

最 高 行 政 法 院 裁 定

113年度上字第583號

上 訴 人 陳周倫
訴訟代理人 陳松棟 律師
魏啓翔 律師
被 上 訴 人 金融監督管理委員會

代 表 人 彭金隆
訴訟代理人 張宏賓 律師
康庭瑜 律師
呂承儒 律師
參 加 人 復華證券投資信託股份有限公司

代 表 人 杜俊雄
上列當事人間證券投資信託及顧問法事件，上訴人對於中華民國
113年7月26日臺北高等行政法院110年度訴字第1439號判決，提
起上訴，本院裁定如下：

主 文

- 一、上訴駁回。
- 二、上訴審訴訟費用由上訴人負擔。

理 由

- 一、對於高等行政法院判決之上訴，非以其違背法令為理由，不得為之，行政訴訟法第242條定有明文。依同法第243條第1項規定，判決不適用法規或適用不當者，為違背法令；而判決有同條第2項所列各款情形之一者，為當然違背法令。是當事人對於高等行政法院判決上訴，如依行政訴訟法第243條第1項規定，以判決有不適用法規或適用不當為理由時，其上訴狀或理由書應有具體之指摘，並揭示該法規之條項或其內容；若係成文法以外之法則，應揭示該法則之旨趣；倘

為司法院大法官解釋、憲法法庭裁判意旨，則應揭示該解釋、裁判之字號或其內容。如以行政訴訟法第243條第2項所列各款情形為理由時，其上訴狀或理由書，應揭示合於該條項各款之事實。上訴狀或理由書如未依此項方法表明，或其所表明者與上開法條規定不合時，即難認為已對高等行政法院判決之違背法令有具體之指摘，其上訴自難認為合法。

二、爭訟概要：

(一)上訴人為參加人○○○○○○○○○○○○○○，依參加人內部控制制度，投資經理人為投資決定時，必須根據研究員所作成，時間是最近2個月內，及投資建議為「買進」之投資分析報告，且買入金額必須在該投資分析報告設定目標價95%以下。又上訴人於民國109年8月13日出具投資建議結論為「逢低買進」○○○○股份有限公司（下稱○○公司）股票之投資分析報告【目標價為新臺幣（下同）29元，下稱系爭投資分析報告】，而109年間擔任○○○○○○○○○○○○○○（下稱○○○）全權委託參加人之「○○○○○○○○○○000○○0○○○○○○○○○○○○○○○○○○○○」，「○○○○○○○○○○000○○0○○○○○○○○○○○○○○○○○○○○」，「○○○○○○○○○○000○○0○○○○○○○○○○○○○○○○○○○○」，「○○○○○○○○○○000○○0○○○○○○○○○○○○○○○○○○○○」及「○○○○○○○○106○○0○○○○○○○○○○○○○○○○○○○○」等5帳戶（下稱系爭委託專戶）之○○○○○○即訴外人○○○乃引用系爭投資分析報告，並以系爭委託專戶自109年8月13日至同年月28日間買進○○公司股票433張。

(二)嗣因被上訴人發覺○○○、訴外人即系爭委託專戶○○○○○（亦為時任參加人○○）○○○於109年8月10日接受訴外人即時任○○○○○○○○○○○○○○○○○○、訴外人即○○公司大股東即○○○○○○○○股份有限公司、○○○○○有限公司（下合稱○○集團）人員○○○（為○○集團負責人○○○之子）、○○○（原為○○集團投資部門及交易室主管）之招待宴飲，並受○○○指示使用系爭委託專戶密集進場買進

大量○○公司股票。而○○○為符合參加人內部控制制度，乃於109年8月12日以Line通訊軟體指示上訴人作成結論為「買進○○公司股票」之系爭投資分析報告，上訴人亦配合將其前於108年6月27日作成逢低買進○○公司股票建議之投資分析報告（下稱108年6月投資分析報告）稍加修改，即於翌（13）日提出系爭投資分析報告，使○○○得以引用系爭投資分析報告，並以系爭委託專戶於上述期間買進○○公司股票。又系爭投資分析報告部分內容完全複製上訴人於108年4月11日作成之投資分析報告及108年6月投資分析報告，未依個股近況確實更新，亦未包括「股價變動分析」內容，且未有就109年年度重大事件研究分析之內容，更未說明目標價格評估依據等情，乃經調查後審認系爭投資分析報告內容顯然欠缺合理分析基礎與根據，有違反證券投資信託及顧問法（下稱證券投顧法）第59條第8款及第71條第1項規定情事，足以影響參加人全權委託投資業務之正常執行，乃依同法第104條之規定，以110年4月22日金管證投字第11003616983號裁處書（下稱原處分），命令參加人停止上訴人2個月業務之執行，期間自110年5月16日起至110年7月15日止（已執行完畢）。上訴人不服，提起訴願，經決定駁回，遂提起行政訴訟，並聲明：確認原處分違法。經臺北高等行政法院（下稱原審）110年度訴字第1439號判決（下稱原判決）駁回，仍未甘服，遂提起本件上訴。

三、上訴意旨略以：(一)原審係以其所稱「出於錯誤或不周延之資訊」及系爭投資分析報告內容「以外」之事實，認定系爭投資分析報告「顯然欠缺合理分析基礎及根據」，惟此已逾越證券投顧法第59條第8款前段之文義規定，且所謂「出於錯誤或不周延之資訊」，亦與「顯然缺乏合理分析基礎與根據」之概念迥然有異，此均屬對於證券投顧法第59條第8款前段規定之擴張解釋，且違反處罰法定主義。(二)證券投顧法第59條第8款但書規定之「提供『合理』解釋」，乃延續證券投顧法第59條第8款前段「顯然缺乏『合理』分析基礎與

根據者」之「合理」而來，兩相對照下，可知立法者乃認投資分析報告即便其內容顯然缺乏「『合理』分析基礎與根據」，但如研究員得以提出「『合理』解釋」予以補充說明，應可佐證該合理性之存在而不依同法第104條規定裁罰。原判決認定只要經被上訴人查證發現有「投資分析報告顯然缺乏合理分析基礎與根據」之情事，即已該當證券投顧法第59條第8款所定違規行為之構成要件，倘若對此等情事之發生不能提供合理解釋，自無從免除違反證券投顧法第59條第8款之違章責任云云，顯有不當適用證券投顧法第59條第8款規定之違背法令。況且，關於證券投顧法第59條第8款規定應如何適用，原審自應依行政訴訟法第125條第1項、第133條規定之職權調查主義，曉諭兩造為必要之法律上陳述，而非遽以原審法律見解作為判決之基礎，致生突襲性裁判。本件原審既未闡明，逕採不利於上訴人之認定，則其所踐行之訴訟程序當有重大瑕疵，且有判決不備理由之違誤。

(三)○○○早於109年7月間即有委請○○○盤點內需股，然當時上訴人僅口頭表達買進之建議，卻一直未上傳投資分析報告，○○○始於109年8月12日主動提醒，故上訴人製作系爭投資分析報告並非為配合不法指示，而是依循所處之投信業界內，○○○○○與○○○之正常互動模式。是以，本案核心應回歸系爭投資分析報告之客觀記載，有無符合證券投顧法第59條第8款之要件，亦即應回歸著重於投信事業人員出具之「目標價」與「投資建議」，是否有客觀資料與理由足以支撐。而系爭投資分析報告已記載，○○公司109年8月之整體財務狀況與市場反應，均比108年6月之預估結果，表現更佳，故提高目標價為29元，並出具「逢低買進」之投資建議，其評估已具備合理分析基礎與依據，特別是該報告下方之「簡明損益表」，均已更新○○公司109年與110年預估EPS，且「投資建議欄」記載之理由部分，並非完全複製上訴人先前製作之○○公司投資研究報告，且其記載吻合○○公司之基本面與籌碼面現況。另報告內之「近況更新欄」內

容，即便保留先前投資研究報告之內容，然其描述與數據為○○公司過往事件、營運方針與正確之歷史統計資訊，本得作為參考。準此，系爭投資分析報告所為之投資建議及設定之目標價，既有客觀資料佐證，自堪認系爭投資分析報告「非顯然」欠缺合理分析基礎與根據，且非無「合理解釋」。惟原判決單純引據臺灣臺北地方法院110年度金重訴字第10號刑事判決（下稱系爭刑事判決）內容及系爭刑事判決關於系爭投資分析報告原始作成Excel電子檔之列印資料，即認定系爭投資分析報告存在諸多瑕疵、顯然缺乏合理分析基礎與根據等情，卻始終未能論明系爭投資分析報告所列之目標價參數涉及客觀數據者，何者非屬正確，尤其無法論明上訴人於原審特別指出該目標價分析基礎所在之報告內簡明損益表之各項財務數字，何者為錯誤之引據或欠缺合理之推論，而僅以部分非直接關涉該目標價結論之枝節內容指摘為「錯誤」或「不周延」，誠屬不當適用證券投顧法第59條第8款規定，且對於有利上訴人之前開主張恣置不論，亦有違反證據法則、判決不備理由之違背法令云云。

四、惟查，原判決業已論明：證券投顧法第59條第8款但書所定之「能提供合理解釋」，依其文義，乃是指對於「未依投資分析報告作成投資決策」或「投資分析報告顯然缺乏合理分析基礎與根據」之事能提供合理解釋而言，非謂作成投資分析報告者，得以「能提供合理解釋」為由，不於投資分析報告記載分析依據，亦非謂對於此等情事可以事後提供資料之方式予以補正，故只要經被上訴人查證發現有「投資分析報告顯然缺乏合理分析基礎與根據」之情事，即已該當證券投顧法第59條第8款所定違規行為之構成要件，倘若對於此等情事之發生不能提供合理解釋，自無從免除違反該規定之違章責任。又上訴人為配合○○○及○○○購買○○公司股票之決定，而依彼等指示作成已經預設投資分析結論為買進○○○公司股票之投資分析報告，供○○○、○○○規避參加人內部控制制度，以系爭委託專戶買進○○公司股票，則上訴

01 人作成系爭投資分析報告已違反投資分析之正當程序，悖離
02 評估預測之本質，已可認系爭投資分析報告顯然缺乏合理分
03 析基礎與根據甚明。另上訴人既是為配合參加人投資經理人
04 購買○○公司股票之決定，作成已預設買進結論之系爭投資
05 分析報告，以供參加人投資經理人規避參加人內部控制制
06 度，則不論上訴人事後如何提出其所稱曾參考過之資料，抑
07 或主張系爭投資分析報告「形式上之缺失」遭到如何誤解，
08 均不足以合理解釋其違背投資分析正當程序，配合投資經理
09 人以預設買進結論方式出具系爭投資分析報告之事實，自難
10 認上訴人對於系爭投資分析報告顯然缺乏合理分析基礎與根
11 據有何合理解釋等語。上訴意旨雖以原判決違背法令為由提
12 起上訴，惟核其上訴理由，無非係就原審取捨證據、認定事
13 實之職權行使為指摘，並重述其在原審業經主張而為原判決
14 摒棄不採之陳詞，或係執其主觀之法律見解，就原審關於證
15 券投顧法第59條第8款但書規定之適用所為之論斷或駁斥其
16 主張之理由，泛言原判決有不適用法規或適用不當之違誤，
17 或有理由不備及未盡調查暨闡明權行使之義務等違背法令情
18 事，而非具體表明原判決究竟有如何合於不適用法規或適用
19 不當，或有行政訴訟法第243條第2項所列各款之情形，尚難
20 認為已對原判決之如何違背法令有具體之指摘。依首開規定
21 及說明，其上訴為不合法，應予駁回。

22 五、據上論結，本件上訴為不合法。依行政訴訟法第249條第1項
23 前段、第104條、民事訴訟法第95條第1項、第78條，裁定如
24 主文。

25 中 華 民 國 114 年 12 月 4 日

26 最高行政法院第二庭

27 審判長法官 陳 國 成

28 法官 高 愈 杰

29 法官 楊 坤 樵

30 法官 李 明 益

31 法官 林 秀 圓

01 以 上 正 本 證 明 與 原 本 無 異
02 中 華 民 國 114 年 12 月 4 日
03 書記官 蕭 君 卉