷業務係由主辦承銷商主導辦理<sup>27</sup>，協辦承銷商事實上僅就核准上市（櫃）後之有價證券承銷配售部分負責。是以，承銷商辦理承銷配售業務倘有違反承銷契約之情事致生損害賠償責任時，為釐清主協辦承銷商之權責，似得於契約訂明主辦證券商與協辦證券商之責任內容依其所承銷之比例加以劃分。

惟上開法規雖已將強制連帶負責之規定廢除，然主協辦承銷商對於發行公司因履行承銷契約所應負之給付義務，性質上是否皆屬可分之債？是否皆得以各承銷商所承銷之比例劃分其所負責任及賠償範圍？尚有疑義。例如：有關承銷公告之辦理義務，即無法由發行公司依照各承銷商所分得承銷之比例請求各承銷商辦理承銷公告，

---

<sup>27</sup>是以，實務上相關主管機構對於承銷商進行承銷業務為評比記點，係以實際進行承銷業務之主辦證券商承銷商為記點對象。參照民國94年8月8日臺灣證券交易所股份有限公司就證券商承銷商所提出評估報告或其他相關資料缺失處理辦法第二條以及民國94年08月08日財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心就推薦證券商之評估報告或相關資料缺失處理辦法第二條規定。

故性質上，上開辦理承銷公告之給付義務似具不可分之債之性質，則此時發行公司應向主辦承銷商請求履行義務，抑或是得向其他任一協辦承銷商請求，即不無疑問。是以，契約雙方在訂定承銷契約時亦應一併注意此點。

### 第三目 損害賠償限額

承銷商履行承銷契約倘有違反善良管理人之注意義務<sup>28</sup>，致發行公司受有損害時，承銷商應負債務不履行之賠償責任，固無疑義。而依照證券交易法第八十二條以及行政院金融監督管理委員會民國九十三年十二月六日金管證二字第○九三○○○五八三七號之函釋，為導正承銷配售專業化及承銷業務收費來源合理化，而限定證券承銷商與發行公司議定之包銷報酬，最高不得超過包銷有價證券總金額之百分之十；代銷之手續費最高不得超過代銷有價證券總金額之百分之五。故為避免承銷商之損害賠償責任與其因辦理承銷業務所得之報酬相差懸殊，致承銷商辦理承銷業務之意願大幅降低，證券承銷商因履行承銷契約所須負擔之民事賠償責任，應以其所獲得之包銷報酬、代銷手續費或該報酬及費用之一定倍數為上限，較為公平。

---

<sup>28</sup>參照台北地方法院 86 年簡上字 432 號之判決意旨，承銷商辦理承銷業務違反承銷或再行銷售辦法時，屬違反注意義務。

## 第二項 承銷契約之履行

### 第一款 承銷期間

依照證券交易法第七十四條之規定：「第七十一條及第七十二條之承銷期間，不得少於十日，多於三十日。」，違反者，依同法第一百七十八條第一項第一款之規定，主管機關得處新臺幣十二萬元以上二百四十萬元以下罰鍰。本條限制最少承銷期間之目的在於防止代銷有價證券期間過於短促，承購人不易買到；限制最長承銷期間之目的，旨在避免拖延代銷期間。…如無最少時間限制，則承銷商遇到好股票，可任意規定其代銷期間，以使投資大眾不易購到，而遂其壟斷之目的。限制最長時間，乃為促使股票迅速進入市場。惟亦有人主張，有關承銷期間之限制，應回歸由契約約定即可，無須以法律硬性規定，以保持彈性<sup>29</sup>。

### 第二款 公開說明書之交付

#### 第一目 法令依據

按「募集有價證券，應先向認股人或應募人交付公開說明書。」，證券交易法第三十一條第一項載有明文。倘未為交付，同條第二項並規定：「違反前項之規定者，對於善意之相對人因而所

---

<sup>29</sup>賴英照，前揭著 19，第 555 頁。賴源河，前揭著 19，第 141 頁。

受之損害，應負賠償責任。」。此外，證券交易法第七十九條復規定：「證券承銷商出售其所承銷之有價證券，應依第三十一條第一項之規定，代理發行人交付公開說明書。」，而證券承銷商於違反證券交易法第三十一條第一項規定或第七十九條代理發行人交付公開說明書之規定，依同法第一百七十七條第一項第一款以及第一百七十八條第一項第一款規定，處一年以下有期徒刑、拘役或科一萬元以下罰金，或遭證券主管機關處以新台幣十二萬元以上、二百四十萬元以下之行政罰鍰。另中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法第 5-1 條第二項復規定，證券商承銷有價證券，應於證券承銷商網站登載公開說明書，及應配合投資人之要求，提供公開說明書。

## 第二目 風險分析

### 一、交付義務之主體是否包含證券承銷商

何人負有交付公開說明書之義務，上開條文並未明文加以規定，在解釋上發行人為募集、發行有價證券之主體，故應負有交付公開說明書之義務，庶無疑義。惟有疑問者，當有價證券之募集、發行係經由證券承銷商承辦，該證券承銷商是否具有交付公開說明書之義務？揆諸國內學者通說，認為應採廣義解釋<sup>30</sup>，將證券承銷

---

<sup>30</sup>賴源河，「公司法問題之研究(一)」，民國 71 年 6 月，第 16 頁；賴源河，前揭著 19，第 244 頁；

商納入交付公開說明書之義務主體範圍內，且美國、日本之立法例亦採此見解<sup>31</sup>，當無疑義。惟因違反交付義務之規定，除需負民事賠償責任外，並有受處「處一年以下有期徒刑、拘役或科一萬元以下罰金」之刑事責任。基於罪刑法定主義，實不宜將交付公開說明書之義務主體擴張解釋成包括承銷商。

## 二、法律風險之所在

依據前述證券交易法第三十一條第一項所訂「應先向認股人或應募集人交付公開說明書」之用語觀之，交付公開說明書之時點，應在「認股」或「應募」之前。而觀諸九十四年十二月一日前公開申購配售之實務作業，投資人參加公開申購時，應先行表達應募之意願，嗣由承銷商進行公開抽籤選出中籤之投資人，當投資人中籤後，按九十四年十月十三日修正前中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法（下稱承銷處理辦法）第五十三條第一項第五款第三目之規定，承銷商應於第七天將中籤通知書及公開說明書以限時掛號寄發各中籤人。另在其他配售方式方面，

---

賴英照，前揭著 19，第 239 頁；余雪明，證券管理，72 年 9 月修訂版，第 540 頁；劉連煜，新證券交易法實例研習，2004 年 9 月，第 257 頁；曾琬如，證券交易法原理，2005 年 3 月，第 205 頁。  
<sup>31</sup>美國 1933 年證券法第 12 條第 1 項規定：「任何違反第五條規定（即交付公開說明書之規定）出售證券之人，應向自其購買證券之人負民事責任，後者得依普通法或衡平法之規定，在任何有管轄權之法院請求返還價金及利息，減去自該證券所得之收入，而退還所購之證券；如已不再持有該證券時，得請求賠償損失。」日本證券交易法第十五第二項規定：「發行人、有價證券銷售人、承銷人或證券公司，以募集或銷售方式使他人取得或售予前項規定之有價證券時，應於事前或同時交付符合第十三條第二項及第四項規定之公開說明書。但證券公司使他證券公司取得或售予他證券公司時，不在此限。」而同法第十六條規定：「違反前條規定使他人取得有價證券者，對取得之人因該違反行為所生損害，負賠償責任。」。

承銷商係於競價拍賣得標後，寄發通知書時，或於詢價團購詢價結束，確定價格而寄發認購通知書時，一併將公開說明書寄發予認股人或應募人。因投資人得標、收受認購通知書或繳款通知書時，其仍得決定是否認購，因此，承銷商於寄發認購或繳款通知書時方併行寄發公開說明書以供投資人審閱，仍應符合上開法規之規定。

惟因九十四年十二月一日以前之公開申購作業，申購者於申購當時無須預先繳納申購金額，故中籤者不一定繳款，以致以人頭戶參與申購抽籤之案例甚多<sup>32</sup>，反而減少了許多真正有意願參與申購者之中籤機會。為減少抽籤人頭戶對市場的干擾，遂修正中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法第五十三條之規定：「以公開申購配售辦理承銷，應於向本公會申報承銷契約後，並依下列期限辦理有關申購、預扣價款及中籤通知等事項：

一、第一天：刊登承銷公告暨申購開始日。

二、第四天：申購截止日，暨申購人申購處理費、認購價款及中籤通知郵寄工本費繳存往來銀行截止日。

三、第五天：申購處理費、認購價款及中籤通知郵寄工本費扣繳日，暨經紀商之往來銀行辦理申購人申購處理費、認購價

<sup>32</sup>參照台北地方法院 86 年簡上字第 432 號、93 年度簡上字第 70 號民事判決。

款及中籤通知郵寄工本費扣繳事宜。

四、第六天：公開抽籤日。由證交所辦理公開抽籤，證交所應做成中籤資料回報各收件經紀商，並彙報主辦承銷商，以供申購人查閱。

- 五、第七天：(一)申購處理費、預扣認購價款及郵寄工本費解交日；
- (二)經紀商辦理無息退回未中籤人之預扣認購價款及郵寄工本費，未中籤人之申購處理費不予退回。
- (三)承銷商應將中籤通知書及公開說明書(或應募書)  
以限時掛號寄發各中籤人。」

由上可知，新制下之公開申購方式，因投資人必須先行繳納認購款，其於中籤後並無認購與否之選擇權利，故其先行繳納股款之時，即為「認股」或「應募」之時，而承銷商於投資人繳納股款後始將中籤通知書及公開說明書寄發各中籤人，解釋上似有違應先向認股人或應募集人交付公開說明書之規定，而產生適法性爭議。

### 第三目 檢討與建議

依證券主管機關之規定，發行公司於申請募集、發行有價證券，於送件前應先將其「公開說明書稿本」之電子檔案，上傳至證券市場之「公開資訊觀測站」網站(<http://mops.tse.com.tw>)，公開予社

會大眾查閱<sup>33</sup>，並應將書面資料檢送予證券交易所、中華民國證券櫃檯買賣中心、中華民國證券暨期貨市場發展基金會及證券商業同業公會，供其公開陳列，以提供投資人查閱。是以，在目前發行實務上，投資人在有價證券承銷之前，均可透過「公開資訊觀測站」及前揭證券交易所等四單位之公開陳列處所，獲悉發行公司公開說明書之資訊。

為因應上開承銷新制之變革，且在不違背保護投資人權益之前提下，如能透過證券主管機關解釋於已符合下列二種狀況下：「1. 將公開說明書稿本，上傳於「公開資訊觀測站」網站，處於可供投資人隨時查閱之情況；2. 將書面稿本放置於證券交易所等單位公開陳列」，可謂已符合證交法第三十一條第一項「先行交付」之規定，似得有效避免該等未先行交付公開說明書，所衍生之民事損害賠償責任，甚至刑事責任<sup>34</sup>之風險。

惟縱使主管機關願意為上開廣義之解釋，然因行政解釋無法拘束司法機關。是以，長治久安之計，仍應以修正證券交易法之方式，將該法第三十一條之「交付」，修正亦包括「將公開說明書稿本，上傳於『公開資訊觀測站』或發行人、承銷商網站或其他網站或是

<sup>33</sup>請參閱金管會證期局「公開發行公司應公告或向本會申報事項一覽表」(93年2月10日修正)，及「公開發行公司網路申報公開資訊應注意事項」(93年12月17日修正)。

<sup>34</sup>依據證券交易法第177條規定，違反交付公開說明書之義務者，處1年以下有期徒刑、拘役或科或併科新台幣120萬元以下罰金。

投資人個人電子信箱，處於可供投資人隨時查閱之情況」等電子傳輸方式，而不僅限於傳統之物權移轉交付之概念。此時正值證券交易法修正草案擬定之際，貴公會亦得把握此機會，將證券交易法應予修正之處，擬定相關修正條文，併同送立法院審理通過。

### 第三章 證券商實務運作與相關法制之檢討與建議

#### 第一節 因人頭戶問題造成證券商之法律風險與檢討

##### 第一項 人頭戶問題造成證券商之法律風險

按因人頭戶濫用問題而對證券商造成之法律風險，實務上最常見者，即為不法集團假借人頭戶炒作股票，先在集中交易市場大量進出，製造股市活絡之假象，待股價抬高或壓低至一定價位後，即套取差價利益，再惡意違約不交割。因證券交易法第一百五十三條規定證券商有代行交割之義務，以致當證券商於事後進行追償時，方發現被借用之人頭戶實際上多為無資力之人，又即便證券商向人頭戶提起訴訟，被借用之人頭戶，又多以不知情、未授權，或主張受託契約係與證券商通謀虛偽而無效，提出抗辯，造成證券商在訴訟上追償困難，而證券商如轉向實際使用人進行追償時，實際使用人又以證券交易法第十九條規定抗辯雙方並未依法簽訂受託契約，其非契約當事人，拒不賠償，造成證券商求償無門，發生極大之法律風險。

再不法集團炒作股票，如係由證券商負責人或營業員提供人頭戶。證券商負責人或營業員在提供時如明知或可得而知不法集團係為不法炒作股票，證券商更有可能因此成為不法炒作行為之幫助犯。如進一步與不法集團而有犯罪之謀議，行為之分擔，例如幫忙開戶、接單、下單、喊盤，或

為交割而協助調度資金，甚至成為不法炒作行為之共同正犯。依證券交易法第一百五十五條第三項規定，對於善意買入或賣出有價證券之人所受之損害，即應負民事損害賠償責任。

再公司法第二十三條第二項規定，公司負責人對於公司業務之執行，如有違反法令致他人受有損害時，對他人應與公司負連帶責任。民法第一百八十八條第一項亦規定，僱用人對受僱人因執行職務，不法侵害他人權利者，由僱用人與行為人連帶負損害賠償責任，故如有證券商負責人或營業員，在不法集團炒作股票過程中，其行為有被認為係職務上行為，或客觀上與職務有一定之關連，或係利用機會，證券商即有可能被依上述規定，對第三人所受之損害，負損害賠償責任，無形中亦加深證券商在經營上之法律風險。

綜上可見，人頭戶之濫用對證券商所造成之法律風險，不可小覷。本項爰先就人頭戶之濫用，造成證券商對人頭戶及使用人在法律追償上發生困難之風險，提出檢討。至於其他因證券商負責人或營業員提供人頭戶炒作股票所生之民事損害賠償責任，則另在他項檢討。

### **第一款 對人頭戶進行法律追償時所生之法律障礙風險**

按證券商在人頭戶如有發生違約交割或融資融券期限屆滿未清償等債務不履行情事時，證券商或證金公司即得依約向帳戶名義人即

人頭戶求償。惟實務上，當證券商在向人頭戶提起求償訴訟時，人頭戶卻常以下列理由，抗辯其契約責任，造成證券商追償困難：

一、人頭戶常以其未出具授權書，且對下單之事不知情，故為該筆交易為無權代理，其效力不能及於人頭戶，而為抗辯。

然查，實務上，法院固曾有對於欠缺授權書之個案，因人頭戶未出具授權書委任他人代理委託買賣，而證券商卻亦仍受理利用者代理下單之情形，認定委託買賣之效力並不及於人頭戶；<sup>35</sup>但有相反判決<sup>36</sup>則認為，縱人頭戶未出具授權書，惟在受託買賣契約成立後，倘人頭戶就證券商於成交當日所作成之成交回報與證券商寄送之買賣報告書、交易憑單、追繳通知書或對帳單等，未表示反對或異議者，則人頭戶既已同意他人藉其帳戶委託買賣，則於此帳戶內所為之交易行為，其法律效果自應歸屬人頭戶。

至於人頭戶未出具授權書而證券商卻仍受理下單，證券商或證券商從業人員雖或有因違反證券商管理規則第三十七條、證券商負責人與業務人員管理規則第十六條，而受證券交易法處罰之可能。但上述規定應僅解為證券商或從業人員之行政管理規定，而非為法律行為之效力規定。

<sup>35</sup>參見台灣台北地方法院 88 年度重訴字第 956 號判決，士林地方法院 89 年度重訴字第 248 號判決。此二判決皆為新巨群集團利用人頭戶為融資融券案。

<sup>36</sup>參見台灣台北地方法院 88 年度重訴字第 279 號，此判決為國揚集團利用其員工名義開立人頭戶而為融資融券案。台灣高等法院重上字第 411 號判決，此判決為禾豐集團利用其員工名義開立人頭戶而為融資融券案。

另有關證券委託買賣代理權之授與方式，實際上，法律亦無限制只能出具授權書，故人頭戶仍得以其他方式將代理權授與他人。依民法第一百六十九條「表見代理」規定，倘證券商能另行舉證，人頭戶有其他行為可認該受託買賣業經伊合法授權，例如人頭戶已明白向證券商表示該帳戶將由何人下單，或人頭戶於收受證券商買賣報告書、交易憑單、追繳通知書或對帳單後，未即時向證券商表示該筆交易非自己下單而為異議，當亦得推認人頭戶事前應已知悉且同意利用人利用其帳戶委託買賣或融資融券，為有權代理，或得認有表見代理情形，人頭戶仍應負授權人責任。

二、另人頭戶亦曾抗辯，因證券商係明知或可得而知人頭帳戶為使用人集團所用，故受託契約與融資融券契約係通謀虛偽表示，依民法第八十七條規定，對人頭戶應屬無效。

按人頭戶亦曾有在訴訟中主張，依該帳戶內資金來源之自備款及金額觀之，其帳戶內之鉅額資金顯非人頭能力所及，故證券商應明知或可得而知人頭帳戶係為使用人集團所使用，是以，人頭帳戶與證券商間所簽訂之受託契約與融資融券契約係通謀虛偽意思表示，依民法第八十七條規定，應為無效。<sup>37</sup>

---

<sup>37</sup>參照台灣高等法院 88 年度重上字第 411 號判決。

惟所謂通謀虛偽意思表示，依法院實務，係指雙方當事人皆欠缺內心之效果意思，而表意人此項非真意之意思表示亦為對方所明知，雙方乃進一步相互故意為非真意的合意表示。再者，虛偽意思表示，應以表意人與相對人間有意思聯絡為要件。故證券商若依人頭戶授權之代理人之委託買賣有價證券，而買賣報告書、交易憑單、追繳通知書亦寄達人頭戶使其知悉，違約交割後亦向人頭戶求償，尚難認其等間有通謀虛偽意思表示。故證券商雖明知或可得而知帳戶為使用人集團所用，但不一定構成通謀虛偽意思表示，仍應視其具體情況而認定之。

另依最高法院五十四年台上字第二四三二號判例，有關民法第二百一十七條之與有過失規定，於契約責任亦有適用。倘證券商係明知人頭戶為集團使用，其受理下單非考慮人頭戶之信用能力，而專為配合集團使用，於集團爆發違約交割，而證券商轉向人頭戶求償時，人頭戶或有可能主張證券商與有過失，而由法院減輕人頭戶之賠償責任。

## **第二款 對實際使用人為追償時所生之法律障礙風險**

按證券商在事後向實際使用人提起求償訴訟時，實際使用人常援引證券交易法第十九條規定，主張受託契約、交易契約及融資融券契約，且均為法定要式契約，須以書面為之。而實際使用人因未與證券

商簽訂書面契約，故其並非受託契約當事人，乃拒絕賠償。造成證券商追償困難。

惟因該修條規定立法理由，原為保障投資大眾，況實際使用者於開戶時即已知受託契約內容，實際使用人既為受託契約之實質利益歸屬人，本應就該帳戶之盈虧負責，應負契約責任。是對人頭戶所造成之損害，實際使用人自責無旁貸。且實務上，亦有在事發後，即由證券商或證金公司與實際使用人簽訂併存之債務承擔契約，例如在新巨群集團、禾豐集團及國豐集團等案，事後即由各集團承擔人頭戶之契約債務，故實際使用人自不得再以非受託契約當事人卸責。

## **第二項 檢討建議**

### **第一款 對異常交易通知書之寄送**

按如前述，人頭戶常以其不知或未經授權，抗辯其應對證券商所負之契約責任。故在風險控管上，證券商即應加強對帳戶本人之告知義務，以杜絕人頭戶以不知情為由脫免責任。故本所乃建議證券商在發現有異常交易時，應立即並主動向客戶告知。並應依客戶身分證明文件上所列戶籍地址或公司登記資料上之本公司所在地寄發異常交易通知書，而非人頭戶開戶時填寫之聯絡地址。蓋該聯絡地址常常即為實際使用人之地址。又在通知書上，並應明確告知出借帳戶者所應

負之法律責任，使人頭戶再難以其主觀上無故意或過失作為抗辯。

**第二款 應於受託契約明訂，倘客戶有授權他人代為下單時，該被授**

**權下單之人應另立聲明書承諾對客戶負連帶保證責任**

按實際使用人通常即為客戶於受託契約中之被授權下單之人，故為使實際使用人亦擔負受託契約之法律責任，即應於受託契約中明訂，倘客戶有授權他人代為下單時，該被授權下單之人應另立聲明書，承諾對客戶負連帶保證責任。

**第三款 應在受託契約中明訂，倘客戶有授權第三人代為下單情事**

**時，除客戶有反證外，即推定授權下單之交易皆屬有效行為**

為杜免證券商向客戶或實際使用人追償時，於訴訟過程中，舉證困難，應在受託契約明定，於客戶有授權第三人下單情事時，除客戶確有反證外，即推定授權下單之交易，皆屬有效，藉舉證責任之倒置，使法律關係得以明確。

## **第二節 代辦融資融券業務所生之法律責任**

依我國法制，關於證券信用交易之授信機構，計有證券金融公司(以下簡稱證金公司)及自辦信用交易之證券商二者(證券交易法第十八條及第六十條規定參照)，亦即於我國證券信用交易現況，除了自辦信用交易之綜合證券商可直接對投資人辦理信用交易外，證金公司亦得辦理信用交易之

授信業務<sup>38</sup>。其中證金公司對投資人辦理信用交易情形，係經由代辦證券商與證金公司簽訂「融資融券代理契約書」方式，由證金公司委任與客戶有往來關係之證券商予以辦理。

惟目前證券實務上，證券商受證金公司委任代辦融資融券業務過程中，倘代辦信用交易證券商之營業員盜開或盜用第三人信用交易帳戶提供予他人買賣股票，致證金公司爰依侵權責任及契約責任等向證券商請求損害賠償。證券商於代辦此項融資融券業務過程中，卻因而面臨嚴重的法律風險。本研究報告，謹就目前司法實務之相關裁判及證券商與證金公司就代辦融資融券業務所生主要爭議予以分析，並提出建議方向於后。

## 第一項 現況風險分析

就前述代辦信用交易證券商之營業員盜開或盜用第三人信用交易帳戶提供予他人買賣股票乙節，倘致證金公司無法向信用交易帳戶遭盜開或盜用之人請求返還融資款項，證金公司向證券商請求損害賠償，不外係爰依民法第一百八十八條僱用人責任及民法第五百四十四條與融資融券代理契約書約定等契約責任請求證券商賠償其損害。

目前司法實務上就前述營業員未徵得證券投資人同意，擅自提供第

---

<sup>38</sup> 我國之證券信用交易制度與美國、日本、韓國有所不同。在美國制度上並無證金公司之設定，而由證券商直接向投資人進行融資融券，如款項不足時，轉向商業銀行進行融通，而在日、韓制度方面，係由證金公司向證券商融資融券，再由證券商直接向投資人進行融資融券。請參閱賴英照，前揭書第4冊，第386至388頁。

三人帳戶融資買進股票問題，多數見解認為證券商應負損害賠償責任。其中除民法第一百八十八條僱用人責任，因證金公司起訴時經常已罹於消滅時效，故法院認為其請求無據。另關於證券商應負契約責任，實務見解主要判決理由如下<sup>39</sup>：

- 一、依據證券商與證金公司間簽訂之融資融券代理契約書約定可知，證金公司委任證券商處理投資人融資融券業務，且對外授與代理權，由證券商代理證金公司辦理其與投資人間之融資融券事宜。
- 二、證券商之營業員為證券商之履行輔助人，其未徵得證券投資人同意，擅自提供第三人帳戶融資買進股票，足證證券商之使用人於履行代理契約時有故意違法行為，依民法第二百二十四條前段規定，證券商應就該故意行為與自己之故意負同一責任。
- 三、證金公司因證券商違反代理契約，受有無法取回融資款之損害，而該損害之發生係因證券商之營業員故意提供人頭帳戶供第三人使用所致，且證金公司於撥付融資款時即受有損害，故證券商之使用人故意提供人頭帳戶之違約行為，與證金公司所受損害間具有相當因果關係。
- 四、又證金公司對證券商之營業員盜用、盜開人頭戶之情事均不知

---

<sup>39</sup>詳細請參考台灣台北地方法院 91 年重訴字第 2742 號判決、台灣台北地方法院 89 年重訴字第 490 號判決、台灣高等法院 90 年重上字第 364 號判決及最高法院 91 年度台上字第 1558 號判決。

情，則難謂證金公司對於融資之撥放有何過失。且不知情人頭戶對於融資款並無清償義務，故人頭帳戶之信用及清償能力與證金公司核准之融資成數無關，故證券商主張過失相抵，不足為採。

綜上可知，法院多數見解認為按民法第五百四十四條及第二百二十四條前段等規定及融資融券代理契約書約定，證券商受證金公司委任處理融資融券業務事宜致其受有損害，應對證金公司負損害賠償責任。

另實務少數見解曾認為代辦證券商依融資融券代理契約書約定，對證金公司負有契約責任，惟證券商僅有收件檢查及轉送之責，其責任顯然低於證金公司，因該融資融券所生損害自難令證券商負全部責任。故採用衡平原則認為，代辦證券商應僅就其所受報酬比例部分負責<sup>40</sup>。

日前台灣台北地方法院九十一年重訴字第二七四三號民事判決就證券商代辦融資融券業務應負契約責任之構成要件乙節，例如：證券商應負之契約義務、證券商就其營業員之故意行為應與自己之故意負同一責任及損害發生時點與相當因果關係等，與上開實務多數見解並無二致。惟其認為證金公司對於投資人之徵信及融資

---

<sup>40</sup>請參見台灣高等法院 90 年度重上字第 326 號民事判決。

交易，有最後實質審查及核對之權利與義務，故投資人違約之損害係肇因於證券公司營業員之故意侵權行為、證券公司未盡善良管理人注意義務、及證金公司對各個投資人融資未盡徵信、核對過失，故認證金公司對於損害之發生與有過失<sup>41</sup>。

## 第二項 檢討與建議

如前所述，證券商於代辦融資融券業務過程中，參酌目前司法實務對於證券商應負責任之法律見解，除少數判決有按過失程度或報酬多寡採比例責任外，多數見解認為證券商應負全部責任，致證券商實面臨嚴重的法律風險。惟查，上開各該判決中，訴訟兩造爭執最大所在為依融資融券代理契約書所載，所謂證券商代辦融資融券業務其受任範圍究竟為何？蓋自投資人開立信用交易帳戶至證金公司撥付融資款至交割帳戶，此牽繫融資業務一連串之作業流程，究竟哪些係屬證券商受託代辦事項？何部分又屬證金公司應自行辦理事項？雙方各執乙詞。顯見，證券商及證金公司面對上開融資業務就法律上所生爭議，實起因融資融券代理契約書規範之不明確。

又目前司法人員普遍對於融資融券業務及實際作業流程不甚瞭解，多半僅能從雙方陳述及融資融券契約所載事項予以綜合判斷，而雙方於訴訟

---

<sup>41</sup>台灣台北地方法院 91 年重訴字第 2743 號民事判決：係由證金公司負擔 52%過失責任；證券商負擔其餘 48%過失責任。

程序必然各自表述，益徵以契約載明雙方權利義務之重要性，且證券商受任範圍與其責任歸屬，及其應負損害賠償範圍又將密切相關，當有一併明確規範之必要。

為解決上述證金公司與證券商所生爭議，經分析檢討後，建議應於融資融券代理契約書中明確規範雙方之權利與義務，始為根本解決之道。茲提出下列幾項建議：

#### 一、於契約書中明訂證券商代辦業務範圍：

查諸目前證券商與證金公司簽訂之融資融券代理契約內容<sup>42</sup>（下稱融資券契約書），其中關於所謂證券商受證金公司委任事項主要為：開立信用帳戶及其他與委任事項相關文件之檢查及轉送；投資人融資融券；及清償融資融券等事項。由上可知，融資券契約書就證券商之受任事項及證金公司協力義務等均付之闕如，僅泛稱「融資融券」乙詞，對於一連串融資融券業務之作業程序中，實無法明確證券商受任事項暨其受任範圍，此為雙方糾紛所在。為此，為杜絕爭議，建議於融資券契約書中，應將融資融券業務各該作業流程，詳細於契約中載明，並明確區分證券商受任事項暨其範圍，及證金公司之協力義務。

---

<sup>42</sup>參照台灣台北地方法院 91 年重訴字第 2742 號民事判決理由。

## 二、於契約書中得約定證金公司之責任：

參照「證券金融事業管理規定」第八條第二項規定，證金公司受理投資人開立信用交易帳戶應依規定辦理「徵信」；而依證金公司「融資融券業務操作辦法」規定，代辦證券商又有所謂「初審」義務，究竟證金公司之徵信應踐行何種程序？而所謂證券商的初審，其審核內容究何所指？於融資券契約書均未有相關約定，其他各該管理規定或操作辦法亦未臻明確，徒生雙方爭議。

又依目前融資券契約書約定及實務作業，投資人向證券商申請開立信用交易帳戶，該融資券契約書係由證金公司親自簽署，並未授與證券商代為簽署之權利，且投資人每筆融資券交易均須證金公司同意後始得核撥，故關於融資券契約書及每筆融資券交易之核准與審核，證金公司始有最終審核之權。

惟為避免雙方責任重複致責任混淆不清，及考量證金公司為實際簽署融資券契約書者，並參酌證券商受領報酬金額多寡，建議得於融資券契約書約定，就投資人開立信用帳戶辦理徵信、融資券契約書及融資券交易之審核及核准均屬證金公司責任，以茲明確。

## 三、於契約書中明訂證券商可歸責事由：

再參酌實務上融資券代理契約書就證券商可歸責事由之約

定，僅泛稱「如有可歸責事由，證金公司得終止契約」等語。實則，可歸責事由究何所指或其態樣為何？或不同歸責事由所生之契約效果有何？上開等情均未於融資券代理契約書約定，此亦證券商及證金公司糾紛所在。又查，責任乃係伴隨契約義務而生，故倘於融資券契約書中明定證券商之受任事項暨其範圍，當應再詳予列舉可歸責事由暨其所生之契約效果。

#### 四、於契約書中得約定損害賠償範圍：

再者，參酌目前證券商因代辦融資融券業務所得收取報酬，實務上約為百分之五，故倘證券商認為所面臨法律風險與報酬比例有顯不相當之虞，按除故意或重大過失責任不得預先免除外（民法第二百二十二條參照），建議雙方得依據契約自由原則，於融資券契約中明定證券商損賠償範圍上限或僅依收取報酬負擔比例責任等條款，以杜爭議。

### 第三節 證券經紀商與自營商違反市場操縱行為民事損害賠償責任之法律風險與檢討

#### 第一項 證券經紀商之法律風險

按實務上，最常見證券商負責人或營業員為業務績效而提供人頭戶予客戶從事交易買賣，若其在提供時明知或可得而知客戶係為不法炒作股

票，證券商將有可能因此成為不法炒作行為之幫助犯，證券商負責人或營業員如進一步與不法集團有犯罪之謀議，行為之分擔，例如幫忙開戶、接單、下單、喊盤，或為交割而協助調度資金，甚至成為不法炒作行為之共同正犯。依證券交易法第一五五條第三項規定，對於善意買入或賣出有價證券之人所受之損害，即應負民事損害賠償責任。而依學者見解<sup>43</sup>，倘證券商如其行為有該當構成要件之具體情形時，證券商仍有可能構成本條炒作行為之主體，而應依該條第三項負損害賠償之責。更有學者<sup>44</sup>稱，本條之賠償，被告並無責任限額，更加重了證券經紀商之法律責任與風險。

## 第二項 證券自營商之法律風險

又在證券自營商，同樣亦有可能因自行買賣，而被誤認有觸犯本條之市場操縱行為，因而應負本條第三項之民事損害賠償責任。蓋在法院實務上，亦曾有對證券自營商為起訴判決<sup>45</sup>。依檢察官起訴要旨，略以被告係某綜合證券公司之協理，負責該公司自營部買賣有價證券之相關業務，明知對於在證券交易所上市之有價證券，不得有「在集中交易市場，不移轉證券所有權而偽作買賣」之行為，竟於民國八十六年七月二十二、二十六、二十八、二十九日及同年不月二日等五個營業日，以華升電子工業股份有

---

<sup>43</sup> 賴源河，前揭著 19，第 149 頁。

<sup>44</sup> 余雪明，證券交易法，2001 年 4 月，第 621 頁。

<sup>45</sup> 台灣台北地方法院 89 年度訴字第 105 號判決。

限公司(下稱華升電子)股票為對象，對華升電子股票有於同一營業日實際上不移轉所有權權而偽作買賣之行為，…因認被告對於在證券交易所上市之有價證券，在集中交易市場不移轉證券所有權而偽作買賣，所為係違反證券交易法第一百五十五條第一項第二款，犯有同法第一百七十一條之罪嫌云云。

但法院判決認為，檢察官起訴時確有誤解證券交易法第一百五十五條第一項第二款「不移轉所有權偽作買賣」法條文義情事，復認被告雖有於五個交易日買賣華升股票，並有買到自己之股票，但有關該五日個交易日被告買賣華升股票，買進、賣出、成交之筆數與股票張數皆不同，是被告如何偽作已難想像；再認被告會買到自己的賣單，係因偶然錯帳，尚不足以影響股市行情等，乃為被告無罪之判決。

上述判決最後雖仍判決被告無罪，但既被起訴，即證明證券自營商仍有可能觸犯證券交易法第一百五十五條規定，進而發生同條第二項損害賠償責任。故自營商於自行買賣時，仍應謹慎注意，避免被誤認為有上述各款之市場操縱行為。

### **第三項 檢討建議**

如何降低證券經紀商或自營商被誤認為有違反本條之市場操縱行為，本所建議如下：

- 一、證券商經紀商稽核人員應隨時注意，證券商接受客戶下單成交各股占全市場該股成交比例，是否有過度集中現象，並密切觀察營業員是否有違規接單情事，事前事後調查，以免被誤認有協助不法炒作情事。
- 二、證券自營商在自行買賣時，應注意避免有類似證券交易法第一五五條各款之市場操縱之行為。
- 三、就主管機關、交易所或櫃檯買賣中心所發布之防範炒作稽核程序<sup>46</sup>，證券自營商亦應注意，買賣個股累積漲跌幅之加總比率及成交數量，以免遭誤認有聯合炒作之行為，而淪為被查核之對象。

#### 第四節 證券經紀商與自營商涉有內線交易民事損害賠償責任之法律風險與檢討

##### 第一項 證券經紀商之法律風險

按證券交易法第一百五十七條之一有關禁止內線交易之規定，原為我國於民國七十七年證券交易法修正時，為防止因有資訊取得不平等，造成交易不公而設。依學者見解<sup>47</sup>，該條條文第一項第三款所指「基於職業或控制關係獲悉消息」，法雖無明文解釋，但參酌美國證管會之見解，認為基於職務上之關係直接或間接取得內部消息者，應視為內部人員，因此證券經

---

<sup>46</sup> 防範證券自營商與證券信託投資事業聯合炒作櫃檯買賣有價證券監視作業程序、台灣證券交易所防範證券自營商與證券信託投資事業聯合炒作有價證券監視作業程序。

<sup>47</sup> 賴源河，前揭著 19，149 頁。

紀商亦為本條第一項第三款，基於職業或控制關係獲悉消息者。

實務上常見有因內線交易而遭法院起訴判刑者，而證券經紀商因為市場上之第一線，故亦常因職務關係，而能獲知涉及發行公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息，例如接受上市(櫃)公司內部人之下單，或銀行機構兼營證券業務因而知悉銀行將對上市公司抽銀根，或與證券商為關係企業(例如自營部或投顧投信)因而由公司內部獲知上市公司將有重大採購等。在該對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息尚未公開前，證券商負責人或營業員如有將此重要消息洩漏予他人，而使其對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票或其他具有股權性質之有價證券，買入或賣出，證券經紀商即有可能因此觸法，而應負該條第二項之民事損害賠償責任。

## **第二項 證券自營商之法律風險**

同樣情況亦發生在證券自營商，因其亦有可能基於職業或控制關係獲悉涉及發行公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息，而成為證券交易法第一百五十七條之一有關禁止內線交易之行為犯。

例如在銀行機構兼營證券業務，因銀行內部資訊，而知悉銀行將對上

市公司抽銀根，或因投信投顧之分析，或與證券商為關係企業自公司內部得知，或透過拜訪客戶因而獲知等，故在該涉及發行公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息尚未公開前，倘證券商負責人或營業員有不法利用此重要消息或洩漏予他人，而對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票或其他具有股權性質之有價證券，買入或賣出，證券自營商即有可能因此觸法，同負該條第二項之民事損害賠償責任。

經查，法院實務上有關證券自營商涉及內線交易之案件，並不多見。在台灣台北地方法院曾有判決<sup>48</sup>，某上市公司董事長，因該上市公司即為某證券公司大股東，而與該證券公司關係密切。惟該上市公司董事長明知其為上市公司之內部人，依證券交易法第一百五十七條之一第一項之規定，於獲悉上市公司有重大影響其股票價格之消息後，在該消息未公開前，該上市公司董事長或由其知悉消息之人不得買入或賣出該上市公司之股票，竟於該上市公司發布重大影響其股票價格之前，與前揭證券公司之董事長共同基於概括犯意聯絡，利用該上市公司董事長因職務而預先知悉上市公司將發布重大訊息之機會，先將重大訊息告知前揭證券商董事長，再由證券商董事長於證券商自營部協理以該上市公司營運狀況不佳，不建議購買該上市公司之股票下，仍於投資決策會議上或自行指示證券商自營部

---

<sup>48</sup> 參照台灣台北地方法院 94 年度易字第 59 號判決。

營業員於重大消息發布前，買入、賣出該上市公司股票，嗣該上市公司董事長及證券公司董事長，乃被檢察官認為均有觸犯證券交易法第一百七十一條第一款之罪嫌而提起公訴。雖最後法院並未判決證券商負責人有罪。但由茲以觀，證券自營商仍有觸犯本條內線交易犯罪之可能，因而亦有面對本條第二項民事損害賠償責任之風險。

### **第三項 檢討建議**

為防止涉及發行公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息被不當流用，造成證券經紀商與自營商有被誤認為內線交易之法律風險。證券經紀商及自營商除應督促從業人員嚴格遵守有關證券商管理規則第七條、第三十七條第十四款及第四十四條、第四十五條，證券商負責人與業務人員管理規則第十八條第一、二、二十款相關規定，禁止將職務上所知悉之消息洩漏予他人外。

另本所建議應從加強證券經紀商與自營商之組織與辦公處所之區隔、建立資訊管理制度、及作好員工訓練及切結等層面著手，以確實築起所謂之防火牆，作好內部之隔絕，避免消息外漏，以免被誤認有內線交易。

#### **一、加強各部門辦公處所之區隔：**

- (一)自營部門者，應與其他部門如經紀、承銷、股務代理、研究部門及其他部門間，有獨立分開之辦公處所。

- (二)自營部門與經紀、承銷、股務代理及研究部門應建立人員進出管制制度，非部門員工除職務需要並經特准外，不得任意進出。
- (三)於股市交易時間內，經紀部門營業櫃檯，除依法令規定及經核准進行必要維修人員外，其他部門人員禁止進入。自營部門除稽核人員及經授權人員外，其他部門禁止進入；
- (四)各部門仍應有內部資訊控管制度，並指定控管人，負責資訊之保管、傳遞等。
- (五)對敏感性資訊之範圍，各部門應有界定標準，並應以機密資料控管，禁止不當傳遞或使用。
- (六)各部門因業務需要而有傳遞特定內部資訊時，應建立相關核准及傳遞制度。
- (七)各部門不得與其他部門有共同約定影響有價證券價格之情事。

## 二、建立資訊管理制度：

- (一)使用電腦作業，應建立系統安全管理制度，維護資訊安全。
- (二)經紀部門對客戶之開戶、徵信、交易資訊應建立調閱制度，除依法令規定及經授權核准得為調閱外，其他人員禁止調閱。
- (三)自營部門就買賣決策及股票之進出、庫存、持股比例等，應建立控管制度，除依法令及經授權核准得為調閱外，其他人員禁止調閱。

(四)對尚未公開資訊及有利益衝突之股票，自營部門應適時建立不得買賣之控管名單。

(五)自營部門在承銷部門承銷特定公司有價證券期間內，應注意不得為自己取得所包銷或代銷之有價證券。

(六)承銷部門所承銷或再行銷售之有價證券，不得向公司董事、監察人或受僱人銷售。

(七)承銷部門因接受委託辦理上市、上櫃及財務規劃所獲得之資訊應建立控管制度，並對參與人員建立管制名單，非承辦人員除經授權核准者外，不得調閱資料。

(八)承銷部門於承銷期間內，除依法令規定外，不得為自己取得所包銷或代銷之有價證券。

### 三、員工訓練與切結：

(一)於舉辦員工職前及在職訓練時，上課內容應包含避免資訊不當使用及證券法規禁止事項之課程或宣導。

(二)應要求公司負責人與業務人員簽具切結書，對因執行職務所取得之未公開業務訊息，聲明不違法使用或外漏，否則應負法律相關責任。

(三)於公司員工異動或離職時，仍應要求就渠等因職務關係所獲悉之未公開資訊，應遵守公司規定，不得違法使用或外漏。

## 第五節 證券經紀商與自營商從業人員民事損害賠償責任之法律 風險與檢討

### 第一項 法律風險現況風析

按證券商受託契約準則第一條，即規定有關證券交易之相關法令、交易所營業細則、章則及公告及其他規定，亦屬受託契約之一部，故證券商之負責人或營業員，如有違背相關法令等，侵害他人時，除有涉及民事侵權行為外，並有違背受託契約情事。是在說明證券經紀商與自營商所面臨從業人員民事損害賠償責任之法律風險，即應就法定侵權行為之損害賠償責任及因違背受託契約所生債務不履行損害賠償責任，分別說明，方能一窺全貌。

#### 第一款 侵權行為損害賠償責任

按實務上過去常見證券商營業員有盜賣或挪用客戶股票情事，證券商乃因而遭客戶依民法第一百八十八條規定求償。蓋依民法第一百八十八條之民事損害賠償責任，係僱用人就受僱人因執行職務，不法侵害他人之權利者，僱用人即應與行為人連帶負損害賠償責任。故受害人如欲主張證券商之僱用人連帶賠償責任，即應循一般侵權行為規定，先舉證證明，營業員於執行職務時確有故意過失，再須證明其加害行為確屬不法，並應證明加害行為與損害結果間確有因果關係。而其請求權時效為知悉後二年或自行為發生後十年內，再有關僱用人之

連帶賠償責任依法律規定，因非屬僱用人之侵權行為責任，故僱用人得主張其於選任受僱人及監督其職務之執行時，已盡相當之注意或縱加以相當之注意而仍不免發生損害者，進而主張免責。

但近來則因有證券商之經理人，被依公司法第二十三第二項規定求償。依公司法第二十三條第二項之規定，公司負責人對於公司業務之執行，如有違反法令致他人受有損害時，對他人應與公司負連帶賠償之責。又公司之經理人在其執行職務範圍內，依公司法第八條規定亦為廣義負責人，故公司之經理人對於公司業務之執行，如有違反法令致他人受有損害時，對他人亦應與公司負連帶賠償之責。

惟就該公司法規定之侵權行為責任。多數學者，以為係公司之侵權行為責任，而與前述民法第一百八十八條規定之僱用人連帶責任不同。故公司不得主張其於選任經理人及監督其職務之執行時，已盡相當之注意或縱加以相當之注意而仍不免發生損害者，進而主張免責。再被害人請求公司賠償時，亦不須證明公司有故意過失，且其請求權之時效，亦並非只有兩年或十年，而係依一般請求權時效規定，長達十五年。因兩者之性質及適用有所差異，故亦造成證券經紀商與自營商法律上之風險。

## **第二款 民事契約債務不履行之損害賠償責任**

因受託契約實務上均認屬民法之行紀契約，證券商乃有下列義

務，即開戶之義務、遵從投資人之指示為買賣交易行為之義務、交付及移轉之義務、直接履行之義務等，且證券商並應以善良管理人之注意為契約之履行。復民法於第二百二十四條規定：「債務人之代理人或使用人，關於債之履行有故意或過失時，債務人應與自己之故意或過失負同一責任。但當事人另有訂定者，不在此限。」，而證券商從業人員原為證券商為履行前揭受託契約或交易契約之代理人或使用人，故證券商從業人員倘有未盡善良管理人之注意，而違反上揭受託契約或交易契約情形時，證券商即有可能被視為違約，應就債務之不履行負損害賠償責任。

在過去發生之營業員盜賣或挪用客戶股票情事案例，受害人多以侵權行為向證券商主張，但近來亦有向法院主張，依受託契約之債務不履行向證券商求償者。因受託契約並無免責規定，又係要求證券商應以善良管理人之注意履行義務，再經紀商從業人員原為證券商為履行前揭受託契約或交易契約之代理人或使用人，依民法於第二百二十四條規定，關於債之履行有故意或過失時，證券商應與自己之故意或過失負同一責任，無形中亦增加券商所面對之契約責任法律風險。

## 第二項 如何降低證券經紀商從業人員民事損害賠償風險之建議

- 一、證券商對於營業人員之選任與職務分配，應注意其任用資格與法令所容許的範圍，並應注意相關文件之保留，以為將來提出免責之依據。
- 二、對於員工的監督權責，應訂定分層負責規定。尤對公司負責人或經理人，應特別強調，蓋因公司法二十三條之規定，幾乎無免責機會，對公司之法律風險影響甚巨。
- 三、為避免客戶以契約責任為由，增加證券商之法律風險，建議應於受託契約中明訂，就授權與否舉證責任之歸屬、賠償之範圍，及客戶本身應注意不得有違規授權予營業員之情事。
- 四、對於員工的法令遵守訓練，宜定期舉辦並留存紀錄。
- 五、對於客戶的政令宣導與警示宣告，應留存證據，以備舉證之需。
- 六、加強內部稽核，針對特定事項，每日固定查核。
- 七、實施電話錄音抽聽辦法，以電腦隨機選取抽聽時段，發現異常狀況，立即回報公司主管處理。
- 八、建立營業員休假制度，及輪調代理機制，藉由職務互換，發現問題。
- 九、除於選任員工時應要求人身保證外，並投保一定金額之員工誠實信用保險，以分擔責任風險。

## 第四章 證券投資人保護制度之執行現況與檢討

### 第一節 證券投資人保護制度之建立

證券交易所開宗明義第一條即規定：為發展國民經濟，並保障投資，特制定本法。是以，證券投資人及期貨交易人之保護與證券市場及期貨市場之健全發展具有密切關係，為保障證券投資人及期貨交易人之權益，以提供公平及安全之交易環境，促進證券及期貨市場健全發展<sup>49</sup>，我國於民國九十一年七月經立法院決議通過，同月十七日由總統頒布，制定「證券投資人及期貨交易人保護法」（以下簡稱投資人保護法），並由行政院以命令發布，自民國九十二年一月一日施行。

為執行證券投資人及期貨交易人保護工作，依據投資人保護法之規定，「財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心」於九十二年一月二十二日經法院核准設立登記(以下簡稱保護中心)，專司證券投資人及期貨交易人保護工作，除負責提供投資人證券及期貨相關法令諮詢及申訴服務、買賣有價證券或期貨交易因民事爭議之調處外，亦得為投資人提起團體訴訟或仲裁求償；另針對證券商或期貨商因財務困難無法償付投資人情形，亦依法設置保護基金辦理償付善意投資人之作業。茲就保護中心對於證券投資人之上列保護措施暨其相關法律依據或特別規定，謹分述於后。

---

<sup>49</sup>請參見「證券投資人及期貨交易人保護法」第1條立法理由。

## 第一項 證券商違約時之有價證券或價款之償付

按投資人保護法第二十一條第一項第一款規定：「證券投資人及期貨交易人有下列情形時，保護機構得動用保護基金償付之：一、證券投資人於所委託之證券商因財務困難失卻清償能力而違約時，其於證券交易市場買賣有價證券並已完成交割義務，或委託該證券商向認購（售）權證之發行人請求履約並已給付應繳之價款或有價證券，而未取得其應得之有價證券或價款者，保護中心得動用保護基金償付之。…」復參照證券投資人及期貨交易人保護基金償付作業辦法第七條第一項、第二項及第三項規定：「一、保護機構依本法第二十一條第一項第二款規定辦理償付時，應以現金償付。二、保護基金對每家證券商或期貨商之每一證券投資人或期貨交易人一次之償付金額，以新臺幣壹佰萬元為限。三、保護基金對每家證券商或期貨商之全體證券投資人或期貨交易人一次之償付總額上限，由保護機構定之，並申報財政部證券暨期貨管理委員會核定，該上限應不低於新臺幣一億元。」是以，上開以保護基金償付每一證券投資人暨其限額等規定，乃為對投資人保護之特別規定，得免於投資人因證券商財務困難違約時而受有損害。

另外，保護中心依前述規定償付後，得於其償付限度內，代位行使證券投資人對於違約證券商或期貨商之請求權，有投資人保護法第

二十一條第三項予以參照。是以，保護中心得無須再為證明證券投資人有怠於行使其權利之情事，此應為民法第二百四十二條之特別規定。

## 第二項 證券爭議之調處

證券投資人與發行人、證券商、證券服務事業、交易所、櫃檯買賣中心、結算機構或其他利害關係人間，因有價證券之募集、發行、買賣或期貨交易及其他相關事宜所生民事爭議，得向保護中心申請調處，投資人保護法第二十二條規定訂有明文。如調處成立並經法院核定者，與民事確定判決有同一之效力（投資人保護法第二十五及第二十六條規定參照之）。又現行運行制度中的鄉鎮市調解程序已行之有年，故關於保護中心調處書之作成、審核及送達等部分，於上開投資人保護法第二十六條亦明文，均準用現行鄉鎮市調解條例第二十二條及第二十三條等規定。

目前保護中心為處理證券調處業務，設有調處委員會並由十五位委員組成，調處委員皆分別為具有證券、期貨或金融機構業務等各相關領域之專業人士<sup>50</sup>，專責處理證券投資人之民事爭議事件調處事宜。希望藉此公正及專業機構之調處，得避免進入訴訟程序所耗費精神與體力，亦可有效紓減訟源。

---

<sup>50</sup>請參照保護中心網址：[www.sfipc.org.tw](http://www.sfipc.org.tw)。

### **第三項 證券商或金融機構之債權人，不得對證券客戶之專戶請求扣押或行使其他權利**

茲據投資人保護法第三十七條第一項至第三項分別規定：「證券商依法令於金融機構所開設之有關存放客戶款項專戶，與其自有財產，應分別獨立。」、「證券商除為其客戶辦理必須支付之款項外，不得自前述專戶提取款項。」及「證券商就其自有財產所負債務，其債權人不得對客戶專戶款項請求扣押或行使其他權利。」是以，目前證券商因不同業務需要以自己名義於銀行開設有關於投資人款項收付之專戶，有下列各種：1. 於集中交易市場或店頭市場為投資人辦理買賣股票價款收付之「交割專戶」或「結算專戶」。2. 為投資人辦理申購上市、上櫃股票中籤繳納股票價款之「申購有價證券代收付專戶」或「申購款項代收專戶」。3. 為認購權證持有人辦理請求履約款項收付之「權證履約款項代收付專戶」。上開各該專戶係為證券投資人進行證券交易所開設之帳戶，該帳戶款項均有其特定用途，且形式上雖以證券商名義存放，惟實質上應為證券投資人所有，為防止證券商私自挪用專戶款項，爰參考證券交易法第十八條之二、期貨交易法第五十一條及第七十條之立法精神，明定證券商於金融機構所開設之存放客戶款項專戶，應與其自有財產分別存放。

此外，參考期貨交易法第七十一條之立法例，上開投資人保護法第三十七條第二項明定，證券商除為其客戶辦理必須支付之款項外（如交割或結算款項之收付、申購股票處理費及認購價款之扣繳或支付認購權證履約

之款項等），不得自專戶提取款項。且為避免前開專戶款項遭證券商債權人查封，經參考期貨交易法第七十條第二項之立法例，上開投資人保護法同條第三項即明定證券商或金融機構之債權人，不得對客戶專戶請求扣押或行使其他權利。

證券商如違反不得自專戶提取款項之規定者，其為行為之負責人將被處以三年以下有期徒刑、拘役或科或併科新臺幣一億元以下罰金（投資人保護法第三十八條）。是以，上開各項規定均係為明確存放客戶款項專戶所有權之歸屬及證券商之義務與責任。

#### **第四項 團體訴訟（仲裁）之提起**

證券市場因投資人分散，對於同一事實原因所引起之共同損害，由於個別求償在舉證、涉訟程序及費用上，往往因能力有限而求償意願不高，且一旦有違法行為發生，請求權人為請求損害賠償而先後分別向法院訴訟，對法院而言亦是沈重負擔。為期訴訟、仲裁經濟，減輕訟累，發揮保護中心之功能，投資人保護法爰參考消費者保護法第五十條及行政訴訟法第三十五條等立法例，允許保護中心為維護公益，得經由一定人數以上之證券投資人授與訴訟或仲裁實施權，替證券投資人提起民事求償訴訟或提付仲裁。茲就證券投資人之團體訴訟制度，分項介紹重要內容於后。

## 第一款 提出團體訴訟之要件

按投資人保護法第二十八條、第二十九條及第三十條分別規定，保護中心提起團體訴訟之要件，謹簡要析述於后。

一、須為造成多數證券投資人損害之同一證券事件。

二、須由二十人以上證券投資人授與訴訟或仲裁實施權：證券投資

人團體訴訟制度之立法目的，在於由具公益性質之保護中心以其名義，替證券投資人起訴或提付仲裁，以求訴訟經濟，故立法設計上，係由多數之證券投資人授與訴訟或仲裁實施權予保護中心為已足，並不以讓與實體法上之損害賠償請求權利為必要，此點與消費者保護法之規定有所不同（消費者保護法第五十條規定參照）。另為求慎重起見，證券投資人授與訴訟或仲裁實施權，應以文書為之（投資人保護法第二十八條第三項規定）。此外，保護中心以其名義提起訴訟或仲裁之初，雖須有二十人以上證券投資人授與訴訟或仲裁實施權，方可提起，但於提起訴訟或仲裁之後，縱因部份投資人撤回訴訟或仲裁實施權，致其人數不足二十人，仍得就其餘部份繼續進行訴訟或仲裁（投資人保護法第二十九條規定參照）。

三、未授與訴訟或仲裁實施權之其他同案證券投資人，得於第一審

言詞辯論終結前或仲裁詢問終結前，授與訴訟或仲裁實施權，

而由保護中心擴張應受判決或仲裁事項之聲明(投資人保護法第二十八條第二項規定)，以求併案請求賠償，而達訴訟經濟之目的。惟由於各個證券投資人之損害賠償請求權之消滅時效起算點不同，其時效利益應單獨個別計算(投資人保護法第三十條規定)。

## 第二款 裁判費之減免

依民事訴訟法第七十七條之十三及之十六規定，提起民事訴訟者應繳交一定之訴訟費用。按證券交易發生違法行為時，其所造成之損失相當廣泛。就各個投資人而言，雖可能僅是小額的財產損害，但違法之人卻因此獲得龐大之利益，不僅對社會造成不公平，同時影響到整個金融、經濟正當秩序的維持，因此保護中心提起團體訴訟，除保護投資人及交易人個人之利益外，亦有確保投資環境，發展社會經濟之意義。保護中心以自己名義所提起損害賠償訴訟之標的價額，可能甚鉅，若令保護中心如數預繳鉅額之裁判費，恐將不勝負荷，將來如因訴訟結果勝訴獲得賠償，保護中心固得自所收取之賠償金中，扣除此等裁判費後，再交付授與訴訟實施權之證券投資人(投資人保護法第三十三條定有明文)。若保護中心敗訴，則須自行負擔此等預繳納之裁判費。為衡量保護中心所具之公益性，並發揮投資人求償訴訟之嚇阻違法及損害填補功能，爰參考消費者保護法第五十二條規定，明定保護中心提起訴訟或上

訴，其標的金額或價額超過一億元部分得免繳裁判費。

另為避免他造當事人對於訴訟結果不服提起上訴而保護中心敗訴時，保護中心反需負擔全額訴訟費用之不利情形，復規定他造當事人提起上訴勝訴確定者，預繳之裁判費扣除依民事訴訟法第八十條至第八十二條規定應由其負擔之費用後，發還之，另就超過新臺幣一億元部分之裁判費，對保護中心免予追繳（投資人保護法第三十五條規定參照）。此外，保護中心亦可利用刑事訴訟附帶提起民事訴訟之方式請求損害賠償，而得以免繳裁判費用。

### **第三款 證據提供請求權**

保護中心在提起團體訴訟與團體仲裁前，若能蒐集事證資料，將有助於研判紛爭之實際狀況，進而進行調解或和解，以消弭訴訟，並有助於法院審理該案訴訟時發現真實而妥適進行訴訟，有助於勝訴之取得，故投資人保護法第十七條第一項明文規定：保護中心為提起第二十八條訴訟或仲裁，得請求發行人、證券商、證券服務事業、期貨業或證券及期貨市場相關機構協助或提出文件、相關資料，並於第二項明定相關單位不予以配合時，得請主管機關協助。

### **第四款 保全措施及聲請假執行之特殊規定**

證券爭議之被害人提起損害賠償訴訟，係為填補損害，惟基於現行

民事訴訟制度，系爭爭議須經相當時間方能判決確定，加害人若脫產，被害人縱使最後勝訴判決確定，往往僅取得一紙債權憑證，被害人之損失實無從獲得實質滿足；為此，保護中心於提起團體訴訟前，有聲請保全程序之必要；惟依第五百二十六條之規定及第五百三十三條準用五百二十六條民事訴訟法規定，假扣押、假處分原則上應釋明其原因，或雖未釋明而逕供擔保後准為假扣押、假處分。為使保護中心慎重考量訴訟可行性，並避免為無益之保全程序，爰於投資人保護法第三十四條第一項明定保護中心聲請保全程序時，「應」釋明請求與保全程序之原因。惟立法時考量保護中心提起團體訴訟之功能，具有使投資人及交易人之損害能獲得補償，進而達到制裁不法，並穩定經濟、金融秩序之功能，有相當之公益性，且鑒於團體訴訟所得求償之金額相當鉅大，若依實務上保全程序須繳納訴訟標的三分之一之擔保金，恐仍為相當大之數額，將來聲請領回擔保金，尚須相當時日，恐造成保護基金運作上之困難，故於第三十四條第二項明定法院於保護中心已釋明請求及保全程序之原因後，「得」為免供擔保之裁定。目前實務上，於若干案例曾裁定免供擔保或以低於三分之一擔保金方式，准以保護中心執行假扣押。

基於相同立法理由，投資人保護法第三十六條亦規定：法院就保護中心已釋明判決確定前不為執行，恐受難以抵償之損害者，「應」依其聲請宣告准予免供擔保之假執行。

## 第五款 訴訟（仲裁）權限

按保護中心替投資人提起訴訟或仲裁，係以自己之名義為當事人，原則上應有為一切訴訟或仲裁行為之權，但由於實際上之債權人仍為證券投資人，關於捨棄、認諾、撤回、和解之行為，關係當事人之權益甚鉅（依民事訴訟法第三四八條規定，當事人為捨棄或認諾者，應本其捨棄或認諾為該當事人敗訴之判決），故投資人保護法第三十一條第一項但書規定，就上開特別代理權證券投資人自得予以限制。另於第二項明定證券投資人中之一人所為之限制，其效力不及於其他證券投資人；此外，為免爭議，於同條第三項明定，證券投資人所為之限制，應於授與訴訟或仲裁實施權之文書內表明，或以書狀載明限制之意旨，提出於法院或仲裁庭。

另對於上訴之權限，投資人保護法第三十二條第一項明定：證券投資人對於判決不服者，得於保護中心上訴期間屆滿前，撤回訴訟實施權之授與，依法提起上訴。而為保障其等權益，及早採行因應措施，另於同條第二項明定：保護中心於收受判決或判斷書正本後，應即將其結果通知證券投資人，並應於七日內將是否提起上訴之意旨以書面通知證券投資人。

## 第二節 證券投資人保護制度之執行現況

「財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心」係依據投資人保護法所設立之證券投資人保護機構，其於民國九十二年一月二十二日辦妥財團法人設立登記，並於同年二月二十日正式開幕運作，開啟我國證券及買市場發展史上保護投資人的重大里程碑。茲就該中心主要業務關於民事爭議事件調處，及證券損害求償團體訴訟的執行現況，介紹於后

### 第一項 民事爭議事件之調處<sup>51</sup>

保護中心於民國九十二年度共計受理三十五件調處案，其中調處成立五件，不成立四件；於召開調處會議前即達成合解者三件；相對人拒絕調處或未如期回覆者九件；申請人撤銷調處一件。民國九十三年度共計受理五十五件調處案，其中調處成立七件，不成立十件；於召開調處會議前即達成合解者計六件；相對人拒絕調處或未如期回覆者計二十九件；申請人撤銷調處者一件；不予受理調處者二件。

由以上資料可見調處案件有逐見增加之現象，其原因或係證券暨期貨主管機關為發揮保護中心申訴調處之功能，曾邀集證券週邊單位協商，並通函規定各相關單位，將投資人陳情事項不涉及違反證券期貨管理法令暨證券交易所、期貨交易所與證券櫃檯買賣中心之相關規章者，或情節輕微

---

<sup>51</sup>資料來自保護中心民國九十二年、九十三年年報。

之陳情案件，移交保護中心處理之故。

## 第二項 團體訴訟<sup>52</sup>

保護中心自民國九十二年成立以來，截至九十四年八月底止，針對華夏租賃、紐新、楊鐵南港、台肥、訊碟、大穎、京元、皇旗、東榮纖維、榮美、博達、大日開發、久津、太電等證券不法案件，提起民事損害賠償之團體訴訟。連同接續辦理原證券暨期貨市場發展基金會所受理之投資人求償案件，總計有三十六件案件繫屬於各級法院。其類型涉及財務報告不實者十九件；公開說明書不實者九件；操縱股價者十一件；內線交易者八件。起訴請求金額總計新台幣 19,364,162 千元；授予訴訟權之投資人總計 45,735 人。其中以獨立之民事訴訟提起者計十五件；以刑事附帶民事訴訟提起者，計二十一件。其中對證券商提起訴民事訴訟者，截至九十四年十二月止共有正義食品、京元電子、博達及訊碟等案件。保護中心對證券商之請求權基礎主要為證券交易法第二十條、第三十二條、民法第一百八十四條及第一百八十五條等規定，併同請求證券商與上開各該公司負責人等負連帶損害賠償責任。

---

<sup>52</sup> 請參見保護中心網站之「最新消息」中之「團體訴訟案件彙總表」，available at <http://www.sfipc.org.tw/main.asp>。

### **第三節 現行證券投資人保護制度之檢討**

#### **第一項 法制部分**

##### **第一款 保護中心的角色定位**

現行投資人保護法之設計架構體系之下，保護中心具有以下三種角色地位：

##### **第一目 公正調處機構**

依據投資人保護法第二十二條、二十五條、二十六條規定，證券投資人與發行人、證券商、證券服務事業、交易所、櫃檯買賣中心、結算機構或其他利害關係人間，因有價證券之募集、發行、買賣或其他相關事宜所生「民事爭議」，得向保護中心申請調處；如調處成立並經法院核定者，該調處結果與民事確定判決有同一之效力。是以，保護中心在此調處制度下，具有類似司法機關之公正第三人地位，具有公益色彩。

##### **第二目 團體訴訟仲裁之原告**

保護中心於具體證券民事損害賠償案件中，經二十人以上之證券投資人授與訴訟或仲裁實施權後，得以保護中心名義提起訴訟或仲裁。此際其具有民事損害賠償訴訟（仲裁）之原告地位。

### 第三目 準行政機關

為利於保護中心在提起團體訴訟（仲裁）前，得以蒐集事證資料，助於研判紛爭之實際狀況，進而進行調解或和解；或於訴訟中，有助於勝訴之取得，投資人保護法第十七條第一項規定：保護中心得請求發行人、證券商、證券服務事業、期貨業或證券及期貨市場相關機構協助，或提出文件、相關資料，並於第二項明定，如相關單位不予以配合時，得請求證券主管機關予以協助，亦即由證券主管機關依據證券交易法第三十八條、第六十四條、第一六二條規定，命令相關單位提出，如相關單位拒不配合時，得依同法相關規定，處以罰鍰。

投資人保護法雖僅要求相關機關配合提出資料，而未賦予投保中心直接調查權，但藉由證券主管機關之協助，間接地亦能行使類似行政機關之調查權。此外，投保中心依上述投資人保護法第二十八條規定提起團體訴訟時，限於維護公益且於其章程所定目的範圍內，方可受理投資人訴訟實施權之授與；而依照「證券投資人及期貨交易人保護機構管理規則」第八條規定，授權保護機構特別就其受理案件類別、範圍、作業流程、執行方式以及其他應遵守事項，另行制訂「財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心辦理團體訴訟或仲裁事件處理辦法」，向證券主管申報核備後據以

執行，修改時亦同。由於保護中心制訂該處理辦法的性質為行政委託<sup>53</sup>，可認定保護中心制訂團體訴訟案件受理標準之處理辦法，係為行政法中公權力的授與，保護中心具有類似消保官之「準行政機關」性質。

綜上分析，保護中心具有「準行政機關」、「公益第三人」與「民事訴訟（仲裁）之原告」三者身分於一身，角色扮演亦公亦私，如何在具體個案中適度拿捏，殊值探究。由於投資人保護法之立法目的，著重保護投資人權益之公益性質，似不宜令其過度扮演準行政機關角色，而讓人質疑其公正與客觀屬性。

## 第二款 免供擔保執行假執行之必要性

依據投資人保護法第三十六條規定：「保護機構依第二十八條規定提起訴訟或上訴，釋明在判決確定前不為執行，恐受難以抵償或難以計算之損害者，法院『應』依其聲請宣告准予免供擔保之假執行。」而依本條立法時之說明表示；本條之規範目的，在於藉助假執行制度可於判決確定前先行執行之特色，使證券投資人及期貨交易人早日獲得救濟，進而達到制裁不法與穩定經濟及金融秩序之功能。考量司法實務上，一般聲請假執行通常必須繳納訴訟標的價值的三分之一金額的擔保金，且至將來領回擔保

---

<sup>53</sup>行政程序法第 16 條第 1 項規定：「行政機關得依法規將其權限之一部分，委託民間團體或個人辦理。」參照司法院大法官會議解釋釋字第 382 號與第 462 號解釋意旨，賦予私人制訂審核評訂之標準，為法律在特定範圍內授與行使公權力之表現。

金仍需相當時日，為免造成保護基金運作上之困難，所以參考民事訴訟法第三百九十條規定，於法院就保護中心已釋明請求原因及保全程序之原因後，應宣告准予免供擔保之假執行。鑒於假執行之效果實與終局執行相同，對於人民權益之侵害，並非假扣押或假處分之暫時扣押或處分效果所能比擬。就保護中心提起團體訴訟，而為防止加害人脫產而言，確有其必要提供保護機構較為經濟便捷之保全程序，以發揮公益性團體訴訟之制裁違法功能。然而假扣押或假處分等保全處分對投資人之權益保障已屬充足，是否仍有賦予免供擔保予以假執行保護之必要？實有檢討之處。

茲因假執行與確定判決同具有終局執行之效果，與保全程序並不相同，已如前述。是以，依民事訴訟法第三百九十條及第三百九十二條規定，法院得宣告勝訴當事人於預供擔保後予以假執行，藉由提供擔保金以衡平訴訟兩造當事人權益，一方面得顧及勝訴當事人利益，另又得免於他造當事人將來上訴獲勝訴判決求償無門之風險。倘法院依投資人保護法第三十六條特別規定，未為保護中心供擔保即為假執行宣告，將來倘被告上訴後獲勝訴判決，將恐生無法追償之疑義。故有學者認為，宜回歸民事訴訟法第三百九十條以下有關假執行之一般規定，即是否需提供擔保，由法院依法加以認定；不必針對證券、期貨等團體訴訟，特別為不利於被告的規範<sup>54</sup>。

---

<sup>54</sup>劉連煜，前揭書，第351頁；「投資人保護法研討會(2)----團體、公益訴訟於證券暨期貨市場之適用」，月旦法學，民國88年6月，第76頁中范光群教授之發言。

## 第二項 實務作業缺失及建議

### 第一款 釐清個案事證及責任之溝通機制與窗口建立之可行性

查諸保護中心目前受理團體訴訟案件量及類型觀之，其業務量實為龐大，且各該不同案件又面臨短期時效問題。是以，如何有效協助保護中心釐清證券商涉及個案之行為事實，對於證券商權益極為重要。故於保護中心對證券商提起民事損害賠償訴訟前，應與證券商建立溝通管道，並事先釐清個案事證，不僅可協助保護中心瞭解個案，亦可節省保護中心於處理證券商案件時間與人力成本。

且由於證券商為證券服務事業，商譽為該公司重要資產，如遭具公益色彩之保護中心對其提出訴訟，對其商譽必致某種程度影響，進而影響業務經營。是以，倘能於正式訴訟前，於不違背保護投資人權益之前提，同時降低證券商可能因訴訟所致之有形與無形傷害，建立證券商與保護中心釐清責任之溝通機制與窗口，似值進一步加以考量。

為因應上開實務現狀乙情，實有建立相關審查及溝通機制之必要性。經研究分析後，建議保護中心與證券商進行訴訟程序前，得先行採取下列處理機制，以維投資人及證券商之權益，並達程序及實質公平與正義。謹分述如后：

## 第一目 保護中心應先有合理的事證足以懷疑證券商涉有故意或過失行為

鑑於保護中心目前處理證券商相關團體訴訟案件，於民事訴訟進行過程中須花費甚多人力、時間整理相關基礎事實、法律依據及證據資料等。保護中心倘於啟動訴訟程序前，得先建制內部標準作業程序，例如：內部工作人員先行按不同被告所涉之行為事實依序整理、分類，並由具有不同專業背景之人員分組進行研判及審查，判斷目前保護中心取得之證據資料，是否具有合理之懷疑足以認定證券商於該等民事爭議事件中涉有故意或過失？及證券商於該案件之參與程度等。且於上開標準作業程序即應併同釐清爭點及研析現行司法實務勝訴機率之可能性等予以綜合評估，對於將來倘有進行訴訟程序之必要，亦將有所助益。

## 第二目 保護中心與證券商建立溝通協商機制

一、茲因證券金融所生問題因涉有高度之技術性及專業性，甚為複雜，從事證券實務以外者無法確實瞭解證券商之工作實務，故縱其整理相關事證，認為證券商涉有侵權行為之疑慮，為協助保護中心釐清相關事實，以合理分析、研判各該責任之歸屬，避免將來浪費司法資源，證券商與保護中心應建立溝通協商機制，給予涉案證券商充分陳述意見機會，建立雙方溝通協商管道，以減少因誤解所生之糾紛，並利於事

實之明瞭。

二、關於溝通協商方式，證券商得選擇與保護中心內部協商或舉行公開聽證程序之機會：

### (一) 設立協商室

如前所述，保護中心具有準行政機關之地位，參酌行政程序法及公平交易法<sup>55</sup>，關於由當事人到場陳述意見之相關規定及設立協商室等。是以，證券商得自行或委任代理人到場陳述意見，並就雙方各該意見應作成陳述紀錄等，以利雙方陸續溝通協商之進行。

### (二) 公開聽證程序

此項程序得參酌行政程序法中，關於辦理公開聽證之相關規定，例如<sup>56</sup>：由第三人或獨立機關主持聽證、當事人於聽證時，得陳述意見、提出證據及釐清爭點；必要時得由律師、相關專業人員或其他熟諳法令之人員在場協助等，對於保護中心及證券商而言，均較能達到公開、公正之程序，應有助於紛爭之解決。

<sup>45</sup> 行政程序法第 39 條：「行政機關基於調查事實及證據之必要，得以書面通知相關之人陳述意見。通知書中應記載詢問目的、時間、地點、得否委託他人到場及不到場所生之效果。」及公平交易法第二十七條暨其施行細則第三十三條規定：「公平交易委員會依本法為調查時，得依左列程序進行：一、通知當事人及關係人到場陳述意見。..」及「第三十一條之受通知者到場陳述意見後，中央主管機關應作成陳述紀錄，由陳述者簽名。其不能簽名者，得以蓋章或按指印代之；其拒不簽名、蓋章或按指印者，應載明其事實。」。

<sup>46</sup> 行政程序法第 54 條至 66 條規定。例如：行政程序法 55 條：「行政機關舉行聽證前，應以書面記載下列事項，並通知當事人及其他已知之利害關係人，必要時並公告之：..」、行政程序法 57 條：「聽證，由行政機關首長或其指定人員為主持人，必要時得由律師、相關專業人員或其他熟諳法令之人員在場協助之。」及行政程序法 61 條：「當事人於聽證時，得陳述意見、提出證據，經主持人同意後並得對機關指定之人員、證人、鑑定人、其他當事人或其代理人發問。」。

### (三) 證券商得向保護中心調閱相關資料

另外，雙方為達溝通協調之效率，取得對等之資訊即屬協商雙方重要之權利，參酌行政程序法第四十六規定：「當事人或利害關係人得向行政機關申請閱覽、抄寫、複印或攝影有關資料或卷宗。但以主張或維護其法律上利益有必要者為限。行政機關對前項之申請，除有下列情形之一者外，不得拒絕：一、行政決定前之擬稿或其他準備作業文件。二、涉及國防、軍事、外交及一般公務機密，依法規規定有保密之必要者三、涉及個人隱私、職業秘密、營業秘密，依法規規定有保密之必要者。…」及公平交易法第二十七之一條亦有相同之規定。是以，於建立溝通協商機制時，應明列證券商向保護中心之閱覽及調閱權。

### (四) 建立券商責任鑑定機制

再者，證券實務因屬法律以外之專門知識，糾紛之產生通常主要涉及事實發生與處理過程等技術性問題，故保護中心倘經過上開內部標準作業程序及雙方溝通協商後，對於證券商執行業務程序如仍有疑義，建議縱於訴訟程序前，亦應送交公正獨立之機構，對證券商執行業務程序為客觀公正之鑑定，不僅於訴訟程序前，有助於保護中心對於證券商應負責任之判斷，以決定是否採取訴訟手段解決糾紛，可避免不必要的訴訟；對於將來法院適用法律前，亦得協助法院明瞭基礎

事實及證券商實務運作之情況，法院之裁判品質與審理效率，亦較能符合各界之期盼。相關鑑定機制之建立，請詳如後述。

## 第二款 求償比例之合理分配

- 一、由於證券商之民事損害賠償責任，原則上係與發行人相同，須就投資人的所有損失，與發行人負連帶賠償責任，詳如前揭法律風險之析述，是以保護中心在以往之具體團體訴訟中，均對涉案證券商訴請負擔連帶賠償責任，已如前述。然而證券商於整體個案中所扮演的角色與地位，畢竟與發行人、公司董事、監察人、會計師等其他人員有所不同，其責任輕重亦顯有差異，故在個案求償比例上，應有適當的分配，方為合理。
- 二、目前，保護中心在個案的和解方案中，已就董監事、會計師、證券商的損害賠償分擔成數加以分配；而各董監事部分，並就是否為常務董事？擔任董、監事期間長短、擔任公司董、監事期限所獲得之報酬、有無重大過失（如出席狀況、財務專業背景、參與決策程度、通過或承認財報時是否有表達不同意見等等）及與保護中心的合作態度，加以綜合考量其應負擔之責任比例。其作法自衡平各相關人員責任之角度觀察，應值肯定，然而該等衡量指標應作如何評價？其所占之分配比例為何？或有討論空間。

三、且目前保護中心上開求償比例及調整因子，係經由其董事會針對個案予以討論，非經公開程序由具有專門知識等信望素孚之公正人士或證券商參與討論，亦非對於通案考量，具公平及合理性之立論基礎為何？實值商榷。故建議對於上開發行人、證券商、公司董事、監察人及會計師等人員求償比例之合理分配，除保護中心內部人員外，應由各該具有金融、財務、會計及法律等專家、學者進行討論，且該專家成員應有部分係屬各界業者代表，始得兼顧理論與實務，具體擬定合理之方案。

四、再查，上開求償比例合理分配之建議，已列為九十四年七月十四日行政院提出之證券交易法修正草案內容。按證券交易法修正草案第二十一條第一項、第三項及第四項分別明訂：「前條第二項之財務報告及財務業務文件或依第三十六條第一項公告申報之財務報告，其主要內容有虛偽或隱匿之情事，下列各款之人，對於發行人所發行有價證券之善意取得人、出賣人或持有人因而所受之損害，應負賠償責任：一、發行人及其負責人。二、發行人之職員，曾在財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章者。三、會計師出具虛偽不實或不當之意見者。」、「第一項各款之人，除發行人、發行人之董事長、總經理外，因其過失致第一項損害之發生者，應依其責任比例，負賠償責任。」及「前項責任比例認定之準則，由主管機關定之。」由上可知，修正草案亦肯認

應依各該不同行為人所涉事實行為態樣，為合理之責任比例分配，始為妥適。惟上開修正草案，未將證券商列為得主張負擔比例責任之主體，倘將來證券商因上開財務報告或公開說明書不實等情事涉有民事損害賠償責任時，則無從爰引上開證券交易法修正後之規定，應有違公平原則，殊有未妥，故建議本次證券交易法修正應增列證券商之比例責任，以茲明確。

## 第五章 證券業務所生民事賠償責任爭議事件之處理機制

證券業務具有其專業性與複雜性，現行司法體制對於因證券業務所生民事賠償責任爭議事件之處理程序，與一般案件並無差異。基於責任判定之專業、公平、合理，以及救濟程序之時效與效率等因素考量，目前民事賠償責任爭議事件之處理機制，或有值得檢討與調整之處。

### 第一節 證券商責任鑑定委員會之樹立

一、目前實務上對於公共工程事故<sup>57</sup>、交通事故<sup>58</sup>、醫療糾紛<sup>59</sup>、火災事故<sup>60</sup>等特殊專業事件，均設有鑑定機構，且其鑑定結果具有一定程度之公信力，常為法院個案判決時之重要依據資料。按證券商所生民事糾紛事件因均涉及證券業務之專業性與複雜性，尤其在認定是否已善盡「善良管理人」之注意義務時，更牽涉實務經驗之判斷專業，恐非一般司法人員所能勝任。且按民事訴訟法之規定<sup>61</sup>，法院為確定訴訟關係，本得依職權或當事人之聲請，委託專業人士或機構進行鑑定，是以目前訴訟制度上已具有民事責任之鑑定機制。

二、為此，參酌目前實務上就特殊專業事件所設之鑑定機構及民事訴訟

<sup>57</sup> 請參見「行政院公共工程委員會工程技術鑑定委員會設置要點」。

<sup>58</sup> 請參見公路法 67 條、「車輛行車事故鑑定及覆議作業辦法」。

<sup>59</sup> 請參見醫療法 98 條、「醫療糾紛鑑定作業要點」。

<sup>60</sup> 請參見「內政部消防署火災鑑定委員會設置要點」、「直轄市縣市政府火災鑑定委員會設置基準及指導要點」。

<sup>61</sup> 請見民事訴訟法第 203、269 條，及第 324 條以下規定。

相關之規範，建置證券商責任鑑定機制，使專責鑑定機構於訴訟程序前或訴訟進行中對於證券商執行業務程序為客觀公正之鑑定，以防免證券商與司法人員間因所學迥異、溝通認知差異所致之訴訟不經濟等情事，以維司法威信，並保障券商之合法權益。

三、本文參考目前實務鑑定機構運作機制及作業程序，且為使證券商責任鑑定機構具有其專業色彩與客觀、獨立及公正立場，建議鑑定機構應具備下列幾項要件：

(一) 鑑定機構應具備獨立性

鑑定機構應由客觀公正之委員組成獨立委員會，負責證券商責任之鑑定，鑑定結果由多數委員共同討論決定。委員採任期制。

(二) 鑑定機構應具備專業性

委員由具相關金融、財務會計知識專家學者遴選之，得依案件性質（例如：以證券商主要業務別加以區分），分組召開會議，且各該分組委員，至少有三分之一以上為法律專家或社會人士。

(三) 鑑定機構應具備效率性

鑑定案件，得先經分組委員進行初步鑑定報告後，由獨立委員會依據該報告開會討論，再撰擬鑑定報告書，同時於送交鑑定前應訂明鑑定完成時間。

## 第二節 證券金融專業仲裁機構設立之可行性

### 第一項 設立法源依據

仲裁法第五十四條：「仲裁機構，得由各級職業團體、社會團體設立或聯合設立，負責仲裁人登記、註銷登記及辦理仲裁事件。仲裁機構之組織、設立許可、撤銷或廢止許可、仲裁人登記、註銷登記、仲裁費用、調解程序及費用等事項之規則，由行政院會同司法院定之。」

### 第二項 實務現況

目前國內依法成立之專職仲裁機構，計有中華民國仲裁協會、中華民國勞資爭議仲裁協會、台灣營建仲裁協會及中華工程仲裁協會四家，而有關證券爭議事件之仲裁，由於我國並無專責之證券交易紛爭仲裁機構，故大部分係於中華民國仲裁協會中之證券金融保險委員會進行處理<sup>62</sup>。

### 第三項 檢討與建議

揆諸證交法第一百六十六條第一項：「依本法所為有價證券交易所生之爭議，當事人得依約定進行仲裁。但證券商與證券交易所或證券商相互間，不論當事人間有無訂定仲裁契約，均應進行仲裁。」規範任意與強制仲裁之立法旨趣，在於專業、彈性、迅速解決證券交易所生爭議，惟查，綜觀中華民國仲裁協會現有之仲裁人名單，涵蓋領域甚廣，尚乏具有證券、期

---

<sup>62</sup>參見林繼恆，「我國期貨及證券交易爭議仲裁機制之探討」研討會-從國外經驗看仲裁機制之可行性，期貨人第9期，民國93年第1季，頁59。

貨實務經驗之業界人士，然證券交易爭議之責任歸屬與交易、賠償金額之認定，有時需具有證券期貨實務經驗者，方能在聽取審閱當事人所提出之主張及答辯後，做出適切且具有信服力之仲裁判斷，是以，該協會目前就證券爭議處理之專業資格與人力需求，尚有加強空間；此外，按仲裁法第九條規定，目前實務運作皆為兩造各選一位對其有利之仲裁人，再由雙方共同選出第三仲裁人為主任仲裁人，此種方式非僅無法達成前述專業解決之目的，反將淪為各說各話之窘境；又觀完成仲裁後之救濟管道，因仲裁法針對撤銷仲裁判斷之訴嚴格之要件設計（參照仲裁法第四十條以下規定），將使仲裁後之訴訟救濟顯生困難。綜上，證券商因而甚少採行仲裁制度，其與客戶間之相關契約亦少有仲裁條款之約定。

然而，如相關證券爭議解決機制僅賴法院進行，蓋司法審判者之資格要件較為嚴格，證券專業人員進入法庭參審之難度較高，而大部分司法人員又不諳證券交易法令與實務，因而，易使審判結果與實務運作嚴重脫鉤，影響證券實務運作與司法威信；又法院係進行公開審理，相關資料與進度易見知於社會大眾，對當事人商譽及隱密性之確保容有偌大侵害；且因法院審級制度（三級三審）之設計，將導致審理時間延宕，對市場信心之回復勢必產生不利影響，職是，迅速、專業解決爭議之仲裁機制，仍有存在之必要與價值。

承前所述，本文就此擬提出下列配套措施與建議方案，以改善目前實務上證券專業仲裁面臨之困境，以發揮其迅速、專業止爭之最大效益：

#### 一、加強現行仲裁機制之運作：

(一) 建議就證券爭議事件設置專責研究人員，並參考工程事件仲裁之作法，定期蒐集整理重大證券爭議與司法、證券實務各界指標性之見解，資為判斷將來同類爭議之依據，以達正確、專業、迅速解決紛爭之目的。

(二) 由專業名單中選任仲裁人，而非當事人指定

鑑於前述仲裁法第九條所可能造成之困境，本文建議仲裁機構應提供適格之專業仲裁人名單，要求當事人由此份名單中選任仲裁人以進行仲裁，以維仲裁判斷之專業性與信服度。

(三) 仲裁人專業資格與定期教育訓練之嚴格要求

仲裁機構除應嚴格審核仲裁人之專業資格，更須要求渠等定期接受相關理論及實務之教育訓練並取得證明，維持仲裁人之專業新穎度，以因應現今瞬息萬變之證券金融市場，符合當事人之需求。

#### 二、跨業別證券金融專責仲裁機構之設立：

雖就單一業別設立專責仲裁機構（如證券、期貨分立兩個不同之專責仲裁機構），較可專業、迅速解決紛爭，惟易產生案件量較少，相關所需人力及經費之成本無法負荷之窘境；另觀我國近年來企業

併購市場與金融產品市場之日益蓬勃，及金融控股公司跨業別之特性，相關交易之複雜性與所生爭議將日益增多，如何專業、隱密、迅速、和諧解決相關紛爭，勢必成為亟待解決之問題。為此，本文建議可由各相關領域之公會等自律機構，共同設立獨立之「證券金融專業仲裁機構」，廣納各種具備證券、期貨、投信投顧、保險、企業併購與金融實務經驗之專業人士登記成為該機構之仲裁人，以更周延之專業品質迅速解決爭議。

三、承前，既建立證券金融專責仲裁機構解決紛爭，為達增加使用仲裁機制之目的，本文建議締約雙方於契約中明訂採仲裁程序解決爭議，並訂定專責仲裁機構與仲裁人選任等條款，如應以證券金融專業仲裁機構作為仲裁機構，仲裁人之選任範圍應以機構所提供之名單而定等。

#### 四、擴大專業仲裁之適用範圍

然而，投保中心係基於侵權行為而對券商提起民事訴訟，雙方並無契約關係，故無法事先簽訂契約將仲裁納入紛爭解決機制中，為此，可透過主管機關之行政指導，要求投保中心代理投資人提起訴訟時，亦可先行進入仲裁機制解決紛爭（團體仲裁方式），以擴大專業仲裁之適用範圍。

### 第三節 證券訴訟專業法庭設立之必要性

#### 第一項 專業法庭之設立依據

##### 第一款 證券刑事案件設立專業法庭之法律依據

證券交易法第一百八十一條之一：「法院為審理違反本法之犯罪案件，得設立專業法庭或指定專人辦理。」，惟法文為「得」設立，而非「應」設立。

##### 第二款 證券之民事案件部分

法院組織法內本有得視法院實際情況與必要性，設立專業法庭或專業法官之規定；第十四條：「地方法院分設民事庭、刑事庭，其庭數視事務之繁簡定之；必要時得設專業法庭。」第三十六條：「高等法院分設民事庭、刑事庭，其庭數視事務之繁簡定之；必要時得設專業法庭。……」第七十九條：「各級法院及分院於每年度終結前，由院長、庭長、法官舉行會議，按照本法、處務規程及其他法令規定，預定次年度司法事務之分配及代理次序。辦理民、刑事訴訟及其他特殊專業類型案件之法官，其年度司法事務分配辦法，由司法院另定之。」

#### 第二項 證券訴訟專業法庭設立之必要性

觀諸證券訴訟動輒長達數年仍未確定，對證券市場信心之回復非常不利，故有設立證券金融專業仲裁機構，以專業、保密、效率方式解決爭議

之必要性，已如前述。惟即便設有證券金融專業仲裁機構，仍會產生兩個問題，一者，不服仲裁判斷而欲提起撤銷仲裁判斷之訴時，後續訴訟程序之進行仍將面臨具有高度複雜性之證券專業性爭議；此外，即便投保中心被部分投資人賦予訴訟實施權，經由主管機關以行政指導方式先行進入仲裁程序，然其他尚有許多無授與投保中心訴訟實施權之潛在受害投資人，仍有就同一案件起訴求償之權利，是以，相關案件仍有進入法院審理之機會，證券專業法庭此時當有設置之必要，自不待言。

揆諸司法院於八十八年八月十九日發佈（八八）院台廳民一字第二二一九六號函，要求各法院確實實施專業法庭或專人辦理專業案件，除應以專業法庭名義行之外，並應遴選對該法令有相當研究之法官充任，且儘量避免讓渠等定期輪調，而產生後續審判者無法銜接或相關判決見解歧異之弊，以收正確、專業解決之效。惟查，各級法院目前就證券爭議案件，尚無專業法庭之建置，前揭司法院見解僅以行政函釋方式表述，證交法第一百八十一條之一亦僅規定為「得」設置而非「應」設置，是以，觀諸前述法令之位階與解釋，尚不足以強制各級法院設置專業法庭以審理證券爭議案件。

為此，本文建議，應將證交法第一百八十一條之一：「…得設立…」改成「…應設立…」，以強制要求法院專庭審理證券爭議案件，另司法院

與證券主管機關亦應規劃實施證券專業法庭之配套法令與措施，以落實證交法及前揭司法院函釋之本旨。惟就現行司法實務觀之，仍須相當時間與經驗之累積，方能使整套制度之建置與運作步入軌道，故於此過渡期間，或可加強落實專家諮詢<sup>63</sup>，以因應證券訴訟案件之高度專業性及複雜性。

## 第四節 行政和解之檢討

### 第一項 「行政院金融監督管理委員會締結行政和解契約處理原則」之簡介

鑑於證券期貨市場發展之日新月異，及運作之高度複雜性，行政院金融監督管理委員會（下稱金管會）對於行政處分所依據之相關事實與法律關係，經依職權調查後，有時仍無法證實或明確定性，是以，為有效達成行政目的、解決紛爭，並兼顧行政效率，金管會遂於民國九十四年三月十六日頒佈「行政院金融監督管理委員會締結行政契約處理原則」（下稱處理原則），認得以締結行政和解契約代替行政處分之方式，資為因應；此外，並於今年八月二十四日修正處理原則部分條文，以求周延。承前，茲臚列處理原則規範與修正重點如后：

<sup>63</sup>按「司法院九十年度邀請衛生醫療界參與司法改革座談會建議事項分辨表」所示，為貫徹88年7月間全國司法改革會議結論，及因應社會價值觀之多元化，增加法官法律外之專業知識，司法院於89年5月22日以(89)台廳民1字第10577號令發佈「專家參與審判諮詢試行要點」，就醫療、營建工程、證券金融、勞工、交通等第一審事件，得經當事人合意或法院依職權，行專家參與審判諮詢，借重專家之特別知識、技能或工作經驗，於審判過程中提出專業意見供法官參考，使法官能儘早掌握並整理案件爭點所在，妥適審結，其立意良善，允值嘉許。惟參酌92年7月11日修正之「專家諮詢要點」(原「專家參與審判諮詢試行要點」)，卻將「參與審判諮詢」改為僅能「諮詢」，並僅限於法院依職權方能行專家諮詢，當事人無法合意要求進行專家諮詢，可謂大大限縮專家參審提供意見之範圍，反與前述司法改革落實專家參審之精神背道而馳，殊為可惜。

## 一、行政和解契約雙方當事人

為主管機關金管會，及證券商、期貨商、證券投資信託事業與證券投資顧問事業（處理原則第二點參照）。

## 二、協商程序

（一）金管會進行行政和解契約之協商程序前，就行政處分所依據之事實或法律關係，應先依職權調查，且調查期間不得少於三十日（處理原則第三點參照）。

（二）金管會進行行政和解契約之協商程序前，應衡酌彼此互相讓步之適法性及妥當性、公共利益之維護與利害關係人因和解契約之成立，而可能遭受之損害等要素（處理原則第四點參照）。

（三）金管會就行政和解契約之協商與否，及和解契約協商之重點與範圍，應經委員會議決議通過後，授權委員或各承辦單位進行協商程序（處理原則第五點參照）。

（四）金管會就和解契約之要約或承諾，應經委員會決議通過後提出，而契約相對人欲提出者，應以書面敘明理由及內容，向金管會提出（處理原則第六點參照）。

（五）金管會於行政和解契約協商過程中，應就所欲和解之內容徵詢利害關係人之意見或舉行聽證，或對於相對人與各利害關

係人之民事和解、調處或協議程序給予合理指導與建議。但金管會並不受其意見、和解、調處或協議內容之拘束（處理原則第七點第一項參照）。

（六）金管會就行政和解契約得視個案情形及利害關係人受損害之程度與範圍，要求相對人於一定期間內與經利害關係人授權且設立目的為保護證券投資人暨期貨交易人之財團法人、公益信託或其他公益團體進行民事和解，如現行之投資人保護中心（處理原則第七點第二項參照）。

（七）金管會於行政和解契約之協商過程中，如發現新事實或新證據或有情事重大變更之情形，得由委員會決議撤回或變更要約，或中止行政和解協商程序，依法續行調查（處理原則第八點參照）。

三、行政和解契約得為強制執行之執行名義（處理原則第十點參照）。

四、相對人就該行政和解事件協商或締結行政和解契約之行為，不得視為就行政和解事件所涉及之事實範圍，已向任何利害關係人表示認諾或提出和解要約，亦不得視為自首或自白（處理原則第十一點參照）。

五、金管會經相對人之請求，得於行政和解契約內容載明相對人對於行政和解事件既不承認亦不否認違反證券、期貨等相關法規之表示（處

理原則第十二點前段參照)。

#### 六、和解契約內容之公開

金管會於行政和解契約締結後，除依法有保密之必要外，應公開行政和解契約內容（處理原則第十二點後段參照）。

#### 七、行政和解契約之撤銷

行政和解契約原則上不得以錯誤為理由撤銷之，惟有下列事項之一者，不在此限（處理原則第十四點參照）：

(一)相對人提出作為行政和解契約所依據之文件，事後發見為偽造或變造，而金管會若知其為偽造或變造，即不為和解。

(二)行政和解事件，業經法院確定判決，而為金管會與相對人雙方或一方於和解當時所不知。

(三)金管會對於相對人之資格，或雙方對於重要之爭點有錯誤，而為和解。

(四)相對人故意欺瞞重要事實，致對公共利益產生嚴重之損害。

#### 八、行政和解契約之解除與終止

(一)事由：相對人違反契約內容。惟契約另有特別約定，從其約定。

(二)效果：金管會得依法續行調查，並得拒絕相對人再次提出締結行政和解契約之請求。(處理原則第十五點參照)

## 第二項 主觀構成要件認定之風險（行政過失與民事過失）

行政院金融監督管理委員會證券期貨局（下稱證期局）針對證券商違反證管法令者，按證交法六十六條一至四款之規定，得視情節輕重，為警告、命令券商解除董監經理人職務、六個月以內之停業處分或撤銷營業許可等裁罰性處分；另依臺灣證券交易所股份有限公司就證券承銷商所提出評估報告或相關資料缺失處理辦法，亦會於證券商違反相關事項時給予記點處分。就此，按前揭行政和解處理原則，有被處罰之虞之證券商得向主管機關聲請締結行政和解契約代替負擔處分，惟若和解不成，主管機關仍為裁罰處分者，該處分內容，對嗣後投保中心以此訴請民事賠償時之法院心證，不得謂無不利影響，蓋揆諸法院審判實務，法院就具體個案之審理，易因主管機關行政處分書上有關「行政疏失或違反行政注意義務」等用語，而認定受處分者亦有民事過失，而應負損害賠償責任。

惟查，行政責任、刑事責任與民事責任本質上即有區別，如行政責任係行政機關針對違反法規義務或行政秩序當事人之行為，課與其相關裁罰處分，然處罰本身並不具倫理上之非難性，與刑罰反道德、倫理之本質顯有歧異；且就救濟管道論之，前揭裁罰性處分須透過行政爭訟程序以求救濟，與一般民刑事案件透過一般司法程序謀求救濟不同，更透露出行政案件之特殊性。職是，主管機關認當事人有行政疏失欲課與裁罰性處分時，

其行政疏失之性質與程度，自與民事或刑事責任中之主觀構成要件有別。

然面臨現今審判實務與投保中心之主張，是否產生「有行政過失即有民事過失」之判斷，造成經主管機關處分之專門職業人員或證券商即該當民事損害賠償責任之主觀要件，恐有疑慮。職是，建議主管機關在為負擔處分時，應釐清行政責任與民事責任本質上之區別，避免相關民事責任評價之用語（如未盡其應盡之注意義務，顯有疏失等用語），以免法院將來產生「有行政過失即有民事過失」之錯誤判斷。

### 第三項 美國法制與相關案例

#### 第一款 法制設計

按美國一九三四年證券法第二十一條之規定，美國證管會（Securities and Exchange Commission, SEC）對違反證管法令相關事項（如證券詐欺），須本其職權進行調查，必要時並得提起民事訴訟求償<sup>64</sup>。參酌美國證管會與十家投資銀行高達十四億美金之和解案，有違反證管法令嫌疑之投資銀行，係於證管會提起之民事訴訟中與證管會達成訴訟上和解，而非證管會於行政調查中所為行政和解之情形。惟前開美國案例，就和解計畫內容之擬定、適格受補償投資人之判斷要件及和解基金之用途、執行與分配程序，皆有整套精細之設計，是以，本文於此援引美國實際案例說明，以供我國

---

<sup>64</sup>Section 21, Investigations and Actions, Securities Exchange Act of 1934.

券商與主管機關為行政和解或與投保中心為民事和解時之參考準據。

## 第二款 相關案例說明—十四億美金和解案（SEC vs. 十家投資銀行）

### 第一目 緣起

美國證券監管機構於二〇〇三年四月二十八日宣佈，與華爾街十大投資銀行及其他個人投資機構，就渠等因證券研究業務產生利益衝突而損及投資人利益（即出具不實研究報告誤導投資人做出錯誤決策）之被訴事由，簽訂高達十四億美元訴訟上和解協定，並勒令渠等進行整頓改良<sup>65</sup>，美國證管會、全美證券商公會（NASD）、紐約證券交易所（NYSE）及有關各州證券監管組織因而結束對渠等利益衝突事件之調查行動<sup>66</sup>。該筆號稱天價之罰金，創下了證券市場民事執法行動之歷史紀錄。

### 第二目 控訴依據

基本上美國證管會對前述投資銀行之指控大同小異，認渠等皆係違反一九三四年頒佈之證券交易法第十五條<sup>67</sup>相關規定，以操縱、欺騙或其他詐欺之手段或計謀（不實投資分析報告）進行或企圖誘導為證券買賣交易或誘導或企圖誘導進行任何證券買賣（造成投資人受到誤導，作出錯誤之投

---

<sup>65</sup> 參照長城線上報導，總額 14 億美元-美 SEC 與華爾街經紀達成最終和解，2003 年 5 月 16 日，available at <http://www.hebei.com.cn/node2/node13/node1066/userobject1ai112563.html>.

<sup>66</sup> 15 U.S.C. § 77o.

<sup>67</sup> 17 C.F.R. § 240.15(c)1-2.

資決策），例如花旗集團所羅門美邦公司<sup>68</sup>即被主張簽發詐欺性研究報告，違反美國一九三四年證券法第十五條及規則 15-C 項第一、二款<sup>69</sup>和相關州法規定。

### 第三目 和解計畫之相關內容

證管會於今年一月底提出和解協議（Global Research Analyst Settlement）之相關具體內容，並經紐約南部管區聯邦地區法院（S. D. N. Y.）同意核准執行，並指派代表人進行和解計畫之執行者，以順利進行和解金額之分配與運用<sup>70</sup>。

茲就該和解計畫之具體內涵，以今年一月 S. D. N. Y. 針對本案所下裁定（order）<sup>71</sup>與經聯邦法院通過之基金分配計畫（Settlement Distribution Fund Plan）為本，析述如下：

#### 一、和解金額之用途與分配模式

---

<sup>68</sup> See SEC v. Citigroup Global Markets Inc., f/k/a Salomon Smith Barney Inc., no. 03 Civ 2945 (WHP) (S.D.N.Y.).

<sup>69</sup> Final Judgment as to Defendant Citigroup Global Markets Inc., f/k/a Salomon Smith Barney Inc., 2003. “Defendant, Defendant’s officers, agents, servants, employees, attorneys, and all persons in active concert or participation with them who receive actual notice of this Final Judgment by personal service or otherwise are permanently restrained and enjoined from violating Section 15(c) of the Exchange Act and Rule 15c1-2 promulgated thereunder [15 U.S.C. § 78o(c) and 17 C.F.R. § 240.15c1-2] by making use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce to effect any transaction in, or to induce or attempt to induce the purchase or sale of, any security by means of any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person.”

<sup>70</sup> 根據 S.D.N.Y. 所為之 Final Judgment，該項和解計畫之具體內容與後續執行程序，皆須經由法院核准與監控，並主導計畫之進行。

<sup>71</sup> Order Announcing the Proposed Settlement Distribution Plan, S.D.N.Y., January 31, 2005.

依循之前聯邦法院之最後裁決（Final Judgment），上述華爾街公司將總共向監管當局支付四點九七億美元的罰款（penalties），並退交三點九七億美元的非法所得，並以此成立十二個基金（twelve distribution funds）以供投資人受償，而符合法院所設定時間範圍內買賣該投資銀行所承銷或推薦之問題公司股票的投资人，只要符合一定條件，皆可受到補償<sup>72</sup>。

根據該和解協定，上述華爾街公司必須向投資者提供為期 5 年的獨立的第三方研究，相關費用為四點三二五億美元。該協定還要求其七家華爾街公司支付八千萬美元的投資者教育經費。其中五千二百萬美元分給投資人保護基金（Investor Education Fund）為投資人教育計畫之建置與推行，二千七百五十萬美金將分給各州立法機關以供投資人保護法案、計畫推動之用<sup>73</sup>。

## 二、和解協議之效果

按前開和解協議之具體規定，各投資銀行支付之懲罰性罰款，不得尋求任何報銷或其他補償，且不能用以抵扣任何聯邦、州或地方稅。

<sup>74</sup>且據前揭法院裁定之說明，投資銀行同意與證管會為訴訟上和解，並

---

<sup>72</sup> Federal Court Approves Global Research Analyst settlement, SEC litigation Release No.18438, October 31, 2003, available at <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18438.htm>.

<sup>73</sup> See id at 3.

<sup>74</sup> 參照先行，華爾街十大投資銀行被罰內容及指控依據，東方國際經濟法律網，2003年，available

非承認或否認證管會所控訴之違法情事（就本案進行自白或認諾），且該和解契約之內容並不表示法院即認為投資銀行有違反證管法令之結果。<sup>75</sup>

### 三、受害投資人適格受償之決定程序

相關和解計畫之條件訂定後，由法院授權該和解基金之管理者（Administrator）將相關內容透過出版或廣告、媒體等方式，公告周知於投資大眾，使符合於特定時間範圍內（specified time frame）購入某標的公司之股票而受有淨損失（suffered a net loss）之人，得以書面陳述（comment in writing）參加補償分配，並經相關機關陳報法院審核後確認受償資格。此外，由法院主導定期召開公聽會（fairness hearing），就此和解計畫內容之公平性與合理性與否，廣納投資大眾之意見，以資周延。<sup>76</sup>

#### 第三款 小結

綜上，可將美國證券訴訟和解協議之適用情形、規劃與執行，整理如下：

一、美國前開案例係證管會與被訴之投資銀行成立訴訟上和解。

---

at [http://www.eastwestlaw.com/c\\_article/show.asp?id=74west](http://www.eastwestlaw.com/c_article/show.asp?id=74west).

<sup>75</sup> Supra note 10, at 5.

<sup>76</sup> Supra note 10, at 5 & Exhibit 1.

- 二、前揭券商、投資銀行同意與證管會為訴訟上和解之條件，並非承認或否認證管會所控訴之違法情事（就本案進行自白或認諾），且該和解契約之內容並不表示法院即認為投資銀行有違反證管法令之結果。
- 三、和解計畫之內容與相關條件是否公平合理，投資人可經由法院召開之公聽會表示意見，且所有和解計畫之內容、後續和解基金分配與執行方式等程序作業，皆須經由法院裁定認可，方得為之。
- 四、和解基金之建置並非僅為賠償投資人之損害，更涉及整體證券市場之維護與投資人教育。
- 五、就受損害投資人之補償，提出以購買時間、股票標的、買入出行為及是否受有淨損失等綜合判斷標準，以決定是否可成為補償適格之受害人與受償分配比例。

## 第五節 檢討與建議

- 一、觀諸前開美國和解案例，係以法院作為主導和解程序與計畫進行之客觀第三人，具有獨立、客觀之監督力量，反觀本國法制，係由金管會以行政高權之地位，主導和解協議之內容與進行，惟由和解協議之一方當事人主導和解之條件與進行，將使證券商產生心理上之壓力，角色扮演上是否公允，殊值注意。此外，揆諸本國目前狀況，

尋求一公正獨立之機構主導此類和解，顯有困難，是以，可參酌前揭美國和解計畫，建置公開聽證（public hearing）及專家審議等相關程序，以加強目前和解條件與程序進行之公平性與合理性。

二、按前揭處理原則第七點第一項說明，金管會得對於相對人與各利害關係人（如投保中心）之民事和解、調處或協議程序給予合理之指導與建議，於第二項又謂金管會就行政和解契約得視個案情形及利害關係人受損害之程度與範圍，要求相對人於一定期間內與經利害關係人授權且設立目的為保護證券投資人暨期貨交易人之財團法人（如投保中心）、公益信託或其他公益團體進行民事和解。惟查，金管會與相對人所為之行政和解，緣契約相對性之法理，效力本不應及於相對人與其他第三者（如投保中心、一般投資人等）所為之民事和解，是以，此種以要求與投保中心達成民事和解作為同意行政和解之手段，不僅抵觸契約相對性之基本概念，無視行政和解與民事和解本質上之差異，更生主管機關利用行政高權迫使證券商與投保中心達成民事和解之嫌，有失允當；且未授予訴訟實施權與投保中心之其他潛在受害投資人，仍可就同樣事件對證券商提起訴訟，而先前之民事和解更易使法院產生證券商有損害賠償責任之心證，故證券商與投保中心及主管機關簽訂和解契約後仍將面臨偌大之訴訟風險，不得不慎。

三、參酌前揭美國和解計畫之設計、和解基金之配置與執行，或可成為我國投保中心與相關券商進行訴訟外或訴訟上和解之借鏡，除可更精密判斷應受補償之適格投資人外，更應與金管會就券商所繳納之和解金共同為審慎規劃，除用以補償投資人損害外，更應就國內證券市場之健全發展、市場監督機制與投資人教育方面，挹注一份心力。

四、綜上所述，國際上投資銀行或券商目前已有轉化為公司弊案求償主要對象之趨勢，只要證管機關認為其有疏失而欲為行政懲處或投資人提起訴訟求償，幾乎最後皆以鉅額和解收場，觀諸我國今年三月十八日，因博達案涉訟之四大券商（華南永昌、金鼎、元大京華、富邦）與投保中心達成七千八百萬元之和解，以取代龐大之訴訟成本及相關行政懲處乙事，足證該股和解風潮已傳至台灣。是以，除主管機關與投保中心應建立前置協商機制，充分與券商溝通案情，並透過專業鑑定與仲裁機制，以真正落實行政和解本旨與公平客觀之精神，避免有以公權力逼和、以行政和解迫使券商與投保中心達成民事和解手段之嫌疑外，未來券商選擇客戶時亦應秉持專業謹慎之態度，避免誤觸地雷公司，此外，更應完整建置公司內部之法令遵循制度（如研究部門與業務部門中國牆制度之強化與相關風險管理措施等），汲取外國訴訟經驗與教訓，以最穩健之成本支出換取最

大之獲利空間。

五、面臨現今審判實務與投保中心之主張，是否產生「有行政過失即有民事過失」之判斷，造成經主管機關處分之專門職業人員或證券商即該當民事損害賠償責任之主觀要件，恐有疑慮。職是，建議主管機關在為負擔處分時，應釐清行政責任與民事責任本質上之區別，避免相關民事責任評價之用語（如未盡其應盡之注意義務，顯有疏失等用語），以免法院將來產生「有行政過失即有民事過失」之錯誤判斷。

## 第六章 結論與建議

綜上，本文整理目前證券商所可能面臨之法律風險，並經研究分析，提出建議方案如后：

### 一、證券承銷商之法律風險部分

按承銷商辦理承銷業務時，其程序大致上可分為輔導階段與承銷配售階段。在此二階段中，承銷商所可能面臨之法律風險，有來自其與投資人之間之權義關係，諸如評估報告之虛偽不實或未交付公開說明書；有來自其與發行公司之間所簽訂之財務顧問契約、輔導契約或承銷契約所生履約之風險；亦有來自其與其他主協辦承銷商間因共同承銷事宜所生權責劃分之風險。茲就承銷商在辦理輔導業務以及承銷配售業務中，其與投資人、發行公司及其他承銷商間所可能產生之法律風險以及提出檢討防制及改善之建議如下。

#### (一) 承銷商辦理輔導業務之法律風險

查承銷商辦理輔導業務時，會與發行公司簽訂財務顧問性質契約及輔導契約，惟此二契約，法律上並無強制規定，故相關契約內容實務上多由承銷商與客戶間任意約定。經檢視目前承銷商與客戶簽訂之財務顧問性質契約及輔導契約，其內容均嫌簡略，許多權利義務均未明定於書面文字。由於我國投資人保護中心之崛起，於客戶發生財務

弊端時，承銷商往往因為對於客戶提供之顧問及輔導服務而成為被告。如何有效控管承銷商被訴求償的風險，得先從明定契約雙方權利義務內容著手。

就契約訂定面，首先釐清「備忘錄」之性質，俾確認承銷商違反該備忘錄或意向書之規定者，是否需負相關賠償責任。其次，為避免承銷商因評估輔導不實或因未盡輔導、評估之注意義務而被訴求償，此時可以從財務顧問契約及承銷契約之保證條款及賠償責任條款著手。最後，因承銷商之輔導行為係一持續性行為，故輔導契約亦宜設定退出機制之終止條款，俾契約雙方有所依循。

就契約履行面，除應盡善良管理人之注意義務為輔導行為外，就評估報告製作之部分，因牽涉公開說明書不實會有相關民刑事責任，故適時縮減剔除承銷商評估報告之查核責任範圍、引用專家意見以排除承銷商之評估報告責任、工作底稿之編製與保存皆為承銷商有效控管風險之重要方式。

## （二）承銷商辦理承銷業務之法律風險

就契約訂定面，首先釐清「承銷契約」之性質，俾確認承銷商違反該契約之規定者，應如何適用相關法規以定責任。其次，有關發行公司與承銷商間因辦理承銷配售事宜所生之權利義務關係，諸如承銷價格之議定、交付公開說明書以及過額配售股票之交付等權義，應

明確訂定於承銷契約，以茲雙方共同遵守。倘若未予訂明，則易滋疑義。另有關共同承銷契約中主協辦承銷商間權義之釐清，亦為契約訂定應予注意之重點。最後，為避免承銷商之損害賠償責任與其因辦理承銷業務所得之報酬相差懸殊，致承銷商辦理承銷業務之意願大幅降低，證券承銷商因履行承銷契約所須負擔之民事賠償責任，應以其所獲得之包銷報酬、代銷手續費或該報酬及費用之一定倍數為上限，較為公平。

就契約履行面，應注意承銷新制下之公開申購方式，因投資人必須先行繳納認購款，其於中籤後並無認購與否之選擇權利，故其先行繳納股款之時，即為「認股」或「應募」之時，而承銷商於投資人繳納股款後始將中籤通知書及公開說明書寄發各中籤人，解釋上似有違應先向認股人或應募集人交付公開說明書之規定，因而產生適法性爭議。在修法之前，雖能透過證券主管機關擴大解釋證交法第三十一條第一項「先行交付」之方式亦包括以「將公開說明書稿本，上傳於『公開資訊觀測站』網站或發行人、承銷商網站或其他網站或是投資人個人電子信箱，處於可供投資人隨時查閱之情況」等方式，惟因行政解釋無法拘束司法機關，故仍應以修正證券交易法，始為長治久安之計。此時正值證券交易法修正草案擬定之際，貴公會亦得把握此機會，將證券交易法應予修正之處，擬定相關修正條文，併同送立法院

審理通過。

## 二、證券經紀商與自營商之法律風險部分

### (一) 人頭戶問題造成證券商之法律風險所生之民事損害賠償責任方面

按因人頭戶濫用問題而對證券商造成之法律風險，實務上最常見者，即為不法集團假藉人頭戶炒作股票，先在集中交易市場大量進出，製造股市活絡之假象，待股價抬高或壓低至一定價位後，即套取差價利益，再惡意違約不交割。當證券商於事後進行追償時，方發現被借用之人頭戶實際上多為無資力之人，又即便證券商向人頭戶提起訴訟，被借用之人頭戶，又多以不知情、未授權，或主張受託契約係與證券商通謀虛偽而無效，提出抗辯，而證券商如轉向實際使用人進行追償時，實際使用人又以證券交易法第十九條規定抗辯，拒不賠償，造成證券商求償無門，發生極大之法律風險。

為降低證券商向人頭戶提起求償訴訟時，造成追償困難之風險，本所建議：

1. 證券商即應加強對帳戶本人之告知義務，在發現有異常交易時，應立即並主動向客戶告知。應在通知書上，並應明確告知出借帳戶者所應負之法律責任，使人頭戶再難以其主觀上無故意或過失作為抗辯。

2. 應於受託契約明訂，倘客戶有授權他人代為下單時，該被授權下單之人應另立聲明書承諾對客戶負連帶保證責任。
3. 應在受託契約中明訂，倘客戶有授權第三人代為下單情事，除客戶有反證外，推定授權下單之交易皆屬有效行為

(二) 代辦融資融券業務所生之法律責任：

目前證券商與證金公司就代辦融資融券業務爭執最大所在，乃因依融資融券代理契約書所載，所謂證券商代辦融資融券業務其受任範圍究竟為何？蓋自投資人開立信用交易帳戶至證金公司撥付融資款至交割帳戶，此牽係融資業務一連串之作業流程，究竟哪些係屬證券商受託代辦事項？何部分又屬證金公司應自行辦理事項？雙方各執乙詞。為解決上述證金公司與證券商所生爭議，經分析檢討後，建議應於融資融券代理契約書中明確規範雙方之權利與義務，始為根本解決之道。茲提出下列幾項建議：

1. 於融資融券代理契約書中明訂證券商代辦業務範圍，以杜爭議。
2. 於融資融券代理契約書中得約定證金公司之責任，以茲明確。
3. 於融資融券代理契約書中明訂證券商可歸責事由，以明雙方責任歸屬暨其所生之契約效果。
4. 雙方得依據契約自由原則，於融資券契約中明定證券商損賠償

範圍上限或僅依收取報酬負擔比例責任等條款，以杜爭議。

(三) 在證券經紀商與自營商違反市場操縱行為民事損害賠償責任之法律風險方面

1. 實務上，最常見證券商負責人或營業員為業務績效而提供人頭戶予客戶從事交易買賣，若其在提供時明知或可得而知客戶係為不法炒作股票，證券商將有可能因此成為不法炒作行為之幫助犯，如進一步與不法集團有犯罪之謀議，行為之分擔，甚至成為不法炒作行為之共同正犯。依證券交易法第一百五十五條第三項規定，對於善意買入或賣出有價證券之人所受之損害，即應負民事損害賠償責任之法律風險。
2. 又在證券自營商，同樣亦有可能因自行買賣，而被誤認為觸犯本條之市場操縱行為，因而應負本條第三項之民事損害賠償責任。曾有就自營商偽作買賣作出判決，最後雖仍判決被告無罪，但既被起訴，即證明證券自營商仍有可能觸犯證券交易法第一百五十五條規定。

如何降低證券經紀商或自營商被誤認為有違反本條之市場操縱行為，本所建議如下：

1. 證券商經紀商稽控人員應隨時注意，接受客戶下單成交各股

占全市場該股成交比例，是否有過度集中現象，並密切觀察營業員是否有違規接單供人違法炒作情事，以免被誤認有協助不法炒作情事。

2. 證券自營商在自行買賣時，應注意避免有類似市場操縱之行為。

3. 就主管機關、交易所或櫃檯買賣中心所發布之防範炒作稽核程序，證券自營商亦應注意，買賣個股累積漲跌幅之加總比率及成交數量，以免遭誤認為炒作，淪為被查核之對象。

#### (四) 證券經紀商與自營商涉有內線交易民事損害賠償責任法律風險

按本條第一項第三款，基於職業或控制關係獲悉消息者，證券經紀商因為市場上之第一線，故亦常因職務關係，而能獲知涉及發行公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息，故在該消息尚未公開前，證券商負責人或營業員如有將此重要消息洩漏予他人，而使其對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票或其他具有股權性質之有價證券，買入或賣出，證券經紀商即有可能因此觸法，而應負該條第二項之民事損害賠償責任。

同樣情況亦發生在證券自營商，倘由與證券商為關係企業自公司內部得知，或透過拜訪客戶因而獲知涉及發行公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息，倘證券商負責人或營業員在尚未公開前，有不法利用此重要消息或洩漏予他人，而對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票或其他具有股權性質之有價證券，買入或賣出，證券自營商即有可能因此觸法，同負該條第二項之民事損害賠償責任。

為防止涉及發行公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息被不當流用，造成證券經紀商與自營商有被誤認為內線交易之法律風險。除證券經紀商及自營商應嚴格督促從業人員遵守有關證券法令，禁止將職務上所知悉之消息洩漏予他人外。另本所建議應從下面數點著手，以確實築起所謂之防火牆，免被誤認有內線交易。

#### 1. 加強各部門辦公處所之區隔：

例如：各部門仍應有內部資訊控管制度，並指定控管人，負責資訊之保管、傳遞等。

#### 2. 建立資訊管理制度：

例如：使用電腦作業時，應建立系統安全管理制度，維護資訊安全。

### 3. 員工訓練與切結：

例如：應要求公司負責人與業務人員簽具切結書，對因執行職務所取得之未公開業務訊息，聲明不違法使用或外漏，否則應負法律相關責任。

## (五) 證券經紀商與自營商所面臨從業人員民事損害賠償責任之法律風險

按證券商受託契約準則第一條，即規定有關證券交易之相關法令、交易所營業細則、章則、公告及其他規定，亦屬受託契約之一部，故證券商之負責人或營業員，如有違背相關法令等，侵害他人時，除有涉及民事侵權行為外，並有違背受託契約情事。

實務上過去常見證券商營業員有盜賣或挪用客戶股票情事，證券商乃因而遭客戶依民法第一百八十八條規定求償。受害人如欲主張證券商之僱用人連帶賠償責任，即應循一般侵權行為規定，先舉證證明，營業員於執行職務時確有故意過失，再須證明其加害行為確屬不法，並應證明加害行為與損害結果間確有因果關係。而其請求權時效為知悉後二年或自行為發生後十年內，再有關僱用人之連帶賠償責任依法律規定，因非屬僱用人之侵權行為責任，故僱用人

得主張其於選任受僱人及監督其職務之執行時，已盡相當之注意或縱加以相當之注意而仍不免發生損害者，進而主張免責。

但近來則因有證券商之經理人，遭依公司法第二十三條第二項規定求償。然就公司法該條規定之侵權行為責任，係屬公司之侵權行為責任，而與前述民法第一百八十八條規定之僱用人連帶責任不同。故公司不得主張其於選任經理人及監督其職務之執行時，已盡相當之注意或縱加以相當之注意而仍不免發生損害者，進而主張免責。又被害人請求公司賠償時，不須證明公司有故意過失，而其請求權之時效，亦並非只有兩年，而係依一般通說，長達十五年。因兩者之性質及適用有所差異，故造成證券經紀商與自營商法律上之風險。

復因受託契約實務上均認屬民法之行紀契約，且證券商並應以善良管理人之注意為契約之履行。因民法於第二百二十四條規定，債務人之代理人或使用人，關於債之履行有故意或過失時，債務人應與自己之故意或過失負同一責任。而經紀商從業人員原為證券商為履行前揭受託契約或交易契約之代理人或使用人，故經紀商從業人員倘有未盡善良管理人之注意，而違反上揭受託契約或交易契約情形時，證券商即有可能被視為違約，而應就債務之不履行負損害賠償責任。因受託契約並無免責規定，又要求證券商應以善良管理

人之注意履行義務，而證券商從業人員又為證券商為履行前揭受託契約或交易契約之代理人或使用人，依規定關於債之履行有故意或過失時，證券商應與自己之故意或過失負同一責任，無形中亦增加券商所面對之契約責任法律風險。

故為如何降低證券經紀商從業人員民事損害賠償風險，本所乃提出建議如下：

1. 證券商對於營業人員之選任與職務分配，應注意其任用資格與法令所容許的範圍，並應注意相關文件之保留，以為將來免責之依據。
2. 對於員工的監督權責，應訂定分層負責規定。尤對公司負責人或經理人，應特別強調，蓋因公司法第二十三條之規定，幾乎無免責機會，對公司之法律風險影響甚巨。
3. 為避免客戶以契約責任為由，增加證券商之法律風險，建議應於受託契約中明訂，就授權與否舉證責任之歸屬、賠償之範圍，及客戶本身應注意不得有違規授權予營業員之情事。
4. 對於員工的法令遵守訓練，宜定期舉辦並留存紀錄。
5. 對於客戶的政令宣導與警示宣告，應留存證據，以備舉證之需。
6. 加強內部稽核，針對特定事項，每日固定查核。
7. 實施電話錄音抽聽辦法，以電腦隨機選取抽聽時段，發現異常狀

況，立即回報公司主管處理。

8. 建立營業員休假制度，及輪調代理機制，藉由職務互換，發現問題。

9. 除於選任員工時應要求人身保證外，並投保一定金額之員工誠實信用保險，以分擔責任風險。

三、對於證券投資人保護制度之執行現況與檢討部分，在法制方面，由於保護中心具有「準行政機關」、「公益第三人」與「民事訴訟（仲裁）之原告」三者身分於一身，角色扮演亦公亦私，如何在具體個案中適度拿捏，殊值探究。由於投資人保護法的立法目的，著重在保護投資人權益的公益性質，似不宜令其過度扮演準行政機關之角色；另假執行在實質效果上，係先執行判決結果，直接變動了實體的權利關係，如給予保護中心免供擔保而宣告假執行之優惠措施，對於被告權益實有過度侵害之虞，而有當事人地位不對等的情形，實應回歸民事訴訟法第三百九十條以下有關假執行的一般規定，亦即是否需提供擔保，由法院依法加以認定，不必針對證券、期貨等團體訴訟，特別為不利於被告的規範。其次，由於證券商為證券服務事業，商譽為該公司重要資產，如有遭具公益色彩之保護中心對之提出訴訟，對其商譽必定造成某種程度之影響。

為因應上開實務現狀乙情，實有建立相關審查及溝通機制之必

要性。經研究分析後，建議於訴訟程序啟動前應先行採取下列處理機制：

(一) 保護中心內部應自行建立標準作業程序，取得足以懷疑證券商於執行業務過程中涉有「故意」或「過失」行為之合理事證。

(二) 保護中心對於證券商業務如有任何疑義應建立溝通協商管道，予以證券商陳述意見之機會，至於溝通協商方式，應讓證券商有權利選擇與保護中心之內部協商或舉行公開聽證程序之機會，上開方式得參酌行政程序法及公平交易法，關於由當事人到場陳述意見、辦理公開聽證及證券商得向保護中心調閱相關資料等相關規定；倘雙方如仍爭議，得將相關證據資料，提交證券商責任鑑定委員會等，俾將證券商等機構可能因訴訟所致之有形與無形傷害降至最低，甚而可免除訴訟之程序，以維程序及實質公平與正義。

(三) 此外，證券商於整體個案中所扮演的角色與地位，畢竟與發行人、公司董事、監察人、會計師等其他人員有所不同，其責任輕重亦顯有差異，故在個案求償上，目前保護中心就上開各該行為人應負責任，有訂定求償比例及各項調整因素，

作為責任比例分配之參考依據，惟上開比例分配非經公開程序亦非對於通案考量。故建議對於各該行為人求償比例之合理分配，除保護中心內部人員外，應由各該具有金融、財務、會計及法律等專家、學者進行討論，且該專家成員應有部分係屬各界業者代表，始得兼顧理論與實務，具體擬定合理之方案。

(四) 而九十四年七月十四日行政院提出之證券交易法第二十之一條第一、三、四項亦分別明訂各該不同行為人所涉事實行為態樣之不同，應有合理之責任比例分配，始為妥適，上開修正草案亦肯認應依各該不同行為人所涉事實行為態樣，為合理之責任比例分配，始為妥適。惟上開修正草案，未將證券商列為得主張負擔比例責任之主體，倘將來證券商因上開財務報告或公開說明書不實等情事涉有民事損害賠償責任時，則無從爰引上開證券交易法修正後之規定，應有違公平原則，殊有未妥，故建議本次證券交易法修正應增列證券商之比例責任，以茲明確。

四、在證券業務所生民事賠償責任爭議事件之處理機制方面：

(一) 由於證券業務具有其專業性與複雜性，尤其證券商之民事紛

爭之責任歸屬，更具有其高度專業考量，為求責任歸屬判定之衡平，以及民事求償案件之效率考量，故應建立證券商責任鑑定機構，且鑑定機構應由客觀公正之委員以委員會方式組成，委員採任期制，並由具相關金融、財務會計知識專家學者遴選之，再依案件性質分組開會，鑑定結果採合議制，以維持其獨立性、專業性及效率性。

(二) 因司法審判者之資格要件較為嚴格，證券專業人員進入法庭參審之難度較高，且因法院審級制度（三級三審）之設計，將導致審理時間延宕許久，對市場信心之回復勢必產生不利影響，職是，迅速專業解決爭議之仲裁機制，仍有存在必要。雖目前仲裁法令（如仲裁法第四十條以下針對撤銷仲裁判斷之訴嚴格之要件設計，導致仲裁後欲提起訴訟救濟顯有困難）及實務運作（仲裁人之選任與專業資格問題）較無法達成迅速、專業解決之目的，使證券商甚少採行仲裁制度解決紛爭，惟透過證券金融專業仲裁機構之設置，加上仲裁人資格條件與定期進修要求之嚴格審核，可擴大仲裁機制之適用範圍與實用性，並透過主管機關之行政指導，要求投保中心代理投資人提起訴訟前，先行進入仲裁機制（如團體仲裁）解決紛爭，除可達到仲裁迅速、專業解決紛爭之效，更使券商有意

願使用仲裁程序，降低本身之風險成本。

(三) 即便設有證券專業仲裁機構，仍會產生兩個問題，一者，不服仲裁判斷而欲提起撤銷仲裁判斷之訴時，後續訴訟程序之進行仍將面臨具有高度複雜性之證券爭議；此外，即便投保中心被部分投資人賦予訴訟實施權，經由主管機關以行政指導方式先行進入仲裁程序，然其他尚有許多無授權投保中心起訴之潛在受害投資人，卻仍有就同一案件起訴求償之權利，是以，相關案件仍有進入法院審理之機會，證券專業法庭此時當有設置之必要，自不待言。

(四) 另揆諸現行投保中心所訴案例、金管會民國九十四年三月十六日頒佈「行政院金融監督管理委員會締結行政契約處理原則」(下稱處理原則)與前開美國十四億美金和解案例，提出檢討建議如下：

1. 面臨現今審判實務與投保中心之主張，是否產生「有行政過失即有民事過失」之判斷，造成經主管機關處分之專門職業人員或證券商即該當民事損害賠償責任之主觀要件，恐有疑慮。職是，建議主管機關在為負擔處分時，應釐清行政責任與民事責任本質上之區別，避免相關民事責任評價之用語

（如未盡其應盡之注意義務，顯有疏失等用語），以免法院將來產生「有行政過失即有民事過失」之錯誤判斷。

2. 觀諸前開美國案例，係以法院作為主導和解程序與計畫進行之客觀第三人，具有獨立、客觀之監督力量，反觀本國法制，係由金管會以行政高權之地位，主導和解協議之內容與進行，惟由和解協議之一方當事人主導和解之條件與進行，將使證券商產生心理上之壓力，角色扮演上是否公允，殊值注意。此外，揆諸本國目前狀況，尋求一公正獨立之機構主導此類和解，顯有困難，是以，可參酌前揭美國和解計畫，建置公開聽證（public hearing）及專家審議等相關程序，以加強目前和解條件與程序進行之公平性與合理性。
3. 按前揭處理原則第七點第一項說明，金管會得對於相對人與各利害關係人（如投保中心）之民事和解、調處或協議程序給予合理之指導與建議，且於第二項又謂金管會就行政和解契約得視個案情形及利害關係人受損害之程度與範圍，要求相對人於一定期間內與經利害關係人授權且設立目的為保護證券投資人暨期貨交易人之財團法人（如投保中心）、公益信託或其他公益團體進行民事和解，惟查，金管會與相對人所為之行政和解，緣契約相對性之法理，效力本不應及於

相對人與其他第三者（如投保中心、一般投資人等）所為之民事和解，是以，此種以要求與投保中心達成民事和解作為同意行政和解之手段，不僅牴觸契約相對性之基本概念，無視行政和解與民事和解本質上之差異，更生主管機關利用行政高權迫使證券商與投保中心達成民事和解之嫌，有失允當；且未授予訴訟實施權與投保中心之其他潛在受害投資人，仍可就同樣事件對證券商提起訴訟，而先前之民事和解更易使法院產生證券商有損害賠償責任之心證，故證券商與投保中心及主管機關簽訂和解契約後仍將面臨偌大之訴訟風險，不得不慎。

4. 參酌前揭美國和解計畫之設計、和解基金之配置與執行，或可成為我國投保中心與相關券商進行訴訟外或訴訟上和解之借鏡，除可更精密判斷應受補償之適格投資人外，更應與金管會就券商所繳納之和解金作審慎規劃，除用以補償投資人損害外，更應就國內證券市場之健全發展、市場監督機制與投資人教育方面，挹注一份心力。

5. 綜上所述，國際上投資銀行或券商目前已有轉化為公司弊案求償主要對象之趨勢，只要證管機關認為其有疏失而欲為行政懲處或投資人提起訴訟求償，幾乎最後皆以鉅額和解收

場，觀諸我國今年三月十八日，因博達案涉訟之四大券商（華南永昌、金鼎、元大京華、富邦）與投保中心達成七千八百萬元之和解，以取代龐大之訴訟成本及相關行政懲處乙事，足證該股和解風潮已傳至台灣。是以，除主管機關與投保中心應建立前置協商機制，充分與券商溝通案情，並透過專業鑑定與仲裁機制，以真正落實行政和解本旨與公平客觀之精神，避免有以公權力逼和、以行政和解迫使券商與投保中心達成民事和解手段之嫌疑外，未來券商選擇客戶時亦應秉持專業謹慎之態度，避免誤觸地雷公司，此外，更應做好內部法律風險管理（如研究部門與業務部門中國牆制度之強化），汲取外國訴訟經驗與教訓，以最穩健之成本支出換取最大之獲利空間。