

學員論著

# 違法吸金罪與證券交易法之 交錯平行時空

黃靖崴\*

## 目次

- 壹、前言
- 貳、金融市場規範
  - 一、金融市場概論
  - 二、貨幣市場之「機構性規範」(Institutional Regulation)
  - 三、資本市場之「功能性規範」(Functional Regulation)
- 參、銀行法之功能及其管制必要性
  - 一、銀行之定義
  - 二、銀行之功能
  - 三、銀行審慎監理之理由
- 肆、證券交易法之功能及其規範客體
  - 一、證券市場之規範基石
  - 二、「有價證券」之定義
    - (一)我國證券交易法之條文定義
    - (二)美國聯邦證券法規「有價證券」之定義
- 義
  - (三)「投資契約」之判準應可適用於我國證券交易法規範
- 伍、銀行法第 29 條之 1 規範妥適性
  - 一、違法吸金行為之內涵符合投資契約之要件
  - 二、違法吸金行為應以證券交易法規範
    - (一)解決體系違反之疑慮
    - (二)證券交易法之規範基石得以保護出資之人
    - (三)銀行法第 29 條之 1 要件具體標準紊亂
    - (四)被害人之財產損害賠償
- 陸、結論
- 參考文獻

\* 結業後分發派任臺灣臺北地方法院法官，現服役中—投稿時為司法官班第 59 期學員。



## 壹、前言

我國銀行法第 29 條第 1 項規定：「除法律另有規定者外，非銀行不得經營收受存款、受託經理信託資金、公眾財產或辦理國內外匯兌業務。」違反者，則依據同法第 125 條規定科處 3 年以上 10 年以下有期徒刑，得併科新臺幣 1000 萬元以上 2 億元以下罰金。若因犯罪獲取之財物或財產上利益達新臺幣 1 億元以上者，更可處 7 年以上有期徒刑，得併科新臺幣 2500 萬元以上 5 億元以下罰金，刑責非謂不重。觀諸其立法目的，實源自於銀行業務專業經營之觀念，確保銀行之獨占地位，以利金融安全網之建構與國家貨幣政策之貫徹。對此，於 1989 年同法新增第 5 條之 1 以及第 29 條之 1，以釐清第 29 條第 1 項之「收受存款」定義，參酌其立法背景，乃因當時鴻源等地下投資公司在臺灣如雨後春筍般成立，造成多數人重大財產損害，嚴重影響經濟秩序<sup>1</sup>。據此，銀行法第 29 條之 1 立法目的即指出：「目前社會上有所謂地下投資公司等係利用借款、收受投資、使加入為股東等名義，大量吸收社會資金，以遂行其收受款之實，而經營其登記範圍以外之業務，為保障投資大眾之權益，及

有效維護經濟金融秩序，實有將此種脫法收受存款行為擬制規定為收受存款之必要。」換言之，若有銀行法第 29 條之 1 之行為態樣，將視為「收受存款」（即條文所稱之「以收受存款論」），並予以銀行法第 125 條之重罪罰則，透過銀行法第 5 條之 1 及第 29 條之 1 之立法，杜絕地下投資公司之歪風，打擊違法吸金之行為。

然而，雖將地下投資公司之違法行為規範於銀行法並予以重罰，是可防免地下投資公司有恃無恐、恣意妄為，予以投資人保障以及金融秩序之維護，實屬立意良善，殊值肯定。然細究銀行法第 29 條之 1 之條文，將「收受投資、使加入為股東或其他名義……」等投資行為，均定性為「收受存款」之行為，此種定性，將保障社會大眾投資權益之規範訂定於銀行法，是否適當，誠值懷疑。依據銀行法第 1 條之規定：「為健全銀行業務經營，保障存款人權益，適應產業發展，並使銀行信用配合國家金融政策，特制定本法。」可見其制定目的係為保障「存款人」之權益，而吸金行為與保障「存款人」之目的是否相符，確有探討之必要。此外，如未有銀行法第 29 條之 1 規範，吸金行為是否即「無法可管」？保障投資人之證

<sup>1</sup> 吳天雲，銀行法違法吸金罪實務問題之研究，《月旦財經法雜誌》，2015 年 5 月，36 期，102 頁。

券交易法是否無用武之地？本條之規範是否已造成不當壓縮證券交易法之適用空間？均有探討之必要。職是之故，本文將以此作為問題意識，檢視銀行法第29條之1違法吸金罪是否有法體系上之違誤，有無造成證券交易法適用上之阻礙，釐清本問題之核心，並嘗試就此提出未來可得改革之方向，亦可作為往後立法與司法實務之參考，以期能夠更有效、更合理地規範金融市場秩序並保障投資人之權益。

## 貳、金融市場規範

### 一、金融市場概論

所謂「金融」，乃係指資金從供給者流向需求者的金錢融通現象，基於此種資金融通的本質，除可透過資金的流動，讓資金更有效的運用，另可以達到分散或重新配置風險之目的。又就資金導向的運作方式分類之，可再分為「直接金融」與「間接金融」，所謂「直接金融」，係指資金需求者本身自行以發行證券或是票券之方式，直接向資金供給者取得資金；而所謂「間接金融」，則係指金融中介機構透過收受存款、信

託資金等手段收集資金後，再透過金融中介機構將資金挹注於資金需求者，其中間接金融類型，又以銀行最為典型<sup>2</sup>。

金融市場的分類上，另依據金融工具之期限長短不同，可將之區分為「貨幣市場」以及「資本市場」。前者主要是運用一年期以內之短期信用工具，調節短期資金供需之交易市場，以提供政府或企業「短期」之資金融通，依據票券金融管理法第4條第1款，包含（1）國庫券；（2）可轉讓銀行定期存單；（3）公司及公營事業機構發行之本票或匯票；（4）其他經主管機關核准之短期債務憑證<sup>3</sup>，而此類貨幣市場上流通之短期票券，非為證券交易相關法令所欲規範之客體<sup>4</sup>。反之，「資本市場」則為提供一年期以上有價證券之交易市場，政府或企業可透過有價證券之發行，直接向投資人取得「中期或長期」資金，但由於其變現性（或稱自償性）較低，該投資最終能否得以獲利，實仰賴證券發行人之經營成敗結果，並倚仗流動市場之存在，以供投資人出場機制，而這類資本市場流通之有價證券，應由證券交易法相關法令管轄之。

<sup>2</sup> 王文字，金融法之基本概念，收錄於《新金融法》，元照，2004年11月，2版，3-4頁。

<sup>3</sup> 王志誠，《現代金融法》，新學林，2017年10月，3版，53頁。

<sup>4</sup> See *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S.56, 61-64 (1990).



## 二、貨幣市場之「機構性規範」 (Institutional Regulation)

銀行此類金融中介機構之存放市場，亦為廣義金融之貨幣市場，因此監督管理貨幣市場之金融中介機構，即屬金融法制之重要課題。銀行之獲利方式，基於銀行的「金融中介」性質，銀行存款人將資金存入銀行後，銀行再將此些存款貸款給資金需求者，存款人則收受利息作為回報，雖銀行必須承擔者，乃貸款違約之風險，但銀行仍可自收取資金需求者所支付之貸款利息與支付存款人之存款利息間的價差中獲利<sup>5</sup>。因此，個別銀行以及整體金融機構之健全運作，攸關不只於個人財富之安全與保障，更維護商業貿易活動之順利進行以及整體金融秩序。為避免個別銀行經營不善，影響存款人之權益進而引發金融危機的慘烈後果，自然必須對銀行營運、財務安全性及健全性，加以監督管理<sup>6</sup>。由於銀行對存款人所負之

債務具有高度流動性，存款人得以隨時「來取即付」，惟其放款債權經常是低流動性或是不具流動性，故高財務槓桿之經營上只要稍有不慎，極有可能發生銀行大規模擠兌致使銀行發生破產危機<sup>7</sup>。銀行的倒閉，事實上將會造成負面外部性效果以及超出預期性之影響，不僅僅是銀行的股東、債權人或是員工，更是會造成經濟市場的失靈<sup>8</sup>。據此，建立在銀行「大到不能倒」(Too Big to Fail)的基礎概念下，政府會積極建立銀行制度並審慎監理銀行業務之經營管理，並介入以防止更嚴重之系統性風險<sup>9</sup>。

銀行既然可得對不特定社會大眾吸收存款、經理財產或辦理匯兌，故政府為保障公眾利益，確保金融之安定，對非銀行之企業或個人經營銀行業務自應加以禁止，僅有依照銀行法規定程序申請許可設定之社會信用機關始能經營銀行之業務，此為各國銀行法之通例，故各國對於銀行設立無不採取特許，而對

<sup>5</sup> See Christopher K. Odinet, *Consumer Bitcredit and Fintech Lending*, 69 ALA. L. REV. 781, 787 (2018).

<sup>6</sup> 林仁光，銀行法總則，收錄於《金融法》，元照，2016年2月，9版，23頁。

<sup>7</sup> 莊永丞，論我國銀行法第29條之1之規範妥適性，收錄於《財經法制新時代—賴源河教授七秩華誕祝壽論文集》，元照，2008年10月，437頁。

<sup>8</sup> See Heidi Mandanis Schooner, *Top-Down Bank Capital Regulation*, 55 WASHBURN L. J. 327, 330-31 (2016).

<sup>9</sup> See Sharon E. Foster, *Too Big to Fail-Too Small to Compete: Systemic Risk Should Be Addressed Through Antitrust Law but Such A Solution Will Only Work If It Is Applied on an International Basis*, 22 FLA. J. INTL L. 31, 51-52 (2010).

其業務經營亦是大都採取較為嚴格之管制<sup>10</sup>。觀諸我國銀行法第1條即明文指出銀行法之制定乃是為了健全銀行業務健全，「保障存款人權益」，適應產業發展以及使銀行信用配合國家金融政策。是以，銀行法之重心在於確保銀行金融機構不能倒，因此更加注重於「何謂銀行」（Who is the “Bank”？），是此，凡是符合銀行法第2條銀行之定義者，必須受到銀行法高密度之行政監督與管制，具有高度之公益性，此即為「機構性規範」（Institutional Regulation）之展現<sup>11</sup>。所謂「機構性規範」，係指立法者將金融機構依其業務加以分類，分別訂定不同的法規範以及監理法規予以規範之<sup>12</sup>，其最大優點在於業別法規適用對象特定業別金融機構，各個業別受單一監理機關監管，各業別監理機關的權限劃分明確，監理上亦可較具效率<sup>13</sup>。從而，當銀行機構的安全性以及健全性是監管重點時，自然

將會選擇以「機構性規範」之方式為基礎，若是屬於「銀行」者，則需要遵循銀行法之規定受到該法之種種限制；反之，若非屬銀行者，自無須受到銀行法之規範<sup>14</sup>。

### 三、資本市場之「功能性規範」 （Functional Regulation）

資本市場為企業獲取資金的管道之一，企業發行具股權性質之有價證券或公司債，以此方式向不特定大眾募集資金。資本市場之金融工具，具有投資性質且風險性高，該投資之成功與否又與有價證券發行企業之經營能力間，具有緊密關聯關係<sup>15</sup>。申言之，資本市場可謂是有價證券發行與交易活動之市場，包含初級市場（發行市場）以及次級市場（流通市場），透過次級市場之建立，保障證券之流動性以及變動性，提供投資人出場機制以變現換回現金，更可使投資大眾更加願意將其所有之現金予以投資。

<sup>10</sup> 金桐林，《銀行法》，三民，2006年7月，6版，32頁。

<sup>11</sup> 莊永丞，註7文，437-438頁。

<sup>12</sup> See Howell E. Jackson, *Regulation in A Multisectoral Financial Services Industry: An Exploratory Essay*, 77 WASH. U. L.Q. 319, 366 (1999).

<sup>13</sup> 楊偉文，金融監理機關功能性組織調整之研究，《臺北大學法學論叢》，2009年6月，70期，167頁。

<sup>14</sup> See Heidi Mandanis Schooner & Michael Taylor, *United Kingdom and United States Responses to the Regulatory Challenges of Modern Financial Markets*, 38 TEX. INT'L L.J. 317, 323 (2003).

<sup>15</sup> 莊永丞，註7文，436頁。



證券市場之規範，應當以「功能性規範」(Functional Regulation)方式為之。所謂「功能性規範」，係指立法者在監理機關之規範選擇上，不論提供金融商品之機構為何，乃是以金融商品類型作為區分判準<sup>16</sup>。白話言之，自金融商品之「功能面」來劃分界定各機關監理權限，銀行、證券以及保險監理組織，分別負責其業別之業務行為而據以規範，亦即由銀行監理機關監理銀行「業務行為」、證券監理機關監理證券「業務行為」、保險監理機關監理保險「業務行為」之作法<sup>17</sup>。證券交易法之相關法令即屬以「功能性規範」為基礎，換言之，不論發行有價證券之機構類型為何，只要涉及證券業務行為，均應受到證券交易法規範<sup>18</sup>。

由上觀察可知，資本市場的「功能性規範」，強調「何謂證券」(What is “Security”?)，任何人只要涉及證券之發行、募集與買賣交易者，即須受到證券交易法之高密度管制。透過「功能性規範」，只要標的符合有價證券之定義者，投資人即應受到保障，因為證

券交易法之立法目的就是在「保障投資人」，並非是發行有證券之人，藉由保護證券市場之投資人，維持大眾對於證券市場之信心<sup>19</sup>。

## 參、銀行法之功能及其管制必要性

### 一、銀行之定義

依前所述，根據「機構性規範」之規範重點，在於以機構別作為適用規範之區分判準。據此，銀行法既以「機構性規範」作為基礎，自應注重於「何謂銀行」(Who is the “Bank”?)，職是，何種機構可能稱之為銀行，自然有釐清之必要。首觀我國銀行法第2條之定義：「本法稱銀行，謂依本法組織登記，經營銀行業務之機構。」次觀銀行法第52條第1項規定可知，原則上以股份有限公司為限。

然而，銀行原則上除限於股份有限公司外，依據銀行法所設立之銀行，其所經營之銀行業務，須經政府許可後始得經營之，凡非銀行法所列舉或未經主

<sup>16</sup> See Heidi Mandanis Schooner, *Functional Regulation: The Securitization of Banking Law 3*, available at <https://ssrn.com/abstract=283748> (last visited Mar. 15, 2020).

<sup>17</sup> 楊偉文，註13文，168頁。

<sup>18</sup> See John C. Coffee, Jr. & Hillary A. Sale, *Redesigning the Sec: Does the Treasury Have A Better Idea?*, 95 VA. L. REV. 707, 718 (2009).

<sup>19</sup> See Schooner, *supra* note 16, at 3.

管機關許可之業務項目，均不得經營，採用正面表列之方式以限制銀行之經營業務，而我國銀行可得經營之業務，主要規定於銀行法第3條<sup>20</sup>。簡言之，只要是依據銀行法而設立登記之「銀行」，經營業務上便有所受到限制。國內外之立法例上通常也採取此種方式，將銀行之設立設定為許可行業，未經主管機關許可並取得證照者，均不得經營銀行業務，若有違反者，就其未經許可經營各該項業務之行為科以刑責。從而，反面推知，建立在「機構性規範」之基礎，保障銀行之經營健全性，僅有銀行者可得經營銀行業務，若非銀行之業別者卻有經營銀行業務者，應予以禁止。

## 二、銀行之功能

次之，再就銀行經濟功能觀之，銀行作為金融中介機構，具有降低交易成本、降低資訊不對稱問題之重大功能<sup>21</sup>。根據諾貝爾經濟學獎得主羅納德·寇斯（Ronald Coase）首先提出之「交易成本理論」，所謂「交易成本」，係指

利用市場「價格機制」進行交易或解決紛爭所須支付之對價，包括資訊蒐集成本、議價與決策成本、執行成本等<sup>22</sup>。因此，當雙方欲完成交易，必須先行蒐集對造之資訊，並且花費大量時間與金錢成本，方能決定供需雙方所能接受之契約，契約訂立後，更有後續執行之成本，金融市場之運作更具高度專業性、複雜性以及龐大之金額，林林總總交易成本累計下來難以想像，交易成本可說是阻礙交易成功的一大元凶。但銀行在金融市場中，扮演金融中介的角色，有助於降低資金需求者與資金供給者間之隔閡，降低交易雙方之交易成本，資金需求者無須耗費巨量的成本尋找資金供給者，資金供給者更無須承擔資金需求者違約之高度風險，可得降低資金供需雙方之交易成本<sup>23</sup>。

此外，市場上亦存在嚴重的「資訊不對稱」問題，根據經濟學理論而言，資訊不對稱將引發「道德風險」與「逆選擇」的問題。所謂「道德風險」問題，首見於保險業，當一個人為他自己

<sup>20</sup> 林仁光，註6書，26頁。

<sup>21</sup> 江俊彥，違法吸金案件刑事規範之研究—以銀行法與證交法間之體系違反為中心，《法學叢刊》，2013年4月，58卷2期，146頁。

<sup>22</sup> See Ronald H. Coase, *The Problem of Social Cost*, 3 J. L. & ECON. 1, 15 (1960); 王文宇，法學、經濟學與商業交易—契約與組織的運用，《月旦法學雜誌》，2018年5月，277期，72頁。

<sup>23</sup> See Charles K. Whitehead, *Reframing Financial Regulation*, 90 B.U. L. REV. 1, 8 (2010); Andrew Verstein, *The Misregulation of Person-to-Person Lending*, 45 U.C. DAVIS L. REV. 445, 451 (2012).



的財產承保時，即容易產生「縱使財產損害，亦可從保險公司獲得理賠」之心態，此時就會不善加保護、修繕承保之財產，也就是說，當一個人的行為所造成的結果，不是由自己承擔而係由第三方承擔時，將難以期待該個人會謹慎周詳地行事，更深入研究後，發現產生這樣的「道德風險」原因，係源自於資訊不對稱之問題，因當交易之一方無法知悉他方在訂約後之行為，便無法監督他方行事<sup>24</sup>。金融市場中，資金需求者具有資訊上之優勢，在未有監控機制之情況下，資金供給者無法知悉資金需求者於訂約後之行為，因而必須承擔資金需求者違約之風險。可是，透過銀行金融中介之功能，銀行擔任資金需求者之債權人，憑藉自身之專業能力，審慎地評估資金需求者之信用，輔以法律規範及主管機關對銀行之監督，再加上銀行自己建立並執行「內部控制制度」，有效地監控資金需求者，資金供給者無需承擔資金需求者之風險，自可解決「道德風險」之問題<sup>25</sup>。

除「道德風險問題外」，資訊不對稱另導致「逆選擇」問題。所謂「逆選

擇」問題，指當賣方比起買方更加了解商品的品質時，此時買賣雙方間之資訊不對稱，買方極有可能會買到低品質的商品，換句話說，買方本應該選擇價值相符或是超值的商品，卻因資訊之不足，做出「逆選擇」而買到價值較差的商品<sup>26</sup>。諾貝爾經濟學獎得主喬治·阿克洛夫（George Akerlof）教授曾以二手車市場為例，說明資訊不對稱上所造成之「逆選擇」不良結果，在二手車市場中，相較於買方，賣方必定更加掌握車輛的「應有價值」資訊，買方僅能夠約略知悉整體二手車之平均品質，因此，縱使某二手車之品質與新車相同，價格超值，消費者仍不願以高於平均二手車輛之價格購買；反之，就賣方而言，因知悉二手車之「應有價值」，當二手車價值有所低估時，自然不願以平均二手車之價格出售。長久下來，越來越多買方以平均二手車之價格購買品質低落之二手車，二手車的價格制度越來越失真，品質優良的二手車也因此難以促成交易，只能選擇退出二手車市場，換言之，品質優良的二手車是被品質較差的二手車逐出市場，可謂「劣幣驅逐良

<sup>24</sup> 王文字，分析商業交易常用的經濟概念，《月旦法學雜誌》，2018年6月，278期，104頁。

<sup>25</sup> 林仁光，註6書，47頁。

<sup>26</sup> 王文字，註24文，105頁。



幣」<sup>27</sup>。「逆選擇」的問題亦存在於資金供需雙方，資金需求者相較於資金供給者更了解自身財務狀況、償債能力，資金供給者在嚴重資訊不對稱下，如同前述二手車市場之例，容易發生逆選擇現象。但若藉由銀行扮演金融中介之角色，銀行可得利用規模經濟、範疇經濟，取得比起個別資金供給者更加優勢的資訊，緩和資訊不對稱之問題，自然可以遏止「逆選擇」現象之發生。

基於上開銀行之經濟功能，銀行在金融市場中，擔任金融中介之角色，匯集大眾存款人之資金後，再將資金提供給資金需求者，雖有許多非銀行機構亦能提供類似之服務，然銀行對存款人所收受之資金，存款人隨時可得「來取即付」，有如同現金之流動性，然銀行對資金需求者之貸款，須待清償日屆至時方可取回資金，流動性甚低，流動性之差異不是一般非銀行機構可得比擬，重要地扮演資金供給需求間之傳送帶，即「收受存款並同時為資金貸放」之業務。

### 三、銀行審慎監理之理由

綜上，銀行做為金融中介機構之角色，具有降低交易成本、資訊不對稱之問題，向銀行貸款取得資金，也是長期

以來人們最主要的融資方式。從上開功能角度分析，銀行之特色就是向大眾收受存款，再轉貸給資金需求者，兼備溝通儲蓄與投資之功能，並創造信用與促進信用交易融資功能，係高財務槓桿經營，影響國計民生至鉅，自有介入管理之必要。故我國銀行法規規定僅有銀行者可得經營銀行業務，並正面表列限制銀行之經營業務，以維護金融秩序。

## 肆、證券交易法之功能及其規範客體

### 一、證券市場之規範基石

有價證券之募集，參照我國證券交易法第7條第1項，係指發行人於公司成立前或發行公司於發行前，對非特定人公開招募有價證券之行為，發行人必須遵守「強制公開揭露」以及「反詐欺條款」之規範，以此兩大基石貫串證券交易法，藉以保障證券市場之投資人。證券市場以「功能性規範」為基礎，其所側重者在於「何謂證券？」，故不論發行主體為何，基於保障投資人之目的，只要提供之金融商品或服務屬於有證價券之範疇，自應以證券法令予以規範。因此，有價證券之定義自有釐清之

<sup>27</sup> See George A. Akerlof, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, 84 QUARTERLY J. ECON. 488, 488-90 (1970).



必要。

## 二、「有價證券」之定義

### (一)我國證券交易法之條文定義

證券交易法之有價證券，與一般傳統觀念的有價證券並不完全一致，其內容依據證券交易法第 6 條規定可知，排除一般觀念上的貨幣證券與財貨證券，僅有資本證券方屬證券交易法所欲規範之範疇。依據我國證券交易法第 6 條，所謂有價證券，係指政府債券、公司股票、公司債券及經主管機關核定之其他有價證券（第 1 項）；以及新股認購權利證書、新股權利證書及前項各種有價證券之價款繳納憑證或表明其權利之證書（第 2 項）；更包含未印製表示其權利之實體有價證券者，明文承認無實體有價證券之概念（第 3 項）。

### (二)美國聯邦證券法規「有價證券」之定義

美國聯邦 1933 年證券法對於證券之定義，規定於該法第 2 條第 1 項：「本法所稱證券，除上下文義另有他指外，謂任何本票、股票、庫藏股、債券、無擔保債券、債權證明、任何分享利潤協議之證書或參與、擔保品信託證書、公司成立前之認股證、可轉讓之股份、投資契約、投票信託證書、證券提存之證書（存託憑證）、石油、天然氣或其他礦產未分割部分利益、任何賣出、買入、買入及賣出之選擇權或證券上特權、存單、證券的集合或指數，包括其上的利益或價值，或在全國性證券交易所有關外國貨幣之賣出、買入，買入及賣出之選擇權或特權，或一般所謂之證券，或對以上所有項目之參與或利益證書、臨時證書、收據、保證或認購權。<sup>28</sup>」觀察本條規定，首先依據「特定判斷標準」（Specific Test）為審查，再按

<sup>28</sup> Section 2 (a) of the Securities Act of 1933 defines a security as follows: When used in this title, unless the context otherwise requires—(1) The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a “security”, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing. 余雪明，認識證券交易法（二）有價證券之概念，《月旦法學雜誌》，1996 年 9 月，16 期，85 頁。

「一般性判斷標準」(General Test) 評價, 以決定是否屬於有價證券。換言之, 「特定判斷標準」為羅列出特定金融商品, 如本票、股票、債券等, 接著, 「一般性判斷標準」乃以概括條款 (General Catch-all Phrases) 規範之, 係指更具多樣化特徵之金融商品定義, 如債權證明或任何分享利潤協議之證書或參與、投資契約以及一般普遍被認屬有價證券之金融商品, 其目的乃為將許多流通於商業市場之金融商品類型, 涵攝入一般有價證券之概念範疇內<sup>29</sup>。對於不明確且無法分類定性某一金融商品時, 得以「投資契約」(Investment Contract) 予以規範, 因此討論投資契約抽象概念之意涵, 也可使得法規架構更趨於彈性化<sup>30</sup>。如此的規定架構, 除列舉特定明確之有價證券範圍外, 亦是有彈性規範來作為最後一道防線, 透過這樣的靈活解釋以因應資本市場各式各樣日新月異之金融商品。

然而, 對於「投資契約」具體內容於法規中付之闕如, 遂留由法院解釋之空間, 充實其定義, 透過抽象性的投資契約內涵, 以涵攝至新興金融商品使其

可得受到證券交易法之規範, 進而解決、處理有價證券所生之爭議問題。由此可知, 美國並如同我國一般具有「有價證券之核定權」, 係由法院對於新興金融商品加以審酌判斷, 將投資契約之判準予以具體涵攝, 依證券法律的規範目的, 保護投資人的必要性及系爭標的之經濟實質面 (Economic Reality) 等因素, 設定投資契約的認定標準<sup>31</sup>。美國聯邦最高法院在 *SEC v. W. J. Howey Co.*<sup>32</sup> 案中, 即對於投資契約予以解釋, 提供相當明確之判準。其案例事實, 係被告 Howey 公司在佛羅里達州經營種植柑橘販售之企業, 為發展其事業, 將其土地出售其應有部分予不特定之投資人, 且尚可與 Howey 的子公司 (Howey-in-the-Hills) 簽訂服務契約, 該子公司可以協助土地購買者之栽培、收成、行銷等經營事項。本案之重要爭點在於, 投資人與被告所簽立之土地買賣契約 (Land Sales Contract) 與服務契約 (Service Contract) 是否屬於美國證券法之規範客體。對此, 美國聯邦最高法院闡明投資契約所應具備之四個要件: (1) 投資金錢 (a Person Invest

<sup>29</sup> See JOHN COFFEE JR. ET AL., *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS* 249 (2012).

<sup>30</sup> See JAMES D. COX ET AL., *SECURITIES REGULATION CASE AND MATERIALS* 118 (1997).

<sup>31</sup> 賴英照, 證券交易法五十年, 《月旦法學雜誌》, 2019年9月, 293期, 17頁。

<sup>32</sup> *SEC v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946).



is Money)；(2) 投資於共同企業 (in a Common Enterprise)；(3) 投資人期待獲利 (is Led to Expect Profits)；(4) 獲利主要係仰賴發行人或第三人的經營努力 (Expect Profits Solely From the Efforts of the Promoter or a Third Party)<sup>33</sup>。而這四個要件即為著名的 Howey Test 審查標準，凡通過 Howey Test 檢驗者，即為投資契約，而該當證券法證券之概念，而以下則分別就各個要件逐一討論之<sup>34</sup>：

### 1. 投資金錢 (a Person Invest is Money)

Howey Test 審查標準投入金錢要件，須投資人以投資為目的，挹注現金或商品或勞務等型態之資本，應注意者，並非所謂的投資金錢僅限於採取現金 (Cash) 的方式為之，亦可採行以商品或勞務 (Goods & Service) 的形式為之<sup>35</sup>。另外，投資人於投資金錢時，

必須因此項投資承受某種程度的財物損失風險<sup>36</sup>。事實上，大部分的投資計畫均不難該當本要件，一般而言，投資金錢並非爭議之所在，而「風險」之有無，可作為是否該當投資行為之判準<sup>37</sup>。

### 2. 共同企業 (in a Common Enterprise)

在 Howey Test 的第二個審查標準，美國聯邦最高法院提出的第二個要件為投資於共同企業，此要件之重點在於描述投資人之投資與發行人之經營努力或財富間之關係<sup>38</sup>。然該等關係之具體內容，在 Howey 案中，美國聯邦最高法院隻字未提<sup>39</sup>。也因此致使美國下級審法院間發展出各種不同的共同企業判準，即水平共同關係 (Horizontal Commonality)、狹義垂直共同關係 (Strict Vertical Commonality) 與廣義垂直共同關係 (Broad Vertical Commonality) 三則標準<sup>40</sup>。基本上，美國聯邦第 3、6、

<sup>33</sup> See *id.* at 298-99.

<sup>34</sup> 莊永丞，論保單貼現金融商品是否為證券交易法之有價證券，《法令月刊》，2007年3月，58卷3期，63頁；劉連煜，《新證券交易法實例研習》，元照，2014年9月，12版，41頁。

<sup>35</sup> See *International Broth. of Teamsters, Chauffeurs, Warehousemen and Helpers of America v. Daniel*, 439 U.S. 551, 560 (1979).

<sup>36</sup> See Maura K. Monaghan, *An Uncommon State of Confusion: The Common Enterprise Element of Investment Contract Analysis*, 63 *FORDHAM L. REV.* 2135, 2147 (1995).

<sup>37</sup> 莊永丞，註34文，64頁。

<sup>38</sup> See *COFFEE JR. ET AL.*, *supra* note 29, at 263-66.

<sup>39</sup> See Monaghan, *supra* note 36, at 2148.

<sup>40</sup> See Christopher L. Borsani, *A "Common" Problem: Examining the Need for Common Ground in the "Common Enterprise" Element of the Howey Test*, 10 *DUQ. BUS. L.J.* 1, 7 (2008).

7 上訴巡迴法院採取水平的共同關係，而美國聯邦第 9 上訴巡迴法院採取狹義垂直共同關係，美國聯邦第 5、11 上訴巡迴法院採取廣義垂直共同關係<sup>41</sup>。

析言之，所謂水平共同關係，其特徵在於複數投資人間彼此損益共同的概念，是以包含三個要件：（1）複數投資人資金的聚集；（2）投資人間的獲利共享；（3）投資人間的損失共擔<sup>42</sup>。須注意者，此判準乃判斷共同企業要件中限制最多的一種，具體來說，水平共同關係要求聚集投資人投入資金，並在投資人之間按比例分配利潤和損失，每位投資人的財富必須共同連繫，因此，依循這樣的判準將可能排除僅有單一投資人的型態<sup>43</sup>。

不同於水平共同關係，垂直共同關係將單一投資人的型態亦涵蓋其中，在狹義的垂直共同關係中，投資人的財富將與發行人的財富相互依存，當發行人的有所利潤或損失，那麼投資人必定也有共同的利潤或損失<sup>44</sup>。其次，廣義垂

直共同關係，係以狹義垂直共同關係為基礎，但與狹義垂直共同關係最大的不同在於，並非考量發行人與投資人之間的財富關係，而是在於投資人獲利是否仰賴發行人的專業能力<sup>45</sup>。換言之，狹義垂直共同關係要求投資人的損益須與發行人之損益必須呈現正相關關係，但廣義垂直共同關係僅須投資人之獲利與發行人之經營努力間有某種程度關聯性即可<sup>46</sup>。而廣義共同關係的範圍最廣，這樣的判準也有助於落實證券交易法保護投資人之立法目的，因會審視是否與發行人的經營努力間有關聯，故若是投資人係相信發行人之專業能力而為投資，當計畫的結果不如預期，那麼這位具有「專業能力」的發行人自應承擔其責任<sup>47</sup>。

### 3. 獲利期待 (is Led to Expect Profits)

投資人獲利期待要件之判準，美國法院多遵循美國聯邦最高法院 *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*<sup>48</sup> 案的見解。Forman 案法院注重於法規

<sup>41</sup> See *id.* at 8-11.

<sup>42</sup> 莊永丞，註 34 文，64 頁。

<sup>43</sup> See Monaghan, *supra* note 36, at 2152-53.

<sup>44</sup> See Marc G. Alcer, *The Howey Test: A Common Ground for the Common Enterprise Theory*, 29 U.C. DAVIS L. REV. 1217, 1228 (1996); SEC. v. SG Ltd., 265 F.3d 42, 49 (1st Cir. 2001).

<sup>45</sup> See Borsani, *supra* note 40, at 10-11.

<sup>46</sup> 莊永丞，註 34 文，64 頁。

<sup>47</sup> See Monaghan, *supra* note 36, at 2161.

<sup>48</sup> *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837 (1975).



範目的解釋方法，而非採用純文義解釋之方法，因此應注意者為系爭標的之經濟實質面作為審究基準，從而，本案法院提供兩個面向以觀察系爭標的是否滿足獲利之要件：其一為因投資行為而致投入資本升值；其二為投資人得參與因投資獲利所為之盈餘分配<sup>49</sup>。

在 *Forman* 案，該投資標的名為「股票」，但由於原告並未預期藉由「股票」之購入而獲得投資報酬，反而原告從 *Riverbay* 公司購買「股票」之實質目的，乃為換取未來的居住使用空間，與進入資本市場購買股票期待投入資本之本金升值或預期未來股利分派顯不相同，因此判決原告敗訴<sup>50</sup>。法院強調投資人的購買動機應為獲取金融財務之利潤而為投資行為，若僅是以消費或生活目的所需者而購買者，則無法該當本要件<sup>51</sup>。

#### 4. 獲利主要係仰賴發行人或第三人的經營努力 (Expect Profits Solely From the Efforts of the Promoter or a Third Party)

基於 *Howey* 案美國聯邦最高法院在證券法解釋靈活性上的堅決要求，*Howey Test* 審查標準中對於獲利主要係仰賴發行人或第三人的經營努力之質疑，首見於 *SEC v. Glenn W. Turner Enterprises, Inc.*<sup>52</sup> 案中，美國聯邦第 9 上訴上訴巡迴法院於該案判決拒絕對「完全 (Solely)」採取嚴格的文義解釋，認為形式解釋本要件將使法院無法評價某些計畫歸類為有價證券，而這樣的形式解釋將可能造成許多案例產生荒謬之結果，且易促使有心人在某些計畫中設計增加投資人參與計畫並付出簡單的努力以作為利益實現的先決條件，以此來逸脫證券法規之規範，排除 *Howey Test* 審查標準「完全」明亮的界線 (“Solely” Bright Line)，以此作為一救濟途徑，因此在美國聯邦證券法應保持其彈性原則，以發揮提供投資人最適切之保護架構<sup>53</sup>。在 *SEC v. Koscot Interplanetary, Inc.*<sup>54</sup> 案，法院提出期待利潤來自於發行人或第三人的努力，在於是否為主要的努力，該努力將影響

<sup>49</sup> See *COFFEE JR. ET AL.*, *supra* note 29, at 272-73; 莊永丞，註 34 文，64-65 頁。

<sup>50</sup> See *id.* at 270-74; 莊永丞，同前註，65 頁。

<sup>51</sup> See *id.* at 274; Michael R. Davis, *Unregulated Investment in Certain Death: SEC v. Life Partners, Inc.*, 42 *VILL. L. REV.* 925, 934-35 (1997).

<sup>52</sup> *SEC v. Glenn W. Turner Enterprises, Inc.*, 474 F.2d 476 (9th Cir. 1973).

<sup>53</sup> See Davis, *supra* note 51, at 942-43.

<sup>54</sup> *SEC v. Koscot Interplanetary, Inc.*, 497 F. 2d 473 (5th Cir. 1974).

計畫的成功與否，因此，努力的概念應是發行人是否有經營（Manage）、控制（Control）或管理（Operate），判斷應是發行人的努力是否為關鍵性的努力<sup>55</sup>。

此外，美國 *Williamson v. Tucker*<sup>56</sup> 案，針對 Howey Test 第四個要件，亦提供相當卓越的判準，審酌的重點應考量：（1）出資人原則上不得或有限制的參與業務之經營，地位如同隱名合夥人；或（2）出資人欠缺系爭事業經營之專業知識與經驗，以致於無法該行業之經營能力；或（3）出資人須仰賴發行人之商業經營能力，出資人無法取代該發行人而獨立經營該事業<sup>57</sup>。職是，由上可知本要件之真諦在於強調出資人之被動性與消極性，出資人須高度仰賴發行人之專業經營努力，投資契約方能水到渠成，換言之，關於共同的企業經營，投資人之涉入越少，就越有可能滿足期待利潤是主要來自於發行人或第三人的努力<sup>58</sup>。

### （三）「投資契約」之判準應可適用於我

### 國證券交易法規範

我國對於有價證券之認定方式，係採「有限列舉，概括授權」之立法方式<sup>59</sup>。申言之，除法律列舉之有價證券外，證券交易法之規範客體尚包含經主管機關核定之其他有價證券。我國金管會於 2019 年 7 月 3 日，核定具證券性質之虛擬通貨為證券交易法所稱之有價證券，並將其定義為：「係指運用密碼學及分散式帳本技術或其他類似技術，表彰得以數位方式儲存、交換或移轉之價值，且具流通性及下列投資性質者：（一）出資人出資。（二）出資於一共同事業或計畫。（三）出資人有獲取利潤之期待。（四）利潤主要取決於發行人或第三人之努力。」<sup>60</sup>，此項規定，明顯將前開著名的 Howey Test 審查標準，作為判斷證券性質之虛擬通貨是否屬有價證券之判準。可知我國主管機關已將前揭 Howey Test 審查標準引進作為判斷有價證券之標準，透過此項審查標準以因應資本市場各項日新月異之金融商品。本於功能性規範之基礎，為期

<sup>55</sup> See COFFEE JR. ET AL., *supra* note 29, at 262.

<sup>56</sup> *Williamson v. Tucker*, 645 F.2d 404 (5th Cir. 1981).

<sup>57</sup> See *id.* at 424；莊永丞，註 34 文，65 頁。

<sup>58</sup> 莊永丞，同前註，66 頁。

<sup>59</sup> 劉連煜，註 34 書，42 頁。

<sup>60</sup> 金管會（108）年金管證發字第 1080321164 號令。



達到保護投資人之目的，應可依此函令所採之判準，作為法理加以解釋投資契約，成為日後判斷有價證券之基準。

## 伍、銀行法第 29 條之 1 規範妥適性

### 一、違法吸金行為之內涵符合投資契約之要件

銀行法第 29 條之 1 所規範之吸金行為條文為：「以借款、收受投資、使加入為股東或其他名義，向多數人或不特定之人收受款項或吸收資金，而約定或給付與本金顯不相當之紅利、利息、股息或其他報酬者，以收受存款論」，細究分析如下：（1）「向多數人或不特定之人收受款項或吸收資金」，即是出資人投資金錢；（2）「收受投資、使加入股東或其他名義」及「約定或給付與本金顯不相當之紅利、利息或其他報酬者」，即是出資人出資於共同事業或計畫，並有獲取與本金顯不相當之紅利、利息或其他報酬之期待，且仰賴於發行人或第三人之努力而獲得報酬。就其經濟實質面觀察，吸金行為完全符合證券交易法「投資契約」之概念<sup>61</sup>，實

與收受存款之行為並無關係，換言之，現行法制將投資契約之行為置於銀行法，更扭曲其性質，將投資契約定性為「以收受存款論」，堪無金融法制論理基礎，混淆銀行法與證券交易法之各自規範目的。

### 二、違法吸金行為應以證券交易法規範

本文認為，應將現行銀行法第 29 條之 1 所規範之吸金行為，正本清源歸由證券交易法加以規範，更能適切地抑制此類犯罪，說明分敘如下：

#### (一) 解決體系違反之疑慮

承前所述，銀行法第 1 條規定銀行法之立法目的為：「為健全銀行業務經營，保障存款人權益，適應產業發展，並使銀行信用配合國家金融政策，特制定本法。」，在於保障存款人，維護金融秩序；證券交易法第 1 條規定證券交易法之立法目的為：「為發展國民經濟，並保障投資，特制定本法。」，在於保障投資，妥善規範市場參與者的行為，以防止其侵害投資人權益。倘若不將「收受存款」與「收受投資」二種行為態樣予以區分，逕將吸金行為擬制為收受存款，則恐無法說明銀行法與證券交

<sup>61</sup> 莊永丞，註 7 文，450 頁；張冠群，違反銀行法中非銀行不得收受存款行為之構成要件探討，《月旦法學雜誌》，2019 年 5 月，288 期，135 頁；戴銘昇，違法吸金案：銀行法與證券交易法之交錯—最高法院 105 年台上 1371 判決，《台灣法學雜誌》，2016 年 11 月，308 期，131 頁。



易法兩者立法目的之不同，法規上保障體制設計有所矛盾。

再者，觀諸銀行法第5條之1就「收受存款」定義，乃向不特定多數人收受款項或吸收資金，並約定返還本金或給付相當或高於本金之行為，且於銀行法第46條規定：「為保障存款人之利益，得由政府或銀行設立存款保險之組織。」我國根據本條文公布實施行「存款保險條例」，另成立中央存款保險公司，目的均是保障金融機構存款人權益，維護信用秩序，促進金融業務健全發展，存款人幾乎不承受任何風險<sup>62</sup>。然在吸金案件當中，出資金錢之人，既非將金錢予以存入銀行，而係投資金錢以期獲得與本金顯不相當之紅利、利息或其他報酬，而投資本身就將承受某種程度的損失風險，主觀認知及行為性質與存款人間迥然不同，此際出資金錢之人焉能認其為存款人？倘非存款人，則非為銀行法所保護之人，自不當屬銀行法所規範之範疇，體系、性質上有所違誤。

## (二)證券交易法之規範基石得以保護出資之人

證券交易法以「強制公開揭露」、「反詐欺條款」兩大規範基石保護投資

人。所謂「強制公開揭露」，係指任何人發行有價證券，必須依規定提供充分的資訊，且當股票尚在市場流通，任何可能影響證券價值之資訊，均需定期及不定期提供資訊，使投資人得以決定其投資決策。「反詐欺條款」係指向主管機關申報，或向投資人公開的資訊，不能有虛偽、隱匿之情事。此二規範基石貫串整部證券法律，以保護投資。

「吸金行為」，承前所述，本質即是投資契約，有價證券投資人本是在證券交易法的保障下，得以獲得充分且正確之資訊，讓投資人得以在充分揭露資訊之有價證券市場，做出投資決策並負擔決策之結果。證券市場中存有「資訊不對稱」之問題，資訊不對稱下，投資人會認為自己所有之資訊不足，因而跟隨所謂消息靈通之人的投資行為，以冀能一同獲利，產生「從眾行為」，而在臺灣吸金案件之被害人，因資訊不對稱而有「從眾行為」，人云亦云下，導致輕易相信吸金者，進而造成後續之鉅額損害<sup>63</sup>。倘若以證券交易法予以規範，吸金者必須迅速、完整地將重大資訊公諸於世，踐行證券交易法課予之公開揭露義務，消彌資訊不對稱之困境而得以保護投資人。

<sup>62</sup> 吳嘉生，《銀行法釋論》，新學林，2006年8月，97-98頁。

<sup>63</sup> 江俊彥，註21文，154頁。



除「強制公開揭露」外，證券交易法之「反詐欺條款」亦禁止吸金者濫用資訊優勢以不實之資訊欺騙投資人而賺取更多利潤。故當吸金者在有價證券之初級市場或次級市場中，有虛偽、隱匿等證券詐欺行為，即已構成犯罪，並不要求此一行為是否已引起投資人錯誤，亦不論是否有造成投資人實際財產損害，是以，「反詐欺條款」若能是用到違法吸金案件上，更能達到「匡正風險」作用，以制裁手段震懾帶有社會風險行為。倘以不當擴張銀行法之適用範圍予以規範，反倒嚴重壓縮或根本取代證券交易法前開兩大規範基石，對投資人之保護只會更加不足。

### (三) 銀行法第 29 條之 1 要件具體標準 紊亂

銀行法第 29 條之 1 之構成要件中，對於「顯不相當」之具體衡量標準為何，容有不同見解，臺灣高等法院暨所屬法院曾於 99 年法律座談會提出四說<sup>64</sup>，包含甲說：依民法第 205 條之法定利率為標準；乙說：一般銀行或民間互助會利率水準說；丙說：以民間借款習慣月息 3 分為基準；丁說：依具體個案審酌認定之。最後研討意見採乙說，

惟最高法院似採丁說，認所謂「與本金顯不相當」，應就原本利率時期核算，並參酌當地之經濟狀況，較之一般債務之利息，顯有特殊之超額者以決定之<sup>65</sup>。足見就「顯不相當」要件之衡量標準，仍未有一定之標準，吸金案件於適用銀行法第 29 條之 1 產生莫衷一是之困難。本文認為，不論吸金者是否係以顯不相當之報酬吸金，其所為之吸金行為即屬證券交易法第 7 條第 1 項之募集有價證券行為，自當依證券交易法第 22 條第 1 項之規定向證券主管機關申報生效，投資人即可直接斷定其為非法，並無任何含糊不清空間，可得保護投資人，否則，若吸金者若約定給付與本金相當之報酬，是否即無違法之虞？投資人是否無任何規範得以保護？若採取證券交易法規範吸金行為，不論吸金行為是否約定或給付「顯不相當」之報酬，只要其未依規定向證券主管機關申報生效者，司法機關即可判斷其非法而介入調查，避免違法吸金之犯罪規模擴大、蔓延<sup>66</sup>。

此外，我國最高法院曾指出：「至於提供資金者於提供資金後，猶須提供勞務或履行其他義務（例如：買賣

<sup>64</sup> 臺灣高等法院暨所屬法院 99 年法律座談會刑事類提案第 12 號。

<sup>65</sup> 最高法院 102 年度台上字第 334 號刑事判決。

<sup>66</sup> 江俊彥，註 21 文，156 頁。

商品、推廣服務等），始能獲取報酬者，倘其所提供之勞務或履行之義務，與所獲得之報酬相當，則該項報酬固可認係其提供勞務或履行義務之對價；否則，仍應認為該項報酬為其提供資金之對價，而屬銀行法第 29 條之 1 所稱『以收受存款論』之範疇。<sup>67</sup> 本文認為，本件爭點在於投資契約之第 4 項要件，即「獲利主要係仰賴發行人或第三人的經營努力」，參酌前開美國 *SEC v. Koscot Interplanetary, Inc.* 案件，努力的概念應是發行人或第三人是否有經營、控制或管理，判準應是發行人或第三人的努力是否為關鍵性的努力，投資人縱有提供勞務或履行其他義務，不應使有心人士在違法吸金時，在投資計畫中設計增加投資人參與計畫並付出簡單的努力以作為利益實現的先決條件，以此來逸脫證券交易法之規範。是以，將違法吸金之犯罪行為，歸由證券交易法規範之，實能達到對投資人最大之保護。

#### (四) 被害人之財產損害賠償

或有論者認為，違反銀行法第 29 條之 1 規定者，其罰則銀行法第 125 條之刑度，比起非法募集有價證券之證券交易法第 174 條第 2 項罰則刑度較重，與證券詐欺之證券交易法第 171 條罰則

刑度相同。如此重罪伺候，相較於證券交易法之罰則並無較差之嚇阻效果，甚至更佳，實無更由證券交易法規範之必要。

然而，若以銀行法第 29 條之 1 處理違法吸金案件，事實上對於被害人之損害求償造成更大困境。首先，若以銀行法第 29 條之 1 定罪違法吸金之犯行，被害人無法提起附帶民事訴訟，觀諸刑事訴訟法第 487 條第 1 項：「因犯罪而受損害之人，於刑事訴訟程序得附帶提起民事訴訟，對於被告及依民法負賠償責任之人，請求回復其損害。」，再依刑事訴訟法第 504 條第 2 項、第 505 條第 2 項，附帶民事訴訟無須繳納民事訴訟之裁判費。惟依我國最高法院之見解，認為：「銀行法第 29 條第 1 項、第 29 條之 1 及第 125 條非法經營銀行業務罪，目的係維護國家有關經營銀行業務應經許可之制度，貫徹金融政策上禁止非法經營銀行業務，以直接維護國家正常之金融、經濟秩序，所保護者乃『國家法益』，而非『個人法益』。至於特定存款人或投資人之權益雖因國家貫徹其金融政策而間接獲得保障，但非此規定之直接保護對象，難謂特定存款人或投資人係行為人違反此規定之犯罪事實而受損害之人，應不得附帶於本案

<sup>67</sup> 最高法院 106 年度台上字第 323 號刑事判決。



刑事程序而提起附帶民事訴訟。」<sup>68</sup>，足見吸金案件之被害人，於刑事程序中，因適用之法條為銀行法第 29 條之 1，被害人僅是間接受害人，而非因犯罪直接受損害之人，不得提起附帶民事訴訟，自無法享有刑事訴訟法第 504 條第 2 項、第 505 條第 2 項之免納裁判費之優惠，又違法吸金案件之損害動輒千萬、上億，如此一來無法提起附帶民事訴訟，對於被害人之民事賠償可謂大打折扣。

次之，如以銀行法第 29 條之 1 予以定罪，惟綜觀銀行法之規定，並無民事求償之請求權基礎，被害人亦因立法將違法吸金犯行錯置銀行法，而無從適用證券詐欺之民事賠償機制，故被害之投資人因吸金者之詐欺行為而認購、交易有價證券者，僅能以民法侵權行為作為請求權基礎請求損害賠償。從而，吸金者於從事吸金行為時，因未負有證券交易法之強制公開揭露義務，因此有所隱匿相關利空資訊，依民法第 245 條之 1 第 1 項第 1 款規定，只有在「他方之詢問」時，而有惡意隱匿之情，方才負賠償責任，故被害人在吸金者惡意隱匿重大資訊時，誤信有利可為而認購出

資時，事後在未有強制公開揭露之保障下，實在難以求償。惟若依證券交易法規範者，吸金者於募集、發行有價證券時有惡意隱匿之情事，即已違反強制公開揭露之規範，自應依證券交易法第 20 條、第 32 條等相關規定負賠償責任，兩者相較，顯見證券交易法對於被害人之保護較足，被害人之損害較能獲得補償。

另若吸金者有證券詐欺行為，導致被害人交易有價證券之情況，若依民事侵權責任作為請求權基礎，則損害賠償之債，以有損害之發生及有責任原因之事實，並二者之間，有相當因果關係為成立要件，依照一般侵權行為之舉證責任分配原則，主張權利受損之被害人就損害之發生及有責任原因之事實，並二者之間有相當因果關係等成立要件負舉證責任，申言之，被害之投資人須就「交易因果關係」及「損害因果關係」舉證，因而受有較高之敗訴風險。但依證券交易法之證券詐欺規範，就交易因果關係部分，我國法院受美國「詐欺市場理論」影響，多數判決以民事訴訟法第 277 條但書為依據，推定投資人與詐欺行為間存有「交易因果關係」，應由

<sup>68</sup> 最高法院 108 年度台附字第 15 號刑事判決；類似見解包含：最高法院 107 年度台抗字 170 號民事裁定、最高法院 104 年度台抗字第 54 號民事裁定、最高法院 103 年度台抗字第 1014 號民事裁定。

吸金者就二者間無交易因果關係之抗辯負舉證責任，以符公平旨趣，使被害投資人之舉證責任得以緩和及減輕，提高其損害獲得補償之機會。

或有見解認為，刑事法程序已訂定犯罪所得發還被害人之程序，被害人自得依刑事程序規定，由司法機關發還犯罪所得予被害人以填補被害人之損害賠償，對於被害人之求償權保護尚足。但是，我國刑法沒收新制施行後，金融八法<sup>69</sup>發還條款隨之修正，其核心規範是「犯罪所得，除應發還被害人或得請求之人，沒收之」，綜觀金融八法發還條款的修正理由，例如銀行法第136條之1所示：「二、原規定沒收前應發還之對象有被害人及得請求損害賠償之人，較刑法第三十八條之一第五項之範圍廣，如刪除回歸適用刑法，原規定之『得請求損害賠償之人』恐僅能依刑事訴訟法第四百七十三條規定，於沒收之裁判確定後一年內提出聲請發還或給付，保障較為不利，爰仍予維持明定。」由於金融犯罪往往案情重大複雜、受害人數眾多，民事求償程序較為冗長，無法在刑事沒收裁判確定後1年內取得執

行名義，導致潛在被害人即得請求損害賠償之人僅能依刑事訴訟法第473條聲請發還，保障不足。但這樣的刑事法脈絡下，變成只要有潛在被害人有可能要主張求償，法院就不能沒收。

但在此發還條款下，金融八法的犯罪所得既不發還、也不宣告沒收，如有扣押犯罪所得，法規上亦無「為保全被害人求償權」之扣押根據，判決後若繼續扣押如同走在違法國賠綱索<sup>70</sup>。另外，現行法下，亦無容許判決時未宣告沒收之犯罪所得，有事後單獨聲請沒收的法律管道，綜合前述，在法院判決未宣告沒收犯罪所得時，事後並無任何救災措施得以保全犯罪所得，且實務操作面，潛在被害人若有人出面、有人默不吭聲，損害額就係為何，種種認定上耗時成本冗長，又如何能在判決後之執行程序確認所有潛在被害人已分配完畢，操作上之難度甚高。故此，如單以刑事程序之發還條款，棄民事賠償程序於不顧，是否能確實保障投資人，不無疑問。

綜上，違法吸金案件若歸由證券交易法規範，被害之投資人可得於刑事程

<sup>69</sup> 金融八法，指銀行法、證券交易法、保險法、信託業法、金融控股公司法、信用合作社法、票券金融管理法及證券投資信託及顧問法等八部法律。

<sup>70</sup> 王士帆，金融八法犯罪所得發還「潛在被害人」，《月旦刑事法評論》，2018年9月，10期，10頁。



序附帶提起民事訴訟，不僅享有免納裁判費之優惠，若涉有違法吸金人詐欺行為而認購、交易有價證券者，更當吸金者隱匿相關利空重大消息之詐欺行為時，被害人向其求償時可得緩和「交易因果關係」之舉證責任，更不因現行金融八法之潛在被害人發還條款，進而導致損害賠償僅能在配套措施不足之情況，而難以獲得損害賠償之發還，又苦無其他銀行法民事請求權基礎，使其損害獲得填補之難度頗高。

## 陸、結論

總結以上之討論，本文認為探究銀行法第 29 條之 1 之金融法制論理，應從金融市場之規範模式、立法目的探討之。銀行透過收受存款等手段收集資金，再透過金融中介機構將資金挹注於資金需求者，創造信用與促進信用交易融資功能，係高財務槓桿經營，影響國計民生至鉅，銀行在「大到不能倒」的基礎下，觀諸我國銀行法第 1 條保護存款人之目的，銀行必須受到高密度之機構性規範，立法目的不在保障投資人。對於吸金案件本身，其經濟實質面觀之，本身即是「投資契約」之行為，然我國將投資契約行為誤置在銀行法中，不符銀行法之保護存款人之目的，可謂漠視資本市場規範與貨幣市場規範之差

異，嚴重壓縮或根本取代證券交易法之保護規範，造成金融法制體系之紊亂。

再者，吸金行為倘以銀行法第 29 條之 1 為規範，「顯不相當」之不確定法律概念將導致實務操作上之無所適從。證券交易法本於保護投資之立法目的，以「強制公開揭露」及「反詐欺條款」兩大規範基石貫串證券交易法，而不當適用銀行法之規定，導致吸金案件之被害人無法受到保護，不僅是因適用銀行法導致此些投資人因非銀行法之直接受害人而無法提起附帶民事訴訟，進而無法享有免納裁判費之優惠，更必須以民事侵權行為作為請求權基礎，造成訴訟上之舉證困難，使被害人之保護大打折扣。縱然適用刑事訴訟法之發還被害人條款，然在金融八法修正後，因「潛在被害人發還」之條款，亦導致無法沒收、無法扣押等窘境，又無從依證券交易法之民事賠償機制獲取賠償，被害人之損害獲得填補之路可說是遙遙無期。

立法論上，銀行法第 29 條之 1 應予廢除，吸金行為應回歸由證券交易法加以規範，然縱未修法，吸金行為之本質既為投資契約，又我國主管機關已就投資契約之審查標準 *Howey Test* 予以引進，吸金行為於現行法下應有適用證券交易法之空間，在此交錯的平行時空下，吸金行為人向多數人或不特定之人

收受款項或吸收資金行為，自須符合證券交易法第 22 條向證券主管機關申報生效，並負證券交易法之揭露義務，並

受反詐欺條款之規範，更能有效抑制此類犯罪。

## 參考文獻

### 一、中文書目

1. 王文宇，金融法之基本概念，收錄於《新金融法》，元照，2004 年 11 月，2 版。
2. 王志誠，《現代金融法》，新學林，2017 年 10 月，3 版。
3. 吳嘉生，《銀行法釋論》，新學林，2006 年 8 月。
4. 林仁光，銀行法總則，收錄於《金融法》，元照，2016 年 2 月，9 版。
5. 金桐林，《銀行法》，三民，2006 年 7 月，6 版。
6. 莊永丞，論我國銀行法第 29 條之 1 之規範妥適性，收錄於《財經法制新時代—賴源河教授七秩華誕祝壽論文集》，元照，2008 年 10 月。
7. 劉連煜，《新證券交易法實例研習》，元照，2014 年 9 月，12 版。

### 二、中文期刊論文

1. 王士帆，金融八法犯罪所得發還「潛在被害人」，《月旦刑事法評論》，2018 年 9 月，10 期，5-15 頁。
2. 王文宇，分析商業交易常用的經濟概念，《月旦法學雜誌》，2018 年 6 月，278 期，100-120 頁。
3. 王文宇，法學、經濟學與商業交易—契約與組織的運用，《月旦法學雜誌》，2018 年 5 月，277 期，64-90 頁。
4. 江俊彥，違法吸金案件刑事規範之研究—以銀行法與證交法間之體系違反為中心，《法學叢刊》，2013 年 4 月，58 卷 2 期，133-166 頁。
5. 余雪明，認識證券交易法（二）有價證券之概念，《月旦法學雜誌》，1996 年 9 月，16 期，83-86 頁。
6. 吳天雲，銀行法違法吸金罪實務問題之研究，《月旦財經法雜誌》，2015 年 5 月，36 期，101-129 頁。
7. 莊永丞，論保單貼現金融商品是否為證券交易法之有價證券，《法令月刊》，2007 年 3 月，58 卷 3 期，61-73 頁。



8. 楊偉文，金融監理機關功能性組織調整之研究，《臺北大學法學論叢》，2009年6月，70期，157-255頁。
9. 違反銀行法中非銀行不得收受存款行為之構成要件探討，《月旦法學雜誌》，2019年5月，288期，131-141頁。
10. 戴銘昇，違法吸金案：銀行法與證券交易法之交錯—最高法院105年台上1371判決，《台灣法學雜誌》，2016年11月，308期，129-133頁。

### 三、英文書目

1. COFFEE, JOHN C., JR. & SELIGMAN, JOEL, SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS, FOUNDATION PRESS, NEW YORK, U.S.A. (2003).
2. COX, JAMES D. ET AL., SECURITIES REGULATION CASE AND MATERIALS, ASPEN PUBLISHERS, NEW YORK, U.S.A.(1997).

### 四、英文期刊論文

1. Akerlof, George A., *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, 84 QUARTERLY. J. ECON. 488, 488-500 (1970).
2. Alcser, Marc G., *The Howey Test: A Common Ground for the Common Enterprise Theory*, 29 U.C. DAVIS L. REV. 1217, 1228-42 (1996).
3. Borsani, Christopher L., *A "Common" Problem: Examining the Need for Common Ground in the "Common Enterprise" Element of the Howey Test*, 10 DUQ. BUS. L.J. 1, 1-17 (2008).
4. Coase, Ronald H., *The Problem of Social Cost*, 3 J. L. & ECON. 1, 1-44 (1960).
5. Coffee, John C., Jr. & Sale, Hillary A., *Redesigning the Sec: Does the Treasury Have A Better Idea?*, 95 VA. L. REV. 707, 707-83 (2009).
6. Foster, Sharon E., *Too Big to Fail-Too Small to Compete: Systemic Risk Should Be Addressed Through Antitrust Law but Such A Solution Will Only Work If It Is Applied on an International Basis*, 22 FLA. J. INT'L L. 31, 31-64 (2010).
7. Jackson, Howell E., *Regulation in A Multisectoral Financial Services Industry: An Exploratory Essay*, 77 WASH. U. L.Q. 319, 319-97 (1999).
8. Monaghan, Maura K., *An Uncommon State of Confusion: The Common Enterprise Element of Investment Contract Analysis*, 63 FORDHAM L. REV. 2135, 2175(1995).
9. Odinet, Christopher K., *Consumer Bitcredit and Fintech Lending*, 69 ALA. L. REV. 781, 781-858 (2018).



10. Schooner, Heidi Mandanis & Taylor, Michael, *United Kingdom and United States Responses to the Regulatory Challenges of Modern Financial Markets*, 38 TEX. INT'L L.J. 317, 317-45 (2003).
11. Schooner, Heidi Mandanis, *Functional Regulation: The Securitization of Banking Law*, available at <https://ssrn.com/abstract=283748> (last visited Mar. 15, 2020).
12. Schooner, Heidi Mandanis, *Top-Down Bank Capital Regulation*, 55 WASHBURN L. J. 327, 327-55 (2016).
13. Verstein, Andrew, *The Misregulation of Person-to-Person Lending*, 45 U.C. DAVIS L. REV. 445, 445-530 (2012).
14. Whitehead, Charles K., *Reframing Financial Regulation*, 90 B.U. L. REV. 1, 1-50 (2010).

## 五、其他資料

1. 最高法院 102 年度台上字第 334 號刑事判決。
2. 最高法院 106 年度台上字第 323 號刑事判決。
3. 最高法院 108 年度台附字第 15 號刑事判決。
4. 臺灣高等法院暨所屬法院 99 年法律座談會刑事類提案第 12 號。
5. 金管會（108）年金管證發字第 1080321164 號令。
6. *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S.56 (1990).
7. *SEC v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946).
8. *International Broth. of Teamsters, Chauffeurs, Warehousemen and Helpers of America v. Daniel*, 439 U.S. 551 (1979).
9. *SEC. v. SG Ltd.*, 265 F.3d 42 (1st Cir. 2001).
10. *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837 (1975).
11. *SEC v. Glenn W. Turner Enterprises, Inc.*, 474 F.2d 476 (9th Cir. 1973).
12. *SEC v. Koscot Interplanetary, Inc.*, 497 F. 2d 473 (5th Cir. 1974).
13. *Williamson v. Tucker*, 645 F.2d 404 (5th Cir. 1981).