

沖洗買賣規定下的當日沖銷交易

—評最高法院 102 年台上字第 3448 號刑事判決

編目：證券交易法



主筆人：伊台大 碩士、律師資格

強調有系統、有效率的理解和記憶。在教學理念上，採用單點記憶後串聯的系統，屏除不會考不用念的部分，就法理的架構做整理，理解後操作而記憶，以最少的記憶空間換取最多的分數。

◎最新課程請點閱高點法律網 lawyer.get.com.tw

一、前言

熟習證券交易實務當然是學成證券交易法的必經之途，但於初窺證交法門徑乃至於應付國家考試時，考生對證券交易實務的熟悉度尚不至於對分數有太大影響，在學階段，大多人不一定有時間、興趣從事證券交易，但對證券交易不了解，還是能將證交法提升到通過國家考試的程度，考生切莫未戰先怯。然而，在各大研究所或國家考試中，涉及證交實務或證券交易制度的考題越來越多，雖然大多不是主要拿分的重點，但在考生應試當下一看到題目時，看到這些不熟悉的證交實務名詞，就可能會形成心理壓力而無法冷靜發揮實力。所以證券交易制度與操作，縱使不一定是學習證交法的主軸，但在平常閱覽報章雜誌甚至補習班參考書時，如果看到不懂的證交名詞，還是要隨手查一下了解意思，雖然不一定要熟悉到有辦法完整表達於考卷上的程度，至少看到的話要能大概了解意思，畢竟證交法出題的角度越來越廣泛，從早期的重視學理與法規爭議論述，到現在越重與實務結合，更加有廣泛準備之必要。

「沖洗買賣」係證券交易法（下稱本法）第 155 條操縱市場類型之一，早期迭經學者爭論，甚至刪除，惟修法變更文字後又重新上架，惟此立法仍受學者批評。在證券交易手法推陳出新、與時俱進的當下，交易手段的活絡當然是市場發展的關鍵，但交易制度要如何在證券交易法規的框架下發展，才能兼顧發展市場與保護市場兩種看似矛盾的目的，也是我們需要考量的。亦即，某種交易行為之行為外觀與證交法的某個禁止規

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！

定發生碰撞時，要思考的是，從各種不同交易手段的形式外觀，去思考並掌握證交法所欲保障的核心—保障投資。

二、本案事實

被告為國票證券公司內壠分公司營業員，於95年9月8日09時07分46秒至9時50分21秒止之時間內，以其姨丈開立之證券交易帳戶，下單買、賣同開公司股票，最後並將該帳戶內之同開公司股票全數賣出，該日總計買進同開公司股票1,213千股、賣出2,155千股，分別占當日同開公司股票市場總成交量4,543千股之26.69%（買）、46.77%（賣），且同日自上午09時07分46秒起至09時10分16秒止連續委託，成交105千股，占該時段成交量105千股之百分之百，致成交價由新台幣6.48元上漲至6.65元。但依照證人所述，被告之全部買賣交易資料，均屬當日沖銷之信用交易，亦即藉由融資下單買進同開公司股票後，復依當日走勢融券賣出，以賺取些許價差利潤之證券集中市場目前常見之短線操作之信用交易型態。被告當日買賣紀錄表列如下：

被告先後以漲停價、高於委託當時揭示成交價之價格，委託買進同開公司股票，使同開公司股票之交易價格由上午9時7分35秒之6.48元，於同日上午9時50分27秒即漲升為6.67元。		
下單時間9時7分46秒 成交時間9時7分58秒	買進價6.48元 成交價6.48元	下單股數30千股 成交股數6千股
下單時間9時8分8秒 成交時間9時8分25秒	買進價6.49元 成交價6.49元	下單股數30千股 成交股數17千股
下單時間9時8分35秒 成交時間9時8分48秒	買進價7.13元 成交價6.57元	下單股數15千股 成交股數15千股
下單時間9時9分6秒 成交時間9時9分13秒	買進價7.13元 成交價6.55元	下單股數7千股 成交股數7千股
下單時間9時9分26秒 成交時間9時9分38秒	買進價7.13元 成交價6.59元	下單股數20千股 成交股數20千股
下單時間9時9分53秒 成交時間9時10分5秒	買進價7.13元 成交價6.60元	下單股數15千股 成交股數15千股
下單時間9時10分16秒 成交時間9時10分28秒	買進價7.13元 成交價6.65元	下單股數25千股 成交股數25千股
下單時間9時11分4秒 成交時間9時11分19秒	買進價7.13元 成交價6.67元	下單股數499千股 成交股數499千股
下單時間9時12分16秒 成交時間9時12分32秒	買進價7.13元 成交價6.67元	下單股數299千股 成交股數299千股

【尚結法律師班】
版權所有，重製必究！

下單時間 9 時 48 分 15 秒 成交時間 9 時 48 分 22 秒 9 時 50 分 4 秒 9 時 52 分 57 秒	買進價 6.65 元 成交價 6.65 元	下單股數 35 千股 成交股數 10 千股 10 千股 1 千股
下單時間 9 時 48 分 51 秒 成交時間 9 時 49 分 12 秒	買進價 7.13 元 成交價 6.67 元	下單股數 199 千股 成交股數 199 千股
下單時間 9 時 50 分 21 秒 成交時間 9 時 50 分 27 秒	買進價 7.13 元 成交價 6.67 元	下單股數 90 千股 成交股數 90 千股

被告於同一帳戶先後委託買進、賣出同開公司股票，於同日上午 9 時 11 分 19 秒起至 9 時 50 分 27 秒止，計成交 815 千股，占同日同開公司股票總成交數量之 17.93%。		
賣出時間 9 時 10 分 39 秒 9 時 10 分 46 秒	6.67 元 6.67 元	499 千股 213 千股
買進時間 9 時 11 分 4 秒 9 時 12 分 16 秒	7.13 元 7.13 元	499 千股 299 千股
成交時間 9 時 11 分 19 秒 9 時 12 分 32 秒	6.67 元 6.67 元	成交 299 千股 178 千股 79 千股
賣出時間 9 時 48 分 39 秒	6.67 元	394 千股
買進時間 9 時 48 分 51 秒 9 時 50 分 21 秒	7.13 元 7.13 元	199 千股 90 千股
成交時間 9 時 49 分 12 秒 9 時 50 分 27 秒	6.67 元 6.67 元	成交 198 千股 61 千股

三、沖洗買賣之規定與爭議

沖洗買賣係 2000 年 7 月前舊證交法第 155 條第 1 項第 2 款：「在集中交易市場，不移轉證券所有權而偽作買賣者。」後因爭議而刪除之，惟於 2006 年 1 月以不同文字新增同項第 5 款：「意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象，自行或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對成交。」雖法條文字不同，規範意旨仍相同，通常係同一人分別在兩家（以上）的經紀商開戶，並委託針對某特定股票為相反方向的買賣，已影響該種股票的價格，並製造交易熱絡的假象，誘使不知情的投資人跟進。由於委託買賣者常為同一人，且目的在操縱股價、而非取得證券所有權^{註1}，即「左手買進、右手賣出」之行爲。舊法於條文適用上，就「不

^{註1} 賴英照，〈最新證券交易法解析〉，2011 年 2 月版，頁 651。

移轉所有權」之解釋，究係指不移轉「形式所有權」或「實質所有權」？雖有實務見解認為，投資人一旦買進或賣出證券後，交割行為即為所有權之移轉，並無不移轉證券所有權之情形，故已辦理買賣交割者不適用本款規定（最高法院 71 年台上字第 3294 號刑事判決），易言之，只要有形式上移轉所有權，即不符本款構成要件。惟多數見解認為，如此解釋將使本款形同具文，故多採「實質所有權說」，如 87 年台上字第 2461 號刑事判決稱：「所謂沖洗買賣者，幾乎皆有形式上之證券所有權移轉行為；且為此種沖洗買賣之不法行為者，大多利用他人名義之（所謂人頭帳戶），為相互移轉證券行為，雖已完成交割之形式所有權移轉，但其實質所有權並未改變；況我國證券交易所規定之證券所有權概念，除形式所有權外，尚包括：利用配偶、未成年子女或他人名義持有之實質所有權在內，此觀之同法第二十二條之二第三項及其施行細則第二條之規定自明。」而修法後文字以「相對成交」取代「移轉所有權」之意涵，但仍可能有前述爭議問題^{註2}。如採實質所有權說，在現今「價格優先、時間優先」^{註3}的電腦撮合交易制度下，買賣時間、數量、價格的要約、承諾條件，無需完全一致，因此在同一人同時下單買進、賣出時，即便買賣出價條件未盡一致，仍可能成交，另一方面，就算買賣出價條件完全一致，所取得者也可能不一定是自己的股票，故在客觀構成要件認定上，就「連續買賣」、「相對成交」的時間、買賣條件的密接性，容有一定誤差。

本法第 155 條各款多以「意圖抬高壓低某有價證券交易價格」，惟本款一枝獨秀以「意圖造成交易活絡之表象」為主觀要件，一般而言，沖洗買賣的操縱方式在對於某特定股票，於短期間內多次買賣進出間，以「沖洗成交量」為手段，營造個股高買氣的假象，即所謂「交易活絡」，配合個股價格上揚或市場利多題材，形成價量齊揚的行情。對於成交量異常，證交所「公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點」設計以「當日盤中週轉率超過百分之十（當日個股成交總量除以該公司實收資本額），且其

^{註2}郭大維，〈證券交易法第 155 條沖洗買賣之認定—評最高法院 102 年台上字第 3448 號刑事判決〉，《月旦裁判時報》，2014 年 12 月，頁 47。

^{註3}一、價格優先原則：較高買進申報價格優先於較低買進申報價格，較低賣出申報價格優先於較高賣出申報價格。二、時間優先原則：同價位之買賣委託單，依買賣委託單輸入交易所電腦自動交易系統之時間先後原則決定其先後順序。開盤前輸入之買賣委託單，依電腦隨機排列方式決定先後順序；開盤後輸入之申報，依輸入時序決定優先順序。參照台灣證交所網站。

成交量達三千交易單位以上者」為標準，如有異常，則於收盤後通知券商。然而，本款規定並未要求客觀上「確實造成」交易活絡之表象，故解釋上不需以實際影響成交量已達證交所之標準為斷（但仍可能影響法官對主觀要件構成與否之心證）。

沖洗成交量目的在營造交易行情，讓其他投資人跟進買入該個股，操縱人與其同夥再伺機出脫持股獲利。於此可看出，然單純「造成交易活絡表象」對操縱人而言無利可圖，故沖洗買賣最終目的仍是意在股價，且必須要能誘使其他投資人跟進出價，方能獲利。故於進行沖洗買賣之過程中，亦經常同時構成同條項第3款之相對委託、與第4款之連續交易炒作股價。

四、信用交易與當日沖銷、資券相抵

信用交易係指投資人向券商或金融機構借錢或借證券進行交易，即融資融券。所謂融資，即投資人借錢來買股票。融券，即投資人借有價證券來交易（多為賣出）。信用交易可達到促進交易活絡、強化供需之目的。證券信用交易中的融資融券機構（授信機構），係證券金融機構或主管機關許可之證券商，由投資人提供保證金或擔保品後，由授信機構借貸資金或借貸票券予投資人。若投資人未依契約給付欠款或補足擔保品，則授信機構得處分保證金或已供擔保之擔保品。

當日沖銷（又稱即日買賣、當沖），係指對同一個股，在同一交易日內接連進行買進、賣出，賺取當日價格波動的價差，如以信用交易之方式進行當日沖銷買賣，易言之，同時以融資買進股票、融券賣出股票，則常以「資券相抵」的方式進行結算，亦即，在同一證券帳戶內同時進行借券以及買進證券（借與買為同一個證券），或於同一現金帳戶內同時賣出證券得款並進行融資，則無須每次買賣後償還股票或現金，僅須進行單日結算後，借出與買進的證券與現金相抵，計算次日應償還的證券或現金之淨差額，省去逐筆結算之功。

一般而言，進行當日沖銷交易雖於同日內買賣同一個股，然而通常買或賣的下單時間仍會有一定時距，以等待股價波動，未必會同時買進自己賣出之證券，但如本案行為人，於短短一小時甚至數分鐘內連續對個股幾乎同時進行買賣下單時，很容易符合沖洗買賣之構成要件（因不要求「完全同時」買進賣出、僅需時間相近即可），甚至也有可能自己買進自己剛才賣出的股票。如以資券相抵的方式計算，則證券「所有權之移轉」

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！

軌跡於形式上更為模糊，外觀上更能認定無實質所有權移轉。對此，當日沖銷交易是否構成沖洗買賣，即繫於主觀要件：是否具備「意圖造成交易活絡之表象」，作為認定關鍵。然而主觀要件之判斷仍須基於客觀證據、事實的累積以形成心證，實務上有以當日個股週轉率作為判斷，已如前述，或如實務上有以行為人之「交易行為是否具有經濟效益」作為輔助判斷方式，如 100 年金重訴字第 2 號判決認：「行為人無異於『左手買進、右手賣出』，實際上持有該特定股票之總數並未變動，而在相對成交下，如以當日該筆交易來計算，不僅沒有獲利，反須繳納手續費及證券交易稅，已違一般投資常規，顯不合理。」以被告以同樣價格短期內申報買進與賣出，並無經濟上之利益，作為心證形成之依據。

至於，是否需有積極證據證明行為人有誘使他人出價之意圖，此問題在實務上於同條項第 3 款之相對委託、第 4 款之連續交易迭經討論，惟於沖洗買賣中尚未有直接論述，解釋上欲達到以人為方式干涉市場的意圖，需以積極手段製造客觀帳面假象、致誤導其他投資人跟進交易，方能真正達到影響供需之結果。

五、本案最高法院判決理由摘要

「按證券交易法第 155 條第 1 項第 5 款所禁止之相對成交行為，係指行為人自行或以他人名義，在接近之時間內以相當價格為相反方向之買賣而相對成交，故外觀上雖有成交行為，但實質上，並未造成有價證券所有權之實質移轉，卻使得其他投資人誤信某種有價證券有交易活絡之外觀，而進場從事交易。目前我國現行開放信用交易之資券相抵交割制度，則係指在信用交易架構下，投資人在同一交易日中，對同一檔股票為融資買進與融券賣出後，進行「當日沖銷」交易，即採用資券相抵之交割方式，使股數相同部分自動沖抵，就餘額部分結算交割，僅結計淨收、淨付之款項差額，有賺取短線價差或避險等經濟上意義。是以，進行「當日沖銷」交易之投資人雖在同一日內就同一檔股票有二次或多次相反買進、賣出行為，但並不必然即為同一買賣中之相對成交人，與「相對成交」係指一人兼為同一買賣之雙方當事人，並無實質經濟意義，僅利用該虛假交易「作價」、「作量」以欺騙市場之情形，尚有不同。」「同開公司股票於查核期間之日平均週轉率僅有百分之三點二九，尚未達證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點所定之百分之十注意標準，顯見同開公司股票並無市場交易活絡之情形，且被告交易情形亦未達證交

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！

所之『成交價異常』函送偵辦標準，均難認被告有何欲藉由相對成交以使股票交易活絡來達到引誘他人投資之不法意圖可言。是被告於客觀上縱有相對成交行爲，惟其主觀上尚乏不法意圖，仍難爲被告有罪之認定。」

六、判決解析

(一)客觀構成要件

1.本款「連續委託買賣或申報買賣而相對成交」之解釋，於本判決中提到了時間密接性，亦即需有二次以上^{註4}，且在接近時間內進行交易。交易條件上，本判決僅要求「相當條件」即可，並不要求相對下單買賣之價格、數量等交易條件完全一致，解釋上於價格優先、時間優先的交易機制下仍有可能成交。而關於「成交」二字之解釋，究竟係要求行爲人自己與自己成交、即行爲人同時爲買賣雙方當事人方屬構成，抑或僅指行爲人的買、賣下單均有成交紀錄、並非單純的要約，而不要求行爲人確實同時爲買賣雙方當事人^{註5}。本文認爲，如行爲人之連續買賣確實有成交紀錄而計入當日成交量，雖不一定能確證係行爲人自己買進自己賣出的證券，仍應認爲構成沖洗買賣。

2.惟本判決認：「是以，進行當日沖銷交易之投資人雖在同一日內就同一檔股票有二次或多次相反買進、賣出行爲，但並不必然即爲同一買賣中之相對成交人，與『相對成交』係指一人兼爲同一買賣之雙方當事人，並無實質經濟意義，僅利用該虛假交易『作價』、『作量』以欺騙市場之情形，尙有不同。」似認爲當日沖銷與沖洗買賣的差別在於「一人兼爲同一買賣之雙方當事人」，而將相對「成交」的概念限縮於「行爲人爲同一交易之雙方當事人」的解釋，姑且不論如本案被告於數分鐘內連續委託買進賣出，極可能買到自己委託賣出的股票，將相對成交採取如此狹義解釋，則可能限縮相對成交的適用範圍，使沖洗買賣不易構成^{註6}。

^{註4}郭大維，〈證券交易法第 155 條沖洗買賣之認定—評最高法院 102 年台上字第 3448 號刑事判決〉，《月旦裁判時報》，2014 年 12 月，頁 48。

^{註5}劉連煜老師對「相對成交」之解釋亦有類似疑慮，其建議僅需以大致、相同時間中以大致、相同價格爲「相對買賣」即可，並不要求「成交」。參照劉連煜，《新證券交易法實例研習》，2014 年 9 月，頁 591。

^{註6}戴銘昇，〈以同一帳戶買賣股票（買到自己賣出的股票）可能構成相對成交？／最高法院 100 台上 3448 判決〉，《台灣法學雜誌》，第 235 期，頁 209-210。

(二)主觀構成要件

- 1.主觀要件兩個問題分別為，第一、造成交易活絡表象的「意圖」如何認定；第二、是否要求誘使他人出價之意圖。第二個問題，法院認為本案被告「難認有何欲藉由相對成交以使股票交易活絡來達到引誘他人投資之不法意圖可言」，暗示了論述上須證明被告有使股票交易活絡的意圖之外，尚須達到引誘他人投資之意圖。惟本判決未深入論述引誘他人投資之意圖是須有獨立證據證明，或僅是認定本款不法意圖的參考因素之一。
- 2.本判決並未形成被告具備不法意圖的心證，係因被告買賣該個股期間，週轉率僅百分之三左右，未達百分之十注意標準，故未造成交易活絡之表象，亦未達「成交價異常」之標準。本文認為，雖實際是否確實導致當日個股交易週轉率達百分之十可作為本款主觀要件之輔助判斷標準，但應非唯一標準，證交所訂立的百分之十標準，亦不拘束法院。蓋本款僅要求行為人有造成交易活絡表象之「意圖」，並不要求行為人「實際」已造成交易活絡表象，操縱市場行為本可能失敗，但失敗的操縱行為仍構成本法第 155 條各款之罪責，故行為人進行相對買賣後創造出虛假成交量，但其他投資人並未被吸引而跟進交易，亦無妨於本款主觀要件之構成。有學者認為如行為人因有合理投資或其他正當性之目的，則不該當此主觀要件^{註7}，本文認為，一投資行為本來就可能兼有正當投資目的與操縱市場意圖，尚不能因行為人有正當投資目的而當然排除其有操縱市場意圖之可能。當日沖銷交易為合法交易手段無疑，但不當然能直接排除行為人的不法意圖。

^{註7}郭大維，〈證券交易法第 155 條沖洗買賣之認定—評最高法院 102 年台上字第 3448 號刑事判決〉，《月旦裁判時報》，2014 年 12 月，頁 52。