

論國家對股票市場為「漲跌幅限制」 之憲法正當性與憲法界線

陳熙哲*

摘要

本文旨在探討國家對股票市場實施「漲跌幅限制」之憲法正當性與憲法界線。鑑於股票市場為民眾普遍參與之重要經濟活動，國家所採取之管制措施是否符合憲法之任務與界限，實屬值得關注之議題。本文首先介紹現行漲跌幅限制制度之內容與管制目的，並從憲法規範觀點，分析國家進行此項措施所應履行之憲法任務，進而討論經濟管制與金融監理制度之憲法意涵。

本文進一步從憲法學角度，檢視該制度對財產權與契約自由所造成之干預，並透過憲法一體性解釋，說明此種限制措施不得違背憲法所保障之市場經濟基本秩序。此外，本文依法律保留原則與比例原則進行合憲性審查，特別結合財務金融學實證研究，如「磁吸效應」（magnet effect）、市場波動性與資訊不對稱等，評估其作為冷卻機制之成效與正當性。

綜合分析結果，本文認為現行漲跌幅限制制度之法律位階過低，且管制效果存疑。建議應提高規範層級並強化民主正當性，並要求主

DOI：10.3966/168067192025120050001

投稿日期：2025年5月26日；接受刊登日期：2025年11月29日

* 國立臺灣大學法律學研究所博士班三年級學生。

管機關於比例原則之適當性與均衡性兩層面，持續參考財務金融學之最新研究成果，檢視其是否確實有助於穩定市場、降低投機與防範系統性風險。

關鍵詞：股票市場、漲跌幅限制、經濟管制、金融監理、合憲性審查、磁吸效應

目次

壹、問題所在	參、股票市場漲跌幅限制交易之憲法界線
貳、股票市場之漲跌幅限制與憲法任務	一、各種憲法價值之兼顧——憲法一體性解釋方式
一、我國現行對股票市場所為之漲跌幅限制	二、不得違背憲法對於「國家經濟體制」之設計
(一)漲跌幅限制作為穩定股票市場之制度機制	三、不得違背憲法對於基本權利之保障——以財產權、契約自由為中心
(二)我國現行對於「漲跌幅限制」之規範	(一)漲跌幅限制涉及人民財產權保障
二、我國與漲跌幅限制相關之憲法任務	(二)漲跌幅限制涉及人民契約自由保障
三、漲跌幅限制與國家金融監理任務之實現	(三)漲跌幅限制之合憲性檢討
(一)經濟管制與金融監理作為憲法任務	肆、結 論
(二)國家採取漲跌幅限制措施之憲法與政策目的	

壹、問題所在

資本市場（Capital market），係指以中長期資金為標的，涵蓋債券、股票與其他有價證券之供需與交易所形成之市場，為金融市場之核心構成，尤以證券集中交易市場為其代表。

根據我國證券交易所統計，至2025年3月止，國內證券開戶人數

已達13,419,914人次¹，上市公司總市值更高達新臺幣702,427.34億元²。此等數據不僅反映我國資本市場高度發展，亦顯示國民參與股市之普及程度。換言之，投資人眾、資本額大，已成我國資本市場之常態現象。此一市場參與熱度遍及全國，約近三分之二國民直接或間接涉入股票投資³。再者，諸如勞工保險基金、勞工退休基金、公務人員退撫基金等大型公共資金，亦廣泛投入資本市場，形成一龐大且具政策意涵之資金流動體系。

正因投資人基數龐大、市場規模可觀，國家對於股票市場所為之各類管制措施，自足以對整體經濟秩序與人民權利產生深遠影響。在眾多市場規制手段中，每日「漲跌幅限制」常影響市場參與者之交易策略，市場參與者亦常以「漲停」為喜、「跌停」為悲，凸顯其對個體投資行為與市場情緒所產生之直接影響。

漲跌幅限制制度，本質上即為國家對市場價格機制之介入，不僅涉及對財產權與契約自由之干預，亦可能影響價格反映市場訊息之效率。是故，此一制度既為市場風險管理之工具，亦與憲法上所追求之國家任務實現與基本權保障形成交錯關係。凡涉「漲跌幅限制」之政策措施，對於市場參與者、資金配置策略及整體經濟穩定性，均具有重大影響，其學術研究價值自不待言。

¹ 依據臺灣證券交易所，【投資人開戶人數變動統計表】月報，2025年4月1日，<https://www.twse.com.tw/zh/trading/statistics/list02-264.html>（最後瀏覽日：2025年5月20日）。

² 依據臺灣證券交易所，【市值週報】，2025年4月11日，<https://www.twse.com.tw/zh/trading/statistics/week.html>（最後瀏覽日：2025年5月20日）。

³ 人民熱愛投資乃跨國金融議題，例見Gallup, Inc., *What Percentage of Americans Own Stock?*, GALLUP POLL NEWS (May 5, 2025), <https://news.gallup.com/poll/266807/percentage-americans-own-stock.aspx>(last visited May 10, 2025).

惟有關此制度之研究，在我國法學領域中仍屬寥寥。筆者以「漲停」、「跌停」、「漲跌停」、「漲跌幅」等關鍵詞檢索「月旦知識庫」，結果顯示：雖偶見相關概念出現，然多僅作為舉例說明或背景脈絡，鮮有專文探討其制度定位與憲法基礎者⁴。

⁴ 我國法學領域中，對於「漲跌幅」制度之相關研究成果，包括：有以「漲跌幅」制度為輔助，分析國民法官於證券詐欺審理中，是否可能對「炒作股票」之事實認定產生誤判者，如：邱忠義，國民法官參與審判案件之上訴審審理權限評析（下），司法周刊，2113期，頁2-3（2022年）；亦有在探討證券交易法關於內線交易與操縱市場規範時，偶提及漲停板制度與操縱行為之互動關係者，前者諸如：最高法院106年度台上字第2438號判決；蕭富庭，淺談替代性交易是否成立內線交易，全國律師，19卷9期，頁110-123（2015年）；陳彥良，涉及企業併購之內線消息認定——由嘉泥、台泥內線交易案觀察，月旦法學雜誌，236期，頁48-66（2015年）。後者諸如：賴英照，最新證券交易法解析，3版，頁579（2017年）；郭大維，從比較法之觀點檢視我國證券交易法第155條之規範問題，財產法暨經濟法，78期，頁1-27（2024年）；許兆慶、邱若曄，操縱股價制度的檢討——以意圖活絡表象的沖洗買賣及意圖炒作股價的連續買賣為中心，財產法暨經濟法，60期，頁93-100（2020年）；王志誠，證券交易法上不確定法律概念之解釋及適用爭議，銘傳大學法學論叢，29期，頁86-90（2018年）；王志誠，操縱市場行為「開放性構成要件」之認定：以「連續」、「高價」、「低價」及「交易活絡」等概念為中心，台灣法學雜誌，337期，頁66-71（2018年）；吳盈德，連續買賣操縱市場之構成要件／最高法院106台上2184判決，台灣法學雜誌，337期，頁201-210（2018年）；廖大穎，論操縱市場與證券交易法第155條第1項第3、4款的構成要件——觀察臺中地院103年度金重訴字第1552號刑事判決，裁判時報，48期，頁121-134（2016年）；曾淑瑜，證券犯罪類型化之研究，台灣法學雜誌，223期，頁116-135（2013年）；廖大穎，人為操縱市場爭議與鑑識會計的訴訟支援——論意圖抬高或壓低市場交易價格等的構成要件，月旦法學雜誌，202期，頁38-63（2012年）；戴銘昇，最高法院對證券市場操縱行為刑事構成要件之認定，華岡法粹，52期，頁101-140（2012年）；曾淑瑜，建構符合我國刑事實體法及程序法之財經犯罪體系，台灣法學雜誌，160期，頁59-76（2010年）；林麗香，證券市場操縱行為之成立——最高法院九六年台上字第二六〇號民事判決之簡評，台灣本土法學雜誌，100期，頁283-288（2007年）；廖大穎，論析證券交易法第一五五條第一項第四款的構成要件與嘉義地院九二年金訴字第三號判決，台灣本土法學雜誌，92期，頁19-41（2007年）；王育慧，最高法院九十

申言之，我國法學文獻對於漲跌幅限制制度之關注明顯不足，對於國家「為何」設置此項制度、「如何」實施與規範，以及該制度是否符合憲法所容許之基本權干預限度，均尚欠缺系統化論述。惟此制度除具有高度實務重要性外，對於現行部分證券交易法法規目的之解釋適用亦有間接影響⁵，故其應屬值得深入探討之重要法學議題。

本論文認為，倘若可以釐清、重視國家「為何」為股票市場之漲跌幅管制，可藉由釐清國家「為何管制」之正當性基礎，推演出國家在「如何管制」層面上之界限所在，屬有意義之探討面向⁶。甚至藉由釐清國家「為何」對股票市場為漲跌幅之管制，亦可使吾人

一年度台上字第三〇三七號判決及臺灣高等法院八十八年度上重訴字第三九號判決之評釋（東隆五金案）——以連續交易操縱行為與內線交易為範圍，臺北大學法學論叢，61期，頁43-78（2007年）；林國全，以散布流言或不實資料方法操縱價格——台灣高等法院九十二年度金上重訴字第九號判決評析，月旦民商法雜誌，7期，頁148-156（2005年）。直接相關者，多為財務金融文獻。少見的法學直接相關的文獻，或為郭棋湧，股價有無漲跌幅度限制的必要？，律師法律，24期，頁18-19（1989年），不過也僅寥寥二頁之論述。

⁵ 諸如證券交易法第155條第1項第4款：「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出，而有影響市場價格或市場秩序之虞。」所規範之「意圖炒作股價而連續買賣」行為，實務上曾以「漲停」作為其判斷參數，如最高法院97年度台上字第2171號刑事判決：「所謂『連續以高價買入』者，指於特定時間內，逐日以高於平均買價、接近最高買價之價格，或以當日最高之價格買入而言。且不以客觀上『因而致交易市場之該股票價格有急劇變化』為必要。故該條文所稱『連續』，係指多次而言；『高價』則指『在一段期間內，逐日以高於委託當時揭示價、接近當日漲停參考價價格或以當日漲停參考價之價格委託買進』而言。」

⁶ 同樣認為應多加討論國家「為何管制」的美國文獻，例見JERRY L. MASHAW, BUREAUCRATIC JUSTICE: MANAGING SOCIAL SECURITY DISABILITY CLAIMS, YALE UNIV. PRESS, 1,28-30 (1983); J. Scott Colesanti, *Circuit Breakers and the Mission of Stock Market Stability*, 15 NEXUS J. PUB. POL'Y 43 (2010).

重新思考國家行政之目的何在，文獻上即有指出當代行政法學已從傳統規範性模式，轉向以誘因性與效率性為核心之制度設計，進而實現適度之管制鬆綁⁷。

就此而言，「漲跌幅限制」是否具有憲法正當性，涉及國家得否介入市場價格形成、限制人民財產權與契約自由等重要議題。申言之，若國家對市場價格之介入不具憲法正當性，即可能動搖漲跌幅制度存在之合理性，如此一來，即有其是否適宜維持或應予調整之討論空間。基於此一問題意識，本文以憲法上各種價值、憲法對經濟體制之決定與國家任務為基礎，研析國家對股票市場進行漲跌幅限制之正當性基礎。同時，本文亦將探討國家於行使該項權限時，應受哪些憲法界限之拘束，以免其制度設計對基本權造成過度限制。

綜上，我國法學文獻欠缺對於國家「為何」為漲跌幅限制之說明，即欠缺對於國家證立其管制上之正當性之探討研究，本文期許能填補我國此一文獻缺口，冀望透過本文分析，補充相關研究之不足，並藉此拋磚引玉，期待後續更多學理與實證層面的討論。

因此，本文之研究焦點在於探討：國家於憲政與法治框架下，何以得對市場價格變動施以幅度限制？此一制度之正當性基礎為何？其憲法界限何在？為釐清此一問題，本文架構如下：第貳部分，先對我國現行「漲跌幅限制」之制度設計與適用規則作介紹，以奠定後續討論之事實與法制基礎，再分析國家設置此項限制所欲

⁷ 學者李建良稱此為「行政法學從依法行政走向良善行政」，對此參李建良，法治原則與良善行政——法治國圖像的進化課題，收於：台灣行政法學會編，行政法學作為調控科學，頁173-204（2018年）。美國法上亦有類似觀點，見STEPHEN BREYER, REGULATION AND ITS REFORM 205-210 (1982).

達成之任務與政策目標，並說明其背後之風險控制與市場穩定思維；第參部分，檢視該制度所涉及之憲法問題，包括對財產權、契約自由之干預，以及憲法對自由市場秩序之定位與界限，並進行法律保留原則與比例原則之分析；第肆部分，總結本文觀察所得。以下即循此一脈絡，展開本文論述。

貳、股票市場之漲跌幅限制與憲法任務

一、我國現行對股票市場所為之漲跌幅限制

（一）漲跌幅限制作為穩定股票市場之制度機制

為因應市場價格之劇烈波動，全球主要交易所普遍設置所謂「價格穩定措施」（price stabilization mechanisms），作為維繫資本市場秩序與強化投資人信賴基礎的重要手段⁸。此類穩定機制，依其啟動方式與干預程度，可區分為兩大類型：其一為「裁決式」（discretionary-based）機制；其二為「規則式」（rule-based）機制。

「裁決式」機制係指主管機關或交易所依市場即時情況，行使裁量權以決定是否暫停交易，常見之形式即為「斷路機制」（circuit breakers），此種機制高度彈性，廣泛運用於歐美、紐西蘭、澳洲、印度、新加坡、香港等多屬成熟市場體系者，尤以源自英美體系之證券市場為主⁹；「規則式」機制則係事先訂定價格變動之幅度限

⁸ 關於金融市場系統性風險防範，參照Steven L. Schwarcz, *Beyond Bankruptcy: Resolution as a Macroprudential Regulatory Tool*, 94 NOTRE DAME L. REV. 709, 739-41 (2018).

⁹ 美國對於股票市場之管制，尤其是制度沿革之說明，得以參看Colesanti, *supra* note 6, at 43.

制，最常見者為「價格限制制度」（price limit system），此制度依固定規則限制個股價格於一交易日內相對於基準價（即前一日收盤價）之波動幅度，逾越門檻即停止交易。該制度多見於新興市場，如韓國、中國、臺灣，且具體實踐即為投資人熟知之「漲跌停板制度」¹⁰：即股價之漲跌幅度不得超過平盤價格一定百分比，且須符合單位價格檔次（tick）¹¹所容許之價格範圍。

就我國而言，臺灣證券交易所（Taiwan Stock Exchange）目前採行雙軌並行機制：一方面設有「價格限制」，對每日股價漲跌幅度設置明確上下限，並依市場分層規定加以調整；另一方面，亦設有「斷路機制」，針對個股於短時間內出現異常波動者，得啟動「暫緩開盤」、「暫緩收盤」及「盤中瞬間價格穩定機制」（即俗稱之熔断機制¹²）等措施，藉由暫停交易以緩解市場恐慌，提供投資人冷

¹⁰ Hany Farag, *Price Limit Bands, Asymmetric Volatility and Stock Market Anomalies: Evidence from Emerging Markets*, 24 GLOB. FINANCE J. 85, 85-97 (2013).

¹¹ 所謂「檔次」，係指股價最低升降單位，我國集中市場係依照股價區分檔次，股價區間越高者，對應之檔次寬度越大。

¹² 參見我國現行法為臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第58條之3第8項：「有價證券開市或收市前一分鐘，如任一次與其前一次之試算成交價格漲跌超過百分之三點五（開市前之三十分鐘如無前一次試算成交價，則以開盤競價基準為準；收市前一段時間如無前一次試算成交價，則以最近一次成交價為準，如仍無最近一次成交價，則以開盤競價基準為準），或開市前一分鐘取消及變更買賣申報數量達開市前買賣申報數量之百分之三十以上時，該有價證券暫緩當市第一次撮合或收市撮合。暫緩當市第一次撮合之有價證券，延緩二分鐘後依序撮合成交。暫緩收市撮合之有價證券，於一時三十一分起至一時三十三分繼續接受其買賣申報之輸入、取消及變更，俟一時三十三分依序撮合成交。但當市開盤競價基準低於一元之有價證券、認購（售）權證及分離後認股權憑證，不在此限。」財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第35條之11第1項：「有價證券於等價成交系統交易，除初次上櫃普通股採無升降幅度限制期間、管理股票、依本中心章則規定施以延長撮合間隔時間之有價證券、當日開始交易基準價低於一元之有價證券、認購（售）權證及分離後認股權憑證者外，自當市第一次撮合後至收市前一段時間

靜決策之空間。就此而言，美國市場亦採取雙軌保護措施：一方面設有規則型限價機制〔尤其用於期貨與限制上限／下限制度（Limit Up-Limit Down, LULD）制度〕；另一方面也有裁量型暫停交易制度（如市場斷路機制），與臺灣的制度安排高度類似，可見臺灣之制度安排，並非比較法上之孤例¹³。

本文聚焦於「漲跌幅限制」制度，旨在檢視其作為財務金融理論中「規則式」（rule-based）價格穩定機制之一環，是否具備憲法上正當性基礎。本文所指之「漲跌幅限制」，係屬於「價格限制」（price limit）機制的一種，屬預先設定每日價格波動幅度上限之規範措施。至於「暫緩開盤」、「暫緩收盤」、「盤中瞬間價格穩定機制」等個股斷路機制，則屬於「裁決式」穩定工具。「斷路機制（熔断機制）」與「漲跌幅限制」均具有憲法正當性與憲法界線探討之意義，然而二者制度有所不同，「漲跌幅制度」屬常態運作性質，除該規則之制定外，著重點在於該規範本身是否得以通過法律保留原則、比例原則之檢驗，與行政機關之裁量較無干係；「斷路機制」屬於特定條件下啟動之非常規措施，亦須探討其是否通過法律保留原則、比例原則之檢驗外，尚須著重行政機關得否發動裁

之時段內，每次撮合前經試算任一成交價格漲跌超逾第二項所訂之參考價格百分之三點五時，本中心採行措施如下：一、當筆輸入買賣申報為限價且當日有效，除試算成交價格未超逾價格範圍者立即成交外，本中心同時對該有價證券撮合延緩二分鐘，並繼續接受買賣申報之輸入、取消及變更，俟延緩撮合時間終了後當次以集合交易撮合成交。二、當筆輸入買賣申報為限價且立即成交否則取消、市價且當日有效或市價且立即成交否則取消，除試算成交價格未超逾價格範圍者立即成交外，當筆輸入買賣申報餘量取消。三、當筆輸入買賣申報為限價且立即全部成交否則取消或市價且立即全部成交否則取消，當筆輸入買賣申報全數取消。」

¹³ U.S. Securities and Exchange Commission, *Limit Up-Limit Down Plan to Address Extraordinary Market Volatility* (Apr. 5, 2011), [https://www.nasdaqtrader.com/content/Market Regulation/LULD_FAQ.pdf](https://www.nasdaqtrader.com/content/Market%20Regulation/LULD_FAQ.pdf) (last visited May 10, 2025).

量、如何發動裁量，二者分析架構有所不同；此外，現階段我國財務金融學系之實證文獻，仍以漲跌幅限制為多，斷路機制之實證文獻相對較少、脈絡也有所不同。因此，本文聚焦於具常態運作性質之漲跌幅限制，不展開對於「斷路機制（熔斷機制）」（circuit breakers）之論述，若未來如相關研究基礎益臻成熟，留待他文加以分析。

回顧制度沿革，自1962年臺灣證券市場開市以來，即設有漲跌幅限制，初期考量市場草創、投資人經驗有限，為降低風險並維護交易秩序，主管機關設定漲跌幅為5%。1989年10月11日，該限制放寬為7%，反映市場逐步成熟與風險承擔能力提升。

目前制度則始於2015年6月1日，自7%進一步放寬至10%¹⁴。根據當時臺灣證券交易所之公告，主管機關提出五項主要理由以正當化調整：1.原限制幅度偏窄，妨礙價格迅速反映市場資訊；2.有助與國際市場制度接軌，提高市場相容性；3.促進股價調整機能與市場流動性；4.投資人已能透過結構型商品、ETF等方式逐步接觸高波動性

¹⁴ 2015年6月1日為以下之調整：

1.所有商品漲跌幅度同步調整。

(1)第一上市外國股票、證券投資信託封閉式基金受益憑證、受益證券、存託憑證（TDR）、轉換公司債暨債券換股權利證書、國內成分證券指數股票型基金受益憑證（ETF）、國內槓桿反向ETF及附認股權有價證券漲跌幅度等商品，由7%調整為10%。

(2)認購售權證之漲跌幅度依標的證券計算，標的證券漲跌幅度由7%調整為10%，認購售權證漲跌幅度亦同步調整。

(3)無漲跌幅度之商品，如外國股票第二上市、新上市普通股首五日、國外成分證券指數股票型基金受益憑證（ETF）、境外指數股票型基金受益憑證（ETF）、指數股票型期貨信託基金受益憑證（ETF）及國外槓桿反向ETF維持無漲跌幅度。

2.零股交易、鉅額交易漲跌幅度由7%調為10%。

3.證券金融事業標購價格上限由7%至15%調高為10%至20%。

商品，風險意識與承受能力同步提升；5.投資人亦可透過券商複委託交易等機制，投資於不受漲跌幅限制之國外市場，顯示市場開放程度已非昔比¹⁵。

由此可知當代股市波動控制機制並非一成不變，而是隨市場成熟度與投資人風險承擔能力調整而演進。前已簡述臺灣相關制度之沿革，美國亦有相似發展脈絡。1997年道瓊指數下跌7%時，首次觸發紐約證券交易所既有的斷路機制，當時即引發對「固定點數門檻是否過時」的反思。時任美國證券交易委員會（Securities and Exchange Commission, SEC）主席Arthur Levitt指出，當年550點的下跌已不足以構成危機，專家遂建議改以百分比為基準，並定期調整門檻¹⁶。最終美國於2012年引進「限制上限／下限制度」以處理個股波動¹⁷，並於2013年改採7%、13%、20%之百分比斷路標準¹⁸，以兼顧市場穩定與價格發現功能。此等制度調整，與臺灣放寬漲跌幅限

¹⁵ 蔡佩雯，「放寬股市漲跌幅度及擴大當沖範圍」措施之介紹，證券暨期貨期刊，33卷12期，頁5-14（2015年）。

¹⁶ Arthur Levitt（時任SEC主席）於1998年1月29日向美國國會作證時，指出1997年10月27日首次觸發斷路機制的情況，認為當時的點數門檻過低，導致市場在非危機情況下過早中斷交易，見Arthur Levitt, Chairman, U.S. Securities and Exchange Commission, *Testimony before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs* (Jan. 29, 1998), <https://www.sec.gov/news/testimony/testarchive/1998/tsty0198.txt> (last visited May 10, 2025).

¹⁷ 為應對個股異常波動，美國於2012年5月31日批准實施「限制上限／下限制度」，該制度於2013年4月8日開始分階段實施，旨在防止個股價格在短時間內出現劇烈波動，NASDAQ Trader, *Limit Up-Limit Down (LULD): Frequently Asked Questions* (Apr. 5, 2011), https://www.nasdaqtrader.com/content/MarketRegulation/LULD_FAQ.pdf (last visited May 10, 2025).

¹⁸ U.S. Securities and Exchange Commission, *SEC Approves Proposals to Address Extraordinary Volatility in Individual Securities and the Broader U.S. Stock Market*, Press Release No. 2012-107 (June 11, 2012), <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2012-2012-107htm> (last visited May 10, 2025).

制的政策邏輯相互呼應，亦證實在成熟市場中，透過精細設計之漲跌管制機制，尋求市場自由與秩序間的憲法正當平衡，已成為現代監管思維之一環。

(二)我國現行對於「漲跌幅限制」之規範

我國現行針對股票市場之「漲跌幅限制」，主要規範乃臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第63條與財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第55條，茲分述如下：

1.臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第63條

臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第63條：「Ⅰ.有價證券每日市價升降幅度，除主管機關另有核定者外，股票價格以漲至或跌至當市開盤競價基準百分之十為限，債券價格以漲至或跌至當市開盤競價基準百分之五為限。但升降幅度限度未滿最小升降單位者，按最小升降單位計算，且價格以跌至最小升降單位為限。Ⅱ.初次上市普通股除上櫃轉上市者外，自上市買賣日起五個交易日採無升降幅度限制，且價格以跌至一分為限。Ⅲ.創新板上市公司或創新板第一上市公司普通股改列為上市普通股者，升降幅度準用第一項規定。」

依該條文第1項規定，上市股票之每日漲跌幅度以開盤競價基準價上下各10%為限，債券則為5%。若計算後之漲跌幅未滿最小價格單位，則依最小單位計算，並以最低價格單位作為跌幅下限。此外，第2項另就「初次上市普通股」訂有特別規定，其自上市日起五個交易日內不受漲跌幅限制，但仍以每股一分為最低價；第3項則規

範創板股票改列上市者準用前述第1項規定¹⁹。綜上，本文聚焦之規範對象為該條第1項所規定之「上市公司普通股」之漲跌幅限制，亦即通稱之「漲跌停板制度」。

2.財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第55條

財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第55條：「Ⅰ.股票之報價單位為一股，最低成交單位為壹仟股。其中報買賣之數量須為一交易單位或其整倍數。Ⅱ.前項申報買賣價格之最低單位每股市價未滿十元者為一分，十元至未滿五十元者為五分，五十元至未滿一百元者為一角，一百元至未滿五百元者為五角，五百元至未滿一千元者為一元，一千元以上者為五元。Ⅲ.股票每營業日成交价格之升降幅度，除主管機關另有核定或本中心另有規定者外，以漲或跌至當日參考價格百分之十為限，但升降幅度限度未滿最小升降單位者，按最小升降單位計算，且價格以跌至最小升降單位為限。Ⅳ.股票初次上櫃者，除管理股票外，其升降幅度自其櫃檯買賣開始日起連續五個營業日，不受前項規定之限制。」

該條第1項與第2項分別規範股票之報價單位與價格申報之最低單位，雖屬重要交易技術規則，惟與本文主題無直接關聯。第3項則與前揭交易所營業細則類似，明定股票每日成交价格之漲跌幅度，以當日參考價格上下各10%為限，並依最小價格單位計算；第4項另

¹⁹ 有關第3項涉及「創板普通股」之特別規範，尤其是承銷制度之相關沿革，參廖建勛，秒懂IPO承銷制度，拒絕買貴當韭菜，月旦會計實務研究，49期，頁28-34（2022年）；周伯翰，證券市場之創板與戰略新板相關規範研究，財產法暨經濟法，66期，頁1-67（2021年）。

就「初次上櫃股票」訂有排除適用期，即自開始買賣日起五個營業日內不受漲跌幅限制。是以，本文所關注者，為該條第3項所規定之「上櫃公司普通股」之漲跌幅限制規範。

二、我國與漲跌幅限制相關之憲法任務

如前所述，「漲跌幅限制」制度之主要功能，在於穩定股票市場價格波動。若欲探究國家何以得對股票市場實施此一制度性管制，首應追問：穩定市場價格是否為國家於憲法上所應履行之任務？唯有釐清國家介入市場價格形成機制的憲法基礎，方能評價其是否具有正當性，乃至於理解其正當性基礎何在。

若欲討論國家對股票市場為「漲跌幅限制」之管制是否具正當性，應須從我國「形式意義的憲法」出發，即考察中華民國憲法與中華民國憲法增修條文（以下均簡稱憲法與憲法增修條文）之規範內容，觀察其是否賦予國家相關任務，作為合法干預之依據。蓋憲政國家必須以憲法為權力之根據與邊界，國家對於各項社會機制之介入，均應溯源於憲法本文或增修條文之明文或推導而來之任務條款。就此而言，自憲法文本出發，尋繹是否存在賦予國家監理股票市場之規範基礎，屬必要途徑。

我國憲法內容中有關國家任務之規範，主要集中於兩大部分：一為權力分立條文；二為基本國策條文。其涵蓋範圍極廣，舉凡外交、國防與國防軍事、國籍法及刑事、民事、商事之法律、司法制度、航空、國道、國有鐵路、航政、郵政及電政等。若聚焦於「股票市場」管制，則最具關聯者，當屬性質上為基本國策之憲法第149條，該條明定：「金融機構，應依法受國家之管理」此條文明示國家對金融領域負有主動管理之責，構成國家介入金融秩序之憲法依據。

學理上認為憲法第149條所稱「金融機構」，應採廣義解釋，包括一切於經濟體系中，對不特定多數人提供金融服務之實體與場域。此不僅涵蓋銀行、保險、證券等金融業者，亦包括資本市場本身，即股票市場與相關交易機制。此外，國際實踐亦可佐證此一理解。例如，美國設有「金融穩定監督委員會」（Financial Stability Oversight Council, FSOC），得指定具系統性風險之非銀行金融機構納入統一監理；英國金融行為監管局（Financial Conduct Authority, FCA）亦將退休基金等法人組織納入金融監理體系。此等例證顯示，金融監管之射程，實不限於傳統金融機構，亦涵蓋整體金融市場架構²⁰。

既然股票市場為資本市場之核心，其功能涵蓋資金融通、風險分散與價格發現，屬金融體系之關鍵一環。是以，自應合理納入憲法第149條所稱「應依法受國家管理」之金融機構範疇。據此，國家對股票市場設置「漲跌幅限制」，可視為其履行憲法所賦予維護金融秩序職責之一環，並得以此作為該制度之憲法正當性依據。

然憲法第149條係位於憲法第十三章「基本國策」中第三節「國民經濟」之下，此一體系位置即引發進一步討論：所謂「基本國策條文」之憲法效力究竟為何？其是否具有拘束力？亦即，憲法第149條能否作為國家採取「漲跌幅限制」等管制措施之規範依據，尚有釐清之必要。

就我國憲法體系結構觀之，除基本權利與權力分立外，憲法第137條至第169條特別設計「基本國策」。此種規範模式，乃承襲自

²⁰ 劉宗德、戴凡芹，金融創新與監理革新——以街口投信裁罰案為反思，月旦法學雜誌，316期，頁8-9（2021年）。

德國威瑪憲法（Weimarer Reichsverfassung）之立法例²¹。因此，我國學界對於基本國策之法效力、拘束力與實踐形式，多援引德國憲法理論為主要比較法基礎，並有其比較法上之立足點²²。

我國學說對基本國策之效力，通常區分為「主觀法效力」與「客觀法效力」兩類加以討論。整體而言，對於主觀法效力，學界普遍持否定立場，認為基本國策本身並不創設人民可資援引之主觀公法上權利。亦即，人民不得以基本國策為依據，請求國家機關積極履行某項政策任務，或透過訴訟強制該等作為，基本國策並不直接構成人民提起訴訟之基礎。至於基本國策是否具有「客觀法效力」，學說上歷經發展，見解亦有所歧異。此一爭議的根源，主要肇因於德國學界對於基本國策性質之理解，於近期產生轉變，進而

²¹ 查閱史料，《中華民國憲法草案說明書》有以下記載：「如德國威瑪憲法列有經濟生活一章、蘇聯新憲法第一章即明定社會經濟之基礎。本章案亦設國民經濟一章，根據民主主義而為具體之規定。」見立法院中華民國憲法草案宣傳委員會編，《中華民國憲法草案說明書》，頁71（1940年）。另學者亦普遍有此觀察，諸如：許育典、陳碧玉，交通部門憲法在我國的探討，成大法學，24期，頁56（2012年）（該文明確表示憲法第137條以下基本國策的規定，乃參考德國威瑪憲法而定）；李惠宗，從體系正義論老人福利法上「安置費用」之求償——兼評最高行政法院101年度判字第562號判決，裁判時報，133期，頁16（2023年）（該文明確表示臺灣現時適用的憲法乃仿照德國威瑪憲法，開始有基本國策章的社會安全節次規定）；石世豪，名目憲法與憲法釋義間的乖離及張力——1947年至1991年間《中華民國憲法》在臺灣的規範效力速寫，憲政時代，47卷1期，頁51（2023年）（該文表示中華民國憲法文本中出現類似威瑪憲法的體例及內容）。

²² 劉慶瑞，中華民國憲法要義，12版，頁246-250（1983年）；林紀東，中華民國憲法逐條釋義（四），3版，頁245-359（1986年）；陳新民，論「憲法委託」之理論，收於：憲法基本權利之基本理論（上冊），頁37-93（2002年）；陳新民，論「社會基本權利」，收於：憲法基本權利之基本理論（上冊），頁95-128（2002年）；林明鏘，論基本國策：以環境基本國策為中心，收於：李鴻禧教授六秩華誕祝賀論文集編輯委員會編，現代國家與憲法：李鴻禧教授六秩華誕祝賀論文集，頁1465-1504（1997年）。

影響我國學界對該規範效力之重新評價。

我國早期憲法學界多認為基本國策屬「方針條款」（Programmsatz），認其僅為國家施政方向與政策目標之宣示，並不具備法律上的拘束力，該說否定其具有客觀法效力，若採此說，縱使國家未踐行基本國策內容，亦無所謂。然近年受德國公法學者 Hans Peter Ipsen 與 Ulrich Scheuner 關於「國家目標條款」（Staatszielbestimmungen）理論之啟發，我國學界逐漸轉向主張基本國策具有「客觀法效力」，本說認為基本國策雖不創設人民主觀權利，然對國家各部門仍產生具體拘束效果，其拘束方式則依權力分工有所區別：對立法機關而言，基本國策構成立法義務之來源，立法者應依其內容制定或修正相關法制；對行政機關與司法機關而言，基本國策則作為「憲法價值導向」之解釋指標，於行政裁量與司法判斷中具備法律拘束性²³。

進一步言，林明昕教授指出，我國憲法第171條與第172條既明文規定「凡牴觸憲法者無效」，並未對基本國策另設適用例外，足見基本國策在體系上與其他憲法條文具同等效力。據此，基本國策不應被視為單純之政策宣示條款²⁴，而應承認其作為具有規範意義之憲法規範，並得以作為國家行為正當性之評價基礎。此種理解，亦已成為我國學界近年之主流見解。

至於我國實務見解，憲法法庭雖未明白採納「國家目標條款說」，但其作成之111年憲判字第6號判決【萊劑殘留標準之權限爭

²³ 林明鏘，同註22，頁1465-1504。

²⁴ 林明昕，原住民地位之保障作為基本權或基本國策？，憲政時代，29卷3期，頁335-358（2004年）；林明昕，基本國策之規範效力及其對社會正義之影響，國立臺灣大學法學論叢，45卷特刊，頁1305-1358（2016年）；林明鏘，同註22，頁1471、1498（1997年）。

議案】中，已肯認基本國策「並非全無其規範效力，而應依其規範內容及性質認定之」²⁵，具體表明了基本國策有於實務運作中發揮規範拘束力之可能性。

對於本文所欲探討之議題，若循多數學說採取「國家目標條款說」之立場，則憲法第149條具備客觀法效力，可作為國家實施「漲跌幅限制」制度之憲法依據，申言之，國家得以憲法基本國策之規定為基礎，介入市場價格形成機制，藉以維護金融秩序與市場穩定。即使不採此說，僅依111年憲判字第6號判決【萊劑殘留標準之權限爭議案】所揭示：「基本國策並非全無其規範效力，而應依其規範內容與性質認定之」之見解觀之，亦可將憲法第149條理解為「憲法委託條款」。綜上，憲法第149條所揭示之國家對金融機構「依法管理」之責，應屬具體賦予國家行動權限與法定義務之憲法規範，其得作為國家採取具體監理措施之正當性依據。

換言之，若基本國策僅為政策宣示性條款，即使國家完全不介入股票市場，亦難謂違憲；惟若承認其具備客觀法效力，則國家即有義務依憲法所揭示之原則，對金融機構進行適當監督與規範。是以，國家對股市實施「漲跌幅限制」制度，至少在「履行憲法任

²⁵ 我國釋憲實務在111年憲判字第6號判決【萊劑殘留標準之權限爭議案】中指出：「按『中華民國領域內，一切貨物應許自由流通。』憲法第148條定有明文。上述規定雖定於第13章基本國策，然並非全無其規範效力，而應依其規範內容及性質認定之。為確保上述規定所設定之目標得以實現，國家（包括中央及地方）公權力之行使，至少不應與上述目標背道而馳；且就足以妨礙或阻絕國內貨物自由流通之法律及事實上障礙，國家自得採取必要措施予以排除。又上述規定係以全國為其空間範圍，亦顯有保障跨地方轄區間貨物自由流通之意旨。」該憲法法庭判決雖用字遣詞與「國家目標條款說」或有差異，但已明確否認「方針條款說」。另若依照該憲法法庭判決之意旨，基本國策之效力「應依其規範內容及性質認定之」，在本文所探究之議題上，亦會得出與「國家目標條款說」相同之結論。為免本文失焦，茲不再贅。

務」此一層面，已具有可供依循之規範依據與正當性基礎。綜上，本文即立基於「基本國策具客觀法效力」之前提，進一步探討憲法第149條所揭示之國家金融監理任務，如何構成國家介入股票市場價格形成機制之憲法正當性來源。

三、漲跌幅限制與國家金融監理任務之實現

（一）經濟管制與金融監理作為憲法任務

綜合前述，國家對於股票市場所為之「漲跌幅限制」，應屬履行憲法第149條所揭示之任務，該條文同時涉及「經濟管制」與「金融監理」兩大國家職能。以下將先釐清「經濟管制」（economic regulation）之概念，以利探討其與「漲跌幅限制」之關係。

歷史上，經濟與政治、法律之間的互動關係，隨時代背景與國家角色之演變而呈現多樣化面貌²⁶。特別自19世紀以降，隨「國家經濟干預主義」之興起，國家對經濟領域的介入已成現代治理常態。此一思潮認為，國家為實現特定經濟政策或公益目的，得對私人經濟生活進行調控與塑造，透過立法與行政措施，形塑市場結構與交易秩序，干預方式可涵蓋市場形成、秩序規整、價格限制、風險管理等層面，基於此一觀點，公法學理普遍否定「完全脫離國家影響之經濟自由」具有憲法正當性²⁷。

²⁶ 對於歷史各時期國家與經濟之間之關係之分析與描述，參F. Oppenheimer著，薩孟武譯，國家論，4版，頁78-80（1995年）。

²⁷ 有文獻從「體系解釋」與「憲法一體性解釋」觀點切入，認為不可能導出有基本權絕對無限制保留，見王韻茹，淺論德國基本權釋義學的變動——以德國聯邦憲法法院Glykol與Osho兩則判決為中心，成大法學，17期，頁112（2009年）。此外，美國學者Cass R. Sunstein批判傳統自由主義對經濟自由的神聖化傾向，主張「自由權不應被理解為對國家干預之絕對防線」，因為所有形式的

美國憲法學者Chemerinsky指出，自Nebbia（1934）案以來，美國最高法院已放棄「契約自由」或「絕對經濟自由」具有憲法保障之舊觀點，美國法上自1937年West Coast Hotel v. Parrish案開始，法院明確承認：只要政府干預具合理依據，即使涉及工資或價格調整，亦無違憲之虞²⁸。學理也指出，在現代憲政國家中，國家不僅可介入人民之經濟行為，更負有引導與規制市場秩序之積極義務²⁹。此種「經濟行政」遂成為現代國家行政功能不可或缺之一環。

「經濟管制」係指國家藉由各種制度性手段或政策措施，對特定範圍內之人民經濟活動加以規範與調控之過程。經濟管制之核心目的，在於引導國民經濟活動朝向有序發展，防止資源過度集中，矯正市場失靈，並促進整體經濟之健全運作³⁰。具體而言，經濟管制乃國家為實現下列政策目標所為之制度設計與實施：維持市場競爭機制、監控特定產業活動、防止壟斷、維繫勞資關係平衡，並確保

自由實踐，實皆根源於制度設計與政策選擇（institutional design and public choice）。Sunstein強調：「自由市場非自然存在，而係政治與法律建構之產物」（The market is not a natural occurrence but a political and legal construction），因此政府對市場的制度性介入，應被理解為憲政秩序下對實質自由的支持，而非侵害。CASS R. SUNSTEIN, AFTER THE RIGHTS REVOLUTION: RECONCEIVING THE REGULATORY STATE 3-5, 21-24 (1990).

²⁸ 美國最高法院在West Coast Hotel案表示：「憲法並未保障絕對的契約自由，政府為公共利益所訂的合理管制即視為正當法律程序的一部分。」（Deprivation of liberty to contract is forbidden by the Constitution if without due process of law, but restraint or regulation of this liberty, if reasonable in relation to its subject and if adopted for the protection of the community against evils menacing the health, safety, morals and welfare of the people, is due process.）見West Coast Hotel Co. v. Parrish, 300 U.S. 379, 391 (1937).

²⁹ 詹鎮榮，公經濟法：第一講——公經濟法之概念、體系與新趨勢，月旦法學教室，75期，頁59-60（2009年）。

³⁰ 李建良，經濟管制的平等思維——兼評大法官有關職業暨營業自由之憲法解釋，政大法學評論，102期，頁75（2008年）。

經濟秩序之安定。此一制度功能，涵蓋對經濟活動之管制、調整、變更與價值引導等多種目的。

經濟學學理上常以「市場體系」（market system）與「集體體系」（collectivist system）對立之緊張關係作為理論基礎，認為國家之經濟管制正是在自由市場與集體干預兩者之間，尋求一種秩序性平衡之方式³¹。換言之，經濟管制既非完全放任市場機制自行調整，亦非徹底排除私人自治，而是透過法制與政策手段，維繫經濟自由與公益之動態平衡。

由於金融活動本質上為經濟活動之一環，是以「經濟管制」作為概念之上位範疇，涵蓋「金融監理」（financial supervision）在內。是以，國家對股票市場實施「漲跌幅限制」，即屬國家介入私人經濟領域，針對市場價格形成機制加以引導與規範之具體措施。此種作為，不僅屬於典型的經濟管制，更可進一步定性為「金融監理」。

（二）國家採取漲跌幅限制措施之憲法與政策目的

金融監理作為經濟管制之一環，構成現代國家履行憲法任務的重要手段。學界普遍由文義出發，認為「金融監理」係指國家對金融活動、金融機構與金融市場所為之監督與管理措施³²。此種監理行為，正如憲法第149條所揭示：「金融機構，應依法受國家之管理。」該條課予國家義務，與金融監理相關之立法與政策措施，均

³¹ GIANDOMENICO MAJONE, DEREGULATION OR RE-REGULATION? REGULATORY REFORM IN EUROPE AND THE UNITED STATES 1-5 (1990).

³² 胡博硯，論國家對金融機構之管制與監理，收於：台灣行政法學會編，行政組織／行政執行／訴願制度／食品安全／金融監理，頁373-374（2016年）；王文宇，金融法制與金融監理，收於：王文宇主編，金融法，10版，頁8-9（2019年）；劉宗德、戴凡芹，同註20，頁11。

可視為國家履行憲法所委託之職責。

金融監理依其運作主體與層次，可區分為三個層面：1.金融機構內部自律，包括內部控制機制、內部稽核體系、風險管理、自行查核等；2.金融市場本身之自律與互動制裁，例如存款人、投資者與貸款人等對金融行為之市場反應，以及金融業公會所施行之自律規範；3.外部金融監理，主要指主管機關〔如金融監督管理委員會（以下簡稱「金管會」）〕對金融機構所施行之管理與檢查措施，亦包括專業第三方如會計師所執行之金融檢查等³³。

綜合前述分析，本文所探討者，為國家對股票市場實施「漲跌幅限制」制度之管制正當性。現行實務上，臺灣證券交易所股份有限公司與財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心，普遍被定位為「自律機構」（Self-Regulatory Organization, SRO），故其所設之漲跌幅限制，性質上屬於「金融監理」中「金融市場本身之監理³⁴」類型。該制度限制投資人之交易區間，使其交易行為受限於當日平盤價格上下10%之幅度，實質上對人民之財產權與契約自由構成干預，應屬典型之干預行政措施。

一般認為，國家實施金融監理，係基於以下政策目的與市場現實之考量：其一，金融市場本質上具高度波動性與脆弱性，易受非理性預期與突發訊息影響，故需穩定機制介入³⁵；其二，金融消費者

³³ 梁成金，我國金融監理之探討與展望，華信金融季刊，2期，頁15-17（1998年）。

³⁴ 不過，給予臺灣證券交易所股份有限公司與財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所如此大的權限，是否妥適，頗費思量，本文於後再行論述。

³⁵ 美國經濟學者Minsky曾於1982年提出金融不穩定假說（Financial Instability Hypothesis），主張金融市場受到經濟景氣、利潤、融資等多重原因影響，共同造成金融市場之內在不穩定之現象。見Hyman P. Minsky, *The Risk of*

多數處於資訊劣勢地位，易因「資訊偏在」與「資訊不對稱」問題，作出錯誤決策；其三，金融交易多涉「他人資金」（Other People's Money, OPM），若缺乏監理，易導致道德風險與代理問題³⁶；其四，金融市場一旦出現連鎖反應，恐導致「系統性風險」（systemic risk）擴散，影響整體經濟穩定³⁷；其五，監理亦可矯正市場失靈，促進競爭與創新³⁸。基於上述考量，國家透過監理措施得以：1.穩定金融體系，預防金融危機；2.保障投資人與消費者之權

Economic Crisis, in THE FINANCIAL INSTABILITY HYPOTHESIS: A CLARIFICATION U. OF CHICAGO PRESS, 56-71 (1991); Hyman P. Minsky, The Financial Instability Hypothesis, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 74, 1-28 (1992); Guillermo Calvo, Leonardo Leiderman & Carmen M. Reinhart, *The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues*, 12 CONTEMP. ECON. POL'Y 54-66 (1994).

³⁶ 經濟學者經統計後指出，銀行業財務槓桿約為92%、保險業約95%、證券業約75%，以銀行業為例，其資金來源多為大眾存款、同業拆放款、中央銀行融資、發行金融債券，見沈中華等，*金融市場：全球的觀點*，8版，頁2-16（2015年）。

³⁷ 林琬珊，*銀行法違法吸收資金罪之理論與實務*，月旦法學教室，231期，頁45-47（2022年）；林建中，*銀行分離管制之基礎理論——美國法之介紹與比較反省*，政大法學評論，167期，頁342-347（2021年）；沈君玲，*銀行違法授信之司法審查原則*，檢察新論，29期，頁4（2021年）；黃銘傑，*金融機構負責人忠實注意義務加重之理論與實務*，月旦法學雜誌，142期，頁168（2007年）。DAVID LLEWELLYN, THE ECONOMIC RATIONALE FOR FINANCIAL REGULATION 13 (1999); Patricia A. McCoy, *The Notional Business Judgement Rule in Banking*, 4 CATH. U. L. REV. 1031 (1995); Jon Canfield, *The Evolution of a More Stringent Business Judgement Rule in Banking: The Minimization of Director Difference*, 6 U.C. DAVIS BUS. L.J. 241, 241-42 (2006); Arthur E. Wilmarth, Jr., *The Dodd-Frank Act: A Flawed and Inadequate Response to the Too-Big-To-Fail Problem*, 89 OR. L. REV. 951, 1025-30 (2011).

³⁸ 王志誠，*現代金融法*，頁4-6（2017年）。Stephen A. Lumpkin, *Regulatory Issues Related to Financial Innovation* 12 (2009), <https://www.oecd.org/finance/financial-markets/44362117.pdf> (last visited May 8, 2025).

益；3.維護市場價格與交易制度之公正與誠信³⁹。

就制度型態觀之，「漲跌幅限制」屬於一種「價格限制」（price limit），係國家對市場價格形成機制之介入與調控，其與交易市場之開放時間限制並列，為金融市場之基本制度設計之一。此種限制機制，亦成為股票市場與「虛擬貨幣市場」在制度安排上之重要差異：後者普遍無價格上下限與集中開放時段⁴⁰；前者則以「風險控管」與「秩序維護」為核心，設有相關管制措施。

財務金融學界對漲跌幅限制制度之理解，有文獻指出其主要目的在於：透過設定每日價格波動上限，使市場參與者在面對劇烈波動時，能有更多時間蒐集資訊、冷靜判斷，進而重新評估資產之基本價值。此一機制，有助於避免市場情緒過度擴張或恐慌擴散，提升市場價格之合理性與穩定性⁴¹。在美國法上，SEC之設置任務即屬「維持公平、有序且有效率的市場」⁴²，與本文所述「金融管制」相互呼應。此外，美國證券交易法前言指出「證券交易涉及全國性公

³⁹ Richard J. Herring & Anthony M. Santomero, *What Is Optimal Financial Regulation?*, in *THE NEW FINANCIAL ARCHITECTURE: BANKING REGULATION IN THE 21ST CENTURY*, Benton E. Gup ed., 54, 54 (2000).

⁴⁰ 楊岳平，建構證券型虛擬通貨的交割法制——以無實體證券的集中保管要求為中心，*財產法暨經濟法*，59期，頁43-80（2020年）；楊岳平，論去中心化金融與智慧合約的金融監理——以去中心化借貸為中心，*月旦法學雜誌*，316期，頁53-72（2021年）。

⁴¹ 王子湄、蕭朝興、林家光，磁吸效果、委託型態與流動性供給的關聯性，*管理學報*，29卷4期，頁373（2012年）。Frank Westerhoff, *Speculative Markets and the Effectiveness of Price Limits*, 28 J. ECON. DYNAMICS & CONTROL 493, 497 (2003); Y. H. Kim & J. J. Yang, *The Effect of Price Limits on Intraday Volatility and Information Asymmetry*, 16(5) PAC.-BASIN FIN. J. 522, 523-24 (2008).

⁴² U.S. Securities and Exchange Commission, Mission, SEC.gov (Aug. 9, 2023), <https://www.sec.gov/about/mission> (last visited May 10, 2025).

共利益」⁴³，透過立法授權方式，賦予主管機關在市場失序時介入之正當性。

就財務金融學者之觀點而言，「漲跌幅限制」制度之主要設計目的，常直接針對金融市場所固有之資訊不對稱與資訊不正確等結構性問題。資訊不對稱係導致市場效率受損之主要因素之一，並為許多市場失靈現象之根源。此一現象亦衍生諸如內線交易（insider trading）、經理人道德風險（moral hazard）等違法或不當行為。為因應此等問題，經濟學者提出諸多調整策略，包括「展望理論」（Prospect Theory），主張在風險與不確定性下，投資者往往高估損失、低估獲利，導致市場情緒放大。因此，國家有責任要求金融業者達成資訊透明化，以防範因資訊落差所產生之超額利潤與道德風險⁴⁴。

此處所涉資訊落差，尤以「私有資訊交易」（private information trading）為典型，即部分市場參與者因掌握他人所未得之資訊，而得以取得不當超額報酬。此種情形不僅破壞市場公正，也加深市場參與者間之信任危機。從法學觀點觀之，國家亦有責任緩解資訊不對稱問題。蓋金融商品之價值評估，需依賴對發行人經營能力、財務狀況、產業前景、總體經濟等多重因素進行高度專業判斷。一般投資人因缺乏此等資訊來源與分析能力，遂處於資訊弱勢地位，故國家透過制度設計補強市場機能，即屬必要⁴⁵。

⁴³ Securities Exchange Act of 1934 § 2, 15 U.S.C. § 78b.

⁴⁴ Daniel Kahneman & Amos Tversky, *Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*, 47 *ECONOMETRICA* 263, 263-91 (1979).

⁴⁵ 陳俊仁，證券投資信託事業經營危機之處理與因應機制——從美國證券投資人保護理論與二〇〇八年緊急經濟穩定法案觀察，月旦法學雜誌，165期，頁85-87（2009年）。

「漲跌幅限制」正是一項具體措施，其設計邏輯在於：當個股於單一交易日內達到漲停或跌停價位，即表示市場對該股票之價格評估出現劇烈變化。此時，交易將受限於當日設定之價格幅度上下限。在漲停情形下，潛在買方可能因無法取得賣方之供給而無從完成交易（因持有股票者認為股票價值超越該個股當日漲停金額而不賣出）；反之，在跌停情形下，潛在賣方亦可能因買方退場而無從成交（因欲買進股票者認為股票價值低於該個股當日跌停金額而不買入）。此種限制雖短期內使市場無法達成均衡價格，但透過拉長調整時間，為市場參與者提供「冷卻期間」（cooling-off period），得以重新蒐集資訊、評估標的資產價值，進而作出更合理決策。

以我國目前漲跌幅度設定為每日10%為例，若某股票實際市場均衡價格與前一日平盤價差距超過10%，則須透過連續交易日之價格移動，始得達成價格均衡。此種「分段式調整」雖對價格即時性構成壓抑，然其創造資訊整理與心理緩衝空間，減少非理性交易行為與市場恐慌。因此，從資訊對稱與市場信賴基礎之維護出發，國家透過「漲跌幅限制」制度所提供之時間性緩衝，有助於降低資訊不對稱風險，促進金融市場之穩定與理性運作，亦符合金融監理之核心政策目標。

除前述「資訊不對稱」可能導致市場效率低落之外，與資訊相關的另一關鍵問題，則為「資訊不正確」。此二者雖有差異，但在金融市場運作中常常交織出現，且與「金融市場本質不穩定」密切關聯。金融經濟學理論指出，即使市場參與者擁有相同資訊，仍可能因認知偏差而產生不同的解釋與行動選擇。人在進行投資判斷與決策時，往往存在諸多非理性因素，諸如「選擇性認知」（selective perception），即個體傾向於接收、詮釋與其先前信念一致之資訊，排除相反訊息。更進一步，部分投資人可能出現「自我說服」（self-

justification) 傾向，刻意扭曲資訊以強化其原有投資立場，進而在心理上合理化其行為⁴⁶。

此一認知偏差與資訊誤用的現象，正是金融市場本質不穩定性的組成要素之一。即使在資訊公開的前提下，市場行為仍可能呈現高度情緒化與群體從眾現象。例如，投資者因觀察到個股「大漲」即隨之追買，或因「大跌」即恐慌性拋售，皆屬於典型之非理性交易行為。為遏止此類因情緒驅動而導致市場過度反應之現象，國家得藉由「漲跌幅限制」制度，延後交易完成時間，使投資者無法即時完成交易，從而被迫進入一段冷卻期。在此期間，投資者可重新蒐集資訊、進行判斷，有助於其脫離非理性思維模式，轉向理性決策⁴⁷。

綜合以上所述，國家對股票市場實施「漲跌幅限制」，目的不僅在於緩解資訊不對稱問題，更在於降低因資訊誤解、誤判所引發之非理性交易風險⁴⁸。此一制度設計，兼顧資訊透明與決策冷卻機制，實屬金融監理之正當性展現，亦符合保護一般投資者與維持市場秩序之政策目標。

⁴⁶ ROBERT J. SHILLER, IRRATIONAL EXUBERANCE 1-10 (2000).

⁴⁷ Sanford J. Grossman & Robert J. Shiller, *The Determinants of the Variability of Stock Market Prices*, 71 AM. ECON. REV. 222, 222-27 (1981); 詹德恩，法令遵循理論與實務，頁6（2021年）；鄒景雯、邵之雋、廖福特，主管機關對金融機構人員解職處分——以開發金控購併金鼎證券案為例，東海大學法學研究，50期，頁191-232（2016年）；郭大維，論銀行負責人適格性之規範，存款保險資訊季刊，30卷3期，頁18-51（2017年）。

⁴⁸ 有關股票市場之「資訊不對稱」與「資訊不正確」問題，進而對於「效率市場假說」進行深入討論之文獻，可見黃朝琮，效率市場概念於美國公司法上之應用，政大法學評論，162期，頁12-18（2020年）。

參、股票市場漲跌幅限制交易之憲法界線

一、各種憲法價值之兼顧——憲法一體性解釋方式

如前所述，「漲跌幅限制」作為價格穩定機制，屬於國家對市場價格形成機制所為之制度性介入，其制度目的在於降低股票市場中的資訊不對稱與資訊不正確問題，進而促進市場理性與穩定運作，故已具備憲法上國家介入之正當性基礎。然而，即使目的正當，國家於實施相關管制措施時，仍應遵守憲法其他規範，尤其是對人民基本權利之保障，避免形成因過度干預而致違憲之情形。

簡言之，國家不得以政策目標為由，忽略對人民基本權利之保護界限，蓋憲法第23條：「以上各條列舉之自由權利，除為防止妨礙他人自由、避免緊急危難、維持社會秩序，或增進公共利益所必要者外，不得以法律限制之。」明確揭示：國家對人民自由權利之任何限制，必須符合目的正當性、比例原則與法律保留原則，方構成合憲之干預。

如「貳、股票市場之漲跌幅限制與憲法任務」所言，憲法規範無論係基本權利、權力分立或基本國策，均具備客觀法效力，國家對此負有積極實現與遵循之義務。然憲法各項義務間可能出現適用上的義務衝突，例如：一方面國家有義務推動金融監理以維護市場秩序；另一方面亦須保障人民之財產權與契約自由。面對此類規範衝突，須將各項憲法義務與保障內涵加以整合，使其在整體架構中得以協調運作，此即所謂「憲法一體性解釋」（*Einheit der Verfassung*）⁴⁹。該解釋方法要求為憲法解釋時，不得割裂性地理解

⁴⁹ 有關「憲法一體性原則」之說明與實際操作，可見林明昕，同註24，頁1326；陳陽升，論違憲審查與立法政策形成自由——從司法院釋字第七九一號解釋宣

個別條文，而應置於整體憲法體系中，追求規範間之整合、協調與價值權衡，從而實現憲法整體意旨。

當國家任務與基本權保障發生實質衝突時，國家應透過「法益衡量」進行調整，衡平不同憲法義務所追求之價值目標，盡可能兼顧兩種價值之實現與共存。此即所謂「最佳化要求⁵⁰」（Optimierungsgebot），亦即在不可能完全兼顧之情況下，追求各項憲法義務之最適化落實，而非採取「全有全無」之二元對立處理方式。

因此，本文前已說明漲跌幅限制所欲追求實現之國家任務，即已說明有關所謂「目的正當性」之論述，本部分從憲法一體性解釋角度切入，論述憲法與漲跌幅限制相關之其他規範與價值取向，加以說明國家為漲跌幅限制時，所應注意之憲法界線。

二、不得違背憲法對於「國家經濟體制」之設計

國家對股票市場為「漲跌幅限制」涉及一國之「國家經濟體

告通姦罪違憲立即失效談起，國立中正大學法學集刊，84期，頁78-79（2024年）；林依仁，文化憲法的意義（下），月旦法學雜誌，291期，頁137（2019年）；張嘉尹，憲法解釋理論初探（下）——從行政院長任期爭議談起，律師通訊，151期，頁82（1992年）。

⁵⁰ 國內文獻有不同翻譯，諸如：陳信安將其譯為「最佳化誡命」，見陳信安，再論刑事不法與行政不法之區別——以德國聯邦憲法法院裁判見解及立法形成自由為中心（下），興大法學，16期，頁219（2014年）；張嘉尹將其譯為「極佳化誡命」，見張嘉尹，法律原則、法律體系與法概念論——Robert Alexy法律原則理論初探，輔仁法學，24期，頁11（2002年）；王服清將其譯為「極大化要求」，見王服清，氣候變遷對憲法健康權主、客觀效力之影響，科技法學論叢，19期，頁51（2023年）；蔡宗珍將其譯為「極致化要求」，見Klaus Stern著，蔡宗珍譯，基本權保護義務之功能——法學上的一大發現，月旦法學雜誌，175期，頁58（2009年）。

制」，故須檢視此一作為是否與我國憲法對經濟體制所揭示之基本立場相容。綜合觀察我國憲法條文，特別是第十三章「基本國策」中有關「國民經濟」之規定，可見我國經濟體制位處「計畫經濟」與「市場經濟」光譜之間，但整體設計上明顯更傾向市場經濟端。換言之，我國雖非採行完全放任的自由市場體制⁵¹，然憲法對經濟體制之設計，仍以市場經濟體制為基本架構，國家僅在具有特別考量之情形下，始得介入市場運作。

此一立場，從下列憲法條文可得明證：其一，憲法第148條明定：「中華民國領域內，一切貨物應許自由流通。」揭示自由流通原則，亦可知我國經濟體制原則上採取市場經濟體制；其二，憲法第145條第1項亦規定：「國家對於私人財富及私營事業，認為有妨害國計民生之平衡發展者，應以法律限制之。」賦予國家得以法律形式介入市場之權限，但亦要求其以具備「特別理由」與「法律依據」為前提。因此，國家得基於特殊考量，介入市場經濟體制，然仍應以憲法所設定之經濟自由原則為前提。

因此，我國憲法設計之經濟體制傾向自由經濟體制，其得保障人民自由與權利，蓋個人之生存與發展須仰賴資源取得，其中除自力獲得外，亦須透過市場交易以滿足多元需求。倘若經濟資源僅由國家公權力集中分配，將壓抑個人自主意志、扭曲價格訊號、損及資源有效配置。市場經濟使資源流動得以依據價格訊號與個人意志進行調整，進而保障並實踐人民之財產權與契約自由。

⁵¹ 除我國外，美國憲法學者亦認為國家得立法在市場與干預間取得平衡，即不承認「自由市場體制憲法化」，憲法並未承認完全的自由市場體制，因此即便對股票市場為管制，亦不能認為牴觸自由市場體制而違憲。Cass R. Sunstein, *Lochner's Legacy*, 87 COLUM. L. REV. 873, 873-75 (1987).

綜合前述，國家不得透過政策手段，使整體經濟體制由「市場經濟」滑向「計畫經濟」，否則構成違憲。又國家對股票市場為「漲跌幅限制」，雖不至於使國家走向「計畫經濟」之經濟體制，惟其干預強度不得過高，以致架空市場價格機制。例如，若國家規定每日股價波動上下限僅為1%，即可能嚴重限制交易流動性，致使市場無從反映資訊、達成均衡，恐有偏離市場經濟本旨之疑慮，進而構成違憲。

因此，妥適的制度設計應在「維持市場自由機制」與「保障投資人利益」之間取得平衡。此不僅為法學上之憲法要求，亦為金融學界有文獻所主張者。財務金融學者即指出，制度設計應兼顧「防範股價之非理性波動」與「維護市場交易之自由彈性」⁵²，與本文之基本立場可謂異曲同工。申言之，股票價格應由市場供需力量所決定。主管機關在尊重市場機制運作前提下，雖應善盡管理者角色，惟其對於股票市場所設交易限制不得過度，以免妨礙股價形成與市場效率。

自由市場之建構係以「理性投資人」假設為前提，然實務上市場參與者經常出現反應過度或不足之非理性行為，致使價格偏離基本價值，形成所謂「非理性波動」。因此，如何建構一套兼顧自由與穩定之交易制度，成為制度設計之核心課題。在此脈絡下，「漲

⁵² 張志向、謝松霖，台灣股市漲跌幅限制之績效：價格發現與基本面價值，亞太經濟管理評論，9卷1期，頁109-127（2005年）；Andrew Jen-Guang Lin, *The Challenges and Contemporary Issues of Taiwan's Investor Protection System: A Model to Learn or to Avoid*, 11 NAT'L TAIWAN U. L. REV. 129, 140 (2016); Mak Yuen Teen, *Reflections on Investor Protection and Capital Market Development in Taiwan* (Aug. 6, 2024), Centre for Investor Protection, NUS Business School, <https://bschool.nus.edu.sg/cip/articles/reflections-on-investor-protection-and-capital-market-development-in-taiwan/> (last visited Jul. 21, 2025).

跌幅限制」即為國家介入股票市場之典型制度工具，其功能在於防止非理性情緒擴大，擾亂價格訊號之正常傳導，正如本文所論，其仍不得破壞憲法對市場經濟體制之基本設計。我國現行所設漲跌幅限制為10%，於制度強度上應尚不至對市場機能造成本質性破壞，是以，本文認為現行制度尚未違背憲法對「國家經濟體制」之基本設計。

三、不得違背憲法對於基本權利之保障——以財產權、契約自由為中心

憲法第二章「人民之權利義務」，明文規範國家應保障人民之基本權利。依本文所採「憲法一體性解釋」之觀點，國家於對股票市場設置漲跌幅限制之際，亦應考量憲法基本權利規範，避免違反憲法對基本權利之保障要求。

金融監理屬於對私人活動加以限制與規範之國家行為，其本質上為干預行政，基於依法行政原則與法律保留原則，國家從事金融監理時，應透過實定法（即成文法規範）作為具體依據，其立法與行政作為，應致力於建立體系完備之監理架構、持續檢討不合時宜之法規，並適時解除未符成本效益原則之過度管制。

國家對股票市場施行「漲跌幅限制」，受影響者包括投資人與被投資公司。就後者而言，漲跌幅限制可能導致股票流動性與市場評價下降，進而不利公司未來籌資。然在美國法上，公司主張其因交易機制受損而構成基本權侵害者，實務上甚為罕見。例如，在 *Golden Nugget, Inc. v. AMEX* 一案中，法院即指出公司對其已發行股票於次級市場之交易，並不享有可主張之財產權益；股票所表彰者為股東對公司之權益，而非公司對股票本身之所有權。換言之，一

旦股票發行並進入市場流通，公司對其後續交易即幾無控制權⁵³。換言之，公司對市場交易結構之挑戰，在美國法上即使可進入憲法保護範圍，其強度亦屬邊緣。故本文雖於理論上承認「被投資公司」可能受漲跌幅制度影響，惟考量我國制度運作、比較法運作情形與本文研究重點，仍以投資人為主要觀察對象，特此說明。

本文於本節將聚焦於兩項與股票市場交易關聯最為密切之基本權利：財產權與契約自由，並進一步說明，國家在進行「漲跌幅限制」之規制設計時，應如何審慎權衡此等基本權之干預⁵⁴界線，從而釐清其憲法上之正當性基礎與限度。

（一）漲跌幅限制涉及人民財產權保障

憲法第15條明定：「人民之生存權、工作權及財產權，應予保障」此一規範確認財產權為憲法所保障之基本權利，其正當性基礎

⁵³ Golden Nugget, Inc. v. American Stock Exchange, Inc., 828 F.2d 586 (9th Cir. 1987).

⁵⁴ 除實現國家政策目標外，國家對股票市場設置「漲跌幅限制」亦可視為履行其「國家保護義務」的表現。自Wintrich於1952年提出「基本權利為客觀價值秩序」之說並為德國聯邦憲法法院所採後，基本權利除具防禦國家之功能，亦逐漸展現要求國家採取積極保護措施的面向。此義務包括建立有效的法律制度，以防止第三人侵害受憲法保障之權利。我國學界亦肯認國家有制定法律、授權行政機關以保護基本權利之責。不過，在履行方式上，國家享有一定裁量空間，僅當完全怠於作為，或其措施顯失適當、明顯不足時，始構成違憲。是以，本文認為，國家對股票市場設定漲跌幅限制，難謂違反保護義務，因此本文後續將聚焦於基本權利防禦權之作用面向。對於國家保護義務之說明，可參李建良，基本權利與國家保護義務，收於：憲法解釋之理論與實務第二輯，頁59-125（2000年）；李建良，論憲法上保護義務與保護請求權之關係：以「不足禁止原則」的論證構造為中心，收於：二十一世紀公法學的新課題編輯委員會編，二十一世紀公法學的新課題——城仲模教授古稀祝壽論文集Ⅰ·憲法篇，頁169-204（2008年）；謝榮堂、周佳宥，論國家保護義務，軍法專刊，55卷3期，頁16-42（2009年）；Klaus Stern著，蔡宗珍譯，同註50，頁46-59；胡博硯，在經濟領域中的國家保護義務——從金融控股公司法第36條談起，憲政時代，36卷4期，頁411-425（2011年）。

在於維護個體之獨立性與人性尊嚴，並透過私有制度促進社會與經濟之穩定與發展⁵⁵。財產權制度乃市民社會與資本主義國家秩序之基礎，為現代法治國不可或缺之核心構造。私有財產制度得以維繫個體之資源支配與競爭動機，進而激勵文明與社會整體進步⁵⁶。

我國釋憲實務闡釋財產權，並定義之，可參「憲法第15條規定人民財產權應予保障，旨在確保個人依財產之存續狀態，行使其自由使用、收益及處分之權能，並免於遭受公權力或第三人之侵害（司法院釋字第400號、第709號、第732號及第747號解釋參照）」⁵⁷。據此，學說亦指出，財產權保障之核心在於個人得就其財產獨立自主地加以支配與利用，其具體權能即包括使用、收益與處分⁵⁷。歐洲人權公約亦有如下定義：「任何在法律秩序下所能容許其權利人為其己身利益而發揮作用之一切權利，均應包括在財產權之範疇（all rights with an asset value creating an established legal position under the legal system, enabling the holder to exercise those rights autonomously and for his benefit）⁵⁸。」

若循此一理解，投資人將其財產投入股票市場，進行買賣操作，不論市場行情為漲為跌，均屬其對財產之使用、收益與處分（或歐洲人權公約所稱之為其己身利益而發揮作用之權利），理應

⁵⁵ 陳明燦，財產權保障、土地使用限制與損失補償之探討：兼評都市計畫容積移轉實施辦法，臺北大學法學論叢，47期，頁247-249（2000年）。

⁵⁶ 陳愛娥，司法院大法官會議解釋中財產權概念之演變，收於：劉孔中、李建良主編，憲法理論之解釋與實務，頁393以下（2006年）；林明鏘，私有既成道路與損失補償請求權，月旦法學雜誌，112期，頁47-56（2004年）。

⁵⁷ 李建良，財產權之存續保障與價值保障，台灣本土法學雜誌，4期，頁100-104（1999年）。

⁵⁸ Christian Rückert, *Cryptocurrencies and Fundamental Rights*, 5 J. CYBERSECURITY 7 (2019).

納入憲法財產權之保障範疇。是以，國家設置「漲跌幅限制」時，實際上已對投資人財產之處分與使用進行一定程度之制度性限制，憲法審查自不可迴避對財產權干預正當性之檢討。

（二）漲跌幅限制涉及人民契約自由保障

契約自由原則，為私法自治體系下之一核心子概念。所謂私法自治，係指個人得依其自由意志，決定其所涉私法上之權利義務關係，其子概念契約自由原則則指當事人得依照其意思合致之方式，締結契約而享有權利並負擔義務。按傳統民法學理，契約自由原則涵蓋四項基本子自由：即締結自由、相對人自由、內容自由與方式自由，分別對應個人是否締約、與誰締約、如何設定契約內容及以何種方式締結契約等層面⁵⁹。

契約自由已獲我國憲法實務肯認為基本權保障之一部分。司法院釋字第576號解釋明確指出：「契約自由為個人自主發展與實現自我之重要機制，並為私法自治之基礎，除依契約之具體內容受憲法各相關基本權利規定保障外，亦屬憲法第二十二條所保障其他自由權利之一種。」並進一步表示：「惟國家基於維護公益之必要，尚非不得以法律對之為合理之限制。」此一解釋已將契約自由納入憲法基本權利之保障範疇，並表明國家得以在維護公益之情況下，對其限制⁶⁰。

依據上述理解，投資人於股票市場中進行證券交易，其本質即

⁵⁹ 例見王澤鑑，民法總則，增補新版，頁268-272（2020年）。

⁶⁰ 對於憲法第15條或憲法第22條何一條文適宜作為憲法上「契約自由」之基礎者，可參閱程明修，契約自由與國家之保護義務，憲政時代，30卷2期，頁199-201（2004年）；陳仲嶸，我國憲法上未列舉權利之發展，憲政時代，44卷2期，頁61-62（2018年）。

屬一種契約行為，內容涉及有價證券之買賣，其是否進場、何時進出、以何價格與誰交易，均屬契約自由所涵蓋之行為類型。因此，不論市場為漲為跌，投資人於市場中行使買入與賣出之行為，應屬契約自由之保障範疇。是以，國家對股票市場為「漲跌幅限制」，即禁止投資人於特定價格範圍外進行證券買賣，即可能對其契約自由產生制度性干預。因此，在檢討該制度之合憲性時，除應評估對財產權之影響外，亦須審慎考量其對契約自由之限制。

(三)漲跌幅限制之合憲性檢討

按憲法第23條規定：「以上各條列舉之自由權利，除為防止妨礙他人自由、避免緊急危難、維持社會秩序，或增進公共利益所必要者外，不得以法律限制之。」該條已明示，基本權非屬絕對不可限制，惟國家對其為限制時須遵守法律保留原則、目的正當性與比例原則。

有關法規範之違憲審查，我國學說與釋憲實務穩定的操作方式是採取以下的四個思考層次，即：1.基本權利的保護範圍；2.對基本權利的干預；3.干預行為的法律保留原則審查；4.干預行為的比例原則審查。本文前已說明漲跌幅限制事涉人民「財產權」、「契約自由」保障範圍，有違憲審查之必要。本文以下會再針對漲跌幅限制進行合憲性分析，並聚焦於第3層次法律保留原則與第4層次比例原則之審查⁶¹。

⁶¹ 王澤鑑，法律思維與案例研習——請求權基礎理論體系，2版，頁217（2022年）；李建良，基本權利理論體系之構成及其思考層次，人文及社會科學集刊，9卷1期，頁53-71（1997年）；許宗力，基本權的保障與限制（上），月旦法學教室，11期，頁64-75（2003年）；許宗力，基本權的保障與限制（下），月旦法學教室，14期，頁50-60（2003年）；程明修，人民因法律限制其基本權利而聲請大法官釋憲之論證程序，法學講座，試刊號，頁27-36

欲對漲跌幅限制進行合憲性分析，須先確立相應之審查基準。本文前已指出，漲跌幅限制作為國家對證券市場之干預措施，涉及財產權與契約自由等憲法所保障之基本權利。雖此類措施具有高度之財政與金融專業性，使行政機關於政策形成與執行過程中享有相當裁量空間，然此並不代表司法審查即應全面退讓。即使涉及金融監理領域，國家行為亦應受制於憲法之規範結構，接受合憲性之審查。

考量行政權於金融政策之專業判斷特性，本文傾向採取寬鬆之合憲性審查基準⁶²。此一見解與美國法上之發展頗為一致：依據美國聯邦最高法院見解，凡政府對經濟活動所為之干預，只要非屬任意或歧視性，且與其立法目的具合理關聯，即可通過所謂之「合理關聯審查」（*rational basis review*）⁶³。就此而言，凡旨在維護金融市

（2001年）。

⁶² 此為多數說見解，例見許宗力，比例原則與法規違憲審查，收於：法與國家權力(二)，頁75-94（2007年）；黃昭元，憲法權利限制的司法審查標準：美國類型化多元標準模式的比較分析，國立臺灣大學法學論叢，33卷3期，頁45-148（2004年）；黃昭元，大法官解釋審查標準之發展（1996-2011）：比例原則的繼受與在地化，國立臺灣大學法學論叢，42卷2期，頁215-258（2013年）；陳春生，行政上之預測決定與司法審查，收於：行政法之學理與體系(一)：行政行為形式論，頁181-219（1996年）。另可參看特別強調我國與美國財產權之憲法保障與審查者：陳仲嶙，憲法財產權保障的司法自制與積極，國立臺灣大學法學論叢，53卷1期，頁7-78（2024年）。

⁶³ 美國法律體系下，人民的財產權與契約自由並非絕對不可限制的權利。在 *Nebbia v. New York* 案中，美國最高法院即指出：「法院不可推翻立法機關為促進公共福祉所制定的合理政策。」換言之，針對市場的價格管制措施（例如漲跌幅限制或暫停交易），只要立法者有合理的公共利益目的，法院傾向認為其不構成對財產權或契約自由的違憲干預。見 *Nebbia v. New York*, 291 U.S. 502 (1934). 此外，美國最高法院1938年在著名的 *Carolene Products Co.* 案中即確認，對於一般經濟性立法，只要立法有合理的事實基礎或推論支持，法院即會維持其有效性。簡言之，法院只要求管制措施與一個合法的政府目的有合理關聯即可，例如防止股市恐慌性暴跌、維護金融穩定等皆屬正當目的，即法院不

場穩定、保護投資大眾等正當公共利益所採取之政策措施，原則上應認具有憲法正當性。

或謂漲跌幅限制如同本文前述，涉及人民財產權與契約自由之憲法基本權利保障，若採取寬鬆之審查基準是否過於漠視人民基本權利保障。惟本文認為美國法於此之經驗，亦可供吾人參考。申言之，美國法並未將投資人交易權視作絕對的憲法財產權，其認為暫停交易或價格區間限制屬於一般性經濟管制行為，在符合公共利益目的且非歧視地適用於市場全體時，僅需通過最低程度的合理性審查（*rational basis*）即可合乎憲法規定，即美國法院認為只要有明確法律授權和公共利益目的，短暫的交易限制並非對財產權的違憲侵害，畢竟其未剝奪投資人對股票的所有權，也未永久奪走其經濟價值，只是暫時限制處分方式。直至今日，美國亦無法院判決認定漲跌幅限制或交易中斷機制違反憲法對於財產權與契約自由之保障。

綜上所述，本文認為漲跌幅限制所對應之基本權限制屬有限，且其所欲達成之公共任務具高度政策重要性，故可採合理基礎審查之方式加以審查。若有認為其對資金流動性之干預仍應慎重以對者，則可於法律保留原則之層次上要求國會立法應具體明確，以避免授權過於抽象。本文以下即開展對於漲跌幅限制之合憲性審查。

1. 漲跌幅限制與法律保留原則

「漲跌幅限制」所影響金額甚大，國家是否採行與如何採行「漲跌幅限制」將影響該國資金流通、國民經濟。另隨著金融自由化（*Financial Liberalization*）與金融國際化（*Financial*

會深入探究該措施是否最佳或是否必然能達成目的，見 *United States v. Carolene Products Co.*, 304 U.S. 144, 152 n.4 (1938).

Globalization）之發展，外資亦流入臺灣股票市場，對於我國經濟發展，自有一定程度影響。「漲跌幅限制」亦會影響外資進入我國股票市場之意願，也因此臺灣證券交易所在2015年6月1日時將漲跌幅限制由7%放寬為10%，主要宣稱理由即包括：接軌國際市場，亦可證明。

綜合以上說明，「漲跌幅限制」不僅係單純之市場交易技術性措施，實則具有調節市場結構、影響國際資金配置與國家經濟發展策略之政策功能。正因其涉及總體經濟穩定、資本市場開放度與產業競爭力，政策影響層面涵蓋經濟成長、貨幣政策與國家金融安全，相關主管機關包括財政部、中央銀行、金管會等。漲跌幅限制具有政策效應廣泛且高度專業技術性之特性，基於權責相當之考量，實應賦予行政院對於「漲跌幅限制」統合相關部會參與此一政策制定之明確定位⁶⁴。

是故，本文主張，就憲法第23條所揭示之法律保留原則而言，國家實施「漲跌幅限制」制度，應有法律明文作為依據，並對主管機關之決策權限、裁量範圍與程序要件有所界定，方符合憲法所要求之正當法律程序與對基本權利保障之最低限度要求。

就此而言，本文認為針對現行「漲跌幅限制」制度，在法律保留原則之適用上，至少有下列兩點值得檢討之處：

其一，關於「漲跌幅限制」之法律保留層次。目前我國關於漲跌停管制之規定，主要分別載於臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第63條與財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所

⁶⁴ 類似觀點：王文宇，論金融政策與金融監理法制，台灣本土法學雜誌，65期，頁45-46（2004年）。

買賣有價證券業務規則第55條。前者係依證券交易法第138條⁶⁵授權所制定，其中該條第1項第8款明文授權交易所得就「價格升降單位及幅度」訂定規範，形式上具有法律授權基礎；後者係依證券交易法第62條⁶⁶授權制定之證券商營業處所買賣有價證券管理辦法第7條⁶⁷第6款「價格升降單位、幅度」而來。

惟本文認為，此一法律保留層級不甚合理。依據2025年5月資料顯示，臺灣上市公司總市值達新臺幣702,427.34億元，上櫃公司亦達59,747.88億元⁶⁸，總體資本市場規模可謂龐大。雖並非所有交易每日

⁶⁵ 證券交易法第138條：「I.證交所除分別訂定各項準則外，應於其業務規則或營業細則中，將有關左列各款事項詳細訂定之：一、有價證券之上市。二、有價證券集中交易市場之使用。三、證券經紀商或證券自營商之買賣受託。四、市場集會之開閉與停止。五、買賣種類。六、證券自營商或證券經紀商間進行買賣有價證券之程序，及買賣契約成立之方法。七、買賣單位。八、價格升降單位及幅度。九、結算及交割日期與方法。十、買賣有價證券之委託數量、價格、撮合成交情形等交易資訊之即時揭露。十一、其他有關買賣之事項。II.前項各款之訂定，不得違反法令之規定；其有關證券商利益事項，並應先徵詢證券商同業公會之意見。」

⁶⁶ 證券交易法第62條：「I.證券經紀商或證券自營商，在其營業處所受託或自行買賣有價證券者，非經主管機關核准不得為之。II.前項買賣之管理辦法，由主管機關定之。III.第一百五十六條及第一百五十七條之規定，於第一項之買賣準用之。」

⁶⁷ 證券商營業處所買賣有價證券管理辦法第7條：「證券櫃檯買賣中心應就下列事項訂定證券商營業處所買賣有價證券業務規則，報請本會核定之：一、有價證券櫃檯買賣之申請及終止。二、自行買賣或代客買賣及其區分方式。三、委託買賣契約成立之方式。四、營業時間及買賣單位。五、買賣價格之公開標示方法。六、價格升降單位、幅度及初次為櫃檯買賣價格訂定之標準。七、結算及給付之時間與方法。八、買賣證券之過戶手續。九、買賣證券爭議及違規事項之仲裁與處理。十、其他有關櫃檯買賣之事項。」

⁶⁸ 依據臺灣證券交易所，【市值週報】，<https://www.twse.com.tw/zh/trading/statistics/week.html>（最後瀏覽日：2025年5月20日）；證券櫃檯買賣中心，市場現況，<https://www.tpex.org.tw/zh-tw/esb/trading/highlight.html>（最後瀏覽日：2025年5月20日）。

皆觸及漲跌停限制，但只要投資人參與股市，即有可能受到漲跌幅制度約束，其影響範圍涵蓋面甚廣。倘如此等關涉數兆資金運作與投資人財產權行使之重大制度，僅以交易所自律規章為規範依據，無疑於憲法法律保留原則之要求有所不足。

本文主張「漲跌幅限制」政策設計影響層面與國家預算執行或重大財經法制無異，實應上升至「法律」層級加以規範，始符合法治國原則之要求。因此，本文主張其屬於「絕對法律保留」之層級（司法院釋字第443號解釋參照），因而認為現行制度之法律保留層級不足。退萬步言，即使認為該制度尚不必採取「絕對法律保留」，而得適用「相對法律保留」之標準，本文也認為應至少於證券交易法第62條與第138條中，明確揭示授權對象與授權內容，尤其應對漲跌幅度之上下限範圍予以明文規定，不宜全盤授權由行政機關或交易所自律組織（如臺灣證券交易所、證券櫃檯買賣中心）自行裁量決定。

其二，現行「漲跌幅限制」之政策決定，乃由臺灣證券交易所股份有限公司依循前述之臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第63條第1項第8款訂定規範；財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所則依據證券商營業處所買賣有價證券管理辦法第7條第6款訂定規範後報金管會核定。

臺灣證券交易所股份有限公司與財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所在組織形式面上屬私法人。不過國家對於其等之營運方向均有實際掌控權，應認其係國家得以掌握的公設公司，其等亦一定程度地形同受託行使公權力者，蓋其等之董事會成

員，多為官股銀行代表人與主管機關指派者⁶⁹。申言之，金管會得以透過「核定」之法定程序，以及對於臺灣證券交易所股份有限公司及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所之董事會一定席次之掌控，在一定範圍內確保漲跌幅限制之設計符合其政策方向⁷⁰。透過如此之制度安排，臺灣證券交易所股份有限公司及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所所訂定之漲跌幅限制，亦不至於與金管會之政策方向有過大之落差。

然而，本文認為臺灣證券交易所股份有限公司與財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所對股票市場所為之漲跌幅限制，雖然如前所述，其所為之決定大致上與金管會政策方向相同，但考量到：(1)在學理與實務上，對於此二組織之性質定位仍有爭執空間⁷¹，雖本文因篇幅所限，暫時不欲探討此一問題，然無論結論採取何說，定位有疑義的組織決定如此茲事體大的事項，豈稱妥適；(2)私法人的組織型態一定程度排除國會監督⁷²。本文認為臺灣證券

⁶⁹ 臺灣證券交易所，董監事名錄，<https://www.twse.com.tw/zh/about/company/board.html>（最後瀏覽日：2025年7月21日）；證券櫃檯買賣中心，董監名錄，<https://www.tpex.org.tw/zh-tw/about/company/board.html>（最後瀏覽日：2025年7月21日）。

⁷⁰ 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第55條修正條文對照表之說明欄：「為營造透明、公正、效率之資本市場，並與國際制度接軌，提升國際競爭力，金融監督管理委員會於本（104）年2月3日宣布推動證券市場揚升計畫，其中股市漲跌幅限制放寬至10%，爰配合修正第3項規定。」可供參考。

⁷¹ 對相關問題之討論，見文大中，臺灣證券交易所之法律地位：以行政法觀點檢討其與發行公司或證券商之法律關係，臺灣大學法律學研究所（2016年）；邱陳律，臺灣證券交易市場管理之研究——以臺灣證券交易所的上市管理為中心，臺灣大學法律學研究所（2015年）；王晨桓，有關臺灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心之法律定位及監理行為之定性（下），當代法律，21期，頁79-88（2023年）。

⁷² 吳庚，金融監管事務之依法行政問題，台灣法學雜誌，247期，頁41-52（2014

交易所股份有限公司與財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所之組織雖然私法化，然其活動仍屬行政任務之履行，故必須滿足民主國家之正當性要求⁷³。本文認為臺灣證券交易所股份有限公司與財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所之地位與組織架構仍不足以單獨承擔涉及重大經濟與公共利益政策之制度設計責任。特別是「漲跌幅限制」牽涉龐大資金流動與宏觀經濟穩定，倘將決策責任交由性質不明確之機構全權決定，欠缺正當性。

綜上，本文認為「漲跌幅限制」制度既已與我國總體經濟政策密切相關，其設計與變動不應專由交易所或櫃買中心等機構裁量決定，而應由具正式公權力統籌職責之機關負責統一規劃。本文認為其應由行政院於考量金融穩定、資本市場開放、國際接軌等因素後決定之；即便從技術專業與行政效率考量出發，亦應至少明定由金管會作為決策機關，始能體現政策責任之明確歸屬與制度權限之正當安排。

此外，本文也認為即便立法機關選擇以法律明文授權證券交易所決定漲跌幅上下限，其行政程序亦應納入正當法律程序之要求。本文建議，可於制度中引入聽證、公聽會與意見陳述等程序性保障，使民意得以進入規則形成之過程，藉此提升制度透明度與決策正當性。在此基礎上，由證券交易所於法律授權範圍內，綜合各方意見審慎決定，以兼顧市場機能與投資人保障。本文之觀點，在美

年）；陳淳文，財經管制法制的憲法思考，憲政時代，40卷1期，頁17（2014年）；李建良，強制公開收購證券法制的合憲性控制——以證券交易法第43條之1第3項為論述中心，憲政時代，40卷1期，頁46-47（2014年）。

⁷³ 詹鎮榮，民營化後國家影響與管制義務之理論與實踐——以組織私法化與任務私人化之基本型為中心，東吳法律學報，15卷1期，頁7（2003年）。

國法上亦有類似見解⁷⁴，美國最高法院在SEC v. Sloan一案中評論指出：無事先聽證即暫停證券交易是「極為強大的權力」，可能對發行公司、股東及投資人造成嚴重影響，因而必須有國會的明確授權方屬合法行使。法院最終認定SEC只能基於同一事由暫停交易一次最長十天，不能連續反覆運用以繞過法律時限，否則違背國會只允許短期緊急管制、事後需提供正當程序的立法意旨⁷⁵。雖然美國法係針對熔斷機制而發，惟此等經驗亦可供吾國參考，即美國司法權雖承認此類管制的必要性，但要求行政權需嚴格依據授權與程序，以保障基本的正當程序權利。

2.漲跌幅限制與比例原則

「比例原則」又稱「過度禁止原則」，為憲法上之基本原理。學理上普遍認為可自憲法第23條關於「自由權利……不得以法律限制之，但以……所必要者除外」之中「必要」二字導出比例原則，其蘊含對國家限制人民自由行為之密度與範圍所設定之憲法邊界⁷⁶。比例原則之制度意旨，係在於防止國家以追求公共利益為由，對人民基本權利施加不成比例之干預，藉此維護個人自由之核心保障。

在實務與通說上，比例原則通常細分為三至四個子原則，其邏輯結構如下：其一，「目的正當性」：國家干預措施須以憲法容許之公共利益為追求目標；其二，「手段適當性」：所採手段須有助

⁷⁴ 和本文相同，均強調以正當法律程序（due process）來提高決策正當性的美國文獻，可參看Gideon Mark, *SEC and CFTC Administrative Proceedings*, 19 U. PA. J. CONST. L. 45, 52-60 (2016).

⁷⁵ SEC v. Sloan, 436 U.S. 103 (1978).

⁷⁶ 國內多數見解，例見許宗力，基本權的保障與限制（下），同註61，頁50-60；李建良，法學方法與基本權解釋方法導論，人文及社會科學集刊，30卷2期，頁237-277（2018年）。另我國釋憲實務亦採取此一觀點。

於達成該正當目的；其三，「手段必要性」：在多種可能達成目的之手段中，應選擇對權利侵害最小者；其四，「手段衡量性」（或稱「手段均衡性」、「狹義比例原則」）：權利之損害不應顯失與公益之增進失衡。本文以下即依此四層次展開對「漲跌幅限制」合憲性之比例審查。

（1）目的正當性

國家實施「漲跌幅限制」制度，所欲達成之目的，具有多重面向。首先，此一制度透過限制每日股價波動幅度，達成延後交易時點之效果，使市場參與者在面對劇烈價格變動時，得以爭取額外時間以蒐集資訊、重新評估投資標的之基本面，從而緩解資訊不對稱與資訊不正確所可能引發之非理性交易行為。此種設計意圖，實為透過制度性安排，引導市場朝向資訊更對稱、決策更理性之方向發展，此即財務金融學者所稱之「冷卻效果」⁷⁷。

其次，從宏觀金融穩定觀點觀之，漲跌幅限制亦有助於抑制短期間內股價之劇烈波動，防止市場信心瞬間崩潰所導致之連鎖反應，進而發生系統性風險。特別是在「跌幅限制」方面，國家可藉此降低資本市場快速崩盤之機率，穩定整體金融秩序；至於「漲幅

⁷⁷ 文獻上有認為漲跌幅限制之目的，係「冷卻效果」，論以：「股價漲跌幅限制之採行是為了降低每日股價的波動，藉以提供投資人冷卻期，並在當下重新評估股票之合理價值」，見蕭文姁、陳政位、顏慧明、黃新福、陳旭邦，股價漲跌幅限制改變的宣告效果之分析，管理資訊計算，6卷1期，頁1-12（2017年）。C. K. Ma, R. P. Rao & R. S. Sears, *Volatility, Price Resolution, and the Effectiveness of Price Limits*, 3 J. FIN. SERV. RES. 165-99 (1989); S. B. Lee & K. J. Kim, *The Effect of Price Limits on Stock Price Volatility: Empirical Evidence in Korea*, 22 J. BUS. FIN. & Acct. 257, 257-67 (1995); L. E. Kodres & D. P. O'Brien, *The Existence of Pareto-Superior Price Limits*, 84 AM. ECON. REV. 919, 919-32 (1994).

限制」，亦可防止市場過度追逐投機資訊，導致資產價格泡沫膨脹，其核心功能亦在於抑制價格背離真實價值之過度偏離，與「跌幅限制」具有相同之穩定市場目的。申言之，「漲跌停限制」具有增加市場穩定性之效果⁷⁸。

綜合以上說明，漲跌幅限制制度所欲實現者，不論係資訊環境之優化、投資行為之理性化，抑或金融秩序之穩定化，其目的均具有公共利益性質，並與憲法所追求之國家任務密切相關，故就比例原則中「目的正當性」一節而言，應認其通過審查。

(2)手段適當性

比例原則中之適當性原則，係指國家所採取之管制手段，須有助於達成其所欲追求之目的。據本文前述，漲跌幅限制主要係為達成兩項政策目標：其一，降低資訊不對稱與資訊不正確問題，進而保障一般投資人；其二，防止股市劇烈波動所引發之系統性風險。

漲跌幅限制能否有效達成上開目的，就目前財務金融學者之實證研究而言，對於此制度之成效，仍存在相當程度之爭議。財務金融學界對於漲跌幅限制制度的成效存有不同觀點。有認為該制度確實可抑制股價之非理性波動者⁷⁹；但也有反對者指出漲跌幅限制可能導致其他副作用，包括延宕均衡價格的發現⁸⁰、限制交易自由、引發

⁷⁸ Bhagwan Chowdhry & Vikram Nanda, *Leverage and Market Stability: The Role of Margin Rules and Price Limits*, 71 J. BUS. 179, 179-210 (1998).

⁷⁹ Lee & Kim, *supra* note 77, 257, 257-67; Westerhoff, *supra* note 41 at 493, 493-508.

⁸⁰ Eugene F. Fama, *Perspectives on October 1987, or What Did We Learn from the Crash?*, in BLACK MONDAY AND THE FUTURE OF THE FINANCIAL MARKETS 71, 71-82 (1989); Bruce N. Lehmann, *Commentary: Volatility, Price Resolution, and the Effectiveness of Price Limits*, 3 J. FIN. SERV. RES. 205-09 (1989); George P. Diacogiannis, Nicos Patsalis, Nickolaos V. Tsangarakis & Emmanuel D. Tsiritakis,

波動性外溢⁸¹，及本文所欲聚焦的「磁吸效應」⁸²（magnet effect）。有鑑於篇幅限制，本文僅針對「磁吸效應」進行討論。

就漲跌幅限制所欲達成之「降低資訊不對稱與資訊不正確問題，進而保障一般投資人」此一目的而言，該制度係透過延後交易時點之設計，創造「冷卻期間」，以利市場參與者得以充分蒐集並消化資訊，進而緩解資訊不對稱與錯誤資訊所導致之市場扭曲，保障一般投資人。然而，財務金融學實證研究指出，當市場參與者預期股價將觸及漲跌停板時，反而可能出現所謂「磁吸效應」（又稱磁鐵效應、磁吸效果），即投資人基於對流動性喪失之憂慮，擔心一旦價格觸及上下限後將無法順利成交，遂提前集中進行大量交易，促使股價加速向限制區間靠攏。

「磁吸效應」具體表現為：當個股價格逼近漲跌幅上限或下限

Price Limits and Overreaction in the Athens Stock Exchange, 15 FIN. ECON. 53-61 (2005). 陳怡伶、王耀華，論承銷價格調整基礎對影響訂定承銷價格因素與最終議定承銷價格之中介效果，華人前瞻研究，11卷2期，頁4（2015年）；陳勝源、林宇平，承銷新制對承銷價與承銷費用之影響，臺大管理論叢，22卷2期，頁1-25（2012年）；張心悌，證券詐欺之因果關係與損害賠償——板橋地方法院九六年金字二號民事判決評釋，台灣本土法學雜誌，101期，頁251-258（2007年）。

⁸¹ K. A. Kim & S. G. Rhee, *Price Limit Performance: Evidence from the Tokyo Stock Exchange*, 52 J. FIN. 885, 885-901 (1997); K. A. Kim & R. J. Sweeney, *Effects of Price Limits on Information Revelation: Theory and Evidence*, Working Paper, Georgetown Univ. (2001).

⁸² Avanidhar Subrahmanyam, *Circuit Breakers and Market Volatility: A Theoretical Perspective*, 49 J. FIN. 237, 237-54 (1994). David Cho, Jeffrey Russell, Thomas George & Ruey S. Tsay, *The Magnet Effects of Price Limits: Evidence from High-Frequency Data on Taiwan Stock Exchange*, 10 J. EMPIRICAL FIN. 133, 133-68 (2003). Wing-Keung Wong, Meng-Chen Chang & Andy H. Tu, *Are Magnet Effects Caused by Uninformed Traders? Evidence from Taiwan Stock Exchange*, 17 PAC.-BASIN FIN. J. 28, 28-40 (2009).

時，市場交易行為反而加劇，猶如磁鐵吸引價格向極端移動，導致價格更快進入限制範圍。此一現象不僅削弱漲跌幅制度原欲達成之資訊緩衝機制，甚且可能反向放大價格波動與市場風險，與制度原始設計目的背道而馳。是以，在評估漲跌幅限制制度之合憲性與政策合理性時，亦應將該制度可能衍生之實證經濟效果納入考量，以避免制度性設計與市場實際運作間產生落差⁸³。

綜合觀察我國財務金融學者之實證研究，多數研究顯示股票市場確實存在「磁吸效應」，並有以下發現⁸⁴：

A.臺灣股票市場之價格限制確實產生磁吸效應，漲跌幅限制未能發揮預期的冷卻效果，反而導致投資人過度反應，加劇價格異常變動。

B.當股價逼近漲跌停板時，個別投資人由於資訊取得相對有限、交易決策易受情緒干擾，並擔憂其交易部位即將被鎖住，往往更為積極地進行交易。相對而言，法人投資人因資訊掌握較為充分，較不易隨市場價格劇烈波動起舞，亦傾向採取分批委託以避免價格衝擊，故實證研究發現，在股價逼近漲停（或跌停）之際，法

⁸³ 王子湄、蕭朝興、林家光，同註41，頁393-394。

⁸⁴ 相同或相似之研究成果，包括認為台股投資者的投資行為具正向回饋交易理論的現象者，見劉玉珍、周行一、潘璟靜，臺灣股市價格限制與交易行為，中國財務學刊，4卷2期，頁41-60（1996年）；支持交易干擾假說和延遲價格發現假說的證據者，見Woo Suk Choi & Sang Bong Lee, *Price Limits and Limit Order Flow: Evidence from the Korea Stock Exchange*, 3 REV. PAC. BASIN FIN. MKTS. & POL'Y 451, 451-74 (2000). 此外，近期對中國A股的研究更揭示，大型投資人會刻意將價格推向漲停板，隔日再逢高出貨牟利的策略。磁吸效應不僅削弱了價格限制穩定市場的初衷，反而可能誘發投機行為，加劇特定時刻的波動，見胡游柔，中國股市漲跌幅限制下的統計特性，應用數學進展，12卷9期，頁4112-4121（2023年）。

人並未有明顯的集中買（賣）超行為。

C.法人操作上常採逐步調節方式，當個股逼近漲停時，法人可能出現獲利了結之賣壓，從而對漲停之磁吸效應產生一定程度之抑制。然而，個別投資人往往與法人操作方向相左，對強勢股勇於追高，使股價更快觸及漲停；而在弱勢股持續下跌時，法人停損拋售反可能造成更大賣壓，而個別投資人則有延遲出場傾向，反令股價下跌速度放緩⁸⁵。

磁吸效應是否確實存在，乃「漲跌幅限制」是否為有效制度之重要判斷參數，亦影響其在法學上能否通過比例原則之適當性審查。申言之，若「漲跌幅限制」之設計初衷係為提供「冷卻效果」（cooling-off effect），以賦予投資人更多時間蒐集資訊、理性判斷並排除資訊不對稱與資訊不正確之問題，則該制度之正當性基礎應在於保護一般投資人而非法人投資人。惟若磁吸效果實際上反而加劇價格波動、擴大資訊落差、提高法人獲利機會，並增加一般投資人虧損風險，則此項制度恐怕連比例原則中「手段適當性」，都有未能通過之嫌。

然而，磁吸效應是否確實存在，此須由財務金融學界持續透過實證研究加以檢證，本文不宜妄加斷言。本文在此主張倘若相關研究結果能夠確實證立磁吸效果之存在，且顯示個別投資人在股市中有追高殺低之傾向，則對於「漲跌幅限制」制度效果應有更為審慎之思考。是以，倘若主管機關或學界能進一步確認磁吸效果的實質

⁸⁵ 王立達，廣明光電美國競爭法民事訴訟的實像與虛像——兼論我國對於跨國聯合行為之可行因應措施，月旦法學雜誌，306期，頁62、84（2020年）；蔡怡純、蔡采玫，價格限制之漲停效果——台灣股市實證研究，貨幣觀測與信用評等，70期，頁76-87（2008年）。

存在，應重新審視漲跌幅限制制度之政策目標與正當性基礎。若制度設計係為實現冷卻效果，則宜考慮調整現行制度，例如放寬漲跌幅限制範圍、引進熔斷機制，或配套其他資訊揭露與投資人保護措施，以協助投資人作出較為合理與審慎之交易判斷。

雖有「磁吸效應」的問題，但本文仍認為現階段仍可認為漲跌幅限制通過適當性原則之審查。蓋在合憲性審查上，學說與實務普遍對「適當性」採取較為寬鬆之審查標準。其理由在於：倘若對適當性採取過度嚴格之要求，將可能迫使行政機關自始即選擇效果最明確、最直接之手段，反而可能導致對人民權利之過度侵害，而不利於人民權利保障。此外，又因漲跌幅限制是否確實造成「磁吸效應」，在財務金融學上亦非毫無異見，由於在審查標準上擇取寬鬆審查標準，本文仍認為其通過審查。

至於「漲跌幅限制」所欲達成之另一目標，即「防止股市劇烈波動所引發之系統性風險」，其實際效果亦有待商榷。部分實證文獻指出，漲跌幅限制制度可能延後價格調整與均衡機制之運作，使市場風險累積與價格失真之時間延長，反而不利於市場自我修復功能之運作。又我國證券市場投資人以散戶居多，投資決策易受消息面影響，當市場出現法人掛出大量賣單且股價連日跌停之情形時，對散戶之心理易造成高度衝擊。若此等情況持續發生，恐將誘發市場信心崩潰，進一步引發系統性風險之可能⁸⁶。

如同本文前對於「漲跌幅限制」是否確實具有「降低資訊不對稱與資訊不正確問題，進而保障一般投資人」效果之論述，本文認為漲跌幅限制是否具有「抑制或緩和系統性風險之功能」，須仰賴

⁸⁶ 陳俊仁，同註45，頁100。

財務金融學界與實務界之進一步實證研究，本文不在此妄加斷言。又因本文對於漲跌幅限制之管制採取寬鬆審查標準，因此仍認為其通過適當性之審查。惟政府部門有必要持續跟進財務金融學之研究成果，若彼等學者或政府數據最終證實該制度對於降低系統性風險之作用有限，其制度設計之正當性基礎勢將遭受質疑。

綜合言之，倘若現行10%之漲跌幅限制，無法有效達成(1)降低資訊不對稱與資訊不正確問題、保護一般投資人，及(2)防免系統性風險之目標，則制度設計應重新檢討，思考是否放寬漲跌幅範圍、導入熔斷機制，或其他更能兼顧市場穩定與自由之替代方案，以期符合比例原則下之適當性要求。

3.手段必要性

比例原則之必要性原則，係指當國家實施基本權限制之政策手段存在多種可行選項時，應選擇對權利侵害最小，但仍足以實現政策目的者。此一原則不僅應評估手段對人民基本權之限制程度，亦應納入行政成本、制度效能及整體公益之衡量因素。

以「漲跌幅限制」為例，若其目的係在於抑制非理性波動、降低資訊不對稱，則應進一步檢討是否存在其他對投資人權利干預程度較低之替代措施。例如，是否得以改採「熔斷機制」，或調整現行漲跌幅限制之幅度（如放寬為20%、30%或50%）等，均應納入評估比較之列。惟本文研究焦點主要置於制度本身之合憲性審查，對於手段選擇間之替代性與具體操作方案，未擬深入探討。爰此，本文對必要性原則僅為簡要提示，以下將重點轉向比例原則中更具實質審查意涵之「衡量性原則」，茲簡易論述如上。

4. 手段衡量性

比例原則之衡量性原則係指國家欲達成政策目標所採之手段，所造成對基本權之損害，不得與其所欲追求之公共利益失衡，即行政手段之利益與損害間，應具備衡平、妥適之比例關係。

如前所述，國家透過漲跌幅限制，或可達成資訊冷卻、避免系統性風險等目標，具有一定政策優點，然其所引致之負面效果亦不可忽視。因此，對於手段衡量性之審查，本文茲援引財務金融學界相關實證研究成果，結合法學視角，進一步分析其合憲性。

在漲跌幅制度可能產生之問題點中，應特別注意到所謂「價格僵固性」（*price stickiness*）問題，即股價反映資訊之即時性遭扭曲，進而損及市場效率與價格形成機能。申言之，健全之資本市場，應能即時反映資訊變動，引導資源有效配置。惟漲跌幅限制使得個股一旦觸及漲停或跌停，交易即陷入停滯，致使價格無法持續調整，削弱其反映市場資訊之即時性與彈性，此際將喪失股價所謂「可瞬時調整之特性」⁸⁷。此種情形，不僅減損股價作為價格指標之功能，亦將影響市場整體之價格發現效率。因此，漲跌幅限制可能延遲價格對新資訊的反映，導致延遲價格發現（*Delayed Price Discovery*）。因為當股價觸及漲跌停限制時，交易被迫中斷或限制，價格無法在當日充分調整至均衡水準。Kim和Rhee等學者檢驗東京證券交易所的漲跌幅制度後發現，當日未能完成的價格波動會延期至隨後交易日，表示限制阻礙了價格及時反映真實價值。簡言之，市場需要更長時間才能消化資訊，損及了定價效率。財務金融學因此認為價格限制可能導致波動率外溢效應（*volatility spill-*

⁸⁷ 王崋、賴鍾惠、胡士文、鄭嘉慧，股票政策宣告對農產品價格與股票價格的動態影響，*農業與經濟*，39期，頁3（2007年）。

over），即當價格觸及限制而無法繼續調整時，真實的供需衝擊被壓抑，可能導致未反映的價格波動延後到次日爆發，形成波動率外溢效應⁸⁸。

漲跌幅制度除造成「價格僵固性」外，財務金融學者的學術研究中也指出漲跌幅限制可能導致投資人對於未來均衡價格之預期出現疑慮，進而延緩價格達到均衡之時點，並加劇短期價格波動⁸⁹。有研究發現，當個股價格上升至漲停板時，由於價格震盪顯著增加，漲跌幅限制未能發揮預期之「冷卻效果」，反致股價波動更為劇烈⁹⁰。有實證結果顯示，漲跌幅限制對股價在達到限制後之報酬表現並無顯著影響，然卻會放大其後之價格波動，亦增加連續多日出現漲停或跌停之機率；且在漲停板後之價格波動幅度，擴大程度尤為顯著。總體觀之，漲跌幅限制雖對部分個股有短期穩定作用，然對整體市場而言，其副作用可能凌駕於其正面效益⁹¹。申言之，漲跌幅限制可能造成了波動移轉或累積效應，即限制當日雖降低波幅，但可能引發隔日波動率提高的現象，稱為波動溢出效應（Volatility Spillover）。換言之，若股票在第一天因觸及跌停無法繼續下跌，第二天開盤後可能出現劇烈調整，總體波動並未消失。因此，價格限制或許對控制整體系統性風險的效果有限，只是將風險延後而非消除。

外國實證文獻亦有類似觀察。有研究指出，高波動性股票較低

⁸⁸ Kim & Rhee, *supra* note 81, 885-901.

⁸⁹ Fama, *supra* note 80, 71-82.

⁹⁰ 吳壽山、周賓鳳，衡量漲跌幅限制對股票報酬與風險的影響，證券市場發展季刊，8卷1期，頁1-31（1996年）。K. A. Kim, *Price Limits and Stock Market Volatility*, 71 ECON. LETT. 131, 131-36 (2001).

⁹¹ 周賓鳳、吳壽山，漲跌幅限制之再探討，中國財務學刊，6卷2期，頁19-48（1998年）。

波動性股票更常觸及漲跌停板，小型股較大型股更容易遭遇價格限制，而高成交量股票也較易受其影響⁹²。據此，學者認為漲跌幅限制屬於對市場價格機制之「外加限制」，將干擾證券價值之真實反映與投資人對價格訊號之解讀⁹³。

據我國財務金融學者之實證研究，漲跌幅限制在臺灣市場實施後，反而導致股價波動性上升，削弱其資訊反應功能⁹⁴。在國際實踐方面，韓國雖因限制實施而降低波動性，惟價格卻偏離均衡而失真⁹⁵；日本東京證券交易所之實證結果則與臺灣近似，限制實施後波動性升高、價格調整受阻⁹⁶；在中國上海與深圳之交易所的實踐結果，由於其1996年前未有漲跌停限制，其波動性甚大，中國執政者為抑制該國投資人之投機性，在1996年12月16日實施漲跌停限制，明顯降低了波動性⁹⁷。整體而言，雖對波動性之影響尚具爭議，惟漲跌幅限制導致價格偏離其均衡水準，為各國研究之共同觀察。

此外，漲跌幅限制亦會降低市場之流動性（Liquidity）。如前所述，當接近漲跌停時，部分投資人因無法在合理價位進出而退出市場觀望，導致該股票交易量縮減（所謂交易干擾假說）。此外，交易暫停期間投資人無法交易，喪失了即時退出部位或止損的自由。

⁹² K. A. Kim, *supra* note 90, 131-36.

⁹³ 較為近期的研究，亦得出相同結論，見X. H. Hu, *A Theoretical Study of Market Performance Under Price Limits and Circuit Breakers in Chinese Stock Market*, 10 THEOR. ECON. LETT. 218, 218-31 (2020).

⁹⁴ Yea-Mow Chen, *Price Limits and Stock Market Volatility in Taiwan*, 1 PAC.-BASIN FIN. J. 139, 139-53 (1993).

⁹⁵ Sang Bin Lee & Jee Seok Chung, *Price Limits and Stock Market Efficiency*, 23 J. BUS. FIN. & ACCT. 585, 585-601 (1996).

⁹⁶ Kim & Rhee, *supra* note 81, 885-901.

⁹⁷ 林朝陽，以VaR風險值檢視大陸股市的市場風險，貨幣觀測與信用評等，70期，頁65-73（2008年）。

實證研究也顯示，限制區間收窄時市場交易活動和深度會顯著下降。流動性之減損不僅影響市場交易活力，亦可能削弱對內線交易之抑制效能。有研究指出，活絡市場流動性，實有助於弱化內線資訊之操控效應⁹⁸，減少不公平交易之發生。因此，漲跌幅制度如造成流動性萎縮，將不利於實現公平交易與市場信任之核心價值，甚至造成不能有效打擊內線交易之結果。

綜合而言，雖各家研究在細部結論上略有歧異，惟主管機關應積極研究財務金融學界之實證成果，並針對目前一律適用10%漲跌幅限制之規範設計是否妥適，進行更具差異化與精緻化之制度思考而採取其他措施。在其他可能的措施設計上，應參考財務金融學者之建議，諸如：是否可針對不同基本面特性之股票設計不同幅度之價格變動限制、依據成交量採取差別化規範，或引入「不對稱漲跌幅限制」（asymmetric price limit），即設計漲幅限制高於跌幅限制等，均可作為提升制度有效性之可能方向⁹⁹。

此外，漲跌幅限制固然有助於降低資訊不對稱與資訊不正確之問題，惟其同時可能加劇市場波動，甚至提升內線交易發生之風險，亦應納入政策規劃與制度評估之全盤考量。因此，在衡量性的審查上，雖然本文因採取寬鬆審查標準，仍能認為其通過合憲性審查，惟政府部門應參酌財務金融學者之研究成果，尤其是其對價格僵固性、波動性、流動性等面向之實證成果，進行政策追蹤。

⁹⁸ 蔡怡純、吳柏勳、馬黛，盤後定價交易之資訊內涵，貨幣觀測與信用評等，63期，頁67-90（2007年）。

⁹⁹ 張志向、謝松霖，同註52，頁109-127。

肆、結 論

本文以國家對股票市場實施之「漲跌幅限制」為核心議題，探討其憲法上之正當性與界線所在。研究過程中可見，此一問題高度仰賴財務金融學與經濟學領域之理論與實證研究成果，唯有借助相關領域之專業知識，方能釐清政策效果，進而建構合理且具實效性的監理制度。

然而，法學在此一面向不宜完全退守。雖說行政機關於此類涉及金融技術性與政策判斷高度的領域，享有相當程度之裁量空間，司法審查密度亦應相對從寬，惟「從寬」並不意味「不審」。憲法對於基本權保障、法律保留原則、行政組織配置、比例原則等諸面向之要求，仍應作為制度設計與政策實施之規範框架。本文主張，在依法行政之憲政體制下，對於漲跌幅限制等重大干預措施，仍應就其目的正當性、法律保留原則、比例原則等進行憲法審視。

因此，本文將研究所得記錄於下，以供參考：

一、就目的正當性而言，主管機關多援引「漲跌幅限制可抑制股市波動、穩定市場」作為主要論述基礎。經本文分析，其乃國家履行憲法第149條「金融監理」之任務，國家為金融監理政策，得：(一)穩定金融體系，預防金融危機；(二)保障投資人與消費者之權益；(三)維護市場價格與交易制度之公正與誠信。因此，漲跌幅限制應得通過目的正當性之檢驗。

二、在憲法一體性解釋的觀點下，國家為「漲跌幅限制」不應破壞憲法對「國家經濟體制」之基本設計。就此而言，我國現行所設漲跌幅限制為10%，於制度強度上應尚不至對市場機能造成本質性破壞，是以，本文認為現行制度尚未違背憲法對「國家經濟體制」

之基本設計。

三、就法律保留原則而言，漲跌幅限制現行之依據為臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第63條與財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第55條。對此，本文認為其影響層面廣大，現行規範依據之法律保留層級不足，應修正證券交易法以符合法律保留原則之要求；此外，由於「漲跌幅限制」制度與我國總體經濟政策密切相關，本文認為其設計與變動不應專由證券交易所或櫃檯買賣中心等機構裁量決定，而應由行政院於統籌金融穩定、資本市場開放、國際接軌等因素後決定之；即便從技術專業與行政效率考量出發，亦應至少明定由金管會作為決策機關，始能體現政策責任之明確歸屬與制度權限之正當安排。另本文亦建議行政程序應納入正當法律程序之要求，可於制度中引入聽證、公聽會與意見陳述等程序性保障。

四、就比例原則而言，雖然本文因漲跌幅限制涉及財經專業，對其採取寬鬆審查標準進行審查，惟主管部門於「適當性」之層次，須注意財務金融學之相關實證研究成果，動態檢驗漲跌幅限制是否得以達成冷卻效果以及避免系統性風險之政策目的，尤其是財務金融學指出漲跌幅限制可能造成「磁吸效應」的問題點；主管部門於「均衡性」之層次，亦須注意漲跌幅限制所造成之價格僵固性問題、波動性上升問題、流動性下降問題與其所欲達成之效果，是否顯失均衡。凡此種種，均須依賴財務金融學之研究成果，主管部門須動態追蹤。

綜上所述，本文所探討之問題，涉及高度金融專業性與憲法法理交織之複雜面向。觀諸現有法學文獻，對於漲跌幅限制制度所涉之合憲性與法政策問題討論相對稀少，學界實有補足與深化之必

要。本文嘗試以法學視角切入分析此議題，期望拋磚引玉，促使法學界進一步關注，並積極參與此一攸關經濟秩序與基本權保障之制度課題，藉由跨領域對話，推動憲政秩序與市場監理機制之持續發展。

參考文獻

一、中 文

- F. Oppenheimer著，薩孟武譯（1995），國家論，4版，臺北：三民。
- Klaus Stern著，蔡宗珍譯（2009），基本權保護義務之功能——法學上的一大發現，月旦法學雜誌，175期，頁46-59。
- 文大中（2016），臺灣證券交易所之法律地位：以行政法觀點檢討其與發行公司或證券商之法律關係，臺灣大學法律學研究所碩士論文。
- 王子湄、蕭朝興、林家光（2012），磁吸效果、委託型態與流動性供給的關聯性，管理學報，29卷4期，頁373-398。
- 王文字（2004），論金融政策與金融監理法制，台灣本土法學雜誌，65期，頁36-46。
- 王文字（2019），金融法制與金融監理，收於：王文字主編，金融法，頁1-24，10版，臺北：元照。
- 王立達（2020），廣明光電美國競爭法民事訴訟的實像與虛像——兼論我國對於跨國聯合行為之可行因應措施，月旦法學雜誌，306期，頁60-85。
- 王志誠（2017），現代金融法，臺北：新學林。
- 王志誠（2018），操縱市場行為「開放性構成要件」之認定：以「連續」、「高價」、「低價」及「交易活絡」等概念為中心，台灣法學雜誌，337期，頁66-71。
- 王志誠（2018），證券交易法上不確定法律概念之解釋及適用爭議，銘傳大學法學論叢，29期，頁86-90。

- 王育慧（2007），最高法院九十一年度台上字第三〇三七號判決及臺灣高等法院八十八年度上重訴字第三九號判決之評釋（東隆五金案）——以連續交易操縱行為與內線交易為範圍，臺北大學法學論叢，61期，頁43-78。
- 王服清（2023），氣候變遷對憲法健康權主、客觀效力之影響，科技法學論叢，19期，頁1-83。
- 王晨桓（2023），有關臺灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心之法律定位及監理行為之定性（下），當代法律，21期，頁79-88。
- 王葳、賴鍾惠、胡士文、鄭嘉慧（2007），股票政策宣告對農產品價格與股票價格的動態影響，農業與經濟，39期，頁1-43。
- 王澤鑑（2020），民法總則，增補新版，臺北：自版。
- 王澤鑑（2022），法律思維與案例研習——請求權基礎理論體系，2版，臺北：自版。
- 王韻茹（2009），淺論德國基本權釋義學的變動——以德國聯邦憲法法院Glykol與Osho兩則判決為中心，成大法學，17期，頁85-126。
- 石世豪（2023），名目憲法與憲法釋義間的乖離及張力——1947年至1991年間《中華民國憲法》在臺灣的規範效力速寫，憲政時代，47卷1期，頁47-102。
- 吳庚（2014），金融監管事務之依法行政問題，台灣法學雜誌，247期，頁41-52。
- 吳盈德（2018），連續買賣操縱市場之構成要件／最高院106台上2184判決，台灣法學雜誌，337期，頁201-210。
- 吳壽山、周賓凰（1996），衡量漲跌幅限制對股票報酬與風險的影響，證券市場發展季刊，8卷1期，頁1-31。
- 李建良（1997），基本權利理論體系之構成及其思考層次，人文及社會科學集刊，9卷1期，頁53-71。

- 李建良（1999），財產權之存續保障與價值保障，台灣本土法學雜誌，4期，頁100-104。
- 李建良（2000），基本權利與國家保護義務，收於：憲法解釋之理論與實務第二輯，頁59-125，臺北：新學林。
- 李建良（2008），經濟管制的平等思維——兼評大法官有關職業暨營業自由之憲法解釋，政大法學評論，102期，頁71-157。
- 李建良（2008），論憲法上保護義務與保護請求權之關係：以「不足禁止原則」的論證構造為中心，收於：二十一世紀公法學的新課題編輯委員會編，二十一世紀公法學的新課題——城仲模教授古稀祝壽論文集 I・憲法篇，頁169-204，臺北：新學林。
- 李建良（2014），強制公開收購證券法制的合憲性控制——以證券交易法第43條之1第3項為論述中心，憲政時代，40卷1期，頁43-69。
- 李建良（2018），法治原則與良善行政——法治國圖像的進化課題，收於：台灣行政法學會編，行政法學作為調控科學，頁173-204，臺北：元照。
- 李建良（2018），法學方法與基本權解釋方法導論，人文及社會科學集刊，30卷2期，頁237-277。
- 李惠宗（2023），從體系正義論老人福利法上「安置費用」之求償——評最高行政法院101年度判字第562號判決，裁判時報，133期，頁12-26。
- 沈中華等（2015），金融市場：全球的觀點，8版，臺北：新陸書局。
- 謝榮堂、周佳宥（2009），論國家保護義務，軍法專刊，55卷3期，頁16-42。
- 沈君玲（2021），銀行違法授信之司法審查原則，檢察新論，29期，頁3-34。

- 周伯翰（2021），證券市場之創新板與戰略新板相關規範研究，財產法暨經濟法，66期，頁1-67。
- 周賓凰、吳壽山（1998），漲跌幅限制之再探討，中國財務學刊，6卷2期，頁19-48。
- 林依仁（2019），文化憲法的意義（下），月旦法學雜誌，291期，頁108-138。
- 林明昕（2004），原住民地位之保障作為基本權或基本國策？，憲政時代，29卷3期，頁335-358。
- 林明昕（2016），基本國策之規範效力及其對社會正義之影響，國立臺灣大學法學論叢，45卷特刊，頁1305-1358。
- 林明鏘（1997），論基本國策：以環境基本國策為中心，收於：李鴻禧教授六秩華誕祝賀論文集編輯委員會編，現代國家與憲法：李鴻禧教授六秩華誕祝賀論文集，頁1465-1504，臺北：月旦。
- 林明鏘（2004），私有既成道路與損失補償請求權，月旦法學雜誌，112期，頁47-56。
- 林建中（2021），銀行分離管制之基礎理論——美國法之介紹與比較反省，政大法學評論，167期，頁309-401。
- 林紀東（1986），中華民國憲法逐條釋義(四)，3版，臺北：三民。
- 林國全（2005），以散布流言或不實資料方法操縱價格——台灣高等法院九十二年度金上重訴字第九號判決評析，月旦民商法雜誌，7期，頁148-156。
- 林朝陽（2008），以VaR風險值檢視大陸股市的市場風險，貨幣觀測與信用評等，70期，頁65-73。
- 林琬珊（2022），銀行法違法吸收資金罪之理論與實務，月旦法學教室，231期，頁40-66。

- 林麗香（2007），證券市場操縱行為之成立——最高法院九六年台上字第二六〇號民事判決之簡評，台灣本土法學雜誌，100期，頁283-288。
- 邱忠義（2022），國民法官參與審判案件之上訴審審理權限評析（下），司法周刊，2113期，頁2-3。
- 邱陳律（2015），臺灣證券交易市場管理之研究——以臺灣證券交易所的上市管理為中心，臺灣大學法律學研究所碩士論文。
- 胡博硯（2011），在經濟領域中的國家保護義務——從金融控股公司法第36條談起，憲政時代，36卷4期，頁411-439。
- 胡博硯（2016），論國家對金融機構之管制與監理，收於：台灣行政法學會編，行政組織／行政執行／訴願制度／食品安全／金融監理，頁359-388，臺北：元照。
- 胡游柔（2023），中國股市漲跌幅限制下的統計特性，應用數學進展，12卷9期，頁4112-4121。
- 張心悌（2007），證券詐欺之因果關係與損害賠償——板橋地方法院九六年金字二號民事判決評釋，台灣本土法學雜誌，101期，頁251-258。
- 張志向、謝松霖（2005），台灣股市漲跌幅限制之績效：價格發現與基本面價值，亞太經濟管理評論，9卷1期，頁109-127。
- 張嘉尹（1992），憲法解釋理論初探（下）——從行政院長任期爭議談起，律師通訊，151期，頁78-86。
- 張嘉尹（2002），法律原則、法律體系與法概念論——Robert Alexy 法律原則理論初探，輔仁法學，24期，頁1-48。
- 梁成金（1998），我國金融監理之探討與展望，華信金融季刊，2期，頁15-38。
- 許兆慶、邱若曄（2020），操縱股價制度的檢討——以意圖活絡表象的沖洗買賣及意圖炒作股價的連續買賣為中心，財產法暨經濟法，60期，頁93-100。

- 許育典、陳碧玉（2012），交通部門憲法在我國的探討，成大法學，24期，頁1-67。
- 許宗力（2003），基本權的保障與限制（上），月旦法學教室，11期，頁64-75。
- 許宗力（2003），基本權的保障與限制（下），月旦法學教室，14期，頁50-60。
- 許宗力（2007），比例原則與法規違憲審查，收於：法與國家權力（二），頁75-94，臺北：元照。
- 郭大維（2017），論銀行負責人適格性之規範，存款保險資訊季刊，30卷3期，頁18-51。
- 郭大維（2024），從比較法之觀點檢視我國證券交易法第155條之規範問題，財產法暨經濟法，78期，頁1-27。
- 郭棋湧（1989），股價有無漲跌幅度限制的必要？，律師法律，24期，頁18-19。
- 陳仲嶙（2018），我國憲法上未列舉權利之發展，憲政時代，44卷2期，頁51-101。
- 陳仲嶙（2024），憲法財產權保障的司法自制與積極，國立臺灣大學法學論叢，53卷1期，頁7-78。
- 陳怡伶、王耀華（2015），論承銷價格調整基礎對影響訂定承銷價格因素與最終議定承銷價格之中介效果，華人前瞻研究，11卷2期，頁1-32。
- 陳明燦（2000），財產權保障、土地使用限制與損失補償之探討：兼評都市計畫容積移轉實施辦法，臺北大學法學論叢，47期，頁243-284。
- 陳俊仁（2009），證券投資信託事業經營危機之處理與因應機制——從美國證券投資人保護理論與二〇〇八年緊急經濟穩定法案觀察，月旦法學雜誌，165期，頁79-102。

- 陳信安（2014），再論刑事不法與行政不法之區別——以德國聯邦憲法法院裁判見解及立法形成自由為中心（下），興大法學，16期，頁179-231。
- 陳彥良（2015），涉及企業併購之內線消息認定——由嘉泥、台泥內線交易案觀察，月旦法學雜誌，236期，頁48-66。
- 陳春生（1996），行政上之預測決定與司法審查，收於：行政法之學理與體系(一)：行政行為形式論，頁181-219，臺北：三民。
- 陳淳文（2014），財經管制法制的憲法思考，憲政時代，40卷1期，頁4-28。
- 陳勝源、林宇平（2012），承銷新制對承銷價與承銷費用之影響，臺大管理論叢，22卷2期，頁1-25。
- 陳陽升（2024），論違憲審查與立法政策形成自由——從司法院釋字第791號解釋宣告通姦罪違憲立即失效談起，國立中正大學法學集刊，84期，頁59-122。
- 陳愛娥（2006），司法院大法官會議解釋中財產權概念之演變，收於：劉孔中、李建良主編，憲法理論之解釋與實務，頁393-420，臺北：中研院社科所。
- 陳新民（2002），論「社會基本權利」，收於：憲法基本權利之基本理論（上冊），頁95-128，臺北：元照。
- 陳新民（2002），論「憲法委託」之理論，收於：憲法基本權利之基本理論（上冊），頁37-93，臺北：元照。
- 曾淑瑜（2010），建構符合我國刑事實體法及程序法之財經犯罪體系，台灣法學雜誌，160期，頁59-76。
- 曾淑瑜（2013），證券犯罪類型化之研究，台灣法學雜誌，223期，頁116-135。
- 程明修（2001），人民因法律限制其基本權利而聲請大法官釋憲之論證程序，法學講座，試刊號，頁27-36。

- 程明修（2004），契約自由與國家之保護義務，憲政時代，30卷2期，頁195-227。
- 黃昭元（2004），憲法權利限制的司法審查標準：美國類型化多元標準模式的比較分析，國立臺灣大學法學論叢，33卷3期，頁45-148。
- 黃昭元（2013），大法官解釋審查標準之發展（1996-2011）：比例原則的繼受與在地化，國立臺灣大學法學論叢，42卷2期，頁215-258。
- 黃朝琮（2020），效率市場概念於美國公司法上之應用，政大法學評論，162期，頁1-92。
- 黃銘傑（2007），金融機構負責人忠實注意義務加重之理論與實務，月旦法學雜誌，142期，頁149-176。
- 楊岳平（2020），建構證券型虛擬通貨的交割法制——以無實體證券的集中保管要求為中心，財產法暨經濟法，59期，頁43-80。
- 楊岳平（2021），論去中心化金融與智慧合約的金融監理——以去中心化借貸為中心，月旦法學雜誌，316期，頁53-72。
- 詹德恩（2021），法令遵循理論與實務，臺北：元照。
- 詹鎮榮（2003），民營化後國家影響與管制義務之理論與實踐——以組織私法化與任務私人化之基本型為中心，東吳法律學報，15卷1期，頁1-40。
- 詹鎮榮（2009），公經濟法：第一講——公經濟法之概念、體系與新趨勢，月旦法學教室，75期，頁59-68。
- 鄒景雯、邵之雋、廖福特（2016），主管機關對金融機構人員解職處分——以開發金控購併金鼎證券案為例，東海大學法學研究，50期，頁191-232。
- 廖大穎（2007），論析證券交易法第一五五條第一項第四款的構成要件與嘉義地院九二年金訴字第三號判決，台灣本土法學雜誌，92期，頁19-41。

- 廖大穎（2012），人為操縱市場爭議與鑑識會計的訴訟支援——論意圖抬高或壓低市場交易價格等的構成要件，月旦法學雜誌，202期，頁38-63。
- 廖大穎（2016），論操縱市場與證券交易法第155條第1項第3、4款的構成要件——觀察臺中地院103年度金重訴字第1552號刑事判決，裁判時報，48期，頁121-134。
- 廖建勛（2022），秒懂IPO承銷制度，拒絕買貴當韭菜，月旦會計實務研究，49期，頁28-34。
- 劉玉珍、周行一、潘璟靜（1996），臺灣股市價格限制與交易行為，中國財務學刊，4卷2期，頁41-60。
- 劉宗德、戴凡芹（2021），金融創新與監理革新——以街口投信裁罰案為反思，月旦法學雜誌，316期，頁6-35。
- 劉連煜（2005），公司合併態樣與不同意股東股份收買請求權，月旦法學雜誌，128期，頁26-36。
- 劉慶瑞（1983），中華民國憲法要義，12版，臺北：五南。
- 蔡佩雯（2015），「放寬股市漲跌幅度及擴大當沖範圍」措施之介紹，證券暨期貨期刊，33卷12期，頁5-14。
- 蔡怡純、吳柏勳、馬黛（2007），盤後定價交易之資訊內涵，貨幣觀測與信用評等，63期，頁67-90。
- 蔡怡純、蔡采玫（2008），價格限制之漲停效果——台灣股市實證研究，貨幣觀測與信用評等，70期，頁76-87。
- 蕭文姪、陳政位、顏慧明、黃新福、陳旭邦（2017），股價漲跌幅限制改變的宣告效果之分析，管理資訊計算，6卷1期，頁1-12。
- 蕭富庭（2015），淺談替代性交易是否成立內線交易，全國律師，19卷9期，頁110-123。
- 賴英照（2017），最新證券交易法解析，3版，臺北：自版。

戴銘昇（2012），最高法院對證券市場操縱行為刑事構成要件之認定，*華岡法粹*，52期，頁101-140。

二、英 文

- Breyer, S. (1982). *Regulation and Its Reform*. Harvard University Press.
- Calvo, G., Leiderman, L. & Reinhart, C. M. (1994). The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues. *Contemporary Economic Policy*, 12, 54-66.
- Canfield, J. (2006). The Evolution of a More Stringent Business Judgement Rule in Banking: The Minimization of Director Difference. *UC Davis Business Law Journal*, 6, 241-75.
- Chen, Y.-M. (1993). Price Limits and Stock Market Volatility in Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 1, 139-53.
- Cho, D., Russell, J., George, T. & Tsay, R. S. (2003). The Magnet Effects of Price Limits: Evidence from High-Frequency Data on Taiwan Stock Exchange. *Journal of Empirical Finance*, 10, 133-68.
- Choi, W. S. & Lee, S. B. (2000). Price Limits and Limit Order Flow: Evidence from the Korea Stock Exchange. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 3, 451-74.
- Chowdhry, B. & Nanda, V. (1998). Leverage and market stability: The Role of Margin Rules and Price Limits. *Journal of Business*, 71, 179-210.
- Colesanti, J. S. (2010). Circuit Breakers and the Mission of Stock Market Stability. *Nexus Journal of Public Policy*, 15, 43-53.
- Diacogiannis, G. P., Patsalis, N., Tsangarakis, N. V. & Tsiritakis, E. D. (2005). Price Limits and Overreaction in the Athens Stock Exchange. *Financial Economics*, 15, 53-61.

- Fama, E. F. (1989). Perspectives on October 1987, or What Did We Learn from the Crash?, in *Black Monday and the Future of the Financial Markets* (pp. 71-82). Dow Jones-Irwin.
- Farag, H. (2013). Price Limit Bands, Asymmetric Volatility and Stock Market Anomalies: Evidence from Emerging Markets. *Global Finance Journal*, 24, 85-97.
- Grossman, S. J. & Shiller, R. J. (1981). The Determinants of the Variability of Stock Market Prices. *American Economic Review*, 71, 222-27.
- Herring, R. J. & Santomero, A. M. (2000). What is Optimal Financial Regulation?, in B. E. Gup (Ed.), *The New Financial Architecture: Banking Regulation in the 21st Century* (pp. 54-73). Kluwer Academic Publishers.
- Hu, X. H. (2020). A Theoretical Study of Market Performance Under Price Limits and Circuit Breakers in Chinese Stock Market. *Theoretical Economics Letters*, 10, 218-31.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, 47, 263-91.
- Kim, K. A. (2001). Price Limits and Stock Market Volatility. *Economics Letters*, 71, 131-36.
- Kim, K. A. & Rhee, S. G. (1997). Price Limit Performance: Evidence from the Tokyo Stock Exchange. *Journal of Finance*, 52, 885-901.
- Kim, K. A. & Sweeney, R. J. (2001). *Effects of Price Limits on Information Revelation: Theory and Evidence*. Working Paper, Georgetown University.
- Kim, Y. H. & Yang, J. J. (2008). The Effect of Price Limits on Intraday Volatility and Information Asymmetry. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(5), 522-38.

- Kodres, L. E., & O'Brien, D. P. (1994). The Existence of Pareto-Superior Price Limits. *American Economic Review*, 84, 919-32.
- Lee, S. B. & Chung, J. S. (1996). Price Limits and Stock Market Efficiency. *Journal of Business Finance & Accounting*, 23, 585-601.
- Lee, S. B. & Kim, K. J. (1995). The effect of price limits on Stock Price Volatility: Empirical Evidence in Korea. *Journal of Business Finance & Accounting*, 22, 257-67.
- Lehmann, B. N. (1989). Commentary: Volatility, Price Resolution, and the Effectiveness of Price Limits. *Journal of Financial Services Research*, 3, 205-09.
- Lin, A. J.-G. (2016). The Challenges and Contemporary Issues of Taiwan's Investor Protection System: A Model to Learn or to Avoid. *National Taiwan University Law Review*, 11(1), 129-201.
- Llewellyn, D. (1999). *The Economic Rationale for Financial Regulation*. Financial Services Authority.
- Ma, C. K., Rao, R. P. & Sears, R. S. (1989). Volatility, Price Resolution, and the Effectiveness of Price Limits. *Journal of Financial Services Research*, 3, 165-99.
- Majone, G. (1990). *Deregulation or Re-regulation? Regulatory Reform in Europe and the United States*. Pinter Publishers.
- Mark, G. (2016). SEC and CFTC Administrative Proceedings. *University of Pennsylvania Journal of Constitutional Law*, 19, 45-90.
- Mashaw, J. L. (1983). *Bureaucratic Justice: Managing Social Security Disability Claims*. Yale University Press.
- McCoy, P. A. (1995). The Notional Business Judgement Rule in Banking. *Catholic University Law Review*, 4, 1031-50.

- Minsky, H. P. (1991). The Risk of Economic Crisis, in *The Financial Instability Hypothesis: A Clarification* (pp. 56-71). University of Chicago Press.
- Minsky, H. P. (1992). *The Financial Instability Hypothesis* (Working Paper No. 74). The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Rückert, C. (2019). Cryptocurrencies and fundamental rights. *Journal of Cybersecurity*, 5(1), 1-12.
- Schwarcz, S. L. (2018). Beyond Bankruptcy: Resolution as a Macroprudential Regulatory Tool. *Notre Dame Law Review*, 94, 709-49.
- Shiller, R. J. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press.
- Subrahmanyam, A. (1994). Circuit Breakers and Market Volatility: A Theoretical Perspective. *Journal of Finance*, 49, 237-54.
- Sunstein, C. R. (1987). Lochner's Legacy. *Columbia Law Review*, 87, 873-919.
- Sunstein, C. R. (1990). *After the Rights Revolution: Reconceiving the regulatory State*. Harvard University Press.
- Westerhoff, F. (2003). Speculative Markets and the Effectiveness of Price Limits. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 28, 493-508.
- Wilmarth, A. E., Jr. (2011). The Dodd-Frank Act: A Flawed and Inadequate Response to the Too-Big-To-Fail Problem. *Oregon Law Review*, 89, 951-1030.
- Wong, W.-K., Chang, M.-C. & Tu, A. H. (2009). Are Magnet Effects Caused by Uninformed Traders? Evidence from Taiwan Stock Exchange. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17, 28-40.

On the Constitutional Legitimacy and Limits of State-Imposed Price Limit Rules in the Stock Market

*Hsi-Che Chen**

Abstract

This article examines the constitutional legitimacy and boundaries of the price limit mechanism implemented by the state in the stock market. Given the widespread participation of the general public in the securities market, the constitutionality of such regulatory measures has become an issue warranting serious attention. The study begins by introducing the content and regulatory objectives of Taiwan's current price limit rules and analyzes the constitutional duties the state must fulfill when adopting such measures. It further explores the constitutional implications of economic regulation and financial supervision in this context.

From the perspective of constitutional law, this article investigates how price limits interfere with individuals' property rights and freedom of contract. It argues, through the method of integrative constitutional interpretation, that such restrictions must not contravene the foundational design of a market economy as protected by the Constitution. In addition, the article conducts a constitutionality review based on the principles of legal reservation and proportionality, incorporating findings from

* Ph.D. Candidate (Third Year) at the Graduate Institute of Law, National Taiwan University.

empirical studies in financial economics. Particular attention is given to the “magnet effect,” as well as issues of market volatility and information asymmetry, in assessing the actual effectiveness of the price limit regime as a cooling-off mechanism.

Based on the comprehensive analysis, the article contends that the current legal framework for price limits is inadequate in normative status and questionable in terms of regulatory efficacy. It recommends elevating the regulatory basis of such mechanisms to statutory law and enhancing their democratic legitimacy. Moreover, it emphasizes that competent authorities should, in accordance with the proportionality principle, continually evaluate the suitability and balance of the price limit system by integrating up-to-date empirical insights from the field of financial economics. These include evaluating whether such measures effectively stabilize markets, reduce excessive speculation, and mitigate systemic risks, especially in light of concerns such as price rigidity, increased volatility, and reduced liquidity.

KEYWORDS: Stock Market, Price Limit Rules, Economic Regulation, Financial Supervision, Constitutional Review, Magnet Effect