

積極網羅證券交易方面的實務先進
媒合財經法實務界與學術界的专业性對話
建立法律人對財經犯罪不同面向的思維元素

興大財經與法律叢書系列

與 財經犯罪 證券交易法 理論・實務

陳家彬、廖大穎、蘇顯騰、何曜琛 著
陳怡成、洪秀芬、劉至剛、王富哲



新學林

興大財經與法律叢書系列

財經犯罪與證券交易法 理論・實務

作者

陳家彬、廖大穎、蘇顯騰、何曜琛
陳怡成、洪秀芬、劉至剛、王富哲

新學林出版股份有限公司

國家圖書館出版品預行編目資料

財經犯罪與證券交易法理論・實務／陳家彬

等作．--一版．--臺北市：新學林，2009

06

面：公分．--（興大財經與法律叢書系列）

ISBN 978-986-6419-10-2（精裝）

1. 證券法規 2. 經濟犯罪 3. 判例 4. 論述

563.51

98009294

財經犯罪與證券交易法理論・實務

作者：陳家彬、廖大穎、蘇顯騰、何曜琛
陳怡成、洪秀芬、劉至剛、王富哲

出版者：新學林出版股份有限公司

地址：台北市和平東路二段339號9樓

電話：(02) 27001808

傳真：(02) 27059080

網址：<http://www.sharing.com.tw/>

總經理：毛基正 總編輯：田金益

主編：林靜妙 版權部：林靜妙

製程管理：浩瀚

出版日期：2009年6月 一版一刷

郵撥帳號：19889774 新學林出版股份有限公司

劃撥金額1000元以上免郵資，未滿1000元加收郵資50元

定價：580元

ISBN 978-986-6419-10-2

本書如有缺頁、破損、倒裝，請寄回更換

門市地址：台北市和平東路二段339號9樓

團購專線：(02) 27001808 分機18

讀者服務：law@sharing.com.tw

電子商務：gotobuy@sharing.com.tw

序

——寫在前面，經驗與讀者分享

這本書是 2007 年度教育部補助法律專業教育改革計畫【證券交易法與經濟刑法連貫性教學計畫】成果的一部份，在參與者的共識下，委由新學林出版社，所呈現的一本集體著作。

原教學計畫是為了深化興大財經法律學系現有「證券交易法」與「經濟刑法」課程，所提出的這項教學改良計畫，亦即在既定的教學改革方向，嘗試結合「證券交易法」與「經濟刑法」這兩門課程，整合本校財經與法律的專業師資，所進行實際整合的法律課程。因此，在本計畫的執行上，乃以經濟刑法課程，為證券交易法的延伸與輔助課程，再以此為平台，整合跨科資源，藉以我國法院判決為基礎的案例討論，實踐法律教學內容改良計畫之原有初衷，希望如此能給予大學部法律系學生橫跨財經、法律領域的知識與訓練。基於如此的信念，這次的教學改良計畫係以本土實證研究，作為課程設計的核心方向，配合興大 2007 學年度第 1 學期「經濟刑法」的課程，當時規劃如下具體的執行方案：

第一階段	基礎課程
第一單元 9/12, 9/19	證券交易法之財經觀點〈一〉 —金融體系與市場分析、企業管理與公司財務 課程負責：陳家彬 教授
第二單元 9/26, 10/3	證券交易法之財經觀點〈二〉 —財務報表分析、股價評估方法及市場效率性 課程負責：陳家彬 教授
第二階段	核心課程
第三單元 10/17, 10/24	本土個案挑選與研讀〈一〉—操縱股價罪 閱讀資料：台肥案、台鳳案 課程負責：廖大穎 教授 蔡蕙芳 副教授
第四單元 10/31, 11/7	操縱股價實務與個案分析 廣三案—最高法院 94 年度台上字第 4383 號判決 蘇顯騰 律師 與談人 蔡蕙芳 副教授 順發案—最高法院 96 年台上字第 1044 號判決 何曜琛 教授 與談人 陳怡成 律師
第五單元 11/14, 11/21	本土個案挑選與研讀〈二〉—內線交易罪 閱讀資料：華映案、訊牒案 課程負責：廖大穎 教授 蔡蕙芳 副教授
第六單元 11/28, 12/5	內線交易實務與個案分析 廣三案—台中高分院 95 年度金上重訴字第 22 號判決 蘇顯騰 律師 與談人 蔡蕙芳 副教授 訊牒案—最高法院 94 年度台上字第 1433 號判決 洪秀芬 副教授 與談人 陳怡成 律師

第三階段	應用課程
第七單元 12/12, 12/19	證券交易案件之偵查實務 課程負責：蔡蕙芳 副教授 實務專家：劉至剛 組長
第八單元 12/26, 1/2	證券交易案件之證據調查與審判 課程負責：蔡蕙芳 副教授 實務專家：王富哲 檢察官

經濟犯罪如同一般犯罪一樣，針對證券交易犯罪之調查、起訴與審判，原則上是由受過傳統刑法訓練的司法人員擔任。然，不可避免的，有些執法人員會把證券交易犯罪，當成一般的財產犯罪，忽略證券交易活動本身的性質，以致於法院的判決結果經常與社會上財經專業人士，乃至於一般人民對經濟活動的認知，有所落差。雖然興大法律目前被定位為財經法律學系，理當提供學生較多且豐富的財經課程，但受限於基礎法律科目過多，無法實現此理想。如果能藉由本教學改良計畫，提供學生一個與法律、財經專長教授互動式問題討論的課程，這將對落實前述理想，有莫大幫助。因此，本教學改良計畫所實施的對象是已經具有證券交易法與刑法基礎的大學部高年級學生，不需要再講授這兩門課程的基本概念，學生已有能力，自行研讀法院判決，而就課程內容的安排，則集中在證券交易法第一五五條與第一五七條之一所規定之操縱股價與內線交易二種證券犯罪類型，採用案例式教學方式，以訓練學生相關分析能力，接受不同於傳統法律系之釋義學課程。

本教學改良計畫所設計的授課內容，不僅側重於學術議題之研析，同時也包含證券交易犯罪實務經驗之傳承。因而，在本計畫積極網羅證券交易方面的實務界講師，例如擔任廣三案訴訟代理人蘇顯騰律師、陳怡成律師等，又例如調查局台北市調處劉至剛組長、台中地檢署王富哲檢察官等，即是本計畫期待延邀的實務課程授課教師，共同參與本教學計畫之執行，以傳承證券交易不法案件之實務經驗。當然，為豐富本教學改良計畫的多元性課程研討，同時亦邀請專精英美財經法的何曜琛教授與專精歐陸財經法的洪秀芬教授二人，蒞臨課堂，專題講演、座談，使本計畫之法律課程改革教學，藉由實務界與學術界的對話，建立授課學生對財經刑法不同面向的思維判斷，以有效整合經濟刑法與證券交易犯罪之學習。

最後是促成本次教育部法律專業教育改革計畫【證券交易法與經濟刑法連貫性教學計畫】的實現，感謝是部法學教育教學研究創新計畫辦公室之支持與努力，自不在話下，而本書得以順利出版，則蒙新學林出版社編輯部的熱情邀約與專業協助，興大財經法律學系在此併同謹致意萬分，謝謝各位，與大家分享我們的經驗。

—摘自於教育部補助興大財經法律學系法律專業教育改革計畫案
「證券交易法與經濟刑法連貫性教學計畫」的期末報告—

興大財經與法律叢書系列・編輯代表

廖大穎、陳家彬、蔡蕙芳 謹識

2008年10月30日

目次

序

第一篇 基礎篇

金融體系與市場分析·····	陳家彬	／003
企業管理與公司財務·····	陳家彬	／011
財務報表分析·····	陳家彬	／017
股價評估方法及市場效率性·····	陳家彬	／029

第二篇 操縱市場篇

論析證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款的構成要件 ——兼評嘉義地院 92 年金訴字第 3 號刑事判決·····	廖大穎	／039
〔實例個案分析(一)〕 炒作拉抬股價及違約交割之廣三案·····	蘇顯騰	／083
〔實例個案分析(二)〕 證券市場操縱行為之認定與要件 ——簡評最高法院九六年台上字第一〇四四號判決·····	何曜琛	／159
〔實例個案分析(二)〕 從順發案看連續交易操縱行為之主觀要件·····	陳怡成	／171

第三篇 內線交易篇

企業併購的外部訊息與內線交易疑雲

——兼評證券交易法第 157 條之 1 的立法論…………… 廖大穎 /203

〔實例個案分析(一)〕

廣三案與內線交易之財經法犯罪案…………… 蘇顯騰 /257

〔實例個案分析(二)〕

訊碟案

——評最高法院九四年度台上字第一四三三號刑事判決… 洪秀芬 /379

〔實例個案分析(二)〕

內線交易重大消息之具體要件與成立時點的判斷…………… 陳怡成 /399

第四篇 證券犯罪與偵查・調查實務

操縱股價與內線交易偵查及證據調查實務…………… 劉至剛 /419

內線交易與不法操縱股價實務芻析…………… 王富哲 /479

第一篇



基礎篇

金融體系與市場分析

陳家彬

壹、金融市場概述

貳、直接金融與間接金融

參、資訊不對稱

一、逆選擇 (adverse selection)

二、道德危險 (moral hazard)

三、檸檬問題 (lemons problem)

肆、證券的發行及流通

壹、金融市場概述

何謂金融市場？其結構、功能為何？而金融市場的存在與否，到底又有什麼樣的影響？過去是否存在金融市場的雛形呢？以下就以一些例子來說明。例如，古代的钱莊就與現代的銀行有著類似的功能，只是錢莊的資金來源是企業主個人，而銀行則是來自民眾的存款。但這錢莊的功能就是互通資金的有無，這也就是金融市場的雛形。而從經濟發展面來看，尤其是在後工業革命的經濟，到底金融市場扮演著什麼樣的角色？為了回答這個問題，以下例來說明：假設有一個擁有優良技術的木匠甲，但是木匠缺乏資金購買良好的工具來生產產品；而另有一位是擁有資金卻無技術可從事生產的人乙。如果可以將甲和乙這兩個人湊在一起，那麼應該如何做到呢？或是透過哪一種機制或機構將這兩人湊在一起？答案就是：金融機構。資金擁有者把資金存在銀行，而需要資金的木匠即可向銀行貸得所需資金。假設資金擁有者將 1,000 元存放於銀行，存款利息為 5%，銀行將這筆資金貸放給木匠，放款利率為 10%。由於木匠取得這 1,000 元的資金便可以去購買工具從事生產，一年後木匠賺得 1,200 元，木匠獲利 100 元，另 100 元做為償還給銀行之利息，其中，存款者獲得存款利息 50 元，銀行獲得存放款利差 50 元。由此可知，透過金融市場中的金融機構作為橋樑，三者都獲利，是三贏的局面。然而，如果沒有金融市場及金融機構做為中介單位，那一年之後，三者還是停滯在原本的狀態。簡單來說，金融市場最基本的功能就是提供一個互通資

金有無的場所，讓有資金可獲得充分利用並提高生產之效率。

從消費面來看，從事消費可不可能也需要金融市場？以下幾個簡單的例子來回答這個問題：假若大學畢業後，找到了工作，幾年後可能想要購買房子，但是資金卻不足，如果沒有金融市場提供資金的貸放，在這個情況下，那麼就只能租房子，並持續努力工作直到擁有足夠資金為止。因此，以金融市場的觀點來看，它能提供的消費就是「即時消費」。因為有金融市場的存在，讓大家在生命中大部分的時間均處於較好的生活環境中，也就是說，金融市場可以提高大眾的消費效用。再以「就學貸款」為例，有些學生家庭環境比較不好，沒有足夠的資金提供孩子完成學業，因此就向銀行貸款來完成學業，直到孩子畢業之後再還款。銀行會同意這樣的交易，其實主要是它認為貸款人未來是相當有潛力的。如美國的常春藤名校的學生若向銀行申請就學貸款，銀行不但同意貸款，甚至與借款者保持密切的關係，原因就在於銀行認為這些學生畢業後，都是非常具有潛力的客戶。也就是說，銀行將來所要往來的對象，可能是企業主亦或是公司的專業經理人。因此，金融市場的第二個功能就是提供即時消費，增進社會福祉（well-beings）。因而在經濟發展過程中，金融市場與金融機構扮演著不可或缺的重要角色。

貳、直接金融與間接金融

實務上來說，間接金融比直接金融更為重要，而且大多數企業的資金來自於銀行等金融機構，僅少部分來自證券市場。

所謂直接金融就是企業以發行證券來籌措資金，然而當股票市場下跌時，投資人會比企業經營者反應更為激烈，這主要是由於從證券市場所籌措而來的資金對企業而言，比例並不大，企業主主要對持股比例高的大股東負責即可。但是，如果是金融機構或是銀行發生危機，那企業就會採取各項行動，以因應可能的危機發生。主要是因為這不僅影響企業經營者，更可能對於整體社會帶來嚴重的衝擊，影響層面更甚於證券市場。例如，台灣的中央存保單位或金管會會進駐某些發生財務危機或弊端的金融機構，而金融界中最敏感的產業就是銀行，常常只要有任何負面消息傳出，那麼該銀行就可能發生擠兌，因為銀行的存款，絕大多數是來自於社會大眾，而金錢就是大眾最終財富的訴求。所以任何的訊息對金融市場來說都可能是非常重要的資訊。

參、資訊不對稱

何謂「資訊不對稱」？簡單來說，就是兩方所擁有的資訊不一樣，一方比較充足、一方則比較少。舉例來說，當我們要跟銀行借款時，是哪一方擁有較多資訊呢？答案很明顯的，就是借款者本身。而銀行要獲得借款者的資訊，就必須要透過徵信，要透過財報，透過實際的勘查，才能較為瞭解借款者（個人或企業）的相關資訊以及信用，這就是資訊不對稱的問題！因此，銀行為了要降低自身的風險，一定會採取各項行動了解借款者的各種資訊。事實上資訊不對稱的情況非常多，幾乎也可以說是存在於大家的生活周遭，包括購買上市（櫃）公司的

股票、學生選課等。金融市場是否存在資訊不對稱？如果存在，會有什麼樣的影響呢？本小節要探討的就是金融市場中資訊不對稱的問題。

一、逆選擇（adverse selection）

金融市場存在一定程度的資訊不對稱，那存在這個問題到底有什麼樣的影響呢？以一個簡單的例子來說明到底資訊不對稱會產生什麼樣的後果：假如你有兩個叔叔 A 跟 B，平時與這兩個叔叔沒有任何的往來。然 A 是保守的人，比較腳踏實地，只在相當確定可獲利的投資機會出現時才會去把握。而 B 則是屬於比較投機的人，對於市場中的投資態度甚為積極。假設在你對這兩個人的個性都不清楚之情形下，兩個都來向你借錢，你比較可能會將資金借給誰？答案可能是 B。因為 B 比較投機，只是順應當時的投資風潮，並沒有多加分析，因此 B 可能比較需要資金，所以會比較常來借款。然而 A 會尋找比較穩當的投資機會，所以也就比較不需要常來借款。以金融市場的角度來看，常去跟銀行借款的人通常是資金需求較高的人，相對來說也就是風險偏好較高的人。從銀行的立場來看，銀行是資金提供者，是債權人的角色，因此銀行並不需要與企業分享利潤，它要尋找的是可以穩定還款的企業，而獲利率高通常背後隱含的則是高風險。以上例來說，銀行希望找到的到是 A。可是由於存在資訊不對稱，卻常常將款項借給 B，而這樣的情況就稱之為「逆選擇」或「反向選擇」。而資訊不對稱愈嚴重，就愈容易產生逆選擇，甚至到最後會讓人放棄交易，這部分下面會再說明。

二、道德危險（moral hazard）

資訊不對稱還會產生另一個現象，稱之為「道德危險」。所謂道德危險，指的就是當借款者借到資金之後，可能並不會依照債權人所希望的方式去運用這筆錢，反而更有誘因投入於高風險的行為，而且這種情形通常存在於交易之後。金融市場更是普遍存在這樣的情況。甚至有人認為為什麼間接融資比直接融資來的多？主要就是因為大眾對上市櫃公司太不了解了，雙方存在嚴重的資訊不對稱，因此大家寧願把資金存在銀行，也不願意購買公司股票，因為有太多的上市櫃公司在募得大眾的資金之後，拿去投資在非本業、高風險的用途，甚至是公款私用、弊端叢生的情形，這些都是道德危險的例子。

三、檸檬問題（lemons problem）

檸檬問題為英國經濟學家 George Akerlof 在 1960 年代英國的中古車市場發現的一個現象。他觀察到中古車市場竟沒有人來交易，原因就是交易市場存在著資訊不對稱。由於購買二手車風險高，但因為存在資訊不對稱的問題，買方只願意以平均價格購買車子，因而造成車況好的車，賣方不願意出售，而不好的車，卻可以成交，結果市場上均充斥著車況不佳的「檸檬車」，自然無法吸引買家來購買，因而導致交易市場萎縮。同樣的道理將其應用於解釋為什麼直接融資比間接融資少的原因，就是因為金融市場存在著資訊不對稱，企業可能美化其財務報告，以吸引大眾投資，因而導致投資大眾的虧損，所以，民眾寧願將資金存放於銀行，而不願直接投資於企業。那麼應