

研究报告

RESEARCH REPORT

台湾证券市场操纵特征和监管及借鉴

课题研究员 何基报



深圳证券交易所综合研究所

2006.10.20 深证综研字第 0146 号

内 容 提 要

如何对市场操纵进行有效监管一直是各国和地区证券市场监管者关心的问题。在这方面，新兴市场往往借鉴发达市场的成熟经验，但更多的是结合了本地区市场的实际情况有所创新。台湾证券市场就是一个典型的例子。台湾与大陆的证券市场具有同样文化背景和类似市场特征，研究台湾证券市场在这方面的做法对我国证券市场的反操纵具有借鉴意义。本研究报告对台湾证券市场近年来市场操纵的特征、法律规制、防范和监管等进行研究，以便为大陆证券市场的反操纵提供借鉴。

1. 台湾证券市场发展时间虽然比大陆的证券市场长，但从查处的案件看，台湾的市场操纵类似于大陆的庄家操纵，同样需要经过吸货、制造活络假象、洗筹、空头回补和出货等几个阶段。

2. 大部分的市场操纵需要其他手段配合，例如大量使用他人帐户、地下金融（即金主）的参与、上市公司的配合、券商或营业员的配合或知悉、使用各种交易手段和工具等。

3. 台湾证券市场操纵的立法主要仿效日本和美国，但充分结合了本土情况。针对本地证券市场基础薄弱等现状，台湾证券市场监管者制定了股市监视制度办法等一系列补充制度。

4. 台湾对市场操纵的一线监管，充分体现透明性、公正性。从世界范围看，虽然各国或地区的证券市场都建立了市场操纵的监控机制，但到目前为止，还没有哪一个国家或地区的证券市场像台湾那样，能够将市场监控这样本应该属于机密作业的事公开化、标准化，并且严格按照标准来执行。

5. 台湾证券市场反操纵奖惩并重，一线监管重在预防和提示风险。在惩罚方面，近年来，台湾反操纵立法体现了对市场操纵行为处罚的加重。在奖励方面，首先，台湾在2004年修订《证券交易法》过程中引入了奖励制度。其次，台湾证券交易所和证券柜台买卖中心也制定了《证券市场不法案件检举奖励办法》，通过奖励举报者来制止市场操纵。台湾对市场操纵的一线监管采取是以防为主的策略。由于市场操纵必然伴随着价格或成交量的异常，台湾证券交易所股市监视制度办法通过

将异常的交易信息向市场公告、对异常交易有价证券撮合作业进行人工管制、限制有价证券的买进或卖出申报金额、对委托量大的投资人，收取一定比例买进价金或卖出证券、停止证券买卖等办法，将市场操纵等违法行为的风险提前化解。

6. 从台湾的经验看，引入卖空、套利等机制对市场操纵行为的遏制作用没有想象的乐观。

7. 根据台湾的经验，我们可以考虑在以下几个方面做一些工作：

(1) 建立奖惩结合、预防并重的行政执法制度。有必要考虑在市场操纵的执法过程中建立一种类似于台湾的奖励制度：主动自首者或者自动上交全部所得财物者，或者主动供出或协助查获共犯者，减轻或免除其处罚；对涉嫌市场操纵程度不深且主动交待或在行政调查中主动承认的，采取和解或者免于处分等措施。立法中要注重刑事处罚的灵活性，将市场操纵的刑事处罚与犯罪行为人的表现结合起来，对犯罪自首或主动交待的作减刑或免刑处理。

在预防方面，交易所有必要通过采取如下措施提醒投资者充分注意风险：

着重加大对涉嫌市场操纵行为导致的异常波动的信息披露力度和范围。

加大对盘中异常的限制性措施，采取增加交易成本和对交易者的交易行为进行限制的办法。

(2) 可以考虑建立对证券市场操纵等违法违规行为检举的奖励制度。

(3) 有必要建立因特网信息自动搜寻系统，主要收集各相关网站中关于上市公司的各种信息，包括市场谣言、证券分析师的各种报告等，从而提高对市场操纵、内幕交易等违法违规行为的敏感性和反应速度。台湾证券交易所和柜台买卖中心早在 2001 年就计划建立这种系统。

(4) 建立联合监管的网络系统，加强监管体系中各部门和机构的相互交流和沟通。

(5) 建立因市场操纵导致市场系统风险的应急机制。

(6) 金融市场的监管力量有必要进行整合，金融监管模式应向有侧重的功能性监管转型。

(7) 对上市公司如何参与市场操纵问题需要引起足够重视，应该加强研究，制定防范对策。

关键词：台湾证券市场 反操纵 有价证券监视 奖惩并重

目 录

一、 导言.....	1
二、 台湾证券市场操纵的特征.....	2
(一) 市场操纵的几个步骤.....	2
(二) 台湾市场操纵动用的其他手段.....	4
三、 台湾市场操纵的类型和案例.....	6
四、 台湾市场操纵行为法律规制.....	7
(一) 法律渊源.....	7
(二) 法律规定.....	9
(三) 法律责任.....	13
(四) 构成要件和证明.....	15
(五) 立法及执法趋势.....	20
五、 台湾市场操纵交易监管.....	20
(一) 证券监管历史沿革.....	20
(二) 证券市场行政执法体制.....	22
(三) 市场操纵的一线监管.....	30
六、 启示和建议.....	35
附件、台湾证券市场操纵案例分析选摘.....	43
参考文献.....	56

一、导 言

反市场操纵一直是各国家或地区证券市场监管的难题，然而一国或地区市场操纵的防范和监管与该国家或地区的法律制度和环境、诚信水平、文化传统等有关。台湾的证券市场从 20 世纪 60 年代开始恢复发展，至今已经有近 50 年的时间了。相比于大陆市场，台湾在监管市场操纵方面积累了丰富的经验。

台湾证券市场与大陆证券市场有许多相似之处。首先，无论从历史和文化、风俗习惯和心理、社会诚信、法律传统等角度，台湾与大陆都很相似；其次，同为新兴市场的台湾证券市场在发展中表现出来的特征与大陆证券市场也有较多的相似之处。例如，大陆股市价格波动很大，而台湾股市在涨跌幅度方面堪称“世界之最”。上世纪 80 年代末以来，台湾股市多次频繁出现巨幅狂跌猛涨的现象，为世界股市所罕见。1985 年 7 月 30 日到 1990 年 2 月 12 日，在不到 5 年的时间里，台湾股市由最低点 636 点涨到 12682 点的最高峰，涨幅达到 12000 多点。从 1995 年下半年至 2001 年，台湾股市再次进入大跌——大涨——大跌的过程，令人瞠目；又如，台湾股市与大陆股市一样，股民人数众多，散户和小股民比重过大，股市上经常出现“蚂蚁雄兵闹股市”的局面。1992 年台湾登记股民开户人数高达 510 万，到上世纪 90 年代末，这个数字已达到 700 多万，而且还不包括“地下股民”。美国股市中，散户比例仅为总开户数的 30% 左右，日本仅为 25%，而台湾股市和大陆股市散户比例竟高达 90%-95%；第三，与大陆相似，台湾各种地下的黑市证券交易活动泛滥。由于台湾股市以散户为主，小额投资者众多。而正规的证券金融公司的服务对象以机构投资者为主，其融资融券手续繁琐，对中小投资者没有吸引力。但对专门为股市做垫头交易的黑市非法交易经营商而言，手续则极为简单。地下证券交易商可以用高利贷的方式为股民垫资。这种作法特别适合财力薄弱的中小散户。虽然垫款的利率较高，但垫款规模较大，时间较长，远远超过正规的证券金融公司。台湾从事地下金融活动的机构很多，除了专搞地下资金中介的“代书事务所”外，许多银楼、银行行员、证券营业所也进行黑市证券交易。

不仅如此，台湾证券市场操纵行为与大陆也很相似，所用的手法和工具在大陆市场操纵也经常出现。

因此，台湾证券市场的市场操纵监管对我们应该有很大的借鉴意义。

本报告系统地分析了台湾市场操纵的特点、监管和防范情况，以便为大陆证券市场的市场操纵监管提供借鉴。

二、台湾证券市场操纵的特征

台湾证券交易所于 2000 年发布了一个专题报告《台湾集中交易市场股价操纵案例研究及查核业务之改进》，该报告对 1995 年到 2000 年间台湾检查署及第一、二审法院共计 37 件关于市场操纵的处分或判决案例（其中不起诉有 4 件、无罪判决有 6 件、一审有罪判决有 22 件、二审有罪判决有 5 件）进行了研究。

（一）市场操纵的几个步骤

根据该报告的总结，台湾证券市场的股价操纵类似于大陆的庄家操纵，台湾目前对市场操纵的查处也是处于初级阶段：即对一些重大的或恶性案件进行查处，而对一些短期的或者影响较小的操纵行为因种种原因而没有太多顾及。从已经发生的市场操纵案件来看，台湾市场操纵存在一些基本的操作手法和操作过程。虽然每一个市场操纵未必都使用这些手法或者完成每一过程（因为可能在完成一部分后，中途即因故失败，更何况每一个市场操纵的手法也各有变化），但万变不离其宗。一般而言，在证券集中交易市场中，一个完整的股价操纵案件，通常包括以下几个步骤：

1. 吸货：要操纵股价，通常必须使市场上的流通筹码减少，因此炒作之初，必须先吸货，使筹码集中于操纵者之手，而吸货过程通常都缓慢且悄悄地进行，以不引起市场投资人、证券交易所的监视单位注意，至于方法，则是分散于数家证券商，使用大量人头户¹买进，大部分主力同时使用证券金融公司或自办信用交易证券商所提供的融资买进，因此该标的股票每日信用交易融资余额会有逐步增加的现象。另外，根据现行交易制度规定，需先有融资余额，证券金融公司或自办信用交易证券商才能给投资者提供融券放空，同时根据规定，每家证券金融公司或自办信用交易证券商的每日融券余额不得超过融资余额，因此融资余额增加

¹ 相当于大陆的人头户，在台湾被称为人头户。

也为未来轧空做准备。在这一阶段，主力使用的人头户会出现大量净买入现象。

2. 制造活络假象：当主力已经吸收市场上大部分筹码之后，此时公司派（即上市公司）会配合发布公司利多消息，主力则一面开始从事冲洗性买卖，增加该股票成交量，以制造市场活络假象，一面配合利多消息缓慢拉高股价，以吸引一般散户投资者进入，一则培养市场上多头散户共襄盛举，减少市场上流通筹码堆高股价，一则可以借机调节卖出在低价时买进的股票获利，以培植更雄厚的资金实力。这些行为主要利用了市场上的散户习惯，一般散户的观念是：当一股票成交量放大，且股价逐渐上升，就被视为有主力介入，股价容易上涨，散户投资者通常愿意买进、追涨。因此为吸引散户投资者，主力必须制造活络假象。这种从事冲洗性买卖制造活络假象的行为，过去（2000年6月）在证券交易法修订前应属触犯该法第155条第一项第二款的行为，可惜该款已经被删除。不过此种行为似乎可作为同项第三、四款“意图”的间接证据。由于大部分的冲洗性买卖，需在一个交易日这样相对短的时间内密集且大量高价委托买进又低价委托卖出，这种委托方式，在现行“价格优先、时间优先”的电脑撮合原则下，容易产生“相对成交”（即买进自己或同集团成员委托卖出的股票）的情形，而在相对成交之下，如以当天交易来计算，不但较难获利，并且须缴纳手续费及证券交易税，需要较高难度的操作技术来配合，否则难免偷鸡不着反蚀把米。又这一阶段系在吸收散户买进，故可称之为“养多”阶段。

3. 制造股价震荡：在这一阶段，冲洗性买卖持续进行，但会出现股价大幅震荡的情形，此时主力会先开始拉高股价，出现连续数日盘中达到涨停价或以涨停价收盘，使股价达到不合理价位，然后又有一至数日出现盘中跌停价或以跌停价收盘的情形，让一般散户投资者有股价无法继续冲高的错觉，在此种情况下，一些信心不足的多头散户会卖出持股出场（主力此种做法俗称“清洗浮额”），但同时也会吸引一般投资者开始融券放空，这一阶段主力的人头户会出现较大量的净买入，融券余额也会大量增加，因此这一阶段也可称之为“养空”期。

4. 空头回补阶段：经过前述三个阶段之后，市场筹码大致已经被主力控制，主力开始大力拉抬股价，部分空头会认输回补，部分则坚不认输，此时公司派会配合举行临时股东会、除权或除息。由于过去的信用交易制度规定，凡是遇到公司举行股东常会、股东临时会、除权或除息时，融券放空投资者必须强制回补（这一规定已经于1997年修订，只有股东常会、除权息时才有强制回补的适用），因

此一旦公司宣布举行股东会、除权或除息，空头唯有认输回补。但主力每日仅会释出少量股票，空头回补又会推升股价，使股价冲得更高，主力则趁此机会获利，尤其是以融资买进部分，通常会先获利了结，但在融资获利了结情形下，会出现融资余额低于融券余额的现象，这时证券金融公司或自办信用交易证券商只有在市场“标借”股票补足差额。这种情形，主力不但可以赚到股价的价差，还可以出借股票赚取标借费用。相反的，空头不但负担价差，不及回补的还要负担标借费，因此这一阶段市场称之为“轧空”。

5. 股价回落期：当轧空结束，主力已经获利，手中剩下的股票无论以何种方式卖出都是获利，因此开始大量以低价卖出，此时只见股价每日都是大跌，那些未追随主力在轧空期卖出的多头散户，只有眼睁睁的看着股价下滑而卖不出去，这一阶段市场称之为“杀多”阶段。

6. 其他特性：以上的五个阶段乃是成功的炒作案例，不成功的案例在任一阶段都可能发生，最坏的情形就是发生“违约交割”，台湾过去发生的厚生、华国、亿丰及顺大裕等大违约案就是典型的例子。

（二）台湾市场操纵动用的其他手段

市场操纵案件除了上述过程之外，台湾检警调单位侦办过程中，通常发现有以下几种特有现象：

1. 大量使用人头户：股价操纵案主谋者，为规避台湾证券交易所市场监视部的查核，通常大量使用人头户，视案件规模的大小，人头户从数十位甚至数百位都曾经出现过。而人头户的来源包括主谋者自己所拥有、证券商提供、营业员提供及金主（类似于大陆从事“地下金融”的人）提供等四种，有的人头户知道自己被用做股价操纵案的人头户，但大部分都是不知情的人头户，因此这些人头户对于如何下单，例如以何种价位及数量委托、以大量少次或少量多次委托、在何时委托、受托证券商或营业人员是谁、现场委托或电话委托等等情况均不了解。

2. 金主的参与：一个股价操纵案件通常需要大量资金，主谋者自己的财力通常不容易满足操纵所需资金，因此市场中一直有所谓的“丙种金主”存在，专门提供合法管道之外的资金来源。当然一个非股价操纵案的市场主力在市场买卖股票，除了自有资金外通常也会找“丙种金主”做短期资金的融通，因此有“丙种金主”存在不一定代表就是股价操纵，但由于一个股价操纵案所需资金甚为庞大，

如果同时有多位金主，在一段期间中重复提供资金给同一人或同一批人买卖同一种股票，则其涉及股价操纵的可能性就明显提高。

至于金主的来源除了主谋者自己寻找之外，根据已发生的案例，证券商或营业员通常充当中介。

3.公司派涉及其中：由于上市公司资本额日渐扩充，一个股价操纵案如果没有公司派的配合就极难成功，这是因为公司派拥有最多的筹码，一旦股价被拉高后，公司派极少不会趁机卖出股票获利或调节持股，只有公司派配合将筹码锁住才有成功的可能。根据已发生的案例发现，股价操纵案通常是公司派自己所为或有公司派的参与，最少也需获得公司派的默许。而在公司派的配合中，除了配合锁定筹码，不在股价高档时卖出股票之外，通常出现的就是趁机放出利多消息，以配合股价抬高的合理性，因此已发生的股价操纵案例中，几乎会有经常性的利多消息在报纸媒体出现。

4.证券商或营业员的配合或知悉：依据已发生的案例，证券商或营业员未必参与股价操纵案，但最少是知悉的，因此检警调单位在侦办过程中，适时的传讯作证，通常会有突破性的发现。

5.充分利用各种交易工具和手段。例如大部分主力并会使用证券金融公司或自办信用交易证券商所提供的融资作为操纵股票的资本。在 1999 年度诉字第 203 号的操纵案件中，被告张朝暘、张朝翔、林明宏、游文煌、黄瑛瑶、林义翔等操纵国产汽车公司股票时就运用了融资融券这种手段。林义翔在调查人员询问时称“我们将张数汇整成明细表，我喊盘下单即依明细表上注明张数，可融资的账户则优先使用”。在 1986 年度诉字第 1327 号操纵案件中，被告黄维圜、陈慧珠、李烈堂、古育麟、钱雅丽等操纵荣联股票价格。依据当时集中交易市场规定，凡召开股东常会、临时股东会、除权除息时，融券放空的投资者均必须在限期前回补，由于融券放空该股票投资者众多，该股票股价在黄维圜等人刻意操纵下，避开台湾证券交易所“公布及通知注意交易信息处置作业要点”的各项规定，使股价缓步上涨，须回补的投资者无不损失惨重，一时之间社会为之哗然，但黄维圜等人不为所动，仍每日卖出少量股票让投资者回补，当时放空投资者到处陈情，直至回补期限前仍有不少投资者无法回补，最后遭到证券金融公司强制回补的命运，也逼使证期会指示台湾证券交易所修改融资融券相关规定，使得临时股东会从此不在回补之列。

三、台湾市场操纵的类型和案例

按照台湾证券交易法的规定，市场操纵主要有以下五种类型：

(1) 散布流言：是指意图影响集中交易市场有价证券交易价格，而散布流言或不实资料者。出现过的案例裁判字号为 1999 年上诉第 3817 号。

(2) 相约委托：是指意图抬高或压低集中交易市场某种有价证券的交易价格，与他人通谋，以约定价格于自己出售，或购买有价证券时，使约定人同时为购买或出售的相对行为者。出现过的案例裁判字号为 1986 年台上第 3956 号。

(3) 违约交割：指在集中交易市场报价，业经有人承诺接受而不实际成交或不履行交割，足以影响市场秩序者。该条款为台湾所独有，在美国、日本等均未对违约交割行为处以刑事责任。该条款可能是台湾学者最为争议的条款之一。

违反该条款的案例较多，按裁判字号排列为：1991 年台上第 4580 号；1995 年台上第 1127 号；1997 年台上第 4992 号；1998 年诉第 45 号；1998 年台上第 2678 号；1998 年重上更(五)第 194 号；2001 年诉第 315 号；2002 年台上第 5205 号；2003 年金第 24 号；2003 年台上第 621 号；2005 年台上第 227 号。

(4) 连续买卖：指意图抬高或压低集中交易市场某种有价证券的交易价格，自行或以他人名义，对该有价证券，连续以高价买入或以低价卖出者。

违反该条款的案例很多，按裁判字号排列为：1985 年台上第 5861 号；1986 年台上第 6315 号；1996 年台上第 329 号；1996 年上更(二)第 98 号；1996 年诉第 719 号；2002 年台上第 3037 号；2003 年台上第 1690 号；2003 年台上第 4613 号；2003 年台上第 623 号；2003 年台上第 987 号；2003 年台上第 1690 号；2003 年台上第 4613 号；2004 年台上第 202 号；2004 年台上第 4325 号。

(5) 其他欺诈行为。

四、台湾市场操纵行为法律规制

（一）法律渊源

台湾法律体系继承德、奥、瑞士大陆成文法典，成文系统逐条成典地排列，形成比较缜密的逻辑架构与组织系统。台湾的证券市场从 20 世纪 60 年代开始恢复发展，时至今日，经过了近 50 年的时间；在这过程中也产生了与当地社会经济情势相应，同时大抵上能和世界潮流接轨的证券法律制度以及证券监管部门。1960 年成立了证券交易委员会，它是证券市场的主管机关，负责对证券市场监管并制定有关初级市场和二级市场的发展规划。1962 年成立了证券交易所，1968 年颁布了《证券交易法》，证券市场步入正轨。台湾证券市场的法制建设是从 20 世纪 50 年代开始逐步发展起来的。台湾证券法律的制定采取类似于美国和日本的体例，对台湾证券市场的管理与规范，将证券发行、证券交易、证券交易所的管理、证券商的管理，及有关民刑事责任等证券管理的主要内容，综合规定于证券交易法一个法律中，而辅以在法律授权下由主管机关制定的规则与公司法等有关的法规，构成完整的法律体系。可见，台湾证券市场中监管操纵的规范主要有正式法律、法规、规则和判例等组成。

正式法律主要为《证券交易所法》。台湾《证券交易法》于 1968 年 4 月 30 日颁布，其中的第一条就规定了立法的目的：为发展国民经济，并保障投资。颁布后经过 10 次修订或增订。《证券交易所法》中关于市场操纵的条款为第 155、171 条，其中，1988 年、2000 年、2004 年对市场操纵行为的相关条文作了修正。

在法规命令方面，根据台湾《行政院金融监督管理委员会组织法》的规定，台湾行政院金融监督管理委员会负责金融法令的拟订、修正及废止。在行政院金融监督管理委员会成立之前，主要由台湾行政院财政部及其下属的证券管理委员会负责。台湾证券市场与市场操纵相关的法规命令主要有：

1. 由台湾财政部颁布：《证券交易法施行细则》。由台湾财政部于 1988 年 8 月 6 日颁布，共 13 条。

2. 由财政部证券管理委员会（现为行政院金融监督管理委员会）制定发布的法规有以下几种类型：

(1) 受托买卖：财政部证券管理委员会派驻证券交易所监管人员监管办法；台湾证券交易所股份有限公司证券集中交易市场作业程序；集中交易市场及柜台买卖市场发现伪、变造有价证券处理程序等。

(2) 交易监视：台湾证券交易所股份有限公司实施股市监视制度办法、柜台买卖有价证券监视制度办法等共 11 个。

(3) 证券买卖（共 46 个），如：

证券商管理规则；

证券商营业处所买卖有价证券管理办法；

证券商负责人与业务人员管理规则；

证券商受托买卖有价证券自律规则。

3. 台湾证券市场的自律性规则包括交易所规则、柜台买卖中心规则、证券商业同业工会规则等等。有关市场操纵的交易所业务规则主要体现在集中交易市场的交易监视方面，包括：

(1) 台湾证券交易所股份有限公司实施股市监视制度办法；

(2) 台湾证券交易所股份有限公司防范证券自营商与证券投资信托事业联合炒作有价证券监视作业程序；

(3) 台湾证券交易所股份有限公司公布或通知注意交易信息暨处置作业要点；

(4) 台湾证券交易所股份有限公司公布或通知注意交易信息暨处置作业要点第四条异常标准之详细数据及除外情形公布交易（注意）信息暨处置作业要点；

(5) 台湾证券交易所股份有限公司证券市场不法案件检举奖励办法。

柜台买卖中心的相应业务规则为：

(1) 柜台买卖有价证券监视制度办法；

(2) 财团法人台湾证券柜台买卖中心柜台买卖公布或通知注意交易信息暨处置作业要点；

(3) 柜台买卖公布或通知注意交易信息暨处置作业要点第四点异常标准之详细数据及除外情形；

(4) 财团法人台湾证券柜台买卖中心证券商营业处所买卖有价证券重大信息之查证处理程序；

(5) 防范证券自营商与证券投资信托事业联合炒作柜台买卖有价证券监视作

业程序。

4. 证券业相关协会的规则和规范性文件

台湾证券商业同业工会制定了覆盖面极广的自律规则与行业标准，涉及自律公约、收取手续费自律规则与行业标准等共计 40 余件，例如《证券商业同业公会承销商会员辅导发行公司募集与发行有价证券自律规则》、《证券商公司治理实务守则》、《证券商增加营业项目许可申请书》、《证券商增加营业项目许可证照申请书》、《兴柜股票买卖同意书（公会版）》、《证券商电子式交易账户委托买卖有价证券同意书范本》、《全权委托投资买卖证券开户暨受托契约范本》、《委托买卖证券受托契约范本》、《受托买卖有价证券收取手续费自律规则》、《受托买卖有价证券手续费折让自律规则》、《受托买卖有价证券征信与额度管理自律规则》等等。

（二）法律规定

台湾立法者对市场操纵没有给出涵盖所有类型的概念性的定义，而是采用列举方式，对四种典型类型的操纵作出描述，另加兜底条款。台湾学者林国全曾将市场操纵定义为：指对于应由市场供需关系自然形成的证券价格，意图拉高、或压低、或防止其变动，而加以人为的行为。在这里我们将重点讨论立法上的规定。

1. 证券交易法的规定

第 155 条 对于在证券交易所上市之有价证券，不得有下列各款之行为：

一、在集中交易市场报价，业经有人承诺接受而不实际成交或不履行交割，足以影响市场秩序者。

二（删除）

三、意图抬高或压低集中交易市场某种有价证券之交易价格，与他人通谋，以约定价格于自己出售，或购买有价证券时，使约定人同时为购买或出售之相对行为者。

四、意图抬高或压低集中交易市场某种有价证券之交易价格，自行或以他人名义，对该有价证券，连续以高价买入或以低价卖出者。

五、意图影响集中交易市场有价证券交易价格，而散布流言或不实资料者。

六、直接或间接从事其他影响集中交易市场某种有价证券交易价格之操纵行为者。

前项之规定，于证券商营业处所买卖有价证券准用之。

违反前二项规定者，对于善意买入或卖出有价证券之人所受之损害，应负赔偿之责。第二十条第四项之规定，于前项准用之。

第 171 条 有下列情事之一者，处三年以上十年以下有期徒刑，得并科新台币一千万元以上二亿元以下罚金：

一、违反第二十条第一项、第二项、第 155 条第一项、第二项或第一百五十七条之一第一项之规定者。

二、已依本法发行有价证券公司之董事、监察人、经理人或受雇人，以直接或间接方式，使公司为不利益之交易，且不合营业常规，致公司遭受重大损害者。

三、已依本法发行有价证券公司之董事、监察人或经理人，意图为自己或第三人利益，而为违背其职务之行为或侵占公司资产。

犯前项之罪，其犯罪所得金额达新台币一亿元以上者，处七年以上有期徒刑，得并科新台币二千五百万元以上五亿元以下罚金。

犯第一项或第二项之罪，于犯罪后自首，如有犯罪所得并自动缴交全部所得财物者，减轻或免除其刑；并因而查获其他共犯者，免除其刑。

犯第一项或第二项之罪，在侦查中主动交待，如有犯罪所得并自动缴交全部所得财物者，减轻其刑；并因而查获其他共犯者，减轻其刑至二分之一。

犯第一项或第二项之罪，其犯罪所得利益超过罚金最高额时，得于所得利益之范围内加重罚金；如损及证券市场稳定者，加重其刑至二分之一。

犯第一项或第二项之罪者，其因犯罪所得财物或财产上利益，除应发还被害人、第三人或应负损害赔偿金额者外，以属于犯人者为限，没收之。如全部或一部不能没收时，追征其价额或以其财产抵偿之。

2. 市场操纵禁令的修改及其历史沿革

台湾证券市场中关于市场操纵的规定条款第 155 条，分别在 1988 年、2000 年、2004 年经历了三次修订。

该条系沿袭台湾已废除的交易所法第 52 条、证券商管理办法第 57 条、58 条，

并参考美国 1934 年证券交易法第九条及日本旧版证券交易法第 125 条的条文订定，于 1968 年 4 月经台湾立法院三读通过并经明令公告后实施。有关台湾证券交易法第 155 条第一项各款立法沿革及修订的情况介绍如下：

（一）第一款：本款系沿袭证券商管理办法第 57 条第一款的内容，在证券交易法立法当初，行政院原草案内容为“无实际成交意思而空报价格者”，证券商同业公会建议的条文内容为“无实际成交意思，不依法令的规定，而空报价格者”，但立法院三读通过的条文内容则变成“在有价证券市场无实际成交意思，空报价格，业经有人承诺接受而不实际成交，足以影响市场秩序者”。到了 1988 年 1 月修订时，则将“无实际成交意思，空报价格”删除，增订“或不履行交割义务”，因此现行条文成为“在集中交易市场报价，业经有人承诺接受而不实际成交或不履行交割义务，足以影响市场交易秩序者”。

（二）第二款：本款应系沿袭证券商管理办法第 57 条第二项规定，并参考美国 1934 年证券交易法第九条第一款第一目及日本旧版证券交易法第 125 条第一项第一款条文内容所订定。在立法当初，台湾行政院原草案内容为“不移转证券所有权而伪作买卖者”，证券商同业公会建议的条文内容为“不移转证券而伪作买卖者”，而立法院通过的条文增列“意图影响市场行情”字句，成为“意图影响市场行情，不移转证券所有权而伪作买卖者”。在 1988 年修订时将“意图影响市场行情”删除，条文内容又成为“不移转证券所有权而伪作买卖者”，但此一条文内容所规范的“证券所有权”，实务上产生所谓“实质所有权”和“形式所有权”的争议（详如后述），因此在 2000 年 6 月底修订时，经台湾立法院三读通过予以删除。

（三）第三款：本款应系沿袭证券商管理办法第 57 条第三项规定，并参考美国 1934 年证券交易法第九条第一款第二、三目及日本旧版证券交易法第 125 条第一项第二、三款条文内容所订定。在立法当初，台湾行政院原草案内容为“与他人通谋以约定价格于自己出售或购买有价证券时，使约定人同时为购买或出售之相对行为者”，证券商同业公会建议的条文内容为“意图操纵，不依市价与他人通谋以约定价格于自己出售或购买有价证券时，使约定人同时为购买或出售之相对行为者”，而立法院通过的条文则在行政院版草案中加上“意图影响市场行情”，使条文内容成为“意图影响市场行情，与他人通谋，以约定价格于自己出售，或购买有价证券时，使约定人同时为购买或出售之相对行为者”。到了 1988 年修订时将“意图影响市场行情”修订成为“意图抬高或压低集中交易市场某种有价证

券之交易价格”，使条文内容规范的标的更为明确，全部条文内容为现行的“意图抬高或压低某种有价证券之交易价格，与他人通谋，以约定价格于自己出售或购买有价证券时，使约定人同时为购买或出售的相对行为者”。

（四）第四款：本款应系沿袭证券商管理办法第 57 条第四项规定，并参考美国 1934 年证券交易法第九条第二款，日本旧版证券交易法第 125 条第二项第一款条文内容所订定。在立法当初，台湾行政院原草案内容为“对某种有价证券，意图操纵其价格而连续以高价买入或以低价卖出者”，证券商同业公会建议的条文内容为“对某种有价证券，意图操纵其价格而连续以高价买入或以低价卖出，扰乱正常交易秩序，足生损害于他人者”，而立法院三读通过的条文为“意图影响市场行情，对某种有价证券，连续以高价买入或以低价卖出者”，1988 年修订时，同样将“意图影响市场行情”修订成为“意图抬高或压低集中交易市场某种有价证券之交易价格”，使条文内容的意义更为明确，同时基于防范有心人士以人头户规避本款的规范，增加“自行或以他人名义”，使本款条文更为周延，全部条文内容也就成为现在的“意图抬高或压低集中交易市场某种有价证券之交易价格，自行或以他人名义，对该有价证券，连续以高价买入或以低价卖出者”。

（五）第五款：本款应系沿袭证券商管理办法第 58 条规定，并参考美国 1934 年证券交易法第九条第三、四、五款及日本旧版证券交易法第 125 条第二项第二、三款条文内容所订定。在立法当初，台湾行政院原草案内容为“散布足以影响有价证券价格之流言或不实数据者”，证券商同业公会建议的条文内容与行政院草案内容相同，而立法院三读通过的条文为“恶意散布足以影响市场行情之流言或不实资料者”，但到了 1988 年修订时，将“恶意”一语修订为“意图”，同时将内容作文字调整，成为现行条文的“意图影响集中交易市场有价证券交易价格，而散布流言或不实资料者”。

（六）第六款：本款为概括性条款，系沿袭《证券商管理办法》第 57 条第五款规定。在立法当初，台湾行政院原草案内容为“直接或间接从事其他操纵价格之行为者”，证券商同业公会建议的条文内容为“直接或间接从事其他操纵价格之行为妨碍正常交易进行，足生损害于他人者”，立法院三读通过的条文为“直接或间接从事其他足以影响市场行情为目的之行为者”。到了 1988 年修订时，作文字修正，成为现在的“直接或间接从事其他影响集中交易市场某种有价证券交易价格之操纵行为者”。

(七) 其他：证券交易法立法之初，在行政院提出及证券商同业公会建议的版本中，本来在第 155 条第一项第五款中列有“非依法令固定有价证券之价格者”的规定，但立法院审议时将其删除，删除的理由为“此种情形，在实务上不可能发生，无规定的必要，爰予删除，原第六、七两款。依次递改为第五款及第六款”。这一款被当时的立法院删除实在是非常可惜，在当时或许认为不会发生，但后来却产生了以下的二个问题：一是在 1998 年地雷股²陆续发生前，几乎后来成为地雷股的股票，均发生过公司派长期固定股价的现象，当时台湾证券交易所股市监视小组的查核人员，对于这种现象都有一种无力感，毕竟在现行的证券交易法第 155 条第一项各款中，仅第六款勉强可以适用，而第六款又有其他争议存在，有其顾虑，为此与主管机关间也曾经多次讨论寻求解决之道，幸好当时第 155 条第一项第二款尚未被删除，而固定股价通常会有伪作买卖的行为存在，因此该类案件最后都以涉嫌违反第 155 条第一项第二款规定函送司法检警调机关侦办，进而使司法检警调机关能在事先进行搜证，而在地雷股发生的第一时间内，立即对涉案的公司负责人进行讯问，维护市场交易秩序；另一问题则是台湾证券交易所依据主管机关指示，于 1995 年 9 月公告实施的《上市有价证券安定操作交易管理办法》，虽然其法源依据为“证券商管理规则第 26 条第三项”，但严格来说，这项办法与第 155 条第一项规定是相抵触的，一旦发生争议，法院可能还得依第 155 条第一项规定审理。上述实务上所发生的二个问题皆根源于当时行政院版本的第五款被删除，为谋根本解决之道，在下次修法时实有必要予以修订。而美国 1934 年证券交易法（第九条第一项第六款）、旧版日本证券交易法（第 125 条第三项）及澳洲商事法第 998 条及第 999 条，对固定股价的行为，也都有类似的规范，随着台湾股市逐渐国际化，台湾证券交易所认为，无论在实务上，或顺应国际潮流上，似乎应该都有这项规范的必要。

（三）法律责任

按照台湾证券法律的规定，市场操纵的责任主要为民事责任和刑事责任，而属于行政责任的情况则很少。

1. 行政责任

² 地雷股是指上市公司财务等出现被操纵或出现丑闻等等情况的股票。

在行政责任方面，台湾没有关于操纵行为的专门规定，主要以其他方式散见于证券交易法的各条款中，分别如下：

证券交易法第 156 条（影响市场秩序或损害公益的处置），主管机关对于已在证券交易所上市之有价证券，发生下列各款情事之一时，得命令停止其一部或全部之买卖，或对证券自营商、证券经纪商之买卖数量加以限制：……四、该有价证券之市场价格，发生连续暴涨或暴跌情事，并使他种有价证券随同为非正常之涨跌，而有影响市场秩序或损害公益之虞者。已上市之有价证券，发生前项各款以外之情事，显足影响市场秩序或损害公益者，主管机关经报请财政部核准后，准用前项之规定办理。

第 56 条 主管机关发现证券商之董事、监察人及受雇人，有违背本法或其他有关法令之行为，足以影响证券业务之正常执行者，除得随时命令该证券商停止其一年以下业务之执行或解除其职务外，并得视其情节之轻重，对证券商处以第 66 条所定之处分。

第 57 条 和 第 100 条（特许或许可之撤销）

第 110 条（会员违法行为之处罚）和 **第 133 条**（违反第 110 条之处罚）

第 66 条 证券商违反本法或依本法所发布之命令者，除依本法处罚外，主管机关并得视情节之轻重，为下列处分：

- 一、警告。
- 二、命令该证券商解除其董事、监察人或经理人职务。
- 三、对公司或分支机构就其所营业务之全部或一部为六个月以内之停业。
- 四、对公司或分支机构营业许可之撤销。

第 67 条（业务的了结）证券商经主管机关依本法之规定撤销其特许或命令停业者，该证券商应了结其被撤销前或停业前所为有价证券之买卖或受托之事务。

2. 民事责任

证券交易法第 155 条第 3 项规定，对于善意买入或卖出有价证券的投资者所受的损害，应负赔偿之责。违法操纵市场行为的民事责任原本只能根据证券交易法第 20 条请求，自 1998 年修正后，将民事责任明定于第 155 条第 3 项，其新增的规定要求行为人“对于善意买入或卖出有价证券之人所受之损害，应负赔偿之责。”惟此注意者，有权请求赔偿的人不必为行为人互为买卖的相对人，仅需为善

意，且其损害系该有价证券的买卖而生即足。姑依此而言，行为人的责任并无无限额，赔偿责任可能甚大。

3. 刑事责任

关于刑事责任，适用证券交易法第 171 条，有以下几种：

(1) 处三年以上十年以下有期徒刑，得并科新台币一千万元以上二亿元以下罚金；

(2) 若犯罪所得金额达新台币一亿元以上者，处七年以上有期徒刑，得并科新台币二千五百万元以上五亿元以下罚金；

(3) 犯第一项或第二项之罪，于犯罪后自首，减轻或免除其刑；

(4) 犯第一项或第二项之罪，在侦查中主动交待，减轻其刑；

(5) 犯第一项或第二项之罪，其犯罪所得利益超过罚金最高额时，得于所得利益之范围内加重罚金；如损及证券市场稳定者，加重其刑至二分之一；

(6) 犯第一项或第二项之罪者，其因犯罪所得财物或财产利益，除应返还被害人、第三人或应负损害赔偿金额者外，以属于犯人者为限，没收之。如全部或一部不能没收时，追征其价额或以其财产抵偿之。

(四) 构成要件和证明

1. 散布流言罪的构成要件和证明

散布流言是指意图影响集中交易市场有价证券交易价格，而散布流言或不实资料者，其构成要件为：

(1) 行为主体：本款中的行为人不在集中交易市场进行交易的行为人为限，未进行交易的人亦可为适格之主体。

(2) 行为客体：集中交易市场有价证券的交易价格。

(3) 行为态样：必须有散布流言或不实数据的行为。此项行为指对于不特定人而为，至于其散布的方法，可以为语言、图画或文字等。

由于 1988 年的修订虽然将原文的“足以影响市场行情”之一构成要件删除，导致对该条款违反的认定需要证明其主观目的成立，但直接证明比较困难。台湾学者们建议，在以后的实务运用中，应以行为人所散布的流言和不实资料是否具有相当的重要性，且是否存在影响投资者投资判断的危险性作为认定其是否构成

本条款的依据。

2. 相约委托罪的构成要件及证明

相约委托的构成要件为：(1) 行为客体：本款所规范的行为客体为在证券交易所上市或在柜台买卖中心上柜的有价证券。此所谓有价证券是否仅需针对某一种有价证券即可，还是需要全体有价证券，证券交易法条并无明确规定，但一般解释，应该只需针对某一单一或部分有价证券即可，不必影响到全体有价证券才能适用。但本款明确规定只须有抬高或压低某一种有价证券的意图即可，无须针对集中交易市场全体有价证券；

(2) 行为主体：为在证券集中交易市场或店头市场证券经纪商开户买卖的投资者及与其作相对委托的通谋者，且均包含行为人所利用的“人头户”。此外，证券自营商如与他人间有通谋的行为，也应包括在被规范的范围；

(3) 行为态样：本款的行为人必须至少二人以上，一方为买方，一方为卖方，双方基于影响股价的“概括犯意”，约定一方在委托买进的同时或相近时间内，以一定的价格作相对的委托卖出，以达到影响某一种股票价格的目的；

(4) 在客观上，行为主体须有“与他人通谋，以约定价格于自己出售，或购买有价证券时，使约定人同时为购买或出售”的相对行为。该条款中的“约定价格”、“同时”等客观行为构成要件，在实务上应该理解为只要有成交的可能性就可以，而不需要一定严格以“同一”为必要条件；

(5) 在主观上，行为主体需有“意图抬高或压低集中交易市场某种有价证券之交易价格”的主观目的。虽然条款中的文字为“抬高或压低”，但在概念上，意图“锁定”有价证券价格，或使之“波动”等，使价格有人为的变动或不变动，皆符合该条款中的主观目的要件。至于行为人主观意图的证明，学者认为“此种行为造成虚伪买卖的印象，自然会抬高或压低市价，故如能证明其有通谋及作相对委托，此种影响市价的意图，可从情况证据加以说明，因此意图也是无法直接证明的”。

该条款为抽象危险犯的规定，即只要具备法定构成条件，其违法行为即已成立。至于实际上市场行情是否确因买卖行为而受影响，无关紧要。

3. 违约交割罪的构成要件及证明

违约交割的构成要件：(1) 行为主体：本款所规范的行为主体为在集中交易

市场或店头市场证券经纪商开户买卖的投资者，包含行为人所利用的“人头户”。由于台湾证券市场（含集中交易市场或店头市场）交割制度采取二段式，因此有人主张证券经纪商也应该包括在行为主体内，但在法理上尚有争议，如果证券经纪商系法人型态，无法对之处以自由刑，且对法人的处罚，仅当法律有特别规定时，始能处以罚金等处罚。故本条所规范者，应不包括证券经纪商。但一般投资者并未直接在集中交易市场下单交易，而是委由证券经纪商下单，故一旦发生投资者违约时，应系证券经纪商对证券交易所违约，但证券商不过系被使用的工具而已，故依照间接正犯的理论，实际违约的投资者才是实际犯罪人。不过如果违约系因为投资者股价操纵失败所导致，而证券经纪商也参与协助，则应可将证券经纪商视为帮助犯。此外，自行买卖的证券自营商，依其行为也应该是行为主体之一。

（2）行为客体：本款所规范的行为客体为在证券交易所上市或在柜台买卖中心上柜的有价证券。此所谓有价证券是否仅需针对某一种有价证券即可，或需全体有价证券，法条并无明确规定，但一般解释，应该只需针对某一单一或部分有价证券即可，不必影响到全体有价证券。

（3）行为态样：当投资者委托证券经纪商买进或卖出有价证券，成交后未约定于规定时间内完成交割作业（即缴交买进价金或卖出证券给证券经纪商），证券经纪商未于规定时间内向证券交易所或柜台买卖中完成交割作业，或者自行买卖的证券自营商在成交后，未于规定时间内向证券交易所或柜台买卖中心完成交割手续者，均应有本款的适用。即在客观上，具有“在集中交易市场报价，业经有人承诺接受而不实际成交或不履行交割，足以影响市场秩序”的行为或事实；

（4）在主观上没有相关法律条文指出需要主观故意。由于1988年对证券交易法的修订以“有第一款的行为，即足以破坏市场交易秩序及公平”为理由，将本款原条文中“无实际成交意思”的行为人主观意思要件删除，使本条款成为单纯处罚违约不交割客观行为的规定。但单纯的违约不交割行为的行为人未必有恶性，例如，交割义务人因不可抗力或非因自己的故意而未履行交割的情况。这种行为并无恶意的情形应该排除在该条款的处罚范围之外。

关于“足以影响市场秩序”，一般根据情形来确认，当交割所涉金额巨大时，成立可能性大。在2003年台上第621号案中，“拒绝交割之买卖价差为四十四万七千一百十三元，金额非多，显未达影响市场秩序之程度”；立法意旨，乃在禁止

投资者“空报价格”而不实际或不履行交割，故违约金额的大小并非构成证券交易法第 155 条第一项第一款的必要条件。第一款规定所处罚的犯罪主体，原则上应为证券自营商及证券经纪商，并非一般投资者 2003 年台上第 24 号。

所谓“足以影响市场秩序”，应依实际报价数量、金额的多寡，视其具体个案情形，并参酌证券主管机关的意见来认定，并非所有违约交割均应负该条刑责。是否影响市场交易秩序，亦不能以行为人违约交割金额与代垫的证券商每日营业额的比例观之。

1997 年台上第 4992 号：此项“足以影响市场秩序”的构成犯罪事实，不仅事实栏应明白认定，且须于理由内说明其所凭的依据，方足以资论罪科刑。

4. 连续买卖罪的构成要件及证明

连续买卖的构成要件为：(1) 行为客体：与前述第三款相同；

(2) 行为主体：为在证券集中交易市场或店头市场证券经纪商开户买卖的投资者，且均包含行为人所利用的“人头户”。此外，证券自营商如与他人间有通谋的行为，也应包括在被规范的范围内；

(3) 行为态样：行为人以自己的账户，或利用他人的帐户，针对某一有价证券，以连续性的高价买进以达到抬高该有价证券价格的目的，或以连续性的低价卖出以达到压低该有价证券价格的目的的行为；

(4) 客观上，需要“自行或以他人名义，对该有价证券，连续以高价买入或以低价卖出”的行为；

(5) 主观上需要“意图抬高或压低集中交易市场某种有价证券之交易价格”。

2003 年台上第 1690 号：该条款目的在防止人为操作因素导致集中交易市场行情发生异常变动，影响市场秩序。故如行为人主观上有拉抬或压抑价格的意图，就特定的有价证券连续以高价买进或以低价卖出，即属违反该规定，而构成同法第 171 之罪。又所谓“连续以高价买入”，系指于特定期间内，连续以高于平均买价、接近最高买价，或以当日的最高价格买入而言，并不以“连续以涨停价买入”为必要。

2002 年台上第 3037 号指出，所谓“连续以高价买入”，指于特定时间内，逐日以高于平均买价、接近最高买价的价格，或以当日最高的价格买入而言；若于

特定时期，某有价证券有下跌趋势，而连续以高于平均买价操作买入，使该有价证券的股价维持于一定价位（即俗称护盘），因其破坏交易市场的自由性，亦包括在内。“连续以高价买入”不以行为人主观上有“意图影响集中交易市场有价证券交易价格”为要件，亦不以客观上“因而致使交易市场之该股票价格有急剧变化”为必要。

2004 年台上第 4325 号指出，该条款犯罪的成立，除客观上行为人有自行或以他人名义对某种在证券交易所上市的有价证券，连续以高价买进或以低价卖出的行为外，于主观上，仍须有抬高或压低该有价证券交易价格的意图，否则即难以违反该条款规定论罪。至于行为人是否有抬高或压低该有价证券交易价格的意图，则须依证据来认定。此外，有罪判决书的事实一栏，为判断其适用法令是否适当的准据，法院应将依职权认定与论罪科刑有关事实，翔实记载，然后于理由内逐一说明其凭以认定的证据，始足以资论罪科刑，其所载事实、理由与所宣告的主刑，尤须相互一致。

2003 年台上第 4613 号指出：盖炒作行为，乃就证券集中市场建制的公平价格机能予以扭曲，藉由创造虚伪交易状况与价格假象，使投资大众受到损害，而达操纵股票交易市场目的。故炒作行为人主观上应有以造成交易活络表象，对市场供需的自然形成加以人为干扰，藉资引诱他人买进或卖出，以利用股价落差图谋不法利益的意图。原审未就上诉人主观上是否具有造成股票集中交易市场交易活络表象，以诱使他人购买或出卖上述股票谋利的企图，详加调查审认，遽以上诉人委托买进的成交数量，即认定上诉人意图影响各该股价，已难谓洽。

5. 其他欺诈行为罪的构成要件及证明

该条款系为维护证券交易秩序及保障证券投资者利益所设，由于该条款是兜底性质的，缺乏明确性。本款属于概括性的“其他”条款，也就是在前述各款以外的其他任何形式的操纵股价的行为，皆有本款的适用，由于本款并无明确的构成要件，与普通刑法规定不同，因此也有人称之为“霸王条款”，有关本款的探讨分别说明如下：

构成要件：本款立法的目的，在于股市发展一日千里，操纵行为日新月异，法律的规定实有不能万全之处，为避免挂一漏万，使侥幸之徒幸免于法律的制裁，故有本款的概括性规定，也因此使得本款没有明确的构成要件。“构成要件明确化”

本是刑法规定的基本要求，也是罪刑法定主义的基本精神所在。现行法以这种模糊的概括性规定，即足以科参与市场投资者最高可达 7 年的有期徒刑，是否妥当，这在台湾理论界引起争议。

（五）立法及执法趋势

1. 加强针对市场操纵禁令的立法，1988、2000、2004 年进行了三次修改，使市场操纵禁令更加完善和规范，并具有新的特点。

2. 立法中注重法律适应形势的变化，如第 155 条第二项的删除。

3. 立法中体现了对市场操纵行为处罚的加重，在证券交易法第 171 条中，市场操纵的处罚规定从修改前的“处七以下有期徒刑，得并科新台币三百万元以下罚金”变为现在的“处三年以上十年以下有期徒刑，得并科新台币一千万元以上二亿元以下罚金，对犯罪所得金额达新台币一亿元以上者，处七年以上有期徒刑，得并科新台币二千五百万元以上五亿元以下罚金”。

4. 立法中注重刑事处罚的灵活性，将市场操纵的刑事处罚与犯罪行为人的表现结合起来，对犯罪自首或主动交待的作减刑或免刑处理。

5. 加强了监管的力度，将监管金融市场的相对无效的分散力量集中起来，成立了金融监督管理委员会。

五、台湾市场操纵交易监管

（一）证券监管历史沿革

1. 台湾地区金融制度的演变

战后，台湾地区金融制度的发展经历了五个阶段：

（1）接收整理阶段（1945—1949 年）。国民党政府允许台湾建立地方性币制，改组日本占据时期的殖民地金融体系，逐步形成一套地方性金融体系。

（2）维持安定阶段（1950—1959 年）。国民党政府将众多大陆金融机构迁往台湾，迁台机构一律紧缩，保留机构，暂停对外营业，基本维持原有的金融结构。

（3）发展阶段（1960—1974 年）。台湾当局放宽对金融机构的限制，逐步恢复了原在大陆的“四行、两局、一库”，批准了 11 家外商银行来台设立分行，成立

了数家民营金融机构，组建证券交易委员会作为证券市场的管理机关，1961年10月成立了台湾证券交易所。

(4) 金融制度改革和发展阶段(1975—1985年)。20世纪70年代中期，随着台湾经济由轻化工转向重化工，台湾金融制度进行了相应的改革。

(5) 台湾金融业的变革时期(1985年至今)。台湾实行金融自由化，放开利率，放开民营银行的设立，取消与贸易有关的经常项目外汇管制，逐步放宽资本项目限制。

2. 台湾地区证券监管历史的演变

台湾地区的证券市场时至今日，产生了与当地社会经济情势相应，同时大抵上能和世界潮流接轨的证券法律制度以及证券监管部门。

(1) 行政院金融监督管理委员会成立前的监管

在2004年的行政院金融监督管理委员会成立之前，依照台湾《证券交易法》第三条“本法所称主管机关，为财政部证券暨期货管理委员会。”以及台湾《财政部证券暨期货管理委员会组织条例》(以下简称《组织条例》)第一条“财政部为管理、监督证券之交易、发行及期货之交易，依财政部组织法第二十四条之规定，设证券暨期货管理委员会。”等规定可知，台湾地区的证券监管机关，为财政部证券暨期货管理委员会(以下简称为证期会)，其前身为证券管理委员会。

证期会的由来，可以追溯到1959年的“建立证券市场研究小组”所提出的报告；在该报告的几项建议中，其中一点是“经济部下成立美(美国)制之证券管理委员会”。美籍证券专家符礼思(George M. Ferris)于1960年来台，对台湾证券情况及经济环境作全面考察，并提出报告。台湾当局便依据研究小组的成果和美籍专家的建议，于1960年9月设置证券管理委员会(简称证管会)，隶属经济部。此后，台湾的证券法制日益健全，经济环境亦不断在变化；1981年，证管会改隶于财政部，原因在于证券业务与财政部金融业务密切相关；1993年，证管会将期货交易管理业务纳入。而因业务需要，于1997年修正《组织条例》，更名为财政部证券暨期货管理委员会，也就是前文所称的证期会。

2004年因台湾金融市场监管和发展的需要，台湾证券、银行、保险等统一划归为行政院金融监督管理委员会，下设证券期货局负责证券市场的监管。和美国等证券市场一样，台湾也是一个典型的先有监管机关，后有相关法律的证券市场。

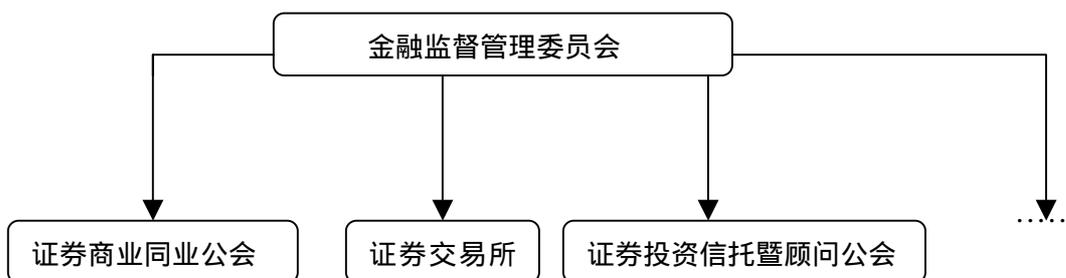
（2）行政院金融监督管理委员会的成立背景

台湾金融业管理、监督、检查、处分权力，长期以来分属财政部、中央银行、中央存款保险公司等单位，也因此使整合金融业监督、管理、检查权力的呼声不曾间断。早在上世纪九十年代初期就有此类主张，至九十年代中期，当时财政部长邱正雄也提出具体方案，计划在财政部建制之内，另设机构，整合金融业务。直到近年，财政部鉴于先进国家单一金融监管机关已成趋势，以及 2000 年六月通过《金融控股公司法》后，台湾金融集团跨行经营者日益增多，对各业合并监管的需求迫切，为避免分业监管制度可能衍生的相关问题，于是规划成立一个独立的金融监管机构，整合金融监管业务，提升金融监管效率。台湾行政院于 2000 年 3 月将《行政院金融监督管理委员会组织法》草案送至立法院审议，规划于行政院的下列成立委员会性质的金融监督管理委员会，将财政部下属的金融局、保险司、证期会，中央银行下属的金融业务检查局，以及中央存款保险公司检查处等机构，合并纳入该委员会。直至 2003 年行政院全力推动财金六法，才在社会各界共同努力下，顺利完成组织法的立法程序，赋予行政院金融监督管理委员会设置的法源，至 2003 年 7 月《行政院金融监督管理委员会组织法》正式发布后，金融监督管理委员会（简称金管会）正式成形。

（二）证券市场行政执法体制

台湾的监管体制是分离的单一性职能管理体制和复合的双重性职能管理体制相融合的产物。现行证券监管机构和监管体系分为二个层面。第一个层面是交易所和证券业同业工会等自律性组织，交易所设市场监视部门；第二个层面是证券主管机关即金融监督管理委员会。二层次的监管架构如下图所示。

表 1. 台湾证券市场监管组织架构



（一）金融监督管理委员会

金融监督管理委员会实际上是一个具有准立法和准司法职能的独立机构。其职能包括对发行公司、券商、证券交易所、券商同业公会等组织的业务活动进行审核、管理、监督与检查，检查、制止证券活动中的违法行为及起诉刑事处理等。主管机关可依职权对证券交易所进行必要的干预，命令其向主管提供必要的文件和帐册，以供核查。

1. 金融监督管理委员会的职责

依据行政院金融监督管理委员会组织法，金融监督管理委员会的成立宗旨为“健全金融机构业务经营，维持金融稳定及促进金融市场发展”。主管业务则为金融市场及金融服务业的发展、监督、管理及检查业务，并明确规定下列有关金融市场及金融服务业的事项，应经金融监督管理委员会的委员会议决议：

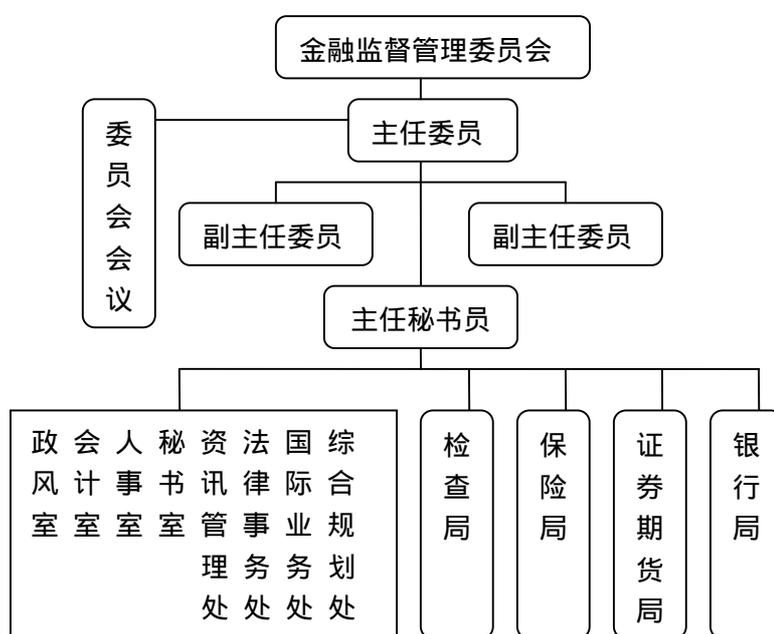
- 一、金融制度及监管政策的拟订及审议。
- 二、金融法规制定、修正及废止的拟议。
- 三、金融机构的设立、撤销、废止、变更、合并、停业、解散、业务范围核定等监督及管理。
- 四、金融市场的发展、监督及管理。
- 五、金融机构的检查。
- 六、公开发行公司与证券市场相关事项的检查。
- 七、金融涉外事项。
- 八、金融消费者保护。
- 九、违反金融相关法令的取缔、处分及处理。
- 十、金融监督、管理及检查相关统计资料的搜集、汇整及分析。
- 十一、其他有关金融的监督、管理及检查事项。

由于金融监督管理委员会采委员制，犹如公司董事会，因此委员会是金融监督管理委员会最高决策机构，每周开会一次，必要时可召开临时会议，负责决定未来政策、重大事件与法规或策略等。

2. 行政院金融监督管理委员会的组织架构

金融监督管理委员会下设会本部（含信息管理处、国际业务处、综合规划处、法律事务处，负责事务性工作）、检查局（新设，由中央银行、中央存保、金融局、保险司、证期会等昔日单位移拨而成立）、银行局（由原财政部金融局改制）、证券期货局（由原财政部证期会改制）及保险局（由原保险司改制），且与委员们专业分工，以推动金融监管业务。总员额 855 名，包括会本部 82 名、检查局 267 名、银行局 205 名、证期局 230 名及保险局 62 名。

图 1. 台湾行政院金融监督管理委员会组织架构



金融监督管理委员会设金融监督管理基金，其收入来源为由政府按照预算程序的拨款；办理金融监督、管理及检查业务，向受该会监督的机构及由该会核发证照的专业人员收取的特许费、年费、检查费、审查费、执照费、罚鍰收入及其他规费；基金的利息及其他有关收入等。而其基金支出用途则为推动保护存款人、投资者及被保险人权益制度研究；推动金融制度、新金融商品开发研究及发展；推动金融信息公开；推动金融监管人员训练；推动国际金融交流；行政院核定给与本会及所属机关人员的特别津贴及其他有关支应金融监管部门特别用途的支出等。

另依照行政院金融监督管理委员会组织法的规定，金融监督管理委员会置九名委员，由行政院院长提请总统任命，其中，主委与一名副主委任期保障是四年

、可连任一次；另一名副主委不受任期四年限制；其余六名委员，有三名委员任期四年，可连任一次，另有三名委员，成立时任期为二年，续获任命者，任期四年，任满可再连任一次。

若再细分，其下所设的银行局、证券期货局、保险局、检查局的主要职责分别为：银行局，掌理银行市场、票券市场及银行业的监督、管理及其政策、法令的拟订、规划、执行等事项；证券期货局，掌理证券、期货市场及证券、期货业的监督、管理及其政策、法令的拟订、规划、执行等事项；保险局，掌理保险市场及保险业的监督、管理及其政策、法令的拟订、规划、执行等事项；检查局，掌理金融机构的监督、检查及其政策、法令的拟订、规划、执行等事项。

2. 金融监督管理委员会中的证券期货局

(1) 设立的法律依据和背景

金管会对证券市场的监督管理主要通过其下设的证期局来进行。根据《台湾行政院金融监督管理委员会组织法》的规定：金管会设证券期货局，掌理证券、期货市场及证券、期货业的监督、管理及其政策、法令的拟订、规划、执行等事项；其组织另以法律规定。

目前台湾金融管理制度，主要特点为行政管理权集中于财政部，而金融检查权则分属财政部、中央银行及中央存款保险股份有限公司。在行政管理权方面，目前台湾银行、证券、期货及保险业的主管机关虽为财政部，惟囿于法令，实务运作上并未合并监督管理；经统计截至 2004 年 6 月 30 日止，财政部已依金融控股公司法核准成立金融控股公司十四家，显示金融集团的发展趋势于台湾已逐渐形成，上述分业监管及分工检查的管理模式，难以对横跨银行、证券、期货及保险业的金融集团进行有效监管，而金融检查权与行政管理权分离，亦影响金融监管的效能。反观国外情况，各先进国家由于不同形态金融机构的整合，使金融集团事业家数急遽增加，这一金融市场发展趋势，已使各国和地区金融监管机关注意到分布式的金融监管架构可能衍生一些问题，因此为采取一元化的跨业合并监管模式，台湾于 2004 年 6 月 30 日发布《行政院金融监督管理委员会组织法》，并于 2004 年 7 月 1 日将证券暨期货管理委员会改名为证券期货局，并改隶行政院金融监督管理委员会。

(2) 法定的基本任务

证券期货局的基本任务是“发展国民经济、保障投资”及“健全发展期货市场，维护期货交易秩序”。为完成这一任务，证券期货局特订定四项工作方针：第一是健全资本市场发展，促进资本证券化、证券大众化。第二是改进证券期货市场运作，力求交易公平、公正与公开。第三是发展证券期货服务事业，发挥沟通储蓄与投资的功能。第四是加强会计师管理，提升其执业水准及查帐技能。

(3) 主要业务

证券发行管理，制定和执行；

证券商管理；

证券交易市场管理。交易制度健全与否攸关资本市场的兴衰，为提高证券市场公平性、透明度及效率，以期达到发展国民经济并保障投资的双重目标，证券期货局平时即持续推动相关业务管理，并因应实务需要，参考国外证券市场制度，适时推出新种商品或制度，以强化证券市场机制；

证券服务事业管理。在证券服务事业管理制度方面的业务有：有价证券的融资融券业务；有价证券集中保管帐簿划拨交割制度；证券投资信托业务；证券投资顾问业务；在证券服务事业管理概况方面的业务有：信用交易业务；证券集中保管帐簿划拨业务；证券投资信托业务；证券投资顾问业务；

证券暨期货市场调查研究与教育宣导。主要包括：证券暨期货市场调查研究概况；证券暨期货市场教育宣导概况；

会计师管理业务；

期货管理业务；

国际化业务。近来证券、期货市场全球化的趋势日益显著，为配合证券、期货跨国和地区交易的趋势，各国和地区主管机关以及业界极需跨国和地区性合作与协调，同时透过双边或多边协商的方式，以降低各国和地区证券、期货市场法律规章与组织架构的差距，消除跨国和地区发行与交易的障碍，以共同监管跨市场间的不法行为。

为促进与全球证券暨期货主管机关友好关系及保障投资者、交易人权益，金管会除加入国际证监会组织（IOSCO）外，并积极参与国际证券、期货及其他金融或经贸组织活动，同时透过与他国和地区签署信息交换了解备忘录、国际双边或多边协商的方式，以加强国际合作及举办国际证券市场研习班。

稽核业务和法务业务。法务业务概况及重要措施：配合证券暨期货业务，修订相关法规；为配合推动两岸业务，拟具相关法规；负责证券、期货的罚鍰案件，有关公法上金钱给付义务逾期不履行的移送；本年度完成增修订的法规。

信息业务及计算机化业务。

(4) 组织架构。

图 2. 台湾金融监督管理委员会证期局的组织系统图³



3. 金融监督管理委员会证券交易监管职责

金管会对证券市场监管方面的责任体现在：

监管所有证券及其衍生产品的交易

调查内幕交易的违法行为

调查市场操纵的违法行为

监督公示义务的履行

监管对重大表决权变动情况的公布

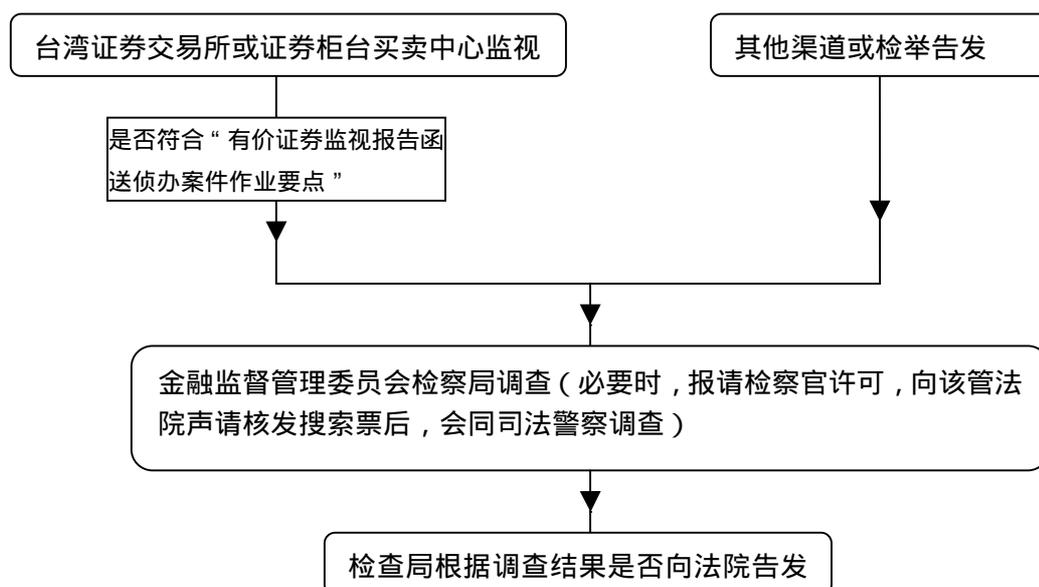
监管对行为规范准则的遵守

作为证券发行说明书的存放处

国际合作

3 各组或室的职能为：第一组：证券发行有关业务；第二组：证券商管理有关业务；第三组：证券市场管理有关业务；第四组：证券服务事业有关业务；第五组：证券期货市场调查研究与教育宣导有关业务；第六组：会计师管理有关业务；第七组：期货市场有关业务；第八组：证券期货市场国际化有关业务；法务室：证券法规法务有关业务；稽核室：证券期货管理稽核业务；资讯室：证券期货资讯管理业务；秘书室：文书、印信、议事、事务、出纳业务；人事室：人事管理业务；会计室：会计、审计业务；政风室：政策管理业务。

图 3. 台湾证券市场操纵案件监管流程图



4. 市场操纵监管流程

在反市场操纵方面，台湾金融监督管理委员会负责市场操纵的监管和调查。但台湾证券交易所和证券柜台买卖中心负责对证券交易进行监视。

首先，由台湾证券交易所和证券柜台买卖中心的交易监视部根据其发布的《实施股市监视制度办法》对证券交易实时监控。如果异常达到一定标准时，为提醒投资者注意，可将其名称及交易信息的内容向市场公告。当异常情形超过一定标准且将严重影响市场交易时，即在市场公告并得实行下列措施：（1）对该有价证券以人工管制的撮合终端机执行撮合作业；（2）限制各证券商申报买进或卖出该有价证券的金额；（3）通知各证券经纪商于受托买卖交易异常的有价证券时，对委托买卖数量较大的委托人，收取一定比率的买进价金或卖出证券；（4）报经主管机关核准后停止该有价证券一定期间的买卖。对于各种市场异常情形，经调查追踪，即将有关资料完整建立文件备供稽考。对涉及违反法令者，径行举发或签附有关调查报告报请主管机关核办。其中，对涉嫌市场操纵行为并达到《有价证券监视报告函送侦办案件作业要点》的，将函送金融监督管理委员会侦办。在这方面，台湾证券交易所或证券柜台买卖中心将制作详细的监视报告。

其次，金融监督管理委员会在接受到台湾证券交易所或者证券柜台买卖中心的函送，或者有关市场操纵的举报后，将组织力量进行调查，调查主要由金融监

督管理委员会证券期货局的第三组第三科负责⁴。由于市场操纵案件在台湾属于犯罪，需报请检察官许可，向法院申请核发搜索票后，会同司法警察调查。

第三、如果经过调查发现市场操纵情况属实，将向法院告发。法院将根据台湾《证券交易法》进行裁决。

5. 金融监督管理委员会的调查权限

对市场操纵等违法行为的调查权限直接影响着反操纵效率的高低，台湾证券主管机关在这方面为争取权力，进行了长期的斗争，最终获得了必要的调查权。

(1) 金管会调查权限的变迁。根据台湾历年的法律实践，由于市场操纵行为属于犯罪行为，台湾的证券主管机关对市场操纵等行为无实质性调查权力，需用移送至法务部调查局调查。台湾实务运作经验显示，司法机关对于证券市场了解与熟悉程度，与实际管理监督证券市场的证券行政主管机关有所差异。故而司法机关在调查时效、调查方向等方面，与证券主管机关往往未能很好地配合，致使证券主管机关对于证券市场上不法行为的查辑举发，往往有力不从心的感觉。证券主管机关亦因而经常背负没有履行好监督管理功能的指责。证券主管机关长期以来一直致力于争取调查权。台湾在 1991 年拟定的证券交易法修正草案中准备增订行政调查的权力，但由于行政院担心会对民众的权利影响过大。而台湾立法院对赋予证券主管机关行政调查权草案规定的会议中，仍有多位“立委”质疑：证券主管机关已有证券交易法第 38 及第 64 条所赋予的检查权，再争取行政调查权，其权限可能过大；行政调查权类似于司法权，赋予行政机关此权限，是否违反“宪法”权力分立的原则；草案条文仅规定主管机关有调查权，而被调查者不得妨碍、规避或拒绝。但对于主管机关调查发动条件、被调查人不配合调查时的处置等皆未明确规定，在执行上，很可能形成主管机关的滥用职权，并可能违反“宪法”第八条保护人身自由的规定。但经过多年的努力，行政院金融监督管理委员会在 2004 年成立时被赋予了行政调查权力。

(3) 金管会的行政检查权和行政调查权

2004 年颁布的《行政院金融监督管理委员会组织法》赋予了行政院金融监督

⁴根据《行政院金融监督管理委员会证券期货局办事细则》，第三科办理下列事项：(1) 证券交易市场不法交易查核事项；(2) 证券交易市场之监理事项；(3) 证券交易数据研判查处事项；(4) 金融交易监视系统之规画、设计及法规研拟；(5) 集中交易市场证券交易制度之规划、设计与辅导建立事项；(6) 集中交易市场证券交易法规之研拟修订核定事项；(7) 证券柜台买卖中心有价证券交易法规之修订核定事项；(8) 证券柜台买卖中心有价证券交易制度之规划、设计与辅导建立事项；(9) 短线交易归入权案件处理事项；(10) 投资人投诉案件处理事项；(11) 其它上级交办事宜。

管理委员会的行政调查权。见该法第 5 条，其内容与 1991 年所拟定的证券交易法修正草案中准备增订行政调查权力的条款类似。

《行政院金融监督管理委员会组织法》第 5 条关于行政检查权的规定如下：

本会及所属机关办理金融检查，于必要时，得要求金融机构及其关系人与公开发行公司提示有关帐簿、文件及电子资料文件等资料，或通知被检查者到达指定办公处所备询。被检查者认为检查人员的检查为不适当者，得要求本会及所属机关处理。被检查者提供资料时，检查者应掣给收据，除涉有金融犯罪嫌疑者外，应于资料提送完全之日起，十个工作日内发还之。

本会及所属机关对妨碍、规避或拒绝第一项检查、拒不提示有关帐簿、文件及电子资料文件等资料或无正当理由而拒不到达备询者，除其他法律另有规定外，处新台币五万元以上二十五万元以下罚鍰，并得按次连续处罚至接受检查、到场备询或提出有关帐簿、文件及电子资料文件等资料为止。

《行政院金融监督管理委员会组织法》第 5 条关于行政调查权的规定如下：

本会及所属机关对涉有金融犯罪嫌疑之案件，得叙明事由，报请检察官许可，向该管法院声请核发搜索票后，会同司法警察，进入疑为藏置帐簿、文件、电子资料文件等资料或证物之处所，实施搜索；搜索时非上述人员不得参与。经搜索获得有关资料或证物，统由参加搜索人员，会同携回本会及所属机关，依法处理。本会及所属机关为检查金融犯罪指派之检查人员依法执行公务时，应出示身分证明及有关执行职务之证明文件；其未出示者，被检查者及其关系人得拒绝之。

从以上规定中可以看出，台湾行政金融监督管理委员会有权协同司法警察对市场操纵等犯罪行为进行行政调查，进入疑为藏置帐簿、文件、电子资料文件等资料或证物的处所，实施搜索，并对搜索所得到的有关资料或证物进行依法处理。这是台湾行政金融监督管理委员会的实质性监管权，将加强市场反操纵的力度，提高反操纵的效率。

（三）市场操纵的一线监管

市场操纵的一线监管在台湾反市场操纵中起到了重要的作用，承担台湾证券市场操纵一线监管重任的机构主要为台湾证券交易所和柜台买卖中心。

依台湾学者苏松钦的观点，《证券交易法》第 5 章赋予了证券交易所以下三项自律职责：（1）订立章则标准，审查公司证券上市；（2）建立公平有序的竞价交

易制度，为市场买卖双方撮合成交，并为其办理结算与交割；(3) 经常检查券商有无违法违规情况及违反诚实信用原则行为，并对违反者予以相应处理，依维护交易市场的纪律，并保障证券投资者权利。⁵近年来，台湾地区遵循公益性原则、非营利性原则和券商参与原则，完善了证券交易所的自律监管结构。对柜台买卖中心，台湾的相关法律也规定了对市场操纵、内幕交易进行监视以保证交易公平的责任。

1. 市场操纵一线监管职责

台湾证券交易所和柜台中心都具有监控市场的职责，都建立了相应的市场监视部，主要是办理证券交易市场监视制度及规章的研拟与执行等事宜，具体如下：

(1) 制定关于市场交易监控的各种制度和异常交易行为的判断标准、处理细则等等，用以指导交易监视的顺利进行。

(2) 对证券交易和相关证券活动进行监控，发现异常交易，特别是涉嫌市场操纵或内幕交易的行为；系统完整地记录和保存交易数据；对交易和证券活动进行分析。

(3) 维持市场秩序，保证行情缔造和价格形成的合法性。

(4) 对异常或者涉嫌违法违规行为展开调查，写成市场交易监视报告，向金管会报告。

(5) 为执法提供专业鉴定和证据。

在对内幕交易和市场操纵案件进行调查审理时，交易监视部门可以主动地或被要求为金管会（此前为证期会）提供相关专业鉴定，在这方面，台湾证券交易所被立于证人地位。在相当多的操纵案件中，台湾证券交易所提供的监视报告及告发书，成为法庭判决的重要证据，例如，在 1999 年张朝暘等操纵与其关联公司的股票（1999 年度诉字第 203 号）中，一审判决引用台湾证券交易所“ 有关证券监视报告函送侦办案件作业要点 ” 有关证券交易法第 155 条第一项第二款查核的要件标准作为判决依据之一。在翁大铭、李秀芬等 28 人操纵华国股票（1994 年度侦字第 24557 号、1995 年诉字第 100 号、1997 年诉字第 3337 号）案中，台湾证券交易所提供的违约资料和监视报告就被作为证据。在被告谭清连等以证券投资事业等民意散步谣言操纵股价案件中（1997 年度侦字第 4318 号，1997 年度诉字

⁵ 苏松钦，《证券交易法详论》，1988 年版，第 274 页。

第 777 号), 证券交易所公关室及市场监视部共同合作监录及分析, 发现其所言有很多不符合实际的情况, 故其散布不真实消息且证据非常明显。又如, 在市场操纵的违约案件中, 法院经常向台湾证券交易所来函询问某些违约案是否已经影响市场秩序时, 通常台湾证券交易所会将涉案投资者交易量占该股票总成交量比率、违约申报后该股票价、量变化情形略作分析, 函覆法院作为参考。在一些案件中, 由于台湾证券交易所监视报告中的证据不足或者不全面, 导致法庭宣判被告无罪, 例如在被告张纯纯、蔡培元、黄泉金、简民权共同基于意图抬高联发纺织纤维股份有限公司股票交易价格一案中(1995 年度诉字第 2372 号, 1997 年上诉字第 442 号), 台湾证券交易所完成函送证期会的监视报告, 基于审慎筛选的原则, 系采“结果论”, 并非采“行为论”, 故查核结果认为有涉嫌违反第二款行为的情形, 在报告中仅就该部分事实作详细说明, 对于是否涉嫌违反第四款部分, 因逐日分析结果并未发现有明显影响到股价的情形, 故对其行为否有连续以高价委托买进或低价委托卖出, 在报告中并未提及。此点反而成为被告在上诉审理中攻击的重点, 也成为高等法院判决无罪的理由之一。

2. 市场操纵一线监管规则

台湾证券交易所和柜台买卖中心, 建立了一系列规则如下:

- (1) 台湾证券交易所股份有限公司实施股市监视制度办法;
- (2) 台湾证券交易所股份有限公司证券市场不法案件检举奖励办法;
- (3) 柜台买卖公布或通知注意交易信息暨处置作业要点第四点异常标准之详细数据及除外情形;
- (4) 柜台买卖有价证券监视制度办法;
- (5) 台湾证券交易所股份有限公司防范证券自营商与证券投资信托事业联合炒作有价证券监视作业程序;
- (6) 台湾证券交易所股份有限公司公布或通知注意交易信息暨处置作业要点;
- (7) 台湾证券交易所股份有限公司公布或通知注意交易信息暨处置作业要点第四条异常标准之详细数据及除外情形;
- (8) 财团法人证券柜台买卖中心柜台买卖公布或通知注意交易信息暨处置作业要点;

(9) 柜台买卖公布或通知注意交易信息暨处置作业要点第四点异常标准之详细数据及除外情形

(10) 财团法人证券柜台买卖中心证券市场不法案件检举奖励办法；

(11) 防范证券自营商与证券投资信托事业联合炒作柜台买卖有价证券监视作业程序。

相对大陆而言，台湾证券市场交易监控制度比较具体，而且规定的比较细致。

我们以《台湾证券交易所股份有限公司实施股市监视制度办法》为例来说明。该办法虽然只有 9 条，但开了台湾证券市场交易监管作业透明化的先河。早期台湾证券市场监视机制中的警示标准是采取机密作业的方式执行的，并被外界长期诟病，最后才会对外清楚公开标准。

根据该办法，台湾证券交易所设立了监视业务督导会报，负责监视制度研拟设计及各部门相关业务的协调，并指派副总经理一人负责督导监视业务，召集监视业务督导会报。监视业务督导会报由以下单位主管组成：(1) 上市部；(2) 交易部；(3) 稽核室；(4) 计算机规划部；(5) 信息服务部；(6) 市场监视部；(7) 经指定的其他单位或人员。

对不同程度的证券交易异常，采取不同的措施，这些证券交易异常用一定的标准来衡量。主要的措施如下：

(1) 有价证券的交易有异常情形达一定标准时，为提醒投资者注意，将其名称及交易信息的内容向市场公告。

(2) 前条所定异常情形有严重影响市场交易之虞时，即在市场公告并得实行下列措施：

对该有价证券以人工管制的撮合终端机执行撮合作业。

限制各证券商申报买进或卖出该有价证券的金额。

通知各证券经纪商于受托买卖交易异常的有价证券时，对委托买卖数量较大的委托人，应收取一定比率的买进价金或卖出证券。

报经主管机关核准后停止该有价证券一定期间的买卖。

(3) 有价证券买卖申报或交易有异常情形时，于开盘前或交易时间内通知受托买卖证券商请其注意，并依证券交易所管理规则第廿二条第二项的规定，向证券商、上市公司查询或调阅有关数据或通知提出数据说明，必要时将其数据说明透过信息系统或于证券商营业处所公告。

前项有价证券交易异常情形，必要时通知台湾证券交易所共同责任制交割结算基金特别管理委员会。

(4) 对于各种市场异常情形，经调查追踪，即将有关资料完整建立文件备供稽考，并对涉及违反法令者，径行举发或签附有关调查报告报请主管机关核办。

(5) 对于市场谣言或媒体的不实报导，台湾证券交易所经调查证实，即透过信息系统或于证券商营业处所公告。

以上各点中，异常的标准分别由《台湾证券交易所股份有限公司公布或通知注意交易信息暨处置作业要点》、《台湾证券交易所股份有限公司公布或通知注意交易信息暨处置作业要点第四条异常标准之详细数据及除外情形》详细规定。

3. 其他机构的监管

(1) 台湾证券商业同业工会

台湾证券商业同业公会是一个行业自律组织，成立于 1998 年，为全国单一证券商业同业公会。截至 2003 年底，共有证券商会员总公司 174 家，分公司 1052 家。台湾证券商业同业公会的宗旨是保障投资大众、发展国民经济、协调同业关系、增进共同利益。台湾证券交易法第 89 条规定，台湾的证券商不加入证券商同业工会不允许开业。依据证券商同业工会业务管理规则第二条规定，证券商同业工会以维护证券市场公正及保护投资者、防止不法行为、督促会员自律及调节纠纷等为主要业务。与美国证券业协会（NASD）和日本证券业协会（JASD）有所不同，台湾证券业同业工会虽然也是行业自律组织，但不同的是台湾证券业同业工会主要是促进证券行业的发展，而非将重点放在自律监管上。在市场操纵监管方面，台湾证券商业同业公会承担的功能较少，主要是防范和间接监管方面，包括：督促会员自律、会员违规的议处、制定会员业务规程或公平交易规则、维护有价证券买卖的公正及保护投资者、防止有价证券买卖诈欺、操纵市场、收取不当手续费及其他不当得利等行为事项。

(2) 证券投资信托暨顾问商业同业工会

证券投资信托暨顾问商业同业工会成立的宗旨是促进经济建设，协调同业关系，增进共同利益。2005 年底，该工会有会员证券投资信托公司 45 家、证券投资信托顾问公司 210 家，兼营投资顾问事业 20 家，合计 275 家。会员代表 487 人。该工会主要通过制定章程并执行法令及章程（例如行使会员及会员代表的处分，

自律公约的拟定、执行与督促会员自律事项等，会员自律事项的奖励及惩处等）来协调会员间的关系，维护会员的权利和义务等。该工会主要的规则有：《证券投资信托暨顾问商业同业工会章程》、《证券投资信托暨顾问商业同业工会委员会组织规则》、《证券投资信托暨顾问商业同业公会证券投资信托事业人员申报作业办法》、《证券投资信托暨顾问商业同业公会办理证券投资信托事业证券投资顾问事业业务人员资格测验及认可办法》、《证券投资信托暨顾问商业同业公会证券投资信托事业从事广告及营业促销活动行为规范》、《证券投资信托暨顾问商业同业公会证券投资顾问事业于传播媒体从事证券投资分析活动自行审核与申报作业程序》等等。另外，台湾金管会在 2003 年发布了《证券投资信托暨顾问商业同业公会管理规则》。

六、启示和建议

通过对台湾证券市场在市场操纵的法律规制、市场监管等方面的考察，我们发现如下启示：

1. **台湾证券市场反操纵的立法虽然仿效日本、美国，但充分结合了本土情况，针对本地证券市场的基础薄弱等不利因素，制定了一系列的补充制度。**成熟的证券市场需要良好的诚信基础和法制环境，欧美等国家的证券市场，伴随着资本主义国家的成长，经过了上百年的发展，无论是信用基础还是法制建设，都已经相当完善，更重要的是这些国家崇尚法制。台湾证券市场是在二战后恢复发展起来的，虽然在反操纵立法上，仿效日本和美国，但信用基础、法制建设等都不及西方成熟，法律规制的效果远远不及欧美成熟市场。因此，台湾证券市场除了反操纵立法外，还制定了各种监控制度，如：《实施股市监视制度办法》、《有价证券监视报告函送侦办案件作业要点》、《台湾证券交易所股份有限公司防范证券自营商与证券投资信托事业联合炒作有价证券监视作业程序》等，以弥补正式法律制度面对市场基础薄弱时的不足。

2. **台湾对市场操纵的一线监管，充分体现透明性、公正性。**从世界范围来看，虽然各国或地区证券市场都建立了市场操纵的监控机制，但到目前为止，还没有哪一个国家或地区的证券市场像台湾那样，能够将市场监控这样本应该属于机密

作业的事公开化、标准化，并且严格按照标准来执行。在证券市场交易监管中，有价证券是否属于异常波动很难判断，也很难有统一的标准，但台湾证券交易所和证券柜台买卖中心则将异常波动的判断标准化、作业程序化并公布于众，根据市场情况进行修改⁶。例如，《台湾证券交易所股份有限公司公布或通知注意交易信息暨处置作业要点》第四点规定：台湾证券交易所于每日收盘后，即分析股票、受益凭证、转换公司债、附认股权公司债、附认股权特别股、存托凭证及认购（售）权证等有价证券的交易，发现有下列情形之一时，公告其交易信息（涨跌幅度、成交量、周转率、集中度、本益比、股价净值比、券资比等）：

- （1）最近一段期间累积的收盘价涨跌百分比异常者；
- （2）最近一段期间起、迄两个营业日的收盘价涨跌百分比异常者；
- （3）最近一段期间累积的收盘价涨跌百分比异常，且其当日成交量较最近一段期间的日平均成交量异常放大者；
- （4）最近一段期间累积的收盘价涨跌百分比异常，且其当日周转率过高者；
- （5）最近一段期间累积的收盘价涨跌百分比异常，且证券商当日受托买卖该有价证券的成交买进或卖出数量，占当日该有价证券总成交量比率过高者；
- （6）当日及最近数日的日平均成交量较最近一段期间日平均成交量明显放大者；
- （7）最近一段期间的累积周转率明显过高者；
- （8）本益比及股价净值比异常，且符合包括当日周转率过高、较其所属产业类别股价净值比偏高、任一证券商当日成交买进或卖出金额占当日该有价证券总成交金额比率过高或任一投资者当日成交买进或卖出金额占当日该有价证券总成交金额比率过高等四种情形之任二者；
- （9）最近一段期间的券资比明显放大者；
- （10）其他交易情形异常经监视业务督导会报决议者。

以上异常的标准通过《台湾证券交易所股份有限公司公布或通知注意交易信息暨处置作业要点第四条异常标准之详细数据及除外情形》⁷详细规定。

⁶ 《台湾证券交易所股份有限公司实施股市监视制度办法》从1992年9月发布以来，至今已经修改过8次。
⁷ 例如，有价证券当日及最近数日之日平均成交量较最近一段期间之日平均成交量明显放大者的标准为有价证券当日同时达下列各款情事者：1. 最近六个营业日（含当日）之日平均成交量较最近六十个营业日（含当日）之日平均成交量放大为五倍以上，且其放大倍数与全体有价证券依本款规定计算之平均值相差四倍以上。2. 当日之成交量较最近六十个营业日（含当日）之日平均成交量放大为五倍以上，且其放大倍数与全体有价证券依本款规定计算之平均值相差四倍以上。

又如，《台湾证券交易所股份有限公司公布或通知注意交易信息暨处置作业要点》第六点规定：有价证券之交易，连续五个营业日或最近十个营业日内有六个营业日或最近三十个营业日内有十二个营业日经台湾证券交易所依第四点第一项第一款至第九款发布交易信息者，台湾证券交易所于次一营业日起五个营业日内，同时实行下列措施：（1）对该有价证券以人工管制的撮合终端机执行撮合作业（约每五分钟撮合一次，全额交割股票约每十分钟撮合一次）；（2）通知各证券经纪商于前述期间对于投资者每日委托买卖该有价证券数量单笔达一百交易单位或多笔累积达三百交易单位以上时，应就其当日已委托的买卖，向该投资者收取至少五成以上的买进价金或卖出证券，信用交易部分，则收足融资自备款或融券保证金；至于当日达上述数量后之委托亦应于委办时向其收取至少五成以上之买进价金或卖出证券，信用交易部分，则收足融资自备款或融券保证金。但信用交易了结时，不在此限。

3. 台湾证券市场反操纵奖惩并重，一线监管重在预防和提示风险。在惩罚方面，根据台湾《证券交易法》的规定，市场操纵属于犯罪行为，需要承担民事和刑事责任。反操纵立法体现了对市场操纵行为处罚的加重，在最近3次修订（2000年7月、2004年4月、2006年）《证券交易法》第171条中，市场操纵的处罚规定从2000年7月前的“处七以下有期徒刑，拘役或科或并科二十五万元以下罚金”到2004年4月前的“处七以下有期徒刑，得并科新台币三百万元以下罚金”变为现在的“处三年以上十年以下有期徒刑，得并科新台币一千万元以上二亿元以下罚金，对犯罪所得金额达新台币一亿元以上者，处七年以上有期徒刑，得并科新台币二千五百万元以上五亿元以下罚金”。同时，若“犯罪所得利益超过罚金最高额时，得于所得利益之范围内加重罚金；如损及证券市场稳定者，加重其刑至二分之一”。

在奖励方面，首先，台湾在2004年修订《证券交易法》中引入了奖励制度，第171条增加了如下规定：于犯罪后自首，如有犯罪所得并自动缴交全部所得财物者，减轻或免除其刑；并因而查获其他正犯或共犯者，免除其刑；在侦查中主动交待，如有犯罪所得并自动缴交全部所得财物者，减轻其刑；并因而查获其他

除外情形：1.初次上市普通股采无升降幅度限制期间之日成交量，不纳入本项标准之计算。2.政府公债、一般公司债、转换公司债、附认股权公司债、附认股权特别股、外国债券、债券换股权利证书、存托凭证、认购（售）权证不适用本项标准。3.在最近六个营业日（含当日）内，已依第四条第一项第三款公布注意交易信息之有价证券，不适用本项标准。4.有价证券当日周转率未达千分之一以上，或成交量未达五百交易单位以上者，不适用本项标准。

正犯或共犯者，减轻其刑至二分之一。其次，台湾证券交易所和证券柜台买卖中心也制定了《证券市场不法案件检举奖励办法》，通过奖励举报者来制止市场操纵。例如《台湾证券交易所股份有限公司证券市场不法案件检举奖励办法》规定，对举报市场操纵或者违反刑事法律，而其犯罪构成事实牵涉证券集中交易、散布不实流言，影响股票市场正常交易等违法情况并属实的，可以获得新台币十万元至三百万元奖金。

台湾对市场操纵的一线监管采取的是以防为主的策略。由于市场操纵必然伴随着价格或成交量的异常，台湾证券交易所股市监视制度办法通过将异常的交易信息在市场公告、对异常交易有价证券撮合作业进行人工管制、限制有价证券的买进或卖出申报金额、对委托量大的人，收取一定比例买进价金或卖出证券、停止证券买卖等办法，将异常交易、市场操纵等违法行为提前化解。

4. 加大了监管权力，将相对无效的各分散的监管力量集中起来，成立了金融监督管理委员会，提高了整个金融市场的监管效率。经过长期努力，金融监督管理委员会在成立后获得了行政检查权和行政调查权，这是台湾证券市场反操纵方面的实质性突破。长期以来，对于证券市场犯罪行为的调查，其权限在于司法机关，而不属于证券行政主管部门。台湾实务运作经验显示，司法机关对证券市场的了解与熟悉程度，与实际管理监督证券市场的证券行政主管部门有所差异，致使证券主管机关对证券市场上非法行为的查辑举发往往有力不从心。2004年颁布的《行政院金融监督管理委员会组织法》赋予了行政院金融监督管理委员会的行政检查权和行政调查权，从而使台湾金融监督管理委员会有权协同司法警察对市场操纵等犯罪行为进行行政调查，进入被怀疑藏置帐簿、文件、电子资料文件等资料或证物的场所实施搜索，并对搜索所得到的有关资料或证物依法处理。这是台湾金融监督管理委员会的实质性监管权，将加大市场反操纵的力度。

另外，台湾将金融市场分散的监管力量整合起来，成立金融监督管理委员会，这将大大提高整个金融市场的监管效率。台湾金融监督管理委员会于2004年7月开始运作，台湾推行金融监管一元化，既顺应国际金融监管的一般趋势，也是针对岛内金融监管客观环境变化的一种重大调整。对岛内金融监管与金融业的共同发展有较大的好处。首先，一元化监管可以降低对金融机构重复检查的成本。未来通过在金管会统筹下对相关金融机构进行集中检查，监管机关进行横向资源整合，可以大大节约多头检查付出的行政成本。其次，一元化金融监管使监管更具

效益。在旧的分业监管机制下，金融、金控、保险公司在向主管机关申请筹资作业时，证期监管部门要会同金融监管、保险监管部门共同办理，而在金管会成立后，证券期货局、银行局、保险局的复杂业务可以进行横向整合。这将大大加快作业进程，提高效率。第三是责权归属更加明确。金融监督管理委员会为单一金融监管行政部门机构，拥有金融行政管理权和调查权，构成了完整的金融监管制度，在未来可有效地对金融机构实施监管并及时处置各类违规机构和金融危机。

5. 在反操纵过程中，台湾证券交易所或证券柜台买卖中心承担了重要的作用，在市场操纵的查核过程中，注意从市场操纵构成要件等方面制作监视报告和告发书。根据台湾证券交易所 2000 年发布的《台湾集中交易市场股价操纵案例研究及查核业务之改进》一文披露，由于台湾证券期货局（当时是证期会）指示台湾证券交易所通过监视报告查核结果发现有涉嫌股价操纵的案件，径行向检警调机关告发，因此充当着市场操纵检举告发者和证人的角色。在台湾证券交易所所检举的报告中，部分由于没有充分考虑到市场操纵的构成要件，致使部分案件被裁判为无罪。如何制作监视报告及告发书，使其内容能为法官所接受，将股价操纵者绳之以法，进而减少股价操纵情形的发生，乃成为市场监视部查核业务改进的重点工作之一。目前，台湾证券交易所正努力在监视报告或告发书内容上突出市场操纵构成要件。例如，该文建议：应将同一人或集团成员同时存在的连续性高价或低价委托行为，并同有实际影响到股价的该笔委托一并叙明，以凸显一日之内的“连续”行为，以符合连续买卖型市场操纵的构成要件。另一方面，价格异常情形与行为人的买卖行为是否有因果关系，通常是法官考虑的重点之一，也是被告最常使用的抗辩理由，因此该文也建议在以后的查核过程中应增加这部分的分析。

6. 引入卖空、套利等机制对市场操纵行为的遏止作用没有想象的乐观。台湾证券市场虽然施行了卖空机制、具有各种衍生产品，但市场操纵行为并没有消失，并不像国内所说的那样，即中国证券市场的单边市助长了市场操纵的发生。台湾的衍生品市场在上世纪 90 年代中后期开始发展起来，而融资融券交易也是在上世纪 70、80 年代发展起来的。但从台湾市场操纵的案件来看，大的恶性案件仍然较多，而且将新的交易制度和工具运用到市场操纵当中，操纵手段和手法日益翻新。中国证券市场中曾经一度有人指出，中国证券市场的单边市场是促使市场恶性投

机、庄家横行的重要原因，并认为引入卖空机制应该大大减少市场操纵行为的发生。我们从台湾的情况来看，形势不容乐观。

从台湾的经验，我们可以在以下几个方面做一些工作：

1. 建立奖惩结合、预防并重的行政执法制度。无论是《证券法》还是证监会的各种规章，都只强调了市场操纵等违法行为查处后的处罚，但市场操纵的查处成本很高，再加上有些市场操纵背后存在各种行政力量的干预，使市场操纵监管的效果大打折扣，反过来给市场操纵者一种激励。有必要考虑在市场操纵的执法过程中建立一种类似于台湾的奖励制度：主动自首者或者自动缴交全部所得财物的，或者主动供出或协助查获共犯的，减轻或免除其处罚；对涉嫌市场操纵程度不深且主动交待或行政调查中主动承认的，采取和解或者免于处分等措施。立法中注重刑事处罚的灵活性，将市场操纵的刑事处罚与犯罪行为人的表现结合起来，对犯罪自首或主动交待的作减刑或免刑处理。

在预防方面，可考虑采取如下措施提醒投资者充分注意风险：

(1) 着重加大对涉嫌市场操纵行为导致的异常波动的信息披露力度和范围。现有交易信息公开披露的有关规则中只规定了对单日股票涨跌幅、振幅、换手率超过一定限度的股票进行公告，公布成交金额最大五家会员营业部或席位的名称及其买入、卖出金额。这种做法的缺点在于，投资者只知道一个时点上的异常交易信息，即当天该股票的买卖异常情况。违规者完全有能力规避这种情况，如操纵者通过交易使该股票从一段时间来看是异常的，但每日均没有达到信息公开标准，这样该违规者就逃避了信息公开的监管措施。台湾在这方面做得很好，制定了详细的标准（而且复杂），在该标准中，规定了对一段时间内信息公开的标准（即前 6、30、60、90 个交易日价格和成交量的变化应该公开的标准）和内容。

(2) 加大对盘中异常的限制性措施，采取增加交易成本和对交易者的交易行为进行限制的办法：如当某一证券的价格狂跌不止或交易严重异常时，可限制某一相关证券商的交易，或要求该证券商增加客户的保证金，或要求客户当日将买入股票托管在证券商那里。需要注意的一点是，具体的制度设计（包括限制交易的程序、标准和规则等）遵循公开化、透明化、公正性和可修订性原则，让市场充分了解。目前：在这方面的规定一般都比较含糊，使投资者具有信息不对称，失去应有的效果。另外，任何判断市场异常的标准都需要根据市场情况的变化进行调整。

2. 可以考虑建立对证券市场操纵等违法违规行为检举的奖励制度。目前中国证监会设立了信访制度，但由于各种原因，这种制度带来的效果还没有得到市场各方的认同。我们有必要改变这种效果不好的现状，由证监会牵头，制定详细的针对各种违法违规行为的检举奖励制度，包括奖励办法、奖励金额、检举人保护措施、检举途径等，并严格执行，将执行结果公布于众。

3. 有必要建立因特网信息自动搜寻系统，主要收集各相关网站中关于上市公司的各种信息，包括市场谣言、证券分析师的各种报告等，从而提高对市场操纵、内幕交易等违法违规行为的敏感性和反应速度。台湾证券交易所和柜台买卖中心早在 2001 年就计划建立这种系统。

4. 建立联合监管的网络系统，加强监管体系中各部门和机构的相互交流和沟通。在短期，这种系统仅仅局限于证监会系统内，从长期来说，整个金融系统建立一个联合或相互能够协调的监管系统势在必行，到那时，联合监管的网络系统将覆盖银行、证券、保险等。在相互沟通方面，证券稽查人员、法院法官和一线监管人员之间需要加强。

5. 建立因市场操纵导致系统风险的应急机制。台湾多次针对个股的市场操纵案件导致市场出现大跌，对市场的善意投资者产生了很大的损害，使监管者处于被动。大陆证券市场处于转轨之中的新兴市场，有必要制定盘中紧急停牌、紧急限制部分或全部券商申报买卖的程序。

6. 金融市场的监管力量有必要进行整合，金融监管模式应向有侧重的功能性监管转型。巴塞尔委员会 1997 年发表政策声明，鼓励各国整合金融监管机构，以提升监管效率。而后越来越多的国家，如英、日、新加坡、韩国、加拿大、台湾等国家和地区，先后采取金融监管一元化机制，即设立金融监督管理委员会，统一对银行、证券、期货及保险业进行监管并拥有处分权。从：发展情况看，金融机构集团化、金融业务综合化将逐渐成为趋势，而金融市场的产品和工具创新将横跨几个金融领域，整合金融监管力量是减少交易成本、提供金融监管效率的必然选择。另外，为了应对金融业变化的客观现实，提高金融监管的协调性和即时处理的能力、减少金融监管中的盲点，应逐步采取有侧重的功能性监管模式。即在一个统一的监管机关内，由专业分工的管理专家和相应的管理程序对金融机构的不同业务进行监管。这样，金融机构的资产总体风险容易判断，而且可以用统一尺度来管理各类金融机构，规避综合性金融机构的“监管套利”机会，创造公

平竞争的金融环境。台湾目前就是采取这种做法，但由于各类金融机构的风险类型并不完全一致，例如银行与证券业的风险主要来自于资产负债表的资产面，而保险业则来自于负债面，也就是保户的非预期性索赔，所以对保险业的监管偏重于确保公司拥有足够的流动资产，这完全不同于银行和证券业面临的信贷风险或市场风险，很难找出一个既适合银证业又适合保险业这两类完全不同风险的统一监管模式。因此台湾监管当局采取了一种在功能性监管基础上有侧重的监管模式。一方面对所有的金融机构的资产状况及运行态势进行统一监管，规定了各类严格的财务指标，监控指标和财务报表格式。所有报表都要求科目具体，有利于直接了解金融机构运行状况，防范可能的风险。另一方面又针对不同的监管对象风险有重点地制订特殊的监管方式。例如针对保险业的负债风险，台湾引进动态的财务分析管理(DFA)，以随时掌握现金流量图，并采取准备金、适足性分析、资产负债匹配管理制度以及加强清偿能力分析等保险监管工具，以随时掌握公司营运动态并预测发生问题的可能性。在资本市场方面，将成立专案小组，推出多项加强上市上柜公司监管的方案，包括推动公司治理、内部控制制度的建立与执行，整合并强化资讯公开制度，鼓励公司设立独立董事，并建立资讯及公司治理评价制度，以强化对上市上柜公司资产风险的内外控制与管理。

7. 对上市公司如何参与市场操纵问题需要引起足够重视，应该加强研究。股权分置改革后，上市公司大股东和实际控制人利用经营权利和信息非对称参与市场操纵和内幕交易的动机和机会大大增加，我们应该充分重视，加强研究，制定防范对策。

附件、台湾证券市场操纵案例分析选摘

第一款“在集中交易市场报价，业经有人承诺接受而不实际成交或不履行交割义务，足以影响市场交易秩序者。”

(1) 案例一：

案号：1995 年度上更（一）字第 974 号

被告：雷伯龙、徐正新、周克律、渊鸿珍、谷孺芳、张亿雯、张淑华张淑美、曾伯义、赵森、王英慧、林秋月张本、张滔、林芳姿覃筱安、谢桂英、林秀玲、陈瑞玲、许丽雪、庄子荣、高珍、陈奎如等

案由：证券交易法第 155 条第 1、3、4 款

案情摘要：

i 被告雷伯龙系七海实业等多家股份有限公司实际负责人，多年在股市大量买卖股票，为市场知名主力大户，俗称“雨田大户”，并有多名市场金主利用知情或不知情的人头账户，配合贷与雷伯龙所需的资金及买卖股票账户。徐正新系厚生公司财务经理，因厚生公司在该公司股票上市后价位下跌，该公司股东全力护盘致使出现亏损，为避免股票价格跌至承销价以下，影响增资案的通过，徐正新亟欲抬高厚生股票的价格，经由周克律引荐，雷伯龙与徐正新达成协议，共谋意图抬高厚生股票的价格。

ii 徐正新乃在公开市场卖出 2000 张厚生股票由雷伯龙承买，以约定价格（约在 70 元至 75 元之间）由雷伯龙以他人名义作相对买入，另私下转让 2000 张予雷伯龙。另雷伯龙连续以高价买进或低价卖出方式，抬高厚生股票成交价，意欲使该股票每股成交价在 88-90 元之间。

iii 1992 年 5 月中旬至 9 月间由雷伯龙雇用的谷孺芳、张亿雯及国华证券调派协助雷伯龙的渊鸿珍，下单予不知情的营业员帮助雷拉抬厚生公司股票交易价格，直至该股票成交价高达 370 元。

iv 嗣同年 9 月 8 日以后，该股价格大幅下跌，致使雷伯龙出现周转不灵情形，加上曾与之有大量资金往来的翁大铭因他案被羁押，资金调度更形困难，乃基于

概括之犯意，以人头户名义于 9 月 14 日至 17 日间买入厚生股票，竟不履行交割致使发生违约，违约金额累计达买进 13 亿 5336 万 1067 元，卖出 1 亿 5426 万元。

v 违约发生后不仅厚生股票呈现无量下跌状况，整体市场发行量加权股价指数也因此呈现大幅下跌，明显影响市场交易秩序。

vi 案经证期会移送法务部调查局北机组，由检察官指挥侦办。

更一审理由：

i 雷伯龙与徐正新共谋炒作厚生股票的经过及事实，已经由被告徐正新于调查局侦讯坦承不讳，周克律也坦承居间拉线的经过，二人供述情节大致相符。

ii 雷伯龙所使用的账册及相关数据皆经调查局查扣在案，证据非常明确。

iii 徐正新于调查局侦讯坦承厚生公司在该公司股票上市后价位下跌，该公司股东全力护盘致使出现亏损，为避免股票价格跌至承销价以下，影响增资案的通过，始与雷伯龙合谋炒作厚生股票，其意图至为明显。

iv 徐正新抛出 2000 张时，雷伯龙则使用人头户陆续买进，可知二人确有以约定价格于自己出售或购买有价证券时，使约定人同时为购买或出售的相对行为。

v 经分析 1992 年 5 月 9 日至 9 月 8 日止厚生公司股价及成交量变化，及雷伯龙利用国华证券的人头户的交易情形，发现厚生股价于 5 月 1 日至 5 月 15 日成交价仅约在 70 元至 75.5 元之间，惟至 9 月 8 日成交价竟高达 370 元，同期间厚生股票成交量亦有扩增。而雷伯龙于各该证券公司使用的人头户，于 1992 年 5 月 16 日至 9 月 8 日计 93 个营业日中，除四个营业日成交比率较低外，其余 89 个营业日均有达 7%-99% 的连续高比例成交量，这种情形显示厚生股票成交价上涨与成交量增加，与雷伯龙的买卖确有关联，此外，台湾证券交易所 1993 年 8 月 27 日台证（1993）密字第 13656 号函亦可证明这种关连性，且显示厚生股票价格盘升，为雷伯龙的炒作，非一般市场的常态。

vi 雷伯龙的违约导致国华、真谊、三和、金圆环、大吉利及安和等六家证券商无法对市场完成交割义务，经台湾证券交易所动用交割结算基金代为完成交割，使市场交割秩序更形混乱，严重影响投资者信心。上述证券商受违约案影响，无法代垫巨额违约款项，连带违约交割，分别遭到停止买卖及停业处分，确实造成当时证券市场秩序极为混乱局面。故雷伯龙违约交割，足以影响市场秩序，昭然若揭。

vii 谷孺芳等人或帮助雷伯龙下单，或处理帐务，具有帮助犯性质，因此构成

证券交易法第 171 条之罪的帮助犯。

viii 张淑华等金主代表人，提供资金予雷伯龙购买股票，若雷伯龙违约交割，张淑华等贷放的资金将难收回，故张淑华等在主观上自始无帮助违约的犯意，至于在帮助炒作方面，张淑华等无非是赚取利息，一时贪念，加上台湾股票市场畸形发展，倚赖丙种金主甚殷，社会风气所披，张淑华等违反概念已显薄弱，况受违约交割牵连损失已经很大，以上被告经此教训，而无再犯之虞，故宣告缓刑用启自新。

量刑：i 被告雷伯龙被处有期徒刑拾月。

ii 被告徐正新被处有期徒刑捌月。

iii 被告周克律被处有期徒刑柒月。

iv 被告渊鸿珍、谷耀芳、张亿雯被处有期徒刑陆月。被告张淑华、张淑美、曾伯义、赵森、王英慧、张本、张滔被处有期徒刑陆月。林芳姿、覃筱安、林秋月、谢桂英、林秀玲、陈瑞玲、许丽雪、庄子荣、高珍、陈奎如、张滔无罪。

分析事项：

i 本案为当时证券交易所集中交易市场有史以来最大违约，不但雷伯龙等所使用的人头户没有对受托证券经纪商履行交割义务，受托证券经纪商也因此无法对台湾证券交易所履行交割义务，对市场秩序影响非常明显。

ii 本案的发生植因于被告等共谋股价操纵失利所致，具有恶意性质。

iii 本案法院系以查获的账册等数据为直接证据，辅以共同被告的供述为补充证据证明其通谋炒作意图及犯行。另一方面，以交易所的价量分析报告作为补充证据，强化炒作之犯行。

iv 证券经纪商对台湾证券交易所未履行交割义务方面，除证券经纪商被依规定处以停业处分外，民事方面尚接受民事诉讼，至于证券经纪商是否应负证券交易法第 171 条规定的刑事责任，由于并无证据可以证明该等证券商有协助或参与股价操纵，故并未被认定构成帮助犯。

v 帮助下单者及雷伯龙雇用人皆被以帮助犯判刑，至于金主在炒作方面提供资金，也被认定为帮助犯。另外单纯提供人头户供买卖股票，若无帮助炒作之犯意，则不被认定为帮助犯。至于人头账户，如系不知情者，例如谢桂英、许丽雪等人，因事前一无所悉，查无证据证明谢桂英等和雷伯龙有直接接触，获判无罪。

(2) 案例二：

案号：1994 年度侦字第 24557 号、1995 诉字第 100 号、1997 年上诉字第 3337 号

被告：翁大铭、李秀芬等 28 人

案情摘要：

i 被告翁大铭系洪福证券公司实际出资投资者，同时拥有煜立管理顾问股份有限公司 50% 的股份，此外并掌控永丰证券股份有限公司。李秀芬则系煜立公司董事长，受翁大铭的指示，负责经营前述三家公司，设立专属办公室，并雇用林秀文等人在其办公室工作。方慧华为永丰证券公司董事长兼副总经理，实际上受李秀芬指示，负责该公司业务。

ii 翁大铭及李秀芬意图抬高华国股票在集中交易市场成交价，藉以牟利，同时使翁大铭个人或经营的关系企业所持有的华国股票能够向金融机构高额质借，套取资金，由李秀芬指挥其办公室雇用的人员炒作华国股票，利用李秀芬及营业员提供的人头户，将华国股票自 1994 年 2 月 14 日收盘价 104 元，以连续多次同时买进、卖出，不移转华国股票实质所有权而伪作买卖的方法，制造华国股票活络假象，同时连续以高价买进抬高该股价后伺机卖出，或连续低价卖出压低股价后伺机买进等手法，将华国股票成交价操纵拉抬至 10 月 4 日的 338 元。

iii 至 1994 年 10 月 1 日，翁大铭及李秀芬二人明知资金业已紧绌，仍自 10 月 1 日至同年 10 月 6 日继续以人头账户买进华国股票，均经他人承诺接受。十月四日翁大铭等所使用的洪福证券公司自有资金账户支票存款开始发生不足情形，金主不愿继续提供资金，且各证券商亦不愿接受下单，终致资金调度困难于 10 月 3、4、5 日无法履行交割，金额高达 72 亿 3940 万余元，足以影响证券交易市场秩序。

iv 上述案情业经台北地方法院检查署检察官提起公诉。

一审判决理由：

i 被告翁大铭及李秀芬意图操纵股票价格，以同时买进卖出伪作买卖或以自己及他人名义连续高价买进、低价卖出，侦讯中李秀芬及其他多名被告主动交待的详细记录可以证明。

ii 台湾证券交易所的监视报告、人头户买卖股票违约交割金额统计表、投资者集团组合买卖股票明细表追踪分析发现翁大铭等对股票成交价确有影响。辅以翁大铭等锁定部分筹码，助长涨势，使华国股票成交价上涨，又因来回买卖股票及

华国股价上涨，获利丰厚，抬高或压低华国股票股价炒作牟利的意图明显。李秀芬虽辩称对华国股票的业绩、财务结构、发展前景均看好，基于长期投资及介入经营的目的而买卖该股票。但证券市场某类股票所谓高价，是针对在自由竞争产生的市场行情而言的，上市公司的资产状况、业绩、发展前景、配发股利多少、经营者情况及当时整体经济景气状况，虽均可能影响股价的涨跌，但华国股票系被告李秀芬以炒作方式，使其违反市场自由竞价所致，故所辩不足采信。

iii 李秀芬以自己及人头户名义，以相对委托方式，买卖华国股票的比率，与当日该股票成交量相较均甚高，其中9月1日至10月4日期间，每日所占比率约在80%左右，被告等虽辩称已经完成交割，所有权既已移转，然实质所有权仍在该个人或集团手中，与证券交易法第155条第一项第二款所谓“不移转股票实质所有权归属而伪作买卖”的构成要件相当。

iv 被告翁大铭系洪福证券、永丰证券的实际老板、且系龙义行董事、嘉畜公司总经理、以华国股票质押借款转入洪福证券30099611号账户，作为炒作股票的资金，以此足以明证其指示李秀芬炒作的行为。

v 翁大铭及李秀芬二人因资金调度发生困难，而无法履行交割的事实，其他被告等人在调查处讯问时或侦查中供述比较详细，与证人供词相符，且有台湾证券交易所提供相关违约数据及监视报告在卷。又李秀芬违约交割导致多家证券商无法对市场完成交割义务，经证券交易所紧急动用交割结算基金29亿余元代为完成交割。部分已完成交割的投资者无法取得款券，而连带使部分投资者因恐债权不保亦违约交割，致使证券交易市场陷于混乱，并使华国股票及股市造成不正常的暴跌，故翁大铭、李秀芬等的违约足以影响市场交易秩序的犯行亦足认定。

一审量刑：

i 被告翁大铭、李秀芬违反第四款部分被处有期徒刑二年六月；违反第一款部分处二年有期徒刑，合并应执行有期徒刑四年。

ii 其余参与下单炒作的办公室成员被处有期徒刑一年二月、六个月不等。

分析事项：

i 本案为当时证券交易所集中交易市场继雷伯龙案之后的最大违约案，翁大铭及李秀芬等人所使用的人头户没有对受托证券经纪商履行交割义务，受托证券经纪商也因此无法对台湾证券交易所履行交割义务，此违约发生后，华国股票成交价及整体股市发生暴跌现象，对市场交易秩序影响非常明显。

ii 本案的发生同样植因于被告等共谋股价操纵失利所致，具有恶意性质。

iii 本案经法务部调查局以台湾证券交易所的监视报告作为依据，长期监听及搜证，取得足够证明被告等的犯行，加上其他被告的供述又与证人证词相符，使被告的饰词狡辩不被法官所采信。

iv 证券经纪商对台湾证券交易所未履行交割义务方面，除证券经纪商被依规定处以停业处分外，民事方面也正接受民事诉讼，至于证券经纪商是否应负证券交易法第 171 条规定的刑事责任，同样由于并无证据可以证明该等证券商有协助或参与股价操纵，故并未被列为被告。

第二款“在集中市场交易，不移转证券所有权而伪作买卖者（已删除）”

实际案例：

案号：1999 年度诉字第 203 号

被告：张朝暘、张朝翔、林明宏、游文煌、黄瑛瑶、林义翔

案由：证券交易法第 155 条第一、二款

案情摘要：

i 张朝暘、张朝翔系兄弟关系，张朝翔系禾丰集团执行长暨禾丰集团的国产汽车公司、丰禾公司负责人；张朝暘系禾丰集团副执行长，瑞翔、世祺、永鸿公司负责人，游文煌系国产汽车公司财务处协理，黄瑛瑶系国产汽车公司财务处副理，二人负责该公司资金的管理与调度事宜。林明宏系禾丰集团总管理处助理，亦为张朝暘的特别助理，林义翔系禾丰集团总管理处襄理，承张朝暘指示专司使用张朝暘所交付的人头户于集中交易市场喊盘下单买卖国产汽车公司股票事宜。张家二兄弟及其余家族成员为支付张朝暘等对外的举债，或于集中交易市场购买国产汽车公司股票等花费，而以张朝暘等持有的国产汽车公司股票质押借款金额达 24552,569000 元，张家二兄弟为避免股价下跌，造成股票遭断头，致使每月均需投入巨额资金购买国产汽车公司股票，以维持该公司股价，因而自有资金逐渐减少并进而挪用国产汽车公司资产，以继续在集中交易市场维持该公司股价。

ii 张朝暘意图制造国产汽车股票交易活络的假象，并维持该股票市值，便于其藉个人或张氏家族所持有的该公司股票向金融机构或民间金主质借资金，即与林义翔使用不知情的人头户，共同基于以不移转国产汽车股票所有权而伪作买卖

的概括犯意联络，以及知情而基于帮助犯名义的国产汽车公司职员李坤钦协助下，由张朝晓与不知名的金主，决定买卖国产汽车公司股票的价格、数量，并指挥林义翔喊盘下单，李坤钦则担任对外接洽证券商开立人头户及找寻丙种金主办理垫款工作，自 1997 年 11 月 3 日起至 1999 年 2 月 27 日止，及自 1999 年 9 月 1 日至同年 11 月 2 日连续多日于集中交易市场买进、卖出成交量占国产汽车公司股票当日成交量 20% 以上，或于同一营业日的相近时间买进集团成员卖出的股票占该股票当日成交量 20% 以上，或于同一营业日的相近时间，买进集团成员卖出的股票占国产汽车股票当日成交量 5% 以上且超过 50 个交易单位而相对成交，以不移转该股票的实质所有权而伪作买卖等方式制造交易热络的假象，而控制该股票价格于每股 58-61 元之间。

iii 又张朝晓明知对于在集中交易市场的有价证券不得有“在集中交易市场报价，业经有人承诺接受而不实际成交或不履行交割，足以影响市场秩序”的行为，竟在其财务调度困难，已无何资力支应交割股款之际，另行起意，基于概括犯意指使林义翔喊盘下单与多位营业员，然因张朝晓已将国产汽车公司的资金挪用殆尽，以致 1998 年 11 月 2、3 日、4 日连续三日无法履行交割义务，并使台湾证券交易所股价指数于 1998 年 11 月 3 日大跌 146 点，4 日大跌 166 点，而该股价格亦受影响，显已严重影响集中交易市场秩序。

一审判决理由：

i 违反证券交易法第 155 条第 2 款部分：被告张朝晓、林义翔等人使用上述人头户于上述期间买卖国产汽车股票交易，不但量大且异常频繁，使该股票价格维持于一定水平，已符合有价证券函送侦办作业要点第二条第二项的规定，且于侦查中证券交易所人员证称“于同一营业日相近时间作委托一买一卖即有同一集团左手买进右手卖出之意且超过标准”是被告人等自行涉及第二款的情形。

ii 被告在传讯时虽否认自行使用或与他人共同使用人头户的情形，但经讯据证人，李坤钦应被告张朝晓、林义翔的命负责接洽各证券商营业员至禾丰企业集团内办理开户事宜，事后印章、集保存折及银行存折均由李坤钦交予被告张朝晓，由张、林二人使用喊盘下单。

iii 另被告张朝晓、林义翔于调查人员询问时称：我必须维持一定之价位，于开盘前同一时间或相近时间挂单买卖，且收盘前我也会指示林义翔下单买进，故人头户买卖会有相对成交情形，但股票实质所有权系我本人所有。

iv 林义翔于调查人员询问时称“我们有将张数汇整成明细表，我喊盘下单即依明细表上注明张数，可融资之账户则优先使用”。

v 台湾证交所规定的证券所有权概念除形式所有权外，尚包括利用配偶、未成年子女或他人名义持有的实质所有权的概念。是证交所此一禁止规定不局限于形式所有权，凡有不移转形式或实质所有权而伪作买卖，已合于本款规定。

vi 违反证券交易法第 155 条第 1 款部分：张君明知对于在集中交易市场的有价证券不得有“在集中交易市场报价，业经有人承诺接受而不实际成交或不履行交割，足以影响市场秩序”的行为，竟在其财务调度困难，已无何资力支应交割股款之际，基于概括犯意指使林义翔喊盘下单予多位营业员，而未能自其他金融机构或金主处取得资金，终至业经有人承诺接受而不实际成交或不履行交割，显有违反本罪的犯罪故意。又其行为足以影响市场秩序，致使台湾证券交易所股价指数于 1998 年 11 月 3 日大跌 146 点，4 日大跌 166 点，而该股价格亦受影响。综上认定构成证券交易法上的犯行。

量刑：

i 张朝暘共同连续违反在证券交易所上市的有价证券，不得有在集中交易市场不移转所有权而伪作买卖的行为，处有期徒刑八年，并科罚金五亿元，褫夺公权五年。又连续违反在集中交易市场报价，业经有人承诺接受而不实际成交或不履行交割，足以影响市场秩序，处有期徒刑三年，应执行有期徒刑十年。

ii 张朝翔为共同连续从事业务之人，意图为自己的不法所有而侵占对于业务上所持有之物，处有期徒刑七年，并科罚金五亿元，褫夺公权五年。张朝翔被诉违反在集中交易市场报价，业经有人承诺接受而不实际成交或不履行交割，足以影响市场秩序之行为的规定部分无罪。

iii 林明宏为共同连续从事业务之人，意图为自己的不法所有而侵占对于业务上所持有之物，处有期徒刑三年。

iv 游文煌为共同连续从事业务之人，意图为自己的不法所有而侵占对于业务上所持有之物，处有期徒刑三年。

v 黄瑛瑶为共同连续从事业务之人，意图为自己的不法所有而侵占对于业务上所持有之物，处有期徒刑二年六月。

vi 林义翔共同连续违反在证券交易所上市的有价证券，不得有在集中交易市场，不移转所有权而伪作买卖的行为，处有期徒刑一年六月。

vii 林义翔被诉连续违反在集中交易市场报价,业经有人承诺接受而不实际成交或不履行交割足以影响市场秩序之行为的规定部分无罪。

分析事项：

i 本案属 1998 年地雷股案件之一，国产车负责人张朝暘及张朝翔兄弟由于企业集团扩充过速，以股票质押向金融机构贷款，适逢金融风暴发生，为避免股票下跌被金融机构断头，乃挪用公司资金进行护盘，将国产汽车股价长期维持在一定区间，因为投资者不认同股价，导致股权逐渐回流，张氏兄弟在资金积压日见严重下终于爆发财务危机，所使用的人头户买进国产汽车股票之后无力交割造成违约，公司也因此成为继东隆五金之后的另一家地雷股。

ii 本案有关第一款的判决，除叙明张氏兄弟违约交割事实外，也强调违约发生后整体市场及该股票成交价大幅下滑及成交量萎缩的事实，以此作为张氏等的行为确有影响市场秩序之证明，显然本案法官倾向于认同前述本报告在第一款所叙述的，对于影响市场秩序的认定，采从严解释。

iii 另有关第二款的判决，法官也认同“实质所有权”的存在，显见在证券主管机关及台湾证券交易所市场监视部相关负责人员，经过长期与司法机关的沟通已经产生效果。只可惜第二款已经被删除，往后如有类似因护盘而长期固定股价情形发生，由于证券交易法中没有明确规定“固定或维持股价”行为是否属违法情形，这将成为市场管理的一个死角，证券管理相关机关有必要速谋解决之道。

iv 本案一审判决文中引用台湾证券交易所“**有价证券监视报告函送侦办案件作业要点**”有关证券交易法第 155 条第一项第二款查核要件标准作为判决依据之一，可能是本案较值得注意之处，该项作业要点所订各款数据标准，系属台湾证券交易所内部作业中作为筛选是否向司法检警调机关告发的标准，并非违法行为成立要件，达到标准未必代表有罪，未达标准也未必就是无罪，似应该由承审法官就事实个别认定有无影响到社会公益及市场交易秩序，作为判决有罪或无罪的参考。

第三款“意图抬高或压低集中交易市场某种有价证券之交易价格，与他人通谋，以约定价格于自己出售，或购买有价证券时，使约定人同时为购买或出售之相对行为者”

实际案例空缺。

第四款“意图抬高或压低集中交易市场某种有价证券之交易价格，自行或以他人名义，对该有价证券，连续以高价买入或以低价卖出”

实际案例：

案号：1997 年度诉字第 572 号 86 年度上诉字第 5941 号

被告：谭鸿翔案由：证券交易法第 155 条第四款

案情摘要：

被告谭鸿翔系尧干股份有限公司总经理，以堂弟谭鸿达的名义，在元大证券开立 88206-0 账户买卖股票，竟意图抬高凯聚股票交易价格，自 1993 年 4 月 1 日起至同月 23 日止，连续以谭鸿达名义，透过在元大证券开立的帐户，以高价或涨停价格拉尾盘方式委托买进，或以低于成交揭示价或跌停价卖出凯特甲股票，使该股票成交价、成交量均呈价量异常上扬，股价由 21.4 上涨至 30.3 元，涨幅达 43.45%，计买进 1380 股，卖出 297 股，各占当时总成交量 20233 股的 6.8% 及 1.46%；尤其同月 19 日至 23 日的连续五个营业日中，被告于该五日的交易量为各交易日成交量的比率为 43.98%、12.37%、5.46%、37.93%、16.29%，以此手法炒作股票，已足以影响市场行情。上述案情经台北地方法院检察署检察官提起公诉。

一审判决的理由：i. 证管会移送书所述犯罪事实的价格变化，最低收盘价为 4 月 1 日的 21.4 元，最高收盘价为 4 月 10 日之 30.7 元，当时被告既尚未买卖该股票，其高低自然与被告无关。

ii. 证管会移送书所述犯罪事实的同月 19 日至 23 日的连续五个营业日中，被告于该五日的交易量为各交易日成交量的 43.98%、12.37%、5.46%、37.93%、16.29%，仅有两个交易日比重较大，如断言被告以这两日或五日的成交量即足以影响市场行情，过于草率。

量刑：被告无罪。

二审判决的理由：检察官所指上述意旨为股票炒作甚为专业，原审未传讯证管会人员查问炒作股票的理由，已经本院传讯经办该案人员，别无其他补充之证据足以佐证被告有炒作股票之意图。

二审量刑：被告无罪。

分析事项：i. 本案发生于 1993 年，就台湾监视业务之发展过程而言，该时期监视查核业务尚处于开发阶段，不论观念上或各项报表的发展，均不如今日成熟，

且当时监视报告内容也较不完备，再加上当时台湾股市处于泡沫经济破灭时期，每日交易量不大，各项函送司法机关进一步侦办的标准较低，行为人只须较一般投资者略有不正常行为，即会达到标准而被认定有股价操纵的嫌疑。

ii.就股价变动而言，本案凯特甲股价于查核期间的上涨幅度不可谓不小，但仅就一名投资者进行分析，其交易量占查核期间凯特甲总成交量的比率确实偏低，谓其有涉及股价操纵稍嫌勉强。不过就如前面所述，当时监视查核业务尚处发展阶段，对于集团归纳的观念尚非十分成熟，故本案仅能说未完全发现，却不宜说确定没有股价操纵。

iii.本案再度印证炒作的交易量不够大或量虽大仅偶然为之，并不符本款有关“意图”及“连续”的构成要件。

iv.第四款理论上虽系“行为犯”而非“结果犯”，但最终成交价是否因而异常，其异常时段是否与行为人的行为有因果关系，似乎仍是法官判决的重要因素之一，因此往后监视报告还是需要加强股价异常与行为人的因果关系，除了每日委托对于股价的影响外，长期间行为人或投资者集团有无净买入，其净买入对于该股票是否具有锁码的效果也应列入说明。

第五款“意图影响集中交易市场有价证券交易价格，而散布流言或不实资料者”

实际案例：

案号：87 年度侦字第 2753 号被告：许弘明、王生云、洪秀好、庄祖彰、王宁云

案由：证券交易法第 155 条第五、六款

案情摘要：

i.洪秀好系太阳神投顾公司负责人，王生云系该公司总经理，王宁云系该公司行政经理，许弘明系该公司股东兼任该公司对客户分析推荐股票工作（俗称“老师”），洪秀好等明知担任投顾事业分析人员，应具备证期会测验合格的分析师资格，且证券投顾事业负责人及分析人员亦不应为虚伪、欺罔及足使他人误信的宣传，詎料洪秀好等意图为自己的不法所有，基于概括犯意之联络，将不具分析师资格的许弘明，亦无日本政府承认的正式大学的财经专业博士学位及文凭，吹嘘

塑造成系日本经济学博士，并精通中国易经卦理之术，用以推断股票涨跌奇准无比云云，并对外以太阳神投顾的副董事长及教授的头衔以提高吸引力，自 1997 年年间起以上述诈术招收会员收取会费。洪秀好等经营的太阳神投顾则于股市开盘中将该公司提供给客户的呼叫器传输买进或卖出特定个股的讯息提供给所属客户，而上述讯息则纯属以易经卦象哲理、报章股市讯息整理及一般常识判断而来，并无任何神准或特殊之处，但掺杂易经吉凶话语及民间信仰的孔明诗句以故弄玄虚，增加该公司提供讯息的神秘性。

ii. 该投顾公司为扩大影响力以招收更多会员，竟将上述不实的股票涨跌判断信息，透过公开演讲、学者卫星电视财经台、股票投资报刊的股市分析专栏及免费电话语音解盘服务等方式，散布该投顾对股票买卖的判断，使误信不实涨跌判断信息的投资者因而受有买卖股票因跌价卖出的差价损失，助长股票交易市场涨跌波动的幅度，严重影响了台湾股票市场的正常交易。

iii. 许弘明与庄祖彰具有股票投资技巧传授的师生关系，庄某预先提供其在元富证券所开设的股票交易账户予许弘明使用，再由许某先在该户头购入特定股票后，再以上述方法散布不实的特定股票涨跌判断信息，并通知所属客户购入该特定股票，以坐享投资散户帮其拉抬特定个股股价的价差利益。

iv. 案经检察官指挥内政部警政署刑事警察局侦七队侦办。

起诉理由：i 许弘明并未取得日本政府教育主管单位承认的博士学位，又以易经卦理判断股价涨跌，哗众取宠以招揽客户，且透过平面及电子媒体吹嘘所营投顾公司对整体股市及个股的涨跌判断，许弘明等所为系施以诈术甚明。

ii 庄祖彰提供户头供许弘明使用，二人有犯意联络及行为分担，系共同正犯。

iii 许弘明、王生云、洪秀好、王宁云等系触犯刑法第 339 条第 1 项诈欺罪、证券交易法第 174 条第 1 项第 6 款依据不实资料作投资判断并予以散布罪及同法第 177 条第 3 款违反主管机关命令罪。被告许弘明及庄祖彰二人所为系犯刑法第 342 条第 1 项背信罪、违背证券交易法第 155 条第 1 项第 5、6 款规定犯有同法第 171 条及 177 条第 3 款的罪嫌。

量刑：许弘明、王生云、洪秀好、王宁云请处有期徒刑 3 年，庄祖彰请处有期徒刑 6 个月。

分析事项：i. 流言或不实资料，不限于与该上市有价证券发行机构有关，凡与该有价证券交易面有关者亦应包括在内，虽然台湾证券交易法第 155 条第一项第

五款并未对流言或不实资料的范围有所界定，但参考前述美国 1934 年证券交易法规定，与交易面有关者，亦应列在规范范围之内，本案检察官的认知即是如此。

ii. 证券交易法第 155 条第一项第五款亦有“意图”的规定，如前所述“意图”是很难证明的构成要件，所幸本案许弘明及前案谭清连二人，在向投资大众或其会员发布某种股票涨跌的判断信息前后，自己或其集团成员，皆有事先买卖的情况，明显有发布流言或不实数据的“故意”，并将许弘明等事先买进特定股票，等股价涨跌后，再行买卖获利，作为不法“意图”的佐证，然此类手法多已化明为暗，往后如发现有发布流言或不实资料，且标的有价证券价格亦因此受到影响的情形时，市场监视部查核人员恐需花更多的心力及时间，更广泛的搜集相关信息，以作为“意图”的证据。

iii. 依据前述学者专家的意见，本款系采“行为犯”而非“结果犯”，流言或不实资料是否影响到标的有价证券的交易价格，并非必要的构成要件，但如能证明行为人，所散布的流言或不实资料，确实已经影响到标的有价证券的交易价格，则显然该流言或不实数据具有重大性，对于市场交易秩序有较明显的危害，相信对于检察官的侦查、处分及法官的审理、判决，应有较大的影响。因此监视报告中对于是否影响价格，仍应具体叙明为宜。

参 考 文 献

1. 吴克昌、温祖德,《台湾集中交易市场股价操纵案例研究及查核业务之改进》,台湾证券交易所股份有限公司 2000 年度专题报告。
2. 林国全,《证券交易法》,中国政法大学出版社,2002 年版。
3. 赖英照,《证券交易法逐条释义(第二册)》,北京实用税务出版社,1990 年版。
4. 蔡墩铭、吴光明、陈春山,《证券交易法第 155 条规定之检讨与建议》,台北市证券商业同业公会 1997 年研究计划。
5. <http://www.selaw.com.tw/>, 证券暨期货法令判解查询系统。
6. <http://www.tse.com.tw/>, 台湾证券交易所网站。

内部报告 仅供参考
版权所有 侵权必究

本报告仅代表个人意见，不代表所在单位观点。

地址：深圳市福田区红荔西路 203 栋

电话：0755-83203511

传真：0755-83203431

邮编：518028
