

國立政治大學法學院碩士在職專班

碩士論文

指導教授：劉連煜 博士

興櫃股票適用我國證券交易法反市場操縱條款之研究

A Study of Adapting the Anti-manipulation Provisions to Taiwan Emerging Stock Market

研究生：陳永明

中華民國 100 年 7 月

謝辭

筆者因為工作關係，對於證券市場操縱查核業務及興櫃股票交易業務均稍有涉獵，有感於興櫃股票報價驅動之特殊交易方式為我國證券交易市場迄今所絕無僅有，且目前學說及司法實務對於興櫃股票適用我國證券交易法有關反市場操縱條款之文獻仍屬鳳毛麟角，因此本文以「興櫃股票適用我國證券交易法反市場操縱條款」為題進行研究，嘗試釐清若干可能引發之疑義。不揣簡陋，目的在於拋磚引玉，當然其中也有身兼法律人及證券市場從業人員使命感的成分。

本文歷經漫長歲月後終於完成，首先感謝筆者任職的單位—財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心給予筆者機會歷練許多不同工作內容，使筆者對於我國證券市場發行及交易實務均有基礎之認識。其次，感謝指導教授劉連煜老師不時關注筆者工作及寫作狀況，除指點本文寫作方向之外，並一再提醒學生務須盡快畢業，使筆者縱然心中曾經有過放棄的念頭，但終究不敢著手實行。此外，感謝口試委員林國全老師及郭大維老師於口試時提出寶貴意見，使本文對若干問題之處理更加細緻。

最後，感謝我生命中最重要兩位女性—我的母親與妻子；感謝母親為我操持日常瑣碎之家務，每當結束一天的工作拖著疲憊的身子回家時，便有您所準備的愛心晚餐等候，實在令人感到萬分幸福。也感謝我的妻子，感謝您鼓勵我繼續進修，更感謝您斷然駁回我不寫論文的請求，否則「興櫃股票適用我國證券交易法反市場操縱條款」相關議題拋磚引玉的工作，可能還必須再延宕一些時日，甚或由他人承擔了。

有人說：「得之於人者太多，出之於己者太少。因為需要感謝的人太多了，就感謝天罷」，因此我也要藉此機會感謝天，包括已經在天上的父親。

陳永明 謹誌
2011年7月30日

中文摘要

我國興櫃股票之交易方式係由推薦證券商（即興櫃股票之造市商）之報價主導交易進行，屬於報價驅動（Quote-driven）之交易方式，與我國上櫃股票採取「等價交易」及上市股票採取「競價交易」等均屬委託單驅動（Order-driven）之交易方式迥然不同。

按我國證券交易法第 155 條第 2 項準用同條第 1 項規定之適用結果，「於證券商營業處所買賣有價證券」者，仍應有第 1 項所揭反市場操縱條款之適用。惟有關興櫃股票交易在成交對象之選擇、成交順序、成交價格決定，乃至於成交後之給付結算作業方式等，均與我國現行上市（櫃）股票之交易及交割方式具有明顯之差異，致應如何適用證券交易法反市場操縱條款之規定，乃成疑義。

本文鑒於興櫃股票市場規模已呈穩定成長之勢，不難想像興櫃股票交易與市場操縱行為之間終將有擦出爭議火花之時，故以比較法學研究之觀點，歸納並分析興櫃股票與上市（櫃）股票交易方式之差異及其癥結所在。另蒐集瀏覽世界各國主要證券市場之交易規制，包括美國 OTCBB 市場、歐陸 Alternext 市場及英國 AIM 市場，分析其他採用報價驅動交易模式之先進市場當中有關造市商義務之規範，以掌握造市商義務之核心意涵。進而以造市商義務範圍及報價驅動市場之交易特徵為基礎，逐一檢測興櫃股票適用我國證券交易法所揭「違約不交割」、「相對委託」、「連續交易」、「沖洗買賣」、「散布流言或不實資料」及「其他直接或間接操縱市場」等各款反市場操縱條款規定可能引發之爭議，並提出本文意見。

關鍵字：興櫃股票、委託驅動、委託驅動、造市商、OTCBB 市場、Alternext 市場、AIM 市場、市場操縱、違約不交割、相對委託、連續交易、炒作、沖洗買賣、散布流言、散布不實資料。



A Study of Adapting the Anti-manipulation Provisions to Taiwan Emerging Stock Market

Abstract

The trading mechanism of Taiwan Emerging Stock is based on quote-driven model, which is very different from the order-driven model of the Taiwan OTC securities market and Taiwan Stock Exchange market.

By the Taiwan Securities and Exchange Act Article 155 paragraph 2 permitted that paragraph 1, the anti-market manipulation provisions, shall apply mutatis mutandis to securities transactions conducted on the over-the-counter markets. However, lots of Taiwan Emerging stock trading rules such as allowing the participants to choose their counterparty, the matching sequence rules, the price decision rules, and even the rules of payment and settlement practices after transaction, all have significantly differences between those of Taiwan Emerging stock market and listed stock market. Therefore, how should Taiwan Emerging stock apply to the Securities Exchange Act under the terms of the anti-market manipulation is into doubt.

Taiwan Emerging stock market has shown a steady growth trend, hence, it is easy to imagine that Taiwan Emerging stock trading and market manipulation issues will eventually rise to controversy. This thesis is to study from the point of view of comparative law, by means of analyzing the emerging stock markets of the advanced countries, including the U.S. OTCBB market, the European Alternext market and the UK AIM market, to conclude the crux of the difference between the quote-driven and order-driven market models. Then, to understand the characteristics and core obligation of the market maker under quote-driven market model, furthermore, to detect the disputes may lead for adapting the anti-manipulation provisions to Taiwan Emerging stock, including the terms of "breach of contract non-deliverable", "improper matched orders ", "continuous trading", "wash sale", "spreading rumors or false information" and other direct or indirect behavior of manipulation". And this thesis proposed its discovery at the end.

Keywords: emerging stock, quote-driven, order-driven, market makers, OTCBB market, Alternext market, AIM market, market manipulation, breach of contract non-deliverable, improper matched orders, continuous trading, wash sale, spread rumors, spread false information.



本文目錄

第一章 緒論.....	5
第一節 研究動機與問題提出.....	5
第二節 研究範圍及方法.....	8
第三節 論文架構.....	9
第二章 興櫃股票市場制度.....	11
第一節 興櫃股票市場建置之背景.....	11
壹、有價證券「櫃檯買賣」之意義.....	11
貳、櫃檯買賣市場發展沿革.....	13
參、興櫃股票市場之建置過程.....	14
第二節 興櫃股票市場現況.....	16
壹、興櫃股票市場發行規模.....	16
貳、興櫃股票市場交易概況.....	17
第三節 興櫃股票市場與上市（櫃）股票市場差異分析.....	19
壹、興櫃股票與上市（櫃）股票掛牌條件之差異.....	19
貳、興櫃股票與上市（櫃）股票交易方式之差異.....	31
第三章 報價驅動市場特徵及造市商義務內涵.....	61
第一節 興櫃股票交易方式之特徵.....	61
第二節 造市商制度之功能.....	65
壹、造市商市場與委託單市場之差異.....	65
貳、造市商市場之優勢及劣勢.....	66
參、造市商制度之功能.....	69
第三節 興櫃股票造市商之義務內涵.....	71
壹、雙向報價之義務.....	72
貳、連續報價之義務.....	73

參、應買應賣之義務.....	74
肆、對合理價差委託之點選成交義務	74
伍、建立造市部位之義務.....	74
第四節 美國 OTCBB 市場之造市商制度	76
壹、OTCBB 市場之起源	76
貳、OTCBB 市場之發行制度	78
參、OTCBB 市場之交易制度	80
第五節 歐陸 ALTERNEXT 市場之造市商制度.....	87
壹、泛歐交易所及 Alternext 市場之起源	87
貳、Alternext 市場之發行制度	88
參、Alternext 市場之交易制度	96
第六節 英國 AIM 市場之造市商制度	103
壹、AIM 市場之起源.....	103
貳、英國證券市場之發行制度	105
參、AIM 市場之交易制度.....	112
第七節 國內外股票市場造市商義務內涵之比較.....	119
壹、造市商資格.....	119
貳、造市商中途加入、退出規定	120
參、造市商之權利.....	121
肆、造市商之義務.....	122
第八節 小結.....	123
第四章 興櫃股票適用反操縱條款分析	125
第一節 操縱行為之主體.....	127
壹、市場實務見解.....	127

貳、我國學說及司法實務之見解	127
參、推薦證券商是否得為操縱主體	133
第二節 操縱行為之客體	138
壹、興櫃股票是否屬於證券交易法所稱之有價證券	138
貳、興櫃股票是否屬於證券商營業處所買賣有價證券	139
第三節 操縱行為態樣	141
第一款 學說對操縱行為之分類	141
第二款 我國法制對操縱行為之分類	142
第一目 違約不交割	144
壹、目前學說及實務對本款之見解	144
貳、以本款構成要件要素觀察興櫃股票交割方式之特徵	152
參、興櫃股票交易適用本款之疑義	155
肆、本文意見	157
第二目 相對委託	162
壹、目前學說及實務對本款之見解	162
貳、以本款構成要件要素觀察興櫃股票交易方式之特徵	165
參、興櫃股票交易適用本款之疑義	166
肆、本文意見	167
第三目 連續交易	169
壹、目前學說及實務對本款之見解	169
貳、以本款構成要件要素觀察興櫃股票成交方式之特徵	175
參、興櫃股票交易適用本款之疑義	178
肆、本文意見	179
第四目 沖洗買賣	183

壹、目前學說及實務對本款之見解	183
貳、以本款構成要件要素觀察興櫃股票交易方式之特徵	190
參、興櫃股票交易適用本款之疑義	191
肆、本文意見.....	193
第五目 散布流言或不實資料.....	197
壹、目前學說及實務對本款之見解	197
貳、以本款構成要件要素觀察興櫃股票交易方式之特徵	202
參、興櫃股票交易適用本款之疑義	204
肆、本文意見.....	207
第六目 其他操縱市場之行爲.....	209
壹、目前學說及實務對本款之見解	209
貳、本文對興櫃股票交易適用本款之意見	213
第五章 結論.....	216
參考文獻目錄.....	223

第一章 緒論

第一節 研究動機與問題提出

證券市場向來是企業籌集資金的重要管道，因此證券市場常被喻為當地經濟發展的櫥窗。目前我國證券交易市場包括由臺灣證券交易所開設的「集中交易市場」以及由證券櫃檯買賣中心建置的「櫃檯買賣市場」（或稱為「店頭市場」over-the-counter market, OTC market）。集中交易市場及櫃檯買賣市場所提供的各種多元化交易平台，共同構築了目前我國股票次級市場之流通體系。

1990 年代末期即將跨入本世紀之際，由於當時臺灣地區高新科技產業蓬勃發展，部分投資人為期捷足先登，以獲取股票上市（櫃）掛牌後蜜月期間的豐厚利潤，遂出現買賣未上市（櫃）公開發行公司股票之強烈需求。但當時未上市（櫃）公司的股票並無公開、合法之交易場所¹，實務上乃有投資人透過盤商仲介交易未上市（櫃）股票之狀況。因為盤商並不具備證券商資格，其仲介交易未上市（櫃）股票屬於違法行為²。由於盤商係非法仲介交易，自然不敢曝光，以致當時缺乏制度化規範的未上市（櫃）股票交易弊端叢生³。不僅發行公司相關財務、業務資訊不能即時揭露，交易資訊也付之闕如，更嚴重者，盤商操縱股價及詐欺買賣之情事亦時有所聞。證券主管機關為解決上述問題，並服務及保護投資大眾，乃於 2000 年指示證券櫃檯買賣中心研議未上市（櫃）股票交易

¹ 有關盤商仲介交易涉及之相關法制問題，包括：未獲許可而經營證券業務、未經許可而經營證券投資顧問事業、未經核准或申報生效而出售股票、詐欺買賣行為、未經許可而經營類似有價證券集中交易市場業務等。相關議題之討論，請參王文宇，未上（櫃）股票買賣衍生之法制問題，月旦法學，第 59 期，2000 年 4 月，頁 134~139。

² 依證券交易法第 44 條第 1 項後段規定，非證券商不得經營證券業務，盤商因並不具備證券商資格，故其仲介交易未上市（櫃）股票屬於違法行為，應依證券交易法第 174 條第 1 項第 1 款規定處罰。

³ 當時未上市（櫃）股票交易僅得透過盤商仲介交易，有關發行公司財務資訊及股票交易資訊均缺乏具公信力之公開揭示管道，且發行公司與盤商良莠不齊，遂造成假股票、惡意違約或價格不公平等交易糾紛，投資大眾權益缺乏保障。

制度，以將未上市（櫃）股票交易納入制度化管理。證券櫃檯買賣中心受命後擬訂相關方案，另闢股票「登錄」櫃檯買賣之制度，並將登錄至櫃檯市場交易的股票定名為「興櫃股票」。興櫃股票市場之相關規範經主管機關於 2001 年 9 月 28 日核定，市場亦自 2002 年 1 月 2 日起正式運作。

興櫃股票市場為與上市（櫃）股票市場區隔，其制度之設計理念展現在發行面之部分，係採取低度進入門檻及登錄掛牌制度；在交易面之部分則採取造市商制度。興櫃股票之交易方式係由推薦證券商（即興櫃股票之造市商）之報價主導交易進行，屬於報價驅動（Quote-driven）之交易方式，與一般上櫃股票採取「等價交易」及上市股票採取「競價交易」等均屬委託單驅動（Order-driven）之交易方式迥然不同；具體言之，興櫃股票之交易係由推薦證券商之報價（報買及報賣）主導，其重要特徵包括：一、交易雙方當事人當中，必有一方為推薦證券商；二、投資人下單委託時，可以選擇特定之推薦證券商與之成交；三、興櫃股票之成交價格一律為該筆交易投資人下單委託之價格；四、興櫃股票之交割期可訂於成交日（T 日）或於成交日後之第二個營業日（T+2 日）為之；五、興櫃股票之給付結算作業係由證券商依確定成交之資料，自行與他方證券商辦理。凡此，有關興櫃股票交易在成交對象之選擇、成交順序、成交價格決定，乃至於成交後之給付結算作業方式等，均與現行上市（櫃）股票之交易及交割方式具有明顯之差異。

按我國證券交易法第 155 條第 2 項準用同條第 1 項規定之適用結果，「於證券商營業處所買賣有價證券」者，仍應有第 1 項所揭反市場操縱條款之適用。茲有疑義者為：興櫃股票是否屬於「證券商營業處所買賣有價證券」之範疇？若肯定興櫃股票係屬在證券商營業處所買賣之

有價證券，則其特殊之交易及交割方式應如何適用證券交易法第 155 條第 1 項各款之規定？例如：在投資人及推薦證券商雙方議價交易之情況下，一方當事人違約不交割是否有動用刑罰權之必要？又興櫃股票之交割期具彈性，且給付結算作業係由交易雙方證券商自行辦理，一方當事人之違約不交割是否即「足以影響『市場』秩序」？興櫃股票交易在買賣雙方當事人當中，至少有一方必須為推薦證券商之情況下，如何適用「沖洗買賣」或「相對委託」之規定？興櫃股票係以推薦證券商之報買及報賣行為主導交易進行，且每筆交易之成交價格即為投資人限價委託之價格，在此情況下連續交易之「高價」買入或「低價」賣出，應以何等價格為比較基準？又推薦證券商依市場規制履行「連續報價義務」之行為，得否豁免連續交易之罪？另目前學說及司法實務對於「散布流言或不實資料」及「其他影響價格之操縱行為」之見解，適用於興櫃股票之交易，有無扞格之處？

經查美國、英國等先進證券市場之發展實務，其實，報價驅動之交易方式始為各該市場最初之交易方式，甚或仍為今日之主流交易方式；反觀我國，自 1980 年代末期股票交易市場開始蓬勃發展迄今，委託單驅動之交易模式始終為主要的交易方式。有關我國證券交易法上反市場操縱條款之學說及司法實務見解，亦均於委託單驅動交易模式之基礎環境上發展，興櫃股票市場成立迄今雖已 9 年有餘，但相關學說對於興櫃股票市場適用反市場操縱條款之相關議題，則未多所著墨。司法實務就涉及興櫃股票之違反證券交易法案件，雖有起訴書於「犯罪事實」欄內記載行為人「維持○○股票之市場交易價格」、「透過市場操作股價等方式，維持○○公司股價良好之假象」等語；惟對於行為人如何維持股票交易價格、如何操作股價以維持股價良好之假象等情節，則未進一步描述，且

起訴法條並未引用證券交易法第 155 條規定⁴，查第一審法院對本案之判決亦未變更起訴法條⁵。因此興櫃股票之交易如何適用我國證券交易法反市場操縱條款，亦無司法實務之判決先例可循。本文鑒於興櫃股票市場規模已呈穩定成長之勢，不難想像興櫃股票交易與市場操縱行為之間終將有擦出爭議火花之時。本文爰擬藉由「興櫃股票適用我國證券交易法反市場操縱條款」之研究，嘗試釐清若干可能引發之疑義。

第二節 研究範圍及方法

由於證券交易法反市場操縱條款制定當時，國內證券交易市場並無報價驅動之交易模式，且興櫃股票市場成立時間之歷史及其市場規模均不及上市（櫃）股票市場，因此目前以報價驅動交易模式適用反市場操縱條款為核心議題之文獻實屬鳳毛麟角。

本文研究方法乃以比較法學研究之觀點，歸納並分析興櫃股票與上市（櫃）股票交易方式之差異及其癥結所在。另蒐集瀏覽世界各國主要證券市場之交易規制，分析其他採用報價驅動交易模式之先進市場當中有關造市商義務之規範，以掌握造市商義務之核心意涵。進而以造市商義務範圍及報價驅動市場之交易特徵為基礎，逐一檢測興櫃股票適用我國證券交易法第 155 條第 1 項各款規定可能引發之爭議，並提出本文意見。惟囿於語文能力所限，本文所蒐集之資料主要係以中文及英文資料為主。

另因我國學說及司法實務見解，有關一般上市（櫃）股票適用反市場操縱條款之相關文獻已屬蓬勃發展、汗牛充棟。本文礙於撰寫時間及個人學識能力均有未逮，故研究範圍聚焦於興櫃股票如何適用我國證券

⁴ 臺灣臺北地方法院檢察署 96 年度偵字第 19468 號、97 年度偵字第 285 號起訴書。

⁵ 臺灣臺北地方法院 97 年度重訴字第 31 號刑事判決。

交易法反市場操縱條款之議題。至於現行反市場操縱條款之判斷準據，則多係整理自實務見解及各方先進所著文獻，本文除為必要之鋪陳而引用之外，尚未敢多所獻曝。

第三節 論文架構

本文第一章為「緒論」，說明本文之研究動機、問題提出、本文之研究範圍及方法。

第二章為「興櫃股票市場制度」之介紹，本章內容包括興櫃股票市場建置之背景、市場現況及興櫃股票市場與上市（櫃）股票市場之差異分析。期藉由對興櫃股票市場之成立背景及市場現況介紹，描述出興櫃股票市場較清晰之輪廓；並擬藉由與現行上市（櫃）市場發行及交易制度之比較，具體呈現興櫃股票市場「報價驅動（Quote-driven）」交易方式及上市（櫃）股票市場「委託單驅動（Order-driven）」交易方式之關鍵差異所在。

第三章為「報價驅動市場特徵及造市商義務內涵」，本章將分析報價驅動市場特徵及造市商義務內涵，包括我國興櫃股票交易方式之特徵、造市商制度之功能及興櫃股票造市商之義務內涵。並擬與國外性質類似之未上市股票市場，包括美國 OTCBB 市場、歐陸 Alternext 市場及英國 AIM 市場等先進國家性質類似市場進行比較，以考察我國興櫃股票之造市商制度是否偏離先進國家性質類似市場之有關制度。

第四章為「興櫃股票適用反操縱條款分析」，本章將以造市商之義務範圍及報價驅動市場之交易特徵為基礎，逐一檢測興櫃股票適用我國證券交易法第 155 條第 1 項各款規定可能引發之爭議，並提出本文意見。本章首就「操縱主體」及「操縱之客體」進行研究，研究課題主要為「推薦證券商是否得為操縱主體」及「興櫃股票是否得為操縱之客體」；其

後再就第 155 條第 1 項所列各款操縱類型，分目研究興櫃股票適用時所可能產生之疑義，並提出本文之意見。

第五章為「結論」，本章將總結本文前述各章之研究發現，提出研究結論。



第二章 興櫃股票市場制度

第一節 興櫃股票市場建置之背景

壹、有價證券「櫃檯買賣」之意義

目前我國有價證券交易市場（股票部分）包括由臺灣證券交易所開設之「集中交易市場」以及由證券櫃檯買賣中心專責管理之「櫃檯買賣市場」；此參「證券商營業處所買賣有價證券管理辦法」⁶第2條規定：「本辦法所稱證券商營業處所買賣有價證券，指有價證券不在集中交易市場以競價方式買賣，而在證券商專設櫃檯進行之交易行為，簡稱櫃檯買賣」，亦足徵有價證券之「櫃檯買賣市場」乃係相對於「集中交易市場」之概念。權威學者認為我國證券交易法將證券交易市場分為集中市場與店頭市場，分別予以規範，此種分類，係承襲美國而來⁷。

另依「證券商營業處所買賣有價證券管理辦法」第5條第1項規定，有價證券在櫃檯買賣，除政府發行之債券或其他經主管機關指定之有價證券，由主管機關依職權辦理外，其餘由發行人向財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（以下簡稱證券櫃檯買賣中心）申請「上櫃」或「登錄」。可見有價證券申請在櫃檯買賣之型態，係包括申請「上櫃」及申請「登錄」兩種類型⁸。前者，櫃檯買賣標的如為本國企業所發行之有價證券，則應由發行人向證券櫃檯買賣中心申請，證券櫃檯買賣中心依據「審查有價證券上櫃作業程序」⁹審核其是否符合「證券商營業處所買賣

⁶ 2001年9月28日財政部證券暨期貨管理委員會（90）台財證（二）字第160646號令修正發布。

⁷ 賴英照，股市遊戲新規則—最新證券交易法解析，元照出版，2009年10月，頁89。

⁸ 證券商營業處所買賣有價證券管理辦法第5條於2001年9月28日修正前之內容為：

「有價證券在櫃檯買賣，除政府發行之債券或其他經本會指定之有價證券，由本會依職權辦理外，其餘由發行人向證券商同業公會申請之。

公司之股票或債券已在櫃檯買賣者，其發行新股或再發行債券時，除依有關法令規定辦理外，並應於發行三十日內，向證券商同業公會申報之。」

⁹ 2011年3月16日財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證櫃審字第100005567號公告修正。

有價證券審查準則」¹⁰所定上櫃標準。擬櫃檯買賣標的如為外國企業所發行之有價證券者，則由外國發行人及受其委託之代理機構或存託機構申請，證券櫃檯買賣中心依據「審查外國有價證券櫃檯買賣作業程序」¹¹審核其是否符合「外國有價證券櫃檯買賣審查準則」¹²所定上櫃標準。對於前述之上櫃申請案，不論其標的為本國企業或外國企業所發行之有價證券，證券櫃檯買賣中心審核結果認為合於櫃檯買賣者，即應與發行人訂立證券商營業處所買賣有價證券契約（即上櫃契約），並先報經主管機關核准後始得開始為櫃檯買賣¹³。至於後者有關「登錄」為櫃檯買賣之程序，發行人欲申請其股票登錄興櫃者，應依「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」¹⁴規定向證券櫃檯買賣中心申請，經證券櫃檯買賣中心檢查申請書件合於登錄為櫃檯買賣者，於通知發行人並將公司概况資料揭示於該中心網站至少 5 個營業日，即可開始櫃檯買賣。

發行人之股票經證券櫃檯買賣中心同意其登錄為櫃檯買賣者，應與證券櫃檯買賣中心簽訂興櫃股票櫃檯買賣契約。興櫃股票櫃檯買賣契約與上櫃契約不同，前者係由證券櫃檯買賣中心按月彙整後，陳報主管機關備查¹⁵，毋須如後者於開始櫃檯買賣前逐案申報主管機關核准。據上分析，有價證券「櫃檯買賣」之意義，實包括有價證券之「上櫃」及「登錄」兩者；就股票而言，「櫃檯買賣股票」之範圍實包括「上櫃股票」及「興櫃股票」二者。

¹⁰ 2010 年 10 月 19 日財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證櫃監字第 0990201413 號公告修正。

¹¹ 2011 年 5 月 4 日財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證櫃審字第 1000008242 號公告修正。

¹² 同前註。

¹³ 「證券商營業處所買賣有價證券管理辦法」第 9 條第 1 項規定：「證券櫃檯買賣中心認為有價證券合於櫃檯買賣者，應與其發行人訂立證券商營業處所買賣有價證券契約，除申請登錄者外，應先報經本會核准後始得許可為櫃檯買賣。」

¹⁴ 「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」最新條文為 2011 年 3 月 2 日財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證櫃審字第 1000003661 號公告修正。

¹⁵ 參前註「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」第 17 條第 3 項及「證券商營業處所買賣有價證券管理辦法」第 9 條第 2 項規定。

貳、櫃檯買賣市場發展沿革¹⁶

一、早期之櫃檯買賣市場（1949~1987年）

我國證券市場之發展，其實起源於櫃檯買賣市場。1949年政府發行愛國公債、1953年1月為配合實施耕者有其田政策，徵收地主土地，以台泥、台紙、工礦、農林四家公營事業股票補償地主。因地主多半將股票脫手求現，證券交易開始活潑，證券行號應運而生，逐漸形成店頭市場¹⁷，但早期店頭市場缺乏適當管理，致「弊病叢生」¹⁸。其後1962年臺灣證券交易所開業，當時的「證券商管理辦法」係採取強制上市制度；1963年並修正「證券商管理辦法」，嚴格禁止公開上市股票在證交所外為場外交易，店頭市場幾無生存空間，證券市場自此進入集中交易市場的時代¹⁹。嗣於1982年，當時之證券主管機關財政部證券管理委員會訂定「證券商營業處所買賣有價證券管理辦法」²⁰，初期僅限於政府公債、金融債券及國營事業債券之買賣，意即開放「債券」於店頭（證券商營業處所）交易，恢復債券之櫃檯買賣。

二、「櫃檯買賣服務中心」時期之櫃檯買賣市場（1988年~1994年）

1987年初，當時之證券主管機關財政部為便利中小企業籌資及擴大證券市場規模考量，遂指示當時的「證券管理委員會」²¹加速規劃股

¹⁶ 相關文獻，參閱財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心編印，證券櫃檯買賣中心15週年紀念特刊，2009年11月，頁81；賴英照，前揭註7書，頁89~94。

¹⁷ 賴英照，前揭註7書，頁90。

¹⁸ 參閱證券櫃檯買賣中心編印前揭註16特刊，頁82。

¹⁹ 有關我國證券集中市場與店頭市場之發展歷程，請參賴英照，前揭註7書，頁89~94。

²⁰ 1982年8月23日財政部證券管理委員會（71）台財證（三）字第1429號令訂定。

²¹ 今行政院金融監督管理委員會證券暨期貨局前身。有關我國證券主管機關之沿革，首於1960年8月13日行政院台49經字第4497號令核定「經濟部證券管理委員會暫行組織規程」，同年9月1日設置證券管理委員會，隸屬經濟部。其後依國家總動員法第18條規定訂定「證券商管理辦法」，於1961年6月21日由行政院公布施行，以為證券交易法未制定前過渡性準則；該辦法明定主管機關為「經濟部證券管理委員會」，其組織規程由經濟部呈報行政院核定之。嗣於1972年12月11日公布「經濟部證券管理委員會組織條例」，再於1981年7月1日將證券管理委員會改隸財政

票櫃檯買賣市場之設立。1988年由臺北市證券商業同業公會成立「櫃檯買賣服務中心」，辦理證券櫃檯買賣市場之相關業務。然而臺北市證券商業同業公會時期的櫃檯買賣市場發展並未如預期；其因在於交易流程極其不便，造成撮合困難，價格形成亦不透明。由於市場無法發揮提供流動性之功能，致公開發行公司，均視上櫃為畏途。發行市場並無足夠規模，導致投資人參與意願不高。櫃檯買賣之初級市場與次級市場間形成惡性循環，迄1994年累計上櫃公司僅11家。

三、證券櫃檯買賣中心建立之櫃檯買賣市場（1994年11月迄今）

為突破「櫃檯買賣服務中心」績效不彰之僵局，證券商同業公會建議成立財團法人專責櫃檯買賣市場運作，並改進不合時宜之交易方式。主管機關採納此意見後任命20位籌備委員，自1994年7月20日起著手規劃證券櫃檯買賣中心之設立，於同年9月26日完成法人設立登記，11月1日正式接辦櫃檯買賣市場業務。

參、興櫃股票市場之建置過程

1990年代末期，當時未上市（櫃）公司所發行之股票並無公開、合法之交易場所，實務上乃有投資人透過盤商非法仲介交易未上市（櫃）股票之狀況發生。當時缺乏制度化規範的未上市（櫃）股票交易弊端叢

部。1992年7月10日隨著「國外期貨交易法」之公布，並自公布後6個月施行，財政部證券管理委員會自該法施行時，納入期貨交易管理業務。為因應業務需要，於1997年4月完成組織條例修正案立法程序，將名稱改為「財政部證券暨期貨管理委員會」。為因應金融監理一元化，行政院金融監督管理委員會組織法於2003年7月10日經立法院臨時會三讀通過，並於7月23日經總統令公布，該法明定日出條款，自2004年7月1日起施行，行政院金融監督管理委員會於2004年7月1日成立，原財政部保險司、財政部金融局、財政部證券暨期貨管理委員會改隸行政院金融監督管理委員會，分別為金融監督管理委員會保險局、金融監督管理委員會銀行局、金融監督管理委員會證券期貨局。參行政院金融監督管理委員會證券暨期貨局簡介 <http://sfb.fsc.gov.tw/1.asp>，查閱日期：2011年7月5日。

生，不僅發行公司相關財務、業務信息不能即時披露，交易信息也付之闕如，更嚴重者，盤商操縱股價及詐欺買賣之情事亦時有所聞。

行政院為解決前述未上市（櫃）股票交易所衍生之問題，於 2000 年 11 月 17 日行政院財經小組第 10 次會議決議積極建置未上市（櫃）股票交易制度相關規範及配套措施，將該等股票交易納入制度化管理。證券主管機關爰以「將未上市（櫃）股票盤商交易法制化」為政策目標，指示證券櫃檯買賣中心研議未上市（櫃）股票交易制度，以將未上市（櫃）股票交易納入制度化管理。

證券櫃檯買賣中心受命後即積極擬訂建置未上市（櫃）股票交易市場相關方案；其間曾召開多次討論會議，除邀集業者及相關單位舉行座談會外，並考察美國布告欄股票市場（Over-The-Counter Bulletin Board, OTCBB）相關制度，廣泛蒐集業者意見及國內、外市場經驗，作為制度規劃之參考。證券櫃檯買賣中心研議結果，提議於當時上市、上櫃制度之外，另闢股票「登錄」（register）買賣制度，並將登錄至櫃檯市場交易的股票訂名為「興櫃股票」²²。本方案經主管機關核定後，興櫃股票市場於 2002 年 1 月 2 日正式揭幕運作。

²² 參證券櫃檯買賣中心 2001 年 10 月 4 日發布之新聞稿，全文如下：「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心今（四）日下午舉辦『未上市（櫃）股票名稱發表及徵名頒獎典禮』。典禮中由財政部證期會主任委員朱兆銓先生，正式宣布未上市（櫃）股票命名為『興櫃股票（Emerging Stock）』。同時，頒發命名有獎徵答活動特獎、頭獎及二獎之得獎者。

該中心表示『興櫃股票（Emerging Stock）』是參考命名有獎徵答活動之統計結果，並考量未上市（櫃）股票交易制度之特性、股票名稱之代表性及法規用語之適切性等因素，報請主管機關核定之名稱。該名稱有『興盛』、『興旺』之意，讓人一望即知其為『櫃檯買賣』股票，再就其英文名稱來看，亦可適切表達此一『新興』制度之精神所在。」

http://www.gretai.org.tw/ch/about/news/news/news_detail.php，查閱日期：2011 年 3 月 10 日。

第二節 興櫃股票市場現況

證券發行市場之興盛程度與其交易市場之活絡程度，通常為密切相關甚至呈現互為因果之關係。本節謹就興櫃股票發行市場規模及其交易市場概況分別敘述，並與上市及上櫃市場進行比較。

壹、興櫃股票市場發行規模

截至 2011 年 4 月底，興櫃股票掛牌公司為 285 家、上櫃公司為 581 家、上市公司則達 762 家。櫃檯買賣市場（包括上櫃及興櫃）發行公司家數合計 866 家，較集中市場 762 家為多。就掛牌公司家數而言，自 2004 年之後櫃檯買賣市場發行公司合計家數，均已領先集中交易市場，表列說明如下：

年度	櫃檯買賣市場			集中市場 家數
	興櫃家數	上櫃家數	合計家數	
2002	172	384	556	638
2003	245	423	668	669
2004	350	466	816	697
2005	257	503	760	691
2006	230	531	761	688
2007	246	547	793	698
2008	233	539	772	718
2009	223	546	769	741
2010	285	564	849	758
2011/04	285	581	866	762

資料來源：整理自《中華民國》證券暨期貨市場重要指標²³

就掛牌公司之規模而言，截至 2011 年 4 月底，興櫃股票掛牌公司總面值為 3,542.2 億元、上櫃公司總面值為 6,637.9 億元、上市公司總面值則達 5 兆 8,887.6 億元。以掛牌家數平均計算，興櫃股票掛牌公司平均每家面值為 12.4 億元、上櫃公司平均每家面值為 11.4 億元、上市公司平均每家面值則達 77.3 億元。由以上數據觀察，發現興櫃公司與上櫃公司之規模相去不遠，均屬中小型企業，至於上市公司之規模因市場成立期

²³ 行政院金融監督管理委員會證券期貨局編印，《中華民國》證券暨期貨市場重要指標，2011 年 4 月，頁 2、3、8。

間較長，其中不乏資深、大型企業，上市公司之平均規模明顯大於櫃檯買賣市場之發行公司，表列說明如下：

面值單位：新台幣 10 億元

年度	興櫃公司			上櫃公司			上市公司		
	總面值	家數	平均 面值	總面值	家數	平均 面值	總面值	家數	平均 面值
2002	94.39	172	0.55	624.3	384	1.63	4,410.40	638	6.91
2003	258.68	245	1.06	638.11	423	1.51	4,705.51	669	7.03
2004	403.18	350	1.15	615.9	466	1.32	5,031.32	697	7.22
2005	390.04	257	1.52	633.21	503	1.26	5,389.95	691	7.80
2006	332.4	230	1.45	702.42	531	1.32	5,494.93	688	7.99
2007	227.82	246	0.93	679.17	547	1.24	5,558.64	698	7.96
2008	280.5	233	1.20	662.27	539	1.23	5,690.40	718	7.93
2009	288.39	223	1.29	719.43	546	1.32	5,772.90	741	7.79
2010	345.28	285	1.21	655.09	564	1.16	5,927.95	758	7.82
2011/04	354.22	285	1.24	663.79	581	1.14	5888.76	762	7.73

資料來源：整理自《中華民國》證券暨期貨市場重要指標²⁴

貳、興櫃股票市場交易概況

一、興櫃股票及上市（櫃）股票日均值比較

2011 年截至 4 月底，興櫃股票日均值為 12.97 億元，上櫃股票為 211.35 億元，上市股票為 1,222.70 億元，彙總 2002 年興櫃市場成立迄 2011 年 4 月底，有關興櫃股票、上櫃股票及上市股票之日均值變化情形如下表：

²⁴ 同前註。

單位：新台幣億元

年度	興櫃	上櫃	上市
2002	0.77	112.69	882.00
2003	1.24	82.71	816.60
2004	1.68	139.02	955.00
2005	3.49	128.20	761.90
2006	6.42	206.82	963.70
2007	12.85	345.64	1,337.80
2008	3.68	131.95	1,048.80
2009	6.72	208.72	1,182.50
2010	9.49	224.45	1,124.30
2011/04	12.97	211.35	1,222.70

資料來源：整理自《中華民國》證券暨期貨市場重要指標²⁵

二、興櫃股票及上市（櫃）股票市值比較

截至 2011 年 4 月底，興櫃股票掛牌公司總市值為 8,723.1 億元、上櫃公司總市值為 1 兆 9,685.5 億元、上市公司總市值則達 23 兆 9,389.3 億元。興櫃股票掛牌公司平均每家市值為 30.6 億元、上櫃公司平均每家市值為 33.9 億元、上市公司平均每家市值則達 314.2 億元。表列如下：

市值單位：新台幣 10 億元

年度	興櫃公司			上櫃公司			上市公司		
	總市值	家數	平均 市值	總市值	家數	平均 市值	總市值	家數	平均 市值
2002	271.42	172	1.58	862.25	384	2.25	9,094.94	638	14.26
2003	459.11	245	1.87	1,200.78	423	2.84	12,869.10	669	19.24
2004	568.68	350	1.62	1,122.53	466	2.41	13,989.10	697	20.07
2005	740.87	257	2.88	1,312.46	503	2.61	15,633.86	691	22.62
2006	723.4	230	3.15	1,899.45	531	3.58	19,376.98	688	28.16
2007	595.56	246	2.42	1,868.77	547	3.42	21,527.30	698	30.84
2008	242.86	233	1.04	772.11	539	1.43	11,706.53	718	16.30
2009	517.64	223	2.32	1,914.22	546	3.51	21,033.64	741	28.39
2010	808.62	285	2.84	1,984.64	564	3.52	23,811.42	758	31.41
2011/04	872.31	285	3.06	1,968.55	581	3.39	23,938.93	762	31.42

資料來源：整理自《中華民國》證券暨期貨市場重要指標²⁶

²⁵ 行政院金融監督管理委員會證券期貨局編印，前揭註 23 書，頁 25~26。

²⁶ 同前揭註 23。

第三節 興櫃股票市場與上市（櫃）股票市場差異分析

壹、興櫃股票與上市（櫃）股票掛牌條件之差異

為比較分析興櫃股票與上市（櫃）股票掛牌條件之差異，本文將針對一般行業申請其股票上市（櫃）之標準為必要之敘述，至於公營事業、公營事業民營化、科技事業、國家經濟建設之重大事業、獎勵民間參與之國家重大公共建設事業（BOT）、證券業、營建業...等特定行業，以及外國企業來台第一上市（櫃）、第二上市（櫃）等有關特殊行業或外國公司申請股票掛牌之條件，及其與興櫃股票登錄條件之差異，尚非本文之研究課題，爰不予贅述。

一、上市（櫃）股票之掛牌條件

（一）上市股票之掛牌條件

依臺灣證券交易所股份有限公司「有價證券上市審查準則」²⁷相關規定，申請股票上市之發行公司，應符合下列各款條件：

- 1、設立年限：申請上市時已依公司法設立登記屆滿三年以上²⁸。
- 2、資本額：申請上市時之實收資本額達新台幣 6 億元以上者²⁹。
- 3、獲利能力³⁰：其個別及依財務會計準則公報第 7 號規定編製之合併財務報表之營業利益及稅前純益符合下列標準之一，且最近 1 個會計年度決算無累積虧損者。但編有合併財務報表者，其個別財務報表之營業利益得不受限制³¹：

²⁷ 「有價證券上市審查準則」最新條文為 2011 年 3 月 3 日臺灣證券交易所股份有限公司臺證上一字第 1000006314 號公告修正。

²⁸ 前註「有價證券上市審查準則」第 4 條第 1 項第 1 款。

²⁹ 前揭註 27「有價證券上市審查準則」第 4 條第 1 項第 2 款。

³⁰ 前揭註 27「有價證券上市審查準則」第 4 條第 1 項第 3 款規定。

³¹ 合併報表之獲利能力不予考量少數股權純益（損）對其之影響，參前揭註 27「有價證券上市審查準則」第 4 條第 2 項規定。

- (1) 營業利益及稅前純益占年度決算之實收資本額比率，最近 2 個會計年度均達 6% 以上者；或最近 2 個會計年度平均達 6% 以上，且最近 1 個會計年度之獲利能力較前 1 會計年度為佳者。
- (2) 營業利益及稅前純益占年度決算之實收資本額比率，最近 5 個會計年度均達 3% 以上者。
- 4、股權分散：記名股東人數在 1,000 人以上，公司內部人及該等內部人持股逾百分之 50% 之法人以外之記名股東人數不少於 500 人，且其所持股份合計占發行股份總額百分之 20% 以上或滿 1,000 萬股者³²。
- 5、辦理股票集中保管：董事、監察人及持股超過已發行股份總額 10% 之股東，應將其於上市申請書件上所記載之各人個別持股總額之全部³³之股票，扣除供上市公開銷售股數，提交經主管機關核准設立之證券集中保管事業辦理集中保管³⁴。
- 6、於興櫃股票櫃檯買賣滿 6 個月以上：申請本國有價證券上市之發行公司（公營事業及外國企業除外），均應先申請其股票登錄為興櫃股票櫃檯買賣屆滿 6 個月，並完成已公開發行有價證券之無實體登錄相關作業³⁵。
- 7、處理股務機構：申請有價證券上市之發行公司，應設有專業股務代理機構或股務單位辦理股務事宜；辦理股務之人員與設備應符合主管機關所頒之「公開發行股票公司股務處理準則」之規定，且其最近 3 年度不得有受臺灣集中保管結算所股份有限公司（以下簡

³² 前揭註 27 「有價證券上市審查準則」第 4 條第 1 項第 4 款規定。

³³ 且總計不低於臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第 10 條第 2 項規定比率。

³⁴ 前揭註 27 「有價證券上市審查準則」第 10 條第 1 項規定。

³⁵ 前揭註 27 「有價證券上市審查準則」第 2 條之 1 第 1 項規定。

稱集保結算所)查核後，以書面提出改進意見，逾期仍未改善之情事³⁶。

(二) 上櫃股票之掛牌條件

依證券櫃檯買賣中心「證券商營業處所買賣有價證券審查準則」

³⁷第 3 條規定，申請股票在櫃檯買賣之公開發行公司須合於下列條件：

- 1、資本額：實收資本額在新台幣 5,000 萬元以上者，以公司登記（或變更登記）後之證明文件記載之資本額為準。但私募有價證券未經公開發行之股份不列入前開資本額之計算。
- 2、設立年限：依公司法設立登記滿 2 個完整會計年度。
- 3、獲利能力：其個別及依財務會計準則公報第 7 號規定編製之合併財務報表之稅前純益占財務報告所列示股本之比率最近年度達 4% 以上，且其最近 1 會計年度決算無累積虧損者；或最近 2 年度均達 3% 以上者；或最近 2 年度平均達 3% 以上，且最近 1 年度之獲利能力較前 1 年度為佳者。前述合併財務報表之獲利能力不予考量少數股權純益（損）對其之影響。但前揭之稅前純益，於最近 1 會計年度不得低於新台幣 400 萬元。
- 4、股權分散：非內部人相關股東之人數必須達 300 人以上，且小股東所持有股份必須達相當比例。

(1) 非內部人相關股東範圍：係指公司董事、監察人、經理人、持股超過股份總額 10% 之股東及其配偶、未成年子女及前述身分之人合計持股逾 50% 之法人，除外之其他記名股東³⁸。

³⁶ 前揭註 27 「有價證券上市審查準則」第 2 條之 2 第 1 項規定。

³⁷ 「證券商營業處所買賣有價證券審查準則」最新條文為 2010 年 10 月 19 日財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證櫃監字第 0990201413 號公告修正。

³⁸ 同前註「證券商營業處所買賣有價證券審查準則」第 3 條第 1 項第 3 款及第 5 項規定。

(2) 非內部人相關股東之持股比例：非內部人相關股東所持股份總額，合計必須占發行股份總額 20% 以上或逾 1,000 萬股³⁹。

5、辦理股票集中保管：董事、監察人及持有公司已發行股份總數 10% 以上股份之股東，將其持股總額依證券櫃檯買賣中心有關規定辦理集中保管及屆期領回等事宜。就集中保管及屆期領回等事宜之有關規定，由證券櫃檯買賣中心另訂之⁴⁰。

6、證券商書面推薦：經 2 家以上證券商書面推薦，且應指定其中 1 家證券商係主辦推薦證券商。推薦證券商應具備「承銷商」及「自營商」之資格，但推薦其他證券商之股票者，僅需具備證券承銷商之資格⁴¹。

7、處理股務機構：在證券櫃檯買賣中心所在地設有專業股務代理機構或股務單位辦理股務，且本款規定之專業股務代理機構或股務單位，尚必須經集保結算所出具下列證明文件⁴²，以確保其處理股務之能力已具「專業」品質：

(1) 其辦理股務之人員與設備，皆已符合「公開發行股票公司股務處理準則」之規定。

(2) 其最近 3 年度皆無經集保結算所查核後，以書面提出改進意見，逾期仍未改善之情事。

8、於興櫃股票櫃檯買賣滿 6 個月以上：應於興櫃股票市場交易滿 6 個月以上，但主辦推薦證券商倘有異動者，發行人應由新任之主

³⁹ 同前註。

⁴⁰ 櫃檯買賣中心據此訂定「證券商營業處所買賣有價證券審查準則第三條第一項第四款有關規定」，參 2007 年 2 月 14 日財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證櫃審字第 0960004110 號公告。

⁴¹ 前揭註 37「證券商營業處所買賣有價證券審查準則」第 9 條第 1 項規定。

⁴² 前揭註 37「證券商營業處所買賣有價證券審查準則」第 6 條第 4 項規定。

辦推薦證券商進行輔導，且再於興櫃股票櫃檯買賣滿 6 個月以上，始得提出上櫃之申請。

9、無實體發行：募集發行之股票及債券，皆應為全面無實體發行。

二、興櫃股票之掛牌條件

依證券櫃檯買賣中心「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」⁴³第 6 條規定，本國發行人符合下列條件者得申請其股票登錄為櫃檯買賣：

- (一) 為公開發行公司。
- (二) 須已與證券商簽訂輔導契約，所謂「輔導契約」係指發行人與證券商所簽訂，委任證券商規劃其申請上櫃（市）相關事宜之契約⁴⁴。
- (三) 經 2 家以上輔導推薦證券商書面推薦，惟應指定其中 1 家證券商係主辦輔導推薦證券商，餘係協辦輔導推薦證券商，並由主辦輔導推薦證券商檢送最近 1 個月對該公司之「財務業務重大事件檢查表」。

1、本款所稱「輔導推薦證券商」，係指與發行人簽有輔導契約之推薦證券商⁴⁵。輔導推薦證券商，應具備「證券承銷商」、「證券經紀商」及「證券自營商」之資格，並應符合下列條件⁴⁶：

- (1) 為中華民國證券商業同業公會登記之會員。
- (2) 符合證券商管理規則第 23 條之規定：即財務狀況必須符合法令規定，且最近半年內未曾受主管機關依證券交易法第 66 條所為之停業處分⁴⁷。

⁴³ 同前揭註 14。

⁴⁴ 前揭註 14 「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」第 4 條第 1 款規定。

⁴⁵ 前揭註 14 「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」第 4 條第 2 款規定。

⁴⁶ 前揭註 14 「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」第 9 條第 1 項規定。

(3) 依證券商管理規則第 59 條規定之自有資本適足比率達 200% 以上。

(4) 現為與該發行人簽有輔導契約之證券商，且主辦推薦證券商應為主辦輔導證券商。

2、若為「主辦」之輔導推薦證券商，則除了前述輔導推薦證券商應具備之資格外，尚應符合下列條件⁴⁸：

(1) 最近 3 年內曾擔任股票初次申請上市或上櫃，或辦理現金增資、或發行轉換公司債之主辦證券商，案經主管機關核准且已掛牌交易者，合計達 3 件以上；或其承銷部門主管及至少 3 名承銷業務人員具有前述承辦案件之資歷。

(2) 具有合格登記之承銷業務人員達 10 人以上。

3、主辦輔導推薦證券商應逐月依「財務業務重大事件檢查表」所列檢查項目，取具相關資料以執行查核程序，並詳實填具查核結果，連同相關工作底稿彙集成冊⁴⁹。證券櫃檯買賣中心經檢查主辦輔導推薦證券商檢送之「檢查表」載明有重大異常之查核結論者，將退回其申請案⁵⁰。

(四) 在證券櫃檯買賣中心所在地設有專業股務代理機構或股務單位辦理股務，且本款規定之專業股務代理機構或股務單位，尚必須經集保結算所出具下列證明文件⁵¹，以確保其處理股務之能力已具「專業」品質：

⁴⁷ 參證券商管理規則第 23 條，最新條文為 2011 年 1 月 11 日行政院金融監督管理委員會金管證券字第 0990073857 號令修正發布。

⁴⁸ 前揭註 14「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」第 9 條第 2 項規定。

⁴⁹ 前揭註 14「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」第 4 條第 2 款規定。

⁵⁰ 前揭註 14「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」第 19 條規定。

⁵¹ 前揭註 14「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」第 6 條第 4 項規定。

1、其辦理股務之人員與設備，皆已符合「公開發行股票公司股務處理準則」之規定。

2、其最近3年度皆無經集保結算所查核後，以書面提出改進意見，逾期仍未改善之情事。

(五) 發行公司所募集發行之股票及債券，皆應為全面無實體發行。

三、興櫃股票與上市（櫃）股票掛牌條件之差異比較

有關興櫃股票與上市（櫃）股票掛牌條件之差異，表列分析如下：

項目	一般上市股票	一般上櫃股票	興櫃股票	
公司規模	實收資本額新台幣6億元以上	實收資本額新台幣5,000萬元以上	無限制	
設立年限	設立登記滿3年以上	設立登記滿2完整會計年度	無限制	
獲利能力 (百分比乃指稅前純益占財務報告所列示股本之比率)	1.最近1個會計年度決算無累積虧損。 2.個別及合併財務報表之營業利益及稅前純益符合下列標準之一： (1)最近2個會計年度均達6%以上者；或平均達6%以上，且最近1個會計年度之獲利能力較前1會計年度為佳者。 (2)最近5個會計年度均達3%以上者。	1.最近1年度稅前純益不低於新台幣4百萬元。 2.個別及合併財務報表之營業利益及稅前純益符合下列標準之一： (1)最近1年度：達4%，且無累積虧損。 (2)最近2年度：均達3%。 (3)最近2年度：平均達3%，且最近1年度較前1年度為佳。	無限制	
股權分散標準	記名股東人數	1,000人以上	未規定	無限制
	非內部人股東人數	不少於500人	300人以上	無限制
	非內部人股東持股數量	1.占發行股份總額20%以上；或 2.滿1千萬股。	1.占發行股份總額20%以上；或 2.逾1千萬股。	無限制
集中保管	內部人持股應依臺灣證券交易所相關規定送交集中保管，並適用分批領回規定。	內部人持股應依證券櫃檯買賣中心相關規定送交集中保管，並適用分批領回規定。	無限制	

項目	一般上市股票	一般上櫃股票	興櫃股票
推薦證券商家數	未規定	1.須有 2 家以上推薦證券商。 2.須指定其中 1 家為主辦推薦證券商，餘係協辦推薦證券商。	1.須有 2 家以上推薦證券商。 2.須指定其中 1 家為主辦推薦證券商，餘係協辦推薦證券商。 3.主辦輔導推薦證券商應檢送最近 1 個月對該申請公司之「財務業務重大事件檢查表」
推薦證券商資格	未規定	具備證券承銷商及自營商之資格	1.具備證券承銷商、經紀商及自營商之資格 2.為中華民國證券商業同業公會登記之會員 3.財務狀況必須符合法令規定，且最近半年內未曾受主管機關依證券交易法第 66 條所為之停業處分 4.自有資本適足比率達 200 % 以上。 5.與發行人簽有輔導契約之證券商，且主辦推薦證券商應為主辦輔導證券商。 6.主辦之輔導推薦證券商尚應符合下列條件： (1)最近 3 年內曾擔任股票初次申請上市或上櫃，或辦理現金增資、或發行轉換公司債之主辦證券商，案經主管機關核准且已掛牌交易者，合計達 3 件以上；或其承銷部門主管及至少 3 名承銷業務人員具有前述承辦案件之資歷。 (2)具有合格登記之承銷業務人員達 10 人以上。
服務機構	1.在臺灣證券交易所之所在地設有專業股務代理機構或股務單位辦理股務。 2. 服務機構(單位)應符合下列條件： (1) 其辦理股務之人員與設備，皆已符合「公開發行股票公	1.在證券櫃檯買賣中心所在地設有專業股務代理機構或股務單位辦理股務。 2. 服務機構(單位)應符合下列條件： (1) 其辦理股務之人員與設備，皆已符合「公開發行股票公	同左

項目	一般上市股票	一般上櫃股票	興櫃股票
	司股務處理準則」之規定。 (2) 其最近 3 年度皆無經集保結算所查核後，以書面提出改進意見，逾期仍未改善之情事。	司股務處理準則」之規定。 (2) 其最近 3 年度皆無經集保結算所查核後，以書面提出改進意見，逾期仍未改善之情事。	
最低輔導期間	不要求最低輔導期間，惟須於興櫃交易滿 6 個月。	不要求最低輔導期間，惟須於興櫃交易滿 6 個月。	無最低輔導期間要求，但須與證券商簽訂輔導契約，且已檢送 1 個月之檢查表。
無實體發行	申請股票上市時應完成已公開發行有價證券之無實體登錄相關作業。	募集發行之股票及債券，皆應為全面無實體發行。	同左
審查程序	1. 實地審查 2. 經理部門審議 3. 審議委員會審議 4. 董事會核議 5. 報經主管機關核准	1. 實地審查 2. 經理部門審議 3. 審議委員會審議 4. 董事會核議 5. 報經主管機關核准	1. 書面審查 2. 證券商櫃檯櫃買中心內部簽呈核准 3. 報請主管機關備查

依前揭彙總表分析，興櫃股票有關發行公司本身之掛牌條件，諸如公司規模、設立年限、獲利能力、股權分散等條件，均較一般行業申請上市（櫃）之標準為低；至於有關推薦證商家數及其資格之要求，則較申請上市（櫃）之標準嚴格。此乃興櫃股票市場建置之背景使然，因興櫃股票市場建置目的主要在將當時未上市（櫃）股票之交易納入制度化，自然不宜對於發行公司本身之條件設定過高門檻，以儘可能吸納公開發行公司進入市場，否則無法改善盤商非法仲介未上市（櫃）股票交易之現象；再則，因申請公司本身之條件不一，且未經嚴格的審查程序，因此興櫃股票制度引進「推薦證券商」之專家職能，藉由嚴格規範推薦證券商之資格及加強其義務，以確保興櫃股票市場制度順暢運作並保障投資人權益。但有學者認為「證券主管機關對推薦證券商資格加以限制，重大地影響興櫃股票活絡化，致使其有成為冷凍櫃之疑慮」⁵²，

⁵² 林宜男，健全興櫃股票交易機制－推薦證券商資格之鬆綁，國立中正大學法學集刊第 11 期，2003 年 4 月，頁 15。

而主張放寬造市商資格限制⁵³。惟本文認為興櫃股票推薦證券商在發行面及交易面均負有相當程度之義務，為落實興櫃股票推薦證券商之專家職能，似仍有必要對推薦證券商之資格加以限制，以確保興櫃股票市場制度順暢運作並保障投資人權益。

四、興櫃股票推薦證券商在發行面之義務

興櫃股票市場之設計理念係藉重推薦證券商之專家職能，因此興櫃股票推薦證券商在發行面及交易面均負有特定義務，有關其交易面之義務將於比較興櫃股票與上市（櫃）股票交易方式之差異時一併說明，茲先就其發行面之主要義務敘述如下：

- (一) 應認購發行公司一定比例或數量之股份，以備造市之需：依證券櫃檯買賣中心「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」第 8 條規定，發行人申請其股票登錄為櫃檯買賣者，應提出股份由其輔導推薦證券商認購。應提出之股份，除因公股股權轉讓所需且經證券櫃檯買賣中心專案核准者外，原則上為公司擬櫃檯買賣股份總數之 3% 以上且不得低於 50 萬股。但考量發行公司之規模不同，若遇有股本龐大之公司申請登錄興櫃，前述推薦證券商應認購 3% 股份之規定恐會造成其沉重之財務壓力，因此證券櫃檯買賣中心同時規定擬櫃檯買賣股份總數之 3% 若逾 150 萬股者，則應提出 150 萬股以上由輔導推薦證券商認購。有關股份總數之 3% 及 150 萬股乃全體推薦證券商應認購之股份，若有多家輔導推薦證券商參與推薦者，則各應認購 10 萬股以上。又輔導推薦證券商所認購之股份（含其後因盈餘、盈餘公積、資本公積轉增資及現

⁵³ 林宜男，同前註文，頁 39。

金增資等所取得之股份)，輔導推薦證券商不得與發行人、其關係人、其內部人及前揭人員所安排之特定人，有買回或約定於一定期間不得轉讓之協議，其旨在於避免推薦證券商藉由附買回之協議，規避其應自行認購發行公司一定數量股份之義務。

- (二) 不得任意辭任推薦證券商：輔導推薦證券商自其所推薦之股票開始櫃檯買賣之日起 1 年內不得辭任，但辭任後仍有 2 家以上輔導推薦證券商（應含主辦輔導推薦證券商）者，不在此限⁵⁴。因主辦證券商實際擔任輔導發行公司之任務，其對發行公司之狀況知之最稔，本項規定旨在避免推薦證券商將體質不佳的發行公司推薦登錄之後隨即辭任，危害市場投資人權益。

此外，非發行公司之輔導證券商亦得於發行公司股票開始櫃檯買賣屆滿 1 個月後，以書面向證券櫃檯買賣中心申請加入為該股票之推薦證券商，但應持有發行人之股份 3 萬股以上。因中途加入之推薦證券商，其主要功能係參與造市，而非著重於輔導發行公司，因此無須與發行公司簽訂輔導上市（櫃）契約⁵⁵，中途加入推薦之證券商，自證券櫃檯買賣中心同意其加入之日起 6 個月內不得辭任⁵⁶。

- (三) 推薦證券商有異動時，應於 3 日內正式發函檢具相關資料向證券櫃檯買賣中心申報：發行公司登錄興櫃股票櫃檯買賣期間，與該公司簽有輔導契約之證券商，亦需擔任該公司之推薦證券商，即凡是與發行公司簽有輔導契約之證券商均應加入擔任興櫃股票之推薦證券商。主辦輔導推薦證券商於其所推薦之發行公司登錄興

⁵⁴ 前揭註 14「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」第 11 條規定。

⁵⁵ 前揭註 14「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」第 12 條第 1 項、第 9 條第 1 項第 4 款及第 2 項規定。

⁵⁶ 前揭註 14「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」第 12 條第 2 項規定。

櫃股票櫃檯買賣期間，遇有發行公司之輔導推薦證券商異動時，應於 3 日內正式發函檢具相關資料向證券櫃檯買賣中心申報。若主辦之輔導推薦證券商異動時，則應由新任之主辦輔導推薦證券商申報；且該新任之主辦輔導推薦證券商應持有發行公司股份總數 1% 以上股份，若股份總數 1% 超過 50 萬股者，則至少應持有 50 萬股以上⁵⁷。

- (四) 應按月瞭解發行公司之財務、業務狀況，並填製「財務業務重大事件檢查表」⁵⁸：主辦輔導推薦證券商於其所推薦之興櫃股票櫃檯買賣期間，應按月製作「檢查表」並妥善保存，證券櫃檯買賣中心得不定期抽查之。主辦輔導推薦證券商應於每月月底前將發行公司之「檢查表」，透過證券櫃檯買賣中心指定之網際網路資訊申報系統辦理申報。且主辦輔導推薦證券商遇有「檢查表」所列重大事件發生時，應立即透過證券櫃檯買賣中心指定之網際網路資訊申報系統辦理申報，另於申報日起 5 日內完成查核，並向證券櫃檯買賣中心通報查核結果⁵⁹。
- (五) 督促發行公司揭露重大訊息：發行人於發布重大訊息時，應同時副知其輔導推薦證券商，主辦輔導推薦證券商應透過適當管道予以揭露。輔導推薦證券商應注意大眾傳播媒體關於發行人之報導，發現有與事實不符者，應督促其發布重大訊息澄清。另主辦輔導推薦證券商應查核如董事會議事錄等相關資料，發現發行人有應揭露之重大訊息情事者，應督促其發布。發行人受督促卻遲

⁵⁷ 前揭註 14 「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」第 15 條規定。

⁵⁸ 「財務業務重大事件檢查表」格式請參閱證券櫃檯買賣中心網站 ([http://www.gretai.org.tw/ch/regular_emerging/apply_way/application_emerging.php](http://www.gretai.org.tw/ch/regular_emerging/apply_way/application_emerging/application_emerging.php))，查閱日期：2011 年 5 月 1 日。

⁵⁹ 前揭註 14 「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」第 14 條規定。

未發布重大訊息者，主辦輔導推薦證券商應即向證券櫃檯買賣中心通報⁶⁰。

(六)證券櫃檯買賣中心停止興櫃股票之買賣、恢復買賣及終止買賣時，將副知該股票之輔導推薦證券商，輔導推薦證券商應透過適當管道予以揭露⁶¹。

貳、興櫃股票與上市（櫃）股票交易方式之差異

證券交易市場之差異性可由不同面向加以觀察，有以流動性的來源區分，亦有以資訊透明度之高低區分者。因此有謂世界上各證券交易所的主要差異性之一，即為流動性的來源。在報價驅動的市場（quote driven market），是由造市商提供流動性。在委託單驅動的市場（order driven market），是依賴限價單來提供流動性。在混合型市場（hybrid market），則由指定造市會員（specialist）與限價單一同扮演這個角色⁶²。亦有認為市場之差異性僅在於透明度之高低，進而將市場區分為「公開拍賣市場」（Transparent auction）、「集合競價市場」（Batch auction）、「連續競價市場」（Continuous auction）及「造市商市場」（Dealership）等4種不同之市場類型⁶³。本文主要係以流動性來源之不同觀察市場交易機制，因此採納前者之區分方式。

前述委託單驅動市場的主要特點是由市場全體投資者之供需關係主導交易進行，如日本、韓國、新加坡、香港、上海、深圳及我國上市（櫃）股票市場；報價驅動市場的主要特點則是由造市商之報價主導交易，因

⁶⁰ 前揭註 14「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」第 36 條第 4 項及第 5 項規定。

⁶¹ 前揭註 14「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」第 41 條規定。

⁶² 黃寶慧，委託單驅動市場的下單研究，國立中山大學企業管理學系博士論文，2003 年，頁 1。

⁶³ See Marco Pagano and Ailsa Roell, *Transparency and Liquidity: A Comparison of Auction and Dealer Markets with Informed Trading*, *The Journal of Finance*, Vol LI, No. 2, June 1996, at 582.

此報價驅動市場亦稱之為造市商市場。例如美國的 NASDAQ、英國倫敦證券市場及我國興櫃股票市場均是報價驅動市場。惟因委託單驅動市場及報價驅動市場兩者之市場型態各有其優缺點，故先進市場已有兼採委託單驅動及報價驅動之市場型態，此種結合委託單驅動及報價驅動之市場型態稱之為混合市場模型 (Hybrid Market Model)，例如美國 NASDAQ 以往所採行的小額委託自動成交系統 (Small Order Execution System, SOES)⁶⁴ 及倫敦證券交易所的 SETSqx 交易系統 (Stock Exchange Electronic Trading Service – quotes and crosses)⁶⁵。

股票交易制度之設計，必須考量市場各類型投資人不同之特性及交易需求；例如一般自然人與大型機構法人或外國機構法人，其交易時間、交易頻率、交易數量、交易策略等均可能有所不同，故即使在同一證券市場，其交易之方式或交易之系統亦可能趨向多元⁶⁶。另由於我國投資人之結構與外國市場不同，本國自然人（俗稱散戶）之投資比重甚高，依 2011 年 4 月底之統計資料，散戶在集中交易市場之成交金額所占比例達 63.6%、在櫃檯買賣市場更高達 84.4%⁶⁷。由於委託單驅動市場具有處理小額委託較有效率之優勢，因此我國上市（櫃）股票市場衡酌我國市場特性，採取了委託單驅動之交易方式；至於報價驅動市場則具有矯正買

⁶⁴ SOES was first introduced in December 1988 for 25 stocks. The lack of liquidity after the 1987 market crash led NASDAQ to implement a mandatory system (since June 1988) to provide automatic order execution for individual traders with orders less than or equal to 1000 shares. (For stocks with low volume, it may be less than 200 shares). Market makers must accept SOES orders and so this provides excellent liquidity for smaller investors and traders.

See http://en.wikipedia.org/wiki/Small_Order_Execution_System. Last visited on May 30, 2011.

⁶⁵ SETSqx combines a periodic electronic auction book with standalone non-electronic quote driven market making. Uncrossings are scheduled at 8am, 11am, 3pm and 4:35pm. Electronic orders can be named or anonymous and for the indicated securities order book executions will be centrally cleared. See <http://www.londonstockexchange.com/traders-and-brokers/products-services/trading-services/setsqx/setsqx.htm>. Last visited on May 30, 2011.

⁶⁶ 例如我國集中交易市場除競價交易系統外，尚有零股交易、盤後定價、鉅額交易、標購、拍賣等交易系統；櫃檯買賣市場上櫃股票之交易，除等價交易系統外，亦有零股交易、盤後定價、鉅額交易、標購等交易系統。

⁶⁷ 行政院金融監督管理委員會證券期貨局編印，前揭註 23 書，頁 32~33。

賣委託不均衡現象及強化中小型股票的流動性等優勢，因興櫃股票屬於中小型企業之股票市場，故採取造市商報價驅動交易的方式以強化市場流動性。本小節將分別說明我國上市（櫃）股票與興櫃股票交易方式，並分析其差異。

一、上市（櫃）股票之交易方式

依證券交易法第 12 條規定：「本法所稱有價證券集中交易市場，謂證券交易所為供有價證券之競價買賣所開設之市場」，可知我國股票集中市場的交易制度係以「競價買賣」為核心。至於櫃檯買賣市場之交易制度，依證券交易法第 62 條第 2 項授權訂定之「證券商營業處所買賣有價證券管理辦法」第 2 條規定：「...所稱證券商營業處所買賣有價證券，指有價證券不在集中交易市場以競價方式買賣，而在證券商專設櫃檯進行之交易行為，簡稱『櫃檯買賣』」，僅能得知櫃檯買賣係「在證券商專設櫃檯進行之交易行為」，有別於以「競價方式」買賣之集中交易市場，但對於「櫃檯買賣市場」本身之意涵仍缺乏定義或正面描述，且對其成交方式亦未明確規範，致依本辦法之規定尚未能釐清「櫃檯買賣市場」之型態。

經查臺灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心業務相關章則發現，其實上市股票及上櫃股票之交易方式具有高度之雷同，兩者均採委託單驅動的交易模式；至於興櫃股票則採取報價驅動之交易方式，明顯與上市（櫃）股票之交易方式不同。茲先就上市（櫃）股票交易方式敘述之：

（一）上市股票之交易方式⁶⁸

⁶⁸ 本節僅針對上市股票競價交易系統內本國企業普通股股票之一般交易方式論述，有關「盤後定價」、「零股交易」、「鉅額交易」、「拍賣」、「標購」等特殊交易系統及其他非本國企業普

1、交易時間：

(1) 撮合成交時間：原則為上午 9 時至下午 1 時 30 分⁶⁹。

(2) 委託時間：電腦自動交易之買賣申報，得自市場交易時間開始前之 30 分鐘起輸入⁷⁰，按目前集中市場之交易時間係於每營業日上午 9 時開始，故投資人之委託輸入之時間係自上午 8 時 30 分開始迄下午 1 時 30 分交易時間終了為止。

2、交易單位：買賣申報之數量，應為 1 交易單位或其整倍數，每交易單位為 1,000 股⁷¹。

3、每日升降幅度(即買賣申報價格範圍)：除主管機關另有核定者外，股票價格以漲至或跌至前一日收盤價格 7% 為限，即俗稱「漲停」或「跌停」。惟應注意者，升降幅度限度未滿最小升降單位者，按最小升降單位計算，且價格以跌至最小升降單位為限⁷²。

4、升降單位：上市股票申報買賣價格之升降單位係依股票之價格定之，即每股市價未滿 10 元者為 1 分，10 元至未滿 50 元者為 5 分，50 元至未滿 100 元者為 1 角，100 元至未滿 500 元者為五角，500 元至未滿 1,000 元者為 1 元，1,000 元以上者為 5 元。但升降幅度經換算後，未滿 1 分者，以 1 分計，且價格以跌至 1 分為限⁷³。表列如下：

通股股票等特殊商品之交易，請參臺灣證券交易所股份有限公司有關集中市場交易制度之介紹 (<http://www.twse.com.tw/ch/trading/introduce/introduce.php>)，本文不予贅述。

⁶⁹ 參「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」(2011 年 4 月 22 日臺灣證券交易所股份有限公司臺證上一字第 1000012602 號公告修正) 第 3 條規定。

⁷⁰ 前註「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 58 條第 1 項規定。

⁷¹ 前揭註 69「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 60 條第 1 項規定。

⁷² 前揭註 69「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 63 條規定。

⁷³ 前揭註 69「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 62 條規定。

幣值單位：新台幣

價格區間	升降單位
0.01 元 ~未滿 10 元	0.01 元
10 元 ~未滿 50 元	0.05 元
50 元 ~未滿 100 元	0.10 元
100 元 ~未滿 500 元	0.50 元
500 元 ~未滿 1,000 元	1.00 元
1,000 元 以上	5.00 元

5、委託或自營申報買賣之價格、方式及限制：

- (1) 證券商受投資人委託向交易系統申報買賣，必須以「限價」委託之方式為之⁷⁴，委託限當市有效⁷⁵。所謂限價委託，係指委託人限定價格，委託證券商為其申報買賣，其成交價格，於買進時，得在限價或限價以下價格成交；於賣出時，得在其限價或限價以上之價格成交⁷⁶。又，投資人若為法人機構者，可指定漲跌幅範圍之價格區間內，授權證券商代為決定價格及下單時間，此種授權之委託若未特約有效期限者，視為當日有效之委託⁷⁷。
- (2) 自營商買賣價格限制：證券商自營商不得以漲（跌）停價格申報買進（賣出）⁷⁸。
- (3) 買賣申報之變更：投資人變更買賣申報時，除減少申報數量外，應先撤銷原買賣申報，再重新申報⁷⁹。
- (4) 部分成交之處理：證券商受託及自營申報買賣之數量不能一次全部成交時，其餘量仍依原申報繼續競價⁸⁰。

⁷⁴ 前揭註 69 「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 79 條第 1 項前段規定。

⁷⁵ 前揭註 69 「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 58 條第 1 項規定。

⁷⁶ 前揭註 69 「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 79 條第 3 項規定。

⁷⁷ 前揭註 69 「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 79 條第 1 項後段及第 2 項規定。

⁷⁸ 前揭註 69 「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 99 條第 1 項規定。

⁷⁹ 前揭註 69 「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 58 條第 6 項規定。

6、集合競價成交：

(1) 競價原則：我國集中交易市場採電腦自動交易，無論是開盤前 30 分鐘所累積的委託、盤中或收盤皆採集合競價，撮合後對外揭示之資訊包括「成交價格」、「成交數量」、「未成交之最高 5 檔買進價格及數量」、「未成交之最低 5 檔賣出價格及數量」，惟應注意者為現行揭示的買賣價量資訊係前一盤撮合後未成交的資訊。因此若有投資人之委託為前一盤撮合後所揭露之最佳買進或賣出申報，但因前一盤撮合後至下一盤撮合時，其間隔約 20 秒時間，此時若有其他人委託之價格較該投資人之買進價格高或賣出價格低時，則仍以該其他人之委託優先成交（價格優先原則）。集中交易市場之撮合係依「價格優先」及「時間優先」原則成交，其優先順序說明如下⁸¹：

- 甲、價格優先原則：較高買進申報優先於較低買進申報，較低賣出申報優先於較高賣出申報。同價位之申報，依時間優先原則決定優先順序。
- 乙、時間優先原則：開市前輸入之申報，依電腦隨機排列方式決定優先順序；開市後輸入之申報，依輸入時序決定優先順序。

(2) 成交價格決定原則⁸²：

- 甲、以滿足最大成交量之價格為成交價，高於決定價格之買進申報與低於決定價格之賣出申報須全部滿足。即「以漲跌停範圍內可滿足最大成交量之集合競價決定成交價」⁸³。

⁸⁰ 前揭註 69「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 66 條規定。

⁸¹ 前揭註 69「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 58 條之 2 規定。

⁸² 前揭註 69「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 58 條之 3 第 1 項規定。

⁸³ 參臺灣證券交易所股份有限公司 2002 年 5 月 8 日(91)台證交字第 200652 號公告公告事項二、(一)「二 本公司有價證券集中交易市場競價制度調整方案如下：

乙、決定價格之買進申報與賣出申報至少一方須全部滿足。

丙、合乎前二款原則之價位有二個以上時，採接近當市最近一次成交價格之價位，如當市尚無成交價格者，採接近「當市開盤競價基準」⁸⁴之價位。

7、收盤時之集合競價⁸⁵：為使收盤價格之形成更合理，避免拉尾盤之操縱情事，故自下午 1 時 25 分起至下午 1 時 30 分之間，計 5 分鐘⁸⁶，暫停執行撮合作業。但電腦仍持續接受買賣申報輸入、改量及取消作業，直至下午 1 時 30 分停止接受投資人委託後，再依集合競價原則執行撮合（當市最後一盤撮合）並決定收盤價格。此際若無任何買賣申報得以成交時，則以當日最後一次成交價格作為收盤價⁸⁷；若當日均無成交者，則無收盤價⁸⁸。

8、盤中瞬間價格穩定措施⁸⁹：

(1) 作業原則：所稱瞬間價格穩定措施，即於開盤價格產生後，每盤撮合前將依集合競價規則試算撮合成交價格，試算所得之成交價格若超過前一次成交價格上、下 3.5% 時，則暫不撮合，延

(一) 撮合取消兩檔限制：由現行開盤後於揭示買進價與揭示賣出價之範圍內，以滿足最大成交量之價格作為成交價之競價方式，改為以漲跌停範圍內可滿足最大成交量之集合競價決定成交價」。

⁸⁴ 前揭註 69「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 58 條之 3 第 2 項前段規定，所稱當市開盤競價基準，係採前一日之收盤價格，如前一日無收盤價格，採最近一日之收盤價格。

⁸⁵ 前揭註 69「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 58 條之 3 第 3 項後段及第 5 項規定。

⁸⁶ 參臺灣證券交易所股份有限公司 2002 年 5 月 8 日(91)台證交字第 200652 號公告公告事項二、(三)：「(三) 收盤價改採五分鐘集合競價：由現行每日下午一時三十分以最後一筆成交價作為收盤價之方式，改自下午一時二十五分起至下午一時三十分止，電腦持續接受買賣申報之輸入、變更及取消而不執行撮合，至下午一時三十分以漲跌停範圍內可滿足最大成交量之價格決定收盤價。針對個股收盤五分鐘集合競價結果，若無任何買賣申報得以成交時，則以當日最後一筆交易價格作為收盤價，若當日亦無交易產生時，則同現行方式該個股當日無收盤價。」

⁸⁷ 前揭註 69「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 58 條之 3 第 3 項後段。

⁸⁸ 同前揭註 86。

⁸⁹ 前揭註 69「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 58 條之 3 第 4 項及第 5 項規定。

緩該盤撮合 2 至 3 分鐘⁹⁰。於暫緩撮合時段仍持續接受投資人買賣之輸入、取消及改量等作業，此項措施之目的在藉此接收更多委託，以再次決定更合理之成交價格。待暫緩撮合時間結束後，再依前述集合競價之成交價格決定原則撮合成交，此時撮合結果之成交價格與前一次成交價相較，即使大於 3.5% 亦不再連續執行暫緩撮合。

(2) 盤中瞬間價格穩定措施之例外情形⁹¹：

- 甲、決定當市開盤價格時（即當市第一盤）：有價證券的開盤價格係當市第一筆成交價格，一般自上午 8 時 30 分起證券商開始輸入委託，至上午 9 時決定開盤價格時，已累積 30 分鐘買賣委託，故不執行瞬間價格穩定措施，而直接於漲跌幅範圍內，以滿足最大成交量的價位成交。
- 乙、收市前 10 分鐘：配合收盤採 5 分鐘集合競價，即已於收市前 5 分鐘暫停撮合，以收集更多委託後再依集合競價決定收盤價，為避免於收盤前執行瞬間價格穩定措施致影響收盤時間與作業，造成證券商及投資人困擾，故於收盤前 10 分鐘內不執行本項措施。

⁹⁰ 但初次上市普通股採無升降幅度限制期間，及依臺灣證券交易所章則規定施以延長撮合間隔時間之有價證券，及當市開盤競價基準低於一定價格者，則不適用瞬間價格穩定措施。參前揭註 69「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 58 條之 3 第 4 項但書規定。

⁹¹ 參臺灣證券交易所股份有限公司 2002 年 5 月 8 日(91)台證交字第 200652 號公告公告事項二、(二)：「(二) 盤中採取瞬間價格穩定措施：針對有價證券於盤中交易階段（自開盤後至下午一時二十分止之時段），如電腦依集合競價價格決定原則，試算每盤撮合成交價格劇烈波動，逾最近一次成交價格上、下一定幅度（超過百分之三點五）時，則延緩該次撮合一段時間（約二至三分鐘），再依電腦循環順序予以撮合。惟如依本公司章則規定公告予以延長撮合間隔時間為五分鐘或十分鐘之有價證券，及當日開盤競價基準為一元以下（含一元）者，將不予執行瞬間價格穩定措施。上述執行延緩撮合時間內，仍繼續接受買賣申報之輸入、取消及變更作業，並對市場揭露延緩撮合之訊息及最近一筆成交價格、累計成交股數，待時間結束，則不再檢查價格波動幅度，而逕以集合競價方式撮合成交」。

丙、開盤競價基準為 1 元以下之證券：目前交易價格之最低升降單位為 0.01 元，為避免動輒即須執行瞬間價格穩定措施、影響撮合效率故規定低價股不適用本項措施。

丁、處置證券或變更交易證券採分盤集合競價者：因該證券已經處以延長每盤撮合間隔時間為 10 分鐘至 30 分鐘不等，較其他有價證券之撮合間隔時間長，投資人已有較多充裕時間進行下單決策，故無執行本項措施之必要。

戊、認購（售）權證及認股權憑證：此等商品之價格波動係反映標的證券之當市價格，且其每日升降幅度並非如一般股票固定為 7%，而係以標的證券之漲跌幅度為計算基礎，甚至可能為數倍，為符合該商品交易之特性，故不執行本項措施。

己、適用新上市首 5 日無漲跌幅度限制之股票：為使初次上市普通股票價格能充分反應其合理價值，故初次上市普通股票自上市日起 5 個交易日內，其成交價格之升降幅度並無漲跌幅限制⁹²，故無須實施盤中瞬間價格穩定措施。

9、揭露未成交買賣委託價量資訊⁹³：每盤撮合後，揭露未成交最高 5 檔買進申報價格與其張數，最低 5 檔賣出申報價格與其張數，提供投資人更充分的資訊作為買賣決策參考。

10、結算交割⁹⁴：

⁹² 前揭註 69「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 63 條第 2 項規定。

⁹³ 參臺灣證券交易所股份有限公司 2002 年 5 月 8 日(91)台證交字第 200652 號公告公告事項二、(四)：「(四) 揭露最佳五檔買賣價量（配合相關電腦系統修改之作業時間，初期先行揭露最佳一檔買賣價量）：取消現行於撮合後就成交價或揭示價上、下二個升降單位範圍內，揭示未成交最佳一檔買進價格及賣出價格之方式，改為揭示未成交之最高一檔買進及最低一檔賣出申報價格與張數之資訊。基於揭露最佳五檔買賣價量資訊，除本公司交易系統需規劃、設計至測試上線外，資訊公司尚需進行用戶端線路更換或升級，爰現階段先行實施揭露最佳一檔買賣價量。」。

⁹⁴ 前揭註 69「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 104 條規定。

(1) 作業原則：透過銀行及集保結算所全面以款券劃撥方式辦理交割，投資人對證券商辦理款券交割之時點如下：

甲、買進股票：應付款為成交日後第 2 營業日上午 10 時前交割，應收券為成交日後第 2 營業日上午 11 時後取得。

乙、賣出股票：應付券為成交日後第 2 營業日上午 10 時前交割，應收款為成交日後第 2 營業日上午 11 時後取得。

丙、買進及賣出股票：交割款按應收應付相抵後之餘額結算，券採總額結算，應付款及券為成交日後第 2 營業日上午 10 時前交割，應收款及券則於成交日後第 2 營業日上午 11 時後取得款券。

證券商及證券金融事業對臺灣證券交易所之交割時限如下：

甲、應付之有價證券：成交日後第 2 營業日上午 10 時前。

乙、對應付之價款：成交日後第 2 營業日上午 11 時前。

丙、應收之有價證券：成交日後第 2 營業日上午 11 時後。

丁、應收之價款：成交日後第 2 營業日上午 11 時後。

(2) 交易各方當事人之權利義務關係：臺灣證券交易所對於在集中交易市場所為之買賣，依款券對付原則 (Delivery versus payment, DVP)，辦理集中交割。證券商對其在集中交易市場所為之買賣，對於臺灣證券交易所負有履行交割之義務；臺灣證券交易所於採取多邊餘額交割方式之買賣，負有對待給付之交割義務，即臺灣證券交易所對於上市股票之結算交割，係擔任各證券商及證券金融事業之「共同相對方」 (Central Counterparty, CCP) 角色。臺灣證券交易所對於採取多邊餘額交割方式之買賣，按有價證券、價款應收應付相抵後之餘額，與證券商及證券金融事業辦理交割 (餘額交割)。證券商及證券金融事業就其應付有價證券或

價款，有先為履行之義務，臺灣證券交易所於其履行前，得留置其應收價款及有價證券。

(二) 上櫃股票之交易方式

依證券櫃檯買賣中心「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」規定，上櫃股票之交易方式得採「在證券商營業處所議價」以自營方式為之；或參加證券櫃檯買賣中心股票「等價成交系統」、「鉅額交易系統」、「盤後定價交易系統」及「零股交易系統」以自營或經紀方式為之⁹⁵。前者，「在證券商營業處所議價」之交易方式為傳統店頭市場之議價交易方式；後者為上櫃股票多元化功能的電腦自動成交系統，自營商及經紀商皆可使用該等電腦自動成交系統買賣上櫃股票。惟，前述「鉅額交易系統」、「盤後定價交易系統」、「零股交易系統」乃至「標購系統」，均屬特殊交易功能之系統，尚非本文研究課題；爰謹分就上櫃股票營業處所議價及電腦自動成交系統之交易方式敘述如下：

1、證券商營業處所議價之交易：

目前證券商從事上櫃股票買賣之方式，除於系統內交易外，亦得在營業處所以「自營方式」從事之，但其交易對象以下列範圍為限⁹⁶：

- (1) 與其他證券自營商之買賣：此為自營商間之交易，買賣雙方均必須為證券自營商。

⁹⁵ 證券櫃檯買賣中心「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」（2011年4月29日財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證櫃監字第100008518號公告修正）第32條之1第1款規定。

⁹⁶ 前註「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」第71條第3項。

(2) 與客戶為一次 100 交易單位以上之買賣：此為自營商與客戶之間的交易，惟單筆交易數量須達 100 交易單位（即 10 萬股）以上。

(3) 經紀商以錯帳或違約處理專戶向自營商買進股票：此為自營商與經紀商之間的交易，惟交易事由限於證券經紀商為處理錯帳或違約而與證券自營商進行議價，交易數量則不受限制。

2、電腦自動成交系統之交易：

(1) 撮合成交時間：上午 9 時至下午 1 時 30 分⁹⁷。

(2) 委託時間：實務上亦係自上午 8 時 30 分開始接受買賣申報，迄下午 1 時 30 分交易時間終了為止。輸入方式與集中交易市場之規定相同。

(3) 交易單位：買賣申報之數量，應為 1 交易單位或其整倍數，每交易單位為 1,000 股⁹⁸。

(4) 每日升降幅度（即買賣申報價格範圍）：以漲或跌至當日參考價格 7% 為限⁹⁹。

(5) 升降單位：依證券櫃檯買賣中心業務規規則之有關規定，上櫃股票之升降單位其實與上市股票之規定一致¹⁰⁰。

(6) 委託或自營申報買賣之價格、方式及限制：證券商受託或自營向交易系統申報買賣者，必須以「限價」委託之方式為之¹⁰¹，委託限當市有效¹⁰²。

(7) 交易時間開始前買賣申報之成交方式¹⁰³：

⁹⁷ 前揭註 95 「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」第 40 條第 1 項第 1 款規定。

⁹⁸ 前揭註 95 「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」第 55 條第 1 項規定。

⁹⁹ 前揭註 95 「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」第 55 條第 3 項規定。

¹⁰⁰ 前揭註 95 「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」第 55 條第 2 項規定。

¹⁰¹ 前揭註 95 「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」第 62 條第 2 項第 3 款規定。

¹⁰² 前揭註 95 「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」第 63 條第 3 項前段規定。

上櫃股票於交易時間開始前（即上午9時之前）之買賣申報，係依下列方式成交：

- 甲、高於成交價格之買進申報與低於成交價格之賣出申報須全部滿足。
- 乙、與成交價格相同之一方須全部滿足。
- 丙、合乎前2目之價格有2個以上時，採接近當日參考價格之價格。但與成交價格相同之一方如未全部滿足時，該一方之買賣申報，依電腦隨機方式決定其交易之優先順序。

(8) 交易時間開始後之成交方式¹⁰⁴：

交易時間開始前之買賣申報，按前款所述程序進行成交後，其未成交之買賣申報仍然有效，並依電腦隨機排列順序，併同交易時間開始後再輸入之買賣申報，再依下列規定成交之：

- 甲、按輸入時序，逐筆比較當時之最高買進與最低賣出申報價，當最高買進申報價不小於最低賣出申報價時，其成交價為該2申報價之較早輸入者。
- 乙、經前目成交程序後，如有一方之申報數量未完全成交者，再比較當時之最高買進與最低賣出申報價，當最高買進申報價不小於最低賣出申報價時，其成交價為該2申報價之較早輸入者。
- 丙、重覆前目程序，直至當時之最高買進申報價小於最低賣出申報價或前款該一方之申報數量完全成交為止。

(9) 交易時間結束時之撮合成交方式：於交易時間結束前一段時間彙集所有買賣申報而撮合成交之價格為次日參考價，如未成交時，則以當日交易時間最後一次成交之價格為次日參考價¹⁰⁵。

¹⁰³ 前揭註95「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」第35條第2項第1款規定。

¹⁰⁴ 前揭註95「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」第35條第2項第2款規定。

(10) 揭露未成交買賣委託價量資訊：交易時間內即時揭示成交價格與數量、未成交之最高買進及最低賣出申報價格及數量。但其他買賣申報之價格與數量，證券櫃檯買賣中心得視市場需要為適當揭示¹⁰⁶。

(11) 給付結算作業

依櫃檯買賣中心「櫃檯買賣有價證券給付結算作業要點」¹⁰⁷第 6 點規定，其電腦成交系統之交易採成交日次 2 營業日給付結算者，依款券對付方式及下列規定辦理給付結算作業：

- 甲、證券商對其在櫃檯買賣市場所為之買賣，對於證券櫃檯買賣中心負有履行給付結算之義務；證券櫃檯買賣中心對於採取多邊餘額給付結算方式之買賣，負有對待給付之給付結算義務。
- 乙、證券櫃檯買賣中心對於採取多邊餘額給付結算方式之買賣，按有價證券、價款應收應付相抵後之餘額，與證券商及證券金融事業辦理給付結算。
- 丙、證券商及證券金融事業就其應付有價證券或價款，有先為履行之義務，證券櫃檯買賣中心於其履行前，得留置其應收價款及有價證券。
- 丁、證券商及證券金融事業與證券櫃檯買賣中心間，關於有價證券買賣應收付價款、有價證券之給付結算時限如下：

(甲) 應付證券櫃檯買賣中心之有價證券為成交日後第 2 營業日上午 10 時前。

¹⁰⁵ 前揭註 95「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」第 35 條第 3 項。

¹⁰⁶ 前揭註 95「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」第 35 條第 6 項；按現行實務，有關上櫃股票於交易時間內即時揭示之未成交買賣價格及數量資訊，與集中交易市場同樣揭示最佳 5 檔。

¹⁰⁷ 100 年 4 月 11 日財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證櫃債字第 1000006906 號公告修正。

(乙)應付證券櫃檯買賣中心之價款為成交日後第2營業日上午11時前。

(丙)應收證券櫃檯買賣中心之有價證券為成交日後第2營業日上午11時後。

(丁)應收證券櫃檯買賣中心之價款為成交日後第2營業日上午11時後。

(三) 上市(櫃)股票交易方式之比較

據前述有關上市及上櫃股票交易制度之分析,其實已可證上市及上櫃股票之交易規制具有極高之雷同,另參下列「櫃檯買賣市場與集中市場股票買賣制度比較表」¹⁰⁸,亦可徵此:

項目	集中交易市場(上市股票)	店頭市場(上櫃股票)
管理機構及其組織型態	臺灣證券交易所(股份有限公司)	證券櫃檯買賣中心(財團法人)
交易方式	電腦輔助交易	●等價系統:電腦輔助交易 ●議價方式:自營商營業處所議價
款券劃撥	強制	●等價系統:強制 ●議價方式:自行決定
共同責任制給付結算基金	已成立	已成立
漲跌幅度	7%	7%
撮合原則	集中競價	逐筆最合理價格(接近交易所方式)或議價
最佳五檔價量揭示	有	有
信用交易	有	有
當日資券相抵	有	有
融資比率	六成	五成
融券保證金成數	九成	九成

¹⁰⁸ 資料來源:證券櫃檯買賣中心網站有關股票市場介紹,網址:
http://www.gretai.org.tw/ch/service/sotck_info/comparison/apply_comparison.php?c=02, 查閱日期:
2011年6月1日。

項目	集中交易市場(上市股票)	店頭市場(上櫃股票)
交割時間	成交後第2營業日交割	成交後第2營業日交割
監視制度	已建立	已建立

二、興櫃股票之交易方式

或謂：「未上市且未上櫃之中小型股先天上由於股本小，實質資產較少，且資訊不對稱的情況比較嚴重等問題，以致於其股票交易相對於大型股而言，通常存在低流動性、市場欠缺深度以及波動性較大的現象...為提供未上市且未上櫃之有價證券一個合法的公開報價與交易之場所，使其價格透明化、資訊公開化，以保障投資人權益，避免人為之價格操控，進而提供中小企業與新興產業一個便捷的籌資管道，各國多在集中交易市場與櫃檯買賣之店頭市場外，更設有專供未上市且未上櫃有價證券交易之場所」¹⁰⁹。興櫃股票市場建置之初即已考慮到市場流動性可能偏低之狀況，因此採行造市商報價驅動之交易方式，所謂「造市商」係指以自己之資本承擔即時滿足投資人交易需求此一任務所生風險之個人或法人，而買賣之價差即是投資人與造市商交易之成本¹¹⁰。興櫃股票之推薦證券商，除了在發行面執行其輔導發行公司之職能外，在交易面亦同時須擔任興櫃股票市場之造市商。興櫃股票市場經過9年多之運作，相關交易制度已依市場需要歷經數次調整修訂，本節將針對目前興櫃股票之交易制度及特色論述之。

(一) 興櫃股票之交易方式

¹⁰⁹ 馬黛，建立我國報備股票制度，1998年證券暨期貨市場發展研討會議題四研討資料，1998年12月18日，頁1。

¹¹⁰ See Lucky F. Ackert & Bryan K. Church, *Competitiveness and Price Setting in Dealer Markets*, *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, Third Quarter 1998, at 4. "A market maker is an individual or firm that risks its own capital to provide investors with immediacy of supply and demand. The bid-ask spread represents the cost to investors of transacting with the market maker."

1、交易模式：興櫃股票之櫃檯買賣，得採經紀或自營方式，以議價方法為之¹¹¹，分述如下：

(1) 經紀方式：係指證券經紀商接受客戶委託，將委託資料依規定格式輸入「興櫃股票電腦議價點選系統」，與推薦證券商進行議價買賣之交易方式¹¹²。「興櫃股票電腦議價點選系統」是由證券櫃檯買賣中心建置，供推薦證券商、證券自營商及證券經紀商在其營業處所透過電腦連線申報買賣資料，並提供推薦證券商進行議價點選成交之電腦議價交易系統。該系統包括推薦證券商自行點選成交及電腦輔助自動點選成交功能¹¹³。

(2) 自營方式，則係指推薦證券商不透過興櫃股票電腦議價點選系統，而自行與經紀商或其他自營商所為之議價買賣；或指推薦證券商在其營業處所自行與客戶議價買賣之交易方式¹¹⁴。

2、成交方式：

(1) 營業處所議價：推薦證券商在其營業處所與客戶以議價方式買賣，但其每筆交易之數量應在 10 萬股以上¹¹⁵，交易價格由買賣雙方自行議定，且無漲跌幅之限制¹¹⁶。

(2) 電腦議價：推薦證券商透過「興櫃股票電腦議價點選系統」與受託買賣之證券經紀商或與他證券自營商以議價方式買賣¹¹⁷，成交方式可由推薦證券商自行點選成交，或由電腦輔助點選成交。惟不論其成交方式為何，興櫃股票之成交價一律為投資人之委託

¹¹¹ 參證券櫃檯買賣中心「興櫃股票買賣辦法」（2011年2月11日財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證櫃交字第 1000002423 號公告修正）第 4 條第 1 項

¹¹² 前註「興櫃股票買賣辦法」第 4 條第 2 項。

¹¹³ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 3 條第 3 項，。

¹¹⁴ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 4 條第 2 項。

¹¹⁵ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 22 條第 1 款規定。

¹¹⁶ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 18 條規定。

¹¹⁷ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 22 條第 2 款及第 3 款規定。

價。茲再就興櫃股票電腦議價交易系統之輔助點選成交功能補充說明如下：

甲、輔助點選成交功能：證券自營商及證券經紀商之單筆買賣申報數量為 1,000 股或其整倍數而未逾 10,000 股，且「非屬即時逐筆交割」（即非 T 日交割）之申報者，於其輸入「興櫃股票電腦議價點選系統」超過 30 秒後推薦證券商未自行點選成交時，系統之輔助點選成交功能將自動就該自營或委託申報與「到價」¹¹⁸之推薦證券商之報價，依價格優先及時間優先原則進行自動點選成交¹¹⁹。表列比較推薦證券商自行點選與電腦系統輔助點選之差異如下：

	推薦證券商自行點選	電腦系統輔助點選
點選範圍	已輸入系統之委託單	已到價之小額（1,000 股至 10,000 股）委託且符合下列條件者： 1. 推薦證券商未於 30 秒內自行點選 2. 非零股 3. 非逐筆交割 4. 非指定單
成交順序	由推薦證券商決定，但投資人到價之委託推薦證券商負有 5 分鐘內成交之義務（小額委託且非屬即時逐筆交割或指定交易對象之申報，輸入系統 30 秒後推薦證券商未自行點選成交者，電腦系統將執行輔助點選作業）	依價格優先及時間優先原則
成交價格	被點選之委託單價格	被點選之委託單價格

乙、到價：係指投資人之委託或非推薦之自營商所申報之買進（或賣出）價格達推薦證券商所報賣出（或買進）價格以上（或以

¹¹⁸ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 21 條第 4 項規定。

¹¹⁹ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 3 條第 4 款。

下)之意¹²⁰，因此時交易相對人(投資人或非推薦之自營商)所申報之價格已優於推薦證券商之報價，故推薦證券商負有應買應賣而予點選成交之義務¹²¹。

丙、逐筆交割：由於興櫃股票之交割作業係由臺灣證券集中保管結算所(以下簡稱「集保結算所」)辦理，故證券櫃檯買賣中心對於興櫃股票之給付結算作業僅原則規定交易雙方應於成交日之次2營業日中午12時前完成。依集保結算所「業務操作辦法」相關規定，推薦證券商自行或與他證券商議價買賣興櫃股票成交之交易，雙方應於成交日下午3時前，使用電腦連線將成交序號、買賣帳號、證券代號、成交數額、成交金額、採「逐筆交割」或「餘額交割」等資料通知集保結算所辦理賣出證券之圈存並進行比對，比對發現資料有誤時，通知雙方參加人查明更正¹²²。簡言之，目前興櫃股票之交割期可分為「逐筆交割」及「餘額交割」二種，前者為成交日(T日)之交割，後者為成交日之次2營業日(T+2日)之交割，有關興櫃股票之交割方式，將於以下「給付結算作業方式」再予說明。

3、交易時間：每營業日上午9時至下午3時¹²³。

4、交易單位：興櫃股票之報價單位及最低成交單位均為1股¹²⁴。

5、升降單位：興櫃股票之申報買賣價格之最低單位，不論標的股價之價位，一律為新台幣0.01元¹²⁵。

¹²⁰ 前揭註111「興櫃股票買賣辦法」第21條第4款規定。

¹²¹ 前揭註111「興櫃股票買賣辦法」第21條第1項第5款規定。

¹²² 臺灣集中保管結算所股份有限公司「業務操作辦法」(2010年3月26日臺灣集中保管結算所股份有限公司保結業字第0990029704號公告修正)第61條之4規定。

¹²³ 前揭註111「興櫃股票買賣辦法」第9條規定。

¹²⁴ 前揭註111「興櫃股票買賣辦法」第17條第1項規定。

¹²⁵ 前揭註111「興櫃股票買賣辦法」第17條第2項規定。

- 6、漲跌幅度：興櫃股票並無漲跌幅度之限制¹²⁶。
- 7、撮合週期：興櫃股票係以推薦證券商之報價主導交易，原則上亦由推薦證券商執行點選成交作業，系統僅於例外情況下為輔助點選成交作業，不具備集合競價功能，故無固定撮合週期。
- 8、投資人交易流程：投資人應以限價¹²⁷方式委託下單，證券經紀商接受委託後應將委託資料依規定格式輸入「興櫃股票電腦議價點選系統」¹²⁸，系統將委託資料傳遞至各該股票之推薦證券商，再由推薦證券商點選成交。點選成交後，系統自動對成交雙方執行成交回報，證券經紀商並應將成交訊息回報客戶¹²⁹。
- 9、投資人應簽署興櫃股票風險預告書：因興櫃股票制度係為提供未上市（櫃）股票交易管道，進而協助更多新興企業進入資本市場，登錄條件相對一般上市（櫃）股票較為寬鬆，證券櫃檯買賣中心僅接受登錄，不進行實質審查，故除專業機構投資人之外，一般投資人於初次買賣興櫃股票時，應簽署「興櫃股票風險預告書」¹³⁰，其意在提醒投資人審慎評估本身之財務能力與經濟狀況是否適於投資此種股票，並特別督促投資人於決定是否交易前，應考慮興櫃股票可能具有流通性較差及公司資本額較小、設立時間較短等特性，且無獲利能力等條件之要求…等投資風險。
- 10、不得信用交易：興櫃股票之櫃檯買賣應以現款現貨為之，不得為信用交易¹³¹。

¹²⁶ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 18 條規定。

¹²⁷ 依前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 32 條準用「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」第 62 條第 2 項第 3 款規定。

¹²⁸ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 4 條第 2 項規定。

¹²⁹ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 30 條規定。

¹³⁰ 2008 年 5 月 5 日證券櫃檯買賣中心證櫃審字第 0970009674 號公告修正。

¹³¹ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 6 條規定。

- 11、興櫃股票即時行情之揭示¹³²：目前證券櫃檯買賣中心對興櫃股票之「即時交易行情」揭示之資訊項目包括推薦證券商之「最佳報價資訊」¹³³及「成交資訊」¹³⁴，對於投資人之「最佳委託資訊」則因在現行議價交易制度下，興櫃股票交易之雙方當事人之中必有一方為推薦證券商，投資人與投資人之間不可能相互成交，因此興櫃股票之即時交易行情並未揭示投資人之「最佳委託資訊」。
- 12、給付結算作業方式：興櫃股票之交割作業係由集保結算所辦理，故證券櫃檯買賣中心對於興櫃股票之給付結算作業僅原則性規定交易雙應於成交日之次 2 營業日中午 12 時前完成給付結算¹³⁵；依集保結算所「業務操作辦法」¹³⁶規定，興櫃股票交割方式可分為逐筆交割及餘額交割，逐筆交割期為 T 日，證券商可自行完成款項收付(FOP)，或委託集保結算所代為辦理款項收付(DVP)。餘額交割就款項部分而言，證券商成交日(T日)之應付金額，應於 T+2 日上午 10 時前交付集保結算所；證券商應收之金額，集保結算所於 T+2 日上午 10 時起將款項匯至各證券商之款項給付專戶；就股票而言，集保結算所於 T+1 日依據給付結算報表辦理賣出股票扣帳，並於 T+2 日俟全體應付價款證券商完成給付後，辦理買進股票之撥付。客戶買賣興櫃股票之交割款項可與上市(櫃)股票為淨額結算交割。另基於議價交易精神，客戶與推

¹³² 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 12 條規定。

¹³³ 證券櫃檯買賣中心資訊傳輸系統另提供即時查詢全體推薦證券商買賣報價資料、推薦證券商名稱及聯絡電話之功能。

¹³⁴ 包括「當市最近一筆成交價格」、「當市最近一筆成交數量」、「當市累計成交量」、「加權平均成交價」、「最高成交價」、「最低成交價」及「前日之平均成交價」等資訊。

¹³⁵ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 34 條第 1 項規定。

¹³⁶ 2010 年 3 月 26 日臺灣集中保管結算所股份有限公司保結業字第 0990029704 號公告修正。

薦證券商已成交之交易，可經雙方同意，於成交日系統結帳前，向證券櫃檯買賣中心申報更正錯誤或取消交易¹³⁷。

三、興櫃股票與上市（櫃）股票交易方式之差異分析

我國上市股票、上櫃股票及興櫃股票市場當中，興櫃股票是目前唯一採行議價交易，且係以推薦證券商之報價驅動交易之市場。基於議價市場交易雙方得自由議定交易條件之本質，興櫃股票除了交易模式及成交方式不同於現行上市（櫃）股票所採行電腦自動撮合成交外，其他在交易時間、交易單位、漲跌幅限制、交割週期等，與一般上市（櫃）股票亦有所差異。以下謹以對照表及圖示之方式，就興櫃股票與上市（櫃）股票交易方式之差異，析述之：

（一）興櫃股票與上市（櫃）股票交易制度對照表

項目	興櫃股票	上市（櫃）股票
交易模式	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 電腦議價：電腦點選成交 ✓ 處所議價：推薦證券商營業處所議價 ✓ 無特殊功能交易系統：無鉅額、標購、盤後定價及零股交易系統。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 電腦撮合：自動撮合成交 ✓ 處所議價：自營商營業處所議價（上櫃股票） ✓ 有特殊功能交易系統：有鉅額、標購、盤後定價及零股等個別獨立之交易系統，上市股票另有拍賣系統。
成交方式	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 電腦議價：由推薦證券商執行議價點選成交，或由電腦輔助點選成交 ✓ 營業處所議價：雙方合意，單筆交易數量須在 10 萬股以上。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 電腦交易：價格優先，時間優先之集合競價或逐筆最合理價格成交 ✓ 處所議價：雙方合意，單筆交易數量須在 10 萬股以上。
交易時間	每營業日 09:00 ~ 15:00	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 每營業日 09:00 ~ 13:30 ✓ 處所議價：09:00 ~ 15:00（上櫃股票）
撮合週期	系統不作自動撮合，故無固定撮合時間	固定時間（約 20 秒）撮合一次

¹³⁷ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 14 條規定。

項目	興櫃股票	上市(櫃)股票
漲跌幅度	無限制	7%
交易單位	1 股	1,000 股 (零股系統例外)
委託流程	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 投資人以限價方式委託下單。 ✓ 證券經紀商將委託資料輸入證券櫃檯買賣中心興櫃股票電腦議價點選系統。 ✓ 系統將委託資料傳遞至推薦證券商，由其點選成交。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 投資人以限價方式委託下單。 ✓ 經紀商將委託資料由專線傳送至臺灣證券交易所或證券櫃檯買賣中心電腦主機等待自動撮合成交。
風險預告書	須簽署 (專業機構投資人無須簽署)	無須簽署 (買賣第一上市/櫃股票則應簽署)
成交回報	點選成交後，系統自動對成交雙方執行成交回報，證券經紀商並應將成交訊息回報客戶	成交成交後，電腦自動對成交雙方執行成交回報，證券經紀商並應將成交訊息通知客戶
交割週期	<ul style="list-style-type: none"> ✓ T+2 日餘額交割 ✓ T 日逐筆交割 	T+2 日 (鉅額逐筆交易得約定 T 日交)
給付結算基金	尚未適用	適用
款券劃撥	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 電腦議價：強制 ✓ 處所議價：可自行決定 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 電腦撮合：強制 ✓ 議價方式：可自行決定
給付結算式	集保結算所辦理	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 上市：臺灣證券交易所辦理 ✓ 上櫃：證券櫃檯買賣中心辦理
三大法人	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 自營商：可 ✓ 僑外資：可 ✓ 投信基金：分階段開放 	均可投資
信用交易	不可	符合標準即可
造市義務	有	無
報價數量	2,000 股	不適用
報價價差	5%	不適用
報價性質	確定報價	不適用
報價揭示	最佳報價及數量 (提供全市場報價查詢)	不適用
委託資訊	不對市場揭示	揭示上下 5 檔委託

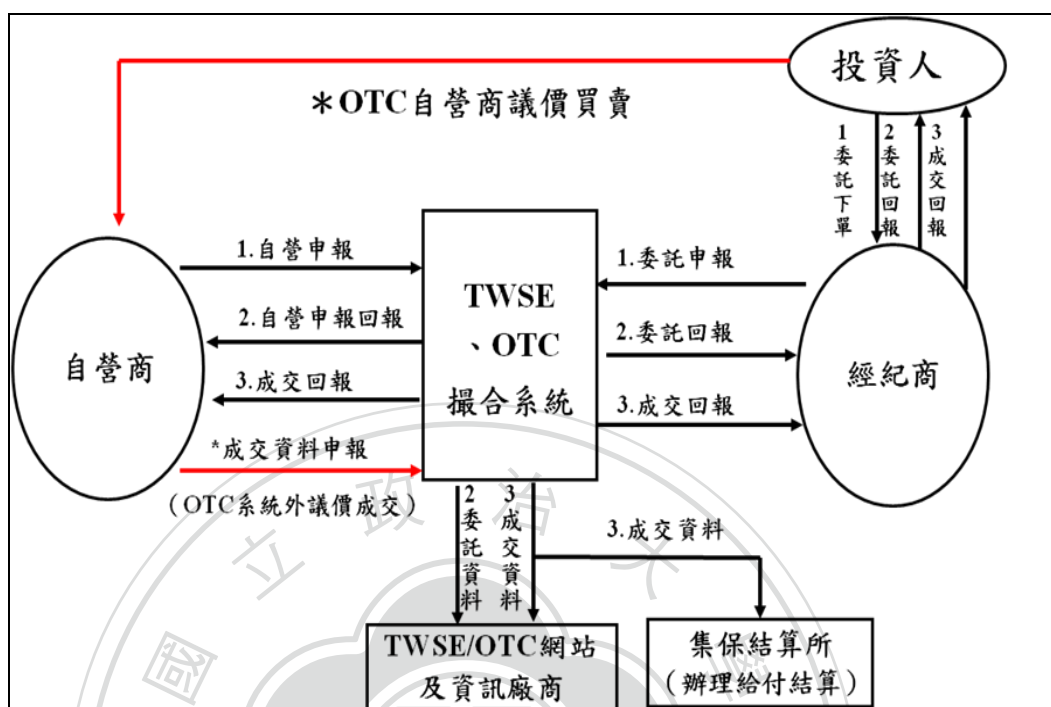
項目	興櫃股票	上市(櫃)股票
手續費費率 (受託買賣)	採上限費率制 (上限為 5‰)	採上限費率制 (上限為 1.425‰)
場外交易	不限制	✓上市：禁止 ✓上櫃：不限制

(二) 興櫃股票與上櫃股票交易系統外議價交易制度對照表

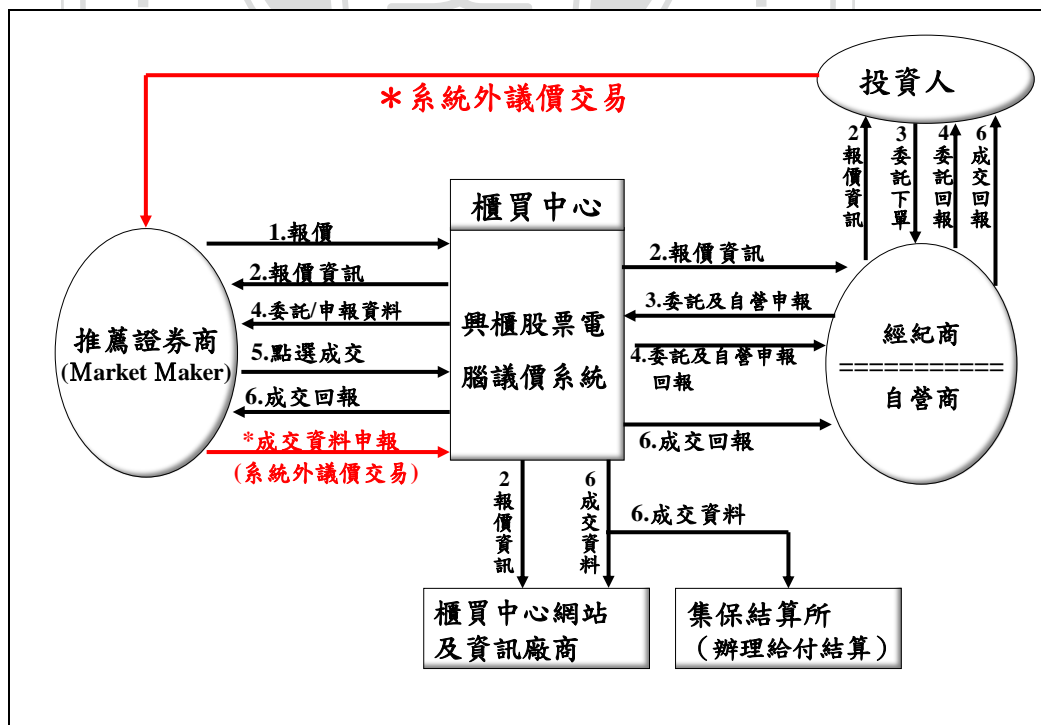
項目	興櫃股票	上櫃股票
交易主體	推薦證券商與其客戶	自營商、客戶、經紀商(限錯帳 違約之補券)
交易標的	自己推薦之興櫃股票	上櫃股票
數量限制	每筆 10 萬股(含)以上	✓自營商、經紀商：不限 ✓客戶：10 萬股(含)以上
成交申報	確定成交後，迅即輸入證券櫃檯 買賣中心資訊系統	確定成交後，迅即輸入證券櫃檯 買賣中心資訊系統
給付結算	✓自行與客戶辦理； ✓或依集保結算所規章辦理	✓自行與客戶辦理； ✓或依集保結算所規章辦理
違約處理	✓客戶違約時得經他方證券商 同意後取消交易 ✓未取消交易者，自負交割責任 再向客戶自行追償	✓不可取消交易 ✓客戶違約，自負交割責任再向 客戶自行追償

(三) 上市 (櫃) 股票及興櫃股票交易流程圖

1、上市 (櫃) 股票交易流程圖



2、興櫃股票交易流程圖



四、興櫃股票推薦證券商在交易面之義務

依前所述，興櫃股票與上市（櫃）股票交易方式最根本之差異，在於市場性質之不同，興櫃股票市場係由推薦證券商報價並由其點選成交主導交易進行之議價市場，此等市場型態稱之為報價驅動市場或造市商市場。造市商之基本任務在於對其所負責造市之金融產品連續報出買價和賣價；並以自有資金及庫存，按其所報出之買價或賣價履行成交義務。在報價驅動市場，交易係於投資人及造市商之間完成，造市商扮演著市場買方及賣方共同交易相對方之角色，因此造市商具有居於買賣雙方之間中介交易之功能，我國興櫃股票市場有關規範亦規定興櫃股票之買賣雙方當事人必有一方為該股票之推薦證券商¹³⁸，符合造市商市場之本質。另因造市商具有居於買賣雙方之間中介交易之功能，故證券商於興櫃股票開始櫃檯買賣後申請加入推薦（即中途加入）者，仍應持有發行人之股份 3 萬股以上¹³⁹，目的即係在提供推薦證券商履行造市義務，以因應中介交易發生賣超時所需要之週轉籌碼。就興櫃股票之交易面而言，推薦證券商係擔任興櫃股票之造市者，因此推薦證券商於興櫃股票交易事項之義務，其實即是其履行造市商任務所應負擔之義務，以下謹依興櫃股票市場之有關規定敘述之：

- （一）報價義務：興櫃股票市場係報價驅動之市場，亦即以推薦證券商之報價主導交易進行之市場，因此推薦證券商必須先為報價以引導興櫃股票交易之進行，有關其報價義務之內涵如下：
- 1、雙向報價：推薦證券商原則上應就其推薦之興櫃股票負「雙向」報價之義務，即必須分別為「買進報價」及「賣出報價」。但例外狀況時，推薦證券商可僅為買進報價；即推薦證券商所持有之

¹³⁸ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 4 條第 1 項規定。

¹³⁹ 前揭註 14「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」第 12 條規定。

興櫃股票不足 2,000 股者，得不負連續「報賣」義務，其目的在避免推薦證券商申報賣出且成交之後無法履行交割義務¹⁴⁰。

- 2、連續報價：推薦證券商於交易時間內應就其所推薦之興櫃股票，持續透過興櫃股票電腦議價點選系統為至少 2,000 股買進及賣出之報價以供應買應賣，如前次報價經取消或其數量經點選成交後已不足 1,000 股者，推薦證券商應於 5 分鐘內重新將報價資料輸入興櫃股票電腦議價點選系統¹⁴¹。亦即推薦證券商每筆報價之最低報價數量為 2,000 股，當其報價數量經成交或取消，以致剩餘報價數量不足 1,000 股時，推薦證券商即應於 5 分鐘內重新報價，新報價之報價數量仍必須為 2,000 股以上。換言之，推薦證券商除具有豁免報價義務之情形外，於興櫃股票交易時間之內必須持續進行報價，同向報價（買進報價與下一次買進報價之間，或賣出報價與下一次賣出報價之間）之猶豫時間為 5 分鐘，此即推薦證券商之連續報價義務。
- 3、報價數量及價差：推薦證券商每筆報價之最低報價數量為 2,000 股¹⁴²以上，且其買進與賣出報價間之差距（spread）不得逾賣出報價之 5%¹⁴³。
- 4、開市前報價及交易時間內連續報價：推薦證券商於每營業日交易時間開始前，應就其所推薦之每檔興櫃股票為報價，交易時間開始後應連續進行報價¹⁴⁴。

¹⁴⁰ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 21 條第 1 項第 3 款。

¹⁴¹ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 21 條第 3 項。

¹⁴² 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 21 條第 1 項第 2 款、第 3 款及同條第 3 項規定。

¹⁴³ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 21 條第 1 項第 2 款及第 3 款規定。

¹⁴⁴ 同前註。

5、報價性質為確定之報價：推薦證券商使用興櫃股票電腦議價點選系統所為之報價一律為「確定報價」，所謂「確定報價」係「參考報價」之相對概念。推薦證券商之報價既為確定之報價，因此推薦證券商應按其所報賣出（或買進）價格及數量對投資人負點選成交義務¹⁴⁵。

（二）點選成交義務：

1、到價點選義務：推薦證券商對於自己推薦之興櫃股票所為之報價，於委託申報價格「到價」時有應買應賣而予點選成交之義務。所謂「到價」，即投資人申報之買進價格高於或等於推薦證券商申報賣出之價格，或投資人申報之賣出價格低於或等於推薦證券商申報買進之價格而言。推薦證券商對於到價之委託，應於相對應之買方（或賣方）申報資料輸入「興櫃股票電腦議價點選系統」時起 5 分鐘內進行點選成交，推薦證券商於到價之數量全部成交前，不得變更報價¹⁴⁶。證券自營商及證券經紀商之單筆買賣申報數量為 1,000 股或其整倍數而未逾 10,000 股，且非屬即時逐筆交割（即非 T 日交割）之申報者，於輸入系統超過 30 秒後推薦證券商仍未自行點選成交者，電腦系統之輔助點選成交功能將會依一定規則自動為推薦證券商點選成交¹⁴⁷。

2、合理價差點選義務：推薦證券商對於其所推薦之興櫃股票，就買進委託與賣出委託間具備一定合理價差時，負有應買應賣之義務。亦即推薦證券商對於相對應之買方及賣方輸入興櫃股票電腦議價點選系統之委託申報價格差距達推薦證券商之興櫃股票議價

¹⁴⁵ 前揭註 111 「興櫃股票買賣辦法」第 10 條第 2 項及第 3 項規定。

¹⁴⁶ 前揭註 111 「興櫃股票買賣辦法」第 21 條第 1 項第 5 款及同條第 4 項規定。

¹⁴⁷ 前揭註 111 「興櫃股票買賣辦法」第 3 條第 4 項規定。

買賣內部作業辦法所訂之價差比率者，在其買進與賣出委託可對應成交之數量範圍內，應分別予以點選成交。規範目的係因推薦證券商為興櫃股票市場買賣雙方之共同交易相對人，具有中介交易之功能，故當市場上對於同一檔興櫃股票分別有買進及賣出之委託或申報，且其間存在合理價差時，推薦證券商即應分別予以成交，分別滿足市場之買方及賣方投資人。又此所謂「合理價差」，係依推薦證券商自行訂定之「興櫃股票議價買賣內部作業辦法」內所載之標準認定之。

(三) 其他義務：

1、持有一定股份之義務：不論原始推薦或中途加入之推薦證券商均應持有發行公司一定比例或數量之股份，以便其造市，其應持有數額如下：

(1) 原始推薦：發行公司申請其股票登錄為櫃檯買賣者，應提出股份由其輔導推薦證券商認購。應提出之股份，原則上為公司擬櫃檯買賣股份總數之 3% 以上且不得低於 50 萬股。擬櫃檯買賣股份總數之 3% 若逾 150 萬股者，則應提出 150 萬股以上由輔導推薦證券商認購。有關股份總數之 3% 及 150 萬股乃全體推薦證券商應認購之股份，若有多家輔導推薦證券商參與推薦者，則各應認購 10 萬股以上¹⁴⁸。

(2) 中途加入之推薦證券商：非發行公司之輔導證券商亦得於發行公司股票開始櫃檯買賣屆滿 1 個月後，加入為該股票之推薦證券商，但應持有發行人之股份 3 萬股以上¹⁴⁹。

¹⁴⁸ 前揭註 111 「興櫃股票買賣辦法」第 8 條規定。

¹⁴⁹ 前揭註 111 「興櫃股票買賣辦法」第 12 條第 1 項規定。

- 2、禁止收取手續費：因為推薦證券商之主要利基係來自於造市所賺取之買賣價差，屬經營自行買賣有價證券業務性質，因此推薦證券商為興櫃股票之應買應賣時，不得向其交易相對人收取手續費¹⁵⁰。
- 3、訂定內部作業辦法：推薦證券商應自行訂定興櫃股票議價買賣之內部作業辦法，作為執行興櫃股票議價買賣作業之依循。該內部作業辦法，應向證券櫃檯買賣中心申報，修正時亦同¹⁵¹。
- 4、依誠信原則經營業務：證券商經營興櫃股票議價買賣業務，應依誠實及信用原則，且各證券商營業處所或所屬網站不得與違法從事仲介未上市（櫃）股票交易之網站連結或策略聯盟，變相為其招攬客戶或媒介客戶與其交易¹⁵²。

¹⁵⁰ 前揭註 14「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」第 26 條規定。

¹⁵¹ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 7 條規定。

¹⁵² 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 8 條規定。

第三章 報價驅動市場特徵及造市商義務內涵

我國興櫃股票市場採用報價驅動之交易方式，與上市（櫃）股票採委託單驅動之交易方式明顯不同；報價驅動制度（造市商市場）之最大優勢在於適時提供市場流動性、維持價格之穩定性及提高交易效率。報價驅動市場既亦稱為造市商市場，顯然造市商在此種交易模式下具有重要功能。

本章將分析我國興櫃股票交易方式之特徵，並與國外先進市場造市商制度的運作規則進行比較，藉此瞭解我國興櫃股票推薦證券商之造市制度是否有悖先進市場實務。

第一節 興櫃股票交易方式之特徵

興櫃股票買賣係藉由推薦證券商報價驅動之交易機制，與上市（櫃）股票市場以委託單驅動之競價自動撮合機制明顯不同，此已於本文第二章比較說明。有關興櫃股票交易與上市（櫃）股票相較，其交易方式之特徵可歸納如下：

- 一、交易雙方當事人，必有一方為推薦證券商：推薦證券商為興櫃股票之造市商，其基本任務在於對所負責造市之興櫃股票連續報出買價和賣價，並以自有資金及庫存持股，按其所報出之買價或賣價履行成交義務。依前所述，造市商具有居於買賣雙方之間中介交易之功能，我國興櫃股票市場交易機制亦明文規範，興櫃股票之買賣雙方當事人必有一方為該股票之推薦證券商，故符合造市商市場之本質。
- 二、成交價格無漲跌幅度限制：議價市場之特色在於買賣雙方當事人除了有決定交易標的、交易數量、交易價格之自由之外，尚有選擇交易對手之自由及決定給付結算方式之自由。因此，興櫃股票之交易制度較上市（櫃）股票之交易方式具有彈性。基於議價市場當事人

有決定交易價格之自由，因此，我國興櫃股票市場並未限制成交價格之漲跌幅度，係我國目前唯一沒有漲跌幅度限制的股票交易市場。

三、成交價為投資人的委託價格：依目前興櫃股票市場交易相關規定，投資人之委託一律為限價委託，委託資料經證券經紀商輸入點選系統後，系統立即將委託訊息傳送至推薦證券商處，推薦證券商僅能就委託單為點選成交與否之決定，並無權修改投資人委託資料之內容，否則將造成推薦證券商變更「原要約」而形成「新的要約」，必須再經原要約人為「承諾」，契約方為成立。另因證券經紀商受託買賣興櫃股票之法律關係亦屬「行紀」之法律關係，故買賣契約係存在於證券經紀商與推薦證券商之間，推薦證券商與投資人間並無契約關係存在。推薦證券商與證券經紀商間若變更投資人原先委託之內容而成立買賣契約，其效果得否歸屬於投資人，便成疑問。

解構目前興櫃股票買賣契約之成立過程，推薦證券商就其推薦之興櫃股票所為之確定報價，在法律上應歸類為一種「要約之誘引（invitation to offer）」，即引誘他方對自己為「要約」之意思表示。當投資人看到推薦證券商之報價後委託證券經紀商申報買賣，證券經紀商依投資人之指示將委託資料輸入「興櫃股票點腦議價點選系統」，該委託資料即為投資人對推薦證券商所為之買賣「要約」，推薦證券商透過點選系統執行點選成交，此一點選之行為即為「承諾」之意思表示，此時雙方意思表示合致，「買賣契約」於焉成立，買賣雙方自契約成立之時起，互負移轉股票或交付股款之義務。因此，目前興櫃股票市場相關規章雖未明文規定興櫃股票成交價格之決定方式，惟依前述之興櫃股票市場之交易方式及流程，應可認定其成交價即為投資人委託價格無誤。

- 四、成交後，仍可於一定期間內申報取消交易：依據證券櫃檯買賣中心「興櫃股票買賣辦法」第 14 條規定，推薦證券商、非推薦之自營商及經紀商均得於「經他方同意後」，於成交當日（T 日）下午 3 時 30 分前向證券櫃檯買賣中心申請改帳；除此之外，證券商自營商或經紀商「賣出」之興櫃股票無法完成興櫃股票給付時，亦得「經他方同意後」於成交日之次一營業日（T+1 日）向證券櫃檯買賣中心申報取消交易。
- 五、不適用「多邊餘額交割」方式：現行上市（櫃）股票係採取多邊餘額交割方式，即由臺灣證券交易所（上市股票部分）及證券櫃檯買賣中心（上櫃股票部分）擔任各證券商及證券金融事業之「共同相對方」（Central Counterparty, CCP）角色。惟興櫃股票之給付結算，係由交易雙方證券商自行完成，並不適用「多邊餘額交割」方式。
- 六、不適用「共同責任制給付結算基金」制度：依「證券櫃檯買賣交易市場共同責任制給付結算基金管理辦法」¹⁵³相關規定，證券商應向證券櫃檯買賣中心繳存「共同責任制給付結算基金」，但其範圍並不包括興櫃股票¹⁵⁴，且動用基金之前提係為「證券商」對「證券櫃檯買賣中心」違背給付結算義務¹⁵⁵。惟依「興櫃股票買賣辦法」第 34 條第 1 項及第 2 項規定，興櫃股票之交易雙方應於成交日之次 2 營業日中午 12 時前，「與他方證券商」完成給付結算（即證券商間自行完成交割）。因此，縱使有證券商未能依規定時限完成給付結算，亦僅係對他方證券商違背給付結算義務而非對證券櫃檯買賣中

¹⁵³ 「證券櫃檯買賣交易市場共同責任制給付結算基金管理辦法」最新條文於 2005 年 10 月 12 日證券櫃檯買賣中心證櫃債字第 0940025790 號公告修正。

¹⁵⁴ 前註「證券櫃檯買賣交易市場共同責任制給付結算基金管理辦法」第 3 條規定。

¹⁵⁵ 前揭註 153「證券櫃檯買賣交易市場共同責任制給付結算基金管理辦法」第 13 條第 1 項規定。

心違背給付結算義務，此與動用「共同責任制給付結算基金」之前提並不相符。

受託買賣興櫃股票之證券經紀商與其客戶間之法律關係，係屬行紀契約之關係。因此倘有投資人違約，受託證券商首先可依改帳或取消交易等方式與他方證券商協商解決；即使協商不成，證券經紀商在行紀法律關係下，仍應先自負給付結算之義務後再向投資人（即委託人）求償。又按集保結算所現行作業，亦係於款或券收迄後，始為對待給付，因此即使有一方證券商未能完成給付結算，仍無法取得他方之對待給付。

基上說明，興櫃股票之給付結算義務係存在於交易雙方證券商之間，任何一方違反給付結算義務，他方僅得自行依法求償，尚無動用「共同責任制給付結算基金」之機制，是其外在變動及影響甚微。

- 七、推薦證券商應連續進行報價：推薦證券商於交易時間內應就其所推薦之興櫃股票，持續透過興櫃股票電腦議價點選系統為至少 2,000 股買進及賣出之報價以供應買應賣，如前次報價經取消或其數量經點選成交後，剩餘報價數量已不足 1,000 股時，推薦證券商應於 5 分鐘內重新進行報價。
- 八、推薦證券商對合理價差之委託單必須予以點選成交：當投資人之「買進委託」與「賣出委託」間具備一定合理價差時，推薦證券商負有分別予以買進及賣出之義務，此係推薦證券商擔任興櫃股票造市商履行其中介交易功能之具體實踐。
- 九、推薦證券商對到價之委託必須予以點選成交：當投資人所申報之買價高於推薦證券商之賣價，或投資人所申報之賣價低於推薦證券商

之買價時，均係屬「到價之委託」，推薦證券商應於其報價數量範圍內履行點選成交義務。

第二節 造市商制度之功能

報價驅動制度與委託單驅動制度係屬性質互異之交易模式，兩種制度各有其優缺點，本節首先將說明造市商市場與委託單市場之差異，其次分析造市商市場之優勢及劣勢，藉由造市商市場之優劣分析，進一步說明造市商制度之功能。爰分就「造市商市場與委託單市場之差異」、「造市商市場之優勢及劣勢」及「造市商制度之功能」敘述如下。

壹、造市商市場與委託單市場之差異

依前所述，報價驅動制度亦稱之為造市商制度，其特徵為造市商就其負責的證券，向投資人報價買入與賣出，投資人可直接或透過經紀商與造市商進行交易。是造市商制度有下列主要的特點：一、所有客戶的委託單都必須由造市商用自己的帳戶買進賣出，客戶之間無法直接進行交易；二、造市商必須在看到委託單前報出買賣價格，而投資人在看到報價後才下委託¹⁵⁶。又委託單驅動制度亦稱競價制度，其特徵是：開市價格由集合競價形成，隨後交易系統對不斷進入的投資者交易指令，按價格優先、時間優先順序，將委託單配對競價成交。從而，報價驅動制度與委託單驅動制度的主要區別如次¹⁵⁷：

¹⁵⁶ 蘇松欽等四人，美日造市商（Market Maker）制度之發展與我國實施可行性之研究，財團法人華民國證券櫃檯買賣中心委託專題研究（2002年10月），頁16~19。

¹⁵⁷ 同前揭註。

- 一、成交價格形成方式不同：造市商制度下，證券的價格是由造市商報出，而委託單驅動制度的證券成交價格則由競價形成。前者成交價格係從交易系統外部輸入，後者成交價格是在交易系統內部生成。
- 二、資訊傳遞之範圍與速度不同：在造市商市場，投資人買賣委託將傳送予造市商，造市商是唯一全面即時知曉買賣資訊的交易商，而成交量與成交價隨後才會傳遞給整個市場。在委託單驅動制度中，買賣價格與成交量幾乎可同步傳遞給整個市場，資訊的傳遞較為即時透明。
- 三、價格與成交量的維護機制不同：在報價驅動制度中，造市商有義務維護交易量與交易價格。而委託單驅動制度則不存在交易量與交易價格的維護機制。
- 四、處理大額委託之能力不同：造市商報價驅動制度能夠有效處理大額委託單，因此適合於機構法人等較大量的買賣單。而在委託單驅動制度中，大額買賣必須要等待交易對手的買賣盤，完成交易常常須等待較長時間。

貳、造市商市場之優勢及劣勢

報價驅動及委託單驅動二者係性質互異之交易模式，故一般而言，造市商報價驅動制度之優勢即為委託單驅動制度之劣勢；反之，造市商報價驅動制度的劣勢亦即為委託單驅動制度之優勢。謹說明造市商制度（報價驅動制度）之優勢及劣勢如下：

一、造市商制度之優勢

- （一）增進大額買賣成交之即時性：投資人可依造市商報價立即進行交易，毋須等待交易對手之委託單，尤其造市商擁有其造市證券之

委託資訊，充分了解市場趨勢，因此其處理大額買賣之即時性，較委託單驅動市場強。

- (二) 降低交易價格波動幅度：委託單驅動交易模式下，成交價格取決於撮合當時市場全體委託單之狀況，故當市場遇有買賣委託不均衡之狀況時，將有成交價格劇烈波動之虞¹⁵⁸。因為當買盤過大時，成交價格容易被推高；反之，賣盤較大時，成交價格則容易被壓低，因而產生價格的劇烈波動。但在造市商制度下，因造市商握有市場委託資訊，可及時與大額委託成交。因而，有認為造市商有為反向交易之義務，以穩定交易價格¹⁵⁹。
- (三) 矯正買賣委託不均衡現象：由於委託單驅動難免發生買賣單不均衡現象，我國集中交易市場為解決此問題即設有「盤中瞬間價格穩定措施」之機制，其目的係藉由暫緩撮合以便接受更多買賣申報，以緩和買賣單不均衡所導致之價格劇烈波動；然在造市商制度下，若有買賣單不均衡情事，造市商基於其中介交易之功能，自可介入其間，扮演交易對手，承接市場上之買單或賣單，此制度便可緩和買賣委託不均衡情況，並可抑制其所導致之價格波動。
- (四) 抑制股價操縱：造市商通常會持有其負責造市證券相當部位，並依市場規範履行其造市職責，此一機制將令意圖操縱市場者有所顧忌，因為其操縱行為有可能係為造市商抬轎，亦有可能使造市商拋售股票與其對作，因此實務認為，造市商制度具有抑制市場操縱作用。

¹⁵⁸ 有謂「買賣盤稍微有點波動，價格馬上就會發生變化，容易引起二級市場股票價格的大起大落」，參金曉斌主持之深圳證券交易所研究報告，創業板制度創新法律研究，2005年4月，頁30。

¹⁵⁹ 金曉斌，同前註書，頁31。

(五) 適時提供市場流動性：由於造市商係擔任市場買賣雙方之共同交易對手，故投資者隨時都可以按照造市商的報價買入或賣出證券，不會因為買賣雙方不均衡（例如市場上只有買方或賣方）而無法交易。特別是中小型股票具有資本額小、流動性不佳的特性，若採用委託單驅動之交易模式，很有可能必須等待交易對手的委託單，而且價格及數量必須合致始能成交，所費時間可能較長，容易導致交投清淡，但若採行報價驅動之交易模式，則因造市商負有報價及成交的義務，可確保相當程度之流動性。

二、造市商制度之劣勢

- (一) 資訊不夠透明：在報價驅動制度下，交易資訊主要集中在造市商手中，以我國興櫃股票市場為例，推薦證券商能看到其推薦股票之全部委託資料，充分掌握市場趨勢；反觀投資人不但無法瞭解市場其他投資人委託狀況，對於推薦證券商更改報價之資訊及推薦證券商點選成交之資訊，亦僅能透過市場即時行情瞭解，資訊取得能力相對落後、被動而居劣勢。
- (二) 增加投資者負擔：造市商承擔造市義務必須投入資金持有部位，具有風險，且必須聘用專門人員負責報價及履行應買應賣義務，此等資金成本及人力成本，造市商勢必要求補償，以我國興櫃股票市場為例，推薦證券商之成本將反映在報買及報賣之價格差距上，而價差即是投資人買賣間之交易成本，因此報價驅動市場其實會增加投資人的交易成本。
- (三) 增加監督管理成本：造市商市場之監理單位必須制定詳細造市商運作規則與監管制度，且須切實監督管理造市商日常之造市活動，此將增加監理單位之成本。

(四) 處理小額委託效率較差：由於造市商制度採取一對一之議價交易方式，每一筆成交均須造市商參與；以興櫃股票市場為例，交易雙方必有一方為推薦證券商，並由推薦證券商負責點選成交，此等交易方式對於大額委託之處理較具效益及彈性，然而對於小額委託，因其無法由電腦系統自動撮合並於交易系統內部生成交易價格(上市櫃股票係以滿足最大成交量之價格為當盤之成交價)，故其於處理大量小額委託之效率即較差。

三、造市商制度優勢及劣勢彙總表

	造市商制度 (報價驅動)	競價制度 (委託單驅動)
優勢	1. 增進大額買賣成交之即時性 2. 降低交易價格波動幅度 3. 矯正買賣委託不均衡現象 4. 抑制股價操縱 5. 適時提供市場流動性	1. 處理小額委託較有效率 2. 交易資訊透明度高 3. 資訊傳遞速度快、範圍廣 4. 交易成本較低
劣勢	1. 缺乏透明度 2. 增加投資者負擔 3. 增加監督管理成本 4. 處理小額委託效率較差	1. 處理大額買賣能力較低 2. 不活絡的股票，其成交量可能繼續萎縮 3. 價格波動性較大

參、造市商制度之功能

自前述造市商制度具有「增進大額買賣成交之即時性」、「降低交易價格波動幅度」、「矯正買賣委託不均衡現象」、「抑制股價操縱」及「適時提供市場流動性」等優點及我國興櫃股票市場實務之實踐情形觀察，謹歸納造市商制度之功能如下：

一、創造市場之功能：造市商市場之交易模式係由造市商之報價主導交易進行，並擔任市場買方及賣方之共同交易對手，若無造市商報價或無造市商之成交行為，交易即無從進行，故造市商於報價驅動市場實具有創造市場之功能。

- 二、活躍市場之功能：當市場買賣單不均衡時，於委託單驅動市場即無從成交，但在報價驅動市場，造市商可掌握市場上所有的委託資料。造市商可依市場趨勢，基於其中介交易之功能介入其間，分別扮演市場買方及賣方之交易對手，故造市商於報價驅動市場實具有活躍市場之功能。
- 三、穩定市場之功能：當股市出現過度投機之情況時，因造市商通常會持有其負責造市證券之相當部位，且依市場規範履行其造市職責，此一機制將令投機者有所顧忌而不敢妄為，因此造市商制度可謂為抑制市場操縱之利器。另因造市商之報價具有價格發現之功能，透過其與投機者之反向操作，當可發揮穩定市場之功能。



第三節 興櫃股票造市商之義務內涵

本文已於第二章針對推薦證券商在興櫃股票發行面及交易面之義務說明，惟我國興櫃股票市場之相關規定，將推薦發行公司登錄之「輔導證券商」以及擔任興櫃股票報價並負應買應賣義務之「造市商」均以「推薦證券商」一詞泛稱之，極容易造成混淆。其實輔導發行公司申請上市（櫃）之證券商與擔任造市職能之證券商範圍未必一致且職責各殊，實應予不同名稱，明確區分較為妥當。

依 NASDAQ 對 Market Makers 之解釋，所謂造市商係指「會員公司以其自有資金、研究、銷售或系統等資源，與他人互相競爭，以購買及出售其所造市之股票。目前有超過 500 家會員公司擔任 NASDAQ 市場之造市商。NASDAQ 與美國其他主要市場之差異，在於 NASDAQ 採行競爭性造市商制度之市場架構。造市商透過買進及賣出報價以吸引客戶；一旦接獲委託單，造市商在幾秒鐘之內，便可與之成交，或為其尋得交易對手」¹⁶⁰。依美國金融業監管機構（Financial Industry Regulatory Authority, FINRA）之解釋則為「造市商係對特定證券持續為買進及賣出之確定報價，並對其公開報價負應買應賣義務之公司。NASDAQ 股票市場係造市商非集中化的交易網絡，NASDAQ 之所有證券均必須透過造市商交易，但造市商僅處理自己客戶或來自其他證券商之委託單，造市商

¹⁶⁰ See <http://www.nasdaq.com/reference/glossary.stm#ixzz0qLFy8xUC>, visited on May 5, 2011.
“The NASD member firms that use their own capital, research, retail and/or systems resources to represent a stock and compete with each other to buy and sell the stocks they represent. There are over 500 member firms that act as NASDAQ Market Makers. One of the major differences between The NASDAQ Stock Market and other major markets in the U.S. is NASDAQ's structure of competing Market Makers. Each Market Maker competes for customer order flow by displaying buy and sell quotations for a guaranteed number of shares. Once an order is received, the Market Maker will immediately purchase for or sell from its own inventory, or seek the other side of the trade until it is executed, often in a matter of seconds.”

亦可能向發行人購入證券後再轉售予其客戶或其他證券商」¹⁶¹。另依倫敦證券交易所市場規則對「造市商」之解釋，係「對於交易所指定之證券進行報價且報價部位不低於規定數量之會員公司」¹⁶²。據此以觀，顯然「報價義務」是為造市商義務之重要內涵。

查我國興櫃股票「推薦證券商」在發行面及交易面所負之諸多義務，其性質並非全然與推薦證券商之造市義務有關，因此我國興櫃股票「推薦證券商」之涵義應較「造市商」之涵義為廣。按本文第二章臚列興櫃股票推薦證券商發行面之義務包括：應認購發行公司一定比例或數量之股份、不得任意辭任推薦證券商、異動時應向證券櫃檯買賣中心申報、應按月瞭解發行公司之財務、業務狀況，並填製檢查表、督促發行公司揭露重大訊息、透過適當管道揭露興櫃股票停止買賣、恢復買賣及終止買賣訊息。交易面之義務則包括：報價義務、點選成交義務、持有發行公司一定數額股份、禁止收取手續費、訂定內部作業辦法及依誠信原則經營業務等。本節謹以興櫃股票推薦證券商之報價義務為起點，探索興櫃股票造市商之義務內涵。

壹、雙向報價之義務

興櫃股票市場係報價驅動之市場，亦即以推薦證券商之報價主導交易進行之市場，因此推薦證券商必須先為報價以引導興櫃股票交易之進行。有關其報價義務，最核心之內涵應為「雙向」報價義務，即推薦證券商必須分別為「買進報價」及「賣出報價」。惟依現行實務，雙向報

¹⁶¹ See <http://www.finra.org/Glossary/P011116>, visited on May 5, 2011.

“A firm that maintains a firm bid and offer price in a given security by standing ready to buy or sell at publicly-quoted prices. The Nasdaq Stock Market is a decentralized network of competitive Market Makers. Market Makers process orders for their own customers, and for other broker-dealers; all Nasdaq securities are traded through Market Maker firms. Market Makers also will buy securities from issuers for resale to customers or other broker-dealers.”

¹⁶² See London Stock Exchange, *Rules of the London Stock Exchange*, effective 15 April 2010, at 12.

“in relation to securities designated by the Exchange, a member firm which is registered as a market maker and is obliged to quote prices in at least the Exchange market size.”

價義務僅為報價義務之原則性規定，例外狀況時，推薦證券商仍可僅為單向報價¹⁶³。謹就有關推薦證券商之雙向報價之義務闡述如下：

一、買進及賣出報價：推薦證券商原則上應就其推薦之興櫃股票負「雙向」報價之義務，即必須分別為「買進報價」及「賣出報價」。但當推薦證券商所持有之興櫃股票不足 2,000 股者，得不負「報賣」義務，其目的在避免推薦證券商申報賣出且成交之後無法履行交割義務。除前述豁免申報賣出報價之情況外，推薦證券商之報價均應包括「買進報價」及「賣出報價」。

二、報價數量之規範：興櫃股票推薦證券商不論於開市前之報價、交易時間內之報價或報價數量經成交、取消後不足 1,000 股時之新增報價，其最低申報數量均應在 2,000 股以上¹⁶⁴。

二、報價價差之規範：興櫃股票推薦證券商不論於開市前之報價或交易時間內之報價，其買進與賣出報價間之差距均不得逾賣出報價之 5%¹⁶⁵。

貳、連續報價之義務

推薦證券商於交易時間內應就其所推薦之興櫃股票，持續透過「興櫃股票電腦議價點選系統」進行報價，當推薦證券商之報價經取消或其數量經點選成交後已不足 1,000 股時，推薦證券商應於 5 分鐘內重新進行報價¹⁶⁶。換言之，推薦證券商除具有前述豁免申報賣出報價義務之情形外，於興櫃股票交易時間內必須持續進行報價，同向報價（即「買進報價」與下一次「買進報價」之間，或「賣出報價」與下一次「賣出報價」間）之猶豫時間為 5 分鐘，此即推薦證券商之連續報價義務。

¹⁶³ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 21 條第 1 項第 3 款。

¹⁶⁴ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 21 條第 1 項第 2 款、第 3 款及同條第 3 項規定。

¹⁶⁵ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 21 條第 1 項第 2 款及第 3 款規定。

¹⁶⁶ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 21 條第 3 項。

參、應買應賣之義務

推薦證券商對於自己推薦之興櫃股票所為之報價，於委託申報價格「到價」時有應買應賣之義務。推薦證券商對於到價之委託，應於相對應之買方（或賣方）輸入興櫃股票電腦議價點選系統時起 5 分鐘內進行點選成交，推薦證券商於到價之數量全部成交前，不得變更報價¹⁶⁷，是即為推薦證券商之應買應賣義務。

肆、對合理價差委託之點選成交義務

推薦證券商對於其所推薦之興櫃股票，就買進委託與賣出委託間具備一定合理價差時，負有應買應賣之義務，此係因推薦證券商為興櫃股票市場買賣雙方之共同交易相對人，具有中介交易之功能，故當市場上對於同一檔興櫃股票分別有買進及賣出之委託或申報，且其間存在「合理價差」時，推薦證券商即應分別予以點選成交。又，此所謂「合理價差」係依推薦證券商自行訂定之「興櫃股票議價買賣內部作業辦法」內所載之標準認定之。有關「合理價差」，因證券櫃檯買賣中心現行報價價差之規定為 5%，故合理價差自當在 5% 以下，目前推薦證券商自行訂定之「興櫃股票議價買賣內部作業辦法」所載合理價差多在 3% 左右。

伍、建立造市部位之義務

依目前興櫃股票市場之規範，不論原始推薦或中途加入之推薦證券商均應持有發行公司一定比例或數量之股份，以便其履行應買應賣義務，其應持有數額如下：

- 一、原始推薦：發行公司申請其股票登錄為櫃檯買賣者，應提出股份由其輔導推薦證券商認購。應提出之股份原則上為公司擬櫃檯買賣股份總數之 3% 以上且不得低於 50 萬股。但發行公司股本可能龐大，

¹⁶⁷ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 21 條第 1 項第 5 款及同條第 4 項規定。

因此若 3% 計算結果逾 150 萬股時，則推薦證券商應認購之數量為 150 萬股。前述 3% 或 150 萬股乃全體推薦證券商應認購之股份總額，多家輔導證券商參與推薦時，則個別推薦證券商應認購之數量為 10 萬股以上¹⁶⁸。

二、中途加入之推薦證券商：非輔導發行公司之證券商亦得於發行公司股票開始櫃檯買賣屆滿一個月後，加入為該股票之推薦證券商，但應持有發行人之股份 3 萬股以上¹⁶⁹。

本文於第二章臚列之各項推薦證券商義務，除前述各項之外，尚包括不得任意辭任推薦證券商、異動時應向證券櫃檯買賣中心申報、應按月瞭解發行公司之財務、業務狀況，並填製檢查表、督促發行公司揭露重大訊息、透過適當管道揭露興櫃股票停止買賣、恢復買賣及終止買賣訊息、禁止收取手續費、訂定內部作業辦法及依誠信原則經營業務等。此等義務固屬興櫃股票「推薦證券商」應遵守之事項，然其本質與造市商之造市行為並無直接關聯，實難包攝於「造市商」義務內涵之中。

我國興櫃股票市場之相關規定，將推薦發行公司登錄之「輔導證券商」以及擔任興櫃股票報價並負應買應賣義務之「造市商」均以「推薦證券商」一詞泛稱之，容易造成混淆。實則，「推薦證券商」應係指推薦發行公司申請股票上櫃或申請股票登錄興櫃之證券商；「輔導證券商」則係與發行公司簽訂上市（櫃）輔導契約，受發行公司委任規劃其申請上市（櫃）相關事宜之證券商；至於依興櫃股票買賣辦法相關規定，對興櫃股票報價並負應買應賣義務之證券商，則稱之為「造市商」較妥。

¹⁶⁸ 前揭註 14 「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」第 8 條規定。

¹⁶⁹ 前揭註 14 「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」第 12 條第 1 項規定。

第四節 美國 OTCBB 市場之造市商制度

壹、OTCBB 市場¹⁷⁰之起源

OTCBB (OTC Bulletin Board) 係一報價平台，功能在顯示店頭市場股權證券 (over-the-counter equity securities) 即時報價 (real-time quotes)、最近成交價格 (last-sale prices) 與交易量資訊 (volume information) 之服務系統。得於 OTCBB 報價之股權證券，一般而言係未在 NASDAQ 市場或全國性證券交易所上市之股權證券，其範圍包括全國性 (national)、地區性 (regional) 或外國之發行權益 (foreign equity issues)、認股權證 (warrants)、基金受益單位 (units)、美國存託憑證 (American Depositary Receipts, ADRs) 以及直接參與計畫 (Direct Participation Programs, DPPs)¹⁷¹。

1990 年 OTCBB 市場開始運作，起初僅為一個試驗性質 (a pilot basis) 之市場，其設置目的在於藉由市場結構之變革使 OTC 股票市場更趨透明化。OTCBB 成立之法源為 1990 年的潘尼股票改革法 (Penny Stock Reform Act of 1990)，該法案要求 (mandated) 美國證券管理委員會 (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC) 應建立一個符合 1934 年證券交易法第 17 條 B 項規定之電子系統，以因應市場投資大眾獲取未上市股票公開報價及成交價量資訊之需求。自 1993 年 12 月起，證券公司被要求在交易完成後的 90 秒內透過自動確認交易系統 (Automated Confirmation Transaction Service, ACTSM)¹⁷² 回報交易資料。1997 年 4 月，美國證券管理委員會核准 OTCBB 在修正相關制度後，得於永久性的基礎上 (a

¹⁷⁰ 有認為「OTCBB 是一個揭示證券價格之電子報價服務系統，其非屬 NASDAQ 下之一個交易市場；主要功能係為造市商們提供一個其所經銷造市證券之即時報價服務，嚴格而論 OTCBB 並非一個交易市場」，參林宜男，前揭註 52 文，頁 26。

¹⁷¹ See <http://www.otcbb.com/aboutOTCBB/overview.stm#abouthistory>, visited on May 5, 2011.

¹⁷² See <http://www.finra.org/Glossary/#ACTFull>, visited on May 5, 2011. "NASDAQ service that allows parties to a telephone negotiation to speed the steps involved in completing a transaction."

permanent basis) 進行運作¹⁷³，此意謂 OTCBB 正式脫離試驗階段成為常設性之市場。同年 5 月，DPPs 取得在 OTCBB 市場報價之資格。1998 年 4 月，在美國證券管理委員會註冊之所有外國有價證券及 ADRs 均得以在 OTCBB 顯示即時報價 (real-time quotes)、最近成交價格 (last-sale prices) 與交易量資訊 (volume information)。美國證券管理委員會為了進一步提高市場透明度和減少市場欺詐行為，於 1999 年 1 月 4 日制定 OTCBB 報價資格規則 (OTCBB Eligibility Rule)，要求凡是在 OTCBB 報價之證券均應向證券交易委員會、銀行業或保險業管理機構申報財務季報和年報，並得將此資訊經由「電子資料收集、分析及查詢系統」(Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval, EDGAR) 向投資大眾公開。報價資格規則實施前已在 OTCBB 報價而未提供報告的公司，則被要求以一年的緩衝期進行調整，即自 2000 年 7 月 1 日起所有在 OTCBB 報價交易的公司，均必須完全揭露當前財務資訊以符合「OTCBB 報價資格規則」之規定。OTCBB 經於 1999 年 7 月 1 日至 2000 年 6 月 22 日期間，逐一檢視 5,601 家掛牌公司，其中有 2,414 家合格，得繼續於 OTCBB 報價，其餘 3,187 家則由於逾期未申報而遭終止在 OTCBB 交易¹⁷⁴。

前述報價資格規則 (OTCBB Eligibility Rule) 旨在保護投資者權益，確保投資大眾於投資 OTCBB 股票時得以獲取發行公司最新之財務資訊。NASDAQ 將持續監督發行公司之申報狀況，發行公司倘有違規情事，NASDAQ 將會在其有價證券交易代碼加註「E」的字母，直至發行公司改善為止。若於 30 天內 (或 60 天內，非向美國證券管理委員會而

¹⁷³ Supra note 171.

¹⁷⁴ <http://www.otcbb.com/news/eligibilityrule/ercomplete.stm>, visited on May 10, 2011.

係應向其他監理機構申報者) NASDAQ 仍未獲得違規公司已補正缺失之通知，則該有價證券將被終止在 OTCBB 買賣¹⁷⁵。

貳、OTCBB 市場之發行制度

一、登錄條件

OTCBB 主要係為提供無法正式在美國上市掛牌之公司能有合法、良好之交易管道，以藉此提高該公司股票之流通性及知名度，故 OTCBB 監理當局對於申請報價之發行公司，在設立年限與財務狀況並未要求須達一定標準¹⁷⁶。雖然 OTCBB 並無任何申請門檻限制，但所有欲在 OTCBB 報價之證券必須由至少一位以上之造市商 (Market Maker) 推薦。而此所謂造市商，是指在 OTCBB 市場交易之自營商，其必須為「全美證券商協會」(National Association Securities Dealers) 之會員，且符合「全美證券商協會」對證券自營商所要求之財務與業務經營之規定，並具有 NASDAQ 第二代工作站設備，及符合 1934 年證券交易法 Rule 15c2-11 之規定，即可擔任 OTCBB 的造市商。

二、得登錄證券之範圍

目前於 OTCBB 報價之證券主要為美國國內權益證券、國外權益證券及「美國存託憑證」(American Depository Receipt)。欲在 OTCBB 報價之證券除必須遵守「OTCBB 報價資格規則」外，尚須符合下列之條件：

(一) 美國國內權益證券：

¹⁷⁵ Supra note.

¹⁷⁶ See FINRA rules 6540. Requirements Applicable to Market Makers.
http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=4514. Visited on May 5, 2011.

- 1、未在美國全國性證券交易所或 NASDAQ 市場掛牌之證券。
- 2、在美國區域性證券交易所上市或交易之證券。
- 3、因未符合 NASDAQ 市場之掛牌標準而遭到終止交易之證券。
- 4、經「造市商」填妥 Form 15c2-11 豁免表格後之「粉紅單交易系統」(Pink Sheet) 報價之證券。
- 5、自紐約證券交易所或美國證券交易所下市者。
- 6、在紐約證券交易所或美國證券交易所暫停交易者。

(二) 國外權益證券或「美國存託憑證」：

- 1、未在美國全國性證券交易所與 NASDAQ 市場掛牌。
- 2、在區域性證券交易所掛牌買賣者。
- 3、自紐約證券交易所或美國證券交易所下市者。
- 4、在紐約證券交易所或美國證券交易所暫停交易者。

三、有價證券之分級¹⁷⁷

OTCBB 依據造市商參與報價之程度，將有價證券區分為不適格證券、適格證券與活絡證券 3 種等級。

- (一) 不適格證券 (Ineligible Securities)：目前尚未於 OTCBB 報價之所有 OTC 證券均被視之為不適格證券。此不適格證券必須由造市商提出 Form 211 或 15c2-11 之豁免表格 (15c2-11 Exemption Form)，在經過 OTC 主管單位 (FINRA OTC Compliance Unit) 核可後，該證券始具備「適格的」(eligible) 地位。
- (二) 適格證券 (Eligible Securities)：若某一證券屬於適格證券，即表示已有至少一家造市商取得對該有價證券之報價許可，取得許可

¹⁷⁷ See <http://www.otcbb.com/aboutotcbb/howtoquote.stm>, visited on May 11, 2011.

之造市商得於 30 日內在 OTCBB 系統上對該證券開始進行報價。任何其他造市商若欲對該等證券進行報價時，則必須各自填寫一份完整的 Form 211 申請書。

- (三) 活絡證券 (Active Securities)：「全美證券商協會」對於適格證券於其 30 天的適任期間內，將會對該適格證券實施「報價頻率測試」(frequency-of-quotation test)，以確認該適格證券之交易是否活絡。此所謂「報價頻率測試」，係指經紀商或自營商在 30 日的報價適格期間內，至少已有 12 個交易日對該適格證券在報價系統上進行公開報價，且沒有連續 4 個交易日未進行報價之情事。如果通過此測試，則該適格證券即被認可為活絡證券，俗稱為「跟隨豁免」("piggyback" exception) 證券。對於「跟隨豁免」證券，任何的造市商均可適用 Rule 15c2-11 豁免規定，即得自由於線上註冊 (register on-line) 參與報價而無須預先填寫 Form 211 申請書。

參、OTCBB 市場之交易制度

一、造市商資格

在 OTCBB 報價之造市商必須為 NASD 之會員公司，且必須符合下列規定：

(一) 有關業務經營之規定¹⁷⁸：

- 1、該自營商及其業務人員皆須具有執照，執行業務之受僱人並須登錄為業務人員。
- 2、須符合商業道德與公平交易行為符合法規之要求，其判斷項目如下：

¹⁷⁸ 參證券櫃檯買賣中心委託李怡宗主持研究，強化興櫃股票推薦證券商造市功能及交易市場機制研究 (2008 年 6 月)，頁 17~19。

- (1) 主管機關或自律公會是否對其執照或登錄程序予以糾正。
- (2) 過去是否曾有重大違規事件之紀錄。
- (3) 是否正在接受相關主管機關調查或法庭審判。
- (4) 業務人員有無遭受指控違法後被開除或離職之情事。
- (5) 是否經相關主管機關或自律公會要求加強業務訓練、提高監督等。
- (6) 是否經相關主管機關或自律公會提供其違反大眾投資人利益的資訊。

3、該自營商已完成與銀行、結算所、交易所等相關機構之合約，以確保其能：

- (1) 履行該自營商營業計畫書的業務，包括業務本質、範疇與業務人員。
- (2) 符合法令規定。

4、資訊與交易系統能夠提供客戶與其他會員持續性的服務。

(二) 有關財務要求¹⁷⁹：

- 1、淨資本必須高於 SEC Rule 15c3-1 之要求，該規定要求經紀商或自營商至少要有 250,000 美元之資本額，且總負債不得高於淨資本的 1,500%（或 800%，於經營自營或經紀業務 12 月後）。
- 2、對於造市證券每檔必須增加 2,500 美元以上之資本（若其所造市之證券市價低於 5 元時，則每檔以 1,000 美元計算），造市證券檔數之計算以造市商於最近 30 日平均造市證券之檔數計算，然而淨資本額增加之最低數額不可低於 1,000,000 美元¹⁸⁰。

¹⁷⁹ 同前註。

¹⁸⁰ See Net Capital Requirements for Brokers or Dealers, SEA Rule 15c3-1, (a) (4), Capital Requirements for Market Makers at 51.

- 3、美國證券管理委員會亦規定擔任造市商必須擁有部位，約為市場交易市值長部位 25% 及空部位 30%，以提供流動性。
- 4、淨資本總額必須足以避免美國證券管理委員會資本不足警示 (Rule 17a-11)。
- 5、資本必須高於 12 個月合理估算的營運成本。
- 6、須有完整的內稽內控制度。

二、造市商之加入及退出

對於目未於 OTCBB 報價之不適格證券，造市商必須於擬開始報價之 3 日前，提交 Form 211 或 15c2-11 的豁免表格 (15c2-11 Exemption Form)，在經過 OTC 主管單位 (FINRA OTC Compliance Unit) 核可後，該證券才具備「適格的」(eligible) 地位。對於已有造市商進行報價之適格有價證券，其他造市商若欲對該等證券進行報價時，則必須各自填寫一份完整的 Form 211 申請書。對於經「報價頻率測試」結果，認定該適格證券之交易係屬活絡 (active) 之證券者，造市商即得自由於線上註冊 (register on-line) 參與報價而無須預先填寫 Form 211 申請書。造市商可隨時退出報價，並無不得辭任之規定。

三、報價要求¹⁸¹

“A broker or dealer engaged in activities as a market maker as defined in paragraph (c)(8) of this section shall maintain net capital in an amount not less than \$2,500 for each security in which it makes a market (unless a security in which it makes a market has a market value of \$5 or less, in which event the amount of net capital shall be not less than \$1,000 for each such security) based on the average number of such markets made by such broker or dealer during the 30 days immediately preceding the computation date. Under no circumstances shall it have net capital less than that required by the provisions of paragraph (a) of this section, or be required to maintain net capital of more than \$1,000,000 unless required by paragraph (a) of this section.”

¹⁸¹ Supra note 177.

OTCBB 之交易制度特色即是由造市商負責主導交易進行。造市商藉由在 OTCBB 報價系統上揭示買進及賣出報價，並以申報之價格進行交易，以活絡市場之交易。造市商之報價可以是有具體買價或具體賣價的報價，也可以只申報「欲買」(bid-wanted, BW)或「欲賣」(offer-wanted, OW)之訊息而無具體價格。造市商報價時必須揭露該公司之交易聯繫電話。有關造市商之報價方式，析述如下：

- (一) 確定報價 (priced)：申報之報價資訊有明確之買進或賣出價格，得採單向報價，即只申報買進價格或只申報賣出價格之方式，或既申報買進價格亦申報賣出價格之雙向報價方式。
- (二) 不確定報價 (unpriced)：未明確申報買進及賣出報價，僅揭露其買進或賣出意願，以徵求交易相對人與其聯繫進行交易，此等報價方式之目的在於透過要賣 (offer-wanted) 或要買 (bid-wanted) 之訊息揭露吸引買單或賣單，達到對該證券宣傳或廣告之效果。在 OTCBB 報價之直接參與計畫 (Direct Participation Projects) 以不確定報價為原則。

四、報價資訊揭露方式及內容¹⁸²

OTCBB 報價之訊息，係透過資訊廠商或網站揭示，揭露項目包括：

- (一) 美國國內證券、國外證券及美國存託憑證之最新成交價格與成交量資訊。
- (二) 直接參與計畫 (DPPs) 之每日最高價、最低價、收盤價以及成交量資訊。
- (三) 個別造市商之買進報價、賣出報價以及要買或要賣之表示。

¹⁸² Supra note 171.

(四) 造市商間對於美國國內證券、國外證券及美國存託憑證之價內報價 (inside quotes) 。

(五) 直接參與計畫之參考報價 (indicative quotes) 。

(六) 造市商之電話號碼。

五、報價時間

造市商對美國國內證券、國外證券及美國存託憑證的報價時間為美東時間上午 9 時 30 分至下午 4 時；而直接參與計畫 (DPPs) 每日則有 2 個報價時段，分別為美東時間上午 8 時 30 分至 9 時 30 分及 12 時至 12 時 30 分。

六、最低報價數量

美國金融業監管機構 (FINRA) 對 OTC 證券之最小報價數量訂有規範，報價數量係按股價之高低區分為 9 個級距¹⁸³。表列如下：

Price (Bid or Offer)	Minimum Quote Size
0~ 0.50	5,000
0.51~ 1.00	2,500
1.01~ 10.00	500
10.01~ 100.00	200
100.01~ 200.00	100
200.01~ 500.00	25
500.01~ 1000.00	10
1000.01~ 2500.00	5
2500.01 +	1

¹⁸³ FINRA Manual 6650, Minimum Quotation Size Requirements For OTC Equity Securities, see http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2403&record_id=5495&element_id=4413&highlight=market+maker+of+OTCBB#r5495. Visited on May 8, 2011.

七、交易資訊申報¹⁸⁴

(一) 申報之時點

造市商於美國東部時間上午 9 時 30 分至下午 4 時「正常交易時間」(normal market hours) 內之交易，應於成交後 90 秒內將成交資訊傳送至「OTC 回報系統」(OTC Reporting Facility)，未於 90 秒內申報者，將被視為遲延。

非正常交易時間內之成交資訊，應依下列規定申報：

- 1、美國東部時間上午 8 時至 9 時 30 分及下午 4 時至下午 8 時之交易：應於成交後 90 秒內將成交資訊傳送至「OTC 回報系統」，並加註「T」符號，表示其非於正常交易時間內成交。
- 2、美國東部時間午夜至上午 8 時之交易：應於當日上午 8 時 15 分之前申報，並加註「T」符號，表示其非於正常交易時間內成交。
- 3、美國東部時間下午 8 時至午夜之交易：應於次日(T+1)日上午 8 時 15 分之前申報，並加註「T」符號，表示其非於正常交易時間內成交。

(二) 申報之主體

若交易雙方均為會員公司時，則由執行成交之會員公司(executing party)申報；若交易雙方之中一方為會員公司另一方為非會員公司時，則由會員公司申報。前述所謂「執行成交」之會員公司，係指接獲客戶議價交易委託，或因其報價履行成交義務之一方而言；若雙方會員公司均滿足此項定義時(例如雙方均係受客戶委託進行議價時)，則由賣方會員公司負責成交申報。

¹⁸⁴ See FINRA Rule 6622, Transaction Reporting, available at the website http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=4410, visited on May 10, 2011.

(三) 應申報資訊包括最近成交紀錄，申報項目應包括：證券代碼、成交股數 (Number of shares)、成交價格、交易類別 (以符號表示該筆交易為買進、賣出、放空或為交叉交易)、成交時間 (以美東時間表示，包括時、分、秒)。



第五節 歐陸 Alternext 市場之造市商制度

壹、泛歐交易所及 Alternext 市場之起源

泛歐交易所係由歐陸多個交易所合併而成；首先，2000年3月法國巴黎證券交易所、比利時布魯塞爾證券交易所及荷蘭阿姆斯特丹證券交易所合併成為泛歐交易所（Euronext）；2002年1月泛歐交易所收購倫敦國際金融期貨期權交易所股份有限公司；同年2月泛歐交易所又再收購葡萄牙里斯本證券交易所；其後，2003年12月泛歐交易所再將倫敦結算部和結算網合併為倫敦結算網（LCH. Clearent），成為全歐洲最大之中央結算服務機構。

泛歐交易所之總部設於巴黎，且在布魯塞爾、阿姆斯特丹及里斯本等地設有分支機構，除了提供股權證券及衍生性金融商品交易外，並提供清算及資訊服務。2006年6月紐約證券交易所與泛歐證交所宣布合併成為 NYSE Euronext，成為目前全球最大之證券交易所集團。

Alternext 市場於 2005 年 5 月 17 日開始營運，為泛歐交易所為中小企業量身訂做客製化（tailor-made）的市場¹⁸⁵。Alternext 市場之目標在於成為歐元區（euro zone）中小企業之指標市場¹⁸⁶。Alternext 市場在組織型態上，係受泛歐交易所較低度規範之市場（exchange-regulated market with a lighter regulatory regime），不適用「歐盟金融市場指引」¹⁸⁷之規範。Alternext 市場在實務運作上，其市場特性包括為中小企業特性量身打造的簡易掛牌程序、為促進成交效率所採用之多元化交易方式，及採用保薦人（sponsors）制度，以負責於公司掛牌期間協助發行公

¹⁸⁵ See <http://www.euronext.com/landing/equitiesAlternext-21363-EN.html>, visited on May 10, 2011. “NYSE Alternext: a tailor-made market for small and mid-sized companies”.

¹⁸⁶ Supra note. “NYSE Alternext is set to become the reference market for small and mid-sized companies throughout the euro zone.”

¹⁸⁷ Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) of 21 April 2004.

司遵守法令及履行泛歐交易所—巴黎（Euronext Paris，以下簡稱「巴黎證券交易所」）課予發行人之義務¹⁸⁸。

Alternext 市場之監理架構，係屬由泛歐交易所監理之市場，並非受「金融貨幣法」（Financial and Monetary Code）L.421-1 條款規定或歐盟投資服務指令規定的監管市場（regulated market）。Alternext 市場之上市保薦人負責監督上市公司之資訊揭露，泛歐交易所負責市場之組織及監督上市保薦人，至於法國金融市場監管局（Autorité des Marchés Financiers, AMF）則為市場監理之法定主管機關。

貳、Alternext 市場之發行制度

由於泛歐交易所係由歐陸若干證券交易所陸續合併所成立，因此 Alternext 股權證券之交易市場目前分布於 4 個國家之子市場，包括巴黎證券交易所、比利時布魯塞爾、荷蘭阿姆斯特丹及葡萄牙里斯本等證券交易市場，因泛歐交易所總部係設於巴黎，本節乃以法國巴黎證券交易所之有關規則為基礎，說明 Alternext 市場發行面相關規定：

一、申請上市之一般條件¹⁸⁹

- （一）上市申請案應由發行人及上市保薦人聯名申請。
- （二）申請上市之證券必須可自由流通及轉讓，並符合有價證券集中保管作業相關業務操作規定，以便倫敦結算網（LCH. Clearnet）之系統自動處理交割結算事宜。
- （三）應設置股務處理機構辦理證券發行及股東名冊登載、除權及除息事宜。負責股務處理之機構若有變更時，應通知巴黎證券交易所。

¹⁸⁸ See <http://www.euronext.com/landing/equitiesOP-21363-EN.html>, visited on May 12, 2011.

¹⁸⁹ See Alternext Rules 3.1 General conditions for application, issued date : November 16, 2009.

(四) 應提供前 2 年度之財務報表，其財務報表應按國際慣用之會計標準編制。發行人若於最近期經會計師 (the Issuer's statutory auditors) 查核簽證之財務報表所涵蓋之期間終了後 9 個月始申請上市時，則必須再提交期中報告 (interim statements)。

(五) 股權大量異動之申報義務：

對於有營業所註冊於法國之發行公司，當其股權異動致任何人單獨或共同持有該公司有表決權或資本額多數之股份時，發行人有義務依法國金融市場管理局 (Autorité des Marchés Financiers) 之有關規定進行申報。發行人若非屬註冊於法國之公司，則應於申請書件上特別指明其註冊地國之法規有無類似申報義務之規定。

(六) 高階職員及董事 (officers and directors) 股權轉讓之申報義務：

發行人必須作出必要之內部安排，以建立高階職員及董事持股轉讓之申報機制，但其高階職員及董事依法已須為股權轉讓申報者，則不在此限。前述高階職員及董事包括：

- 1、資深管理人員及經理人 (senior executives and managers)
- 2、董事長、董事會主席及首席執行官 (chairman of the board of directors or chairman and chief executive)。
- 3、行政總裁 (chief executives)。
- 4、副行政總裁或執行副總裁 (deputy chief executives or executive vice presidents)。
- 5、董事會成員 (members of the managing board)。
- 6、擔任董事或監事會成員之法人或個人，及受法人指派行使董事或監事職務之自然人。

(七) 股權分散¹⁹⁰：

申請股票上市者，其公眾持股數量應達「相當程度」；以下 3 種方式可達 Alternext 市場規範之股權分散標準：

- 1、提出至少 250 萬歐元之股份公開銷售。公開銷售可由投資服務供應商 (investment service provider) 個別辦理，或由巴黎證券交易所集中辦理。
- 2、承諾於上市後 2 年內辦理至少 500 萬歐元之新股私募 (private placement of new securities)。應募人之人數除下列各款之人外，至少應有 5 人以上，且私募之證券應按巴黎證券交易所規定，於應募人之間均衡分配：
 - (1) 經理人、理事會 (董事會) 成員、公司高級職員、行政長官、前述人員之家屬 (配偶及未成年子女)，以及由前述人員單獨或共同持有表決權合計占 20% 以上之公司。
 - (2) 持股超過 2 年以上之股東及其家屬 (配偶及未成年子女) 所控制之公司，或此等人員單獨或共同持有表決權合計占 20% 以上之公司。
 - (3) 屬於發行人集團企業旗下之公司。
 - (4) 任何受股東協議所拘束，致其處分有價證券權限受限制之人。
 - (5) 任何收受超過相當 10 萬歐元或掛牌總數 3% 以上之股份作為支付對價之人。
- 3、已在其他市場掛牌之公司申請轉至 Alternext 市場掛牌者，其在原市場之公眾持股數量已達 250 萬歐元者。

¹⁹⁰ See Alternext Rules 3.2 General listing requirements, issued date : November 16, 2009, at 9.

二、上市保薦人機制¹⁹¹

(一) 保薦人資格：上市保薦人必須為法人 (legal entities)，並具備下列條件：

- 1、提供資本結構、產業發展策略、公司合併或收購等相關領域之諮詢服務經驗達 2 年以上者。
- 2、最近 2 年內曾辦理發行人應揭露交易資訊之股權交易案件者 (transactions in the equity of Issuers that involved the drafting of information documents)。

(二) 保薦人之利益迴避：上市保薦人與發行人有利害衝突之虞時，應行迴避。應迴避之情況包括：

- 1、上市保薦人對發行人之財務報表提供審計服務者。
- 2、上市保薦人之合夥人、經理人或受僱人擔任發行人之管理階層職務者。
- 3、上市保薦人之合夥人、經理人或受僱人單獨或共同 (severally or in concert) 持有發行人股份者。但已依法國金融市場管理局相關規定，實施「中國牆」並制定監察及禁止名單之合格投資服務提供者 (authorised investment services providers)，則不在此限。

倘有其他潛在利益衝突的情況亦必須告知巴黎證券交易所，以便事先審查，上市保薦人應於必要時證明此等情況不會影響其保薦義務之履行。

(三) 保薦人之保證義務：

針對每一申請案，上市保薦人必須向巴黎交易所保證下列事項：

- 1、已向發行人提供有價證券上市應遵循法規之相關重要資訊。

¹⁹¹ See Alternext rules, Accreditation and function of Listing Sponsors, issued date : November 16, 2009, at 5~7.

- 2、發行人已經符合上市相關條件，並備妥相關文件。
- 3、發行人之股權分散程度已經達到上市條件；或有合理安排之股權分散計劃。倘屬於後者之情形，保薦人應負責該證券之配售作業並將認股人身分通知巴黎證券交易所。
- 4、發行人發布的資訊必須足以使潛在之投資者取得有關公司財務及業務前景之充分訊息。因發行人之公開說明書並未經權威機構審核，因此上市保薦人必須依巴黎證券交易所規定之標準程序進行盡職調查(due diligence)，並保證相關資訊沒有重大錯誤或遺漏之情事。
- 5、發行人已經採取有效措施確保其能履行嗣後持續及定期性之義務。

(四) 保薦人之其他義務：

一般而言，上市保薦人為巴黎證券交易所主要聯繫之對象，因此，上市保薦人在正常工作時間內必須確保有人負責解答有關上市保薦案之疑問。

自發行人之證券在 Aletnext 市場上市之日起 2 年內，上市保薦人應負責確保發行人履行法令及 Aletnext 市場所要求之定期揭露義務。此外發行人公布其財務報告時，上市保薦人應協同發行人之經理階層審查此一期間內有關財務訊息之揭露情形。

若發行人未符合相關資訊揭露之要求，上市保薦人必須要求發行人及時修正，同時應將發行人資訊揭露誤失之性質及後續採取之措施通知巴黎證券交易所。有關上市保薦人要求發行人及時修正錯誤之相關書面證據，巴黎證券交易所應保留 2 年。

發行人在 Aletnext 市場上市之日起 2 年期間屆滿後，除另有規定外，上市保薦人與發行人之間若有終止保薦關係或上市保

薦人將保薦義務移轉予其他合格保薦人時，應於 2 個月內通知巴黎證券交易所。

三、上市程序及文件¹⁹²

發行人將公開說明書稿本提交主管當局後，應儘速填妥並簽署正式之申請上市表格予巴黎證券交易所，申請書件所載事項有變更時，發行人應即通知巴黎證券交易所，不得有所遲延。申請書件所載事項有變更時，巴黎證券交易所得推遲上市核准時程，但不得超過 10 個營業日。

發行人若係以私募方式或由其他市場申請至 Alternext 市場掛牌者，發行人至遲應於巴黎證券交易所通知上市之日，將英文版或法文版之公開說明書上傳至 Alternext 網站，免費提供投資大眾查閱。

上市保薦人必須向巴黎證券交易所擔保其已進行必要之盡職調查 (due diligence)。在同一日期，發行人必須向巴黎證券交易所繳交上市費用。

若發行人符合上市資格條件之規定，且公眾持股數量符合規定時，巴黎證券交易所將對市場公告發行人之有價證券上市。若發行人不符合上市資格條件之規定，或公眾持股數量不符合規定時，則巴黎證券交易所將拒絕該申請案，並扣除必要作業費用後退還發行人繳交之上市費用。然而，上市申請文件仍得在其有效期間內充作申請泛歐交易所集團旗下未受監管的市場掛牌所需之文件。上市申請須由發行人及上市保薦人聯名申請，申請上市之證券必須為可自由轉讓之證券，並得由集中結算機構採取自動清算辦理交割之證券。

四、特殊上市程序 (簡易上市程序)¹⁹³

¹⁹² See Alternext rules, Procedure and documents, issued date : November 16, 2009, at 9~10.

發行人之有價證券已於歐洲經濟區（European Economic Area）內之法定監管市場（regulated market）交易或於 Alternext rules 所承認之市場¹⁹⁴上市者，其於申請至 Alternext 市場掛牌時，必須符合申請上市之一般條件及股權分散標準公眾股權的要求。申請書件必須詳細說明公司股權結構，特別是必須證明股票已在公眾手中。

同時，上市保薦人必須保證發行人下列資訊之揭露已符合其原本掛牌市場之規定：

- （一）最近年度報告及過去 2 年內之財務報表，若最近財務報告距申請上市日超過 9 個月者，須提交期中報告（interim statements）。
- （二）發行公司最近 3 個月內之現金部位（cash position）、股價變化情形及相當期間內資訊揭露情形之說明。

五、有價證券掛牌後發行人應持續揭露訊息¹⁹⁵

- （一）訊息揭露之方式：在不違背於法國境內公開銷售有價證券應行揭露資訊義務之前提下，發行人應將本節有關之訊息以英文或法文揭示公司網站及 Alternext 市場之網站。發行人所揭示之訊息應保持在線（online）2 年以上，若發行人於其他媒體發布訊息時，則應同時將訊息揭示於前述網站。此外，發行人掛牌之股數有異動或公司有其他可能影響交易系統運作之行為時，發行人應於相當時間之前先行通知巴黎證券交易所，以便有充分時間採取因應措施。

- （二）定期揭露之要求：

¹⁹³ See Alternext rules, Special provisions for Issuers already admitted to listing on organised markets (fast-track procedure) for a direct listing, issued date : November 16, 2009, at 10.

¹⁹⁴ See Alternext rules, ANNEXE - Markets designated for the purposes of section 3.3, issued date : November 16, 2009, at 18.

The non-regulated markets referred to in section 3.3 of these rules are the following: “NASDAQ, Alternative Investment Market. Swiss Exchange.”

¹⁹⁵ See Alternext rules, Ongoing requirements for Issuers, issued date : November 16, 2009, at 11.

- 1、會計年度終了 4 個月內，發行人須公布其年度財務報表、合併財務報表、集團管理階層之討論與分析、簽證會計師 (statutory auditors) 對上述財務報表之查核報告。
- 2、在第 2 季度終了後 4 個月內，發行人應編製半年報 (semi-annual report)，期間必須涵蓋當年度前 6 個月。

(三) 特定事項之公開義務：

- 1、任何有關足以重大影響發行人證券價格之訊息；但發行人為維護其合法權益，且該訊息之不公開不太可能誤導市場參與者，發行人亦能保持該訊息之機密時，發行人得以自己的責任，延遲公布該訊息。
- 2、任何人單獨或共同持有公司資本總額或表決權股份總數超過 50% 或 95% 時，或其後低於 50% 或 95% 時，應於 5 個營業日內通知發行公司。
- 3、高階職員或董事之交易行為¹⁹⁶：個別之高階職員或董事於當年度 (in the calendar year)，交易總額超過 5,000 歐元者。
- 4、股東會之召集應即於網上發布，不得有所遲延，股東會議之會議資料應送交各股東。

六、下市規則¹⁹⁷

Alternext 之掛牌公司或其股東得於下列情況下要求下市：

- (一) 發行公司確認所有的債務證券都已經贖回，或其所有之權利均已到期或失效。
- (二) 法院指派的管理者依據法院的裁決命令，要求對發行公司進行清算或對其所營事業進行全部或部分處分。

¹⁹⁶ 所謂「交易」必須符合法國金融管理局 (AMF) 之有關規定，參 Alternext rules, issued date : November 16, 2009, 頁 9。原文為 "transaction" shall have the meaning given in Article 222-14 of the General Regulation of the Autorité des Marchés Financiers.

¹⁹⁷ See Alternext rules, Trading rules, issued date: November 16, 2009, at 3~17.

- (三) 有價證券經允許至泛歐交易所集團所經營之其他市場掛牌時。
- (四) 持有 100% 流通股本證券之個人或團體股東請求者。
- (五) 個人或團體股東持有表決權股份總數合計超過 95%，且預計於 10 個營業日以上之期間，以獨立專家出具公平性意見之收購價格，收購 (buy out) 少數股東之股權者。

參、Alternext 市場之交易制度¹⁹⁸

一、市場形態¹⁹⁹

Alternext 之交易模式結合委託簿交易及非委託簿交易兩種不同模式，投資人可依交易對象之不同選擇下列 3 種交易方式：

- (一) 透過中央委託簿與不特定人進行撮合 (multilateral matching in a central order book)，中央委託簿之交易，依證券流動性高低之不同，分別採取連續交易 (Continuous trading) 及集合競價交易 (Auction)²⁰⁰ 等 2 種方式，流動性高低之判斷，由泛歐交易所公告 (notice) 規定之：

1、連續交易：適用於流動性較高之證券 (例如，年交易量超過 2,500 筆之證券)，交易方式具體如下：

(1) 交易時間：上午 9 時至下午 5 時 30 分。

(2) 上午 7 時 15 分至 9 時之間，可將委託單輸入系統，在此時段內，系統將累積委託單而不執行撮合。

(3) 上午 9 時進行開盤之集合競價 (opening auction)，開盤集合競價之成交價 (開盤價) 為滿足最大成交數量之價格。

¹⁹⁸ Supra note, at 14~16.

¹⁹⁹ See <http://www.euronext.com/editorial/wide/editorial-4357-EN.html#body00>, May 11, 2011.

²⁰⁰ See Euronext Rule Book, Book I: Harmonised Rules, issued date: February 9, 2010. at 36, 4301 Overview.

- (4) 上午 9 時開盤集合競價後至下午 5 時 25 分之時段，則以連續交易為原則 (continuous basis)，每當新增之委託單輸入交易系統時，系統將篩選出當時中央委託簿內可與之成交之反向委託，以價格優先原則排序，而與新增之委託單成交。成交價格為中央委託簿內反向委託所限定之價格 (the limit price of orders sitting on the book)。
- (5) 下午 5 時 25 分至 5 時 30 分為收盤前時段 (pre-closing phase)，在此時段內，系統將累積委託單而不執行撮合。
- (6) 下午 5 時 30 分進行收盤之集合競價 (closing auction)，收盤集合競價之成交原則及成交價格決定方式與開盤集合競價相同。收盤集合競價之成交價格為「收盤價」 (closing price)，將作為下一個交易日的參考價格 (reference price)。

2、集合競價：前述連續交易以外之證券均適用集合競價之交易方式。有關集合競價之交易方式具體如下：

- (1) 固定於每營業日下午 3 時 30 分進行集合競價。
- (2) 上午 7 時 15 分至下午 3 點 30 分可將委託單輸入系統，在此時段內，系統將累積委託單而不執行撮合。
- (3) 系統於下午 3 時 30 分將所累積之委託單集中進行撮合，集合競價之成交價格為下一個交易日之參考價格。
- (4) 下午 3 時 30 分至 5 時 30 分仍可繼續將委託單輸入系統，在此時段內，系統將累積委託單而不執行撮合。此時段所累積之委託將與次營業日上午 7 時 15 分至下午 3 點 30 分之間之委託，合併於次營業日下午 3 時 30 分進行競價撮合。

(二) 於委託簿外與特定人進行交易 (bilateral matching with the interests of an identified counterparty)，當市場投資人不願受其他投資人之干擾時，得使用交易確認系統 (TCS 系統)，指定與任一對手或與造市商進行交易，此為非中央委託簿上之交易。Alternext 市場非委託簿之交易，包括與特定人之交易及與造市商之交易兩種方式，茲先就有關與特定人進行交易之規定說明如下：

- 1、系統開放時間：每營業日上午 7 時 15 分至下午 7 時。
- 2、與特定人進行交易時應輸入 TCS 系統之項目包括：交易會員代碼、證券代碼、交易對手之會員代碼、價格、數量及交易類型 (買進、賣出或交叉交易) 等項。
- 3、當交易之一方將交易指令輸入系統後，其相對方有 15 分鐘之間時間確認該交易，15 分鐘過後未經確認者，該交易自動取消。此外，交易指令於確認成交前均得予以取消。交易指令經相對方確認後，TCS 系統將揭示成交訊息。
- 4、Alternext 市場對於透過 TCS 系統確認成交之交易，將揭示下列交易訊息：證券代碼、成交價格、成交數量、成交日期及成交時間。
- 5、Alternext 市場對於透過 TCS 系統確認成交之交易，其成交訊息之揭示時點如下：

(1) 交易時間內之成交資訊 (Session trading)：

自上午 7 時 15 分至下午 3 時 30 分 (集合競價之證券) 或下午 5 時 30 分 (連續交易之證券) 之交易，系統將立即揭示成交資訊，但對於會員之自營交易 (trading for its own account as principal) 或交易量達 50,000 歐元之大額交易，系統將遲延 1 小時公布其成交資訊。

(2) 非交易時間內之成交資訊 (Out-of-hours trading) :

對於集合競價之證券，其於下午 3 時 30 分至下午 7 時之交易；及連續交易之證券於下午 5 時 30 分至下午 7 時之交易，系統將於次營業日上午 6 時 15 分揭示其成交資訊。

(三) 於委託簿外與造市商進行交易 (bilateral matching with the interests of a market maker) ; Alternext 市場之非委託簿交易，除前述與特定人之交易之外，尚包括與造市商之交易，茲就其交易之相關規定說明如下：

- 1、造市商必須於 Alternext 市場網站公布其詳細聯絡資訊。
- 2、造市商至少必須於下列時段對其負責造市之證券申報最低數量之買進及賣出報價：
 - (1) 上午 9 時至下午 3 時 30 分對集合競價之證券報價。
 - (2) 上午 9 時至下午 5 時 30 分對連續交易之證券報價。
- 3、造市商除前項強制報價時段 (即系統內交易之時段) 外，亦得於上午 7 時 15 分至上午 9 時之間對其造市之證券進行報價；或對於適用集合競價之證券於下午 3 時 30 分至下午 7 時、對於適用連續交易之證券於下午 5 時 30 分至下午 7 時之間進行報價。
- 4、造市商對其負責造市之證券，於強制報價時段 (集合競價之證券係上午 9 時至下午 3 時 30 分；連續交易之證券係上午 9 時至下午 5 時 30 分) 應負連續雙向報價義務 (to display continuous indicative two-way prices) 。
- 5、造市商申報買進及賣出之報價價差 (bid/ask spread) 不得超過 10% 。
- 6、造市商雙向報價之最低報價數量必須達 5,000 歐元。

7、 Alternext 市場於上午 7 時 15 分至下午 7 時之間，將揭示各證券及各造市商之下列報價訊息：

- (1) 買進及賣出之參考報價。
- (2) 買進及賣出參考報價所對應之報價數量。
- (3) 報價造市商之會員代碼。

8、 會員公司若欲與造市商交易，不論係以自營帳戶交易或係為客戶進行交易，必須依 Alternext 網站公布的聯絡資訊與造市商聯繫，進行議價交易，一旦交易由雙方確認成功，必須依據前述非中央委託簿交易之方式，將交易訊息輸入 TCS 系統。

二、 Alternext 市場之造市商制度

Alternext 之交易模式結合委託簿交易及非委託簿交易兩種不同模式，投資人可依交易對象之不同選擇透過中央委託簿與不特定人進行撮合、於委託簿外與特定人進行交易或於委託簿外與造市商進行交易等 3 種交易方式，因此本文探討之 Alternext 造市商制度，即指前述造市商於委託簿外進行交易之方式。茲彙列造市商之資格及其義務如下：

(一) 造市商之資格：

Alternext 市場之交易會員必須為 Euronext Paris 監管市場之會員，欲成為 Alternext 市場之交易會員必須向泛歐交易所提交申請書，並符合 Euronext rulebook, Book I 第二章規定之資格，其規定如下²⁰¹：

1、投資公司或信用機構必須：

²⁰¹ See Euronext Rule Book, Book I:Harmonised Rules, Issue date: February 9, 2010. at 20, 2.2 Requirements for Euronext Membership.

- (1) 經其母國主管機關許可其經營業務。
- (2) 以適當方式通知歐洲經濟區 (EEA) 內泛歐交易所所有關市場所在地之主管機關。

2、非屬 MiFID 之公司必須：

- (1) 經主管機關或相關監理機構授權、許可或批准其執行市場業務者；但毋須授權、許可或批准者，應以其他方式證明其入會之妥適性 (fit and proper)。
 - (2) 商業信譽良好，適合 (suitable) 加入為會員者。
- 3、公司之職員具備適當資格及經驗，且能履行、維持其所欲經營業務之相關內部控制程序者。
 - 4、依泛歐交易所所有關市場之規則簽訂入會協議，且符合泛歐交易所所訂之任何技術要求者。
 - 5、公司有關人員具備流利之英語能力或任一泛歐交易所相關市場所在地之語言者。
 - 6、證明其具備足夠資源以履行其所營業務之角色職能者。
 - 7、符合泛歐交易所相關市場所公告之會員資格條件者。

取得 Alternext 市場之交易會員後，若欲成為某些證券的造市商，可通知泛歐交易所其擔任特定證券造市商之意願，經泛歐交易所同意後，泛歐交易所將發布市場通知，並將該會員列入造市商名單²⁰²。造市商應依規履行造市義務，違反者，將遭到泛歐交易所予以除名。但造市商亦可自行要求解除造市商職務。

(二) 造市商之義務：

²⁰² See Alternext rules, 6 Trading rules, 6.1 Member, issued date: November 16, 2009, at 14.

Alternext 造市商之主要功能在於提供市場的流動性，造市商之交易係於 Alternext 市場委託簿之外進行，其交易上應遵守之規範即為 Alternext 造市商應履行之義務，茲彙列如下：

- 1、造市商必須在 Euronext 網站公布其詳細聯絡資訊。
- 2、造市商至少必須於下列時段對其負責造市之證券申報最低數量之買進及賣出報價：
 - (1) 上午 9 時至下午 3 時 30 分對集合競價之證券。
 - (2) 上午 9 時至下午 5 時 30 分對連續交易之證券。
- 3、造市商除前項強制報價時段外，亦得於上午 7 時 15 分至上午 9 時之間對其造市之證券進行報價；或對於適用集合競價之證券於下午 3 時 30 分至下午 7 時、對於適用連續交易之證券於下午 5 時 30 分至下午 7 時之間進行報價。
- 4、造市商對其負責造市之證券，於強制報價時段(集合競價之證券係上午 9 時至下午 3 時 30 分；連續交易之證券係上午 9 時至下午 5 時 30 分)應負連續雙向報價義務 (to display continuous indicative two-way prices)。
- 5、造市商申報買進及賣出之報價價差 (bid/ask spread) 不得超過 10%。
- 6、造市商雙向報價之最低報價數量必須達 5,000 歐元。

第六節 英國 AIM 市場之造市商制度

壹、AIM 市場之起源

AIM 市場 (Alternative Investment market) 係英國倫敦證券交易所於 1995 年為中小型企業設置之交易市場，AIM 市場係目前全球成長最迅速之證券市場之一。1995 年 6 月 19 日 AIM 市場成立以來，已有超過 3,000 家世界各地之企業於此掛牌²⁰³。

AIM 市場之前身為「未掛牌證券市場」(Unlisted Securities Market, USM)，AIM 市場可謂以「未掛牌證券市場」(USM) 運作失敗之經驗為基礎所設立。USM 之失利，除與 1990 年代初期經濟危機有關之外，亦與當時英國開始實施歐盟關於資本市場的一系列法令攸關。由於 USM 與倫敦證券交易所之主板市場之掛牌條件並無清晰之區隔；例如，主板要求 5 年營業紀錄，USM 則要求 3 年，至實施歐盟法令後，主板市場改為 3 年，USM 隨之改為 2 年，導致許多滿足 USM 上市要求的企業基本上也能滿足主板上市之條件，即使暫時不滿足，等待的成本也很低，因此 USM 的市場定位變得模糊、失去優勢。倫敦證券交易所於是針對 USM 制度設計之缺陷進行調整後，於 1995 年成立 AIM 市場。

AIM 市場具有獨立的、有別於倫敦證券交易所主板之上市條件及監管規定。在 AIM 市場掛牌之證券並不屬於正式上市證券；因此，對 AIM 公司的監管，基本上係屬倫敦證券交易所之自律監管。例如 AIM 股票的發行上市（公開發行除外）係由倫敦證券交易所全權負責，不須經過英國金融服務管理局 (Financial Services Authority, FSA) 核准，但在倫敦證券交易所主板上市之證券，則必須經過 FSA 的實質審核。FSA 是目前英國金融業的唯一監管機構，雖然其定位並非政府之組織，但實質上係

²⁰³ See <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm>, May 19, 2011.

屬準政府機構。「金融服務及市場法」(Financial Services and Market Act) 授予 FSA 監管全國所有金融業務領域的權力。

相較於倫敦證券交易所對 AIM 公司實行自律監管，倫敦證券交易所主板上市公司之監管則係由政府監管與自律監管並行，FSA 負責上市實質性審核，倫敦證券交易所則負責交易審核並進行日常監管。

傳統上，英國之證券監管體系係以自律管理為主，由倫敦證券交易所自律組織 (SRO) 型態承擔證券發行上市審核並對其會員進行監督管理之職能。1986 年英國進行了一項名為 “Big Bang” 的金融改革，通過「1986 年金融服務法案」(Financial Services Act of 1986)，設置證券投資委員會 (Securities and Investment Board, SIB) 負責證券市場的監管。但「1986 年金融服務法案」所建立的規範架構，係以「證券投資委員會」與「倫敦證券交易所」進行監理之雙監管主體制度，其間仍存在權職未能明確區分之弊端。為建立更具效率的金融監管機制，英國於 1997 年再次對其金融管理體系進行改革。首先，將原「證券投資委員會」更名為「金融服務管理局」(Financial Services Authority, FSA)，1998 年 6 月立法通過將原屬英國中央銀行的部分職權轉移給「金融管理服務局」(中央銀行的主要任務調整為負責貨幣市場政策及金融市場穩定)。整合後的「金融服務管理局」(FSA) 除維持「1986 年金融服務法」賦予其管理金融體系、投資活動，監督交易所及結算機構之許可權外，並增加了監管銀行、貨幣市場與外匯市場之權限。其後，2000 年 6 月通過「金融服務及市場法」(Financial Services and Market Act)，該法案整合了銀行、外匯、保險、投資及期貨的相關法律，從法律上確認了 FSA 為英國金融業的單一監管機構，並於 2001 年 11 月正式實施。至此，英國證券市場管理架構完成了監理一元化。英國的證券監管體系引入政府監

管，對於英國的證券發行制度產生深遠影響，也因此，使得 AIM 此一由倫敦證券交易所監管之市場，藉由寬鬆、彈性之監理模式，成就其發展之優勢。

貳、英國證券市場之發行制度

在傳統上，英國證券市場主要係依靠市場本身之自律機制運作，並無過多來自政府部門之市場干預。在此監理哲學下，公司欲公開發行，僅須向英國貿易部（Department of Trade and Industry）下之公司註冊管理處（Companies House）申請註冊登記即可。公司註冊管理處就相關註冊申請書審閱，若無錯誤，約 3 至 5 個營業日即可審核完畢。另為便於公眾監督，公開發行公司須每年定期向公司註冊管理處送交年度財務報告。

一、有價證券上市審核制度

有關英國之有價證券上市審核制度，對於申請股票上市之公司而言，除於發行階段應向貿易部公司註冊登記管理處申請註冊登記外，亦須將公開說明書及其他相關文件等交付倫敦證券交易所（現為金融服務管理局）進行審核。經認可後始能在兩家以上的倫敦重要報紙上公開刊登，並抄送一份上市說明書予英國貿易部公司註冊管理處備案。意即英國證券上市的管理主要透過「核准制」實現。「核准制」即實質管理，發行公司不僅應履行公開原則，且必須符合若干實質性條件；例如，發行公司之營業性質、管理人員的資格和能力、資本結構、所發行證券之權利義務、股權結構、資訊揭露是否充分且真實、所營行業是否具良好前景等。唯有符合此等條件後，發行公司之有價證券始能得到證券管理機構許可，而在證券市場掛牌交易進行直接籌資。

就股票上市審核程序而言，於金融服務管理局（Financial Service Authority, FSA）成立之前，係由倫敦證券交易所負責進行上市審核。

而在 FSA 成立後，Official Listing of Securities Regulations (2000) 授權 FSA 自 2000 年 5 月 1 日起負責審查證券之上市，並成為英國法定的管理機構 (competent authority)。目前有價證券於倫敦證券交易所主板掛牌，必須經過 2 項程序：包括由 UKLA (UK Listing Authority, FSA 下屬的一個部門) 負責審查上市文件，查核其是否符合「上市規則」(Listing Rules)，並且負責有價證券上市申請案之准駁；而倫敦證券交易所則負責核准有價證券是否適宜在其市場進行交易 (trading)，必須此 2 項程序皆完成，申請公司之有價證券始能於倫敦證券交易所上市掛牌。若公司係申請在倫敦證券交易所之 AIM 市場 (Alternative Investment Market) 掛牌交易，由於其股票並非屬上市股票，故無須取得 UKLA 的核准，僅須取得倫敦證券交易所的同意即可進行交易。

二、有價證券掛牌之標準

(一) 主板市場之掛牌標準²⁰⁴

申請有價證券於倫敦證券交易所主板掛牌交易，須經 UKLA 依據「上市規則」(UKLA's Listing Rules) 審核後，始能取得上市資格；另亦須由倫敦證券交易所核准有價證券之交易 (trading) 資格。一般而言，申請公司必須符合下列條件，始能於主板掛牌交易：

1、申請公司必須是依照相關法令成立之公開發行之有限責任公司 (public limited company)。

2、申請公司須正式公告或申報最近 3 年經會計師查核之財務報表。且前述期間之截止日不能距預計掛牌日 6 個月以上。

²⁰⁴ Financial Service Authority, *The Listing Rules*, February 2004, at 1~9.

- 3、申請公司最近 3 年的營收及獲利來源未與其他公司共享，此外申請公司必須公開最近 3 年為募集資金所進行之重大交易，且有關記錄皆經妥適保存。
- 4、申請公司之董事及高階管理人員必須證明有充分經驗及能力經營公司，且有能力避免與公司發生利益衝突。
- 5、經營階層必須有獨立經營公司之能力，而不受任何特定股東之利益所操控。所指特定股東係指掌握申請公司 30% 以上股份之股東，或能影響公司董事任免之股東而言。
- 6、申請公司必須有足夠營運資金以供公司未來至少 12 個月營運之用。
- 7、申請公司上市時至少要有 25% 之股份為社會大眾所持有。
- 8、申請公司上市時其上市股份金額不得低於 70 萬英鎊，正常情況下會希望申請公司上市股份金額更多於此金額。

(二) AIM 市場之掛牌標準²⁰⁵

申請於 AIM 市場掛牌及申請於主板掛牌標準之差異，主要如下：

- 1、公司之股份無須分散予社會大眾。
- 2、不須有公開營業紀錄。
- 3、交易無須先經股東同意（不包括反向收購）。
- 4、申請文件無須經倫敦證券交易所或英國上市管理局(UKLA) 先行檢查。
- 5、須持續由指定顧問（nominated adviser）進行輔導。
- 6、無最低市值（capitalization）要求。

²⁰⁵ London Stock Exchange, *AIM Rules for Companies*, effective 17 February 2010.

有價證券申請於 AIM 市場之掛牌之標準如下：

- 1、申請公司已委任指定顧問（nominated adviser）及「指定經紀商」（nominated broker）。
- 2、申請之有價證券係可轉讓且未經限制交易。
- 3、申請公司必須是合法成立且為公開發行公司。
- 4、申請公司之財務報表係依美國或英國之公認會計原則或國際會計原則所編製，惟倫敦交易所鼓勵申請公司採用國際會計準則。
- 5、董事會應決議遵守有關持有重大影響股價之消息時，不得買賣公司股票之規定。
- 6、對於成立 2 年以內之公司，除上述條件外，其董事及所有員工須同意至少於掛牌之 1 年內不出售任何股票。

(三) AIM 市場與主板市場上市標準之比較²⁰⁶

	AIM 市場	主板市場
公眾持股	無公眾最低持有數量限制。	公眾須至少持有發行公司 25% 股份
營業紀錄	不須有營業紀錄	通常須要 3 年營業紀錄
重大交易	重大交易無須事先獲得股東核准（除非導致業務根本變化的接管或處分）	重大收購及處分案須事先獲得股東核准
掛牌程序	原則：倫敦證券交易所及英國上市監管局（UKLA）將不預先審查上市文件 例外：發行公司申請於 AIM 市場掛牌之文件係依「招股章程指令」所擬訂者，英國上市監管局才會進行審查。	上市監管局（UKLA）須預先審查上市文件
保薦制度	必須任命指定顧問	毋須保薦人
最低市值	無最低市值規定	有最低市值規定。

三、有價證券掛牌審查作業規定

²⁰⁶ London Stock Exchange plc, *A guide to AIM*, White Page Ltd, 2010, at 5.

(一) 主板市場之掛牌審查作業規定²⁰⁷

倫敦證券交易所上市部門審查主板上市申請案之審查要點包括：

1、審查是否符合上市條件：

- (1) 有價證券必須符合倫敦證券交易所有關保護投資人權益之條件。
- (2) 申請公司必須適當合併股份，或有效、合法於其相關地設立公司，並應遵守公司章程、工會法條及相關之法令制度。
- (3) 申請公司必須公布或報經有關機關核備其經查核之會計帳目。
- (4) 企業活動之性質及期間。
- (5) 必須具備永續經營之可能。
- (6) 申請公司之董事必須具備事業經營管理之專才及經驗。
- (7) 必須有充足之流動資金，並且必須於上市申請書中揭露流動資金報表。
- (8) 申請公司必須有能力營業並能作出獨立於任何一位控制股東之決定。申請人與控制股東之關係、所有營業交易都必須是基於正常的商業行為。申請公司也必須清楚表明董事會係獨立於任何控制股東。若在申請公司與控制股東之間有潛在利益衝突時，申請公司也必須表明有能力作出避免破壞全體股東的安排。若有潛在衝突時，必須於最速時間內告知倫敦證券交易所。
- (9) 有價證券必須具備有效性、可移轉性、由公眾持有及所有類股全部上市之相關要求。
- (10) 申請公司必須非為現金公司。

²⁰⁷ Supra note 204, *Conditions for listing - Chapter 3.*

(11) 任何實際付予或考慮付予申請公司董事、經理人或顧問之費用、酬勞等（包含任何贊助人或促成人），均不得以有價證券之上市申請案為條件。

2、審查公司之公開說明書是否充分揭露訊息：

公開說明書應充分揭露公司之基本資料，包括：有價證券性質和發行量、公司股本、業務範圍，財務狀況、董事成員、公司最近發展及前景預測等訊息，以使潛在投資人能根據該上市說明書做出正確之判斷。

3、申請公司應向倫敦證券交易所遞交下列文件：

- (1) 申請時：上市說明書初稿、承銷商確認週轉資本充足之信函、有關每一位董事及候補董事資料的紀錄卡；如申請公司之有價證券已在其他證券交易所上市，並應提交該證券交易所及監管機構同意其在倫敦申請上市之文件等。
- (2) 召開聽證會前：由承銷商出具申請公司已符合上市規則中所有規定之聲明、申請公司出具正式之上市申請書、公司成立證書影本、公司章程影本、由董事簽署之上市說明書及董事聲明書等。
- (3) 聽證會之後：由申請公司出據該公司已符合所有要求之聲明。

(二) AIM 市場之掛牌審查作業規定²⁰⁸

1、公開說明書應揭露之資訊：

- (1) 對擬掛牌有價證券之介紹。
- (2) 對申請公司之介紹，包括主要業務及資本額。
- (3) 有關公司財務狀況之介紹。

²⁰⁸ Supra note 205, at 3~46.

(4) 公司管理情況與治理結構之介紹。

(5) 最近之發展及未來展望之說明。

2、倫敦證券交易所規定應揭露之資訊：

(1) 有關發行公司董事之資訊：包括董事於過去 5 年內，曾於其他公司出任董事的狀況、於其等任職期間或離職後 12 個月內該等曾經任職之公司遭清算及倒閉之狀況、司法機構及監管部門對這些董事譴責之狀況。

(2) 有價證券掛牌前 12 個月內，直接或間接支付或收取價值在 1 萬英鎊以上之費用或其他利益之情況。

(3) 持有發行公司 10% 以上大股東之姓名及其持股。

(4) 公司出具營運資金充足之聲明書。

(5) 在公開說明書首頁標明提醒投資人 AIM 市場係為不同於正式掛牌之市場，而係專為小型、成長中公司設立之交易市場。

3、專家評估意見及財務預測並非絕對必要，惟若刊登財務預測，則應檢附會計師之核閱報告，並詳細說明財務預測編製之基本假設。

4、「指定顧問」制度：

由於 AIM 市場與主板市場有所區隔，因此，掛牌公司較需要特定專業人士進行輔導。依 1995 年證券公開推薦規則(Public Offer of Securities Regulations 1995) 規定，發行公司於 AIM 市場掛牌之前，尚須覓妥倫敦證券交易所核准之「指定顧問」(nominated adviser) 及「指定經紀商」(nominated broker)，說明如下：

(1) 指定顧問(nominated adviser)：由交易所核准之指定顧問，負責決定公司是否適合進入 AIM 市場，並由其負責引導、協助公司遵循 AIM 市場之有關規範及洽辦有關掛牌事宜。一旦掛牌，

依照 1994 年證券交易公開規則（ Traded Securities 《Disclosure 》 Regulations 1994） 規定，公司仍須保留此指定顧問，以辦理後續之資訊揭露等義務，否則會被處以暫停交易。倫敦證券交易所主板市場及 AIM 市場之差別，除了掛牌標準不同之外，指定顧問之有無，亦為重大之差異。在 AIM 市場掛牌之公司須指定並維持指定顧問，指定顧問可能為證券商、會計或金融業者²⁰⁹。

(2) 指定經紀商（nominated broker）：指定經紀商必須具備倫敦證券交易所之會員資格，指定經紀商之主要作用如下：

- A、如其所輔導之有價證券無造市商進行造市時，指定經紀商應以最大努力為買賣雙方尋求撮合管道；
- B、指定經紀商須於倫敦證券交易所之電腦系統鍵入公司資料，並須定期予以更新，包括：資本額、周轉率、稅後純益、股利、發布年報或財報之日期以及流通在外股數等。指定顧問與指定經紀商的合作有助於吸引投資人的興趣，建議投資及協助公司股票訂價等。

參、AIM 市場之交易制度

一、市場形態

AIM 市場的交易係按有價證券流動性之高低，以倫敦證券交易所現有交易系統進行交易。例如，流動性最高的 FTSE UK AIM50 證券係於委託單驅動市場進行交易；流動性次佳之 AIM 證券則於報價驅動市場與

²⁰⁹ London Stock Exchange, *AIM Rules for Nominated Advisers*, February 2007, at 8, “The nominated adviser is responsible to the Exchange for advising and guiding an AIM company on its responsibilities under the AIM Rules for Companies both in respect of its admission and its continuing obligations on an ongoing basis. A nominated adviser must be available to advise and guide AIM companies for which it acts at all times.”

造市商進行議價交易；對於流動性較差，且造市商少於 2 家之有價證券，則以綜合市場模型（hybrid market model），即結合造市商報價及委託簿交易之方式進行，茲分述如下：

（一）中央委託簿交易（Central Orderbook）

中央委託簿之交易方式係透過 SETS 交易平台進行，交易標的為最具流動性的 FTSE UK AIM50 證券。市場參與者透過 SETS 交易平台之中央委託簿進行電子化交易，輸入中央委託簿的委託單自動由系統進行撮合成交。此外，SETS 交易平台並結合造市商之參與，扮演流動量提供者之功能，以提高交易的連續性。

以中央委託簿進行交易之 AIM 有價證券，其委託單可於連續交易（逐筆撮合）期間輸入、刪除或更改。每一筆新輸入或該改之委託單都將依演算規則試算得否撮合成交。在連續執行的期間價格監控也會執行。

連續執行交易通常在完成開盤競價後開始而且會連續到收盤競價時段為止。在連續執行期間，每一筆新進的委託單都會與原本委託簿上的委託單進行撮合，以決定是否可以成交，在下列兩種情況之下委託單會被撮合成交，（1）新進賣單的價格低於或等於原本存在的買單價格；（2）新進買單的價格高於或等於原本存在的賣單價格；而委託簿中原本存在的委託單被執行的順序為價格優先，價格相同者為輸入時間在前者優先。

（二）造市商議價交易

與造市商議價之交易透過 SEAQ 系統進行，此系統係倫敦證券交易所為流動性較低之證券所提供之交易系統。大部分的 AIM 證券透過此系統進行交易。SEAQ 之交易係透過競爭性之造市商制

度驅動交易進行，即造市商必須連續提供買進及賣出雙向報價。又，此系統僅具報價揭示功能並不提供自動撮合成交之功能，投資人須透過經紀商與造市商進行議價交易，係屬在證券商營業處所議價之交易方式。

（三）綜合市場模型

對於造市商少於 2 家，流動性最低的股票，AIM 市場運用綜合市場模型（hybrid market model），結合造市商報價及委託簿交易的方式進行。這些股票在 SETSqx 系統進行交易，在這個系統中，除了與 SEAQ 相同的造市商報價驅動交易外，並同時存在委託簿交易功能，交易者可輸入委託單，市場會進行定期的電腦競價（periodic auction）撮合。定期電腦競價時間為上午 8 時、11 時、下午 3 時及 4 時 35 分等 4 個時點。

二、交易模式²¹⁰

按前述市場型態之區分，目前倫敦證券交易所對於 AIM 股票依其交易模式可歸納為 2 類，包括委託簿股票（Order book stocks）及非委託簿股票（Non-order book stocks），分述如下：

（一）委託簿股票（Order book stocks）：

委託簿股票之交易平台即 SETS 系統，係為流動量較大之股票提供連續交易，透過此平台交易之委託單將以無記名方式傳輸至系統內連續執行撮合成交。

（二）非委託簿股票（Non-order book stocks）：

²¹⁰ Rules of London Stock Exchange, effective 15 April 2010.

非委託簿股票係由市場造市商提供買賣 (bid and offer) 報價，而且這些價格對於其他交易所會員而言係屬確定之報價。對於部位較大的委託單，成交價格得與造市商進行議價。造市商必須提供具有競爭性的買賣報價以獲取交易價差利潤，此類的交易平台可以又可分為下列 2 類：

1、SEAQ (Stock Exchange Automated Quotation system) 系統：

SEAQ 系統係單純由市場造市商提供雙邊報價 (Quote system)，並持續由系統更新顯示最新報價，其中經紀商如果要回應在系統上的報價，必須與報價之造市商聯繫以進行交易 (僅有報價功能而無成交功能)。

2、SETSqx (Stock Exchange Electronic Trading Service-quotes and crosses) 系統，本系統結合 SEAQ (Quote system) 系統加上委託簿交易功能而成，此系統之特點包括：

- (1) 結合造市商報價系統並外加每日 4 次集合競價 (Auction) 之交易模式；
- (2) 由造市商負責提供流動性；
- (3) 每日 4 次之集合競價 (auctions) 交易可集中流動性；
- (4) 造市商及非造市商均可參與競價 (Auction)。

三、造市商制度²¹¹

(一) 造市商的註冊以及取消註冊

- 1、註冊：任何倫敦證券交易所會員公司均可依其意願向倫敦證券交易所註冊成為 AIM 證券之造市商。會員公司註冊為造市商，必須向倫敦證券交易所提供其欲擔任造市之有價證券詳細資料。申請

²¹¹ Rules of London Stock Exchange, effective 15 April 2010. at 57~64, Market Maker rules.

成為 AIM 有價證券之造市商必須於註冊前一工作日 13:00 之前提出申請，一旦完成註冊，造市商不能在 3 個月內取消註冊，而且一旦取消註冊，倫敦證券交易所將禁止其於 3 個月內重新註冊。

2、取消註冊：倫敦證券交易所於下列情形下，將取消造市商之造市資格：

(1) 造市商自己要求取消者；

(2) 交易所認為有必要者，但會員公亦可依照規定之程序，對倫敦證券交易所提出申復。

(二) 造市商的義務：

1、造市商於委託單驅動市場 (order-driven) 之義務

(1) 報價義務：造市商於 SETS 交易系統之開盤集中競價交易結束後至收盤集中競價執行前之強制報價期間，必須對其所註冊為造市商證券，連續維持不小於最小申報數量 (minimum submitted order size) 之買賣雙向報價。此報價必須為可執行之報價，亦即必須為確定報價。若報價已被成交、刪除或失效，造市商必須於 60 秒以內更新報價，2004 年後，更新頻率已經被縮小為 30 秒。

(2) 最大報價價差限制：造市商報價之最大買賣價差限制，依據該證券之分類而有不同的規定，分別有 5%、10%、15% 等 3 種不同最大的報價價差，但當股價波動幅度較大時 (wide price movement)，倫敦證券交易所可放寬其價差限制²¹²。

2、造市商於報價驅動 (quote-driven) 市場之義務

²¹² See *Id.*, at 57. “The Exchange occasionally allow market makers to relax spreads when an individual security is subject to wide price movement, This is very rare and normally will last more than a day.”

(1) 強制報價期間內之義務，造市商於強制報價時段內，負有下列義務：

A、造市商必須申報買進及賣出雙邊報價。

B、造市商應積極的回應會員公司之詢價，並依據其所申報之價格及數量，積極回應會員公司買進或賣出要求。

C、當造市商於強制報價期間結束前5分鐘內改變其報價，而產生新的最佳買價或最佳賣價時，則須維持該報價至少5分鐘。造市商若於報價系統停止該報價者，仍必須回應他方之交易請求，以該最佳報價之價格進行交易，直至其所申報之數量全數成交或其報價已屆滿5分鐘（二者較早屆至者）。

D、造市商更改報價之價格或數量，致與委託單到價者，必須立即與該委託單成交。

E、若造市商於電話中的報價數量大於或報價價格優於交易系統所揭示之報價者，則須以電話之報價為準。

(2) 造市商的除外責任

A、若要求交易的對象係其他該證券之造市商之交易代理人者，則造市商無成交之義務。

B、當市場行情急遽變化或系統出錯時，則造市商不須進行報價。

C、當造市商已經依其報價執行交易，而在合理的更改報價時間內尚未及更改其報價者，此際造市商不負成交義務。

(3) 強制報價期間外之義務

A、造市商於非強制報價時段所為之報價，僅具參考性質。

B、造市商若決定繼續進行報價，則須申報買進及賣出雙邊報價，且必須達最低報價數量。

- C、強制報價期間結束後，不論造市商決定維持與最後一筆報價相同之報價或改變其報價，一旦造市商持續進行報價，則其報價仍然為確定報價，但對同一證券之其他造市商或其他自營商則無成交義務。
- D、若造市商於強制報價結束後停止報價者，嗣後仍可在得報價其間內重新開始進行報價。

(4) 在特殊情形下之義務

- A、行情急遽變化時（fast market）：造市商對詢價之會員進行雙邊報價，且必須達最低報價數量，但對同一證券之其他造市商則無報價義務。
- B、在指引式報價時（indicative market）：造市商不須進行報價，但若選擇予以報價，則該報價為確定報價。
- C、市場暫停交易時（trading halts）：造市商得刪除其報價，但恢復交易時，即應持續進行報價。

第七節 國內外股票市場造市商義務內涵之比較

關於造市商的資格規定，大部分國家皆要求造市商須為交易所的會員，但我國證券櫃檯買賣市場並不採會員制，因此興櫃市場對於造市商的資格則要求其必須具備承銷商、經紀商及自營商資格；財務狀況必須符合法令規定、最近半年內未曾受主管機關依證券管理法令為停業處分、資本適足率須達 200%，以及其中主辦輔導推薦證券商必須有辦理相關業務經驗²¹³。

以下就我國興櫃與國外未上市股票市場有關造市商資格之規定，列表比較如下：

壹、造市商資格

興櫃市場	OTCBB 市場	Alternext 市場	AIM 市場
<ol style="list-style-type: none">1. 具備證券承銷商、經紀商及自營商資格。2. 符合證券商管理規則第 23 條之規定。3. 資本適足率達 200%。4. 主辦輔導推薦商，應符合下列條件：<ol style="list-style-type: none">(1) 最近 3 年內曾辦理承銷案件 3 件以上；或其承銷部門主管及至少 3 名承銷業務人員具有承辦資歷。	<ol style="list-style-type: none">1. 具備 NASD 之會員資格。2. 符合業務經營之相關規定。3. 財務要求：<ol style="list-style-type: none">(1) 資本額至少 \$250,000，且總負債不得高於淨資本 1500%。(2) 淨資本總額必須足以避免 SEC 資本不足警示。(3) 資本必須高於 12 個月合理估算的營運成本。4. 完整的內稽內控制度。	所有 Euronext 的會員皆可依其自願登錄成為任何證券的造市商。	任何倫敦證券交易所會員公司都可依其意願向交易所註冊為任何 AIM 證券的造市商。

²¹³ 同前揭註 14 「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」第 9 條。

興櫃市場	OTCBB 市場	Alternext 市場	AIM 市場
(2) 具有合格登記之承銷業務人員達10人以上。			

貳、造市商中途加入、退出規定

興櫃市場對於造市商的中途加入、退出有較多的規範，例如買賣1個月後才能加入，而且必須持有推薦股票3萬股以上，而中途加入者需加入滿6個月始能退出。相較之下OTCBB、Alternext及AIM對於此類規定較為寬鬆，造市商皆可隨時依其意願註冊加入。關於原始推薦證券商中途退出的規範，我國興櫃股票市場之規範亦較為嚴格，原則上開始櫃檯買賣之日起屆滿1年，始得退出，而OTCBB及Alternext都可隨時退出，AIM的中途退出期限3個月，亦較我國興櫃市場為寬鬆。

茲分別就我國興櫃與國外未上市股票市場有關造市商中途加入規定及原始造市商中途退出規定列表說明如下：

一、造市商中途加入規定

興櫃市場	OTCBB 市場	Alternext 市場	AIM 市場
1. 開始櫃檯買賣1個月後，始得加入。且須持有3萬股以上被推薦公司股票。 2. 加入後屆滿6個月，始得退出。	1. 造市商可隨時填妥申請書向OTCBB申請報價。 2. 每一證券必須維持\$2,500元以上的資本，然而造市商淨資本額最低不可低於\$1,000,000元。	造市商可隨時依其意願加入。	造市商可隨時依其意願註冊加入。

二、原始造市商中途退出規定

興櫃市場	OTCBB 市場	Alternext 市場	AIM 市場
1. 開始櫃檯買賣之日起屆滿1年，始得退出。 2. 但辭任後仍有2家以上推薦證券商與該股票發行公司訂有輔導股票上市或上櫃契約者，不在此限。	造市商可以選擇隨時中止對該證券之報價。	造市商可隨時依其意願退出。	註冊為造市商不得在3個月內取消註冊，而取消註冊者也不得在3個月內重新註冊。

參、造市商之權利

有關造市商之權利，造市商得透過買賣報價與投資者進行交易，賺取買賣價差的利潤，此為興櫃股票及本文所列國外性質類似市場造市商均具有之權利；另外造市商擁有投資人委託之資訊，亦屬其利益。

在自行認購方面，興櫃市場規範造市商應自行認購一部分股票作為造市籌碼，似屬義務要求；然推薦證券商自行認購之興櫃股票於轉上市（櫃）後通常能有可觀的資本利得，因此有關自行認購似亦可視為造市商之權利。

茲分別就我國興櫃與國外未上市股票市場有關各市場可認購的數量、比例及其資訊優勢，列表說明如下：

一、自行認購數量、比例

興櫃市場	OTCBB 市場	Alternext 市場	AIM 市場
1. 自行認購已發行股份總數3%以上且不低於50萬股。但3%如超過150萬	擁有的造市部位，約為市場交易市值長部位25%及空部位30%，以提供流動性。	無	無

股，則至少應自行認購150萬股。			
2. 各個推薦商應該認購10萬股以上。			

二、造市商之資訊優勢

興櫃市場	OTCBB 市場	Alternext 市場	AIM 市場
委託資訊僅個別造市商擁有。	委託資訊僅個別造市商擁有。	委託資訊僅個別造市商擁有。	委託資訊僅個別造市商擁有。

肆、造市商之義務

有關造市商報價頻率之規定，我國興櫃股票市場之規範較為明確且嚴格。我國興櫃股票市場要求造市商於交易時間內應持續維持至少2千股買進及賣出之報價，如前次報價經取消或其數量經點選成交後已不足1千股者，推薦證券商應於五分鐘內重新將報價資料輸入興櫃股票電腦議價點選系統。其他市場在議價交易的部分則未有連續報價頻率的規範。此外，在最低報價數量、報價價差範圍部分，我國興櫃股票市場均有明確規定。至於其他義務方面，我國興櫃股票市場要求造市商須調節市場流動性並維持報價之合理性，OTCBB市場則規定造市商不得於客戶下限價單後用較好的價格買賣，其餘類似之市場則無明文規定。

茲分別就我國興櫃與國外未上市股票市場有關報價之頻率、最低報價數量、報價價差及其他義務規範等項目，列表說明如下：

一、連續報價之頻率

興櫃市場	OTCBB 市場	Alternext 市場	AIM 市場
5分鐘之內	未規定須連續報價	須連續報價，但未規定頻率	1. Order-Driven： (1) 小型股:120秒內 (2) 其他證券:60秒以內。

興櫃市場	OTCBB 市場	Alternext 市場	AIM 市場
			2. Quote-Driven：須連續報價，但未規定頻率

二、最低報價數量

興櫃市場	OTCBB 市場	Alternext 市場	AIM 市場
2,000 股	依報價價格不同，由 1 股至 5,000 股不等。	€5,000	交易市場部位 (EMS)

三、報價價差

興櫃市場	OTCBB 市場	Alternext 市場	AIM 市場
5%	5% (原則上)	10%	5%、10%、15% (依 sector)

四、其他義務規範

興櫃市場	OTCBB 市場	Alternext 市場	AIM 市場
1. 維持報價合理性。 2. 適度調節報價數量，以增加市場流動性。	造市商若接受限價單，則不可在客戶下限價單後，以較優的價格為自己進行交易。		

第八節 小結

本章分析報價驅動市場特徵及造市商義務內涵，包括我國興櫃股票交易方式之特徵、造市商制度之功能及興櫃股票造市商之義務內涵，並與國外性質類似之未上市股票市場有關造市商之制度進行比較。或有學者認為「我國興櫃股票交易機制係以美國 OTCBB 為規劃藍圖，證券主管機關確實希望利用此一新制，為中小企業公司提供一個得以募集資金

管道。但從其整體管理機制觀之，可以瞭解到證券主管機關恐曲解美國 OTCBB 整體架構之重心，即其係以造市證券商為主體所設計之報價機制。在美國 OTCBB 報價之股票，若非屬交易市場不收留之股票，即屬於被交易市場所淘汰出局之股票。而此等股市孤兒須完全依賴造市證券商，集中於此報價藉此吸引買盤，方能順利募集到資金。若無造市證券商之積極參與，則此等公司即真正成了無人問津之『股市棄兒』。即使美國 OTCBB 每檔股票平均約有 9.3 家造市證券商參與促銷，其結果仍每況愈下，更何況我國市場上更欠缺足夠造市證券商，且無良好制度；於此多重束縛下，若欲推動興櫃股票交易機制，其預期結果必定是艱辛困難。」²¹⁴，惟我國興櫃股票市場自 2002 年 1 月 2 日建置迄今 9 年餘，累積歷年登錄興櫃公司之家數，包括曾經登錄為興櫃股票及目前尚登錄在興櫃板塊者，已逾千餘家，顯見興櫃股票市場已有效發揮做為上市櫃股票市場培育苗圃之功能。興櫃股票市場具有上市（櫃）股票預備市場之功能，與前述「股市棄兒」之市場結構，尚有明顯差異。

就我國興櫃股票市場造市商之制度與國外先進市場相較結果以觀，舉凡我國興櫃股票市場要求推薦證券商（造市商）之雙向報價義務（包括買進及賣出報價雙向報價義務、報價數量及報價價差之規範）、連續報價義務、應買應賣義務、合理價差委託之成交義務及建立造市部位之義務等項目，與美國 OTCBB 市場、歐陸 Alternext 市場及英國 AIM 市場等國外先進市場之造市商制度相較，並未發現有唐突之處。反之，我國「興櫃股票電腦議價點選系統」提供市場參與者包括報價揭示、點選成交等功能，為有效率的電子化議價交易平台，與國外先進市場充其量僅有報價功能及成交申報的交易系統相較，猶有相對較為進步之處。

²¹⁴ 林宜男，前揭註 52 文，頁 36。

第四章 興櫃股票適用反操縱條款分析

有關市場操縱行為（Market Manipulation），有學者謂「市場操縱之歷史可說與市場本身一樣古老」²¹⁵，意即有市場即有操縱情事發生；惟相對於內線交易應否禁止的激烈論辯，學界對於禁止操縱市場的共識較高²¹⁶，且查世界主要發達國家之立法亦率多明文禁止操縱市場的行為²¹⁷。

我國於 1968 年制訂證券交易法時，亦參酌美國及日本之立法例，於第 155 條明文禁止市場操縱行為²¹⁸，經 1988 年、2000 年及 2006 年 1 月 3 次修正後，現行法²¹⁹將操縱行為之態樣分成六類：（1）違約不交割；（2）相對委託；（3）價格操縱；（4）沖洗買賣；（5）散布流言；（6）概括規定：其他直接或間接操縱市場之行為。惟我國法並未就「操縱行為」本身之意涵加以定義，而係以列舉（第 1 款至第 6 款）加上概括條款（第 7 款）規定的方式禁止之。有關操縱行為的可罰性，有學者認為主要在於以不實的交易行為、散布不實資訊及製造證券供需與價格變動假象，以誤導投資人進而扭曲證券交易的價格與數量，破壞自由市場機能，減損市場籌集資本及導引資源有效配置的功能²²⁰。

另有認為操縱行為之禁止於現代證券交易法學中為一「相對容易」同時亦屬「相對困難」之議題²²¹。言其「相對容易」，係指現今世界主要資本市場發達國家之證券交易法制，皆有相關「操縱行為禁止」之規範，「操縱行為」之典型態樣皆有其明確之定義與適用範圍，且於司法

²¹⁵ 余雪明，證券交易法，四版，證券暨期貨市場發展基金會，2003 年 4 月，頁 438。

²¹⁶ 賴英照，前揭註 7 書，頁 627。

²¹⁷ 賴英照，前揭註 7 書，頁 628；劉連煜，新證券交易法實例研習，增訂五版，元照出版，2007 年 2 月，頁 392；陳俊仁，論證券交易法操縱行為禁止之理論基礎與規範缺失—以沖洗買賣觀察，月旦民商法，第 19 期（2008 年 3 月），頁 58。

²¹⁸ 參立法院秘書處編印，證券交易法案（上冊），1968 年 7 月，497 頁以下。

²¹⁹ 2010 年 1 月 13 日總統華總一義字第 09900005591 號令修正公布。

²²⁰ 賴英照，前揭註 7 書，頁 628。

²²¹ 陳俊仁，前揭註 217 文，頁 58~59。

實務上累積了多年的實踐經驗，與其他證券交易法議題相較，無論就規範之內容或其適用而言，爭議性皆可謂相對較小，故謂其於現代證券交易法學中係屬「相對容易」之議題。另因證券市場交易標的推陳出新及市場制度不斷更迭，操縱行為的花樣不斷翻新，並不是一個「固定的型態」²²²，以先進市場對禁止操縱行為之立法例觀察，亦鮮少直接對操縱行為定義，而多係藉由類型化的方式來界定範圍²²³，因操縱行為定義之缺乏，故謂其係屬「相對困難」之議題。

我國自 1980 年代末期股票交易市場開始蓬勃發展迄今，委託單驅動之交易模式始終為證券市場主要的交易方式，目前集中交易市場之上市有價證券及櫃檯買賣市場之上櫃有價證券，均屬以委託單驅動之方式進行交易，有關我國證券交易法上反市場操縱條款之學說及司法實務見解，亦均於委託單驅動交易模式之基礎環境上發展。而「操縱行為之禁止」誠如學者所言，於現代證券交易法學中既有其「相對困難」之一面，本文考量，若加以興櫃股票係以推薦證券商（造市商）報價驅動成交，相對特殊之方式交易，則有關其適用我國證券交易法反市場操縱條款之相關議題，因相關文獻尚屬鳳毛麟角，且司法判決實務更是闕如，故或有「益顯困難」之可能。

鑒於興櫃股票市場成立迄今已逾 9 年，市場規模已呈穩定成長之勢，若如學者所謂「市場操縱之歷史可說與市場本身一樣古老」，則不難想像興櫃股票交易與市場操縱行為之間終將有擦出爭議火花之時，本章爰擬以興櫃股票之交易特徵為中心，逐一檢測其於適用證券交易法第 155 條第 1 項各款所揭各類操縱態樣可能產生之疑義，並提出管見。

²²² 賴英照，前揭註 7 書，頁 630。

²²³ 參考美國 1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）中第 9 條及第 10 條之規定，以及日本證券交易法中第 158 條及 159 條之規定。

第一節 操縱行為之主體

壹、市場實務見解

依國際證券監理機構組織（IOSCO, International Organization of Securities Commissions）之研究報告²²⁴，操縱行為依其所使用方法可區分為下列行為類型：「粉飾行情（painting the tape）」、「沖洗買賣（wash sale）」、「不當之相對委託（improper matched order）」、「拉抬買價（advancing the bid）」、「拉高出貨（pumping and dumping）」、「臨收作價（marking the close）」、「軋空（corner）」、「擠壓（squeeze）」及「透過媒體，包括網際網路或任何其他媒介，散布虛假或誤導之市場資訊」等類型。至於可能遂行前述操縱行為之主體，則包括：「有價證券發行人」、「市場之參與者」、「市場中介機構」及以上主體之組合。

貳、我國學說及司法實務之見解

依我國證券交易法第 155 條第 1 項及第 2 項規定，對於市場操縱行為主體之資格，除第 3 款「通謀」相對買賣之行為主體屬必要共犯之外，其餘各款並未特別描述行為主體之要件，故理論上行為主體應無特別資格限制，即任何刑事責任主體均得為本條之適格行為主體，包括「自然人」及「法人」。倘若法人違犯本條之罪者，依證券交易法第 179 條規定，應處罰其行為之負責人。

茲按我國證券交易法第 155 條第 1 項及第 2 項規定，析述各種操縱態樣之行為主體資格如下：

²²⁴ 有關市場操縱行為之類型，請參張文毅譯，市場操縱行為的調查與起訴，證交資料第 532 期，2006 年 8 月，頁 12~14。

原文請參 Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Investigating and Prosecuting Market Manipulation, May 2000, 網址：
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf>. 查閱日期：2011 年 5 月 31 日。

一、在集中交易市場委託買賣或申報買賣，業經成交而不履行交割，足以影響市場秩序者：本款規定於 2006 年 1 月 11 日修正前之規定為「在集中交易市場『報價』，業經有人承諾接受而不實際成交或不履行交割，足以影響市場秩序者。」惟依證券交易法第 151 條規定「於有價證券集中交易市場為買賣者，在會員制證券交易所限於會員；在公司制證券交易所限於訂有使用有價證券集中交易市場契約之證券自營商或證券經紀商」；亦即僅「證券經紀商」及「證券自營商」可於有價證券集中交易市場買賣，故本款適用於一般投資人即產生困難。

就證券交易實務而言，投資人向證券經紀商下單後，證券經紀商即以自己之名義向交易所報價，經由電腦撮合成交後，證券經紀商依民法行紀關係（民法第 576 條規定）由證券經紀商（行紀人）對交易相對人，行使其權利，並自負義務（民法第 578 條規定）後，再由行紀人依委任關係之規定，將取得之有價證券所有權或賣出有價證券所得之價金移轉於委託買賣之投資人。故證券經紀商並非買賣契約之實質當事人，因此為使買賣契約實質當事人（一般投資人）納入規範，須應用刑法「間接正犯」之概念，認為證券經紀商不過為被利用之「工具」，使真正行為人負擔刑事責任，實務上，法務部為解決此一爭議，曾有所討論²²⁵。

²²⁵ 法務部公報，第 213 期，頁 166、167。

法務部（87）法檢決字第○一九四八六號：就證券交易法上「違約不履行交割」情況下，一般投資人違約交割是否會犯證券交易法違約交割之罪？

研究意見：

甲說：證券交易法第一百五十五條第一項第一款規定所稱：「在集中交易市場報價」其主體，依同法第一百五十一條規定應指證券自營商或經紀商而言，實務運作上，投資人委託經紀商買賣有價證券，經紀商將「委託」以電腦輸入方式向交易所報價，並由交易所撮合成交，與上開規定相符。又本款所稱「不履行交割」自同法第十五條第三款規定，證券經紀商受託買賣有價證券得為行紀或居間委託買賣之投資人，則不論依現行規定或證券交易實務，應指證券自營商及經紀商之

本款於 2006 年 1 月 11 日修正為現行條文，乃鑒於實務運作上委託買賣雙方一經撮合即為成交，並無不實際成交之情形發生，爰刪除「不實際成交」，並配合實務現狀修正「報價」、「業經有人承諾接受」等用語，另考量交易市場係採兩階段交易，包括投資人委託證券商買賣及證券商申報買賣；故不履行交割之態樣係包括投資人對證券商不履行交割，以及證券商對市場不履行交割等兩種類型，爰將構成要件修正為「委託買賣或申報買賣」，以資明確。另本款之立意係為防範惡意投資人不履行交割義務，影響市場交易秩序，至於一般投資人若非屬惡意違約，其違約金額應不致足以影響市場交易秩序，不會有本款之該當，自不會受本法相關刑責之處罰。

修法之後，本款適用之主體資格已臻明確，舉凡得在集中交易市場「委託買賣」者，包括自然人及法人；或「申報買賣」者，包括證券經紀商及證券自營商，均得為本款適用之主體。

二、意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，與他人通謀，以約定價格於自己出售，或購買有價證券時，使約定人同時為購買或出售之相對行為者：實務上一般常見「相對委託」之操縱手

不履行交割而言。至於同法同條第四項準用第二十條第四項，將委託人「視為取得人或出賣人」仍不能解決此一問題。理由之一，本條第四項所定「第二十條第四項之規定，於前項準用之」其準用之目的，在解決民事責任，而非刑事責任問題，其二，第二條第四項「視為」一語，即明定委託人並非買賣主體，其不負履行交割之義務，因此，本款對於委託經紀商買賣證券之投資人，似難有適用餘地，學者賴英照採此見解（見其所著證券交易法逐條釋義第四冊）。

乙說：在證券集中交易市場報價者，雖為證券經紀商，但實務上委託報價者，則為投資人，證券經紀商不過為被利用之工具而已。至報價後有人承諾接受；應實際辦理成交或不辦理成交者，應亦為投資人。而刑罰之對象，應為實際犯罪之人，故應依本法第一百七十一條處罰者，為證券投資人為而非證券經紀商，實務上採之（見八十四年四月十三日（八十四）廳刑一字第○七二六○號函復臺灣高等法院座談會，最高法院七十八年度台上字第三一七九號及同院八十二年度台上非字第一七四號刑事判決）。

研究結論：採乙說，惟初步結論內關於最高法院「以擴張解釋，有違罪刑法定主義」此句話予以刪除。因法律僅禁止類推解釋，並未禁止擴張解釋，其屬論理解釋之一種，法院自可為之。法務部檢察司研究意見：證券經紀商係受投資人委託向集中市場報價，則投資人顯有向集中市場報價之行為；於報價後不履行交割，依證券交易法第一百五十五條第一項第一款之目的觀之，以委託買賣證券之投資人為處罰之對象，尚無不同意討論意見結論。

法，係由二個以上之操縱行為人在相同或不同的證券經紀商開戶，約定於大致相近之時間、價格與數量，對某一特定之有價證券為相對委託買賣之委託行為。而「相對委託」犯罪主體與「沖洗買賣」所不同者，在於「沖洗買賣」係指同一人或實質所有權人同一者所為，「相對委託」之操縱則係由二人通謀為相對向之行為以完成虛假之交易，因二人間必須有犯意之連絡，故其為絕對必要共犯。必須相對委託之買方與賣方共同構成犯罪，如有利用配偶、親屬或他人之戶頭為相對買賣者，當以該被利用之人是否有犯意聯絡為準，如有，則為相對委託，否則可能係成立沖洗買賣²²⁶。故本款之行為主體係指在集中交易市場或櫃檯買賣市場委託買進或賣出有價證券之投資人。

三、意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出：本款之行為主體為得在證券集中交易市場或櫃檯買賣市場買入或賣出有價證券者，包括證券商及一般投資人；較有疑問者為「人頭戶」是否得為本款之行為主體，依法院實務見解，「借用人頭帳戶使用之原因不一而足，要難以帳戶出借，即認有共同炒作股票之情」²²⁷，亦有認為，「依行為人在證券交易市場之經驗，除提供數千萬元或數億元之資金外，並提供帳戶供為炒作，客觀上能否謂不知情，似與經驗法則有悖，...能否謂非...炒作特定股票之幫助犯，應負共犯之

²²⁶ 李開遠，證券交易法第一百五十五條第一項第三款處罰操縱股價行為，「相對委託」刑事責任之探討，銘傳大學法學論叢，第6期，2006年6月，頁12。

²²⁷ 最高法院 92 年台上字第 623 號刑事判決：「借用人頭帳戶使用，或因營業員為增加業績，或因投資人為增加融資額度、或為節稅，不一而足，要難以帳戶出借，即認有共同炒作股票之情」。

責任，亦有再行研求之餘地」²²⁸，故有關「人頭戶」或資金提供者，是否成立本款之共犯關係，應視具體個案之行為人有無犯意聯絡或行為分擔而定。

四、意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象，自行或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對成交：本款之行為主體為得在證券集中交易市場或櫃檯買賣市場買入或賣出有價證券者，包括證券商及一般投資人。本款於1988年修正時，增訂「自行或以他人名義」的文字，明文禁止利用他人名義買賣股票以達操縱股價之目的。所謂「以他人名義」，係仿自證交法第22條之2第3項「利用他人名義」的用語；依同法施行細則第2條的規定，所稱「利用他人名義」包括下列情形：（一）直接或間接提供股票與他人或提供資金與他人購買股票。（二）對該他人所持有之股票，具有管理、使用或處分之權益。（三）該他人所持有股票之利益或損失全部或一部歸屬於本人。

法院實務見解認為本款「利用他人名義」的涵意，應較上開施行細則的範圍為廣；雖未能完全符合上述3項要件，但有相當事實證明利用人頭以遂行抬高或壓低股價的行為者，亦可構成犯罪。被利用的人頭，如參與操縱行為之謀議或執行者，為共同正犯；如知

²²⁸ 最高法院 95 台上字第 1220 號刑事判決：「但對於本件犯罪有重要關鍵之資金及帳戶之提供者，是否應負共犯之責任，基於健全證券交易市場之機能及證券交易秩序之維持，並保障投資人等公平正義之維護，依刑事訴訟法第一百六十三條第二項之規定，法院自應依職權調查證據，俾發現真實。……且退而言之，如認渠等對於黃○宏、傅○萁等人如何下單，事先並未與之謀議，事後亦未朋分炒作股票所得之利益，難認彼此間有何炒作股票之犯意聯絡，行為之分擔，但如上所述，黃、傅二人等炒作特定股票之行為，以渠等在證券交易市場之經驗，除提供數千萬元或數億元之資金外，並提供帳戶供為炒作，客觀上能否謂不知情，似與經驗法則有悖，渠等持續提供資金、帳戶供黃、傅等人炒作特定股票，能否謂非黃、傅等人炒作特定股票之幫助犯，應負共犯之責任，亦有再行研求之餘地」。

情而僅提供帳戶者，屬幫助犯²²⁹。惟被利用的人頭，對於操縱股價的行為如不知情者，則不成立犯罪²³⁰。至於利用人頭遂行本款犯罪者，構成「以他人名義」操縱股價之犯罪，並非間接正犯²³¹。證券投資信託公司運用投信基金買賣股票，如有操縱行為，亦構成本條犯罪，依本法第179條規定，處罰為行為之負責人²³²。

五、意圖影響集中交易市場有價證券交易價格，而散布流言或不實資料：

本款之行為主體並未做任何的限定，因此自然人或法人均可；且散布流言或不實資料之行為人，其是否為證券市場之交易者，在所不問²³³。亦有以為本款功能鮮少發揮，其因在於「認定該罪之客觀要件及主觀要件是否具備的判斷上，存在著一定的困難度」，進而建議「應考量行為人在身分上之差別，即使是相同內容的不實資訊，由一名證券分析師口中說出，或是由一名民眾口中說出，對於投資者的影響力應該是有所不同，因此，認為將本罪之行為主體應予以限制，僅限於就以其身分所傳播之訊息，對於證券市場存在較大影響力之人，始能成立本罪」²³⁴。

²²⁹ 最高法院 96 年度台上字第 2453 號刑事判決。

²³⁰ 臺灣高等法院 91 年度上訴字第 3263 號刑事判決，國○公司案。

²³¹ 最高法院 87 年度台上字第 2678 號刑事判決，億○案。財政部 1999 年 10 月 27 日財政部(88)台財證(三)第 04014 號函指出，針對出借帳戶予他人操縱市場者，因交易實務上通常出借人不可能長期不知他人借用帳戶之用途，故應認定出借人有幫助之故意及行為，論以幫助犯；如出借人與操縱市場之行為人有犯意聯絡及行為分擔，則應論以共同正犯。相關討論，可參蕭胤璵，操縱股價犯罪之主觀構成要件：現行法院對主觀構成要件認定之分析，月旦法學，第 156 期(2008 年 5 月)，頁 234 以下。

²³² 臺灣高等法院 88 年度上訴字第 500 號刑號刑事判決(萬○鑽石基金案)。該案被告，有 5 日以上買進或賣出「寶○特」股票之成交量大於該日成交量 20% 以上，有時達 60%，且連續多日委託買進價格高於成交價或以漲停板價格委託，更有 4 次刻意拉尾盤，對成交價有明顯影響，致使該股票價量呈現異常現象。被告雖以股票值得投資做為抗辯，但卻於同一時期賣出 247 萬 8 千股，法院未予採信。另參臺灣高等法院 85 年度上訴字第 1673 號刑事判決(富○基金案，基金經理人以基金連續大量買賣大○北瓦斯公司股票)。

²³³ 林國全，以散布流言或不實資料方法操縱價格，月旦民商法雜誌第 7 期，2005 年 3 月，頁 151。

²³⁴ 張天一，論證券交易法上散布流言或不實資料操縱價格罪，中原財經法學第 20 期，2008 年 6 月，頁 140。

六、直接或間接從事其他影響集中交易市場有價證券交易價格之操縱行為：本款為概括規定，係在法律列舉規範之前提下，為了防止列舉方式之不足或遺漏而為之補充規定，因此，概括條款之內容尚不能脫離法律列舉性規定之基本精神。亦即，二者在實質上對行為的衡量標準應當具有一致性，屬於同類違法行為。即「直接或間接從事其他影響集中交易市場有價證券交易價格之操縱行為」者，必須其事件性質與法律列舉之違約不交割、相對委託、連續交易、沖洗買賣及散布流言等操縱態樣具有性質之類似性且具刑罰規範之必要性。本款就行為主體並未明文規定，故理論上任何刑事責任主體均得為本條之適格行為主體，包括「自然人」及「法人」。

參、推薦證券商是否得為操縱主體

依國際證券監理機構組織之研究報告，操縱行為之主體可能包括有價證券發行人、市場之參與者、市場中介機構及以上主體之組合。就我國證券交易法第 155 條第 1 項及第 2 項規定，對於市場操縱行為主體之資格，除第 3 款「通謀」相對買賣多數意見認為屬必要共犯之外，其餘各款並未特別描述行為主體之要件，故理論上任何刑事責任主體均得為本條之適格行為主體，包括「自然人」及「法人」。而興櫃股票之交易方式係由推薦證券商（即興櫃股票之造市商）之報價主導交易進行；因此，興櫃股票之推薦證券商堪稱興櫃股票交易市場最重要之參與者，其得為操縱行為之主體應無疑義。另參我國證券交易法第 155 條第 1 項及第 2 項規定，亦未有排除興櫃股票推薦證券商適用之明文，故就我國法制觀察推薦證券商得為操縱行為之主體，亦應無疑義。

茲有必要深究者為：興櫃股票交易之雙方當事人之中必有一方為推薦證券商，投資人與投資人之間不可能相互成交²³⁵，且興櫃股票交易方式之特徵包括推薦證券商負有連續報價義務、對有合理價差之委託單負點選成交義務、對於投資人到價之委託負點選成交義務（參本文第三章第一節）；在此情況下，依傳統學說及實務之見解，推薦證券商之「連續報價」及「相對成交」行為均有可能該當我國證券交易法反市場操縱條款之構成要件。惟本文經比較我國興櫃股票市場及國外性質類似市場有關造市商義務之內涵，發現我國興櫃股票推薦證券商之造市義務尚無唐突之處（參本文第三章第七節），故興櫃股票推薦證券商應否適用或如何適用我國證券交易法第 155 條反市場操縱條款之規定，乃成疑義。

按我國現行證券交易法第 155 條第 1 項有關反市場操縱條款之規定，除第 6 款「散布流言」及第 7 款概括條款（有關其他直接或間接操縱市場之行為）等 2 款規定，與推薦證券商之報價及點選成交義務尚無直接關聯外，其餘各款實與推薦證券商之報價及點選成交行為息息相關。本節有關推薦證券商是否得為操縱主體之探討，實即研究推薦證券商對興櫃股票報價及點選成交等正常之造市行為是否仍應被評價為市場操縱行為。茲爰以興櫃股票交易特徵出發，並區辨推薦證券商買賣興櫃股票之行為是否屬正當之造市行為，分述推薦證券商為操縱主體之可能性如下：

一、推薦證券商履行造市義務時：

推薦證券商具有興櫃股票市場買方及賣方之共同交易相對人之角色（即市場上全體買方投資人所買入之興櫃股票，係推薦證券

²³⁵ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 4 條第 1 項規定：「興櫃股票之櫃檯買賣，得採經紀或自營方式，以議價方法為之，其買賣雙方至少有一方須為該興櫃股票之推薦證券商」。

商所售出；市場上全體賣方投資人所售出之興櫃股票，係出售予推薦證券商），故興櫃股票市場係以推薦證券商中介交易，倘無推薦證券商之應買應賣行為，則興櫃股票之交易無由完成。因此，推薦證券商履行造市義務之行為，猶如委託單驅動市場之撮合原則（在集合競價為「價格優先、時間優先」；在逐筆撮合為「時間優先、價格優先」），本文認為應予中性評價；亦即在判斷興櫃股票市場之操縱行為時，應先將推薦證券商因履行造市義務所為之正常報價及點選成交行為適當抽離，始能窺得全貌並還原交易實情。

目前我國興櫃股票市場實務要求推薦證券商之「報價義務」包括：開市前之報價義務及交易時間內之連續報價義務，報價原則係就其所推薦之興櫃股票負「買進」及「賣出」雙向報價之義務；推薦證券商每筆報價之最低報價數量必須為 2,000 股以上，且其買進與賣出報價間之差距（spread）不得逾賣出報價之 5%；另因推薦證券商報價之性質為確定之報價，故推薦證券商應按其所報賣出（或買進）價格及數量對投資人負點選成交義務。至推薦證券商之「點選成交義務」則包括：到價點選之義務（推薦證券商對於自己推薦之興櫃股票所為之報價，於投資人申報之買進價格高於或等於推薦證券商申報賣出之價格，或投資人申報之賣出價格低於或等於推薦證券商買進申報之價格時，負有與其成交之義務，推薦證券商於到價之數量全部成交前，不得變更報價）及合理價差點選成交義務（推薦證券商對於其所推薦之興櫃股票，就買進委託與賣出委託間具備一定合理價差時，推薦證券商即應點選該買進委託及賣出委託，分別與該等委託成交），相關討論請參本文第三章第三節。

本文認為，當推薦證券商按此等規定進行報價及點選成交行為時，應被評價為履行造市義務之正當行為，除另有積極證據證明推薦證券商與操縱者有犯意聯絡或行為分擔等共同正犯關係之外，對於推薦證券商無不法意圖之報價及點選成交行為，縱令其有連續交易、相對成交等操縱行為之外觀，因無不法意圖，應無我國證券交易法反市場操縱條款適用之餘地。

二、推薦證券商未履行造市義務時：

對於推薦證券商違反其造市義務之報價及點選成交行為能否遽予認定為該當反市場操縱條款之構成要件，本文認為亦有加以深究之必要，分述如下：

(一) 違反造市義務之行為，客觀上該當反市場操縱條款之構成要件者：

推薦證券商違反其造市義務所為之報價及點選成交行為，若有相對委託、連續交易及沖洗買賣等不法行為之外觀，仍應再判斷該違反造市義務之行為，是否該當操縱行為之構成要件之主觀要素，例如是否具有影響股價或製造市場活絡表象之「意圖」及是否具有實現構成要件行為之「故意」（知與欲），始能認定推薦證券商是否涉及市場操縱。倘推薦證券商僅係單純因其所屬作業人員之操作疏失而違反報價及點選成交義務者，則因欠缺構成要件故意及不法意圖，尚難遽認其違反造市義務之違規行為即該當於操縱市場之行為。

(二) 違反造市義務之行為，客觀上不該當反市場操縱條款之構成要件者：

推薦證券商違反造市義務而不為報價或應點選成交而不予點選成交者，此際，因不具備報價行為外觀或無成交之事實，故應

無該當「違約不交割」、「相對成交」、「連續交易」及「沖洗買賣」等各款構成要件之可能。

(三) 推薦證券商不為報價或不為點選成交之行為是否構成操縱行為之

「不作為犯」：按不作為犯就其犯罪結構之不同，可區分為「純正不作為犯」及「不純正不作為犯」；所謂「純正不作為犯」乃指不法構成要件明定之構成要件行為係不作為，行為人唯有以不作為之行為方式，才能實現該類不法構成要件之不作為犯²³⁶。所謂「不純正不作為犯」則係指對於構成要件該當結果之發生負有防止義務之人，不為其應為之防止行為，致發生與以作為之行為方式實現不法構成要件情況相當之不作為犯。此種不作為犯係由於行為人以不作為，而違犯刑法規範以作為之行為方式規定之不法構成要件²³⁷。

查我國證券交易法第 155 條第 1 項各款規定之構成要件，並非以不作為方式始能實現不法構成要件之犯罪類型，故其本質應非「純正不作為犯」；另查證券管理相關法令並未對興櫃股票推薦證券商課予防止「操縱行為」此一結果發生之義務，推薦證券商對於證券交易法第 155 條第 1 項各款構成要件該當結果既未負有防止其發生之義務，因此，推薦證券商縱有不為報價或不依規定點選成交之行為，充其量係違反有價證券櫃檯買賣市場之規範，尚非市場操縱行為之「不純正不作為犯」。綜上，本文認為推薦證券商不為報價或不依規點選成交之行為，尚不構成操縱行為之不作為犯。

²³⁶ 林山田，刑法通論(下冊)增訂七版，2000 年 12 月，頁 198。

²³⁷ 林山田，同前揭註，頁 199。

第二節 操縱行為之客體

我國證券交易法第 155 條第 1 項規定，對「在證券交易所上市之有價證券」，不得有各款之操縱行為；第 2 項復規定「於證券商營業處所買賣有價證券」準用之。據此規定，我國證券交易法第 155 條反市場操縱條款規範之行為客體應係包括「在證券交易所上市之有價證券」（第 1 項）及「於證券商營業處所買賣之有價證券」（第 2 項）。而興櫃股票並未在臺灣證券交易所股份有限公司所開設之集中交易市場買賣，故其非屬「在證券交易所上市之有價證券」應無疑義。茲擬探討者為興櫃股票是否屬於「證券商營業處所買賣有價證券」之範疇？此涉及「興櫃股票是否屬於證券交易法所稱之『有價證券』」及「興櫃股票是否屬於『證券商營業處所買賣』之有價證券」等議題之判斷，茲分別析述如下：

壹、興櫃股票是否屬於證券交易法所稱之有價證券

依證券交易法第 6 條第 1 項規定：「本法所稱有價證券，指政府債券、『公司股票』、公司債券及經主管機關核定之其他有價證券」，按證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則²³⁸第 3 條規定：「發行人申請其已發行之普通股股票在證券商營業處所登錄買賣者，應依本準則規定向財團法人中華民國證券商營業處所買賣中心申請」，另依同準則第 6 條第 1 項第 1 款規定，本國發行人申請其股票登錄為櫃檯買賣者，以公開發行公司為限。同準則第 7 條第 1 項第 1 款則規定，外國發行人申請其普通股股票登錄為櫃檯買賣者，必須為「依照外國法律組織登記之股份有限責任公司，且未違反『臺灣地區與大陸地區人民關係條例』相關規範；並依『外國發行人募集與發行有價證券處理準則』規定補辦股票公開發行

²³⁸ 證券商營業處所買賣中心 100 年 3 月 2 日證櫃審字第 1000003661 號公告修正

者」，由以上規定可知，掛牌為「興櫃股票」之標的，不論係本國企業或外國企業所發行之有價證券，均以普通股股票為限（即不包括特別股股票）。因此，興櫃股票係屬證券交易法第6條第1項規定所稱之「公司股票」，屬於證券交易法所稱「有價證券」之範疇應無疑義。

貳、興櫃股票是否屬於證券商營業處所買賣有價證券

依證券交易法第62條第1項及第2項規定，證券經紀商或證券自營商，在其營業處所受託或自行買賣有價證券者，非經主管機關核准不得為之（第1項），且授權主管機關就證券商營業處所受託或自行買賣有價證券相關事項訂定管理辦法（第2項），主管機關爰訂頒「證券商營業處所買賣有價證券管理辦法」²³⁹，規範證券營業處所買賣有價證券之相關事項。依該管理辦法第5條第1項規定：「有價證券在櫃檯買賣，除政府發行之債券或其他經本會²⁴⁰指定之有價證券，由本會依職權辦理外，其餘由發行人向財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心申請『上櫃』或『登錄』」。按此規定，足徵有價證券申請在櫃檯買賣之型態，係包括申請「上櫃」及申請「登錄」兩種類型（有關有價證券申請「上櫃」及申請「登錄」之區別，請參本文第二章第一節）。

另按證券櫃檯買賣中心「興櫃股票買賣辦法」第3條第1項規定，興櫃股票係指發行人依「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」規定申請「登錄」買賣之「普通股股票」，且「興櫃股票審查準則」又係依主管機關「證券商營業處所買賣有價證券管理辦法」

²³⁹ 同前揭註6。

²⁴⁰ 係指行政院金融監督管理委員會。

第 8 條規定²⁴¹授權所訂定，故興櫃股票係屬於證券商營業處所買賣有價證券之類型之一，其性質為「證券商營業處所買賣有價證券管理辦法」第 5 條第 1 項所稱之「登錄」類型。

據上分析，興櫃股票為「證券商營業處所買賣之有價證券」應無疑義，依證券交易法第 155 條第 2 項規定，應準用第 1 項各反操縱條款，故本文認為興櫃股票應有證券交易法第 155 條第 1 項所揭各款反市場操縱行為規範之適用，並無疑義。



²⁴¹ 證券商營業處所買賣有價證券管理辦法第 8 條條文內容為：「證券櫃檯買賣中心應訂定證券商營業處所買賣有價證券審查準則，報請本會核定之」。

第三節 操縱行為態樣

證券交易法於 1968 年訂定時，其中第 155 條「反操縱條款」之立法目的係在「避免由於人為的操縱，創造虛偽交易狀況與價格假象，引人入甕，使投資大眾受到損害」²⁴²。惟因實務上操縱行為的花樣不斷翻新，並非固定型態，故我國、美國及日本等國之證券交易相關法制均未對於「操縱行為」之概念直接予以定義；學者認為，此乃「有意讓它涵蓋任何精心設計的操縱手法」²⁴³。

第一款 學說對操縱行為之分類

論者有以行為態樣將操縱行為區分為「交易型」及「非交易型」等兩類，分述如下²⁴⁴：

一、交易型之操縱方式 (trade-based)

所謂「交易型之操縱方式」，係指行為人直接藉由交易之方式，改變證券交易價格或交易數量，造成交易價格變化或交易活絡之假象，進而誘使他人從事證券買賣。在「交易型之操縱方式」中，尚可進一步區分為「虛偽交易型」以及「實際交易型」兩種型態²⁴⁵：

(一) 虛偽交易型之操縱行為：係指行為人形式上雖有證券交易之外觀，惟實質上並未移轉其權利者而言。「虛偽交易型之操縱行為」藉

²⁴² 參立法院秘書處編印，證券交易法案（上冊），1968 年 7 月，497 頁以下。立法說明為：「本條明文禁止操縱市場行情行為，目的在於維護證券市場機能之健全，以維持證券交易秩序並保護投資人。而證券集中交易市場主要功能之一，在於形成公平價格，而公平價格之形成，繫於市場機能之健全，亦即須維護證券市場的自由運作。在自由市場中，有價證券的交易，係基於投資人對於證券價值的體認，形成一定的供需關係，並由供需關係決定其交易價格。而操縱市場行情的行為，將扭曲市場的價格機能，因此必須加以禁止，以避免由於人為的操縱，創造虛偽交易狀況與價格假象，引人入甕，使投資大眾受到損害」。

²⁴³ 賴英照，前揭註 7 書，頁 630；原文為：「美國聯邦最高法院即指出，操縱（manipulation）一詞，國會沒有提供明確的定義，就是有意讓它涵蓋任何精心設計的操縱手法，以貫徹維護自由市場的立法目的。見 Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185（1976）」。

²⁴⁴ 張天一，前揭註 234 文。查日本法即係依此等分類方式規定，相關討論見林國全，從日本法之規定檢視我國證交第一五五條反操縱條款，政大法學評論第 49 期，1993 年 12 月。

²⁴⁵ Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation* (2005), at 465，轉引自張天一前註文。

由其形式上之交易外觀，使人誤認為該交易係於不同主體之間進行，市場操縱之行為人藉此影響有價證券之交易價格或數量，以欺詐性之手段誘使他人參與交易。典型之虛偽交易型操縱行為，包括本文第四章第一節所列「沖洗買賣（wash sale）」及「不當配對委託（improper matched order）」等方式。

（二）實際交易型之操縱行為：係指市場操縱之行為人實質上確有證券交易活動，目的在於直接造成有價證券交易價格或交易數量變化，以誘使他人誤判交易實情而參與買賣。典型之實際交易型操縱行為，包括本文第四章第一節所列「粉飾行情（painting the tape）」、「連續交易（a series of transactions）」、「拉高出貨（pumping and dumping）」、「臨收作價（marking the close）」、「軋空（corner）」及「鎖碼（squeezes）」等方式。

二、非交易型之操縱方式（non-trade-based）

「非交易型之操縱方式」，係行為人非以交易之手段遂行操縱行為之謂。典型之方式為「資訊型操縱行為」（information-based）²⁴⁶。此類操縱行為係指行為人藉由發布資訊影響證券價格而遂行其操縱目的，例如：行為人以散布不實或不準確之預測資料等方式誤導投資者，誘使其進行交易，使有價證券之交易價格往特定之方向移動；質言之，此種操縱模式之行為人本身並未參與交易，而係以傳遞足以影響市場供需關係之訊息，促使他人交易，以間接之方式造成有價證券交易價格變化。

第二款 我國法制對操縱行為之分類

²⁴⁶ 張文毅譯，同前揭註 224，頁 13-14。

我國證券交易法於 1968 年制定後，經 1988 年、2000 年及 2006 年 1 月 3 次修正，現行法將操縱行為之態樣分成 6 類：（1）違約不交割；（2）相對委託；（3）連續交易；（4）沖洗買賣；（5）散布流言或不實資料；（6）其他直接或間接操縱市場之行為。本節擬依我國法之分類方式，逐項說明各操縱態樣之相關學說、實務見解，並以各款構成要件要素觀察興櫃股票交割方式之特徵，一一釐清興櫃股票交易適用反操縱條款各款規定之疑義，進而提出管見。



第一目 違約不交割

「違約不交割」之操縱類型，依證券交易法第 155 條第 1 項第 1 款規定，係禁止「在集中交易市場委託買賣或申報買賣，業經成交而不履行交割，足以影響市場秩序」之行為；另同條第 2 項規定「於證券商營業處所買賣有價證券」準用之，亦即對於上櫃股票及興櫃股票亦不得有前述相對委託之行為。

壹、目前學說及實務對本款之見解

本款所定違約不交割之操縱類型，為美、日及歐盟諸國證券法例所未見，我國之規定為獨特之立法。按本款條文內容解析，其操縱行為之客觀構成要件要素包括如下：

一、委託買賣或申報買賣，業經成交而不履行交割：

違約不交割之行為態樣包括投資人委託證券商買賣證券，成交後未如期向證券商交付買入的價款或賣出的證券；以及證券商（含經紀商及自營商）向證交所（或證券櫃檯買賣中心）申報買賣，成交後未如期交付價款或證券。2006 年 1 月本款修正之前，原規定：「在集中市場『報價』，業經『有人承諾接受而不實際成交』或不履行交割，足以影響市場秩序者」；當時規定之處罰對象，能否涵蓋投資人對證券商之違約情形頗有疑義，且在電腦自動撮合成交之機制下，「不實際成交」之情形，實難想像，因此 2006 年 1 月乃修法予以釐清。

（一）本款之立法理由：

立法院於 1997 年審查證交法修正草案時，負責審查的財政、經濟、司法聯席委員會特別說明，並非任何不按時交割款券的行為都應加以處罰，理由略謂：「查本款之刑事可罰性，依刑法之基本原

則，仍須有主觀不法構成要件，故如行為人原有資力，後因突發事故致喪失資力無法履行交割之行為，應認無此故意，不構成本款犯罪。另行為人違約交割股票之數量如未達相當比例，不足以影響市場秩序者，亦不構成犯罪，故本款構成要件相當嚴謹」²⁴⁷。

另查 2005 年行政院提出證交法修正草案時，有關第 155 條第 1 項第 1 款的修法理由謂：「本款之立意係為防範惡意投資人不履行交割義務影響市場交易秩序，至於一般投資人若非屬惡意違約，其違約金額應不致足以影響市場交易秩序，不會有本款之該當，自不會受本法相關刑責之處罰」²⁴⁸。

(二) 法院實務對本款之見解：

1、認為投資人須「惡意不履行交割」之案例：

案例一：「按證券交易法第 155 條第 1 項第 1 款所定違約交割罪，其立法意旨係為防範惡意投資人不履行交割義務，影響市場交易秩序，倘非屬惡意不履行交割義務，自不該當該款之罪」、「倘...上訴人等係為護盤及避免斷頭而買進股票，論理上，其主觀意思應在穩定南○公司等三家公司股票之股價，則上訴人等是否會出自惡意不履行交割義務，造成股價下跌而影響市場秩序，自不無可疑」²⁴⁹。此一判決，依前述立法理由，將不履行交割行為，區分為惡意與非惡意兩種，且必須行為人「出自惡意不履行交割」，始予以處罰，實質上限縮本款規定的適用範圍。

²⁴⁷ 參立法院公報，第 89 卷第 39 期，頁 238,254。

²⁴⁸ 參 2005 年 7 月 13 日行政院院臺財字第 0940082600 號函；相關討論，見賴英照，前揭註 7 書，頁 639。

²⁴⁹ 最高法院 95 年度台上字第 3401 號刑事判決。

案例二：「按證券交易法第 155 條第 1 項第 1 款所定違約交割罪，其立法意旨係為防範惡意投資人不履行交割義務，影響市場交易秩序，故該不履行交割義務之行為人，必須具有犯罪之故意（包括確定故意及不確定故意），倘非屬故意不履行交割義務，自不該當該款之罪」、被告蔡○○既係為護盤而買賣東○○公司股票，論理上，其主觀意思應在穩定東○○公司股票之股價，則其是否會出自惡意不履行交割義務，造成股價下跌而影響市場秩序，實不無可疑，是本件亦難認被告蔡○○有不履行交割義務之不確定故意」²⁵⁰。此判決亦將本款之適用，限於惡意不履行交割的情形。

案例三：「被告係證券業從業人員之專業身分，其對於各該非正常之股票交易投資人，若未能依約交付股款，以鳳○○證券公司之資本或財力，並不具有履行交割義務之能力，勢將發生違約之結果等事實，主觀上縱無『明知並有意使其發生』之直接故意，惟如何得謂其並無『預見其發生而其發生並不違背其本意』之間接故意？原判決就上開不利於被告之事證，並未詳加審認說明，遽為有利於被告之論斷，非無調查之職責未盡及判決理由不備之違背法令」²⁵¹。此判決亦將本款之適用，限於惡意不履行交割的情形，但惡意除「直接故意」之外，亦包括「間接故意」。

2、未討論投資人是否屬「惡意」之案例：

²⁵⁰ 臺灣高等法院 95 年度上訴字第 2547 號刑事判決；另臺灣高等法院 94 年度上訴字第 2969 號刑事判決亦同此意旨。

²⁵¹ 最高法院 91 台上 5665 號刑事判決。

案例一：被告於 2000 年 9 月間違約不履行交割金額 3,107 萬餘元，被告辯稱買進股票係出於護盤之目的，「不是故意」；亦無「惡意去違約交割」，且 3,000 餘萬元亦不足以影響市場秩序。但法院認定，「被告謝○民因無資力而對於事實欄所示桂○公司股票之買賣不履行交割，金額達 31,079,100 元，已足使桂○公司股票股價明顯下跌，並於隔年（90 年）1 月 20 日下市，自足影響證券交易市場秩序」²⁵²。本判決以被告無資力而不履行交割，使股價明顯下跌，並於嗣後下市，認定為「足影響證券交易市場秩序」，至於被告「無資力而不履行交割」是否屬於惡意，則未深究。

案例二：「被告郭○富於 92 年 3 月 4 日、5 日分別以…人頭帳戶進行…交易，惟因資金不足致…在集中交易市場買賣久○股票之交易而未履行交割，金額達 20 億…元，致使久○股票股價無量下跌，並於同年 6 月 16 日下市而影響證券交易市場秩序」²⁵³。本判決以被告無資力而不履行交割，使股價明顯下跌，並於嗣後下市，認定為「足影響證券交易市場秩序」，至於被告「因資金不足而未履行交割」是否屬於惡意，亦未深究。

（三）學說對本款之見解：

2005 年行政院提出證交法修正草案時，有關第 155 條第 1 項第 1 款的修法理由謂：「本款之立意係為防範惡意投資人不履行交割義務影響市場交易秩序，至於一般投資人若非屬惡意違約，其違約金額應不致足以影響市場交易秩序，不會有本款之該當，自不會受本法相關刑責之處罰」，其似以違約金額多寡，作為認定是否「惡

²⁵² 臺灣高等法院臺南分院 96 年度金上重更(二)字第 219 號刑事判決。

²⁵³ 臺灣高等法院 95 年度金上重訴字第 9 號刑事判決

意違約」之標準。然「違約金額多寡」立法理由並無交待認定標準，學者質疑適用上恐仍有爭議²⁵⁴，本文從之。

自規範之目的觀察，權威學說認為第 155 條所禁止者，係以人為操縱的方法影響股市交易，扭曲市場機能。如果只是單純不履行交割，並無藉此影響市場秩序的意圖者，並非操縱市場的範疇²⁵⁵。而應以行為人是否以不履行交割的方法，遂行操縱市場的目的，做為判斷標準。若不履行交割的行為只是單純的債務不履行，不應成為刑罰制裁的對象²⁵⁶。若投資人並非藉違約交割以達其詐欺取財或操縱市場之目的者，例如因資金調度不善無法如期交付價款者，實與恣意操縱市場不同，如以刑事制裁強行逼迫民事責任均履行，並非良善的刑事政策²⁵⁷。

自立法論言，有學者認為本款對違約不交割之行為科以刑事責任，此規定之妥當性尚有再加以考量之必要。縱令本款規定基於維持證券市場交易秩序仍有保留之必要，至少亦應在本款增訂行為人主觀目的要件，以排除單純違約不交割行為，避免在本款規定下被課以不合比例原則重刑之情形²⁵⁸。

二、不履行交割之行為足以影響市場秩序：

(一) 法院實務對本款之見解：

茲舉數例有罪之判決說明法院對「足以影響市場秩序」之判斷標準：

²⁵⁴ 劉連煜，前揭註 217 書，頁 384。

²⁵⁵ 賴英照，前揭註 7 書，頁 650。

²⁵⁶ 賴英照，前揭註 7 書，頁 641。相關討論，林國全，操縱行為之案例分析，證券暨期貨月刊第 22 卷 12 期，2004 年 12 月，頁 50 以下；林國彬，一般投資人違約不交割與證交法第一五五條第一項第一款要件之分析，台灣本土法學，第 99 期，頁 257 以下。

²⁵⁷ 賴英照，前揭註 7 書，頁 650。

²⁵⁸ 林國全，前揭註 256 文，頁 52。

- 1、**違約後股價大跌、指數大跌、嗣後該個股停止交易：**「造成證券交易所股價指數於 87 年 11 月 3 日大跌 146 點，同年 11 月 4 日大跌 166 點，而○○公司股票於發生違約交割前之 87 年 10 月 31 日收盤價為 60.5 元，然至 87 年 11 月 3 日發生違約交割後，每日均呈跌停收盤而無量下跌，迄至 87 年 11 月 11 日之收盤價為 34.6 元，並於同年 11 月 17 日起至 88 年 1 月 16 日止於證券集中交易市場停止交易，嚴重影響證券市場正常之交易秩序」²⁵⁹。
- 2、**動用交割結算基金、已完成交割之投資人無法取得款券、連帶造成他人違約、證券商無法代墊鉅額違約款項：**「雷○○違約交割導致...等 6 家證券商無法對市場完成交割義務，經臺灣證券交易所股份有限公司緊急動用交割結算基金...代為完成交割。部分已完成交割之投資人無法取得款券，而連帶使部分投資人憂慮債權不保，亦違約交割，使市場交割秩序愈形混亂，嚴重影響投資人信心。...各證券商受違約案影響，無法代墊鉅額違約款項，連帶違約交割，分別遭到停止買賣及停業處分，確實造成當時證券市場秩序極為混亂局面...足以影響市場秩序，昭然若揭」²⁶⁰。
- 3、**股價跌停、成交量萎縮、證券商無法代墊鉅額違約款項、動用交割結算基金：**「順○○股票於 11 月 24 四日申報違約後，連續三個交易日（11 月 25 日至 27 日）均以跌停價收盤，成交量亦明顯萎縮；每股價格自 11 月 24 日之 66 元跌至 12 月 17 日之 19.8 元。台○○○股價亦從 11 月 23 日之 26.2 元，跌至 12 月 17 日之 16.5 元。投資人損失慘重，且證券商因此無法辦理交割，而需由交割結算

²⁵⁹ 臺灣臺北地方法院 88 年度訴字第 203 號刑事判決。

²⁶⁰ 臺灣高等法院 86 年度上更（二）字第 771 號刑事判決。

基金代墊...始得完成交割，其『足以影響市場秩序，無庸置疑』」

261。

4、違約數量占成交量之比例高、該個股之股價下跌：「不履行交割之交易量，...占久○公司股票成交量之 37.09%（當日僅有買進無賣出），91 年 8 月 28 日占久○公司股票成交量之 72.46%（買進部分）、29.34%（賣出部分），...並導致久○公司之股價連日下跌，由 91 年 8 月之平均價每股 8.67 元，下跌至同年 10 月之平均價每股 1.54 元，足以影響櫃檯買賣中心之市場交易秩序」²⁶²；「所謂『足以影響市場秩序』，應視實際報價數量、金額之多寡，視具體個案情形分別認定。本件被告...買進久○公司股票之股數，總計係占當日久○公司股票總成交量為 14.76%，且久○公司股價於 91 年 9 月 1 日至同年 15 日期間，成交價每日均以跌停板價格成交，...跌幅為 42.50% 等情，...是依被告當日所買進之久○公司股票數量，及違約交割後久○公司之股價下跌百分比互核比較，堪認被告前開違約不履行交割行為，已足影響證券市場之交易秩序」²⁶³。

（二）學說對本款之見解：

在我國證券市場目前證券經紀商受託買賣採行紀法律關係的交易制度下，只有在違約交割金額過大，經紀商無力負荷時，證券市場秩序才會明顯受到影響。因此有學者認為，在判斷投資

²⁶¹ 臺灣臺中地方法院 88 年度訴字第 367 號刑事判決。

²⁶² 最高法院 96 年度台上字第 5859 號刑事判決。

²⁶³ 臺灣高等法院高雄分院 96 年度上更（二）字第 441 號刑事判決。

人不履行交割是否足以影響市場秩序時，應將證券經紀商是否向證交所辦理交割的情形，一併列入考量²⁶⁴。

在規範方法上，投資人的違約交割應否處罰，應以違約交割與操縱市場的關連性為衡量基準。單純不履行交割者，應屬民事責任的範疇；如藉違約交割遂行操縱市場的目的，或因炒作失利而惡性違約致影響市場秩序者，始具有可罰性²⁶⁵。

亦有建議刪除不履行交割之刑罰規定，其理由謂：「查美、日、英、法、香港各國並無類似『違約不履行交割』處以刑罰之規定，主管機關亦認本款除行為人有操縱意圖並以不交割為手段遂行其操縱目的外，現行法『違約不履行交割』本身僅屬民事不法行為，不宜科以刑責，故有建議修正。惟按『違約』本身並非操縱行為類型，其本質應屬民事責任範疇，尚無科以刑責之必要，況違約事故發生原因多係券商疏於徵信所致，正本清源之道，應在責成券商加強徵信，或預收款券，故有建議刪除本款」規定者²⁶⁶。

自立法論言，本款違約不交割刑事責任規定之妥當性，實有再加以考量之必要。有學者認為，縱令本款規定基於維持證券市場交易秩序仍有保留之必要，至少亦應增訂行為人主觀目的要件，以排除單純違約不交割行為，避免在本款規定下被課以不合比例原則重刑之情形。此外，在實務運作上，更應加強「足以影響市場秩序」要件之妥當認定，以減輕本款規定可能殃及無辜之程度²⁶⁷。

²⁶⁴ 賴英照，前揭註 7 書，頁 647。

²⁶⁵ 賴英照，前揭註 7 書，頁 650。

²⁶⁶ 林國全，前揭註 244 文，頁 269, 323~324。

²⁶⁷ 林國全，前揭註 256 文，頁 52。

貳、以本款構成要件要素觀察興櫃股票交割方式之特徵

一、本款操縱行為態樣之要素歸納：

綜合前述法院判決實務及學說對本款之見解實務，歸納本款操縱行為態樣之要素如下：

(一) **惡意不履行交割**：立法理由認為並非任何不按時交割款券的行為都加以處罰，違約交割股票之數量如未達相當比例，不足以影響市場秩序者，亦不構成犯罪。因本款之立意係為防範惡意投資人不履行交割義務影響市場交易秩序，至於一般投資人若非屬惡意違約，其違約金額應不致足以影響市場交易秩序。法院判決實務對於不履行交割須否具有惡意，看法分歧，惟學說咸認單純不履行交割，並無藉此影響市場秩序的意圖者，應非屬操縱市場的範疇。

(二) 「足以影響市場秩序」之構成要素：

前述法院判決實務對於不履行交割之行為認定「足以影響市場秩序」而為有罪之判決者，其所考量之要素包括下列項目：

- 1、**違約後股價大跌（或跌停）**：例如台北地院 88 年度訴字第 203 號刑事判決、台中地院 88 年度訴字第 367 號刑事判決、臺灣高等法院高雄分院 96 年度上更（二）字第 441 號刑事判決。
- 2、**指數大跌**：例如台北地院 88 年度訴字第 203 號刑事判決。
- 3、**成交量萎縮**：例如台中地院 88 年度訴字第 367 號刑事判決。
- 4、**證券商無法代墊鉅額違約款項、動用交割結算基金**：例如臺灣高等法院 86 年度上更（二）字第 771 號刑事判決、台中地院 88 年度訴字第 367 號刑事判決。

5、已完成交割之其他投資人無法取得款券：例如臺灣高等法院 86 年度上更（二）字第 771 號刑事判決。

6、違約數量占成交量之比例高：例如臺灣高等法院高雄分院 96 年度上更（二）字第 441 號刑事判決。

二、以本款構成要件要素觀察興櫃股票交割方式之特徵：

（一）受託買賣採「行紀」之法律關係：證券經紀商受託買賣興櫃股票亦屬「行紀」之法律關係，興櫃股票買賣契約係存在於證券經紀商與推薦證券商之間，證券經紀商接受投資人委託買入或賣出興櫃股票後，負有對推薦證券商辦理交割之義務。

（二）成交後仍可取消交易：依據證券櫃檯買賣中心「興櫃股票買賣辦法」第 14 條規定，推薦證券商因買賣報價或點選成交，證券自營商因買賣申報或證券經紀商因執行興櫃股票受託買賣發生錯誤，且經議價點選成交後，得經他方同意後，於當日下午 3 時 30 分前，向證券櫃檯買賣中心申報更正錯誤或取消交易。但證券商因自行或受託賣出之興櫃股票於成交日之次一營業日無法完成興櫃股票給付時，得經他方同意後，於成交日之次一營業日，向證券櫃檯買賣中心申報取消交易。換言之，推薦證券商、非推薦之自營商及經紀商均得於經他方同意後，於成交當日（T 日）下午 3 時 30 分前向證券櫃檯買賣中心申請改帳；除此之外，證券商自營商或經紀商「賣出」之興櫃股票無法完成興櫃股票給付時，亦得經他方同意後於成交日之次一營業日（T+1 日）向證券櫃檯買賣中心申報取消交易。

- (三) 不適用「共同責任制給付結算基金」制度：依「證券櫃檯買賣交易市場共同責任制給付結算基金管理辦法」²⁶⁸相關規定，證券商經營在其營業處所自行買賣或受託買賣有價證券業務，應繳存「共同責任制給付結算基金」，但其範圍並不包括興櫃股票²⁶⁹。且基金動用之前提，必須係證券商對證券櫃檯買賣中心違背給付結算義務²⁷⁰時，始得動用基金代償(即證券商無力墊付時，始予動用)。惟依興櫃股票買賣辦法第34條第1項及第2項規定，興櫃股票之交易雙方應於成交日之次2營業日中午12時前「與他方證券商」完成給付結算。因此，縱使有證券商未能依規定時限完成給付結算，亦僅係對他方證券商違背給付結算義務而非對證券櫃檯買賣中心違背給付結算義務，此與動用「共同責任制給付結算基金」之前提並不相符。
- (四) 不適用「多邊餘額交割」方式：現行上市(櫃)股票係採取多邊餘額交割方式，即由臺灣證券交易所(上市股票部分)及證券櫃檯買賣中心(上櫃股票部分)擔任各證券商及證券金融事業之「共同相對方」(Central Counterparty, CCP)角色。惟興櫃股票之給付結算，係由交易雙方證券商自行完成，非採「多邊餘額交割」之方式。
- (五) 集保結算所不保證辦理交割：興櫃股票受託買賣之證券經紀商與其客戶間之法律關係，係屬行紀契約之關係。因此倘有投資人違約，受託證券商首先可依改帳或取消交易等方式與他方證券商協商解決；即使協商不成，證券經紀商在行紀法律關係下，對於受

²⁶⁸ 2005年10月12日證券櫃檯買賣中心證櫃債字第0940025790號公告修正。

²⁶⁹ 參「證券櫃檯買賣交易市場共同責任制給付結算基金管理辦法」第3條規定。

²⁷⁰ 參「證券櫃檯買賣交易市場共同責任制給付結算基金管理辦法」第13條第1項規定。

託買賣興櫃股票議價成交後，仍應自負給付結算之義務後再向投資人（即委託人）求償。又按集保結算所現行作業，亦係於款或券收迄後，始為對待給付，因此即使有一方證券商未能完成給付結算，仍無法取得他方之對待給付。基上說明，興櫃股票之給付結算義務，係存在於交易雙方證券商之間，任何一方違反給付結算義務，應自行向他方求償，不適用「共同責任制給付結算基金」制度，因此興櫃股票之違約不交割，尚不會引致動用「共同責任制給付結算基金」等市場機制之干預，其外在變動及影響甚微。

參、興櫃股票交易適用本款之疑義

一、有關「委託買賣或申報買賣，業經成交而不履行交割」部分：

興櫃股票之下單方式、流程及法律關係架構，包括投資人委託證券經紀商申報買賣、投資人之委託應為限價委託、證券經紀商受託後再將委託資料輸入交易系統、證券經紀商受託買賣時與投資人係屬「行紀」之法律關係等，均與上市（櫃）股票委託買賣之模式相似。證券自營商申報買賣興櫃股票之流程亦與其申報買賣上市（櫃）股票之流程相當。故有關興櫃股票之「委託買賣或申報買賣」與上市（櫃）股票尚無二致，就本部分，興櫃股票之交易適用現行學說及實務對「委託買賣或申報買賣」之見解，應不致產生重大疑義。

有疑義者為興櫃股票交易於成交後仍可取消交易，成交後已取消交易者是否仍有交割義務？故有關興櫃股票之交易得否於「業經成交而不履行交割」即以操縱市場之罪相繩？

二、有關「足以影響市場秩序」部分：

我國各級法院對違約不交割操縱類型之有罪判決，在認定其「影響市場秩序」時提出下列判斷標準，惟此等標準於「興櫃股票成交後，交易雙方同意者尚能申報取消交易」、「不適用共同責任制給付結算基金」、「不適用多邊餘額交割」、「集保結算所不保證辦理交割」等相對於上市（櫃）股票較為特殊之交易及交割制度下，其適用我國各級法院所提出之判斷標準，恐仍有疑義，分述如下：

- (一) **有關違約後造成股價大跌（或跌停）、成交量萎縮**：以違約後成交之價、量為判斷標準，首應探討者為，違約不交割與股價大跌（或跌停）、成交量萎縮之關聯性為何？是否因市場規制要求證券經紀商進行「反向處理」所致²⁷¹？成交量萎縮是否因證券經紀商進行反向處理，突增之賣單改變市場供需關係所致？興櫃股票成交後，交易雙方同意取消交易者，是否仍將造成股價大跌（或跌停）及成交量萎縮之結果？
- (二) **指數大跌**：興櫃股票市場屬於議價交易之店頭市場性質，目前是否比照上市（櫃）股票市場，編製發行量加權股價指數或分類指數？
- (三) **證券商無法代墊鉅額違約款項、動用交割結算基金**：目前負責辦理興櫃股票之給付結算機構係集保結算所，該公司對於興櫃股票之給付結算作業，並不保證辦理交割²⁷²，證券經紀商有無代墊鉅額違約款項義務？另興櫃股票之交易，是否適用類似上市（櫃）股票市場交割結算基金之代墊機制？

²⁷¹ 前揭註 69「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 91 條第 4 項、前揭註 95「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」第 87 條第 4 項。

²⁷² 按集保結算所現行作業，係於款或券收訖後，始為對待給付，因此即使有一方證券商未能完成給付結算，仍無法取得他方之對待給付。

(四) 已完成交割之其他投資人無法取得款券：興櫃股票屬議價交易方式，每筆交易之買賣雙方當事人均可明確配對區分，且目前集保結算所對於興櫃股票之給付結算現行作業，係於款或券收迄後，始為對待給付，因此即使有一方證券商未能完成給付結算，仍無法取得他方之對待給付，並不適用「多邊餘額交割」制度。換言之，交易之一方當事人不履行交割，所影響者充其量為該筆交易之他方當事人，此等交割方式有無可能連帶影響他筆交易之交割，造成其他投資人無法取得款券情事？

(五) 違約數量占成交量之比例高：證券經紀商受託買賣有價證券係屬「行紀」之法律關係，既然證券經紀商接受投資人之委託，其對於客戶之財力理應知之甚稔²⁷³；縱有投資人發生違約不交割情事，證券經紀商仍得對其請求損害賠償，因此，於興櫃股票之交易「違約數量占成交量之比例高」是否適宜作為影響市場秩序之判斷準？實不無疑義。

肆、本文意見

本文對興櫃股票交易適用我國證券交易法第 155 條第 1 項第 1 款有關「違約不交割」操縱類型，謹提出管見如下：

一、應限縮對「業經成交而不履行交割」之解釋：

²⁷³ 中華民國證券商業同業公會會員受託買賣有價證券徵信與額度管理自律規則第 4 條規定：「委託人申請開戶時，應請委託人詳實填具『客戶徵信資料表』...，評估其單日買賣額度（涵蓋信用交易之額度），並黏貼於開戶卡備查。已開立帳戶之投資人，單日買賣額度變更，得由證券商填寫徵信資料表，黏貼於開戶卡備查。」；第 9 條規定：「徵信人員評估委託人單日買賣額度在新臺幣（以下同）伍佰萬元以上者，應請其出具或提示相關證明文件憑核，並留存影本或抄錄相關資料備查。但評估單日買賣額度在壹仟萬元以上者，應留存影本。委託人提供之財產證明，得以其本人或其配偶、父母、成年子女所有者提供。但非本人所有者，其財產所有人應出具負連帶保證責任之聲明。法人提供之財產證明以該法人之財產為限。」

興櫃股票市場現行之「委託買賣或申報買賣」方式，與上市(櫃)股票市場之相關規定尚無二致，故有關興櫃股票之「委託買賣或申報買賣」之解釋，適用現行學說及實務之見解，尚不致產生重大疑義。惟因興櫃股票成交後，經交易雙方同意者尚能申報取消交易，故本款條文所定「業經成交而不履行交割」之要件，適用於興櫃股票交易者，宜予限縮解釋，即委託買賣或申報買賣，業經成交而不履行交割者，應以「『違約』不履行交割」為前提要件而非僅「不履行交割」，即倘交易雙方已於嗣後取消交易者，則應不在本款適用之列。

二、目前司法實務對「足以影響市場秩序」之判斷標準，殊難想像其發生於興櫃股票之交易：

就本款規定有關「足以影響市場秩序」部分，我國各級法院對違約不交割操縱類型之有罪判決，在認定其「影響市場秩序」時提出下列判斷標準，惟此等標準殊難想像其發生於興櫃股票之交易，分述如下：

- (一) 有關違約後造成股價大跌(或跌停)、成交量萎縮：臺灣證券交易所股份有限公司「營業細則」第 91 條第 4 項及證券櫃檯買賣中心「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」第 87 條第 4 項規定，證券商之客戶未如期履行給付結算義務者，即為違約；證券經紀商承受客戶之有價證券或款項，至遲應於客戶違約後第一營業日，在其於他方證券商開立之違約專戶予以處理，不得自行沖抵。亦即證券經紀商受託買賣上市(櫃)有價證券，當客戶未如期履行給付結算義務時，證券經紀商即有義務就依行紀關係所買入之證券或賣出所得之價款，進行反向沖銷處理予以軋平。因

此，若客戶委託買進成交後不履行支付價款之義務時，證券經紀商必須迅即將該等違約客戶買入之應收有價證券，進行賣出處理。故有關法院判決實務以違約後造成股價大跌（或跌停）及成交量萎縮等事由為認定有無影響市場秩序之判斷因素，本文認為相當程度係肇因於證券經紀商進行反向沖銷處理，於短時間大量賣出有價證券，急遽改變市場供需關係所致。

查興櫃股票給付結算相關制度，證券經紀商受託買賣興櫃股票遇客戶違約時，尚得經交易相對人同意後取消交易，縱相對人不為同意，集保結算所就有爭議之部分並不辦理交割，係由交易雙方自行依民事法律關係自行求償，故興櫃股之交易及交割相關制度並未要求證券經紀商必須進行類似上市（櫃）股票違約案件之反向處理措施；緣此，本文認為興櫃股票之交易理論上固仍有發生投資人違約不履行交割情事之可能；惟證券經紀商既無迅即進行反向處理之必要，則興櫃股票違約案件發生後造成股價大跌（或跌停）及成交量萎縮之可能性，必然相對更低。

- （二）指數大跌：**興櫃股票市場屬於議價交易之店頭市場，目前並未比照上市（櫃）股票市場編製指數，是於興櫃股票之交易，不論有無違約不交割之情事發生，尚無發生「指數」大跌之可能。
- （三）證券商無法代墊鉅額違約款項、動用交割結算基金：**目前負責辦理興櫃股票之給付結算機構係集保結算所，該公司對於興櫃股票之給付結算作業，並不保證辦理交割(有爭議之部分，由買賣雙方當事人自行解決)，故未成立交割結算基金擔保完成交割；因此，於興櫃股票違約不交割之情形下，並無動用交割結算基金之可

能。另因證券經紀商受託買賣興櫃股票遇客戶違約時，尚得經交易相對人同意後取消交易，故證券經紀商亦未必應代墊違約款項。

(四) 已完成交割之其他投資人無法取得款券：興櫃股票屬議價交易方式，每筆交易之買賣雙方當事人均可明確配對區分，並不適用「多邊餘額交割」制度。換言之，交易之一方當事人不履行交割，所影響者充其量為該筆交易之他方當事人，殊難想像此等交割方式將造成其他投資人無法取得款券情事。

(五) 違約數量占成交量之比例高：依證券櫃檯買賣中心「興櫃股票買賣辦法」第 20 條準用「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」第 33 條定，證券商於客戶為櫃檯買賣時，應慎重考量客戶之意向、條件、投資經驗、投資目的及資力（即「瞭解客戶」制度，KYC, Know Your Customers）；加以證券經紀商受託買賣有價證券係屬「行紀」之法律關係，既然證券經紀商接受投資人之委託，其對於客戶之財力理應知之甚稔²⁷⁴，故違約數量占成交量比例高，並不意味客戶之資力不足，此應予辨明。另興櫃股票交易之一方當事人不履行交割時，其結果係交易之他方當事人無法經由市場交割機制取得對待給付；惟該他方當事人仍得依買賣之契約關係自行向不履行交割之行為人請求履行契約或向其請求損害賠償，若證券經紀商已代客戶完成交割，亦可依行紀之法律關係對該客戶求償，此純屬民事法律關係；故於興櫃股票之交易，「違約數量占成交量之比例高」實不宜作為影響市場秩序之判斷準。

綜上，本款之操縱型態係我國獨特之立法，按我國證券交易法制，證券經紀商受託買賣有價證券既屬「行紀」之法律關係，

²⁷⁴ 同前註。

證券經商若決定接受客戶委託，依法自應承擔客戶違約之風險；另證券經紀商受託買賣有價證券時，依市場規制必須對其客戶有相當程度之瞭解，故證券經商若決定接受客戶委託，依理亦應承擔其風險。有關本款「違約不交割」之操縱類型所引發國家刑事法律政策是否適宜介入民事法律關係至此之爭議，已有各方家為文論述，本文認為證券交易實務上固有操縱案件係拉抬股價後高價賣予他人(包括人頭戶)，再藉由該他人違約不交割之方式，圖謀不法利益。惟此等案例應可以刑法之共犯理論加以處理，立法論上將其獨立為一操縱態樣，其必要性及實益均有再予衡酌之餘地。惟在本款規定修正前，本文認為興櫃股票之交易理論上固仍有發生投資人違約不履行交割情事之可能，惟因興櫃股票之交易及交割方式較為特殊，致其不履行交割之行為，尚難依我國法院目前判決實務之檢測標準，認定為「足以影響市場秩序」。

第二目 相對委託

「相對委託」之操縱類型，依證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款規定，係禁止「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，與他人通謀，以約定價格於自己出售，或購買有價證券時，使約定人同時為購買或出售之相對行為」；另同條第 2 項規定「於證券商營業處所買賣有價證券」準用之，亦即對於上櫃股票及興櫃股票亦不得有前述相對委託之行為。

壹、目前學說及實務對本款之見解

有關本款所定「相對委託」操縱類型之客觀構成要件要素，我國目前學說及實務之見解如下：

一、學說見解：

(一) 行為主體為二人以上：

本款相對委託 (matched orders) 實務上之操作手法係由二人 (或二人以上) 分別在兩家 (或兩家以上) 經紀商開戶，鎖定特定種類之有價證券，一方買進，另一方賣出，藉此拉抬或壓低證券價格，製造交易熱絡的假象，以誘使他人跟進²⁷⁵。

另有學者似有不同意見，認為「非與他人通謀，而由自己進行之對向交易，以及不具不法意圖之對向交易，其實都可考慮增修相關規定加以管制，以促成一個更有效率的證券市場的形成」²⁷⁶。

(二) 約定之價格及時間不以完全相同者為限：

²⁷⁵ 賴英照，前揭註 7 書，頁 657，相關討論，見邵慶平，論相對託之規範與強化—從證券操縱禁止之理論基礎出發，頁 46 以下。

²⁷⁶ 邵慶平，前註文，頁 56。

本款所稱「約定價格」，不需雙方均以相同的價格委託買賣，因實務上係依「價格優先，時間優先」的原則撮合成交，雙方委託買賣的價格雖不相同亦可成交（事實上，以高價委託買進及以低價委託賣出較易成交，以同一價格委託買進及賣出反而不易成交），而達到操縱市場的目的。此外，所稱「同時」，也不必於同一時刻為買賣的委託。實務上投資人的委託在同一營業日均有效，因此買賣雙方委託時間雖有不同，如有成交的可能，均可解為「同時」。委託買進與賣出的數量雖不相同，但有撮合成交的可能時，亦可達到影響股價的目的，因而亦不能免除本款責任²⁷⁷。

（三）「意圖」及「通謀」須從具體事實予以認定：

本款有關「意圖」影響股價及與他人「通謀」買賣之要件，因實務上欲蒐集「通謀」之證據非常困難，蓋「現在炒作股價之集團對於相對委託之約定，多以電話聯繫，除非事前已掌握證據並依通訊監察法之規定取得監聽票，進行合法監聽，否則似無可能蒐集該等人通謀之證據」²⁷⁸。另有認為須從具體事實予以認定者，例如二人（或二人以上）在一定期間內重複多次為買賣的相對委託，藉以製造交易熱絡的假象，應可推定有通謀及影響股價的意圖²⁷⁹。

二、實務見解：

（一）案例一：相對成交，顯係存心製造交易活絡之假象

²⁷⁷ 賴英照，前揭註 7 書，頁 657。

²⁷⁸ 溫祖德，證券交易法第一五五條「操縱股價」犯罪之研究，刑事法雜誌第 46 卷 1 期，2002 年 2 月，頁 48,63。

²⁷⁹ 賴英照，前揭註 7 書，頁 658。

被告等人「以委買價格高於或等於委賣價格、既委託買進又委託賣出之委託方式，亦即買進委託所相對成交之賣出委託，係該人頭戶群組之某一人頭戶或群組之其他人頭戶，...以委買價格高於或等於委賣價格、既委託買進又委託賣出之委託方式，明顯與集中交易市場一般投資人之委託方式相違。蓋一般投資人若為同一營業日獲取短線差價利益，大多趁低價（成交價）買進、高價（成交價）賣出以賺取差價獲利，因此通常會採取『低價委託買進、高價委託賣出』之委託方式，如為期能優先成交，或可能以『高價委託買進』或『低價委託賣出』之方式委託下單，惟仍不應造成相對成交之情形。因相對成交所對應之買進委託及賣出委託之成交價格相同，並未能獲取差價利益，況且尚需支付證券商手續費及證券交易稅之成本，與其為賺取差價之目的相違。故被告等於上述 3 段期間之相對成交，顯係存心製造○○公司股票交易活絡之假象」，因而成立本款之罪²⁸⁰。

（二）案例二：依事實推論顯有約定相對成交情事

「乃被告丙○○、乙○○與第一審共同被告丁○○竟運用萬○投信公司募集之鑽○基金，與尚○公司股東陳○蘭、游○雄、財務經理甲○○通謀，約定由鑽○基金按當時平盤上下 1 檔，進行護盤尚○公司股票，買進 1 萬張，至少持有 1、2 年以上，以操縱集中交易市場尚○股票價格不至於滑落。顯有以約定價格於自己出售或購買時，使約定人同時為購買或出售之相對行為，並直接從事影響尚○股票交易價格之操縱行為。鑽○基金買入時及出賣時，相對人多數為尚○公司股東或其人頭戶...。彼等於購買尚○公司股票時，

²⁸⁰ 臺灣高等法院 94 年度重金上更（三）字第 47 號刑事判決。

使其等同時為出售之相對行為，而直接操縱尚○公司股票之交易價格」²⁸¹。

貳、以本款構成要件要素觀察興櫃股票交易方式之特徵

一、本款操縱行為態樣之構成要件要素歸納：

- (一) 與他人通謀之行為：必須行為人與他人通謀，以約定價格於自己出售，或購買有價證券時，使約定人同時為購買或出售之相對行為；亦即二人以上之行為人必須就交易價格及時間，為謀議合致之行為。
- (二) 相對買賣行為：二人以上之行為人必須有一方為出售或購買有價證券之行為，他方行為則為相對之人購買或出售行為。

二、以本款構成要件要素觀察興櫃股票交割方式之特徵：

- (一) 交易雙方必有一方為推薦證券商：推薦證券商為興櫃股票之造市商，其基本任務在於對所負責造市之興櫃股票連續報出買價和賣價；並以自有資金及庫存，按其所報出之買價或賣價履行成交義務。在報價驅動市場，交易係於投資人及造市商之間完成，當投資人為買方時，推薦證券商必為賣方；反之，當投資人為賣方時，推薦證券商必為買方。質言之，興櫃股票每筆交易之雙方當事人之中必有一方為推薦證券商。
- (二) 由推薦證券商進行系統內點選或系統外議價成交：興櫃股票之櫃檯買賣，得採經紀或自營方式，以議價方法為之（詳細說明見本文第二章第三節及第三章第一節），交易管道包括系統內點選成交及系統外議價交易：

²⁸¹ 臺灣高等法院 91 年度上訴字第 284 號及同院 93 年度上更（一）字第 525 號刑事判決。

- 1、系統內點選成交：交易方式為證券經紀商接受客戶委託後，將委託資料依規定格式輸入「興櫃股票電腦議價點選系統」，再由推薦證券商進行點選成交。非推薦證券商之證券自營商亦得將其買賣申報輸入「興櫃股票電腦議價點選系統」，再由推薦證券商進行點選成交。
- 2、系統外議價交易：推薦證券商在其營業處所自行與客戶（含非推薦證券商之證券自營商）議價買賣，但其每筆交易之數量應在 10 萬股以上。

參、興櫃股票交易適用本款之疑義

一、每筆交易均有推薦證券商參與，是否屬其相對買賣行為？

興櫃股票每筆交易之雙方當事人之中必有一方為推薦證券商，當投資人為買方時，推薦證券商必為賣方；反之，當投資人為賣方時，推薦證券商必為買方。故興櫃股票之任何一筆交易均有推薦證券商參與，興櫃股票之交易是否屬於推薦證券商之相對買賣行為。

二、議價交易之當事人對於交易價格必有合意，是否屬「通謀」行為？

興櫃股票市場之性質屬議價交易市場，議價交易之本質包括當事人有選擇交易對象之自由及議訂包括交易價格在內等交易條件之自由，因此交易雙方對於交易價格必然有明示或默示之合意，否則無由成交。茲以興櫃股票之交易方式分別說明如下：

- (一) 就推薦證券商於「興櫃股票電腦議價點選系統」進行之點選成交而言：投資人參考推薦證券之報價後委託證券經紀商下單，委託資料由證券櫃檯買賣中心傳輸予推薦證券商進行點選成交後完成交易。解構目前興櫃股票買賣契約之成立過程，推薦證券商就其

推薦之興櫃股票所為之報價，在法律上應歸類為一種要約之誘引（invitation to offer），是一種引誘他方對自己為要約之意思表示。當投資人看到推薦證券商之報價後，委託證券經紀商申報買賣委託資料，輸入興櫃股票點腦議價點選系統，該委託資料即為投資人對推薦證券商所為之買賣「要約」，推薦證券商透過點選系統執行點選成交，此一點選之行為即為「承諾」之意思表示，此時雙方意思表示合致，「買賣契約」成立。此際，交易雙方對於交易價格縱無明示合意至少亦有默示之合意。

- (二) 就推薦證券商於系統外之議價交易而言：推薦證券商在其營業處所自行與客戶進行議價買賣時，雖市場規制要求其每筆交易之數量應在 10 萬股以上，惟其交易價格仍係由買賣雙方自行約定，買賣雙方對於交易價格謀議及合致之過程更為明顯。

肆、本文意見

一、排除正常之造市行為後，再以其餘交易行為判斷有無相對成交行為

推薦證券商具有興櫃股票市場買方及賣方之共同交易相對人之角色，倘無推薦證券商應買應賣之中介交易，則興櫃股票之交易無由完成。因此，推薦證券商履行造市義務之行為，猶如委託單驅動市場之撮合機制，本文認為應予中性評價；亦即在判斷興櫃股票市場之操縱行為時，應先將推薦證券商因履行造市義務所為之正常報價及成交行為適當抽離，始能窺得全貌並還原交易實情。

興櫃股票每筆交易之雙方當事人之中必有一方為推薦證券商，因此，若有二人以上之行為人利用興櫃股票交易此一特徵，藉由推薦證券商中介交易，由一方向推薦證券商買進，另一方則賣出予推薦證券商，本文認為應仍有本款之適用。

因興櫃股票之交易推薦證券商必為買賣雙方之其中一方，故投資人與投資人之間並無相互成交之可能，若不先將推薦證券商因履行造市義務所為之正常報價及成交行為適當抽離，則在判斷交易行為是否該當本款之罪時，推薦證券商欠缺不法意圖之行為將有被過當評價之虞，反之，不法行為人利用市場機制實際為本款之罪者，將有被不當排除適用之可能。

二、推薦證券商至多僅能構成本罪之共同正犯

本罪之行為主體通說認為必須有二人以上之行為人，按證券櫃檯買賣中心規定，每檔興櫃股票之推薦證券商均必須有 2 家以上（詳本文第二章第三節），惟因興櫃股票之交易雙方，其中必有一方為推薦證券商，交易之他方則為投資人，故推薦證券商與推薦證券商之間亦不會相互成交，因此，本罪尚無法由「推薦證券商」之間違犯，必須有投資人或非推薦該檔興櫃股票之證券自營商參與始克成立。

本罪二人以上之行為主體不可能全為「推薦證券商」，但視個案情節，倘推薦證券商與投資人或非推薦該檔興櫃股票之證券自營商之間，有本罪之犯意聯絡或行為分擔情事，仍有構成共同正犯之可能²⁸²。

²⁸² 54 年 11 月 3 日司法院大法官會議釋字第 109 號解釋略謂：「以自己共同犯罪之意思，參與實施犯罪構成要件以外之行為，或以自己共同犯罪之意思，事先同謀，而由其中一部分人實施犯罪之行為者，均為共同正犯」。

第三目 連續交易

「連續交易」之操縱類型，依證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款規定，係禁止「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出」之行為；另同條第 2 項規定「於證券商營業處所買賣有價證券」準用之，亦即對於上櫃股票及興櫃股票亦不得有前述連續交易之行為。

壹、目前學說及實務對本款之見解

一、學說見解：

(一) 自行或「以他人名義」

本款於 1988 年修正時增訂「自行或以他人名義」之文字，此係仿自證券交易法第 22 條之 2 第 3 項「利用他人名義」之用語，依證券交易法施行細則第 2 條之規定，所謂「他人名義」係指具備下列要件：第一、直接或間接提供股票與他人或提供資金與他人購買股票。第二、對該他人所持有之股票，具有管理、使用或處分之權益。第三、該他人所持有股票之利益或損失全部或一部歸屬於本人。學說對「利用他人名義」之相關見解如下：

- 1、雖未能完全符合上述 3 要件，但有相當事實證明利用人頭以遂行抬高或壓低股價的行為者，亦可構成犯罪²⁸³。
- 2、被利用的人頭，對操縱股價行為不知情者，不成立犯罪²⁸⁴。
- 3、利用人頭遂行本款犯罪者，構成「以他人名義」操縱股價之犯罪，並非間接正犯²⁸⁵。

²⁸³ 賴英照，前揭註 7 書，頁 680。

²⁸⁴ 林國全，前揭註 256 文，頁 58。

²⁸⁵ 林國全，前揭註 256 文，頁 57。

- 4、「自行或以他人名義」所為之操縱股價行為，行為主體不以一人為限²⁸⁶。
- 5、數人基於犯意聯絡，而共同為本款所定行為，則構成本罪之共同正犯，同負刑責²⁸⁷。
- 6、實務上認定複數被告為同一「炒作集團」，而論以共同正犯論處之案例不少，但學者認為若無法證明行為人之間有犯意聯絡時，則不能論以本罪之共同正犯²⁸⁸。
- 7、根據市場實務專家之看法，被告通常會使用「切割理論」，將集團成員切割成好幾個小集團，使每一個集團都不達到足以影響股價的程度，以此作為脫罪的手法²⁸⁹。

(二)「連續」以「高價買入或以低價賣出」

1、連續：

所謂「連續」買入或賣出 (a series of transaction)，美國證管會在 Kidder, Peabody & Co. 一案中認為涉案公司曾有 3 筆交易紀錄，即已構成「連續」²⁹⁰；美國學者則認為，只要有 2 筆交易亦可能構成「連續」²⁹¹。我國實務界對此認為「如基於概括犯意，為二次以上之行為，即為連續」，學者認為此項見解符合本條立法意旨²⁹²。另，若行為人雖有連續高價買進或低價賣

²⁸⁶ 同前註。

²⁸⁷ 同前註。

²⁸⁸ 同前註；劉連煜，前揭註 217 文，頁 396。

²⁸⁹ 吳克昌，證券交易法反操縱條款之研析(下)，證交資料第 532 期，2006 年 8 月，頁 55。

²⁹⁰ 賴英照，前揭註 7 書，頁 678。

²⁹¹ Luis Loss & Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, Aspen Law & Business, 5th ed., 2004, at 1130。

²⁹² 賴英照，前揭註 7 書，頁 679。

出有價證券之行為，但其目的不在抬高或壓低該有價證券之價格，而有其他正當合理之投資目的，則不構成本款犯罪行為²⁹³。

2、高價買入或以低價賣出：

學說認為，現行法下「高價」、「低價」之認定，應繫於某「特定時點」，市場股價之相對高低而言。有關某一股票之歷年最高價，或資產股之資產價值高昂致使每股淨值遠高於行為人買進價格，應均非認定此處「高價」、「低價」時，所應考量之點²⁹⁴。

另有學者提出立法論上之建議，認為此以「高價」買進，「低價」賣出為連續買賣操縱股價行為之客觀行為構成要件之立法，實為我國所獨有，並認為有價證券集中交易市場係採價格優先、時間優先之電腦撮合原則，故以高價買進或低價賣出，往往係為參與市場交易而有意成交之人，不得不然之結果，以之作為犯罪行為之構成要件，實非妥當。進而建議應予以刪除，使本款所定犯罪行為著重於行為人是否基於影響市場行情之意圖，而為連續買進或賣出之行為。免除實務上判斷「高價」、「低價」之困擾²⁹⁵。

二、實務對本款之見解：

(一) 自行或「以他人名義」

1、行為主體不以一人為限：「證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款...客觀要件為『連續以高價買入或以低價賣出該有價證券』，即於

²⁹³ 林國全，前揭註 256 文，頁 53；賴英照，前揭註 7 書，頁 669 亦認為：「單純以投資或取得經營權的目的買進股票，或因理財目的出售股票，雖因買賣數量較大，帶動股價漲跌，並不當然構成犯罪，誠可贊同」。

²⁹⁴ 劉連煜，前揭註 217 書，頁 398。

²⁹⁵ 林國全，前揭註 256 文，頁 60；劉連煜，同前註。

特定期間內逐日以高於平均買價，接近高買價之價格或以最高之價格買入；或於特定期間，以低於平均賣價，接近最低賣出之價格或以最低之價格賣出而言（最高法院七十四年度台上字第五八六一號判決參照）。雖我國股票交易市場，對股價漲跌幅設有上限，在此限度內固為合法容許之價格，然如連續以接近漲停板之價格或接近跌停板之價格買進或賣出股票，使該股票價量齊揚，故意誤導他人認該有價證券之買賣熱絡進而從事買賣該有價證券之行為，造成該有價證券市場價格抬高及壓低之情形，自會影響正常市場運作下之行情，即有上開罪責之適用。本件被告壬○○、戊○○、丙○○等主觀上既有抬高集中市場台○公司股票交易價格之意圖，而客觀上亦有連續以高價買入台○公司股票之行為，已符合證券交易法第155條第1項第4款所稱之『連續』及『高價買入』之要件，被告等犯行堪以認定，應依法論科」²⁹⁶。

2、無法證明行為人間之犯意聯絡，即不應論以本款犯罪之共同正犯：

「檢察官雖起訴被告與其他十一名同案被告成立違法炒作正○股票之共同正犯，惟起訴書就被告與其他十一名同案被告間，在主觀之犯意上，係如何共謀勾串，在客觀上又係如何行為分擔，亦即被告在此一共犯合作關係中，主觀上，係於「何時」與其他同案被告有相互合作之認識，又係以「何種方式」與其他被告達成共同炒作正○化學股票之共識，且被告在本案合作關係中，又係擔任何種工作，係為「操盤者」，或「負責喊盤下單」，

²⁹⁶ 臺灣高等法院 92 年金上重訴字第 9 號刑事判決。

又或係「買賣資金之供應者」，或為「專司交割之人」，凡此構成本案共犯罪責之主、客觀構成犯罪事實，起訴書卻未有隻字片語提及」...「原審以無積極證據證明被告有何公訴人所指訴之違反證券交易法之犯行，因不能證明被告十一人犯罪，而為被告等十一人均無罪之諭知，其認事用法核無違誤，檢察官提起上訴仍以上開情由指摘原審判決不當，請求撤銷改判，即無理由，應駁回其上訴。」²⁹⁷。

(二) 連續以高價買入或以低價賣出

- 1、特定期間內，逐日以高於平均買價，接近最高買價之價格或以最高之價格：「證券交易法第一百七十一條所定違反同法第一百五十五條第四款（現為第 155 條第 1 項第 4 款）規定對於在證券交易所上市之有價證券不得有意圖影響市場行情，對於某種有價證券連續以高價買入或以低價賣出之罪，必須行為人主觀上有影響市場行情之意圖，客觀上有對於某種有價證券連續以高價買入或低價賣出之行為，始克成立。所謂『連續以高價買入』，係指於特定期間內，逐日以高於平均買價，接近最高買價之價格或以最高之價格買入而言」²⁹⁸。
- 2、一段期間內，逐日以高於委託當時之揭示價、接近當日漲停參考價之價格或以當日漲停參考價之價格：「最高法院上開判決所謂高價，係指逐日以高於平均買價、接近最高買價之價格，或以當日最高之價格買入而言。惟證券交易所並無逐日計算及公布平均買價或平均賣價，故法條中所謂之高價、低價，應係指在一段期間內，逐日以高於委託當時之揭示價、接近當日漲停參考價之價格或以當日

²⁹⁷ 臺灣高等法院 91 年上訴字第 667 號刑事判決。

²⁹⁸ 最高法院 74 年台上字第 5861 號刑事判決。

漲停參考價之價格委託買進；或以低於委託當時之揭示價、接近當日跌停參考價之價格或以當日跌停參考價之價格委託賣出」²⁹⁹。

3、不以「連續漲停買入」為必要：

「證券交易法第一百五十五條第一項第四款所規定，對於證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出，其目的在防止人為操作因素導致集中交易市場行情發生異常變動，影響市場秩序。故如行為人主觀上有拉抬或壓抑價格之意圖，就特定之有價證券連續以高價買進或以低價賣出，即屬違反該規定，而構成同法第一百七十一條之罪，又所謂「連續以高價買入」，係指於特定期間內，連續以高於平均買價、接近最高買價，或以當日之最高價格買入而言，並不以『連續漲停價買入』為必要」³⁰⁰。

4、『連續』，係指多次而言，並不限於逐日；『高價』則指『在一段期間內』，以高於委託當時之揭示價、接近當日漲停參考價之價格或以當日漲停參考價之價格委託買進：

「按證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款規定：對於在證券交易所上市之有價證券，不得有『意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出』。所謂『連續以高價買入』者，指於特定時間內，逐次以高於平均買價、接近最高買價之價格，或以當日最高之價格買入而言，故該條文所稱『連續』，係指多次而言，並不限於逐日；『高價』則指『在一段期間內』，以高於委託當時之揭示價、接近

²⁹⁹ 臺灣高等法院 95 年度金上重更(一)字第 2 號刑事判決。

³⁰⁰ 最高法院 93 年台上字第 6507 刑事判決號。

當日漲停參考價之價格或以當日漲停參考價之價格委託買進而言。被告辯護意旨指該所稱『連續』，應於逐日一再買進賣出，作為要件，核屬誤會」³⁰¹。

貳、以本款構成要件要素觀察興櫃股票成交方式之特徵

一、推薦證券商應連續報價

推薦證券商於交易時間內應就其所推薦之興櫃股票，持續透過興櫃股票電腦議價點選系統為至少 2,000 股買進及賣出之報價以供應買應賣，如報價經取消或其數量經點選成交後已不足 1,000 股者，推薦證券商應於 5 分鐘內重新將報價資料輸入興櫃股票電腦議價點選系統。亦即推薦證券商於興櫃股票交易時間之內必須持續進行報價，「同向」之報價（即「買進」報價與下一次「買進」報價之間，或「賣出」報價與下一次「賣出」報價之間）之猶豫時間為 5 分鐘，此即推薦證券商之「連續報價」義務。

二、成交價格決定方式

依目前興櫃股票市場交易相關規定，投資人之委託一律為限價委託，委託資料經證券經紀商輸入點選系統後，系統立即將委託訊息傳送至推薦證券商處，推薦證券商僅能就委託單為點選與否之決定，並無權修改投資人委託資料之內容，否則將造成推薦證券商變更「原要約」而形成「新的要約」，必須再經原要約人為「承諾」，契約方為成立。另因證券經紀商受託買賣興櫃股票之法律關係亦屬「行紀」之法律關係，故買賣契約係存在於證券經紀商與推薦證券商之間，推薦證券商與投資人間並無契約關係存在。推薦證券商與

³⁰¹ 臺灣高等法院 99 年重金上更（二）字第 5 號刑事判決。

證券經紀商間若變更投資人原先委託之內容而成立買賣契約，其效果得否歸屬於投資人，便成疑問。解構目前興櫃股票買賣契約之成立過程，推薦證券商就其推薦之興櫃股票所為之確定報價，在法律上應歸類為一種「要約之誘引（invitation to offer）」，證券經紀商依投資人之指示將委託資料輸入「興櫃股票點腦議價點選系統」，該委託資料即為投資人對推薦證券商所為之買賣「要約」，推薦證券商透過點選系統執行點選成交，此一點選之行為即為「承諾」之意思表示，此時雙方意思表示合致，「買賣契約」成立，買賣雙方自契約成立之時起，互負移轉股票或交付價金之義務。因此目前興櫃股票市場相關規章雖未明文規定興櫃股票成交價格之決定方式，惟依興櫃股票市場之交易方式及流程，應可推導出其成交價應為投資人委託價格之結論。

三、無漲跌幅限制

興櫃股票市場係我國目前唯一採行議價交易，並以推薦證券商之報價驅動交易之股票次級市場。基於議價市場交易雙方得自由議定交易條件之本質，故證券櫃檯買賣中心「興櫃股票買賣辦法」第18條規定：「興櫃股票之櫃檯買賣，每一營業日之成交價格無升降幅度之限制。」興櫃股票是我國目前唯一無交易價格漲跌幅度限制之股票市場。

四、興櫃股票之行情揭示

與興櫃股票交易有關之價格資訊，項目繁多，茲逐項說明其產生之方式：

（一）交易時間內即時之行情資訊³⁰²：

³⁰² 證券櫃檯買賣中心「興櫃股票買賣辦法」第12條規定：

- 1、推薦證券商間之「最高買進之報價價格」：係指交易時間內之某個特定時點，就某「特定」興櫃股票之所有推薦之證券商當中，最高之「買進報價」。
 - 2、推薦證券商間之「最低賣出之報價價格」：係指交易時間內之某個特定時點，就某「特定」興櫃股票之所有推薦之證券商當中，最低之「賣出報價」。
 - 3、「當市最近一筆成交價格」：係指交易時間內之某個特定時點之前，某「特定」興櫃股票之最近一筆成交之價格；因興櫃股票之成交價一律為投資人之委託價，故最近一筆成交價格，同時亦代表「最近一筆」已成交之交易，其投資人之委託買進價格或委託賣出價格。
 - 4、「加權平均成交價」：係指交易時間內之某個特定時點之前，就某「特定」興櫃股票「全部已成交之交易」，以成交量加權計算所得之價格；即以該「特定」興櫃股票於揭示時點之前，「已成交之每筆成交股數乘以其個別之成交價格，再除以當時已成交之總股數」之所得。
- (二) 市場交易時間結束後所揭示之行情資訊³⁰³：
- 1、「當日『最高』成交價格」：係指某「特定」興櫃股票於交易時間內「最高」之成交價格。

「推薦證券商輸入買賣報價、透過興櫃股票電腦議價點選系統點選成交或證券經紀商輸入客戶委託買賣資料後，本中心即透過資訊傳輸系統對外揭示以下資訊：

一、推薦證券商間最高買進、最低賣出之報價與數量、推薦證券商名稱及聯絡電話。

二、當市最近一筆成交價格、數量及累計成交量、加權平均成交價。

本中心資訊傳輸系統另提供即時查詢全體推薦證券商買賣報價資料、推薦證券商名稱及聯絡電話之功能。」

³⁰³ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 13 條規定：「本中心於每日交易時間終了後，就興櫃股票名稱、當日成交數量、最高、最低、最後及加權平均成交價格，製作並揭示興櫃股票行情表」。

- 2、「當日『最低』成交價格」：係指某「特定」興櫃股票於交易時間內「最低」之成交價格。
- 3、「當日『最後』成交價格」：係指某「特定」興櫃股票於交易時間內「最後一筆」成交之價格。
- 4、「當日『加權平均』成交價格」：係指某「特定」興櫃股票於交易時間內，每筆成交之股數乘以其個別之成交價格，再除以當日成交之總股數」之所得。

參、興櫃股票交易適用本款之疑義

一、推薦證券商每日「連續報價」行為如何評價

推薦證券商負有「連續報價」之義務，且推薦證券商依市場行情狀況難免有調整其報價價格之狀況情事。當興櫃股票價格上漲時，推薦證券商之連續申報「買價」行為及高價買入行為，是否該當本款「連續以高價買入」之要件？反之，當興櫃股票價格下跌時，推薦證券商之連續申報「賣價」行為及低價賣出行為，是否該當本款「連續以低價賣出」之要件？推薦證券商履行造市義務之正當行為應如何評價？

二、「高價」、「低價」之比較基準

學說上固有認為本款規範之重點並非在於如何認定「高價」或「低價」之問題上，而有主張刪除本款「高價」、「低價」等字以避免徒增困擾之建議³⁰⁴；惟在本款規定修正前，「高價」或「低價」恐仍為司法實務在審理具體個案時，無可迴避之判斷項目。目前我國各級法院對此問題之判斷標準，以「高價買進」為例，多係指以

³⁰⁴ 劉連煜，前揭註 217 書，頁 398；林國全，前揭註 256 文，頁 60。

高於「平均買價」、接近「最高買價之價格」或以「最高買價之價格」買入者而言，亦有少數判決更貼近市場實務，指出應係指以高於「委託當時之揭示價」、「接近當日漲停參考價」之價格或以「當日漲停參考價」買入者而言。惟興櫃股票市場並無漲跌幅度限制，如何判斷是否以「最高買價之價格（或『漲停參考價』）」買入？又興櫃股票市場即時揭示之行情包括推薦證券商間之「最佳報價」、全體推薦證券商之「個別報價」、當市「最近一筆成交價」及當市之「加權平均成交價」，故何謂以高於「委託當時之揭示價」買入？

三、無漲跌幅限制，是否仍應具備連續要件

有關本款連續性之要件，我國實務界對此認為「如基於概括犯意，為二次以上之行為，即為連續」，此標準雖不嚴苛，但興櫃股票之成交價格並無漲跌幅度限制，故理論上，即使僅為「一筆」申報，若其申報價格偏離市場行情且數量足以改變市場供需關係時，亦將造成價格明顯變化之「結果」，且其變化幅度甚或將更為劇烈。本文思索，若行為人意圖抬高或壓低某種興櫃股票之交易價格，藉由價格變化誘使他人買賣時，是否仍應具備「二次以上之行為」始足該當本款之罪？

肆、本文意見

一、推薦證券商正常之造市行為應視為成交機制，中性評價

推薦證券商擔任興櫃股票市場買方及賣方之共同交易相對人角色，倘無推薦證券商連續報價及應買應賣之中介交易，則興櫃股票之交易無由完成。本文研究結果發現，推薦證券商之「連續報價」行為，係履行市場規範所課予之造市義務。因此，本文認為，當推薦證券商按此等規定進行報價時，應被評價為履行造市義務之正當

行為，除另有積極證據證明推薦證券商與操縱者有犯意聯絡或行為分擔等共同正犯關係之外，對於推薦證券商無不法意圖之報價行為，縱令其有本款連續交易行為之外觀，因欠缺「不法意圖」此一主觀要素，故應不構成本款「連續交易」之罪。

二、有關本款「『連續』以『高價』買入或以『低價』賣出」之判斷

(一) 有關本款連續性之要件：我國實務界對此雖有「如基於概括犯意，為二次以上之行為，即為連續」³⁰⁵之見解，惟就本款有罪判決之案例觀察，行為人以二次高價買進或二次低價賣出即以本款之罪相繩者，似乎未曾發生。甚或可言，本款有罪判決之案例，行為人通常於一段時間內，均有「多日」且一日之內有「多次」以高價買進或低價賣出之情事。本文認為，興櫃股票之成交價格並無漲跌幅度限制，行為人若意圖藉由操縱「價格變化」以誘引他人買賣者，無須以「多日」且一日之內有「多次」之高價買進或低價賣出即能遂行；理論上，單是一次的高價買進（或低價賣出）行為即足以令興櫃股票交易價格產生大幅上漲（或下跌）之急遽變化。故本文以為，興櫃股票之交易於適用本款規定時，其「連續性」之要求強度應可較低。惟因現行條文內容既有「連續」之要件，按罪刑法定原則，本款之適用自應有「連續」行為之存在為前提，但於興櫃股票適用本款之判斷上，似應視實際個案情節衡酌，以二次高價買進或二次低價賣出行為已足，尚無須以「多日」且一日之內有「多次」之嚴苛標準認定。

(二) 有關「以『高價』買入或以『低價』賣出」之要件：本文亦認為本款規範之目的在於禁止行為人藉由操縱「價格」之變化以誘引

³⁰⁵ 參閱臺灣臺北地方法院檢察處（71）偵字第 11912 號不起訴處分書。

他人買賣，而非在如何認定「高價」買進或「低價」賣出；且操縱市場價格之手法亦不必然須以「高價買進」或「低價賣出」始克為功，例如行為人依市場所揭示之價格及數量逐步往上買進之行為或逐步往下賣出之行為，同樣將造成價格變化之結果，但卻無明顯「高價買進」或「低價賣出」之行為外觀。故本文贊同學者在立法論上有關刪除本款「高價買入」、「低價賣出」要件之建議，以免徒增困擾。

惟在現行條文修正之前，有關本款「高價買入」或「低價賣出」之認定，應考慮興櫃股票交易之特徵，而非僵固於現行法院判決實務所揭之認定標準，否則將有益顯困擾之可能，茲以目前法院判決所採用之判斷標準說明如下：

- 1、「平均買價」：興櫃股票揭示之「加權平均成交價」，係指交易時間內之某個特定時點之前，就某「特定」興櫃股票「全部已成交之交易」，以成交量加權計算所得之價格，不限於「買進」或「賣出」部分，故與實務所揭「平均買價」，並不相同。
- 2、「最高價」或「漲停參考價」：興櫃股票成交价格並無漲跌幅度限制，因此並無當日「最高價」或「漲停參考價」存在，故於興櫃股票適用本款規定時，應無須考慮本項標準。
- 3、「委託當時之揭示價」：司法實務有判決提出以「委託當時之揭示價」為基準認定有關本款「高價」或「低價」之要件；惟興櫃股票即時行情所揭示之資訊項目，包括推薦證券商間之「最佳報價」、全體推薦證券商之「個別報價」、當市「最近一筆成交價」及當市之「加權平均成交價」，但未揭示投資人之委託資訊（因投資人與投資人之間無相互成交可能，揭示投

資人委託資訊供其他投資人參考並無實益），以上何者為司法判決實務所稱「委託當時之揭示價」仍成疑義。基於興櫃股票係由推薦證券商之報價驅動交易之市場，且推薦證券商之報價係屬確定之報價，對於投資人到價之委託負有成交義務等交易特徵考量，本文認為有關本款「高價」及「低價」之認定若為法院判決必要考量之點，則似應以推薦證券商之報價為判斷基準，蓋因投資人依推薦證券商之報價進行委託即可成交，若仍以高於推薦證券商之賣出報價委託買進或以低於推薦證券商之買進報價委託賣出，顯不合交易常理。



第四目 沖洗買賣

「沖洗買賣」之操縱類型，依證券交易法第 155 條第 1 項第 5 款規定，係禁止「意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象，自行或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對成交」之行為；另同條第 2 項規定「於證券商營業處所買賣有價證券」準用之，亦即對於上櫃股票及興櫃股票亦不得有前述連續交易之行為。

壹、目前學說及實務對本款之見解

一、學說及實務對本款之見解³⁰⁶

(一) 本款規定與 2000 年修正前原第 2 款具有相同之規範功能

「沖洗買賣」之操縱類型原規定於第 2 款，2000 年 7 月修法前，實務上有採「實質所有權」觀點，認為實質所有權未移轉者仍可成立沖洗買賣；然亦有採「形式所有權」觀點，認為所有權既已移轉，實際上無成立沖洗買賣之餘地。故 2000 年修正時予以刪除³⁰⁷。2006 年 1 月證交法修正時增訂本款內容為：「意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象，自行或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對成交」，所謂意圖造成某種有價證券交易活絡之表象，係行為人主觀犯意。所謂「自行連續委託買賣而相對成交」，通常係一個人開兩個（或兩個以上）帳

³⁰⁶ 相關討論參賴英照，前揭註 7 書，頁 651~657；賴英照，證券交易法逐條釋義，第 3 冊，頁 374~382，第 4 冊，頁 497~504；林國全，前揭註 256 文，頁 61~64；王志誠，沖洗買賣之認定基準，法令月刊，第 59 卷第 3 期，2008 年 3 月，頁 26 以下；邵慶平，前揭註 275 文；陳俊仁，前揭註 217 文；吳元曜，論沖洗買賣條款之立法型式及適用基準，法令月刊，第 55 卷第 1 期，2004 年 1 月，頁 50 至 58；李開遠，證券交易法第一百五十五條第一項第三款處罰股價操縱行為—「相對委託」刑事責任之探討，銘傳大學法學論叢 第 6 期，2006 年 6 月，頁 519 以下；莊勝榮，論證券集中交易市場操縱行為之刑事責任，證券金融季刊第 27 期，1990 年 10 月，頁 56 以下。

³⁰⁷ 其修正理由謂：「本條（按即第 155 條）第 1 項第 2 款所謂之沖洗買賣，乃對於不移轉所有權而偽作買賣之禁止，在美國立法例係針對不移轉實質所有權而作之規定，因現行民法並無實質所有權之概念，且目前證券之交易皆透過電腦來進行，相關資料均入檔，並不致於有空頭買賣之顧慮。而實務上，透過融券制度，投資人可先賣再買，並可當日沖銷，此交易方式廣為證券交易者所用，行之已久並未有不合理或不當之批評，故此款規定實不符現實所需，爰予刪除」。

戶，互相買賣成交。所謂「利用他人名義連續委託買賣」，可能是以人頭帳戶為沖洗買賣。至於「申報買賣」則是以證券商為處罰對象，而處罰的行為態樣也是沖洗買賣。本款規定與原第 2 款³⁰⁸具有相同的規範功能³⁰⁹。

(二) 行為目的在於誘使他人買賣

所謂沖洗買賣，實務上通常係指由同一人³¹⁰分別在兩家或兩家以上之證券經紀商開戶，並委託經紀商針對某種特定股票為相反方向的買賣，以影響該種股票之價格，並製造交易熱絡之假象，誘使不知情投資人跟進³¹¹。從比較法觀察，美國與日本的證券法律均明定：「無論何人不得以致使他人誤解上市有價證券之買賣為繁榮熱絡，或以致使他人誤解有價證券買賣之實際交易狀況為目的」，而為各種影響價格的行為。此項規定，將炒作股價與正當買賣相區隔，應有助於釐清認事用法的疑義³¹²。

(三) 有關「『連續』委託買賣或申報買賣」之涵義

有認為若欲於集中市場「委託買賣」或「申報買賣」而「相對成交」者，其買賣之委託或申報於一般通常情形下彼此必須同時或於相當接近之時間內為之，始有相對成交之可能。而「連續」二字似乎意指所謂「沖洗買賣」之行為必須「連續」為之，或有

³⁰⁸ 有關「沖洗買賣」操縱類型，我國證券交易法 2000 年修正前，原訂於第 155 條第 1 項第 2 款，當時條文內容為：「在集中交易市場，不移轉證券所有權而偽作買賣」，其中「不移轉證券所有權」之用語引發所有權「實質移轉說」及「形式移轉說」之爭論；2000 年修法時，該款因故遭刪除；刪除後法院有判決援引第 155 條第 1 項第 6 款「概括規定」對「沖洗買賣」之操縱行為做出有罪判決，此再引發「沖洗買賣」處罰明文既經刪除，得否再以「概括規定」論處之爭議。2006 年 1 月證交法修正時增訂 155 條第 1 項第 5 款內容為：「意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象，自行或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對成交」。

³⁰⁹ 賴英照，前揭註 7 書，頁 656。

³¹⁰ 林國全，前揭註 244 文，頁 126~128。

³¹¹ 賴英照，前揭註 7 書，頁 651。

³¹² 同前註，頁 656。

可能被解釋為必須「兩次」以上為買賣之相反交易始構成「沖洗買賣」之不合理結果，爰認為「連續」二字似屬贅字³¹³。

(四) 有關「相對成交」之涵義

有學者認為本款既已以連續委託買賣或申報買賣而「相對成交」為要件，自條文文義而為觀察，若無「相對成交」之結果，則應無「沖洗買賣」之適用。因我國證券交易法第 155 條第 1 項所規定之「操縱行為禁止」規範，同時亦為同法 171 第 1 項第 1 款之「犯罪構成要件」，依據「罪刑法定主義」，似以嚴格限縮解釋為宜³¹⁴。另亦有認為操縱股價者，常以委託買賣的方式製造交易熱絡的表象，雖未達「相對成交」的程度，但同樣達到誤導投資人，進而影響股價之目的。本款規定應酌予修正，將此種行為納入規範³¹⁵，似認現行法之規範尚有不足。

(五) 本款規定是否再起爭議

有關「沖洗買賣」之操縱類型，1988 年修正前之規定為：「意圖影響市場行情，不移轉證券所有權而偽作買賣者」。有認為「不移轉證券所有權而偽作買賣者」，本即已違反證券交易常規而具備違法性，加上構成要件中「意圖影響市場行情」之主觀要件難以證明，造成司法實踐上的舉證困難，故於 1988 年 1 月之修法時，即刪除其主觀要件³¹⁶。

然而「沖洗買賣」與合法的交易行為，實難區別；由投資人委託證券經紀商委託下單之交易形式觀察，並無不同。因此，若投資人在同一個交易日中，對於同一證券進行數次的買進與賣出

³¹³ 陳俊仁，前揭註 217 文，頁 59。

³¹⁴ 同前註。

³¹⁵ 賴英照，前揭註 7 書，頁 656、657。

³¹⁶ 吳光明，證券交易法論，三民書局出版社，1996 年，頁 242。

行為時，極可能引起主管機關注意，甚至買賣交易量大之投資人更可能被懷疑係在進行市場操縱，因而被移送司法機關調查偵辦，所以導致許多投資人不滿³¹⁷。在多數投資人的不滿聲中，2000年7月的再次修法，即廢止「沖洗買賣」行為之處罰規定³¹⁸。本款刪除後法院有判決援引第155條第1項第6款「概括規定」對「沖洗買賣」之操縱行為做出有罪判決，此再引發「沖洗買賣」處罰明文既經刪除，得否再以「概括規定」論處之爭議。2006年1月證交法修正時增訂本款內容為：「意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象，自行或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對成交」，上開規定施行之後，沖洗買賣應予處罰已有明確法源依據，刪除第155條第1項第2款所衍生之爭議應可解決；但有學者呼籲「法律適用上，何謂『相對成交』？是否會以類似形式所有權的觀點予以解讀，仍應注意」³¹⁹。

二、法院實務對本款之見解：

因本款係於2006年1月增訂，其構成要件與2000年7月修正前原第2款之規定，尚有差異，故鮮見法院判決以修正後之本款獨立論處之案件。蓋因依市場實務上所發現之操縱案例，行為人通常會結合數種操縱手法交互運用，例如，炒作股價後違約不交割（第4款及第1款）、釋放不實利多消息並炒作股價（第6款及第4款）、沖洗買賣並炒作股價（第5款及第4款）、相對成交並炒作股價（第3款及第4款）…，而本款主要在規範「製造交易活絡表象」誘使他人買賣之行為，尚不涉及抬高或壓低價格。惟殊難想像操縱案件

³¹⁷ 林國全，前揭註244文，頁129。

³¹⁸ 曾宛如，證交法原理，翰蘆圖書出版社，2001年，頁145。

³¹⁹ 賴英照，前揭註7書，頁656。

之行為人僅從事「沖洗買賣」而不圖謀抬高或壓低價格以牟取不法利益者。故較少見法院判決以本款獨立論處之案件，亦不足為奇。

目前對本款判決較多討論者為2000年7月刪除當時第2款規定後，法院援引「概括條款」論處及其衍生出相關法律適用問題之判決，舉例如下：

(一) 案例一：臺灣高院 89 年上訴字第 1787 號判決

「89年7月19日，證券交易法第155條第1項第2款再度修正並予刪除。然此次修正並非認為，凡屬對於在證券交易所上市之有價證券偽作買賣，縱然行為人意圖操縱證券交易市場之交易，且已足以影響某種有價證券之交易價格，仍不構成犯罪，否則第2款之修正刪除，即有違『反操縱條款』之立法本旨。從而，行為人如意圖影響市場行情，對於在證券交易所上市之有價證券，以偽作買賣方式，從事足以影響某種有價證券交易價格之操縱行為，因係『出於影響證券價格之意思決定與意思活動所支配之影響證券價格之行為』，仍屬『反操縱條款』之違反，應認構成證券交易法第155條第1項第6款（現為第7款）『直接或間接從事其他影響集中交易市場某種有價證券之交易價格之操縱行為』之罪。」

(二) 案例二：臺灣高等法院 91 年度上更(一)字第 936 號判決

「我國證券交易法所規定之證券所有權概念，除『形式所有權』外，尚包括利用配偶、未成年子女或他人名義持有之『實質所有權』在內...。因此，由同一人分別委託兩家以上之經紀商依一定之相同價格及數量，為相反方向之買賣，或遇股價較低時為全部買進，股價較高時為全部賣出時，即屬從事影響集中交易市

場某種有價證券交易價格之操縱行為，而可認為係『出於影響證券價格之意思決定與意思活動所支配之影響證券價格之行為』，即合於證券交易法第 155 條第 1 項第 6 款（現為第 7 款）之規定。從而，被告張○○、林○○二人...雖有買賣之形式，但其股票所有權實質上並未移轉，即股票仍在其同一集團持有中，該集團間之買賣即偽作之買賣，即造成股票交易熱絡之表象。是以其二人主觀上有欲操縱國○汽車公司股票價格之意圖，客觀上亦有以偽作買賣操縱國○汽車公司股票股價，致造成市場上該股交易熱絡之假象，希圖誘使其他投資人購買國○汽車公司股票及避免其等質押於銀行、證券金融公司及金主之股票需追繳擔保品或遭斷頭殺出，其等所為影響國○汽車公司股票交易價值之操縱行為，即屬『出於影響證券價格之意思決定與意思活動所支配之影響證券價格之行為』而違反上開證券交易法第 155 條第 1 項第 6 款（現為第 7 款）之規定，甚為明確。」

（三）案例三：臺灣高等法院 95 台上 4930 判決

「我國證券交易法為健全證券交易市場之機能，維持證券交易市場之秩序，並保護投資人，乃參考外國法制，制定『反操縱條款』，於第 155 條第 1 項先於第 1 款至第 5 款（現為第 1 款至第 6 款），採取列舉之基本規定，將常見典型之主要基本犯罪態樣逐一羅列，明文禁止規範，復惟恐未周，猶設第 6 款（現為第 7 款）之概括規定予以補充。倘行為人之同一行為違反本條項第 1 款至第 5 款（現為第 1 款至第 6 款）規定，同時充足第 6 款（現為第 7 款）規定之要件時，固應逕依各該第 1 款至第 5 款（現為第 1 款至第 6 款）相關規定之罰則，即同法第 171 條予以論處，而不

適用第 6 款（現為第 7 款）之規定，此無非基於基本法優於補充法及狹義法優於廣義法之法律適用原則之法理所當然，非謂其行為並不合乎第六目之要件該當性。上揭第 2 款關於『在集中交易市場，不移轉證券所有權而偽作買賣者』之規定，雖於 89 年間業經修正刪除，考其立法理由，...並非既買又賣，造成交易熱絡假象之人為操縱實質內涵，已經不具有應予非難之可罰性。是於該款修正刪除前，如有在證券交易集中市場，大量既買又賣，操縱市場行情之行為，在修正後裁判時，仍有第 6 款（現為第 7 款）『直接或間接從事其他影響集中交易市場某種有價證券交易價格之操縱行為者』相關規定罪刑之適用，要與單純之刑事訴訟法第 302 條第 4 款所定『犯罪後之法律已廢止其刑罰者』，應諭知免訴判決之情形有間。」

（四）案例四：臺灣高等法院 91 台上 6328 判決

「犯罪後之法律已廢止其刑罰者，應諭知免訴之判決，為刑事訴訟法第 302 條第 4 款所明定。至所謂犯罪後之法律已廢止其刑罰，不僅指刑事處罰條文業經廢止而言，即因修改刑事法律之結果，使原條文規定之犯罪構成要件變更，致起訴時認係刑事犯罪行為，但審判中已不以為係刑事犯罪者，亦包括在內。又刑法第 2 條第 1 項係行為後刑事法律變更時，新、舊法之比較適用原則。依上開法條規定，行為後法律有變更者，以適用裁判時之法律為原則，適用最有利於行為人之裁判前法律（包括行為時法及中間法）為例外。故行為後刑事犯罪之構成要件，若因法律之修改而變更時，必該行為同時該當於修正前、後法律所規定之犯罪構成要件，始有刑法第 2 條第 1 項之適用。如若行為後之刑事法

律已廢止其刑罰，則應適用刑事訴訟法第 302 條第 4 款規定，為免訴之判決，不再生行為後法律變更之比較適用問題。」

貳、以本款構成要件要素觀察興櫃股票交易方式之特徵

一、推薦證券商應負「連續報價」義務

推薦證券商於交易時間內應就其所推薦之興櫃股票，持續透過興櫃股票電腦議價點選系統為至少 2,000 股買進及賣出之報價以供應買應賣，如報價經取消或其數量經點選成交後已不足 1,000 股者，推薦證券商應於 5 分鐘內重新將報價資料輸入「興櫃股票電腦議價點選系統」。亦即推薦證券商於興櫃股票交易時間之內必須持續進行報價，「同向」之報價（即「買進」報價與下一次「買進」報價之間，或「賣出」報價與下一次「賣出」報價之間）之猶豫時間為 5 分鐘，此即推薦證券商之「連續報價」義務。

二、興櫃股票由推薦證券商之點選決定成交

興櫃股票之交易流程係由推薦證券商於每營業日交易時間開始前就其所推薦之每檔興櫃股票進行報價，以供投資人參考；投資人若有意願進行交易則向證券經紀商委託下單，證券經紀商於接受客戶委託後，將委託資料依規定格式輸入「興櫃股票電腦議價點選系統」，本系統會自動將投資人之委託資料傳輸至委託標的股票之所有推薦證券商（每檔股票之推薦證券商依規至少有 2 家），再由推薦證券商點選投資人的委託單，以完成交易。

推薦證券商進行點選成交，必以委託單之存在為前提，否則無由點選；緣此，推薦證券商之報價及點選成交行為，實係為履行其對投資人之應買、應賣功能，發揮造市商中介交易之功能。此由證券櫃檯買賣中心「興櫃股票買賣辦法」第 3 條第 2 項規定：「本辦

法所稱推薦證券商，係指...推薦發行人股票登錄為櫃檯買賣...，且依本辦法規定對其推薦之興櫃股票負報價及應買應賣等義務之證券商」自明。

三、「投資人相互間」與「推薦證券商相互間」均無相互成交之可能

興櫃股票之交易方式係由推薦證券商於每營業日交易時間開始前就其所推薦之每檔興櫃股票，以其造市專戶³²⁰申報「買進」及「賣出」之價格及數量，以供投資人參考；投資人若有意願進行交易則向證券經紀商委託下單，證券經紀商於接受客戶委託後，將委託資料依規定格式輸入「興櫃股票電腦議價點選系統」，本系統會自動將投資人之委託資料傳輸至委託標的股票之所有推薦證券商（每檔股票之推薦證券商依規至少有 2 家），再由推薦證券商點選投資人的委託單，以完成交易。推薦證券商點選之優先順序係以時間優先，亦即由最先點選者成交，委託單一經點選完成，他家推薦證券商即無法對同一筆委託單再予點選。因此，興櫃股票之交易雙方，其中必有一方為推薦證券商，交易之他方則為投資人，故投資人與投資人之間不會互相成交，推薦證券商與推薦證券商之間亦不會相互成交。

參、興櫃股票交易適用本款之疑義

本款規定為：「意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象，『自行』或以他人名義，『連續』委託買賣或申報買賣而『相對成交』」。興櫃股票特殊之交易方式，於評價其中「自行」、「連續」及「相對成交」等要素時，或有下列爭議：

³²⁰ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 14 條之 1 第 1 項規定：「推薦證券商買賣其所推薦之興櫃股票應以專戶為之」。

一、「投資人相互間」與「推薦證券商相互間」均無相互成交之可能，有無可能構成本款之罪？

通說認為本款之行為方式係行為人「自行」或以他人名義，一個人開兩個（或兩個以上）帳戶，進行沖洗買賣之行為，惟依興櫃股票之交易方式，推薦證券商履行造市義務之報價及應買應賣行為應以造市專戶為之，興櫃股票交易之買賣雙方，其中必有一方為推薦證券商，交易之他方則為投資人，故投資人與投資人之間不會互相成交，推薦證券商與推薦證券商之間亦不會相互成交，此等情況下，推薦證券商及投資人是否根本不可能觸犯本款之罪？

二、行為人是否必須有二個以上之交易帳戶？

通說認為本款之行為方式係行為人一個人以兩個（或兩個以上）帳戶互為買賣，茲有疑義者為，本款條文之規範意旨是否有意排除行為人「意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象，以『一個帳戶』，連續委託買賣或申報買賣而相對成交」之操縱行為？

三、推薦證券商之造市行為如何評價？

推薦證券商負有「連續報價」義務及「應買應買」義務，其買進及賣出之行為似未移轉「實質所有權」，是否該當本款條文有關「『連續』委託買賣或『申報買賣』而相對成交」之要件？推薦證券商履行造市義務之正當行為應如何評價？

四、投資人利用興櫃股票交易機制，經由推薦證券商中介交易功能，實際上遂行沖洗買賣之行為，是否當然排除本款適用？

本款構成要件尚有「相對成交」之要素，惟興櫃股票交易，形式上買賣雙方必有一方為推薦證券商，他方為投資人；故於興櫃股

票之交易，行為人自買自買而相對成交之狀況無從發生。實務上若有行為人利用推薦證券商應買應賣義務，藉由推薦證券商之中介交易，實質上遂行「沖洗買賣」之行為者，是否當然排除本款適用？

肆、本文意見

一、推薦證券商欠缺不法意圖之造市行為不該當本款之罪

2006年1月證交法修正時增訂第155條第1項第5款：「意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象，自行或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對成交」，增訂理由謂：「基於操縱股價者經常以製造某種有價證券交易活絡之表象，藉以誘使他人參與買賣，屬操縱手法之一，經參考美、日等國立法例，爰增訂第5款，將該等操縱行為之態樣予以明定，以資明確」。依法學方法論上之法律解釋原則，本款適用上即應參酌上開立法理由³²¹，即行為人之相對成交行為，必須在於製造有價證券交易活絡之表象，藉以誘使他人參與買賣，否則即不應該當本款之罪。

推薦證券商之連續報價行為，其實係履行市場規制所課予之造市義務；其履行應買應賣義務而對投資人委託單進行點選成交之行為，亦是在反映市場交易之需求。與本款立法理由所揭「製造某種有價證券交易活絡之表象，藉以誘使他人參與買賣」之情事，明顯有間；因此，本文認為推薦證券商之連續報價行為及應買應賣行為，

³²¹ 學者認為：「刑法之解釋宜採主觀與客觀之折衷理論，即：原則上採主觀理論，對於刑法條款之解釋仍應忠實地停留在立法者於立法時之標準原意...」，參林山田，刑法通論(上冊)增訂七版，2000年10月，頁111。

尚不該當本款之構成要件。就本款之罪在判斷上，既已於構成要件該當性之層次予以排除，爰無須再討論其違法性及可責性³²²。

二、排除正常之造市行為後，再以其餘交易行為判斷有無沖洗買賣行為

本款構成要件包含「相對成交」此一要素，即必須同一人（或同一集團）自買自賣且「相對成交」，但在興櫃股票交易，形式上買賣及成交對象必有一方當事人為推薦證券商，雖實質上不法投資人仍可利用推薦證券商達成「沖洗買賣」之目的。但依本款條文字義，即有可能因交易雙方當中，一方為推薦證券商他方為投資人，致不合於「相對成交」之要件，依嚴格之罪刑法定主義恐無法以「沖洗買賣」之規定予以處罰。惟本文認為，若有行為人利用二以上之交易帳戶（依通說見解）藉由興櫃股票交易此一特徵，經推薦證券商中介交易，由其中某一帳戶向推薦證券商買進，另一帳戶則賣出予推薦證券商，應仍有本款適用之必要。適用方式即係將推薦證券商履行造市義務之行為，視如委託單驅動市場之撮合原則，予以中性評價；在判斷興櫃股票市場之操縱行為時，應先將推薦證券商因履行造市義務所為之正常報價及點選成交行為抽離，再以其餘交易行為判斷有無沖洗買賣行為。故如有行為人利用推薦證券商應買應賣義務，藉由推薦證券商之中介交易，實質上遂行「沖洗買賣」之行為者，似不宜因其直接之交易對手為推薦證券商，即排除本款之適用。法律適用上，本文以為可以刑法「間接正犯」³²³之理論加以處理，即：

- （一）推薦證券商之造市行為若無構成要件之意圖及故意者，應不該當本款之構成要件。構成要件既不該當，則無須再判斷其

³²² 有關犯罪之判斷程序，參林山田，同前註書，頁 153~155。

³²³ 參林山田，前揭註 236 書，頁 58~79；林東茂。刑法綜覽，一品文化，2004 年 9 月，頁 1-121~1-123。

違法性及可責性，故可將推薦證券商無構成要件意圖及故意之正當造市行為，排除適用本款之罪。

(二) 行為人若藉由推薦證券商中介交易實施沖洗買賣之操縱行為，係以推薦證券商之「無故意行為」³²⁴為「工具」遂行其「沖洗買賣」之行為，故行為人為本款之罪之間接正犯。

三、沖洗買賣與相對委託之區辨標準

向來學說均以行為主體個數區辨「沖洗買賣」與「相對委託」，認為此二者為同類違法行為的兩種態樣，操作行為極為近似。所不同的是，前者通常是由同一人在兩家（或兩家以上）的證券商分別為買賣委託；後者則由二人通謀而為相對買賣。

惟「意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象，與他人通謀，以約定價格於自己出售，或購買有價證券時，使約定人同時為購買或出售之相對行為」（即二人以上可否「通謀」為「沖洗買賣」？）或「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對成交」（即單一行為主體可否為「相對委託」？）等行為是否即非本法規範之對象？本文以為「交易類型（trade-based）」之操縱態樣，其手法不外乎影響交易之價格及數量，此由第3款「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之『交易價格』」及第5款「意圖造成集中交易市場某種有價證券『交易活絡』之表象」即可窺知一二，前者應係針對藉由操作「交易價格之變化」誘使他人買賣所為之規範，後者係針對藉由操作「交易數量之變化」誘使他人買賣所為之規範。

³²⁴ 參林山田，前揭註 236 書，頁 62。

多數見解以行為主體個數區辨「沖洗買賣」與「相對委託」間之差異，固有法律條文之規定為據，惟查 54 年 11 月 3 日司法院大法官會議釋字第 109 號解釋略謂：「以自己共同犯罪之意思，參與實施犯罪構成要件以外之行為，或以自己共同犯罪之意思，事先同謀，而由其中一部分人實施犯罪之行為者，均為共同正犯」。因此，現行「相對委託」之規定縱予刪除「通謀」之要件，設若行為人有二人以上時，仍可依共犯理論處理，且實務上「相對委託」亦不必然必須有二以上之主體始能遂行。因此，本文認為行為主體之個數應非「沖洗買賣」與「相對委託」等操縱類型所欲規範之重點，前者在於規範對於交易數量之操縱行為（製造交易活絡假象），後者在於規範對於交易價格之操縱行為（製造價格變化假象）。現行條文第 3 款有關「通謀」之要件似可刪除。

本文認為現行條文第 3 款之規定，在立法論上或有檢討之空間，惟此議題應屬沖洗買賣與相對委託此二款之罪如何區辨之固有問題，並非由興櫃股票之特殊交易方式所衍生，此併予敘明。

第五目 散布流言或不實資料

「散布流言或不實資料」之操縱類型，依證券交易法第 155 條第 1 項第 6 款規定，係禁止「意圖影響集中交易市場有價證券交易價格，而散布流言或不實資料」之行為；另同條第 2 項規定「於證券商營業處所買賣有價證券」準用之，亦即對於上櫃股票及興櫃股票亦不得有前述散布流言或不實資料意圖影響其交易價格之行為。

壹、目前學說及實務對本款之見解

一、學說之見解

有關本款之規範意義，有學者認為我國證券市場是散戶（個人投資人）占成交量近八成之特殊市場。鑑於散戶之投資決定最易受流言影響，故本款規定在此種環境，應有其重要之意義³²⁵。

就本款有關意圖影響「有價證券交易價格，而散布流言或不實資料」，究係針對「特定股票」或「不特定股票」抑或「全體股票」？有認為不論其意圖影響者，為全體或特定種類的有價證券交易價格，均屬之³²⁶。亦有認為本條之立法意旨係在禁止人為操縱股價，故本款所禁止者「當係指特定股票股價為人所操縱而言，故本款之意圖應解為意圖影響集中交易市場特定有價證券之交易價格，方足當之」³²⁷。

本款之行為態樣可區分為「散布流言」以及「散布不實資料」2 種類型，所謂「散布」，係指對不特定人或特定多數人為傳述的行為³²⁸，

³²⁵ 林國全，前揭註 256 文，頁 60。

³²⁶ 賴英照，前揭註 7 書，頁 681。

³²⁷ 溫祖德，前揭註 278 文，頁 55。

³²⁸ 賴英照，前揭註 7 書，頁 681。

亦有認為是指擴散傳布於眾人，不管是傳布於不特定之人，或是傳布於特定之多數人，甚至一次僅傳布於一人，而多次反覆為之，均屬之³²⁹。

至於「流言」或「不實資料」，在解釋上略具爭議性，惟多數意見認為「流言」，係指無法確認其真實性或未經證實之訊息，至於其內容是屬於現已發生之情事，亦或是對於未來之臆測，均無不可，但不可為單純之意見表達³³⁰。因此，即使行為人在未經查證前所傳播之訊息，即使恰巧與客觀事實相符，亦得將其視為流言。所謂「不實資料」，係指對既存之事實做虛偽不實之陳述，而該陳述足以導致他人發生誤解，不論是積極的傳達或消極的隱瞞皆屬之³³¹。惟有認為「流言」一詞並無明確定義，與「不實資料」均係泛指可能影響市價之不實資訊，法條用語尚欠嚴謹³³²。

二、實務案例

就我國的實務現狀而言，因操縱行為而遭法院為有罪判決確定之案件，並不在少數，但是，因違反本款「散布流言或不實資料」之規定而遭法院為有罪判決確定之案件，在相較之下，卻是屈指可數³³³。以我國法院判決案例觀察，大多為投信、投顧公司或股友社提供股市資訊之情

³²⁹ 張天一，前揭註 234 文，頁 134。相關討論，見林國全，前揭註 233 文，頁 153 以下；劉連煜，前揭註 217 書，頁 401~403。

³³⁰ 林國全，前揭註 233 文，頁 153、154。

³³¹ 林國全，同前註，頁 153；梁宏哲，證券集中交易市場操縱行為刑事責任之研究，國立中興大學法律學研究所碩士論文，2003 年，頁 185。

³³² 賴英照，前揭註 7 書，頁 682。原文為：「本款使用『流言』一詞，源自 1929 年制定公布的交易所法第 52 條：『意圖變動交易所之市價，而散布流言或行使詭計或施暴行或加脅迫者，處二年以下之徒刑，或六千元以下之罰金』。此外，1961 年公布的證券商管理辦法第 58 條亦有『經紀人不得散播謠言，影響市場』的規定。從立法背景觀察，法條用語尚欠嚴謹...」。

³³³ 林國全，前揭註 233 文，頁 149；及前揭註 256 文，頁 60。

形，亦有公司透過公開資訊觀測站發布營運資訊，或為媒體記者之報導者。茲摘述幾例如下³³⁴：

（一）案例一：無據之錯誤分析報導

「證券交易法既係為維護證券市場機能之健全，...則證券投資分析人員非出諸善意散布足以影響市場行情之不實資料，自為法所不允。因之，證券投資分析人若係依據事實所為之報導而提供相關研究分析意見或建議，或所依據之分析建議事項雖未見諸報載，惟經其合理查證，確信非屬無端，亦應認為符合善意分析之意涵，反之，若有意圖影響市場行情，而為某種無據之錯誤分析報導，並有誘人集中力量買或賣某股之陳述散布行為，自應以違反證券交易法論處。本案質諸被告既自承伊並不知新○鋼鐵公司是否確要出售土地，係依想像之空間加以評估該公司股票價格，顯不符合上述善意分析之意涵」³³⁵。

（二）案例二：臆測之詞，顯屬虛偽不實

未具證券投資分析人員資格，亦未獲准經營證券投資顧問事業，竟成立「○教授工作室」招收會員，傳授股市分析技術，並為客戶提供個股走勢分析，其散布之訊息包括某種股票「『已達非常危險區，11月7日後，主力與中實戶將大量賣超，散戶將大量買進，屬於飛蛾撲火現象』」法院認為：「如此臆測之詞，顯屬虛偽不實，...此種煽動性或警告性之言詞，一經散布，耳語相傳，其影響之鉅無可算計，足以影響投資人買賣該股票之決定，復參

³³⁴ 相關說明見賴英照，前揭註7書，頁682~685；林國全，前揭註256文，頁60、61；張天一，前揭註234文，頁137~139。

³³⁵ 臺灣臺北地院86年度訴字第2687號刑事判決。

我國股票交易集中市場對於消息面之脆弱性，此種流言之散布，足生影響該股交易價格之危險」³³⁶。

(三) 案例三：

1、發布無精確數據及具體措施可為憑證之獲利預測—地院判決有罪

「被告...藉新聞媒體放送之台○公司於 89 年將有 260 億元之營業額，有 60 億元盈餘之資料，並無精確之數據及具體之措施可為憑證，而 60 億元盈餘之預估，亦無法通過合理之檢驗，且其據以辯解之資料前後數據不一，欠缺可信度，故應認係不實之資料，此並可由...繼任之公股代表委請正○會計師事務所製作之台○肥公司 89 年度財務預測暨會計師核閱報告，...益證(被告)...所言鉅額盈餘之不切實際。再由卷附新聞紙剪報及股市觀測站資料顯示，台○公司民營化後，配合宣導小組之成立，不時有利多消息之放送...，難認無提升台○股價之意。...意圖影響集中交易市場有價證券交易價格而散布不實資料犯行亦堪予認定」³³⁷。

2、所發布之資料係經內部專業經理人員依相關資料對公司盈餘目標之評估—高院判決無罪

同案嗣經上級審法院改判無罪，因公司 89 年度工作計畫及 5 年營運發展規畫，係由公司相關部門及子公司負責人共同研擬完成，為「公司團隊對未來營運的經營構想，不論其實施與否，或實施後效益如何，其計畫內容尚難謂有不實」，而被告相關談話係依據幕僚單位專業經理人依據公司現有資料所寫的計畫書，宣示未來之計畫目標，既乏積極證據證明係不實資料」，即難認被告係

³³⁶ 臺灣高等法院 88 年度上訴字第 3817 號刑事判決。

³³⁷ 臺灣臺北地方法院 91 年度訴字第 1171 號刑事判決。

散布流言或不實資料³³⁸。本案對公司盈餘目標的預測，法院認為如經內部專業經理人員依相關資料評估，即無違法³³⁹。

(四) 案例四：證券商營業員對市場情勢提供客戶消極等待觀察之建議，並非買賣或拋售之積極勸進—高院判決無罪

「被告係於 88 年 2 月 4 日與右揭客戶通話時提及和○集團發生財務問題，然依證人張○○、楊○○所為右揭證述，渠等早在 88 年 2 月 4 日之前，業已得悉此一消息，且徵之卷附中○時報 88 年 2 月 4 日、工商時報 88 年 2 月 5 日針對和○集團旗下之中○人壽確持有已發生財務問題之國○股票...而提列...跌價損失，及財政部證券暨期貨交易委員會公佈該公司董監事持股質權設定高達 98.05% 等事實，股票市場因此對之失去信心使該公司股票連續下挫，...依諸當時證券市場之客觀情形，尚難遽行認定被告明知該訊息確屬流言或不實之資料。再查，被告於告知客戶右揭訊息時，係擔任○○證券公司之營業員，其依據其他營業員之判斷認知，並參酌右揭見諸媒體已為公眾知悉之報導，經其分析後之確信，認和○集團財務出現問題非空穴來風無的放矢之事，而以善意向客戶及友人陳述市場狀況，況依被告所通知陳述之內容，查均係基於和○集團財務出現狀況，而告知客戶應加以注意或觀望後續發展，...被告此種對市場情勢提供客戶消極等待觀察之建議，並非對和○集團股票為買賣或拋售之積極勸進，核其目的並非在於意圖影響市場行情，而為某種無據之錯誤分析誤導，藉以扭曲市場價格機能行為」

340。

³³⁸ 臺灣高等法院 92 年度金上重訴字第 9 號刑事判決。

³³⁹ 賴英照，前揭註 7 書，頁 683；林國全，前揭註 256 文，頁 61。

³⁴⁰ 臺灣高等法院 89 年度上訴字第 4529 號刑事判決。

(五) 案例五：記者就其消息之來源與依據提出合理說明，且經與其他新聞媒體之內容相互比對並無出入—高院判決無罪

「公訴人雖指摘被告之報導為『散布流言或不實消息』，且認為被告...等 10 篇在○○日報所為之 8 篇新聞報導均為『不實之利多消息』，惟上開報導若依其內容對勁○之股價影響及市場心理狀態，可歸類為『利多』或『利空』，然何以凡為『利多消息』即為『不實報導』、『利空消息』即為『據實報導』，公訴人並未積極舉證，亦未就各該報導內容如何『不實』加以舉證，是其立論自乏依據。而被告於本件之各次新聞報導，就其消息之來源與依據，業已提出合理之說明，且經與其他新聞媒體之內容相互比對，並無何出入，且有其他新聞媒體...報導在先之情形，足證被告之報導內容並非全然無據，難謂有『散布流言或不實消息』之情形。而公訴人所引之其他證據亦不足證明被告有起訴書所指之犯行，是被告之行為固有損於新聞記者之道德規範，違背報社對記者之紀律要求，惟於客觀上既查無何故意散布流言或不實消息之行為，縱令主觀上有影響股票價格之意圖，亦與證券交易法第 155 條第 1 項第 5 款之構成要件有所不合，尚難以該罪相繩」³⁴¹。

貳、以本款構成要件要素觀察興櫃股票交易方式之特徵

本款之構成要件要素包括「意圖影響集有價證券交易價格」，進而「散布流言或不實資料」，按本款之操縱類型有將其歸類為「非交易型之操縱方式（non-trade-based）」者（詳本節首揭「壹、學說對操縱行為之分類」），既然本款之操縱行為並非以交易型態直接

³⁴¹ 臺灣高等法院 97 年度上訴字第 3852 號刑事判決。

遂行，則興櫃股票之交易方式雖然較為特殊，理論上亦不影響其評價是否該當「散布流言或不實資料」之要件。惟興櫃股票除交易機制有別於上市（櫃）股票之外，其成交價格之形成，亦與上市（櫃）股票迥異。由於證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款「相對委託」、第 4 款「連續交易」及本款「散布流言或不實資料」等罪之構成要件要素尚包括「意圖影響有價證券『交易價格』」，爰以興櫃股票成交價格之形成過程說明興櫃股票交易方式之特徵。

一般而言，興櫃股票之交易流程係由推薦證券商於每營業日交易時間開始前就其所推薦之每檔興櫃股票進行報價，以供投資人參考；投資人若有意願進行交易則向證券經紀商委託下單，證券經紀商於接受客戶委託後，將委託資料依規定格式輸入「興櫃股票電腦議價點選系統」，本系統會自動將投資人之委託資料傳輸至委託標的股票之所有推薦證券商（每檔股票之推薦證券商依規至少有 2 家），再由推薦證券商點選投資人的委託單，以完成交易。推薦證券商點選之優先順序係以時間優先，亦即由最先點選者成交，委託單一經點選完成，他家推薦證券商即無法對同一筆委託單再予點選。按此交易流程，興櫃股票之交易方式，以成交價格之形成過程觀察實具有下列之特徵：

- 一、**推薦證券商之報價係確定報價**：所謂「確定報價」係「參考報價」之相對概念，推薦證券商之報價既為確定之報價，因此推薦證券商應按其所報賣出（或買進）價格及數量對相對應之買方（或賣方）負成交義務³⁴²。

³⁴² 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 10 條第 2 項及第 3 項規定。

二、**投資人應為限定價格之委託**：證券經紀商受託買賣興櫃股票後，應即將客戶帳號、委託買進或賣出之股票名稱、「價格」與數量等資料，依規定格式輸入「興櫃股票電腦議價點選系統」與各該興櫃股票之推薦證券商進行議價³⁴³，投資人應為限定價格之委託，否則該筆委託將不被系統接受。

三、**成交價一律為投資人之委託價**：「興櫃股票電腦議價點選系統」接收證券經紀商輸入之委託資料後，立即將委託訊息傳送至推薦證券商處，推薦證券商僅能就委託單為點選與否之決定，並無權修改委託資料之內容。解構目前興櫃股票買賣契約之成立過程，推薦證券商就其推薦之興櫃股票所為之確定報價，在法律上應歸類為一種要約之誘引（invitation to offer），是一種引誘他方對自己為要約之意思表示。當投資人看到推薦證券商之報價後，委託證券經紀商申報買賣委託資料，輸入興櫃股票電腦議價點選系統，該委託資料即為投資人對推薦證券商所為之買賣「要約」，推薦證券商透過點選系統執行點選成交，此一點選之行為即為「承諾」之意思表示，此時雙方意思表示合致，「買賣契約」於焉成立，買賣雙方自契約成立之時起，互負移轉股票或交付價金之義務。因此目前興櫃股票市場相關規章雖未明文規定興櫃股票成交價格之決定方式，惟依興櫃股票市場之交易方式及流程，應可推導出其成交價應為投資人委託價格之結論。

參、興櫃股票交易適用本款之疑義

³⁴³ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 29 條第 1 項前段。

依目前興櫃股市場交易實務，證券櫃檯買賣中心對興櫃股票交易市場「即時」揭示之資訊包括如下³⁴⁴：

- 一、推薦證券商間最高買進、最低賣出之報價與數量、推薦證券商名稱及聯絡電話。
- 二、當市最近一筆成交價格、數量及累計成交量、加權平均成交價。
- 三、全體推薦證券商買賣報價資料、推薦證券商名稱及聯絡電話之功能。

此外，證券櫃檯買賣中心另於每日交易時間終了後，就興櫃股票名稱、當日成交數量、最高、最低、最後及加權平均成交價格，製作並揭示興櫃股票行情表³⁴⁵。

前述資料與「價格」有關者，包括推薦證券商間「最高買進之報價價格」、推薦證券商間「最低賣出之報價價格」、「當市最近一筆成交價格」、「加權平均成交價」、「當日『最高』成交價格」、「當日『最低』成交價格」、「當日『最後』成交價格」及「當日『加權平均』成交價格」，而本款規定之構成要件中有關意圖影響有價證券「交易價格」究何所指？不無疑義。

因上述各項「價格」之決定因素不同，各由不同主體決定或共同形成之，何種情況下始構成對於「價格」之影響，此涉及是否該當本款構成要件有關意圖影響有價證券「交易價格」之判斷，茲分述之：

一、興櫃股票「交易價格」之決定因素：

與興櫃股票交易有關之價格資訊，項目繁多，茲逐項說明其產生之方式：

³⁴⁴ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 12 條。

³⁴⁵ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 13 條。

(一) 交易時間內即時之行情資訊：

- 1、推薦證券商間之「最高買進之報價價格」：係指交易時間內之某個特定時點，就某「特定」興櫃股票之所有推薦之證券商當中，最高之「買進報價」。
- 2、推薦證券商間之「最低賣出之報價價格」：係指交易時間內之某個特定時點，就某「特定」興櫃股票之所有推薦之證券商當中，最低之「賣出報價」。
- 3、「當市最近一筆成交價格」：係指交易時間內之某個特定時點之前，某「特定」興櫃股票之最近一筆成交之價格；因興櫃股票之成交價一律為投資人之委託價，故最近一筆成交價格，同時亦代表「最近一筆」已成交之交易，其投資人之委託買進價格或委託賣出價格。
- 4、「加權平均成交價」：係指交易時間內之某個特定時點之前，就某「特定」興櫃股票「全部已成交之交易」，以成交量加權計算所得之價格；即以該「特定」興櫃股票於揭示時點之前，「已成交之每筆成交股數乘以其個別之成交價格，再除以當時已成交之總股數」之所得。

(二) 市場交易時間結束後所揭示之行情資訊：

- 1、「當日『最高』成交價格」：係指某「特定」興櫃股票於交易時間內「最高」之成交價格。
- 2、「當日『最低』成交價格」：係指某「特定」興櫃股票於交易時間內「最低」之成交價格。
- 3、「當日『最後』成交價格」：係指某「特定」興櫃股票於交易時間內「最後一筆」成交之價格。

4、「當日『加權平均』成交價格」：係指某「特定」興櫃股票於交易時間內，每筆成交之股數乘以其個別之成交價格，再除以當日成交之總股數」之所得。

二、影響「交易價格」之涵義

前述各項價格，各由不同主體決定或共同形成之，例如，「報價」係由推薦證券商所申報；「成交價格」則係由投資人限價委託後經推薦證券商點選成交而共同形成；至「加權平均成交價格」，則係由全部已成交之推薦證券商及投資人共同形成，主體各異。因此，對本款構成要件要素有關「影響交易價格」之判斷，或有可能隨「交易價格」涵義認定廣狹之不同而異其「影響」程度範圍之判斷，例如，意圖影響推薦證券商之「報價」而僅對推薦證券商散布流言或不實資料，有無可能構成本款之罪？

肆、本文意見

一、本款為「非交易型之操縱方式（non-trade-based）」之操縱類型：

既然本款之操縱行為並非以交易型態直接遂行，則興櫃股票之交易方式固然較為特殊，理論上亦不影響其評價是否該當「散布流言或不實資料」之要件。惟所謂「流言」，其涵意過於模糊，本文觀察法院判決之案例，多從行為人主觀上影響股價的意圖及客觀上資訊的真實性加以衡量，如發布的資訊有事實依據，並無影響市價的意圖，即無違法可言。若行為人所發布之資訊均必須有事實之依據，則本款有關散布「流言」之規定似屬贅語；惟此一課題乃本款適用上固有之問題，並非由興櫃股票之特殊交易方式所衍生。

二、對於「意圖影響興櫃股票交易價格」之判斷應更有彈性：

興櫃股票之成交價格，一律是該筆交易投資人委託單所限定之價格，因此直接決定交易價格者，似為投資人方；惟興櫃股票市場係以推薦證券商之報價主導交易進行之「議價市場」，推薦證券商每日於興櫃股票交易時間開始前即應完成報價供投資人參考，此外交易時間開始後更負有連續進行報價之義務，因此推薦證券商之「報價」對於投資人而言，實具有重要之參考價值。且推薦證券商若調整其報價，亦將影響其「到價點選」義務之範圍³⁴⁶，必然將連帶造成交易價格之變化。

通說認為本款「散布」流言或不實資料，係指對「不特定人」或「特定多數人」為傳述的行為，惟依目前興櫃股票市場交易實務，每檔興櫃股票之推薦證券商少則 2 家多則 10 餘家，全體推薦證券商總數不過為 30 家，平均每檔股票之推薦證商家數為 4.55 家³⁴⁷。若有行為人意圖影響興櫃股票交易價格，而對某檔興櫃股票之推薦證券商傳述不實資料，此等情形下，究係對「不特定人」或「多數人」為之？由於影響推薦證券商報價將連帶造成交易價格之變化，本文認為興櫃股票市場之本質係以推薦證券商之報價主導交易進行之議價市場，因此，對於「意圖影響興櫃股票交易價格」之判斷應更有彈性，即意圖影響興櫃股票之報價，而對某檔興櫃股票之推薦證券商傳述不實資料者，亦應構成本款之罪。

³⁴⁶ 前揭註 111「興櫃股票買賣辦法」第 21 條第 4 項規定：「...推薦證券商就其推薦之興櫃股票，於相對應之買方（或賣方）輸入興櫃股票電腦議價點選系統之委託申報價格推推薦證券商所報賣出（或買進）價格以上（或以下）時起五分鐘內，在推薦證券商申報數量範圍內，應進行點選成交。推薦證券商於到價之報價數量全部成交前，不得變更報價」。

³⁴⁷ 參證券櫃檯買賣中心網站，興櫃股票市場現況，查閱日期 2011 年 5 月 28 日，網址：http://www.gretai.org.tw/ch/emergingstock/emg_market_highlight/emghighlight.php。

第六目 其他操縱市場之行為

本款為「概括規定」，即為前述 5 種操縱態樣以外之操縱類型，依證券交易法第 155 條第 1 項第 7 款規定(2006 年 1 月修正前為第 6 款)，本款係禁止「直接或間接從事其他影響集中交易市場某種有價證券交易價格之操縱行為」；另同條第 2 項規定「於證券商營業處所買賣有價證券」準用之，亦即對於上櫃股票及興櫃股票亦不得有前述直接或間接從事其他影響某種有價證券交易價格之操縱行為。

壹、目前學說及實務對本款之見解

一、學說對本款之見解：

(一) 補充第 1 款至第 6 款列舉規定，避免掛一漏萬

本款規定的目的係鑒於操縱市場的行為，態樣複雜，第 155 條第 1 項各款列舉之規定可能掛一漏萬，因此特加本款概括規定，以補不足。美、日立法則均無類似本款之規定。惟美國法明文授權聯邦證管會為維護公共利益、保障投資人及確保證券市場的公平秩序，得制訂規則，以合理的方法，防制其他操縱股票價格的行為，本款此種立法模式與美國法授權聯邦證管會訂定規則補充立法不足，有相同的政策考量³⁴⁸。

(二) 兼顧罪刑法定主義下彈性運用

1988 年修法時，將本款文字由「直接或間接從事其他『足以影響市場行情為目的』之行為者」，修正為「直接或間接從事其他『影響集中交易市場』『某種有價證券交易價格』之『操縱行

³⁴⁸ 賴英照，前揭註 7 書，頁 687。美國聯邦證管會 (SEC) 的相關規則應採取最小侵害的方法，避免對市場的正常運作及個人投資人自由買賣證券的權利，造成不利影響 (美國 1934 年證券交易法 §9 (h))。

為』者」，一方面把對象限定為「某種有價證券交易價格」，另一方面加上「操縱行為」的要件，使概括範圍較為具體而限縮。2006年1月證交法修正時又將「某種」二字刪除，理由為操縱股價「應不只限於個股，尚包括同時影響多種股票、類股或整體市場之行為」。學者認為，上開修正均未對「操縱行為」加以定義，在實際適用上有相當彈性之空間，「尚待司法機關在兼顧罪刑法定主義與靈活打擊犯罪的原則下，妥善運用」³⁴⁹。

（三）對本款規範合理性之質疑

有學者認為，本款概括規定之最大問題點在於「操縱行為」之認定，因概括規定之解釋運用，應參酌具體列舉規定之共通意旨，惟現行各款具體列舉規定有以行為人主觀意圖為要件者，有單純規範客觀行為者，有明定行為客觀危險性之要件者，有未以之為要件者，故欲由此等具體列舉規定理出一共通旨意以為本款概括規定解釋運用之準繩，實有相當之困難。而本款之違反將處以重刑。在罪刑法定主義下，「構成要件明確化」本係刑罰規定之基本要求，現行法卻以本款構成要件模糊之概括規定使參與證券市場買賣交易之人陷於如此重刑之恐懼下，是否合理？頗值深究³⁵⁰。

二、法院實務對本款之見解：

（一）本款為補充規範性質

「該款所禁止對某種有價證券交易價格之操縱行為，乃指：意圖以人為方式影響證券市場價格，誘使或誤導他人為交易，使

³⁴⁹ 賴英照，前揭註7書，頁688。

³⁵⁰ 林國全，前揭註256文，頁62。

某種證券之市場價格以異於正常供需方式而變動者而言；其目的在維持證券價格之自由化，使交易市場在公平、公開的情況下充分發揮供需的價格機能，避免因人為操縱的投機行為影響市場價格而誤導投資人，致影響市場交易秩序，亦即為使有價證券之價格，能在自由市場正常供需競價下產生，避免由自由供需關係決定價格演變為有計畫的人為價格，以保護一般投資大眾，所作對特定人經濟權之限制。至於特定時期，某有價證券有下跌趨勢，而連續以高於平均買價操作買入，使該有價證券之股價維持於一定價位，而破壞正常交易市場機制之行為（即俗稱護盤），則屬同條項第 4 款所規範之意圖使該有價證券之股價維持於一定價位之罪。又證券交易法第 155 條第 1 項第 6 款（現為第 7 款）為同條項第 4 款之概括規定，若其行為合於同條項第 4 款之情形者，因其本質上已將操縱股價行為之觀念包含在內，即應依同條項第 4 款之罪論擬，不能更論以同條項第 6 款（現為第 7 款）之罪，始為適法」³⁵¹、³⁵²。

（二）界定本款構成要件之要素

「學理上所謂『反操縱條款』，違反者，應依同法第 171 條之規定處罰，旨在規範證券交易所上市之有價證券，在交易上之各種不法操縱行為。而同法條項第 6 款（現為第 7 款）之規定，則為非法操縱行為之概括類型，文義上仍應視為非法操縱行為之

³⁵¹ 最高法院 93 年度台上字第 5152 號刑事判決；另參賴英照，前揭註 7 書，頁 687 所列最高法院 97 年度台上字第 5036 號刑事判決、同院 93 年度台上字第 2886 號，臺灣高等法院 89 年度上更（一）字第 625 號，同院 91 年度上更（二）字第 356 號及 91 年度上更（一）字第 830 號等刑事判決亦同此見解。

³⁵² 惟有學者評析他案時指出「法院...認為概括條款的規定，順序上應次於前面各款而適用，固然言之成理；但並非適用前面各款時，即當然排除概括條款的規定；各款之間應立於相互補充支援的地位，而不必然相互排斥。至於如何適用，當取決於犯罪事實，依個案決定」，詳參賴英照，前揭註 7 書，頁 692。

另一種類型，其所禁止直接或間接從事其他影響集中交易市場某種有價證券交易價格之操縱行為，乃指：意圖以人為方式影響證券市場價格，誘使或誤導他人為交易，使某種證券之市場價格以異於正常供需方式而變動者而言。本罪之構成，需有以人為方式影響證券市場價格之意圖，結合其誘使或誤導他人為交易之積極行為，致生集中交易市場某種有價證券之市場價格以異於正常供需方式而為變動之結果，其間並具有因果關聯，始足當之」³⁵³。

（三）同時該當多款要件時之論罪

「證券交易法第 155 條第 1 項第 1、3、4、5 款之規定，係列示不同之非法操縱行為類型，而同法條項第 6 款（現為第 7 款）之規定，則為非法操縱行為之概括類型，文義上仍應視為非法操縱行為之另一種類型，此應係證券交易市場之『操縱行為』，屬智慧型之經濟犯罪，其犯罪態樣複雜，立法上無法一一列舉所致。申言之，行為人之行為縱已該當該條項第 1、3、4、5 款中，其中之一或數款之非法操縱行為類型之構成要件，如另該當同條項第 6 款（現為第 7 款）之非法操縱行為類型之構成要件時，自非可置而不論，始符該法條為『反操縱條款』之立法目的。從而如行為人係基於包括之認識、單一之目的，就某一種集中交易市場之有價證券，或同時就多數集中交易市場之有價證券，接續有該當證券交易法第 155 條第 1 項第 1、3 至 6 款所示之非法操縱該相關有價證券之行為者，應僅成立一罪，不能以連續論，於此情形，應就所犯不同之非法操縱行為之類型中，擇一重論處。至行為人並非基於包括之認識、單一之目的，同時就多種集中交易市場之

³⁵³ 最高法院 97 年度台上字第 2012 號刑事判決。

有價證券，而係基於概括犯意，先後就集中交易市場，個別不同之多種有價證券，分別有該當上開法條所示之非法操縱行為者，如在刑事法之評價上，各具獨立性，就個別不同之有價證券之非法操縱行為，非不可以連續犯論擬」^{354、355}。

貳、本文對興櫃股票交易適用本款之意見

一、本款構成要件要素之判斷

概括條款係在法律有列舉規定的前提下，為防止列舉規定之不足所為之補充規定；因此，對概括條款內容之解釋不能完全脫離法律列舉性規定，二者於評價行為是否違法時，應有一致性之衡量標準。亦即，本款所定「直接或間接從事其他影響集某種有價證券交易價格之操縱行為」必須與列舉之「違約不交割」、「相對委託」、「連續交易」、「沖洗買賣」及「散布流言或不實資料」等操縱行為具有相同性質。惟誠如學者所述「現行各款具體列舉規定有以行為人主觀意圖為要件者，有單純規範客觀行為者，有明定行為客觀危險性之要件者，有未以之為要件者，故欲由此等具體列舉規定理出一共通旨意以為本款概括規定解釋運用之準繩，實有相當之困

³⁵⁴ 最高法院 95 年度台上字第 1220 號刑事判決；學者分析指出：「實務上，各種操縱行為是否單獨論罪處罰，係以其是否有個別之犯意而定。在厚○公司案，被告違反證交法第 155 條第 1 項第 1 款（違約交割）、第 3 款（相對委託）及第 4 款（炒作股價）的規定，法院認各罪間「有方法結果之牽連關係」，應從一重處斷。（臺灣高等法院 86 年度上更（二）字第 771 號刑事判決）。惟國○汽車案，法院則以被告業務侵占（刑法第 336 條）、偽作買賣（第 2 款）及炒作股價（第 4 款）等部分有牽連關係，從一重處斷；而違約交割（第 1 款）部分，則認為犯意各別，應分論併罰。（臺灣臺北地方法院 88 年度訴字第 203 號及臺灣高院 89 年度上訴字第 1787 號刑事判決）。廣○集團案，法院亦認為被告炒作股價（第 4 款）與違約交割（第 1 款）係犯意各別，予以分別論罰。因此，同一案件觸犯數罪名時，應如何處罰，仍應依具體事實認定。」，參賴英照，前揭註 7 書，頁 692。

³⁵⁵ 2005 年 2 月 2 日刑法修正前，原第 56 條規定：「連續數行為而犯同一之罪名者，以一罪論。但得加重其刑至二分之一。」，此為連續犯之規定；2005 年 2 月 2 日刑法修正刪除本條規定，故嗣後此種情形應按一罪一罰，已無連續犯之適用。

難」³⁵⁶；最高法院 97 年度台上字第 2012 號刑事判決認為本罪之構成，必須具備「以人為方式影響證券市場價格之『意圖』，結合其誘使或誤導他人為交易之『積極行為』，致生集中交易市場某種有價證券之市場價格以異於正常供需方式而為變動之『結果』，其間並具有『因果關聯』，始足當之」。本文比較證券交易法第 155 條第 1 項之各款列舉規定，發現其中至多亦僅須具備其中二項要素³⁵⁷，故本文認為兼具以人為方式影響證券市場價格之「意圖」，結合其誘使或誤導他人為交易之「積極行為」，致生集中交易市場某種有價證券之市場價格以異於正常供需方式而為變動之「結果」者，若仍無法以列舉之規定涵攝者，自得依本款規定處罰，惟此一標準極其嚴謹，能否發揮本款彌補列舉規定可能之不足之意旨？不無疑義。

二、更彈性運用於興櫃股票之交易

本款規定之目的既係鑒於操縱市場行為之態樣複雜，為避免第 155 條第 1 項各款列舉之規定可能掛一漏萬，故訂定本款概括規定

³⁵⁶ 林國全，前揭註 256 文，頁 62。

³⁵⁷ 第 155 條第 1 項列舉規定之構成要件彙列如下：

	意圖	行為	結果
第 1 款		委託買賣或申報買賣，業經成交而不履行交割	足以影響市場秩序
第 3 款	意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格	與他人通謀，以約定價格於自己出售，或購買有價證券時，使約定人同時為購買或出售之相對行為	
第 4 款	意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格	自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出	
第 5 款	意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象	自行或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對成交	
第 6 款	意圖影響集中交易市場有價證券交易價格	散布流言或不實資料	

以彌補規範可能之不足；則基於此一立法理由，本文認為興櫃股票之交易在兼顧罪刑法定主義下，彈性運用本款之必要性容或更大；蓋因興櫃股票之交易方式與目前上市（櫃）股票之交易方式相較，猶有其特殊之處，而目前我國學說及法院判決實務對於有價證券市場操縱行為之見解，基本上多係在「委託單驅動」模式之市場基礎環境上發展。以委託單驅動交易所產生之操縱案例適用現行證券交易法第 155 條第 1 項各款之「列舉規定」時，有時仍有疑義，而有援引本款之必要；則興櫃股票之交易於適用各款之「列舉規定」時，恐將衍生更多疑義（有關分析詳本節第一目至第五目）。為貫徹證券交易法第 155 條防止市場操縱之意旨，本文認為，本款更應在兼顧罪刑法定主義下，彈性運用於興櫃股票之交易。



第五章 結論

本文經蒐集及分析興櫃股票市場建置過程之相關文獻，並與我國上市（櫃）股票市場之發行及交易制度進行比較，發現興櫃股票係屬未上市（櫃）股票法制化之流通市場。興櫃股票市場制度設計之理念，展現在發行面部分，係採取低度進入門檻及登錄掛牌制度；在交易面部分則採取造市商制度。均有別於我國上市（櫃）股票市場之規定。

經以我國興櫃股票市場所採之造市商制度與國外性質類似之市場進行比較，發現舉凡我國興櫃股票市場要求推薦證券商（造市商）之雙向報價義務（包括買進及賣出報價、報價數量及報價價差之規範）、連續報價義務、應買應賣義務、合理價差點選成交義務及建立造市部位之義務等項目，與美國 OTCBB 市場、歐陸 Alternext 市場及英國 AIM 市場等國外先進市場之造市商制度相較，並無唐突之處。反之，我國「興櫃股票電腦議價點選系統」提供市場參與者包括報價揭示、點選成交等功能，為較具效率的電子化議價交易平台，與國外先進市場充其量僅有報價功能及成交申報的交易系統相較，猶有相對較為進步之處。

就有關興櫃股票適用我國證券交易法反市場操縱條款部分，本文提出結論如下：

- 一、有關操縱主體部分：興櫃股票之推薦證券商堪稱興櫃股票交易市場最重要之參與者，其得為操縱行為之主體應無疑義。惟因推薦證券商為興櫃股票市場買方及賣方之共同交易相對人，具有市場中介交易之功能，其履行市場規制所課之造市義務，猶如委託單驅動市場之撮合原則（在集合競價制度為價格優先及時間優先原則；在逐筆撮合制度為時間優先及價格優先原則），本文認為應予中性評價；亦即在判斷興櫃股票市場之操縱行為時，應先將推薦證券商因履行

造市義務所為之正常報價及成交行為適當抽離，始能窺得全貌並還原交易實情。在法律適用上，推薦證券商連續報價及應買應賣等行為，如不具備「不法意圖」及構成要件之「故意」等主觀要素，應予評價為正當之造市行為，因構成要件不該當，故尚不致構成犯罪。

二、有關操縱之客體部分：有價證券「櫃檯買賣」之意義，係包括有價證券之「上櫃」及「登錄」兩者；就股票而言，櫃檯買賣股票之範圍係包括「上櫃股票」及「興櫃股票」。興櫃股票之法律定位為「證券商營業處所買賣之有價證券」之一，依證券交易法第 155 條第 2 項準用第 1 項結果，本文認為其應有證券交易法第 155 條第 1 項所揭各款反市場操縱行為規範之適用，並無疑義。

三、有關興櫃股票適用「違約不交割」操縱態樣部分：由於興櫃股票成交後，交易雙方同意者尚能申報取消交易，故有關興櫃股票之交易得否於「業經成交而不履行交割」即以操縱市場之罪相繩？不無疑義。即使交易雙方未能合意取消交易，亦即在行為人「惡意」不履行交割之情形下，因目前我國各級法院對違約不交割操縱類型之有罪判決中在認定「影響市場秩序」所提出之判斷標準不外「違約後造成股價大跌（或跌停）」、「指數大跌」、「成交量萎縮」、「證券商無法代墊鉅額違約款項」、「動用交割結算基金」及「造成已完成交割之其他投資人無法取得款券」等項。但因興櫃股票屬議價交易方式，每筆交易之買賣雙方當事人均可明確配對區分，且目前集保結算所對於興櫃股票之給付結算作業，係於款或券收迄後，始為對待給付，並不適用「多邊餘額交割」及「交割結算基金」等制度。因此即使有一方證券商未能完成給付結算，充其量亦僅生交易之他方無法取得對待給付之結果。本文研究結果認為興櫃股票之交

易，在理論上固仍有發生違約不履行交割之可能，惟因其交易及交割方式較為特殊，致其不履行交割之行為，尚難依我國法院目前判決實務之檢測標準，認定為「足以影響市場秩序」。

四、有關興櫃股票適用「相對委託」操縱態樣部分：目前多數意見認為本款之要件包括「二人以上行為人之『通謀』」此一要素；然興櫃股票之每一筆交易均係由推薦證券商與投資人議價成交，換言之，議價交易之本質，實即為雙方議定交易條件後成交之「相對行為」。且因推薦證券商必為買賣雙方之其中一方，他方則為投資人，故「投資人與投資人之間」及「推薦證券商與推薦證券商之間」並無相互成交之可能。因此，若不先將推薦證券商因履行造市義務所為之正常報價及成交行為適當抽離，則在判斷交易行為是否該當本款之罪時，推薦證券商欠缺不法意圖之行為將有被過當評價之虞；反之，不法行為人利用市場機制(即以推薦證券商中介交易功能為「工具」)實際為本款之罪者，將有被不當排除適用之可能。本文針對興櫃股票交易適用本款之可能疑義，提出以「間接正犯」理論處理之建議。即認為，推薦證券商之造市行為若無構成要件之「意圖」或「故意」者，因不該當本款之構成要件，故無須再判斷其違法性及可責性，即可排除推薦證券商之造市行為構成本款之罪。至行為人以推薦證券商之「無故意行為」為「工具」遂行相對委託行為者，仍應成立本款之罪之間接正犯。

五、有關興櫃股票適用「連續交易」操縱態樣部分：因推薦證券商負有「連續報價」義務，且難免依市場供需狀況調整其報價。針對推薦證券商連續申報「買價」(或「賣價」)之行為及高價買入(或低價賣出)之行為，本文認為，推薦證券商為履行造市義務之正當報

價及點選成交行為，除另有積極證據證明其與操縱者有犯意聯絡或行為分擔等共同正犯關係之外，縱有本款連續交易行為之外觀，如欠缺「不法意圖」及構成要件之「故意」等主觀要素，仍不構成本款「連續交易」之罪。就有關本款「『連續』以『高價』買入或以『低價』賣出」要件之判斷部分，本文認為本款規範之目的在於禁止行為人藉由操縱「價格」之變化以誘引他人買賣，而非在如何認定「高價」買進或「低價」賣出；且操縱市場價格之手法亦不必然須以「高價買進」或「低價賣出」始克為功，本文贊同在立法論上刪除本款有關「高價買入」及「低價賣出」之要件限制；惟於現行條文修正之前，本文認為興櫃股票之成交價格並無漲跌幅度限制，行為人若意圖藉由操縱「價格變化」以誘引他人買賣者，並無須以「多日」且一日之內有「多次」之高價買進或低價賣出即能遂行。故有關本款「連續性」之要求強度應可較低，應視實際個案情節衡酌適用，以二次高價買進或二次低價賣出行為已足，尚無須以司法判決實務以「多日」且一日之內有「多次」之嚴苛標準認定。再就有關本款「高價買入」或「低價賣出」之認定，則應考慮興櫃股票報價驅動交易之市場性質、推薦證券商之報價係屬確定之報價，並對於投資人到價之委託負有成交義務等交易特徵，以推薦證券商之「報價」為認定基準。蓋因投資人依推薦證券商之報價進行委託即可成交，若仍以高於推薦證券商之賣出報價委託買進或以低於推薦證券商之買進報價委託賣出，則顯不合交易常理之故也。

六、有關興櫃股票適用「沖洗買賣」操縱態樣部分：興櫃股票交易之外觀，形式上買賣雙方必有一方為推薦證券商，他方為投資人；故於興櫃股票之交易，行為人自買自買而相對成交之狀況無從發生。實

務上若有行為人利用推薦證券商應買應賣義務，藉由推薦證券商之中介交易，實質上遂行「沖洗買賣」之行為者，是否當然排除本款適用？針對興櫃股票交易適用本款之可能產生之此一疑義，本文提出以「間接正犯」理論加以處理之建議。即認為，推薦證券商之造市行為若無構成要件之「意圖」或「故意」者，因不該當本款之構成要件，故無須再判斷其違法性及可責性，即可排除推薦證券商之造市行為構成本款之罪。至行為人以推薦證券商之「無故意行為」為「工具」遂行沖洗買賣行為者，仍應成立本款之罪之間接正犯。另向來學說均以行為主體個數區辨「沖洗買賣」與「相對委託」，即認為此二者為同類違法行為的兩種態樣，操作行為極為近似；所不同的是，前者通常是由同一人在兩家（或兩家以上）的證券商分別為買賣委託，後者則由二人通謀而為相對買賣。惟本文認為證券交易實務上，單一行為主體仍有進行「相對委託」操縱行為之可能；反之，二以上之行為主體亦有可能進行「通謀沖洗買賣」之操縱行為。本文認為依司法院大法官會議釋字第 109 號解釋所揭「共同正犯」理論，即可處理行為主體之問題；本文並認為，行為主體之個數應非「沖洗買賣」與「相對委託」等操縱類型所欲規範之重點。本文認為前者在於規範對於交易「數量」之操縱行為（製造交易活絡假象），後者在於規範對於交易「價格」之操縱行為（製造價格變化假象）。現行條文有關相對委託（第 3 款）之「通謀」要件似宜刪除。惟此議題應屬沖洗買賣與相對委託此二款之罪如何區辨之固有問題，並非由興櫃股票之特殊交易方式所衍生。

七、有關興櫃股票適用「散布流言或不實資料」操縱態樣部分：興櫃股票之成交價格，一律是該筆交易投資人委託單所限定之價格，因此

直接決定交易價格者，似為投資人方；惟興櫃股票市場係以推薦證券商之報價主導交易進行之「議價市場」，推薦證券商每日於興櫃股票交易時間開始前即應完成報價供投資人參考，此外交易時間開始後更負有連續進行報價之義務，因此，推薦證券商之「報價」對於投資人而言，實具有重要之參考價值。且推薦證券商若調整其報價，亦將影響其「到價點選」義務之範圍，必然將連帶造成交易價格之變化。通說認為本款「散布」流言或不實資料，係指對「不特定人」或「特定多數人」為傳述的行為，惟依目前興櫃股票市場交易實務，每檔興櫃股票之推薦證券商少則 2 家多則 10 餘家，是否符合「不特定人」或「特定多數人」之要件？恐有疑義。本文認為興櫃股票市場之本質係以推薦證券商之報價主導交易進行之議價市場，因此，對於「意圖影響興櫃股票交易價格」之判斷應更有彈性，即意圖影響興櫃股票之報價，而對某檔興櫃股票之推薦證券商傳述不實資料者，亦應構成本款之罪。

八、有關興櫃股票適用「概括規定」操縱態樣部分：興櫃股票之交易方式與目前上市（櫃）股票之交易方式相較，猶有其特殊之處，而目前我國學說及法院判決實務對於有價證券市場操縱行為之見解，基本上多係在「委託單驅動」模式之市場基礎環境上發展。以委託單驅動交易所產生之操縱案例適用現行證券交易法第 155 條第 1 項各款之「列舉規定」時，有時仍有疑義，而有援引本款之必要；則興櫃股票之交易於適用各款之「列舉規定」時，恐將衍生更多疑義。惟司法實務認為本款之罪之構成，必須具備「以人為方式影響證券市場價格之『意圖』，結合其誘使或誤導他人為交易之『積極行為』，致生集中交易市場某種有價證券之市場價格以異於正常供需方式而

為變動之『結果』，其間並具有『因果關聯』，始足當之」，此一標準極為嚴格，本文認為，鑒於興櫃股票之交易有其特殊之處，為貫徹本款係在補充列舉規定可能不足之立法意旨，本款似應在兼顧罪刑法定主義下，更彈性運用於興櫃股票之交易。



參考文獻目錄

一、中文資料

(一) 書籍

1. 卞耀武主編，日本證券法律，法律出版社，1999年5月。
2. 朱偉一，美國證券法判例解析，中國法制出版社，2002年7月。
3. 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，2003年4月。
4. 吳光明，證券交易法論，三民書局，2008年9月。
5. 林國全，證券交易法研究，元照出版公司，2000年9月。
6. 胡曉珂，證券詐欺禁止制度初論—以反詐欺條款為中心的研究，經濟科學出版社，2004年5月。
7. 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心，證券櫃檯買賣中心15週年紀念特刊，2009年11月。
8. 高如星，王敏祥合著，美國證券法，法律出版社，2000年1月。
9. 陳春山，證券交易法論，五南圖書，2004年9月。
10. 郭鋒主編，證券法律評論，法律出版社，2005年12月。
11. 曾宛如，證券交易法原理，元照出版公司，2005年3月。
12. 曾宛如，證券交易法原理，作者自版（2008年9月五版）。
13. 廖大穎，證券市場與企業法制論，元照出版公司，2007年6月。
14. 廖大穎，證券交易法導論，三民書局，2006年。
15. 劉連煜，公司法理論與判例研究（一），三民書局經銷，1997年11月。
16. 劉連煜，公司法理論與判例研究（二），三民書局、瑞興書局經銷，1998年4月。
17. 劉連煜，公司法理論與判例研究（三），元照出版公司經銷，2002年5月。
18. 劉連煜，公司法理論與判例研究（四），元照出版公司經銷，2006年4月。
19. 劉連煜，新證券交易法實例研習，元照出版公司經銷，2006年2月。
20. 劉連煜，新證券交易法實例研習，元照出版公司經銷，2007年2月，增訂5版。

21. 賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，元照出版公司經銷，2009年10月。
22. 賴英照，股市遊戲規則--最新證券交易法解析，自版，2006年2月。
23. 賴英照，證券交易法逐條釋義第一、二、三、四冊，三民書局，1991年8月，再版。
24. 賴源河，證券管理法規，自版，1994年2月，修訂版。
25. 謝易宏主編，財經法經典案例系列，新學林出版，2005年7月。

(二) 期刊、專論

1. 于瑩，證券操縱行為若干法律問題研究，月旦民商法雜誌第19期2008年3月。
2. 王文宇，未上市（櫃）股票買賣衍生之法制問題，月旦法學雜誌第59期，2000年3月。
3. 王志誠，沖洗買賣之認定基準，法令月刊第59卷3期 2008年3月。
4. 王志誠，連續交易之認定基準及實務爭議，月旦民商法雜誌第19期，2008年3月。
5. 王育慧，最高法院九十一年度臺上字第三〇三七號判決及臺灣高等法院八十八年度上重訴字第三九號判決之評釋（東隆五金案）—以連續交易操縱行為與內線交易為範圍，臺北大學法學論叢 第61期，2007年3月。
6. 王培秩，證券交易法上操縱行為之犯罪類型及其構成要件，刑事法雜誌第50卷2期，2006年4月。
7. 王銘勇，違約交割刑事責任之研究—評最高法院七十八年台上字第三一七九號判決，司法周刊 第751期，1995年11月。
8. 伍思吟，證券交易法第155條及第157條之1有關市場操縱及內線交易規範之修正重點，證券暨期貨月刊第24卷2期，2006年2月。
9. 江朝聖，違約交割之刑事責任—檢討最高法院八十二年台非字第一七四號判決，月旦法學雜誌第23期，1997年4月。
10. 何曜琛，證券市場操縱行為之認定與要件—簡評最高法院九六年臺上字第一〇四四號判決，臺灣本土法學雜誌第97期，2007年8月。

11. 何曜琛，護盤與操縱行為—簡評最高法院九五年台上字第二三一八號判決，臺灣本土法學雜誌第107期，2008年6月。
12. 吳元曜，論沖洗買賣條款之立法型式及適用基準，法令月刊，第55卷1期，2004年1月。
13. 吳克昌，證券交易法反操縱條款之研析（上），證交資料第478期，2002年2月。
14. 吳克昌，證券交易法反操縱條款之研析（下），證交資料第478期，2002年7月。
15. 吳克昌，證券交易法第一五五條第一項條文研析，證券櫃檯第137期，2008年10月。
16. 吳佳慧，國內操縱行為現況及追訴實務，證券公會雙月刊第16期，1998年9月。
17. 吳當傑，興櫃股票市場簡介與未來展望 兩岸經貿第136期，2003年4月。
18. 宋松璟，證券交易案件審判實務，證券櫃檯月刊第128期，2007年4月。
19. 李俊德，證管會對推介明牌、聯合炒作或證券投資業務之管理，證券管理第14卷11期，1996年11月。
20. 李逸川，紀錄整理「證券市場操縱行為之法律問題研討」座談會，月旦法學雜誌第26期，1997年7月。
21. 李開遠，從證券交易法之修正論刪除第一五五條第一項第二款有關處罰股價操縱行為—「沖洗買賣」刑事責任之探討，銘傳法學論叢創刊號，2003年11月。
22. 李開遠，證券交易法第一五五條第一項第一款處罰股市「違約交割」刑事責任之探討，銘傳大學法學論叢第4期，2005年6月。
23. 李開遠，證券交易法第一百五十五條第一項第三款處罰股價操縱行為—「相對委託」刑事責任之探討，銘傳大學法學論叢第6期，2006年6月。
24. 李開遠，證券交易法第一百五十五條第一項第四款處罰股價操縱行為—「不法炒作」刑事責任之探討，銘傳法學論叢第2期，2004年6月。
25. 周士瑜，證券不法交易偵審實務，證券櫃檯月刊第128期，2007年4月。

26. 周行一、蘇秀玲、季秀，健全交易制度以有效防範重大違約交割之研究摘要，證券公會季刊，2002年6月。
27. 林大洋，論證券交易法之反操縱條款，中律會訊第5卷5期，2003年2月。
28. 林孟皇，論沖洗買賣之構成要件、法律適用與罪數問題，法令月刊第60卷9期，2009年9月。
29. 林宜男，健全興櫃股票交易機制—推薦證券商資格之鬆綁，國立中正大學法學集刊第11期，2003年4月。
30. 林建中，美國證券交易法上操縱行為之規定與檢討，法務通訊第2114期至第2117期，2002年12月。
31. 林國全，從日本法之規定檢視我國證交第一五五條反操縱條款，政大法學評論第49期，1993年12月。
32. 林國全，散布流言或不實資料方法操縱價格—臺灣高等法院九十二年度金上重訴字第九號判決評析，月旦民商法雜誌 第7期，2005年3月。
33. 林國全，操縱行為之案例分析，證券暨期貨月刊第22卷12期，2004年12月。
34. 林國全，操縱證券交易價格違法行為之研究，政治大學法學院財經法新趨勢研討會（八）暨兩岸財經法學術研討會（一），2004年11月。
35. 林國全，證券主管機關之行政調查權，月旦法學第39期，2008年8月。
36. 林國彬，一般投資人違約不交割與證交法第一五五條第一項第一款要件之分析，臺灣本土法學第99期，2007年10月。
37. 林麗香，證券市場操縱行為之成立—最高法院九六年臺上字第二六〇號民事判決之簡評，臺灣本土法學雜誌第100期，2007年11月。
38. 邵慶平，論相對委託之規範與強化—從證券操縱禁止之理論基礎出發，月旦民商法雜誌第19期，2008年3月。
39. 耿一馨，興櫃股票市場制度介紹，證券暨期貨管理第19卷第12期，2001年12月。
40. 張天一，論證券交易法上散布流言或不實資料操縱價格罪，中原財經法學第20期，2008年6月。
41. 張天欽主持；賴源河主持，中美日歐有關證券市場操縱行為規範之比較，中國比較法學會學報第15期，2004年7月。

42. 張文毅譯，市場操縱行為的調查與起訴，證交資料第532期，2006年8月。
43. 莊永丞，論證券價格操縱行為之規範理論基礎—從行為人散布流言或不實資料之操縱行為開展，東吳法律學報第20卷1期，2008年7月。
44. 莊勝榮，論證券集中交易市場操縱行為之刑事責任，證券金融季刊第27期，1990年10月
45. 郭土木，證券暨期貨交易操縱行為之比較，收錄於賴源河教授六秩華誕祝壽論文集，五南出版，1997年8月。
46. 陳文禹，操縱股價犯罪之構成要件—評最高法院九六年台上字第一〇四四號判決，臺灣本土法學雜誌 第 104 期，2008年3月。
47. 陳俊仁，從沖洗買賣論臺灣證券交易法操縱行為禁止之理論基礎與規範缺失—以沖洗買賣觀察，月旦民商法雜誌第19期，2008年3月。
48. 陳俊仁，論庫藏股制度證券市場操縱行為，集保月刊第140期，2005年7月。
49. 陳峰富，違約交割法律爭議，新竹律師月刊，2004年5月。
50. 陳峰富，證券市場炒作行為之研究，司法周刊第1065期、第1066 期，2002年1月。
51. 陳錦旋，股價操縱之構成要件解析，證券櫃檯雙月刊第137期，2008年10月。
52. 陳錦旋，論證券交易法反操縱證券價格犯罪之主觀要件要素—欠缺「意圖」之操縱證券價格犯罪，月旦法學雜誌第156期，2008年4月。
53. 曾宛如，操縱市場之禁止，臺灣法學雜誌第108期，2008年7月。
54. 程合紅，大陸法律視野下的股票價格操縱案，月旦民商法雜誌第7期，2005年3月。
55. 溫祖德，證券交易法第一五五條「操縱股價」犯罪之研究，刑事法雜誌第46卷1期，2002年2月。
56. 葉淑玲，世界主要國家不法證券交易行為制裁之比較，證券公會季刊 第5卷第1期，2006年4月。
57. 詹淑貞，興櫃股票市場之沿革與發展，證券櫃檯第129期，2007年6月。
58. 廖大穎，論析證券交易法第一五五條第一項第四款的構成要件與嘉義地院九二年金訴字第三號判決，臺灣本土法學雜誌第92期，2007年3月。
59. 劉連煜，沖洗買賣行為之合法性，月旦法學教室試刊號，2002年 10 月。

60. 劉連煜，庫藏股、操縱股價與內線交易 實用月刊 第336期，2002年12月。
61. 劉連煜，連續交易與炒股，月旦法學雜誌 第69期，2001年2月。
62. 劉連煜，違約不交割與間接正犯，月旦法學教室 第5期，2003年3月。
63. 蔡墩銘、吳光明、陳春山，國內操縱行為現況及追訴實務，證券公會第16期，1998年9月。
64. 蔡麗玲，市場操縱行為之調查與起訴，證券公會，2002年1月。
65. 蕭胤璫，操縱股價犯罪之主觀構成要件：現行法院對主觀構成要件認定之分析—以人頭戶之刑事責任為中心，月旦法學雜誌第156期，2008年4月。
66. 賴英照，法學為體 金融為用：論證券交易不履行交割之刑事責任，月旦法學雜誌第100期，2003年8月。
67. 賴英照，評證券交易法之修正，法令月刊 第51卷8期、9期，2000年8月、9月。
68. 賴英照，證券交易所規範權限之檢討，月旦法學雜誌第63期，2000年8月。
69. 賴英照，證券交易法修正草案之評析，法官協會雜誌第1卷2期，1999年12月。
70. 戴銘昇，2006年證券交易法修正之重點評析，法令月刊第57卷3期，2006年3月。
71. 謝碧珠，國安基金信心喊話與反操縱條款之適用問題探討，會計研究月刊第182期，2001年1月。
72. 蘇秀玲，2005年歐盟執委會證券交易結算交割報告對我國之啟示，證券暨期貨月刊第24卷8期，2006年8月。

(三) 學位論文

1. 林育生，證券市場操縱之除罪化問題，國立臺北大學法律學研究所碩士論文，2004年。
2. 洪憲明，證券交易法第一百五十五條反操縱行為條款之研究（以刑事責任為中心），文化大學法律學研究所碩士論文，2002年。
3. 張炳坤，證券交易上交割基金之研究，國立中正大學法律學研究所碩士論文，2000年。

4. 陳宏杰，證券集中市場操縱行為認定基準之研究－以證券交易法第一百五十五條第一項第四款為中心，國立臺北大學法學系研究所碩士論文，2002年。
5. 陳照世，從歐盟與英國市場濫用防制計畫反思我國對內線交易與操縱市場之制度設計，國立臺灣大學法律學系碩士論文，2007年。
6. 葉慧萍，經濟犯罪中之操縱行為檢察官追訴之研究－以證券交易法第155條第1項第4款連續交易為中心，國立臺北大學法學系碩士論文，2006年。
7. 廖雅鳳，證券集中交易市場反操縱條款刑事責任之比較研究，中原大學財經法律學系碩士論文，2000年。
8. 梁宏哲，證券集中交易市場操縱行為刑事責任之研究，國立中興大學法律學研究所碩士論文，2003年。
9. 高毓謙，證券詐欺罪構成要件之詮釋與適用，中原大學財經法律學系碩士論文，2009年。
10. 楊晴翔，證券詐欺與資訊不實損害賠償之研究－以責任要件及計算方法為中心，中原大學財經法律學系碩士論文，2008年。
11. 吳元曜，證券詐欺刑事責任之研究，國立臺灣大學國家發展研究所博士論文，2007年。
12. 黃寶慧，委託單驅動市場的下單研究，國立中山大學企業管理學系博士論文，2003年。

二、網路資源

(一) 中文網站

1. 上海證券交易所：<http://www.sse.com.cn/sseportal/ps/zhs/home.html>
2. 中國證券監督管理委員會：<http://www.csrc.gov.cn>
3. 北大法律信息網：<http://www.chinalawinfo.com/index.asp>
4. 司法院法學資料檢索系統：<http://jirs.judicial.gov.tw/Index.htm>
5. 立法院法律系統：<http://lis.ly.gov.tw/lgcgi/lglaw>
6. 全國法規資料庫：<http://law.moj.gov.tw/>
7. 行政院金融監督管理委員會證券期貨局：<http://www.sfb.gov.tw>

8. 法源法律網：<http://www.lawbank.com.tw/index.php>
9. 香港交易所：http://www.hkex.com.hk/index_c.htm
10. 香港證券及期貨事務監察委員會：<http://www.sfc.hk/sfc/html/TC>
11. 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心：<http://www.gretai.org.tw/ch/index.php>
12. 財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心：<http://www.sfipc.org>
13. 深圳證券交易所：<http://www.szse.cn>
14. 臺灣集中保管結算所：<http://www.tdcc.com.tw/default.htm>
15. 臺灣證券交易所：<http://www.twse.com.tw/ch/index.php>
16. 證券暨期貨法令判解查詢系統：<http://www.selaw.com.tw/new.asp>

(二) 英文網站

1. European Commission：http://ec.europa.eu/index_en.htm
2. IOSCO (International Organization of Securities Commissions)：
<http://www.iosco.org>
3. Japan Ministry of Finance：www.mof.go.jp
4. London Stock Exchange：www.londonstockexchange.com
5. NASDAQ：www.nasdaq.com
6. New York Stock Exchange：www.nyse.com
7. OECD (Organization for Economic Cooperation and Development)：
<http://www.oecd.org>
8. Tokyo Stock Exchange：www.tse.or.jp
9. U.S. Securities and Exchange Commission：<http://www.sec.gov>
10. UK Financial Services Authority：<http://www.fsa.gov.uk>
11. Westlaw：<http://international.westlaw.com>
12. WFE (World Federation of Exchanges)：www.world-exchanges.org

三、外文資料

(一) 專書

1. Carroll Wayne J., Market Manipulation: An International Comparison, Emerald Group Publishing Limited (2002).

2. Charles H. Meyer. William S. Hein ,The Securities Exchange Act of 1934, Analyzed and Explained (2003).
3. Federation of European Securities Commission, The FESCO Market Abuse Report (2000).
4. Harry G. Henn & John R. Alexander , Laws Of Corporations, West Publishing Co. (1983).
5. James D. Cox, Robert W. Hillman & Donald C. Langevoort, Securities Regulation, Cases and Materials, Aspen Publishers (2009).
6. Louis Loss, Joel Seligman, Fundamentals of Securities Regulation, Aspen Publishers (2006).
7. Niamh Moloney, EC Securities Regulation, Oxford University Press (2008).
8. Scott E. Richter, Securities Litigation : Forms & Analysis, Callaghan (1989).
9. Securities regulation : Selected Statutes, Rules and Forms, Aspen Publishers (2005).
10. Sommer, Jr., Federal Securities Exchange Act of 1934, (Matthew Bender, rev. ed., 2009).
11. Sridhar Arcot, Julia Black & Geoffrey Owen, From Local to Global- the Rise of AIM As a Stock Market for Growing Companies, London Stock Exchange(2007).
12. Stephen J. Choi, A.C. Pritchard, Securities Regulation : Cases and Analysis, Foundation Press ; [St. Paul, Minn.] ; Thomson/West (2005).
13. Thomas L. Hazen, The Law of Securities Regulation, West Group (2006).

(二) 期刊、研究報告

1. D. Fischel & D. Ross, Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?, 105 Harv. L. Rev. (1991).
2. De Vauplane, Hubert & Simart, Odile, The Concept of Securities Manipulation and Its Foundations in France and USA, 23 BrooK. J. Int'l L. (1997).
3. IOSCO Technical Committee, Investigating and Prosecuting Market Manipulation (2000).
4. Janet Cooper Alexander, Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Actions, 43 Stan. L. Rev. (1991).

5. Langevoort, Donald C., Taming The Animal Spirits of The Stock Markets: A Behavioral Approach, 97 Nw. U. L. Rev. (2002).
6. Lewis D.Lowenfels: Sections 9 (a) (I) and 9 (a) (2) of the Securities Exchange Act of 1934: An Analysis of Two Important Anti-manipulative Provisions under the Federal Securities Laws, 85 Nw. U. L. Rev. (1991).
7. Lucky F. Ackert & Bryan K. Church, Competitiveness and Price Setting in Dealer Markets, Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, Third Quarter 1998.
8. Matthijs Nelemans, Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 Val. U. L. Rev. (2008).
9. Starr & Herman, The Same Old Wine in a Brand New Bottle: Applying Traditional Market Manipulation Principles to Internet Stock Scams, 97 SEC. Reg. L. J. (2001).
10. Steve Thel, \$ 850,000 in Six Minutes: The Mechanics of Securities Manipulation, 79 Cornell L. Rev. (1994).

