

【專題一】



意圖抬高或壓低有價證券交易價格之認定 ——以 105 年度金訴字第 11 號刑事判決為例¹

黃超邦（證期局科長）

壹、前言

多數學者認為，證券市場的主要功能之一，在於形成證券的公平價格，該價格應由買賣雙方本於充足而正確的資訊，形成對證券價值的體認，因而產生一定的供需關係。而操縱市場行為，製造供需及價格變動之假象，扭曲市場價格機能，使操縱期間買賣證券之投資人可能受損害，因此，必須立法禁止操縱行為，以確保證券交易之公平與誠信，維護市場的健全性。

然而要認定操縱股價構成要件之意圖抬高或壓低交易價格，因個別股票交易狀況不同，致認定不易，對檢調單位及法官在個案之審酌均是極大之考驗。以下就近期（106 年 8 月間）臺灣臺中地方法院 105 年度金訴字第 11 號刑事判決跟讀者分享。本文雖以該判決為例，惟需先予聲明，筆者尊重法官對個案事實認定及依法獨立審判之職權，本文僅依上開判決書內容整理案例事實及法院見解，並就相關爭點補充部分最高法院判決及學者見解，提供讀者參考。

¹ 本文係作者個人研究心得，不代表服務機關立場。

貳、案例事實

一、根據檢察官之公訴意旨，摘要如下：

被告林俊宇使用實質掌控之父親林○任、長子林○呈、母親廖○玲所開設之證券交易帳戶，自 103 年 4 月 11 日起迄同年 6 月 19 日止（下稱查核期間）其中 36 個交易日，在其住處以電話作為聯繫工具，委由不知情之大昌證券股份有限公司（下稱大昌公司）新竹分公司營業員束○菁交易云辰公司之股票，共計買進 6,142 仟股、賣出 6,117 仟股。其利用相關證券交易帳戶，於 103 年 4 月 11 日、同年 4 月 14 日、同年 4 月 18 日、同年 4 月 21 日、同年 4 月 25 日、同年 4 月 28 日、同年 4 月 29 日、同年 5 月 9 日、同年 5 月 13 日、同年 6 月 13 日、同年 6 月 16 日等 11 個營業日之開盤時、盤中、收盤前，以連續以高價買入云辰公司股票之方式，間或有低價掛單之情形，以抬高或操縱云辰公司股票之交易價格。將云辰公司之股票價格自 103 年 4 月 1 日收盤價每股新臺幣（下同）25.75 元抬高至同年 6 月 20 日之收盤價每股 54.8 元，致云辰公司之股票於該期間漲幅達 112.81%，遠高於同期間同類股（其他電子類股）指數漲幅 10.27% 及大盤指數漲幅 4.51%。檢察官認為以此方式操作云辰公司股票之交易價格，足以影響該股票在公開市場之市場價格及交易秩序。經扣除證券交易稅及證券交易手續費等交易成本後，不法所得達 519 萬 7,653 元。因此，檢察官認被告違反修正後之證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款之對於在證交所上市之有價證券，意圖抬高或壓低某種有價證券之交易價格，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，而觸犯同法第 171 條第 1 項第 1 款之罪。

二、被告陳述

我沒有能力去拉高或壓低股價，我只是很單純的一般投資人，所用的是家人的資金，我是幫忙大家做股票投資行為而已，我買賣股票也是依照證交所的規定，我根本沒有能力，也沒有意圖去抬高或壓低云辰公司股票交易價格，當時之所以交易云辰公司股票，是看萬寶週刊還有電視台分析師的推薦，當時生技很火紅，這檔股票就是連結基亞公司，因為云辰擁有基亞 9% 的股權，所以我才會去買…。

三、律師辯護

檢察官係針對「以漲停價委託買進」、「以跌停價委託賣出」之行為，對被告為起訴之評價，然在臺灣證券交易所係採行「價格優先、時間優先」競價交易，以滿足最大成交量之電腦撮合制度下，又買賣報價設有漲跌停板限制，且委託申報需採限價申報，

不許市價申報，致正當投資人本於正當理財決策，如欲取得優先買進或賣出成交機會，即需以漲跌停板價格申報，亦即「以高於現價買入，低於現價賣出，甚至是漲停價買入跌停價賣出」下單，此已成為證券交易市場上之交易習慣，本身並無可責性可言，實不得遽以「高於現價買入，低於現價賣出，甚至是漲停價買入跌停價賣出」之買賣行為，逕謂該當炒作股價要件。

起訴書雖以 103 年 4 月 11 日至 6 月 19 日為觀察，但起訴書附表二所稱之影響，卻以「時段成交量百分比」論之，其所謂「時段」者，不及 1 分鐘者所在多有，無異於試圖放大所謂影響之觀感，與實務一般處理類似案件均係以「當日成交量百分比」觀察之作法有異。檢察官既未舉證被告各筆交易占「當日成交量百分比」為何？如何誘使投資大眾跟隨買進或賣出？何以云辰公司股票價格因之不能在自由市場供需競價下產生？即應認為不存在有所謂影響市場價格或市場秩序之虞之情事。本件被告與營業員之委託方式，向來絕多數情況下，均給擬買進數量及擬賣出數量之指示，至於價格部分，則基於與營業員間近 10 年來之默契，均是授權營業員看盤參照最佳五檔揭示制度擇機會下單，看到前盤揭示賣單價格，以分散方式下買單，成交價都在最佳五檔範圍內。蓋參照最佳五檔揭示制度擇機會下單之作法，是合理投資決策，且五檔價量是公開揭示之既有市場資訊，則被告何來營造交易活絡表象，誘發需求或供給之意圖。

本件被告就云辰公司股票所為買賣交易，其中買進者，少則間隔 3 日，最長達 31 日；賣出者，最少間隔 3 日，最長則有 34 日，顯非逐日緊密連接，連續以高價買進或連續以低價賣出云辰公司股票，與證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款「連續以高價買入或低價賣出」之構成要件尚屬有間。被告於 103 年 4 月 11 日等 36 個營業日買進與賣出云辰公司股票數量，分占此段期間云辰公司股票總成交量之 1.048%、1.044%，而交易數量占當日總成交比例超過 20% 者，僅有 103 年 4 月 11 日，其於各日則介於 0.01% 至 10.47%，足見被告買進或賣出之股票數量，相較於當時整體市場總成交量，顯屬極少之微量交易，根本不足以實質牽動云辰公司股票之交易價格或有何影響市場秩序之虞。

參、法院見解

一、對證券交易法第 155 條之闡述

按證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款原規定「對於在證券交易所上市之有價證券，不得有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」，然因原條文所謂連續以高價買入或以低價賣出，構成要件過於空泛，恐有違罪刑明確之原則，其行為結果不論是否造成市場正

常價格之破壞，均該當犯罪，且所有買賣股票之人，對於所買賣之股票本來就有所期待，未加以區別其行為態樣，則將使投資人動輒觸犯本罪，亦有違刑罰之目的，為免司法實務上操作上陷於困難，該條文遂於 104 年 7 月 1 日修正公布為「對於在證券交易所上市之有價證券，不得有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」，亦即新法另增訂「有影響市場價格或市場秩序之虞」為其構成要件之一，使本罪炒作股票要件明確化，先予敘明。本罪之構成要件雖於 104 年 7 月 1 日修正公布前（下稱修正前）之法條文中僅規定「意圖抬高或壓低集中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者」，然實務及學界均鑑於證券交易法第 155 條第 1 項、第 2 項關於對上市（上櫃）有價證券禁止行為之規定，其目的在使上市（上櫃）有價證券之價格能在自由市場正常供需競價下產生，避免遭受特定人操控，以維持證券價格之自由化，藉此維護證券市場之交易秩序及健全發展，並保障投資大眾之利益。因之，是否成立本罪，在前揭條文修正前除應考量上開法條文所定構成要件外，對於行為人連續以高價買入或低價賣出特定有價證券行為，客觀上是否有致使該特定有價證券之價格，不能在自由市場供需競價下產生之情形，仍認應一併考量，始符合本罪之規範目的，而此見解亦於此次修正時予以明文。亦即本罪之成立，在證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款於 104 年 7 月 1 日修正公布前後，固均不以該特定有價證券價格是否產生急遽變化之結果，或實質上是否達到所預期之高價或低價為必要，但均仍須考量其行為客觀上是否有致該特定有價證券之價格，不能在自由市場因供需競價而產生之情形存在，始符合本罪之規範目的。

另外，關於行為人「意圖抬高或壓低集中市場某種有價證券之交易價格」之主觀構成要件，係屬行為人心中想法，通常未表現於外，又行為人大都否認有此不法意圖，必須依賴其客觀行為所顯現之具體情狀，加以綜合判斷。而證券交易市場之投資者眾多，倘行為人之買進或賣出行為，未能誘使投資大眾跟隨買進或賣出，勢必因自由市場之供需競價，而無由達成抬高或壓低某種有價證券交易價格之不法目的。又一般買賣股票之目的在獲取利益，行為人是否意在藉由抬高或壓低股票交易價格所形成股價落差以圖謀不法利益，亦與判斷行為人有無上述主觀構成要件，具有重要關聯。就本罪之主觀構成要件而言，行為人主觀上應有以造成交易活絡表象，對市場供需之自然形成，加以人為干擾，藉以引誘投資大眾買入或賣出股票，以利用股價落差謀取不法利益之意圖為必要（最高法院 101 年度台上字第 5026 號判決意旨參照）。是以，如行為人不具上述意圖，或無操縱之故意，或其上述連續行為尚未至足以影響證券市場之公正性及投資人對其信賴度，或雖足以影響若干而有正當理由者，即與該罪之構成要件有異。

此外，影響股票市場價格之因素甚眾，舉凡股票發行公司之產值、業績、發展潛力、經營者之能力、形象、配發股利之多寡、整體經濟景氣，及其他各種非經濟性之因素等，均足以影響股票之價格。且我國關於證券交易之法令，除每日有法定漲、跌停板限制及部分特殊規定外，並未限制每人每日買賣各類股票之數量及價格，亦無禁止投資人連續買賣股票之規定。而投資人買賣股票之目的，本在謀取利潤，是其於交易市場中逢低買進，逢高賣出，應屬正常現象；縱有連續多日以高價買入或低價賣出之異常交易情形，亦未必絕對係出於故意炒作所致。

二、對本案之心證

（一）成交量占比是否該當構成要件

我國股市交易市場以交易日單日一整日為計算基準，而買賣股票之數量、價格是否足以影響市場之實際交易價格，自宜以交易日一整日為準，否則以如起訴書附表二之短短不及一分鐘或一分多鐘、兩分多鐘之時段論其交易之比例值，若該時段無其他人買進、賣出該股票，行為人之成交量即占該時段百分之百，豈非隨時有違反證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款規定之可能，此豈立法之目的？從而殊難單憑被告於上開營業日買賣云辰公司股票之成交數量占該時段總成交量之百分比達 50%，甚至達 80% 至 100% 之間，遽認被告有抬高或壓低云辰公司股價之主觀意圖。

依起訴書所指，被告於查核期間之 36 個交易日涉嫌高價買進之日數有 7 日，分別為 103 年 4 月 11 日、103 年 4 月 18 日、103 年 4 月 21 日、103 年 4 月 29 日、103 年 5 月 9 日、103 年 5 月 13 日、103 年 6 月 13 日，涉嫌低價賣出之日數有 6 日，分別為 103 年 4 月 14 日、103 年 4 月 25 日、103 年 4 月 28 日、103 年 5 月 9 日、103 年 5 月 13 日、103 年 6 月 16 日，其中 103 年 5 月 9 日、103 年 5 月 13 日因同日有高價買進、低價賣出，而有重疊，故查核期間之 36 個交易日被告涉嫌高價買進、低價賣出之日數共 11 日，占其於查核期間之交易日尚不及三分之一。且被告涉嫌高價買進之上開 7 日依時序分別相距 7 日、3 日、8 日、10 日、4 日、31 日，已非密集，甚至有間隔長達 31 日者；其涉嫌低價賣出之上開 6 日依時序分別相距 11 日、3 日、11 日、4 日、34 日，亦非密集，甚且有間隔長達 34 日者。又被告涉嫌於上開 7 日以高價成交買進云辰公司股票數量分別占該日市場成交量比例僅 10.47%、7.61%、3%、6.36%、0.72%、1.83%、1.05%，被告除 103 年 4 月 14 日外，涉嫌於上開其餘 5 日以低價成交賣出云辰公司股票數量分別

占該日市場成交量比例僅 0.43%、5.37%、0.56%、2.18%、1.17%，所占比重均甚輕微。

再被告於查核期間之 36 個交易日共計買進云辰公司股票 6,142 仟股、賣出 6,117 仟股，分別占分析期間（指 103 年 4 月 1 日至 103 年 6 月 20 日共 56 個營業日）云辰公司股票總成交量 585,847 仟股之 1.048%、1.044%，所占比亦甚低，此有臺灣證券交易所股份有限公司所出具云辰公司股票交易分析意見書在卷可查。則以起訴書所指被告上開高價買進、低價賣出云辰公司股票之日數、密度、數量，客觀上應無可能誘使他人跟進買入或賣出，進而影響云辰公司股票市場價格或市場秩序之虞，尚與證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款之構成要件有間。

又被告於查核期間之 103 年 4 月 14 日以低價成交賣出云辰公司股票數量占該日市場成交量比例為 23.82%，比例雖較高，然此僅占被告於該查核期間 36 個交易日其中一日而已，且依我國現行證券交易法令，並未禁止或限制投資人當日買賣成交量不得超過當日總成交量之一定比例。參以股票市場交易瞬息變化甚大，投資人僅能知道至該時刻為止，所交易之比重數量，無法於買賣股票當時，預知將來市場其他投資人買賣之意願及數量，亦即無法預測下一刻股票成交情形，而得知其單日成交量占該股總成交量之比重，且投資人購買股票時尚未收盤，盤中如何知悉收盤後其買賣股票之成交百分比？況股票成交量差別性甚大，集中市場之某些大型股，因其股本龐大，每日成交量往往數萬仟股（即數萬張），個別投資人買賣所占百分比甚小，但若中小型股或店頭市場之股票，因其股本較小或交易量較少，有時投資人單日或單一時段內買賣張數非多，即占甚高比例，故難以單日或單一時段內買賣成交比例即遽審斷其有操縱行為之意圖。因此，本件尚難以被告單一日期以低價成交賣出占市場成交量百分比比較高，即推斷被告主觀上有壓低云辰公司股價之意圖，否則無異變相限制投資人投資特定股票之比例，而徒增現行證券相關法規所無之規定。

（二）以漲（跌）停價委託買進（賣出）是否該當構成要件

再依起訴書所指，被告於查核期間固有以漲停價委託買進、以跌停價委託賣出，而影響股價向上、向下之情形。惟在我國證券交易市場撮合制度係採行「價格優先、時間優先」競價交易，以滿足最大成交量之電腦撮合制度下，又買賣報價設有漲跌停板限制，且委託申報需採限價申報，不許市價申

報，致正當投資人本於正當理財決策，如欲取得優先買進或賣出成交機會，即需以漲跌停板價格申報，亦即「以高於現價買入，低於現價賣出，甚至是漲停價買入跌停價賣出」下單，已成證券交易市場上之交易習慣，本身並無可責性可言（參照林國全著，從日本法之規定檢視我國證券交易法第 155 條反操縱條款，第 133 頁；吳克昌著，證券交易法反操縱條款之研析（下），證交資料第 483 期，第 55、56 頁，參臺灣高等法院 105 度金上重訴字第 8 號判決所引），故不得遽以「高於現價買入，低於現價賣出，甚至是漲停價買入跌停價賣出」之買賣行為，逕謂該當炒作股價構成要件。因此，倘無法證明投資人具有操縱價格意圖，縱使股價因其正當連續大量高買低賣而漲跌，亦係交易制度所致，並非投資人之意欲，若因此予以處罰，實有欠公平。

被告固有以漲停價委託買進、以跌停價委託賣出，然各次交易實際成交價皆仍在揭示最佳五檔買賣價格之範圍內，核與證人束○菁前揭證述相符，堪認其證詞洵屬有據而可採信。則依據上開所述市場撮合制度之設計，被告為求取得優先買進或賣出成交機會，故選擇利用「價格優先」撮合機制，以漲停價委託買進、以跌停價委託賣出，然於實際交易時仍是委由營業員束○菁參照揭示之最佳五檔買賣價量資訊，分散下單，成交价格亦皆落在揭示之最佳五檔買賣價格之範圍內，此應仍屬被告本於其正當理財決策而為，在別無其他佐證下，自難以被告有以漲、跌停價委託買進、賣出之行為，即遽認被告具有抬高或壓低云辰公司股價之主觀意圖。

（三）結論

本件公訴人所舉前開證據，尚不足以證明被告本件所為交易云辰公司股票之行為，其主觀上已有意圖抬高或壓低股價之意圖，亦無從證明其行為已有影響市場價格或市場秩序之虞，是公訴人既不能證明被告有上開違反修正後證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款規定，而應以同法第 171 條第 1 項第 1 款論處之犯行，則依罪證有疑利於被告之證據法則，即應為有利於被告之認定，依法自應為被告無罪之諭知。

肆、分析意見 —— 代結論

一、本案法院判決被告無罪之關鍵理由之一，即為檢察官所舉證據，尚不足以證明被告本件所為交易云辰公司股票之行為，其主觀上已有意圖抬高或壓低股價之意圖。筆者尊重法官對個案事實認定及依法獨立審判之職權，依本案判決書列載，林君計有

103 年 4 月 11 日等 11 個營業日，涉嫌高價買進或低價賣出，合計共有 42 次影響盤中成交價，1 次影響開盤成交價，經檢視判決書附表二所列之委託情形，43 次均以漲停價委託買進或跌停價委託賣出，法官經審酌個案事實後，認為不構成操縱股價之構成要件。以下就操縱股價之「主觀意圖」，再蒐集部分判決及學者見解，俾了解實務上之主要考量原則。

二、有關操縱股價之「主觀意圖」，以下摘要幾個法院實務及學者之見解，供各位讀者參考：

（一）最高法院 100 年度台上字第 597 號刑事判決

行為人主觀上是否具有上開意圖，應綜合行為人於買賣股票期間：(1) 股票之價、量變化是否背離集中市場走勢？(2) 股票之價、量變化是否背離同類股股票走勢？(3) 行為人是否有以高於平均買價、接近最高買價或以漲停價委託或以拉尾盤方式買入股票？(4) 行為人有無利用拉抬後之股票價格賣出系爭股票獲得鉅額利益？(5) 行為人介入期間，曾否以漲停價收盤？(6) 有無變態交易之情形？等客觀之事實，予以判斷之。

（二）最高法院 100 年度台上字第 3612 號刑事判決

股票交易市場對於股價漲跌幅雖設有上限，在此限度內為合法容許之價格，然如連續以漲停板或接近漲停板之價格，或連續以跌停板或接近跌停板之價格買進、賣出股票，使該股票價量齊揚，故意誤導他人認該有價證券交易熱絡，而從事買賣該有價證券之行為，造成該有價證券市場價格抬高或壓低之情形，此價格即非本於供需自然形成之價格，而係人為操縱市場行為所得之結果，此種扭曲市場價格機能之行為，影響正常交易市場行情，自屬證券交易法第 155 條第 1 項所禁止之市場操縱行為。

（三）最高法院 103 年度台上字第 3799 號刑事判決

倘行為人於一定期間內，就該特定之有價證券連續以高價買進或以低價賣出之行為，致集中交易市場行情有發生異常變動而影響市場秩序之危險者，復無其他合理之投資、經濟上目的（例如因應市場上之經濟或非經濟因素，基於合理投資判斷而大量高價買、低價賣出），即得據以認定其主觀上有拉抬或壓抑交易市場上特定有價證券之意圖。

（四）有學者認為，行為人之主觀意圖如何認定？考量意圖為一種行為人內心之主

觀意識及想法，難以直接探求，因此如何正確推論行為人具有不法意圖，以求勿枉勿縱，應審慎為之。目前我國司法實務在運作上，係從被告買賣股票之相關事證加以認定，簡言之，行為人若有連續委託買賣或申報買賣而相對成交之客觀行為，如何區辨其買賣有價證券之內心世界，究係基於造成某種有價證券交易活絡表象之意圖，抑或基於合理投資或其他正當性之目的，則應從我國證券市場之交易實務，觀察其行為態樣，藉由情況證據加以推論。

【王志誠，沖洗買賣之認定基準，法令月刊，第 59 卷第 3 期，2008 年 3 月，頁 38-39。】

- （五）另有學者認為，「價格優先、時間優先」的撮合原則，為各國普遍採行的制度，如以此項撮合原則即認定沒有操縱股票價格的意圖，並不適當。最高法院判決指出：「價格優先、時間優先之電腦撮合交易原則，並不當然即可排除被告有影響該股票交易價格之意圖（最高法院 98 年度台上字第 3148 號刑事判決）。另有判決指出：「我國股票證券集中交易市場交易制度固採價格優先、時間優先之電腦撮合原則，即同一時間內，申報買進價格最高者（或賣出價格最低者）優先成交；同一價格申報者，申報時間最早者優先成交，以形成公平價格，…然如連續以接近漲停板之價格或接近跌停板之價格買進或賣出股票，使該股票價量齊揚，故意誤導他人認該有價證券之買賣熱絡進而從事買賣該有價證券之行為，造成該有價證券市場價格抬高及壓低之情形，…此種扭曲市場價格機能之行為，影響正常市場運作下之行情，自為證券交易法第 155 條明文禁止之市場操縱行為」（台灣高等法院 95 年度上重更（一）字第 23 號刑事判決、最高法院 97 年度台上字第 5913 號刑事判決）。

【賴英照，股市遊戲規則 - 最新證券交易法解析，第三版，2014 年 2 月，頁 605-606。】