

從實務見解觀察「非法經營證券投資顧問業務」之輪廓

沈宗英*

壹、前言

一、美國在2020年3月為因應疫情對於經濟的影響，從一開始7000億美元到後來直接宣布採取「無上限」的量化寬鬆政策，美國聯準會（Fed）以儲備金購買美國公債及不動產抵押貸款證券，藉此讓資金間接流入市場中用以刺激經濟；且同時調降利率至近乎零利率之水準，此時持有資金的個人或企業若將資金持續存在銀行內不若以往得收取利息，且實質購買力可能隨著通貨膨脹的影響而降低。因此，人們除將原本儲存在銀行的資金使用於消費或投資外，在借貸成本降低之情況下，許多人亦會選擇在低利率的時期向銀行借貸用來投資，以獲取更大的報酬。因此，在2020年3月至2021年間，大量資金湧入投資市場後，不僅美國股市不斷創下歷史新高，許多國家的股市亦然。台灣股市更從2020年

3月19日的近幾年股市的最低點8523.63點一路向上攀升至歷史新高18,619點。

二、不斷創新高的股市持續吸引更多的投資人將資金投入股市、債市等金融商品，台灣總體證券開戶總數亦屢創新高。因此，在近幾年間許多「少年股神」應運而生。吾人亦可在社交媒體見諸許多「股市神人」或以貼出對帳單或領取飆股名單方式招募會員、開班授課，表示免費加入LINE群組可跟著「老師」一起賺錢；亦或者，「老師」們經常於社交媒體上刊載「0本金就可以進軍股市」、「小資族亦可以透過當沖¹獲利數千萬元」等訊息。又或者，「老師」或表示願分享自身經歷三次破產後所研發、並藉以翻身的「當沖」心法，若依此SOP操作不但風險極低，甚至可利用此SOP操作模式，每天用「10分鐘」就可以幫自己加薪或每年可獲利高達數百萬、甚至上千

* 本文作者係執業律師

註1：當沖係為「當日沖銷（day trading）」之簡稱，指的是在「當天」即完成買進與賣出相同數量股票的同一檔股票交易，用以賺取其中的價差；由於股票在當天內買賣結清，因此毋需拿出本金，只需準備券商手續費、證交稅及買賣間的差額款項即可。

萬元，從此以後「不用看老闆臉色」；抑有進者，近年來亦可看到許多「網紅」在Youtube上藉由特定產業之介紹影片，在影片中不僅分析該特定產業各該個別公司經營狀況，亦就公司之前景提出具體看法，且於影片中提及「究竟會漲到哪裡？」等語，而該行為是否屬於提供有價證券價值分析及推介建議，不無討論空間？未者，對於程式設計較為熟悉的「老師」自行或與委由資訊公司開發投資軟體後，以單次購買或以訂閱制方式供投資人使用，若該具有特殊標示作為買進、賣出訊號的投資軟體，是否亦違反證券投信投顧法第107條第1項之規定？均值得一討論。

三、究其根本，投資行為本身即伴隨著相應的風險，而投資人之所以願意提供報酬委任投資顧問無非是希冀藉由其專業能力，將個人投資風險最小化並從中獲得較高的報酬。但未通過國家考試的「地下投顧」是否有符合最低標準的專業能力，投資人往往無從知悉或查證，且在未經主管機關監管的情況下，如發生爭議，投資人不僅可能賠掉辛苦積累的財富，更可能求償無門。然而，有些投資人於投資市場中多年仍可穩定獲利者，願將過往累積之投資經驗分享予他人，本為言論自由的一環，但該等行為是否會落入「投資顧問」的規範範圍，在各國認定或規範上或多或少均有模糊不清的情形。故而，本文由司法院大法官解

釋第634號解釋（下稱：釋字第634號解釋理由書）出發，並整理釋字第634號解釋公告後之實務見解的發展，希冀藉此界定非法經營證券投資顧問業務的輪廓，讓讀者在審視行為人此一行為是否合法時有更明確的界線。

貳、從司法院大法官釋字第634號解釋界定證券投資顧問服務之範圍

一、「證券投資顧問」與大法官心中的「一般性之證券投資資訊」

（一）證券投資信託及顧問法（下稱：證券投信投顧法）第4條中所稱之「證券投資顧問」，係指直接或間接自委任人或第三人取得報酬，對有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易有關事項，提供分析意見或推介建議。而依據同法第4條第2項、第63條第1項規定，證券投資顧問業，則係指經過主管機關許可始可經營，以經營證券投資顧問為業之機構，若未經許可，並經核發營業執照者，不得為之。準此，提供有價證券等證券商品之價值分析或推介建議等投資顧問業務之業者，均需經主管機關之許可後始得為之；若未經許可即擅自提供有價證券、證券相關商品提供分析意見及推介建議，於證券投信投顧法第107條第1款設有處罰規定，得處五年以下有期徒刑，得併科一百

萬元以上五千萬元以下罰金。另外，若係對於期貨等槓桿商品所為之價值分析或推介建議，在期貨交易法中亦有相似之規定，例如：期貨顧問事業設置標準第2條規定期貨顧問業務之定義，期貨交易法第82條亦表示，期貨顧問業務須經許可後始可經營此類顧問業務；再者，期貨交易法第112條第5項第5款亦對於非法經營期貨顧問業務者設有處罰規定；最後，對於如何界定行為人實質上有無執行期貨顧問事業之業務，實務見解則明確指出，在判斷行為人是否涉犯期貨交易法第112條第5項第5款時，亦應與非法經營證券業務罪之相同標準解釋適用之²，併予敘明。

(二) 證券投信投顧法第4條立法理由表示，該法係參酌美國1940年投資顧問法第2條之規定而設立，其立法目的係因證券投資顧問事業本身專業性是否足夠，對於投資人影響甚鉅。若未能有效管理監督，除影響投資人之權益外，亦有可能影響證券市場秩序。故而，立法者採取許可制之方式，禁止未取得許可證之業者私自執行投資顧問業務，俾利於監管從事投資顧問業務者。而此種對於商業性言論自由的限制，釋字第634號解釋理由書強調：「鑒於證券投資本身具有一定之風險性及專業性，而證券投資顧問事業關係證券市場秩序與投資權益保護之公

共利益至鉅，故就該事業之成立管理採取核准設立制度，俾提升並健全該事業之專業性，亦使主管機關得實際進行監督管理，以保障投資，發展國民經濟。主管機關亦依上開意旨訂定管理規則。是證交法第十八條第一項及管理規則第五條第一項第四款之規範目的，係為建立證券投資顧問之專業性，保障投資人獲得忠實及專業服務之品質，避免發生擾亂市場秩序之情事，其所欲追求之目的核屬實質重要之公共利益。」即明確表示為保障投資人及維護市場秩序，對於商業性言論的限制仍有其必要；然而，釋字第634號解釋理由書復指出：「證交法第十八條第一項及管理規則第五條第一項第四款規定之證券投資顧問事業，就經營或提供有價證券價值分析、投資判斷建議之業務者而言，係建立在證券投資顧問之專業性，保障投資人於投資個別有價證券時，獲得忠實及專業之服務品質，並避免發生擾亂市場之情事，依此立法目的及憲法保障言論自由之意旨，如僅提供一般性有之證券投資資訊，而非以直接或間接從事有價證券價值分析或推介建議為目的之證券投資講習，自不受上開法律之限制。」等語。其中則明確指出若對於「一般性之證券投資資訊」且「非直接或間接對個別有價證券價值分析或推介建議」則不在我國

註2：臺灣高等法院110年度金上訴字第7號刑事判決。

對於投資顧問所為之限制之列。

- (三) 惟何謂「間接」從事有價證券價值分析或推介建議為目的之證券投資講習，即生解釋上之疑義。釋字第634號解釋理由書則就此提出適例及提供較為具體之判斷標準。其指出：「例如講習雖係對某類型有價證券之分析，但客觀上有導致個別有價證券價值分析之實質效果者，即屬間接提供個別有價證券價值分析之證券投資講習。」³。由此觀之，如提供從事是類行為所提供之服務內容於「客觀上」導致特定之個別有價證券有「價值分析」或「推介建議」之「實質效果」者，亦屬非法經營證券投資顧問業務罪涵蓋之範圍。此時，若在其他要件亦該當之情況下（例如：對價關係），如在錄製影片放置於Youtube上，而影片中就特定產業作出價值分析或推介建議，且該影片內容在客觀上可得特定為個別有價證券，極有可能再進入偵、審階段時將被認定有「客觀上有導致特定之個別有價證券價值分析之實質效果」，進而該當對於個別有價證券提供價值分析及推介建議之要件，殊值留意。

二、「一般性證券投資資訊」的實務操作

- (一) 承前所述，雖然釋字第634號解釋、實務見解多指出如提供所謂「一般性之

證券投資資訊」而未涉及「特定之個別有價證券」之價值分析或推介建議之情形，不在非法經營證券投信投顧業務罪規範範圍內。然而，我國法院在大法官作出釋字634號解釋後，對於「一般性證券投資資訊」之概念亦漸漸有更進一步闡釋及說明，實務見解多認為所謂「一般性證券投資資訊」僅限於對不特定人公開且可無償取得之資訊，倘單純提供未予篩選、編輯或加工之一般性證券投資資訊，且並未提供分析意見或推介建議者始足當之。例如：台灣證券交易所或櫃檯買賣中心所提供之各類交易資訊；反之，若提供自己或他人改造加工過之相關證券投資資訊，或作為技術分析則非屬「一般之證券投資資訊」。有實務見解認為若提供上開不特定人可無償取得之資訊係加工後所作成之投資使用之K線圖、或是得以資作為技術分析、用以預測未來股價走勢者，即屬直接或間接從事個別有價證券之價值分析，而仍屬須經許可始得經營之證券投資顧問業務⁴；亦且，未經核准經營證券投資顧問業務者，縱其提供之專家意見或建議，均取自於合法之業者，無論係合法依約或係以非法行為取得，亦無論有無增刪修改，均無法更異其非合法核准之身份條件⁵，併予說明。

註3：司法院釋字第634號解釋理由書。

註4：前揭註2。

註5：最高法院101年度台上字第2990號刑事判決。

(二) 惟查，即便經過釋字第634號解釋說明，非法經營證券投資顧問業務之行為態樣排除僅提供「非針對個別有價證券為價值分析及推介建議之一般性證券投資資訊」者。惟學者認為在如何界定「一般性之證券投資資訊」上尚有不足，例如：分析投資債券而非投資股票之優點、將公開資訊（例如漲跌幅）重新整理並製圖說明等是否屬「一般性」？又提供一系列證券名單以供客戶從中選擇，或提供證券、基金、外幣、其他衍生性金融商品數種投資工具之建議是否屬「針對個別有價證券」？在認定上尚有所疑問⁶。對此，而學者指出美國法原本在1940年所頒布之投資顧問法（Investment Advisors Act of 1940）、在1956年所制定之統一證券法（Uniform Securities Act）中第102條規定對於「投資顧問」則有明確定義⁷，亦臚列眾多除外情形，例如：任何會計師、律師、工程師就投資顧問服務僅係「附帶」於其所提供之專業服務者，不列入投資顧問之範圍、新興媒介物（如網路）於投資顧問之運用，亦相較於我國實務上之操作似較為清晰，或可作為我

國法之借鏡。因此，學者建議除對於投資顧問應有較為明確之定義外，亦應就投顧事業之除外或豁免事項，為一整體性的專業思考，避免有掛一漏萬之情形發生⁸。

(三) 目前在我國實務上，隨著科技的快速發展，以程式進行交易不再限於機構法人才能使用，許多俗稱「散戶」的投資人亦經常使用程式交易軟體作為交易工具。但將證券分析投資軟體以單次販售或以訂閱制之方式提供證券分析軟體使用權限予投資人之行為，是否亦可認為係對於個別有價證券之價值分析或推介建議，仍有疑義。對此，主管機關即行政院金融監督管理委員會（下稱：金管會）曾於100年5月5日以金管證期字第1000020068號函頒布一「非法經營證券投資或期貨顧問業務之認定原則」，至今在實務上仍多所援用⁹。金管會在頒布的「非法經營證券投資顧問事業之認定具體原則」中提及：「二、非法經營證券投資顧問業務之認定原則：（一）**銷售證券投資分析軟體**，除有四（一）所列情形外，**經查符合下列三項構成要件者，屬非法經營證券投資顧問業**

註6：張心悌（2008），〈證券投資顧問事業之定義——兼論大法官會議釋字第634號解釋〉，《月旦民商法雜誌》，第19期，第177頁；劉連煜（2022），〈證券、期貨分析意見及建議與一般性資訊之分野〉，《當代法律雜誌》，第7期，第51頁。

註7：統一證券法（Uniform Securities Act）其後分別於1985年、2002年修訂之。

註8：張心悌，前揭註6，第178頁。

註9：採認非法經營證券投資顧問業務之認定原則者，例如：臺灣地方法院100年度金訴字第22號刑事判決、臺灣桃園地方法院106年度審金訴字第1號判決。

務：1.未經主管機關許可，反覆銷售證券分析軟體，且該軟體具有對個別有價證券提供價值分析或推介建議之功能（例如：證券投資分析軟體內程式已設定特定情況下會提供個別有價證券之買賣價位、買賣轉折價位、停損停利價位或未來趨勢研判等功能），且該等功能無須經由購買該軟體者自行設定條件為運算提示。2.直接或間接自委任人或第三人取得報酬。3.第1點所列行為與第2點取得報酬之間，依個案具體情節，具有對價關係。」若細繹該「非法經營證券投資顧問事業之認定具體原則」，如該軟體已經由程式開發者設計相關參數，而操作者無庸自行輸入、設定條件作為運算提示即可直接執行，作為買入或賣出有價證券之依據，在實務上多半會被認定為對個別有價證券在實質上有價值分析或推介建議之效果¹⁰。惟若該投資軟體單純

僅係提供「股票市場即時資訊」之原始功能，並未針對股票市場於軟體內設置如紅買綠賣資訊等指標者，實務上或可認為此一類軟體並未具有對於個別有價證券提供價值分析或推介建議之功能，自難認為有違反證券投信投顧法第107條第1項之規定之虞¹¹。

（四）應特別留意者是，實務見解有認為從事證券投資軟體之銷售者，尚非能以販售之證券投資軟體未具備前開認定原則中所臚列之「有價證券未來之買賣價位」、「買賣轉折價位」、「停損停利價位」、「未來趨勢研判」中某一等特定功能，即遽認為並未違反證券投信投顧法第107條第1項規定。實際上仍應以該證券投資軟體於客觀上是否導致特定之個別有價證券價值分析之實質效果為斷¹²；另外，更值得注意者是，於實務上有辯護人於具體案件中主張，其當事人所販賣之投

註10：自動交易程式之投資分析軟體近年來在期貨交易市場上甚為流行，例如差價交易（contracts of difference, CFD）中，商品相較於外匯保證金交易更為多元。透過差價交易可投資各國股票、外匯、指數（例如S&P500、NASDAQ、DJI）、黃金、布蘭特原油（BRENT）、西德州原油（WTI）、虛擬貨幣等商品，且24小時均可交易，受到許多投資人的青睞。除了選擇使用國內期貨交易所提供的交易軟體外，許多人會使用交易軟體為MetaQuotes Software Corp.開發的MetaTrader 4（MT4）、MetaTrader 5（MT5）軟體交易。而目前對於特定商品亦有許多人開發自動交易程式（Expert Advisor, EA）供購買者使用，而由於此類自動交易程式已經設定特定參數，無須購買之投資人自行輸入、設定參數即可使用做為交易的依據，使用後只要觸發某特定條件程式自動運行進行買入及賣出的動作，滿足投資人希冀於隨時掌握趨勢脈動。然而，如將此類自動交易程式透過網際網路兜售，依前揭金管會函文所揭示之認定原則，恐有違反期貨交易法第112條第5項第5款非法經營期貨顧問業務。惟投資人在交易時，投資人得利用此差價交易必須通過經紀商，須特別留意經紀商是否受到有效監管、經紀商之規模大小、客戶多寡、出入金機制是否方便。而監管之機構目前評價較為優良監管單位有英國金融市場行為監管局（FCA）、澳大利亞證券與投資委員會（ASIC）、日本金融廳（FSA）較難取得監管。

註11：臺灣高等法院102年度金上訴字第15號判決。

註12：臺灣高等法院108年度金上訴字第39號判決。

資軟體得由購買人自行設定條件或得變更參數作為運算提示，依金管會所頒布之非法經營證券投資顧問業務之認定原則，應不在處罰之列。惟部分實務見解認為並非僅得以行為人銷售之投資軟體「得」自行設定條件或變更參數作為運算提示，即可脫免證券投信投顧法第107條第1項之罪責。其理由無非是證券投資軟體中之程式編撰多以技術分析作為根基，而技術分析係以過去金融市場資訊作為未來價格趨勢預測或決定是否投資的策略依據。至於技術分析有諸多學派，是以程式開發者在編撰程式時選擇使用何種技術分析方式作為觀察或操作有價證券之依據，亦屬採用一「特定交易規則」，以作為投資者之交易決策參考。投資軟體在設計時，若程式開發者基於其對特定技術分析技術之理解，透過參數的設定及程式編寫將其所採認之技術分析置入其中，讓後續操作者縱然得以自身經驗、使用習慣或交易屬性而改變參數作為運算提示，亦僅是操作者基於其保守或積極之投資屬性改變參考之指標數值。縱使操作者得以更改其設定之參數以符合自身習慣，該投資軟體既已經摻有程式開發者個人對於金融市場趨勢判斷之意見，在此設定下縱然由操作者

自行選擇或觀察之個股標的，該投資軟體亦會依據摻有程式開發者所選用邏輯與操作經驗，對於就選定的標的提供建議或分析之功能，並具有相關特殊訊號標示為進、出場依據之功能，則該投資軟體即與代替程式開發者以自己運算邏輯與操作經驗提供投資建議無異，亦與釋字634號解釋所指單純提供一般性證券投資資訊亦屬有別¹³，進而認定銷售此類證券投資軟體者已涉犯證券投信投顧法第107條第1項之非法經營證券投資顧問業務罪，殊值留意。

(五) 此外，於審視行為人是否該當證券投信投顧法第107條第1項之非法經營證券投資顧問業務罪時，除前揭釋字634號解釋所揭槩之非「一般性之證券投資資訊」且「非對於個別有價證券」所為之價值分析或推介建議不在證券投信投顧法第107條第1項之射程範圍外，仍有其他構成要件亦值得一一說明，茲以實務為出發點，擇其整理如下，俾利讀者於審視行為人從事證券投資顧問業務時有無落入證券投信投顧法第107條第1項之限制內。實務上普遍認為構成非法經營證券投資顧問業務罪之構成要件有：(1)提供價值分析或推介建議之客體為「特定之個別有價證券、證券相關商品或其他經主

註13：最高法院108年度台上字第2068號刑事判決、臺灣高等法院105年度金上訴字第29號刑事判決、臺灣高等法院108年度金上訴字第39號刑事判決、臺灣臺北地方法院110年度金訴字第42號刑事判決。

管機關核准項目」；(2)以直接或間接提供方式提供服務；(3)服務之內容係針對個別有價證券等商品提供分析意見或推介建議¹⁴；(4)委託者與受託人間具有合理信賴關係(5)提供服務者直接或間接自委任人或第三人處取得報酬(6)行為人對於涉犯非法經營證券投資顧問業務罪有犯罪故意。而針對前揭構成要件，擇其重要且值得留意者說明如下：

- 1.本罪處罰之行為態樣係指對於提供個別有價證券價值分析及推介建議，而在此所謂之有價證券除「公開發行公司股票」外，亦包含「非公開發行公司」在內¹⁵。準此，行為人仍須特別留意若提供價值分析、推介建議之股票即便為非公開發行公司之股票，仍有證券投信投顧法107條第1項之適用，尚難以此分析、推介之股票為「非公開發行公司」做為抗辯而脫免罪責；亦且，於審視行為人是否涉犯證券投信投顧法107條第1項時，僅需行為人有對於個別有價證券提供價值分析或推介建議之行為而收取相應報酬即屬之，究竟係對於「個人」或「他人」之個別有價證券等事項提供分析意見

或推介建議，均非所問¹⁶。

- 2.復次，實務上亦指出，非法經營證券投資顧問業務罪之成立，係以委託人與受託人者具有「合理信賴」為必要，倘對於毫無任何合理信賴基礎之大眾無償提供投資資訊之服務，即使該服務非一般性證券投資資訊，亦非證券投資信託及顧問法第107條所規範之對象¹⁷；另外，行為人提供服務之報酬，需直接或間接自委任人或第三人處取得，而此處之「報酬」必須是「行為人提供個別有價證券價值分析或推介建議」間有「對價關係」始足當之。倘若，兩者間無法證明有對價關係存在，尚難以違反證券投信投顧法第107條第1項規定之罪責相繩¹⁸。再者，行為人在主觀上亦須具有犯罪故意，在此即係對於其未經主管機關許可，就個別有價證券投資提供推介建議，並從中獲得具有對價關係之報酬，有所認知，並進而決意實現不法構成要件之行為之主觀意思¹⁹，自屬當然。

三、從具體個案探詢非法經營證券投資顧問業務的輪廓

從事非法經營證券投資顧問業務之行為，

註14：臺灣高等法院高雄分院107年金上訴字第2號刑事判決。

註15：最高法院109年度台上字第2844號刑事判決。

註16：最高法院104年度台上字第354號刑事判決。

註17：臺灣高等法院108年度金上訴字第15號刑事判決。

註18：最高法院101年度台上字第3658號刑事判決、臺灣高等法院高雄分院107年度金上訴字第2號刑事判決、臺灣高等法院111年度金上訴字第25號刑事判決。

註19：最高法院110年度台上字第2451號刑事判決。

目前多在網路社群媒體張貼相關社團訊息，吸引第三人加入特定社群，並以線上或實體進行授課，而授課之內容則泰半講解今日盤勢對於投資人應如何應對；抑有進者，在授課的過程中提及特定個股之未來走勢、於特定條件下建議買入或賣出等實質上涉及個股價值分析及推介建議之行為。以下整理若干實際案例，希冀讀者能在判斷行為人是否涉犯證券投信投顧法第107條第1項規定時，能有更清晰的輪廓，茲臚列如下：

（一）合法之態樣

1.行為人雖於網路上經營理財網站，或轉貼產業新聞、或轉貼其證券投資信託及顧問業務之從業人員撰寫之個股分析、推介意見，但仍需針對個別有價證券提供分析、推介建議，且所收受之報酬與推介建議間有對價關係存在為必要，始可認行為人有違反證券投信投顧法第107條第1項之規定：

臺灣高等法院108年金上訴字第15號刑事判決略謂：「…被告所經營之168理財網，其內容雖有證券投資信託及顧問法第4條第1項後段所定對有價證券之投資或交易有關事項，提供分析意見或推介建議。然查無被告有起訴書所指以會員發布投資訊息或轉貼證券投資顧問老師之投資訊息等稿件，累積一定點數後始能免費瀏覽新聞，而以此為牟利之情形，換言之，被告並無起訴意旨所指之對價關係存在，所為尚不該當於證券投資信託及顧問法第107條第1款之構成要件。」。

2.對學員傳授股票線圖技術分析理論，於

上課期間雖佐以大盤或個股歷史資料或走勢圖，但前開資料僅係用於說明或驗證所述理論，非作為預測個股價格趨勢或作為投資建議：

臺灣高等法院106年度金上訴字第32號刑事判決略以：「本案事實中被告陳朝錦係以技術理論之一般性分析或評介為授課內容，並非著重在個股買賣點之具體建議，所引據大盤或個股歷史資料亦在印證其敘及理論，非為預測個股即時價格趨勢或給予投資建議，行為樣態有所不同（本案與司法院釋字634號解釋個案事實，行為人同以開班講授證券投資課程並收取報酬之情節，則較為類似），另學員於授課期間憑藉股票分析軟體以搜尋取得所需歷史資料，來印證課堂所學理論，亦非由被告陳朝錦提供選擇特定個股名單為推薦行為，…」。

3.證券投資軟體僅有提供股票市場之即時資訊，並未提供具體買賣等系統指標，未具有對個別證券交易提供未來交易價位研判分析或推介建議之功能：

臺灣高等法院102年度金上訴字第15號刑事判決謂：「…雖同案共同被告葉華熙等人所共同販售之『賺大錢系統』操盤分析軟體，在股票市場方面，確有提供股票市場即時資訊之原始功能，但因上開同案其他共同被告葉華熙等人在其上並未針對股票市場自行設定如紅買綠賣資訊等系統指標，該軟體即未具有對個別證券交易提供未來交易價位研判分析或推介建議之功能，自難認同案被告葉華熙等人及被告黃竟隼之行為違反

證券投資信託及顧問法第6條第1項、第107條第1項之規定。此外，復查無其他積極證據，足證同案共同被告葉華熙等人及被告黃竟隼有公訴人所指違反證券投資信託及顧問法第6條第1項、第107條第1項之犯行。」。

(二) 違法之態樣

1. 向投資人以其自行鑽研易經、推背圖所得、用以預測股票、期貨走勢、名為「鬼股K線六十四招式」之股票、期貨分析技術，並就進出場時間提供分析意見及推介建議：

臺灣高等法院108年度金上訴字第36號刑事判決略謂：「陳金華擇定某期間之週末晚間8時許起至10時許止，藉由ZOOM視訊軟體，以網路視訊授課方式，向李碩文、郭繼仁、何洲源等人教授其自行鑽研易經及推背圖所得、用以預測股票、期貨走勢、名為「鬼股K線六十四招式」之股票、期貨分析技術，並就證券、期貨之投資或交易有關事項（含K線圖、進出場時點等），提供分析意見或推介建議，以此方式非法經營期貨顧問事業及證券投資顧問業務。…被告自承其並無合格證券及期貨分析師資格（偵查卷第4、95頁），以收費開班方式教授付費之人如何投資股票、期貨之技術分析，並提供64張K線圖作為分析股價上揚、作多作空、找主流股之素材（偵查卷第5、6頁），縱使並非每次授課時都會針對個別股票為價值分析或推介建議、甚或如其所言僅於免費加入

之粉絲專頁或LINE群組中提供標的個股，仍屬對證券投資或交易提供具體投資建議及分析意見，依上揭說明，已該當非法經營證券投資顧問業務甚明。被告辯稱其都在週末晚間授課，並非台股、台指期貨之交易時間，不可能有投資或帶盤建議之行為，應無非法經營證券投資顧問業務云云，尚無可採。」。

2. 設計之電腦軟體具有自動連結台股股市管測站及抓取台股上市櫃公司財務報表等公開資訊，並自動運算分析相關數據，而購買者得由輸入台股股票代碼之方式，得知該特定之個別股票是否「便宜」、「合理」、「昂貴」等標示作為推薦購買者買入或買出該個股之意見：

最高法院108年度台上字第2068號刑事判決略謂：「○○公司所販售之「四方力道」分析軟體，除提供期貨與各類股票即時交易資訊外，該軟體已事先內建技術分析指數與參數，購買該軟體使用者無需亦無法自行設定條件為運算提示，並內建有如原判決犯罪事實欄一①②所示功能供使用等情，業據孫宏志、陳春宗、楊程中、羅子茜分別於偵訊及第一審經詰問證述明確，亦與上訴人等各於調查處自承情節相符，堪認前開軟體確具有推介及分析盤中、盤後各類股票或期貨特定時點是否適宜買賣價位、即時量能分析及未來趨勢研判等決策判斷指標功能，而有對期貨或個別有價證券提供價值分析或推介建議。則上

訴人等既以販售前揭軟體為業，即與證券投資信託及顧問法第4條1項規定證券投資顧問、期貨顧問事業設置標準第2條第1項規定期貨顧問等業務要件相符。」

3.販售之證券投資軟體，雖能亦有具體的標示或符號表示個別股票、期貨買進、賣出、減碼、停損之功能，等同告知各使用人在線型、顏色及訊號出現各種狀況時之對應分析：

臺灣高等法院109年度金上訴字第2號刑事判決略謂：「本案智富系統軟體於K線圖上會出現『紅球』、『綠球』、『星星』、『閃電』等智富訊號，分別指涉對於個別股票或期貨交易之買進、賣出、減碼及停損意涵，並以此指標功能，提供特定之交易規則，足以作為軟體使用者預測價格之趨勢與決定投資之策略依據等事實。…本案智富系統軟體雖以過去期貨、股票之價格（K線）作為基礎，但其標示顏色、訊號、製成趨勢線圖等功能，仍係被告以其設定之技術分析理論利用軟體程式運算而得之演算結果，其目的無非係幫助軟體使用者能輕易就有利之交易時點及價位予以判斷，等同於告知各使用人在線型、顏色及訊號出現各種狀況時之對應分析，以輔助使用者判斷個別股票或期貨之走勢。足見被告販售本案智富系統軟體使用權，並非僅在於提供一般交易資訊供軟體使用者自行整理歸納，而係透過電腦程式之環境及條件設計，推薦軟體使用者利用智富系統設定之智富

訊號及選股功能，並明確指示使用者如何運用選股功能篩選做多或做空、長期或短線之股票，另以智富訊號功能作為計算特定股票或期貨商品轉折條件之『建議點』，呼籲投資者應『跟著訊號做，持續做』，以此投資獲利。故被告以本案智富系統軟體推薦軟體使用者投資決策之參考依據，屬具體特定之投資建議，而具有提供客戶個別有價證券、期貨交易分析意見或推介建議之功能，且附表所示之人交付之金額，係作為取得本案智富系統軟體使用權之代價，二者間具有對價關係，揆諸上開二之說明，自符合期貨顧問及證券投資顧問之服務行為，並有反覆實行之業務經營之事實。又被告就上開行為係屬證券投資、期貨顧問業務，應有所認識，有實行之主觀犯意亦屬無疑。」。

參、結論

- 一、釋字第634號解釋雖表示，行為人若係對於「一般性之證券投資資訊」且「非屬直接或間接從事個別有價證券價值分析或推介建議為目的」之分享投資資訊行為，並不在證券投信投顧法第107條第1項規範之列。然而，學者認為在「一般性之證券投資資訊」的實務操作上認為尚有部分疑義尚待解決，並提出得以美國法作為參考，統一審視我國法是否尚有待改進之處。而本文藉由整理實務見解中具體

之案例，希冀藉由實務上對於非法經營證券投資顧問業務之想法及臚列若干值得注意之案例，讓讀者於審視行為人是否會涉犯證券投信投顧法第107條第1項時有更清晰的輪廓。

二、另外，據臺灣證券交易所之統計，近年來證券開戶數逐年倍增，且累計到去年12月底為止，40歲以下族群開戶數已接近400萬人，幾近總開戶數1,200萬人中1/3，可見市場的熱絡程度並不因2022年開始的升息、停止購債、縮表等政策造成臺灣股市大幅下跌而有所影響。而現代科技的進步，不僅改變了證券業提供服務的方式也改變了投資顧問業者提供服務的方式，投資顧問業務不在限於過去傳統以1對1的方式提供，可透過租用投資軟體之方式獲得更即時的服務。甚至AI人工智慧的快速發展，透過演算法搜集大量數據及分析，已逐漸發展出可同時提供不同、大量使用者面臨決策時提供可信賴程度之具體建議。然而，無論是對於證券投資軟體、機器人理財等利用科技提供傳統投資顧問服務之情形，如何規範此一自動化顧問服務，主管機關金管會雖已留意多年，近期亦研擬將機器人理財服務列入證券投信投顧法中一併規範，但對於此一新型態的自動化投資顧問是否

能一視同仁僅使用過去規範投資顧問相關法令一併規範或值得另立法規範，殊值深思。

三、最後，筆者希冀透過本文提醒投資人，隨著交易市場的越發熱絡，本已存在多時的地下投顧業近年來可謂蓬勃發展。但透過層層網路的保護，使地下投顧更加難以查緝。而此類地下投顧所謂「老師」專業程度之良窳，投資人大多無從查證亦無從分辨，而許多詐騙集團更藏身其中，多以假借免費加入名人所設立之投資社團、LINE群組等名義招攬會員，在初入社團時提供1-2種特定標的炒作後使投資人得利以便取信於投資人。爾後，投資人因先前快速獲利後往往對於「老師」產生崇拜或信賴，而「老師」則進一步利用此一信賴及投資人之貪念引薦投資人並利用外國投資平台操作其他投資商品，例如外匯保證金交易、差價合約交易或虛擬貨幣等商品不一而足，表示若操作得宜，即可在短時間內獲利數千美金，且「老師」亦會做為領頭羊帶領大家共同獲利、分享利潤。此後各個「老師」們在會員入金後²⁰，多會實際帶單操作並且讓投資人於帳面上看起來取得相當獲利。但就在投資人見諸有利可圖後，紛紛再存入更多保證金至與外國投資

註20：「入金」係指交易人將個人資金存入期貨經紀商所開立於各金融機構之「客戶保證金專戶」，而經存入保證金後，客戶得以此保證金從事期貨、選擇權交易等行為。

平台²¹合作之經紀商。但數日即會發現不僅官方網站是假的，先前看起來專業的投資平台竟也顯示錯誤訊息、無法操作，爾後則投資人更會發現欲提領所存入的保證金更是無法出金（即將存入之保證金取出）。此時投資人始發現其積蓄已遭他人提領一空而損失慘重。而類似投資詐欺手法層

出不窮，金管會甚與經營搜尋引擎、社交媒體之業者洽商，希冀能透過委由業者協助事前審查類似廣告，避免類似詐騙廣告一再欺騙消費者上當，但類似廣告實屬多元，業者根本無力做此類訊息的事前審查。是以，投資人僅能多加留意，切莫因一時貪念而輕信他人。

註21：此類國外投資平台是否安全，除審視其規模、經營時間長短、客戶數量及確認經紀商是否受到高度監管外，亦可到「外匯天眼」等國外網站查詢網友對於該經紀商之評價，降低受騙之風險。（外匯天眼網址：<https://www.wikifx.com/zh/>）。