

出國報告（出國類別：其他）

參加美國證管會舉辦之國際證券執
法及市場監視研討會報告
(International Institute for securities
Enforcement and Market Oversight)

服務機關：金融監督管理委員會證券期貨局

姓名職稱：林文政科長、許雅華科長

派赴國家：美國華盛頓特區

出國期間：101年11月3日至11月11日

報告日期：102年2月8日

摘 要

- 一、主辦單位：美國證管會。
- 二、時間：101年11月5日至11月9日
- 三、地點：美國證管會（美國華盛頓特區）
- 四、出席人員：本次參加學員分別來自56個國家/地區，總計158位證券主管機關官員或證券周邊單位代表。我國代表包括證期局林文政科長（證券發行組）、許雅華科長（證券交易組）、證交所周友蓉（監視部專員）、櫃買中心陳鈺婷（債券部專員）。
- 五、研討會內容：研討會課程主講者主要為美國證管會執法部門、各地方辦公室、自律組織FINRA（The Financial Industry Regulatory Authority）、檢察官及業界等人員，課程並安排專題討論及個案探討，經由主講者就不法案件手法、查核過程與處罰情形等逐一介紹，並透過參與之各國代表分享相關案件之查核經驗，使得學員得就專題內容深入瞭解。本次課程研討重點包括刑事執法及平行調查程序(Criminal Enforcement and Parallel Proceedings)、不法案件之國際合作（International Enforcement Cooperation）、市場情報系統與技術（Market Intelligence: Systems and Techniques）、美國防制洗錢法制（Overview of the Money Laundering Statutes）、企業違法案例－財務會計舞弊、境外賄賂行為（Corporate law cases- Financial Accounting Fraud,

Foreign Corrupt Practices)、募集詐欺 (Offering Frauds)、對證券商常見之執法案例(Broker Dealer Enforcement Cases)、內線交易案件之調查與起訴 (Investigating and Prosecuting Insider Trading)、操縱股價 (Market Manipulation)、高頻交易的工具、操作策略與對市場質量的影響 (High Frequency Trading:Tools, Strategies, and Market Quality Effects)。

六、課程心得：美國之法律制度及行政機關之權限與我國有所不同，有關證券不法案件，美國證管會除有廣泛調查權外，尚得以行政程序手段對被告作出裁決或與被告和解，通常較能迅速終結證券不法案件，並有效縮短案件處理時程。另由於金融商品的多樣化、金融市場的全球化及科技日新月異，證券不法案件型態愈趨複雜或難以察覺，且不再侷限單一交易市場及國家，因此，證券監理機構在監視查核上也面臨許多障礙與考驗，必須思考如何運用有限的監理工具並加強與國內司法機關及國際其他監理機構合作，以有效遏止及查察不法案件。

目錄

壹、前言.....	1
第一節、美國證管會之相關執法權限與作為.....	2
一、2011年美國證管會之證券市場執法現況.....	2
二、民刑事執法與平行調查程序.....	3
三、不法案件之國際執法合作.....	6
四、市場情報之發展及利用.....	7
五、美國防制洗錢法制概觀.....	10
第二節、證券市場不法類型分析.....	16
一、企業違法案例－財務會計舞弊、境外賄賂行為... ..	16
二、募集詐欺.....	24
三、對證券商常見之執法案例.....	288
四、內線交易之調查與案例.....	37
五、股價操縱案件之調查與案例.....	44
六、高頻交易的工具、操作策略與對市場質量的影響.....	48
貳、心得與建議.....	57

壹、 前言

美國證管會於2012年11月5日至11月9日舉辦國際證券執法及市場監視研討會，計有56國家/地區之代表參加。本次研討會舉辦之主要目的，係針對各國對於證券不法案件查核所面臨之問題，包括跨國違法案件之調查及國際間資訊如何交換等，需持續加強國際合作始能有效打擊不法，強調跨國合作之必要性，並提供與會者瞭解美國證管會如何執行市場監視、偵查不法及後續處置等。另一方面也藉由研討會增加各國人員交流的機會，讓各國證券主管機關與交易所在跨國執法與合作監理建立聯繫網絡。

研討會主要討論之重點，包括2011年美國證管會之證券市場執法現況、刑事執法及平行調查程序(Criminal Enforcement and Parallel Proceedings)、不法案件之國際合作(International Enforcement Cooperation)、市場情報系統與技術(Market Intelligence: Systems and Techniques)、防制洗錢與證券業(Anti-Money Laundering and Securities Industry)、企業違法案例－財務會計舞弊、境外賄賂行為(Corporate law cases- Financial Accounting Fraud, Foreign Corrupt Practices)、募集詐欺(Offering Frauds)、對證券商常見之執法案例(Broker Dealer Enforcement Cases)、內線交易案件之調查與起訴(Investigating and Prosecuting Insider Trading)、操縱股價(Market Manipulation)、高頻交易的工具、操作策略與對市場質量的影響(High Frequency Trading:Tools, Strategies, and Market Quality Effects)。

重要議程內容摘要

第一節、美國證管會之相關執法權限與作為

一、2011年美國證管會之證券市場執法現況

美國證管會針對證券市場之案件進行調查，主要目的係為認定是否涉有違反證券管理法律，如 1933 年證券法（Securities Act of 1933）或 1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）等，及有無足夠證據建議委員會展開執法行動；一般而言，美國證管會調查過程是非公開的，其通常不對外承認、說明或否認調查的存在，但不會從事秘密或臥底的調查方式。

2011 年美國證管會針對證券不法案件執法情形共計 735 件，主要分類及比率如下：

1. 募集詐欺-龐氏騙局等（Offering Fraud）計 124 件，占 17%。
2. 發行公司財務報告及資訊揭露不實（Financial Fraud/Issuer Disclosure）計 89 件，占 12%。
3. 投資顧問/投資公司（Investment Advisors/Investment）計 146 件，占 20%。
4. 證券商（Broker-Dealers）計 112 件，占 15%。
5. 內線交易（Insider Trading）計 57 件，占 8%。
6. 股價操縱(Market Manipulation)計 35 件，占 5%。
7. 境外賄賂行為法（Foreign Corrupt Practices Act）¹計 20 件，占 3%。
8. 遲延申報案件（Delinquent Filings）計 121 件，占 16%。
9. 其他計 31 件，占 4%。

¹ 「境外賄賂行為法」(Foreign Corrupt Practices Act)，係針對證券發行公司向外國政府官員行賄之不法行為進行調查；該等調查通常會與外國刑事執法機關合作。2011 年起，將「境外賄賂行為法」案件由原本歸類於「發行公司財務報告及資訊揭露不實」項下，獨立為一統計執法情形項目。

二、 民刑事執法與平行調查程序

(一) 平行調查程序 (Parallel Proceedings/ Dual Investigations)

按違反證券法令之行為，可能同時涉及民事及刑事責任，刑事責任之舉證門檻較高，執法機關為美國司法部，民事案件之執法機關為美國證管會，刑事訴訟並不會阻礙美國證管會採取民事執法，同樣地，美國證管會的民事執法行動也不會妨礙刑事訴訟，此即所謂平行調查方式 (Parallel Proceedings)，另美國司法部與證管會亦可在法令許可範圍內就案件證據資料相互分享，以提高調查取證之效率，同時，美國證管會在調查之過程中亦可以採取較為緊急之救濟手段。

(二) 民刑事程序之主要區別

	刑事	民事
執法機關	美國司法部	美國證管會
舉證責任	刑事案件之舉證門檻為無合理懷疑 (Beyond Reasonable Doubt)，相當於 95% 之確信。	民事案件之舉證門檻為優勢證據 (Preponderance of the evidence)，超過 50% 之確信即為已足 (more likely than not)。
處罰措施	-自由刑 (term of imprisonment)、沒收犯罪所得 (forfeiture power)、命令補償被害人 (restitution)、罰金 (fine) 等。 -有期徒刑之刑期長短往往視受害人損失金額之多寡而定。 -詐欺案件通常會強制加害人賠償受害人之損失。	禁止為不法行為之禁制令 (permanent injunction)、繳回不法獲利 (disgorgement)、民事裁罰 (civil penalties)、禁止擔任發行公司董事及經理人 (officer and director of public company)、緊急措施 (emergency remedies, 如聲請法院指派公司監管或接管人 (receiver appointment))、跌破面值股票之管理措施 (penny stock bars) 凍

		結資產 (asset freeze)、暫停特定股票交易 (trading suspension)]。
調查方式	<p>- 主要有大陪審團 (grand jury)、法院核發之拘捕或搜索扣押令 (court authorised seizures)、法院核准之監聽 (wiretaps)、臥底 (undercover operation)、自願性合作 (voluntary cooperation)。</p> <p>- 大陪審團制度，主要係可透過大陪審團核發傳票 (subpoena) 以取得相關文件、物證、證言等，惟該過程是保密不公開的，所取得之證據資源無法與美國證管會為資訊分享。</p> <p>- 美國的刑事程序法中，透過大陪審團核發傳票或法院核發拘捕、搜索、扣押或監聽命令 (warrant)，必須使大陪審團或法院達到有相當理由 (probable cause) 相信被告有罪。所謂相當理由此字的涵義可從美國憲法第四修正條文觀之：「任何人的身、住宅、文件和財產不受無理搜查和查封，沒有相當理由，不得簽發令狀，令狀必須具體描述清楚要搜查的地點、需要搜查和查封的具體文件和物品，以及具體描述清楚要逮捕的人」，亦即必須達到「資訊上有充分理由讓審慎</p>	<p>- 美國證管會對證券不法案件之調查，分為非正式調查 (Informal investigation) 與正式調查 (Formal Investigation) 二種方式，調查程序通常由非正式調查 (或稱初步調查) 開始。</p> <p>- 非正式調查：乃非公開且非正式之諮詢 (informal inquiry)，完全倚賴個人或機構之合作，自願性的提供文件、證詞等相關資訊，美國證管會之調查人員尚無權採取任何強迫性之調查措施。</p> <p>- 正式調查程序：美國證管會調查人員得經委員會核准核發正式調查令 (formal order of investigation)，開始正式調查程序。正式調查令列舉調查人員被授權調查之項目，並賦予調查人員向可能之違法者或第三人發出傳票及執行宣誓儀式的權力，以取得相關文件 (如銀行資金往來紀錄、電話通聯紀錄、手機簡訊、電子郵件內容等) 或證詞；而證人對證管會為虛偽陳述，構成偽證罪 (perjury)。另美國證管會亦得授權專業人士 (律師、會計師等) 代為執行調查權。在正式調查中，當事人有權在辯護人的陪同下作證 (right to counsel) 或拒絕作證 (right against self incrimination)。此外，若當事人拒絕</p>

	<p>小心與理性的人相信有權逮捕、作出個人或財產的搜索，或是可以取得逮捕令狀（warrant）之程度。</p>	<p>接受美國證管會核發之傳票，美國證管會可請求法院發出傳票。當事人如果拒絕接受法院之傳票，即屬藐視法庭（Contempt of Court），嚴重者可能構成刑事責任。</p>
<p>執法程序</p>	<ul style="list-style-type: none"> -由大陪審團提出控訴，可提訊被告或要求被告付出保釋金，防止其脫逃。 -被告可於程序進行之任何階段要求認罪協商。 -審判期間可揭露證人證詞。 -有罪判決需十二名陪審團員一致同意被告有詐騙的犯意且已超過了合理的懷疑（Beyond a Reasonable Doubt）。 - 處罰主要為有期徒刑。 	<ul style="list-style-type: none"> -行為人如不法動機及犯罪事證明確，就相對重大案件，證管會通常會採取刑事及民事並行的處理方式，一方面移送司法部進一步調查或起訴，另一方面進行民事求償（如損害賠償、繳回不法獲利等）；但對於行為人係非故意、非重大或舉證困難者，則可能與當事人達成「和解」（settlement）（提起民事訴訟後，在法院開庭之前亦可進行和解）。 -聯邦法院訴訟：民事求償部分由證管會向聯邦法院提起控訴，由法官及陪審團審理判決，如有不服則向聯邦上訴法院提起上訴。 -行政處罰程序：證管會亦得由委員會決定是否展開行政處罰程序，交由行政法官審理，作出裁決建議²（recommended decision），被告若不服裁決，可訴諸證管會，若仍不服，可再向聯邦上訴法院提起上訴。

² 行政法官(administrative law judge,ALJ)受僱於美國證管會，獨立行使職權，證管會不能予以調職或解雇。證管會透過行政處罰程序，依規定對自然人最高可處 10 萬美金，對於法人可處最高 50 萬美金或不法所得之全部的行政罰款，另尚可解除行為人職權或吊扣行為人的註冊執照作。

三、 不法案件之國際執法合作

美國證管會將國際間執法合作列為國際計劃的首要任務，主因為資本市場全球化的影響促進跨越國界資本流動，為投資者增加更多國際投資機會，但也相對提高了詐欺者在國外透過資產轉讓或以各種方式逃避偵查和起訴。因此，證管會執法部門發現單靠國內執法已不足以打擊跨境證券詐欺，唯有加強國際合作方得使調查快速、有效和適當的解決國內執法不足之處。

（一）法源

依據 1934 年證券交易法 section 21(a)(2)規定，允許美國證管會協助任何海外證券主管機關對違反證券法規之調查請求，並提供必要資訊與證據之蒐集及其他相關調查。這項協助不論雙方是否簽訂 MOU 或 MMOU、是否為美國或證管會所關注的案件、是否違反雙邊規定或犯罪，均需給予適切的協助。1934 年證券交易法 section 21(a)(2)亦規定美國證管會得僅為協助外國政府之目的而行使調查權。

（二）國際合作窗口

美國證管會設有國際事務辦公室（Office of International Affairs, OIA），其業務範圍包括國際執法協助、國際監理政策執行與維護、分析各種跨境商品交易模式對美國法律與規則的衝擊、國際技術協助、辦理教育訓練以提升美國或海外監理機構查核技巧及與國際監理機構簽署合作同意書（包含執法合作及監理合作）等。

2011 年美國證管會國際事務處接獲海外證券主管機關執法協助的請求件數共計 492 件，較前一年度（2010 年）增加 8%。同年，美國證管會向其他國家證券主管單位請求執法協助件數共計 772 件。2010 年至 2012 年美國證管會向海外監理機構請求協助查核件數平均每年約 697 件。

（三）國際合作方式

美國證管會就證券不法案件與他國進行國際合作之主要內容包括情資交換、凍結資產、匯回不法所得、訴訟文書送達、外國判決承認執行及跨國求償（委託外國律師辦理）等。常見之合作案件之類型包含證券發行詐欺及內線交易等案件，提供包括內部檔案資料、調閱證券商資料、銀行帳戶資料、公司資料、電話紀錄等資料及取得相關證詞。

有關國際間民事及刑事執法機關之合作方式主要如下：

1. 各國證券主管機關透過簽訂合作備忘錄（MOU）建立資訊交換平台，如國際證券組織 IOSCO 會員簽署多邊合作備忘錄（MMOU），彼此可相互分享資訊及檔案文件資料、調取資訊及銀行交易文件、證券帳戶與該等帳戶受益人，以及取得證詞。
2. 各國刑事執法單位則可透過簽訂法律互助（Mutual Legal Assistance, MLAT）相互合作。
3. 對於未簽訂合作備忘錄之外國證券主管機關，也可透過非正式管道相互交換資訊。
4. 善用金融情資單位如艾格蒙聯盟（Egmont Group）以獲得情資。

四、 市場情報之發展及利用

（一）市場情報（TCR）之概念

所謂市場情報（Tip, Complaint or Referral, TCR），係美國證管會收到之檢舉、抱怨及經轉介而來有關證券市場可能違法案件之指控；一般而言，其消息來源包含：

1. 一般大眾檢舉、

2. 其他機構(如聯邦調查局、商品期貨交易委員會等)轉介、
3. 自律組織(如 FINRA)轉呈而來的內線交易或股價操縱案件、
4. 依銀行保密法提交給金融犯罪執法網(Financial Crime Enforcement Network, FinCen)之可疑交易報告
5. 自行因檢查、財報審查、登記申報文件審查等而發現之內部案件

美國證管會每日收到之大部分消息可能是無助市場監理之垃圾郵件，僅少數消息可進一步發掘違反證券交易法之案件，故就美國證管會而言，如何更有效率處理市場情報乃一重要課題。

(二) 市場情報處 (Office of Market Intelligence)

以往市場情報來源非常分散，並由不同部門分別處理，故在追蹤、監控及從市場情報上獲知進一步線索之能力相當有限。自 2008 年 Madoff 龐氏詐欺案件發生後，美國證管會提出一套金融監理改革方案，其中包含改組執法部門及改變檢舉消息及民訴抱怨之處理方式。2010 年 5 月美國證管會在執法部門下正式成立市場情報處 (Office of Market Intelligence, OMI)，該處負責整合所有美國證管會所收到之 TCR，以統一所有消息來源，初步就消息內容進行分析，確認是否需進一步調查，並進行調查資源之調配，俾能更有效率的處理所有 TCR。市場情報處除作為 TCR 之標準化處理系統，並另設資產管理 (Asset Management)、市場不法行為 (Market Abuse)、結構式及新金融商品 (Structured and New Products)、境外賄賂行為 (Foreign Corrupt Practices Act) 及市府發行證券及公共退休金 (Municipal Securities and Public Pensions) 等五個組，分就各組相關業務之違法案件進行調查並建立資料庫，冀能及早在造成投資人利益受損之前阻止證券違法行為。

在美國證管會人力組織調整後，新設立的市場情報處在市場情報有效集

中歸納、整合、分析下，對疑似不法案件的查核能夠快速編組反應，與編製完整的調查程序並提高工作效率，一般作業程序為：

1. 接收處理 TCRs 投訴案件。
2. 初步分類：
 - A.評斷是否違反證券交易法。
 - B.是否歸屬美國證管會權責範圍。
 - C.對疑似違反規定情形的範圍。
 - D.評定對市場影響的風險等級。
3. 決議：
 - A.分案給相關調查小組。
 - B.轉介給相關單位辦理。
 - C.存查。

(三) 市場情報(TCR)系統之功能發展

美國證管會預計再規劃增加 TCR 資訊系統以下功能：

1. 系統自動分類功能：目前美國證管會之 TCR 資訊系統對於資訊分類係採人工作業方式處理，未來計劃增加資訊自動分類功能、評估市場情報特色與重要性，以高風險及抗議為搜尋基礎、強化 TCR 資訊系統對於各工作群組織之分案效率。
2. 建立標準化系統以強化資訊分享效率，包括案件追蹤系統及檢測追蹤系統。

(四) 檢舉人/吹哨人(Whistleblower)計畫

2010 年 7 月 21 日美國總統簽署「華爾街改革及消費者保護法案」

(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)，該法案要求美國證管會應建立一獨立之部門專門從事檢舉人計劃工作。所謂的「檢舉人計劃」是由美國國會創建，主要係提供金錢獎勵，希望個人可挺身而出向美國證管會報告可能違反聯邦證券法之案件。根據該計劃，符合資格的檢舉人有權獲得美國證管會和其他監管和執法部門的相關行動所帶來的利益，若該行動獲得之利益超過 1 百萬美元，則檢舉人有權獲得該制裁金額的 10% 和 30% 間。

美國證管會於 2011 年 5 月成立一新的檢舉人辦公室 (Office of Whistleblower)，並於 2011 年 8 月 21 日公布生效一份檢舉人計畫的法令(包括檢舉程序、報酬支付規定等)。另依據「華爾街改革及消費者保護法案」，該檢舉人辦公室須定期每年向國會報告檢舉人計畫之相關資訊。另外美國證管會為加強檢舉人透過網路提供相關訊息，其於證管會網站首頁以明顯標誌顯示檢舉人辦公室及提供檢舉案件之連結。

依美國證管會檢舉人辦公室 2012 年報顯示，該辦公室 2012 年至 9 月 30 日止，總計已收到處理之檢舉案件共計 2,410 件，如加計 2011 年 10 月至 12 月所收到之案件 591 件，則共計 3,001 件，其中以公司財報揭露案件 547 件，佔總件數之 18.2%，為最大部分，募集詐欺案件 465 件，占總件數 15.5% 次之，再其次為市場操縱案件 457 件、佔總件數 15.2%。

五、 美國防制洗錢法制概觀

(一) 911 事件前之洗錢防制法規

在 911 恐怖攻擊事件發生前，美國關於防制洗錢之目標，主要係在防範毒品交易 (Drug Trafficking) 與組織犯罪 (Organized Crime)，以遏止相關

犯罪者利用洗錢之行為漂白犯罪所得；美國關於防制洗錢的工作，起初係從行政監督管理著手，嗣後再陸續制定許多法制，以期有效管理不法金錢流向的問題，相關法制規範如下：

1. 美國最初係於 1970 年制定組織犯罪防制法（The Organized Crime Control Act）、銀行秘密法（The Bank Secrecy Act）及毒品防制法（The Comprehensive Drug Control Act）等三項防制洗錢的法令，上述法令為其反洗錢工作打下基礎，美國國會嗣於 1986 年制定洗錢防制法（Money Laundering Control Act of 1986），並增加刑事罰則部分，以補充銀行秘密法不足之處。
2. 至 1988 年，為對抗洗錢犯罪，並彌補洗錢防制法及銀行秘密法之不足，美國國會復制定洗錢犯罪起訴法（The Money Laundering Prosecution Improvement Act）、1989 年又針對金融機構方面提出金融機構修正、賠償與強制執行法（The Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act of 1989）、1990 年通過犯罪防制法（The Crime Control Act of 1990）、1992 年通過 Annunzio 及 Wylie 所提的反洗錢法（Annunzio-Wylie Anti-Money Laundering Act）。美國國會於 1994 年制定「洗錢防制法」（Money Laundering Suppression Act of 1994），改良金融機構法規檢查的程序，以利有效發現洗錢犯罪行為，要求銀行機構加強訓練及制定防制洗錢的審查程序，並且向政府機構申報相關資訊。同時，並擴大財政部之職權，要求申報進出美國國境的各類通貨及有價財物，並規定各州成立專責機關，將非傳統性的金融機構及賭場納入管理。
3. 嗣後於 1998 年，美國又制定「反洗錢及金融犯罪策略法」（Money Laundering and Financial Crimes Strategy Act of 1998），對洗錢及相

關的金融犯罪重新定義，將非法現金或相當於現金匯出或匯入美國，或透過美國或其金融機構移轉時，即該當洗錢犯罪之構成要件。並要求建立補助地區執法單位，以便偵查、預防與遏止洗錢犯罪之發生，而且必須向國會的特別委員會，報告執行其所指定高危險性洗錢行為及相關金融犯罪地區之需求及成效。

(二) 911事件後之洗錢防制措施

1. 愛國者法案

為因應 911 恐怖攻擊事件，美國國會於 2001 年 10 月 24 日通過「愛國者法案」(USA Patriot Act of 2001)，係美國近期關於防制洗錢最重要的法案，此法案以反恐主義為最高指導原則，規定要點如下：

- (1) 將資助恐怖主義的行為入罪化，並透過加強金融機構認識客戶的程序，以強化銀行保密法的規定。
- (2) 禁止金融機構與外國的空殼銀行進行交易，並要求金融機構須對外國客戶與私人帳戶間善盡調查之職責 (Due Diligence)。
- (3) 要求所有金融機構須擴大對於防制洗錢作業程序、增加洗錢行為的民事及刑事罰責，並規定銀行須在 120 小時內回應上級管理機關所要求之資料，並擴大取得交易資料之權限。
- (4) 修正美國聯邦法典第 1956 條、第 1957 條規定，將貪污與暴力犯罪納入境外前置犯罪 (Foreign Predicate Offense) 之中。
- (5) 修正美國聯邦法典第 1960 條，禁止非法資金之轉匯業務，並放寬犯罪意圖之規定及擴大入罪之範圍。
- (6) 將「大量現金走私」(Bulk Cash Smuggling) 入罪，即對於意圖逃避 CMIR (Report of International Transportation of Currency

or Monetary Instruments) 的申報規定，而走私超過 1 萬美金的貨幣入出境美國時，即成立該項犯罪。

(7) 擴張美國財政部之權限，以便管理與控制金融交易活動，特別是針對與外國人士或政治體制有關之金融活動。

(8) 加強警察和移民管理單位對於居留、驅逐被懷疑與恐怖主義有關外籍人士的權力。

美國國會嗣於 2004 年 12 月 17 日通過「情報改革和防恐法案」(Intelligence Reform & Terrorism Prevention Act of 2004)，建立「國家情報總監」(Director of National Intelligence，簡稱 DNI) 以及防恐與洗錢防制措施等，例如，申報跨國電匯交易方面，財政部如認為對防制洗錢與對抗資助恐怖分子為合理必要 (Reasonably Necessary) 時，即可以要求金融機構須向「金融犯罪執法網路」(Financial Crimes Enforcement Network，簡稱 FinCEN) 申報該筆跨國電子交易資金內容。

由於愛國者法案部分條文於 2005 年底屆期失效，美國國會於 2005 年 12 月針對愛國者法案的相關內容，再制定「改善與重新授權愛國者法案」(The USA PATRIOT Improvement and Reauthorization Act of 2005)，該法案修正重點，包括擴大對超過 20 種聯邦犯罪執行監聽的權限、強化聯邦政府關於執行反恐資助及資產沒收的權限等。

2. 加強國際合作

聯合國安全理事會於 911 攻擊事件發生後未久，即無異議通過由美國提出之 1373 號決議，該決議規定聯合國各會員國負有下列之義務：

「1、將資助恐怖主義定為犯罪；2、毫不拖延地凍結涉犯有關恐怖主義行徑者的任何資金；3、不給予恐怖主義組織提供任何形式之財政支助；

4、禁止向恐怖主義分子提供安全庇護所、生活資料或援助；5、與其他國家政府交流關於任何從事或策劃恐怖行為組織之訊息；6、與其他國家政府合作調查、偵查、逮捕、引渡和起訴參與此類行為者；7、在國內法中將積極或被動協助恐怖主義行為定為犯罪，並將違法者繩之以法；8、盡快加入有關恐怖主義問題的相關國際公約和議定書」。再者，聯合國安全理事會依照該第 1373 號決議內容，設立「反恐怖主義委員會」（簡稱反恐委員會），並由安全理事會所有 15 名成員國所組成之，該反恐委員會的工作，係負責執行第 1373 號決議，並監測相關執行成果。

（三）通貨交易申報（The Currency Reporting）規範

本節主要係說明美國現行針對通貨交易往來時，相關機構必須就其交易活動紀錄並申報之相關規範，以有效追蹤及防制洗錢之行為：

1. 通貨交易報告（Currency Transaction Report; CTR）

- (1) 根據美國聯邦法典第 5313 條之規定，若單筆通貨交易往來金額超過美金 10,000 元，銀行(或金融機構)即有義務提出通貨交易報告。
- (2) 根據美國聯邦法典第 5325 條之規定，若銀行出售超過美金 3,000 元之旅行支票、匯票及其他相似金融支付工具時，應確認並紀錄該購買人之身分及相關資料。
- (3) 根據美國聯邦法典第 5324 條(a)之規定，若交易人或購買人故意或過失，使銀行提交錯誤或不完整報告時，交易人或購買人將會構成犯罪。

2. Form 8300 (非金融機構之一般企業適用)

- (1) Form 8300 是由非金融機構之一般企業(不論是車商或律師事務所等)所提交。只要是任何一般現金往來交易超過美金 10,000 元以上,則應提交 Form 8300 而非 CTRs。
- (2) 若企業漏未提交 Form 8300,將違反美國聯邦法典第 5331 條之規定,而構成犯罪,且依第 5331 條之規定予以處罰。
- (3) 若交易相對人故意或過失使企業所提交之 Form 8300 有錯誤或不完整或不完整報告時,依美國聯邦法典第 5324 條(b)規定,亦將構成犯罪。

3. 通貨及貨幣工具報告 (Currency and Monetary Instrument Report; CMIR)

- (1) CMIR 係為掌握往來海外之金錢交易所建立的紀錄報告;根據美國聯邦法典第 5316 條規定,若旅客攜帶美金 10,000 元以上的現金入出境美國,都被要求提交 CMIR;若漏未提交或提交錯誤的 CMIR,根據第 5324 條(c)即會構成犯罪。
- (2) 自 2001 年起,因發現罪犯開始利用走私方式夾帶大筆現金入出境美國,以規避透過金融機構交易,而須提交 CTR。故,美國聯邦法典第 5332 條(又稱愛國者法案)規定,若企圖以走私方式夾帶超過美金 10,000 元,即構成犯罪。

4. 分批交易 (Structuring) 規範

為避免有心人士分批在不同地點、不同時間為美金 10,000 元以下之通貨交易,以規避 CTR 之規定,故美國針對此種分批交易行為,制定處罰規定;根據美國聯邦法典第 5324 條規定,若行為人為了規避提

交 CTR、Form 8300 或 CMIR 而為分批交易之行為，即構成犯罪，且為該分批交易之資金，將視同為未申報 CTR 之行為，均會被沒收。

第二節、證券市場不法類型分析

一、企業違法案例—財務會計舞弊、境外賄賂行為

(一) 財務會計舞弊

以往資本市場若爆發財務報告不實表達所造成的重大舞弊案件，如 2001 年美國安隆（Enron）案、2004 年義大利帕瑪拉（Parmalat）案、2006 年日本活力門（Livedoor）案等，通常將使得該國股市因之連連重挫；大型企業的舞弊及會計醜聞，會對美國及全球金融、資本市場產生巨大衝擊，也使投資人對會計師簽證財務報表失去信心。因證券市場之管理係建立在資訊公開之基礎上，資訊公開首重資訊之正確性與即時性，財務報表舞弊不但破壞資訊之正確性，亦將影響投資人對於資本市場之信心，更嚴重的情形將威脅證券市場存在。

以下，美國證管會即針對財務報表舞弊之主要形成因素、流程、證管會展開調查之緣由及美國安隆（Enron）案之情形，進行說明：

1. 財報不實之主要形成因素及流程

企業於下列三種情形下，常可能發生財務報表舞弊：

- (1) 管理階層（CEO、CFO）有舞弊之動機或壓力，如為獲取更多獎金、有業績壓力等。
- (2) 存有舞弊之機會，使舞弊可能發生，例如公司有特殊性質之交易、或新產品等。

- (3) 舞弊者常會將其舞弊行為合理化，例如因為公司須符合投資者或市場之期待，或如果不這樣做的話公司的併購會失敗、或因為上層主管所給的壓力造成等。

財務報表舞弊一開始通是編造數字(making the numbers)，接著是管理數字 (managing the numbers)，因為編造出的數字在次期財務報表中並不會固定不動，如假銷貨交易產生的應收帳款，在次期會有應收帳款收回之問題。最後，為了要美化數字 (making up the numbers)，需要再編造另一個虛偽的替代方案來掩飾，等到編造的替代方案均無法掩飾時，舞弊就會爆發。

2. 美國證管會展開財務報表舞弊調查之緣由

美國證管會通常於下列情況，會啟動對財務報表舞弊案之調查，包括：

- (1) 發行人重編財務報表；
- (2) 負面的市場傳言或媒體報導；
- (3) 簽證會計師辭任；
- (4) 高階經營階層非預期性的異動；
- (5) 內部人大量出售持股；
- (6) 檢舉或吹哨者告密；
- (7) 財經報導公司有新發展(new story)等；

例如，2001 年 8 月新聞媒體報導 Enron 從事關係人交易及 CEO 辭職，隨後 Enron 宣佈重編 1997 到 2001 年之財務報表，管理階層亦無預警撤換，內部人大量出售公司股票，甚至有人檢舉告密，於是美國證管

展開調查，後來並傳喚相關人員和調閱公司相關文件。

3. 美國安隆（Enron）案

(1) 個案簡介

Enron 係 1985 年成立於美國德克薩斯州的能源公司，從一開始的天然氣管供應商，發展到成為全世界最大的能源公司，在全球 40 餘國有 3,500 個分支機構，2000 年的營業額達千億美元，2000 年 8 月股價達到每股 90 美元之高峰。1996 到 2001 年期間，連續六年被評為「最具創新精神的公司」，2001 年 9 月時，Enron 是美國第 7 大公司，後因無預警宣佈重編過去年度財務報表，而爆發舞弊案，股價在 6 週內大幅崩盤，市值蒸發 600 億美金，造成 30,000 名員工失業，Enron 隨即申請破產，債權人最後只收回極微小金額，投資人更是血本無歸。

(2) Enron 財務報表舞弊

A. 假交易真借款：銀行配合 Enron 之要求，將貸款做成買賣交易，由 Enron 將石油及天然氣合約出售給銀行成立之特殊目的實體公司（Special Purpose Entities, SPE，帳列營業活動現金流入並認列收入），SPE 公司再將上開合約出售給銀行，銀行最終再將合約賣回給 Enron，上開買賣合約實際上隱藏巨額負債之事實。

B. 利用複雜的秘密交易隱匿巨額損失：Enron 刻意誤用或規避會計原則之規範，其財務報表並未以交易之經濟實質揭露其真實營運結果。在 1999 年前，Enron 主要獲利來自其能源及科技投資部位之未實現獲利，由於這些投資之性質，其獲利

波動幅度較大，故 Enron 設計利用這些所謂獨立性之特殊目的個體(Raptor SPEs)作為避險手段，將有價值減損之資產處分給特殊目的個體，因相關交易不需編入合併報表，故能規避認列巨額損失。

- C. 會計師利益衝突：Arthur Andersen(AA)協助 Enron 設計相關交易架構及特殊目的個體，2000 年顧問收入達美金 2 千 7 百萬元；AA 同時負責查核特殊目的個體及 Enron 之財務報表，於審計時隱瞞真實交易損益，2000 年查核收入為美金 2 千 5 百萬元。

(3) 美國證管會之調查

- A. 調查重點包括檢視關係人交易，如關係人間之實質關係、交易是否適當揭露、是否有私下交易、由誰承擔風險、交易本身之實質意義、是否有非常規交易、關係人是否有不當獲利等；此外對於 Enron 從事之部分交易，也因為交易對象從事本交易，顯然與其自身主要營業項目不符（例如美林公司應以銀行借貸為本業，卻從事輸油船買賣），且考量其交易金額巨大及時間點等問題，並蒐證 Enron 及交易對象之相關交易文件、交易核決過程並傳喚相關人員，以了解交易過程及架構，終於發現 Enron 未能於財務報表中忠實允當表達交易之實質，顯有舞弊之情事。最後 Enron 的前任員工兼秘密交易安排者之一 Michael Kopper 坦承舞弊情事，2003 年 3 月美國證管會起訴美林公司及其四名資深主管協助及教唆 Enron 操縱盈餘。2007 年 3 月美國證管會起訴 Enron 的兩名內部律師兼高級主管，涉嫌促使 Enron 在公開的財務報告上作重大不

實表達和故意隱匿重大資訊，並協助及教唆 Enron 違反證券交易法相關規定。

- B. 從上述案例中，可以看到舞弊通常包括會計原則的不當使用或規避，舞弊交易通常除了與關係人或 SPE 交易有關外，有時即使看似合法的交易對象也可能是有問題的，此外舞弊交易通常會故意設計的很複雜，讓人不易瞭解，資訊揭露不實或有誤導，及會計師利益衝突問題造成守門人（gate keeper，即專家）的失敗等。

(4) 後續措施

為了重建投資者的信心，確保財務資訊之正確性及可靠性，美國國會於 2002 年通過沙賓法案(The Sarbanes-Oxley Act, 簡稱 SARBOX Act 或 SOX Act)，該法案主要係規範與財務報表有關之內部控制，讓企業營運及財務資訊更加透明化，並建立相關規範以確保財務資訊之正確性及可靠性，凡是在美國上市的公司，都必須遵守這項規定，主要內容包括：

- A. 建立一個獨立機構來監管上市公司的審計：成立公開公司會計監督委員會（PCAOB），加重美國證管會之覆核責任，並加強財務報表揭露事項，檢討信用評等制度。
- B. 加強公司監理：規範企業經理人的酬庸制度，設立審計委員會，公司應於定期報告揭露高階主管建立道德規範標準的情形，禁止公司內部人員以不當方式影響或誤導會計師查核工作，公司管理階層應及時評估內部控制及揭露財務及營運狀況等重大訊息，加強公司主管及大股東內部關係人交易之揭

露，以及要求公司管理階層對財務報表提出正確性聲明。

- C. 強化會計師獨立性：會計師不得為審計客戶提供非審計業務的諮詢服務，財務報表應揭露審計公費等資訊，每五年更換簽證會計師，會計師於離職一年內不得任職於先前審計客戶。
- D. 提高對公司高層主管及白領犯罪的刑事責任：公司執行長及財務長對財務報表負責，編製不實財報者最高處 10 到 20 年徒刑，蓄意詐欺者處 25 年徒刑，破壞、偽造受調查公司資料者，最高刑期 20 年，銷毀審計檔案者最高刑期 10 年，在聯邦調查事件中銷毀檔案者，最高可處 20 年徒刑。

（二）境外賄賂行為

美國自 1977 年起，定立規範美國國民及企業於國外商業行為的法案《境外賄賂行為法》(Foreign Corrupt Practices Act, FCPA)，禁止包括在美國上市之公司以及在美国銷售證券或經營業務的公司等向其他國家官員行賄，同時也要求發行公司保存商業相關紀錄和會計慣例行為紀錄，以避免企業支付行賄款項。

1. FCPA 立法成因

1977 年美國飛機製造商洛克希德 (Lockheed) 向日本政界所做的不當支付被揭發後，美國開始制定 FCPA。近年來，為有效執行 FCPA，美國司法部 (Department of Justice, DOJ) 於 2009 年成立了一個 FCPA 專門單位，隔年美國證管會也成立了 FCPA 單位；根據美國證管會調查顯示，約 400 家公司承認非法付款予外國政府官員或政黨人物，總計金額達 300 百萬美元。

2. 執法單位

境外反貪腐行為法 (FCPA) 係由美國證管會及司法部為執法單位，證管會負責民事訴訟以及依 FCPA 規定向企業取得會計相關紀錄或憑證，司法部負責所有刑事起訴案件。證管會移送司法部進行刑事案件之偵查，但部分案件也有可能是證管會與司法部共同進行調查。

3. 反境外賄賂行為之相關規定 (Anti-Bribery Provisions)

美國 1934 年證券交易法第 30 條 A 訂有反賄賂條款，禁止美國發行公司或任何管理人員，董事，僱員或代理人（如發行人或任何股東）為獲取或保留業務或不正當的商業優勢為的目的，賄賂外國政府或政府官員。此外，在第 13 條(b)(2)(A)及第 13 條(b)(2)(B)分別訂有會計方面相關規定：

- (1) 第 13 條(b)(2)(A):帳簿及記錄憑證；為公正地反映發行人資產的處理紀錄和處置，合理要求美國企業發行人保持帳簿、紀錄和帳戶等細項資料的準確性。
- (2) 第 13 條(b)(2)(B):內部控制；要求發行人實施足夠的內部會計控制制度。

4. 執法近況

2011 年美國證管會總共認定 20 個違反 FCPA 案件，包括 Diageo、Armor Holdings、Tenaris、Rockwell Automation、Comverse Technology、Ball Corporation、Johnson & Johnson、IBM、Tyson Foods、Maxwell Technologies 及 Paul W. Jennings(CEO Innospec)等大型企業。

以下，針對 Diageo（帝亞吉歐公司，經營酒類之跨國大型企業）違反 FCPA 案，進行案例介紹：

- (1) 2011 年 7 月 27 日美國證管會指控世界上最大酒精飲料生產商

帝亞吉歐公司違反境外賄賂行為法(FCPA)。該公司逾 6 年來在印度、泰國和韓國不當支付予政府官員為其商業行為之推展進行賄賂。

- (2) 美國證管會發現，總部設在倫敦的帝亞吉歐公司透過其附屬公司支付了超過 27 萬美元的賄款，使其產品"約翰走路"和"溫莎蘇格蘭"威士忌，較其他同業產品獲得豐厚的銷售業績和稅賦優惠。
- (3) 依據美國證管會調查資料顯示，由於帝亞吉歐公司的監管不嚴、缺乏完善的內部控制制度結果，其附屬公司經常以第三方方式，虛增發票以及其他欺騙手段，遮掩實際付款情形。
- (4) 帝亞吉歐公司於 2003 年至 2009 年間，一共支付印度政府主要負責飲料採買與授權之官員超過 1.7 百萬美元之賄款，使該公司獲利增加 11 百萬美元。2004 年至 2008 年年中，帝亞吉歐每月支付約 12,000 美元，總計約 60 萬美元予泰國一位提供政府、政黨諮詢官員。該員為帝亞吉歐於泰國一項牽涉數百萬美元稅收及關稅糾紛，成功遊說泰國政府相關高層作出對帝亞吉歐有利之決定。此外，帝亞吉歐公司支付韓國海關官員 100 萬韓幣(約 86,000 美元)，使韓國政府做出同意退稅予該公司之決定。帝亞吉歐公司並支付這些參與稅務談判官員差旅及其他娛樂費用。同時，帝亞吉歐公司並例行支付韓國政府官員禮物，以維持其酒類產品在韓國銷售。
- (5) 美國證管會表示，帝亞吉歐及其附屬公司未能清楚解釋在帳冊或其他紀錄上所顯示的非法付款項目，試圖以第三方供應商或私人客戶之合理費用等虛假事由或條款模糊適用範圍或分類

記帳錯誤，甚至在某些情況下沒有作成紀錄等方式遮蓋事實。

- (6) 證管會認定帝亞吉歐公司缺乏足夠的內部控制，來檢測和防止不當支付和不當會計準則之運用。美國證管會裁定，帝亞吉歐公司違反 1934 年“證券交易法”的第 13 條(b)(2)(A)和第 13 條(b)(2)(B)。帝亞吉歐公司雖然不承認或否認證管會調查的結果，但同意停止繼續支付非法所得或停止違反規定的商業行為，帝亞吉歐公司需將不當利得 11,306,081 美元返還、支付判決前利息 2,067,739 美元，並罰款 300 萬美元。帝亞吉歐公司必須依據美國證管會調查報告內容，就其違反規定事項進行補救措施，如禁止員工不當行為或會計制度等，以避免再觸犯 FCPA 相關規定。帝亞吉歐公司總計支付 1,600 萬美元以解決美國證管會的指控。

二、 募集詐欺

(一) 案件類型

1. 龐氏騙局

龐氏騙局 (Ponzi Scheme) 是源自一名 1903 年移民到美國的義大利裔查爾斯·龐氏 (Charles Ponzi)，其於 1919 年策劃成立一空殼公司，以詐騙投資人向這個事實上子虛烏有的企業進行投資，其許諾投資者將在 3 個月內得到 40% 的利潤回報，然後龐氏把新投資者的錢作為快速盈利付給最初投資的人，以誘使更多的人上當。由於前期投資的人回報豐厚，龐氏成功地在 7 個月內吸引了 3 萬名投資者，這場騙局持續了 1 年被戳破。龐氏利用層壓式 (金字塔式) 的推銷方式從投資者身上賺得大筆金錢，因此龐氏騙局又被稱為金字塔騙局 (Pyramid Scheme)。

龐氏騙局通常會經歷三個階段：第一階段：以低風險、高報酬的承諾誘使人投入資金；通常在最早期會去誘騙有地位或有行銷能力的人，以利再誘使更多人加入。第二階段：係以新加入者投入的資金來支付已承諾給原有投資人之收益，而非將募得的資金去從事獲取利潤之業務行為，再將利潤分享給應募人，因此給投資人的報表均是不實陳述。第三階段：一旦新投入的資金不足以支付給原有投資人之承諾，騙局就會揭穿。

龐氏騙局著名案例有二：

- (1) 阿爾巴尼亞金字塔騙局：1994 年至 1996 年間，金字塔騙局橫掃東歐阿爾巴尼亞，全國約有三分之二人口參與投資，累積吸金達全國 GDP 的二分之一；直到詐騙首腦宣布停止償還儲金給客戶後，本案騙局曝光。這宗詐騙案在全國各地引發暴力示威，後來在歐洲部隊協助下才恢復秩序。
- (2) 哥倫比亞金字塔式儲蓄公司倒閉案：哥倫比亞 DMG 公司以六個月就能回收 300% 利潤的超高利率，向約 20 萬名投資者吸金；但該公司於 2008 年宣布破產，血本無歸的存戶與警方發生衝突，哥倫比亞總統下達緊急命令，掃蕩讓數百萬哥倫比亞人瘋狂加入的非法吸金投資公司。該案最後有 52 名首腦遭判刑入獄。

2. 主要銀行騙局 (Prime bank schemes)

屬於銀行領域的一種龐氏騙局，其投資計畫係利用複雜的金融工具，或交易包括高等級金融債券、高等級銀行保證、高收益交易、擔保信用狀、折價國庫券、未經許可之基金投資、資產負債表外交易、不可

轉讓付款等商品。主要銀行騙局具有下列共同特徵，包括不合理的高收益保證、極低的或無風險、偽造的金融工具、過程高度保密、聲稱是獨家機會、給予決定投資之時間非常短、商品高度複雜。

3. 外匯交易騙局（FOREX scheme）

另一種發生在銀行體系的龐式騙局類型；其通常強調獨有的交易策略、程式或平台，由在瑞士或其他海外資產管理中心的交易員操作，強調交易員具備特殊經驗，交易具高槓桿高收益、低風險。但這種詐欺類型是實際上並未進行相關交易，所有的文件都是偽造的；或即便有交易，也只是形式，對投資人的報表都是不實表達。

4. 友情騙局（Affinity schemes）

為一種向特定族群推銷的龐式騙局，主要係基於該族群成員間因彼此熟識，或有相同的知識、經驗、財力等背景，而得為之，故通常被稱為友情騙局。

（二）募集詐欺之判斷

1. 證券之定義（What constitutes a“Security?”）

依據美國 1933 年證券法§2(a)(1)對有價證券的定義為：「所稱有價證券，指任何票券、股票、庫藏股、債券、無擔保債券、債權證明、利潤分享同意證書、擔保品信託證書、公司成立前的認股證書、可轉讓股票、投資契約、表決信託證書、有價證券提存證書、未分割之石油、天然氣及其他礦產的權利、任何買入、賣出及其組合之選擇權或對任何證券之優先權、存款單、有價證券的集合指數，以及其上的利益或價值，或於全國性證券交易所有關外國貨幣之賣出、買入及其組合之選擇權或優先權、一般所謂有價證券，以及上述各種證券之利潤分配參加證書、

臨時或中間證書、收據、保證書或認股權。」，1934 年證券交易法§3(a)(10) 與前述定義極為類似，僅少了債權證明，及明文排除未滿 9 個月的票券，雖然兩者規範上有些許差異，但美國聯邦最高法院認為基本上可以將這兩個法案視為相同的定義。

美國 1933 年證券法及 1934 年證券交易法之有價證券定義中，除具體列舉各種有價證券的類型外，並採用「投資契約」(investment contract)、「利潤分享同意證書」(certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement)及「一般所謂有價證券」(any interest or instrument commonly known as a “security”)等概括性條款，可以經由適當補充逐一系列舉的不足，其中又以「投資契約」(investment contract)最廣為用來解釋及判斷一項交易是否為有價證券的規範範圍。投資契約的測試方法最早係由美國證管會提出，其認為一項交易只要符合「投資人注入資金，並期待經由其他人的努力產生利潤」，就符合投資契約的定義。其後美國聯邦最高法院於 1946 年 SEC v. W.J. Howey Co.案，提出投資契約的測試準則，並成為判斷是否為投資契約的主要依據，又稱為 Howey 測試準則(The Howey test)，其判斷要素有四：

- (1) 投資人出資(an investment)。
- (2) 投資對象為一個共同企業(in a common enterprise)。
- (3) 投資人分享報酬－預期產生合理的利潤 (with a reasonable expectation of profits)。
- (4) 報酬之有無完全取決於發起人或管理人的努力(to be derived from the entrepreneurial or managerial efforts of others)。

2. 募集詐欺判斷項目

- (1) 賣方是否真有募集資金之需求、買方期待的報酬是否合理。
- (2) 銷售所使用的文件是募集說明、備忘錄、還是公開說明書。該發行之商品是否有交易市場。
- (3) 投資者對所謂合理報酬的預期是否是來自於廣告。
- (4) 是否有降低被騙風險之機制，如經主管機關核准、或該商品受政府單位監理。

綜上，從過去案例大致可以瞭解騙局特徵，即使現在金融商品和以前不同，但騙局模式卻是類似。投資者要避免龐氏及類似騙局，最簡單也最有效的方法就是保持警惕，提出疑問，並對難以置信的高額投資報酬保持懷疑態度。此外，美國證管會近來也發現許多跨國、跨洲的詐騙行為，不僅投資人難以取得相關投資資訊，執法單位在蒐集及調查該等騙局亦遇困境，為降低投資人損失，應加強金融監理機構國際合作。

三、 對證券商常見之執法案例

(一) 美國證券商之管理架構

美國證券商(Broker-dealer)監理架構係採行政監督與證券商自律雙軌並行制，在聯邦主管機關即為美國證管會，執法依據主要為 1934 年證券交易法及其相關行政法規，證管會一方面透過核發證券商執照以及持續的對證券商進行監督管理，可以達到直接管理之目的。另一方面，則仰賴自律團體(Self Regulatory Organizations，目前主要為 FINRA) 對其會員之監控，同時自律團體也必須接收證管會之監督管理，如此亦能達到間接管理功效。

美國證管會之執法調查與檢查辦公室 (Office of Compliance Inspections and Examinations, OCIE) 掌管全國證券業之檢查及調查任務，涵蓋範圍包括

證券自律機構、證券商、經紀人、結算機構、投資公司及投資顧問等。該部門於首都華盛頓及美國其餘主要城市均設有辦公室，三分之二以上的證券商檢查業務由各地辦公室負責，OCIE 執行檢查任務之目的為加強證券業對於證管法令之遵循、查緝不法以及瞭解受監理單位之發展狀況，其首要目標為立即採取行動導正不當行為以符合法令規範。當 OCIE 發現受檢單位有缺失時，會列明有關缺失並發文要求限期改善，嗣後並持續注意其改善情形；倘若缺失情節嚴重，則將移送執法部門依法處理。

證管會針對證券商有五項基本要求，包含：

1. 維持最低淨資本，以使證券商得以支應流動性風險。
2. 將客戶款券和自營商之款券分開保管，以確保客戶之資產安全，並確保於證券商破產時，該資產仍為客戶所有。而當證券商出現財務困難時，證管會首要任務即為儘速移走客戶款券，並執行保全程序。
3. 確實執行融資客戶與放空之客戶保證金要求，以確保證券商之其他客戶不受違約戶之影響。
4. 保留所有記錄，提供交易與執行之全貌。
5. 成為證券投資人保護協會(SIPC)之會員。SIPC 確保證券商之帳戶安全性，提供每位客戶限額 500,000 美元之保險，惟其中現金保證不超過 100,000 美元。

(二) OCIE對證券商之檢查作業

1. 選擇受查對象及項目

由於受美國證管會管轄的證券業者數量龐大，因此 OCIE 通常將檢查及偵知高風險的機構及事件列為優先檢查對象；在選擇可能發生風險之受查單位前，會先蒐集同產業之若干家公司，評估該等公司可能產生

之風險及分析可能違法態樣，俾於瞭解該產業之共通性及可能風險。當察覺該產業可能面臨風險，OCIE 會派遣調查小組進行檢查，通常先抽樣調查規模小的公司，如果評估後認風險程度較為嚴重，則擴大受檢範圍。

OCIE 可能僅針對某項交易或流程進行檢查，也可能對單一公司由上到下之調查，以瞭解受查公司之收入來源、風險管理制度及法令遵循情形。另對於新公司、高獲利企業及被視為高風險之公司，另就管理制度、營業活動等項目作全面性深入調查，以偵測風險及不法情事。OCIE 亦會針對時下重要議題或是潛在風險項目進行查核，例如：2008 年爆發馬多夫詐欺案後，OCIE 在 2009 年將利益衝突、異常報酬等項目列為檢查重點。

2. 預備檢查作業 (Pre-exam Preparation)

OCIE 調查小組實地檢查前，會先進行若干準備作業，包括對受查單位、分支機構及關係人進行深入研究和調查，以利在實地檢查之前，更瞭解公司的業務並充分利用現場資源。

3. 實地檢查

OCIE 調查小組會視情形以預先通知或突擊檢查方式進行實地檢查，但即使採預先通知受查單位方式檢查，亦不告知預計檢查項目，以免相關資料遭竄改或毀壞，而未能達檢查之效果。調查小組在抵達受查單位處所後，首先召開會議，除了向受查單位說明檢查程序以及要求提供相關資料外，更重要的是藉以更瞭解受查單位的業務，包括其內控制度及法令遵循情形，藉以調整檢查重點。在會議後，開始覆核受查單位所提供書面及電子資料，資料數量以能達到檢查效果且不造成受查單位

之困擾為原則。由於目前許多資料均已電子化，OCIE 調查小組通常會準備另一台電腦重新驗證及執行電子資訊，以期更有效率地發現內部控制缺失。然而檢查書面資訊仍是無法被取代的，因為檢查書面文件較檢查電子化文件更易發現未能發現的問題，如未經適當授權之交易等。OCIE 調查小組在檢查過程中也會與受查單位進行會談，可能是請受查單位補充資料，或是由受查單位解釋所發現的事項。

4. 終場會議 (Exit Conference)

OCIE 調查小組在結束實地檢查前，會與受查單位召開一次終場會議。終場會議一般是在檢查工作結束時會與被查單位交換意見及表達觀點，OCIE 調查小組透過該會議向受查單位說明所發現的瑕疵 (deficiencies)，受查單位則會在該會議積極辯護與解釋。

5. 完成檢查報告及追蹤檢查結果

由於調查小組間對於檢查過程或結論可能有意見分歧的情形，因此可以徵詢其他檢查員或法律、會計專家等意見，以確保對於類似檢查案件的意見一致性。檢查工作通常在實地檢查後 90 日內完成，其結果可能是通知受查單位未發現有瑕疵；亦可能是寄發瑕疵通知書 (deficiency letter)，告知所發現的法令遵循瑕疵或是內部控制之不足，並要求受查者回覆欲採取之改善措施。此外，亦可能視所發現問題的重要性移送執法部門 (Division of Enforcement) 或是通知自律組織 (SROs) 處理，作為進一步調查或是未來修改證券法規之參考。

依據 OCIE 的經驗，大部分的檢查案件都會發現瑕疵而寄發瑕疵通知書。而受查者通常在 30 天內作出回應，如果受查者同意採取適當的改善措施，則檢查工作到此告一段落，OCIE 會在下一次實地檢查瞭解

實際的改善狀況。

(三) 證券商不法之案例類型

1. 鍋爐室 (Boiler Room)

(1) 定義

證券商營業員並非基於客戶最大利益，而係為其個人銷售佣金或公司獲利，向沒有經驗的投資人推薦無價值或流動性不佳股票，並吹噓其獲利前景，以收取會費及相關手續費，俟投資人一段期間後發現投資項目無獲利進帳，方才知其買進股票無實質價值。

(2) 操作方式

該類證券營業員通常以高壓銷售手法推薦「每日選股(stock of the day)」，但所推薦的股票通常是冷門股且交易清淡，同時該股票之發行公司亦幾乎沒有公開資訊，故投資人無法求證相關資訊。

營業員向投資人推銷前開股票時常做詐欺及虛假陳述，如對該股票發行公司之業務、營運情形、產品及財務狀況編造謊言，或對投資人宣稱擁有該公司內線消息，或對投資人承諾投資該股票一定在短期內獲利，但必須現在就買。為確保客戶信任而繼續投資買賣，通常會將期初的保證之獲利轉給客戶以獲得信任。

(3) 調查程序

A. 先取得證券商有關該股票所有交易紀錄及資料。

B. 訪談受害投資人，包含瞭解營業員如何說服投資人投資股票、作何種承諾或表述、投資人與營業員間的對談是否有做成書面紀錄或錄音紀錄，並請投資人提供帳戶交易資訊、通訊信件等

紀錄。

C.取得營業員勸說投資人買進股票的任何證據，包括營業員的推銷腳本、證券商內部訓練手冊、營業員的個人筆記以及推銷電話錄音紀錄等。

D.如營業員於推銷遊說中提及該股票發行公司相關事項，則需對該發行公司進行調查，包括該公司之財務、業務狀況及產品銷售、合約等事項，以確認營業員之陳述是否虛偽不實。

2. 未授權交易（Unauthorized Transactions）

(1) 定義

指證券商利用投資人帳戶，進行未經投資人授權之交易所犯下的詐欺行為。通常係因證券商對營業員施加銷售壓力，使營業員不計任何代價鋌而走險。

(2) 操作手法

證券商營業員對其客戶擁有足夠的個人資料(如姓名、住址、稅務資料、身分證號碼等)後，盜開投資帳戶，在未獲投資人同意及不知情之狀況下，利用投資人帳戶進行交易。

(3) 調查程序

當有投資人申訴或證券商有大量取消交易時，執法單位會進一步瞭解是否有投資人發現其在證券商處之存款未經同意而遭用來支付交割款項，或投資人不同意其存款用來支付交割時，證券商及營業員逼迫及恐嚇投資人「如不付款，其信用會毀於一旦」，或為使投資人承認交易，證券商或營業員甚至會對投資人做進一步虛偽之承諾，如對投資人謊報股票發行公司或市場之相關資訊、對投資

人承諾或保證一定賺錢、對投資人承諾下一檔股票會補償投資人等。如有以上情事發生，美國證管會會取得該證券商所有相關交易紀錄及資料，包括投資人委託書、成交確認紀錄及帳戶對帳單，並取得投資人所有書寫之文件，尤其是投資人申訴書，接著訪談投資人，而訪談關鍵是調查人員需判斷是否相信投資人之陳述，最後檢查證券商及訪談從業人員。

3. 炒單 (Churning)

(1) 定義

指證券商營業員為獲取交易佣金或績效，於投資人帳戶進行過度或不必要之交易，證券商如蓄意從事炒單，將被認定係一種詐欺之行為。炒單通常發生於證券商在管理投資人帳戶並進行交易時，完全罔顧投資人利益及投資目的，只顧增加交易佣金收入。

(2) 操作手法

證券商掌控投資人帳戶，掌控方式一般可分為直接掌控與間接掌控。所謂直接掌控係客戶以書面文件授權經紀商代為進行有價證券交易，故經紀商交易之前無需知會客戶，又稱概括授權帳戶

(discretionary account)。間接掌控則指投資人本身投資行為能力不佳，依賴經紀商推薦投資標的，致經紀商利用與投資人彼此間信賴關係，而有過度交易之情況。

(3) 調查程序

偵測是否有過度頻繁交易，其特徵係在短期內頻繁買賣股票，周轉率及損益兩平比率可作為評定工具。

A. 周轉率：

係以每年投資人於該證券商買進交易之總金額，除以其帳戶內資產之比率。假設投資人帳戶內有 \$ 20,000 元，一年內於該證券商買進交易金額總計為 \$ 100,000 元，周轉率即為 5。

依據美國法庭判例，當周轉率超過 4 時，便可確定推斷為過度頻繁交易。

B. 損益兩平比率：

係每年投資人於未虧損下，開始獲利時所需付出費用之比率。假設投資人帳戶內有 \$ 20,000 元，於一年所付給證券商之佣金及帳戶費用為 \$ 5,000 元，則損益兩平比率即為 25%，故投資人必須先賺取 25% 才能達到損益兩平。

依據美國法庭判例，損益平衡點達到 20% 即推定有交易頻繁之情事。

對於炒單案例調查程序，必須先確定投資人帳戶是否被證券商所掌控，例如投資人是否授權證券商在其帳戶中任意交易，及是否有可確認實質掌控之要件。接著必須決定投資人之投資目的及風險容忍度，以瞭解投資人係保守型、投機型、或冒險型，並取得投資人委託書、成交確認紀錄、對帳單、佣金資料等交易紀錄，用以計算比率及費用。

4. 過度價差利潤 (Excessive Mark-up)

(1) 定義

指證券商銷售給投資人之股票價格與主要市場價格有過度價差；但證券商承作仲介股票銷售時，如於銷售確認書中載明佣金，可減少濫收之情事。惟證券商係自營商或為證券賣方(從其自有帳戶中賣出或其自有資產中賣出)，則可能不揭露交易之價差資訊。

如證券商持有某股票 \$ 10 元，但銷售給投資人之價格為 \$ 13 元，則價差為 30%。

美國證管會及 FINRA 規定此類價差應公平合理。當銷售給投資人之價格與主要市場價格價差達 10% 以上時，即符合價差過度之認定。若價差為 5% 以下時，需視股票之類型以判斷是否為過度價差交易。當證券商銷售給投資人之股票價格與主要市場價格相較不合理時，便為詐欺行為。

(2) 調查程序

調查是否有過度價差利潤之程序極具挑戰性，因需重建某一特定時段之股票市場行情，如果銷售之證券商非該股票造市者，計算方式較為簡單，只要以自營商於同一期間之成本計算價差即可。如證券商為該股票造市者，尚需重建當時市場狀況，以判定當時市場為獨立、熱絡市場，或係被支配且控制之市場。

執行調查所需取得之紀錄，包含印有時間戳記之投資人委託書、交易確認書，與證券商持有部位紀錄、證券商自資產中股票交易紀錄、股票買進及賣出記事簿，以及任何證券商計算價差之證據(如自營商間之報價紀錄)等。

(四) 證券商之責任範圍

若證券商或其管理階層不能對違法之銷售員進行監督管理，則聯邦證券交易法得對之加以處罰，以免公司及其管理階層以其並未直接參與該行為為由，將責任推給營業員。

然此並非證券商絕對應負之責任，倘有一可期待能有效稽查違法情事之作業程序存在，則在該作業程序下，監督者適度授權，且其相信該程序必將

遵行時，將不認定係疏於監督而豁免其責。

（五）案例

W.J. Nolan & Co.是紐約一間歷史悠久的債券公司，而 90 年代末的證券市場是活絡且交易規模龐大的，於是該公司決定跨足股票界，而其犯下的最大錯誤是在不知情之情況下，聘用二名聲不佳的員工 Perryman 及 Flashmaker，這二人負責經營二家分支機構，旗下銷售員推薦五檔交易量少、獲利低之股票，並雇用她們的姊夫從事交易行為。前開不法情事係由該證券商助理員所舉發，因其被要求從事推銷，但其認為銷售之商品有所不妥，於是予以揭發。

檢查官員派駐該二間分支機構發現相關問題，如未經授權交易、未登錄之人員進行交易、不實陳述發行及股票資訊、炒單等，調查人員甚至發現所涉炒單之交易周轉率高達卅二倍。最後九名營業員除需繳回所賺取之佣金外，每人並課以民事罰金 110,000 美元。此外，公司因未盡法律要求之監督義務，除需回繳獲利外並須負擔民事罰金，且負責人禁止執行業務六個月，最後公司亦因此結束營業。

四、 內線交易之調查與案例

（一）內線交易法源

美國 1934 年制定證券交易法，1942 年證管會依據該法 Section 10 (b) 頒訂 Rule10b-5，規定任何人買賣上市或非上市有價證券，不得直接或間接以任何方法、手段或技巧從事詐欺行為、對重要事實作不實陳述，或省略某些重要事實陳述，以致產生引人誤導之效果及從事任何行為、業務、商業活動，而對他人產生誤導或詐欺，使他人誤信而買入或賣出證券之交易行為。

前述規定主要係為彌補 1933 年證券法 Section 17(a)有關防止證券交易詐欺行為規定的不足，而非針對內線交易訂定，直至 1961 年以後法院在內線交易案例引用上述條款，形成將 Section 10(b)及 Rule 10b-5 作為違反內線交易主要依據。

此外，證管會依據 1934 年證券交易法 Section 14(e) 頒布 Rule 14e-3，禁止任何人由公司內部人或職員處知悉收購或併購已進行主要程序之未公開訊息前，從事買進或賣出之證券交易行為。

(二) 近年內線交易執法情形

2009 年至 2012 年內線交易案件總計 168 件，涉案人數達 400 人，不法獲利或規避損失之金額逾 600 百萬美元。此外，內線交易涉及跨國之國際查核案件逐年增加，因此國際合作與相關規範也日趨重要。

(三) 內線交易案源

1. 檢舉：匿名電話及個別股東、不滿的員工、競爭對手等對發行公司內線交易的舉發。
2. 市場監視：自律組織或證管會主動監控市場交易資料以確認是否有案件需要進一步調查。
3. 刑事偵查：美國地檢署對內線交易之調查。

(四) 啟動內線交易查核之參考因素

1. 內線交易通常會增加該發行公司股票或選擇權的成交量。
2. 自律組織市場監視部門利用電腦系統偵測異常交易情形。
3. 經由媒體報導、檢舉資料、交易情形之檢視及上市申請案件、證券商等了解是否有重大消息。

（五）近年不法查核革新-成立市場舞弊查核小組（Market Abuse Unit）

美國證管會 2010 年於執法部門成立市場舞弊查核小組，共有 8 個辦事處，58 個成員，專責市場大規模且有組織之內線交易及操縱等不法交易查核，同時也與國際監理機關合作，共同打擊跨國不法交易案件。近年查核較著名的不法交易案件包括西班牙桑坦德銀行分析師涉嫌內線交易案及中海油千億併購加拿大能源公司內線交易等。

（六）FINRA 之內線交易監視查核

1. FINRA 簡介

2007年7月30日，美國證券商協會（NASD）與紐約證券交易所監理公司對會員證券商的管理、執行及仲裁部門合併（NYSE Regulation Inc，紐約證券交易所集團百分之百控股之非營利公司），成立單一也是規模最大的的自律監理機構—FINRA。

FINRA成立的背景係因NASDAQ 和紐約證券交易所（NYSE）陸續從會員制轉為營利性的公司組織後，證交所作為自律機構的監督職能與其追逐自身和股東利益最大化之目標存在著利益衝突，公眾懷疑在商業利益之壓力下，自律機構是否願意，並能有效管理行業成員，亦即自律管理是否能充分保護公眾利益。另一方面，NASD監理美國超過5100家證券公司，其中包括約200家紐約證券交易所會員，由於兩家機構都有自己的監理規則，甚至彼此相互衝突，對同屬於這些自律監理機構的會員來說，面臨雙重規則適用，雙重檢查及雙重費用的支出，為減少對證券商重複監理，自律機構有必要進行整合，以降低監理的成本，並提高監理效率。

2. 近年內線交易監視查核概況

2009年10月成立專責調查詐欺和市場情報辦公室（Office of Fraud Detection and Market Intelligence, OFDMI），負責美國所有市場（NASDAQ, NYSE, NYSE Amex, OTC/OTCBB, Pink Sheets³, Corporate Debt）詐欺行為之偵測與調查，包括內線交易、股價操縱和龐氏騙局等。OFDMI的任務在確保將FINRA所收到有關詐欺行為的指控，儘速調查並提交給證管會及其他聯邦政府監理機構作進一步調查。

FINRA擁有一個龐大的數據庫和一套電子偵測系統Sonar（the Securities Observation News Analysis and Regulation），當系統偵測到有價證券之價、量異常波動或交易情形可能發生內線及詐欺交易時，系統即有警示標註，以供查核人員檢視是否應進一步分析。另包含證管會、各證券交易所受理申訴案件轉介、客戶直接投訴等皆為FINRA啟動調查之因素。

OFDMI下設有內線交易監視組（The Insider Trading Surveillance unit），目前共有6個小組，計有6個小組負責人及30名分析師負責內線交易之查核。2008年至2011年啟動內線交易查核與證管會轉介件數如下：

<u>年度</u>	<u>內線交易調查件數</u>	<u>證管會 轉介件數</u>
2008	240	189
2009	358	221
2010	427	259
2011	437	310

³ Pink Sheets: 「粉紅單市場是美國櫃檯交易(OTC)的初級報價形式，廣義的美國 OTC 市場包括 NASDAQ、OTCBB 和粉紅單市場，按其上市報價要求高低依次為：NASDAQ→OTCBB→粉紅單。粉紅單市場既不是在證管會註冊的股票交易所，也不是 NASDAQ 系統的 OTC，而是隸屬於一家獨立的私人機構 (Pinksheets LLC)，有自己獨立的自動報價系統—OTCQX。粉紅單市場的功能就是為那些選擇不在交易所或 NASDAQ 掛牌上市、或者不滿足掛牌上市條件的股票提供交易流通的報價服務。在粉紅單市場報價的是那些“未上市證券(Unlisted securities)”」（摘自 MBA Library 網站）。

(七) 內線交易調查程序

1. 分析交易紀錄。
2. 時間序表列。
3. 約談。
4. 分析帳戶月結單。
5. 調閱電話通聯紀錄。
6. 繪製內部人與交易人之關聯圖。
7. 取得證詞。
8. 資金流向。
9. 搜尋已建檔資料庫、建立姓名或更新相關資料（如電話號碼）之資料庫。
10. 與其他單位合作。

(八) 內線交易分析項目

1. 比對時間序列與交易紀錄。
2. 分析交易資料之市場比重。
3. 分析交易紀錄。
4. 列出可疑的交易。
5. 列出須清查之電話通聯紀錄。
6. 分析電話通聯紀錄。
7. 建立及使用人名資料庫。

8. 證明優先性以進行緊急行政救濟。
9. 與律師互動並協助（建議、與證人合作、簽發傳票）。
10. 測試證人的可信度。
11. 與潛在證人接觸。

（九）案例

本案被喻為美國史上涉案範圍最廣、最多樣性以及最具預謀性的內線交易集團犯罪案件。主謀 Eugene Plotkin 和 David Pajcin 分別於犯案時及之前曾任職知名投資銀行 Goldman Sachs，2006 年被證管會告發時只有 26 歲及 29 歲，整個犯罪集團超過 15 人，成員橫跨歐美，從 2004 年開始至少利用 25 家上市公司之未公開重大消息買賣股票或選擇權獲利，不法所得合計超過 670 萬美元。

本案之所以發現係因一名遠在中歐克羅尼希亞的 63 歲退休女裁縫 Anticevic 的私人帳戶出現異常交易行為，該帳戶在著名體育用品廠商 Adidas 收購競爭對手 Reebok 消息公開之前兩日，買入以 Reebok 股票為標的的「價外買權」(out of the money call options) 共計 1,997 單位。2005 年 8 月 3 日，收購事宜公開，Reebok 股票上揚 30%，她將所購買期權全數拋售，三日內一買一賣，這位名不見經傳的裁縫，在千里之外的美國證券市場賺進 200 萬美元，美國證管會懷疑其獲取併購交易之內線消息，並繼而展開調查。本案主要可歸納為兩項計畫，詳述如下：

1. Merrill Lynch Scheme

Plotkin 和 Pajcin 於 2002 年認識還在讀大學的 Shpigelman，並協助其參加華爾街金融機構面試，Shpigelman 順利在 2002 年至 2003 年進入 Merrill Lynch 擔任暑期工讀生，2004 年 7 月畢業後正式成為 Merrill Lynch

的企業併購分析師。2004年底Plotkin、Pajcin與Shpigelman相約在紐約曼哈頓的一個俄式SPA店碰面，Plotkin、Pajcin成功說服Shpigelman負責蒐集及提供由Merrill Lynch擔任財務顧問之併購案消息，並允諾給予所獲利益之一定比例作為報酬。從2004年底至2005年夏天，Shpigelman總共向Plotkin和Pajcin透露包含Adidas收購Reebok在內的6起客戶之間的併購交易內線消息，其中一部分係其直接參與，其餘則是向同事打聽而來。

2. Business Week Scheme

Business Week（商業週刊）每期固定均由專欄作家Gene Marcial撰寫Inside Wall Street（華爾街內幕）專欄，若為該專欄所看好的上市公司，其股價通常會在刊出後有正面反應。出版商對於該雜誌，特別是Inside Wall Street專欄，設立許多保密及控管措施，包括：1.只有作者與專屬編輯有權限及密碼加以修改；2.專欄所使用的股票價量圖在出刊前都不會標示公司名稱；3.員工必須每年就上開保密措施簽署確認書；4.在全美僅與四家印刷廠合作。

Plotkin和Pajcin先在網路上刊登徵才廣告，前後覓得Shuster及Renteria兩名男子，以應聘進入Quad/Graphics, Inc.（Business Week專屬4家印刷廠之一）擔任堆高機工人，並由渠等在出刊前伺機竊取雜誌專欄內容。Shuster及Renteria前後至少提供Inside Wall Street專欄所提及之20家公司。

Plotkin和Pajcin從前述Merrill Lynch Scheme及Business Week Scheme獲知重大非公開消息，起初Pajcin係以自己的帳戶進行內線交易，為了避免引起監理機構注意，2005年6月起，停止使用自己帳戶，轉而以遠在克羅尼希亞的姨媽Anticevic，和一位紐約夜總會脫衣舞女

Vujovic的名義開設帳戶下單交易。同時，Plotkin 和Pajcin將有關資訊透露給在歐洲及美國的親朋好友，包含一位德國友人，其亦如法炮製再將訊息傳遞給自己在德國的朋友。據美國證管會統計Plotkin、Pajcin和八名獲得資訊的親友，利用美國及國外多個金融帳戶交易，從上述Merrill Lynch Scheme及Business Week Scheme從事內線交易至少各獲利640萬美元及34萬美元的非法利益。

五、 股價操縱案件之調查與案例

（一）股價操縱之定義

有價證券成交價格，應在公開、透明及公平原則下，由市場供需決定。任何投資者皆不能為一己之利影響或操縱有價證券價格。美國證管會認為，操縱行為包括沖洗買賣、相對委託、其他虛偽(fictitious)交易等，乃故意干擾市場之正常供需，其可非難性在於對市場之詐欺行為，而非有人遭受損害，故不以投資人遭受金錢損害為其構成要件。

（二）美國操縱股價之規定

美國 1934 年證券交易法 Section9(a)明文禁止操縱股價行為，並就沖洗買賣、相對委託、連續交易、散布流言等操縱模式詳細規範：

1. Section 9(a)(1)

本條項規定之行為態樣包括①沖洗買賣(wash sales)—不改變實質所有權；及②相對委託(matched orders)—買賣雙方委託之時間、價量大致(substantially)相同。就本條項之規定而言，行為人需具有操縱之動機和意圖存在。

2. Section 9(a)(2)

本條項之構成要件包括：一系列交易(a series of transactions)、達到操縱效果(manipulative effect)及具有操縱意圖(manipulative purpose)。

- (1) 「一系列交易」之要件：有法院認為此構成要件需證明有「計劃」(scheme)之存在，亦有法院認為委託或買賣均符合「交易」之定義，另有判例顯示三次即構成「一系列」之定義。
- (2) 「達到操縱效果」之要件：曾有司法判例顯示若該交易創造實際或活絡表象，或該交易抬高或壓低股價，則構成本要件。
- (3) 「具有操縱意圖」之要件：交易之目的係誘使(inducing)他人買賣股票。

3. Section 9(a)(3)及(a)(5)

係規定禁止因意圖影響市場價格而散布資訊之行為。

4. 第三市場交易(Third Market Trade)

Section 9係適用於上市股票，故Section 9禁止執行部分交易於全國性交易所(national securities exchange)，又部分於店頭市場之委託買賣。

美國證券交易法Section 15 (c)禁止證券商參與操縱市場與證券詐欺，另Section 13 (e)、Rule 10b-18則就發行公司買回自己股份之行為予以規範。此外，1933年證券法Section 17(A)之規定適用於證券募集發行與買賣時 (offer and sale of the securities) 所為之操縱行為。

(三) 股價操縱行為常見態樣

股價操縱行為一般可歸納為兩類：「拉高倒貨」(Pump and Dump)及「傳統典型之操縱行為」，某些案例有可能會同時符合兩種類型。

1. 拉高倒貨(Pump and Dump)

操縱者藉錯誤或誤導之資訊使投資人買進該股票，待股價上漲至市場相對高點時，再拋售手中持股。其操作手法可能配合下列不同發行面之包裝技巧：

(1) 借殼上市 (shell game)

與體質較差、股本較小且成交量較少之上市公司進行合併，並以上市公司為存續公司繼續掛牌上市，透過股權交換取得存續公司股份，同時在市場大力推介，釋放利多消息（例如：引進新團隊、導入新資金、存續公司或媒體配合發布新產品消息、取得重要授權、預期營收成長等），且於合併訊息發布前大量取得未上市之消滅公司股份或買進存續公司股票，訊息發布後大股東配合鎖住籌碼或配合訊息之發布持續買進並拉抬股價及創造交易量，當股價達到市場高價位時，即賣出持股獲利。

(2) 初次上市操縱

在首次公開發行（IPO）前成為大股東。IPO 之承銷商通常與發起人有關，並在公司股票缺乏合理需求與委託量之情形下，作為該股票之主要造市者，在市場上拉抬股價。此外，發行人藉由廣告等方式宣傳公司股票，進而拉抬價格。最後在發行人（操縱者）賣出持股的同時，該公司股票價格亦隨之下跌。

2. 傳統典型之操縱行為

傳統慣用的股價操縱方式大多係藉不實資訊誤導投資人，或製造交易活絡之表象，以誘使大眾買進該股票，其操作手法包括沖洗買賣、相對委託、製造虛假交易（以上為製造交易活絡假象）、拉抬股價、影響收盤價等，以誘使其他投資人買進，或以軋空方式迫使放空者回補推升

股價上漲、公司大股東配合鎖住籌碼，造成供需不平衡，致股價上漲等。

（四）操縱股價手法之轉變

以往股價操縱案件通常經由股價大幅變動查核發現，惟美國證管會近年在相關案件查核過程發現，股價變動幅度有愈來愈不明顯的現象，執法單位偵測系統較難及早發現不法情事。另由於科技的發達與網路的充份運用，任何人皆可隱匿身分透過 BBS、網路論壇、部落格、社群網站及電子郵件等方式，發表意見或傳播資訊，因此利用網路從事證券詐欺行為有日益增多趨勢，執法單位查核不法交易案件也面臨許多障礙與考驗。

（五）股價操縱行為之調查

就美國市場而言，常用以證明操縱行為之指標有：1. 異常價量變化；2. 交易時點異常，影響收盤價或尾盤作價；3. 在兩家證券商對作交易；4. 操控行為後股價上漲或下跌；5. 委託買賣數量相近；6. 證券商受託集中度高；7. 交易數量及金額異常或與個人財產不成比例。

美國證管會對於市場操縱行為證明及證據蒐集包括：

1. 市場操縱行為之證明：個股價量與市場變動情形之比較、公司發布之相關訊息或市場對該股票之相關分析評論、影響股價情形等。下單相關文件、營業員/客戶帳戶紀錄。
2. 關聯戶群組之證明：資金往來情形、錄音帶或通聯紀錄、商業往來情形、相似的交易行為、相同的證券商、開戶紀錄或營業員掌握之其他資訊、約談營業員或客戶。

（六）案例

First Resource Group LLC 和其負責人 David H. Stem 涉嫌從 2008 年 12 月至 2010 年 5 月，以詐欺手法吹捧二家幾乎沒有成交量的微市值公司

(Microcap Company) 及操縱其股價。

First Resource 先和 Trinity Care Senior Living, Inc. 及 Cytta Corporation. 二家公司創辦人簽訂合約，由 First Resource 負責招攬投資人購買該二家公司股票，並收取 150,000 股 Trinity Care 股票及 200,000 股 Cytta 股票作為其報酬。

Stem 則在 First Resource 位於佛羅里達的辦公室僱用和培訓一批電話推銷員，並提供招攬之腳本及證券經紀商代表之資料，以向潛在的投資人推薦該二檔股票，電話推銷員如成功推薦投資人買入股票，可獲取底薪 6% 的佣金。Stem 提供給電話推銷員之資料及給投資者的研究報告宣稱 Cytta 股價將在 6 至 12 個月內達 5 至 7 美元(當時每股在 0.41 至 1.95 美元間)，Trinity Care 五年內稅前淨利將超過 4 億美元，每股股價可達 40 美元(該公司 2008 年淨損 7 萬美元)。

此外，Stem 也在市場上操縱該二家公司股價，以高於市場價格少量買入該二家公司股票，以抬高其股價並製造交易之假象，引誘其他投資人跟進買入後，再於市場以高價賣出 First Resource 所持有該二家公司股票，共獲取約 169 萬美元利益，並將該利益從 First Resource 經紀帳戶轉至 Stem 個人所有之帳戶。

六、 高頻交易的工具、操作策略與對市場質量的影響

(一)、高頻交易 (High Frequency Trading, HFT) 的定義

一般而言，高頻交易需符合下列幾項要件：

1. 專業交易商⁴。

⁴ 高頻交易之參與者包括證券商、造市者、私募基金、避險基金、電腦資訊服務商等，本文概稱高頻交易商。

2. 具專業能力。
3. 自動化交易策略。
4. 每日多筆交易(如每日數百萬筆交易)。
5. 一秒鐘一筆交易=一天 23,400 筆交易。

(二) 高頻交易的特徵

1. 交易以高速演算法計算並預先安排下單時程。
2. 以小量多筆且未建立避險部位方式交易，快速買進後又賣出。
3. 平均持有部位時間大多僅有數秒或數分鐘。
4. 不持有大量或未避險之隔夜部位。
5. 單一執行高頻交易商可以在瞬間、同時在多個交易場所大量下單或取消委託。
6. 輸入大量委託單後不久即取消委託。

(三) 高頻交易的獲利

1. **HFT** 每筆交易賺取極少獲利(如僅每筆交易僅賺取 0.5 分的獲利)，但經由大量買賣方式，累積可觀的獲利。
2. 例如：平均每筆委託買賣 300 股 x 每股 0.5 分的獲利 x 每交易日 500,000 次買進又賣出=每年獲利 1.89 億元。
3. 每筆交易成本極低(包括較低的結算費用)是高頻交易的先決條件。
4. 技術的進步、市場結構的改變，以及降低交易成本是促進高頻交易成長的因素。

(四) 高頻交易的工具

1. 速度

- (1) 「速度」是大多數高頻交易策略的本質，能促使高頻交易商執行大量、每筆小額獲利的交易，及避免無獲利的大量成交情形。
- (2) 即使高頻交易商的演算系統已辨識獲利空間所在，但往往只有速度最快者得以交易，其他高頻交易商幾乎沒有機會進行交易。
- (3) 「速度」是相對（並非絕對）的關鍵因素，如果其他高頻交易商以 3 毫秒為辨識交易空間的速度，那麼以 2 毫秒為辨識速度較佳，惟如其他交易商技術程度進步到以 1 毫秒為辨識速度，則 2 毫秒辨識速度則為差。

2. 數據資料

- (1) 高頻交易商展開技術上的競爭。
- (2) 成功的高頻交易需有能夠處理分析大量數據資料的軟體和硬體，並絕對減少辨識能力的遲延。
- (3) 龐大的資料來源
 - A. 市場價格深度(depth-of-book)資料，不含所有交易及最佳報價。
 - B. "特別"交易場所數據資料(如允許其他交易商追蹤個別委託單部位)。
 - C. 設備-可擷取新聞資料(完全自動化評估新聞價值以及交易決策)。

(五) 用戶設備代管 (Co-Location⁵)

⁵所謂 Co-Location 係指將客戶專屬獨立的 Internet 網站搬至 ISP (Internet Service Provider)的機房，

1. 高頻交易商應將專供交易的伺服器架設在接近交易所撮合引擎的附近，以免因遠距影響下單的速度。
2. 針對個別交易所設立單一設備負責資料接收與下單作業（伺服器沒有多餘的 hop 或資料來源來自 co-location 以外的地點）
3. 前二項交易設備架設方式，主要是因為高頻交易最重要的就是速度的競爭，co-location 可以將執行交易相關時程（自交易系統接收資料、分析資料、下單決定、傳輸委託單至交易系統等）的速度最小化。

（六）高頻交易的操作策略

高頻交易操作策略並無既定的模式，而是依循電腦技術的提高、數學家的演算等不斷演進改變，即使有一具體的交易策略，其運行時間亦很短（不超過六個月），且在該交易策略尚未操作至完全無獲利空間前，該操作模型就會被執行更新或拋棄不用。

交易策略可分類為：

1. 流動性的創造或利用。
2. 與市場方向作同向或反向的交易策略。

高頻交易並非市場上的一個龐然大物的交易，眾多的高頻交易商都只能視為單一個體，因為每一家高頻交易商都有自己的演算模型與操作策略，因此可以廣泛地在市場偵測各種不效率性，繼而依各自的操作策略執行交易。

（七）高頻交易操作策略的型態

透過該 ISP 所提供的區域網路與 Internet 連線，在短時間內即可快速上線，可省卻固網專線建置時程的限制、斷線的風險，以及自行準備專屬機房(機架、空調、UPS 不斷電系統、網路架設等)的困擾。

1. 造市策略

- (1) 被動式創造流動性的策略：以限價方式掛單委託買進或賣出，以衝擊改變其它市場投資人對股價的預期，創造市場流動量。
- (2) 無既定操作方向的策略：獲利主要來自於買價或賣價的價差交易，在買進、賣出的交易過程中，不但創造市場流動性，也因為流動性的增加而使買進、賣出的操作得以順利進行。

高頻交易商的角色為市場流動性利用者時，必須支付交易相關費用（如每股 0.003 元），如為市場流動性創造者時，可以獲得退費（如每股 0.0028 元），因此在每股獲利 0.0002 元時，達到損益平衡點。

2. 套利策略

- (1) 無既定的操作方向：在不同交易商品間進行套利交易（同時買進價格低估的商品、賣出價格高估的商品）。
- (2) 經常性蒐尋具流動性的單邊交易（買或賣）。
- (3) “True”arbitrage -在二種具固定關係的商品間進行一買一賣的交易策略。

A. 相同的商品持有不同的部位。

B. 運用不同的商品具有衍生性商品的關係（如 ETF 指數與其所含括的股票）進行套利交易。

- (4) “Statistical”arbitrage –二種不同價格商品，依據過去歷史經驗顯示彼此間具有相互關聯性，並進行套利。

3. 方向性策略

「獲利」係依據成功預測價格未來變動的方向，即使在非常短的時間（如數秒內）預測方向正確，即有獲利空間。

在股價波動幅度不大的情形下，即使出現微小的價差，亦快速地與現行交易方向反向操作獲利。

在股價波動幅度較大的情形下，採動量交易策略

(1) 預先掛單-基於檢測結果，正確判斷價格將發生較大的變動，而在該預測的價格委託買進或賣出。

(2) “Shoving”-大量積極的下單，使價格朝向預期方向變動，並在一路推擠價格時，又進行反向操作。

(八) 操縱股價行為

1. 虛掛委託：在市場單邊大量下單誘使市場投資大眾跟進掛單，而在該單邊委託量自市場其他投資人釋出後，高頻交易商即取消原來的委託，而改相對方向的委託、成交（如虛掛賣單，惟實際上高頻交易商係要執行買進的交易，俟市場其他投資人跟進委託賣出後，就迅速取消原來的賣單，而改買進委託，順利成交買進）。
2. 虛假報價：相較於其他投資人，高頻交易商具有較強的資料分析能力，並以大量的委託單取得交易優勢。
3. 引發動量：快速下單意圖誘導其他投資人進行交易，以激發或加快價格的變動（如觸發停損）。
4. 法規面臨的挑戰：當沒有直接證據顯示，高頻交易意圖操縱股價時，則必需仰賴間接證據證明其交易行為涉及操縱股價。

(九) 高頻交易的贊成與反對

1. 贊成高頻交易理由：

- (1) 高頻交易可提高市場流動量，減少價差。
- (2) 高頻交易可協助價格發現。
- (3) 高頻交易可使交易成本降低。
- (4) 高頻交易是造市功能的再提升。
- (5) 目前尚未有任何研究顯示高頻交易對市場有損害。

2. 反對高頻交易理由：

- (1) 高頻交易的支配地位可能對市場造成負面影響。
- (2) 高頻交易可能衝擊市場價格波動幅度，導致投資人損失。
- (3) 高頻交易因交易頻率高，可能造成大額投資人交易成本提高。
- (4) 高頻交易短線優勢的操作策略可能會影響上市公司長期價值評估。

(十)、高頻交易評論家建議的監理措施

1. 需與原自營交易者同樣負有市場積極與消極的義務。
2. 限制委託單的取消。
 - (1) 訂定委託單至少應在市場維持的時間。
 - (2) 對於任意取消委託單的行為應處以罰金。
 - (3) 對取消委託單行為應收取費用。
3. 速度的限制-增加每筆交易的撮合時間或限制 co-location、數據設備產品以及其他高頻交易商使用並繼而取得較市場其他投資者速度優勢的工具。

4. 增加交易稅。

(十一)、各國對高頻交易的評估總覽

1. 根據美國商品期貨交易委員會（CFTC）及美國證管會 2010 年 9 月調查報告指出，發生於 5 月 6 日市場瞬間暴跌原因係受高頻交易的影響。
2. 歐洲證券暨市場管理局 (European securities and Market Authority, ESMA) 2011 年 7 月表示:學術證據指出高頻交易雖有微幅的價差交易成本，但對流動性方面並無較好的評估。
3. 英國政府 “Foresight” Project 2011 年 9 月
 - (1) 經濟研究迄今沒有提供任何直接的證據指出高頻交易增加股價的波動性。
 - (2) 在特別的情況下，「自我強化回饋迴路(self-reinforcing feedback loops)」會導致「金融市場顯著的不穩定」。

(十二) 案例

Hold Brothers 是一家位於德拉瓦州的有限責任公司，董事長為 Steve Hold。1995年1月依1934年證券交易法登記為證券經紀商，為FINRA會員，在美國紐約、紐澤西州及加州等地設有分公司。

美國證管會調查發現有海外交易者利用Hold Brothers公司之客戶Trade Alpha 和 Demostate 二家公司的帳戶進入美國證券市場。Trade Alpha 和 Demostate係由Steve Hold分別依Nives和British Virgin Island法律所創立之紙上公司，在美國境內並無辦公室和人員，而由Hold Brothers負責相關投資決策，基本上操縱股價資金係由Steve Hold提供，其他包括Hold Brothers前法令遵循和財政主管Robert Vallone，經理人William Tobias（實際負責管理

Demostrate帳戶之交易者)亦涉及本案。上開Hold Brothers、Trade Alpha、Demostrate、Steve Hold、Robert Vallone及William Tobias等六名與證管會達成和解，同意支付共400萬美元不法利益及罰款。

Steve Hold等人操縱股價之行為發生於2009年1月至2010年9月，炒作者先下一個真正想要執行之單邊買(賣)單，再於短時間內大量下相反方向之委託單，藉以引誘其他投資人買(賣)股票，而將股價拉高或壓低(Layering)，使最初下單得以順利成交後，立即取消前開大量虛偽下單(Spoofing)，炒作者即以上開交易策略反復操縱上市公司股價獲取利益，例如：

某天在11:08:55.152時，炒作者下賣出1,000股GWW股票的委託單，每股101.34美元。在此之前投資人未成交之最高買價為101.27美元，最低賣價為101.37美元，炒作者的賣出指令使最低賣價降為101.34美元。隨後在11:08:55.164至11:08:55.323，炒作者連續下了101.29美元101.33美元的11筆買單，擬買進2600股GWW股票，在這段時間內，投資人最高買價從101.27美元推升至101.33美元，炒作者順利在11:08:55.333以101.34美元賣出最初下單之1,000股後。不到一秒時間，炒作者立即將前述11筆買單全數取消，投資人最高買價恢復到101.27美元，賣價則回復101.37美元。

由於炒作者已賣出1000股GWW股票，在當日11:09:00.881，其又以101.30美元買進1000股GWW股票。並於11:09:00.929至11:09:01.060，連續下了11筆總數為2600股GWW的賣單，股價從101.35美元壓低至101.31美元。在此期間投資人最低賣價從101.37美元降為101.31美元，炒作者順利於11:09:00.977，以每股101.30美元買進最初下單之1000股GWW股票後，不到一秒時間，炒作者將之前的11筆賣單全數取消，投資人最高買價回復為101.24美元，最低賣價則為101.37美元。

上述來回的交易，共花了不到7秒鐘完成，炒作者已賺取40美元利益

[(賣出101.34-買進101.30) * 1000] 。

美國證管會官員表示不論下單係真實或虛偽，仍然屬操縱行為，而近年來高頻交易快速發展，該會將努力制止濫用高速電腦交易達操縱股價之行為。

貳、 心得與建議

美國證券監理機關就證券不法交易案件之查核方式，與我國現行作法並無太大差異，惟美國其執法情形，除得透過司法機關進行刑事訴訟程序之追訴處罰外，行政機關尚得申請法院凍結疑似不法交易之款項、沒入不法利益補償受害者、對被告裁罰或與被告和解等，相較我國法制更具彈性。另美國證管會擁有之行政調查權非常廣泛，除可要求被調查之人提供相關文件及資訊、紀錄者外，尚可請求進行面談等，受調查者如在證管會官員面前為不實之陳述或銷毀有關文件將面臨相關之刑事責任，且若受調查者有拒絕調查的情況時，證管會可向法院申請傳票，以強制對方配合進行調查，上開行政調查權確實有助於查明不法案件事實。另在重大不法案件查核時，美國證管會亦與司法單位共同查核且證據相互分享，在二者相互合作下，得以有效縮短冗長調查時程打擊市場不法情事。

上述執法差異主要在美國之法律制度及行政機關之權限與我國規範有所不同，而近年來我國金融監督管理委員會（下稱金管會）、臺灣證券交易所股份有限公司（下稱證交所）及中華民國證券櫃檯買賣中心（下稱櫃買中心）等監理機關亦持續加強與司法機關之溝通聯繫，建議未來可透過法務部派駐金管會之檢察官，及與法務部定期召開之「金融不法案件工作聯繫會報」等機制，就不法案件之查核偵辦，保持密切合作，以掌握偵查時效及提昇辦案品質。

有關市場監視查核機構除主管機關外，我國主要透過證交所、櫃買中心及臺灣期貨交易所股份有限公司（下稱期交所）負責第一線監視查核，美國則於 2007

年 7 月 30 日設立 FINRA，並逐步整合相關市場監視查核業務，2009 年 10 月 FINRA 成立專責調查詐欺和市場情報辦公室，集中受理投資人或由其他機關轉介申訴案件之調查分析，透過先進電子監視系統可全面監視所有市場之可疑交易。隨著金融商品的多樣化、金融市場的全球化及科技日新月異，證券不法案件型態可能愈趨複雜或難以察覺，類似 FINRA 之單一跨市場監視窗口，應有助於簡化跨市場監視作業，提升市場之監理效能。而近年來我國亦著重加強跨市場之資訊互換與不法交易查核運作平台之建制，證交所、櫃買中心及期交所等負責第一線查核工作單位，可依據各該機構所簽訂之合作備忘錄，立即互相通報或請求他方提供資料，以進行後續跨市場不法交易之查核分析，建議未來除應適時檢討上開資訊互換內容及平台運作情形是否合乎查核需要及時效外，亦可加強相關查核人員之經驗交流。

另在全球化、電子商務化時代，金融洗錢犯罪實已無國界之分，即跨國性之洗錢犯罪層出不窮，並有逐漸增多的趨勢，而且重大犯罪之不法所得，經常透過各種金融體系以移轉不法所得，我國雖非聯合國之會員國，復因國際政治現實之阻力，未能簽署許多聯合國之各項公約，然目前已屬亞太洗錢防制組織及艾格蒙聯盟之正式會員，為吸收國際間防制洗錢的經驗，作為我國防制洗錢之參考依據，建議未來應積極派員參與國際性或區域性洗錢防制會議。此外，為適時發掘金融機構在推動防制洗錢業務有何不足之處，建議未來應持續督促金融機構落實防制洗錢之教育訓練，亦應針對金融機構防制洗錢業務項目定期進行金融檢查；另有鑒於美國現行防制洗錢法制，已針對非金融機構之一般企業（包括律師事務所等）規範其必須就相關通貨交易進行紀錄並為申報，以有效追蹤及防制洗錢之行為，而最新防制洗錢/打擊資恐國際標準（即防制洗錢金融行動工作組織（FATF）新修 40 項建議）亦針對特定非金融事業體與專業人員（律師、公證人及會計師等）規範其必須就相關通貨交易進行紀錄及申報等，因我國預計於 2015

年第 4 季將接受亞太洗錢防制組織之評鑑，因此，建議我國應配合國際趨勢研議修正相關防制洗錢規範，適時將洗錢防制主體逐漸擴展至非金融事業體及專業人員（如會計師），惟為利修法過程之順利，建議須注意於修法過程中與相關公會團體之溝通。

另針對跨國證券詐欺案件，由於涉案行為發生在境外或涉案人可能為外國籍，不僅增加投資人評估相關投資資訊真實性之困難度，因國際管轄權與各國主權之問題，亦使執法單位可能面臨取證困難、無法凍結資產、不法獲利無法追償或跨國司法程序複雜等障礙，而使蒐集及調查該等市場詐欺案件時遭遇相當之挑戰，為保障投資人及維持證券資本市場之安定性，端賴國際間之配合資料提供及協助稽查，以遏止及稽查不法，美國證管會為提升國際證券監理單位的市場與管理能力，建立及維持雙向聯繫平台與跨國執法合作監理之網絡，除 1991 年來開辦本系列研討會外，亦多次與其他國家證券主管機關合作請求協助或提供資料，以打擊證券不法，可供我國學習。

基於美國與我國同屬「國際證券管理機構多邊諮商、合作與資訊交換瞭解備忘錄（IOSCO MMOU）」會員，建議未來如有查核跨國證券不法案件之需要，可透過此一機制請求 SEC 協助提供相關資訊，另為深化我國與美國等其他國外證券監理機關之交流，建議未來應定期派員赴美參加 SEC 舉辦證券市場執法及監督國際研討會，此外，亦可爭取於我國主辦 IOSCO 相關委員會會議（如 IOSCO 第 6 委員會-信用評等機構委員會 Committee 6, Committee on Credit rating Agencies，係由美國 SEC 交易與市場處副處長 Mr. Randall W. Roy 擔任該委員會主席）之機會，以提升我國證券監理機關之國際能見度。