

商事法判解

證券交易法第155條第1項第4款所稱之「連續以高價買入」應如何認定？

最高法院98年度台上字第6816號刑事判決

【案例事實】

乙為圖取桂宏企業股份有限公司（下稱桂宏公司）董事長謝裕民所允諾佣金之不法利益，利用其為甲私人秘書身分，指示對其曲意逢迎之大信綜合證券股份有限公司（下稱大信證券公司）自營部協理即上訴人庚，二人共同為使桂宏公司股票維持一定價格之犯意聯絡，由庚違反大信證券公司託付，利用大信證券公司自營部資金，先後連續以趨近當日個股交易之最高價，買入桂宏公司股票達一萬張，乙並指示謝裕民將允諾之三千餘萬元鉅額佣金，匯至由乙保管之他人帳戶中，以隱匿其違反證券交易法犯罪之所得，而達洗錢目的之犯行明確。

【法院見解】

證券交易法第一百五十五條第一項第四款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之行爲，其旨在防止人為操控股價，導致集中交易市場行情發生異常變動，影響市場秩序。故如行爲人主觀上有拉抬或壓抑交易市場上特定有價證券之意圖，且客觀上，於一定期間內，就該特定之有價證券有連續以高價買進或以低價賣出之行爲，不論是否已致使交易市場之該特定有價證券價格發生異常變化之結果，均屬違反該規定，構成同法第一百七十一條高買或低賣證券違法炒作罪。

而該規定之所謂「連續」，係指於一定期間內連續多次之謂，不以逐日而毫無間斷為必要；所指「以高價買入」，亦不限於以漲停價買入，其以高於平均買價、接近最高買價，或以當日之最高價格買入等情形固均屬之，甚至基於各種特定目的，舉如避免供擔保之股票價格滑落致遭斷頭，或為締造公司經營榮景以招徠投資等，而以各種交易手段操縱，不論其買入價格是否高於平均買價，既足使特定有價證券價格維持於一定價位，以非法誘使他人買賣該特定有價證券之所謂護盤，其人為操縱使有價證券價格維持不墜，即具抬高價格之實質效果，且其雖與

其他一般違法炒作，意在拉高倒貨、殺低進貨之目的有異，但破壞決定價格之市場自由機制，則無二致，應亦屬上開規定所禁止之高買證券違法炒作行爲。

【學說速覽】

自民國100年開始，證券交易法正式成爲律師、司法官考試之一科。對於考生而言，證券交易法並非容易的科目，除了相關行政規章、規則相當繁雜之外，對於證券市場運作模式的陌生，恐怕也是無法掌握此科的原因之一，準備上不免有不知從何開始之感。筆者認爲欲了解證券交易法一科可能的出題型態，準備上除了可以參考會計師考試的相關命題外，台大、政大、台北大與東吳等等法研所亦有相關考科，考生於準備上亦不可忽略之，方能贏在起跑點。

一、連續高買或低賣要件之解釋

回到本判決擬處理之主要爭點「連續高買或低賣」之認定問題上，早先實務曾採取限縮之見解而認爲⁴¹：所謂「連續以高價買入」，係指於特定期間內，逐日以高於平均買價，接近最高買價之價格或以最高之價格買入而言。此號判決雖非判例，但多爲其他判決所採用之，發揮了很大的影響力⁴²；並有實務見解進一步指出⁴³：若不是高價連續買入，或低價連續賣出，而是以高價買入並立即以低價賣出，或以低價買入並立即以高價賣出，即與本罪構成要件不相當，蓋法條係以「連續以高價買入」或「連續以低價賣出」等行爲爲規範之對象。

但反觀本號判決，採取之認定標準較爲寬鬆。於「連續」要件之認定上，並不以逐日而毫無間斷爲要件；於買入價格之認定上，亦不以高於平均買價，接近最高買價之價格或以最高之價格買入爲限，而認爲「以各種交易手段操縱，不論其買入價格是否高於平均買價，既足使特定有價證券價格維持於一定價位，以非法誘使他人買賣該特定有價證券之所謂護盤，其人爲操縱使有價證券價格維持不墜」均屬之。

對於上開見解之差異，有多支持寬鬆之見解者。批評最高法院74年度臺上字第5861號刑事判決過份限縮本款之適用彈性，蓋股票市場炒作之手法不斷翻新，

⁴¹ 最高法院74年度臺上字第5861號刑事判決。

⁴² 最高法院96年臺上字第3387號刑事判決仍採此一見解：依一般通念，行爲人若要抬高某公司之股價，自須持續以高價買入，而非持續以低價賣出。雖間或有正常、甚至「低價」掛單之情形，但多為製造交易熱絡之表象，藉資引誘他人買進或賣出，並利用股價落差而圖謀不法利益，惟此仍難謂係持續以低價賣出股票之方式，藉以抬高公司之股價。

⁴³ 嘉義地方法院九十二年金訴字第三號判決。

法律適用上不應墨守成規⁴⁴。諸如：行為人有操縱股價之意圖並為連續買賣之行為，但未為逐日買賣或買賣價格不符該判決之標準，是否即不成立犯罪？均為上開限縮見解下所可能產生之問題。

至於本客觀不法構成要件的解釋論上，學者認為應從行為人是否為市場價格之主導者、行為人對某種有價證券是否為市場之之佩者或控制者及行為人若停止其買賣是否導致某種有價證券之價格暴跌等因素綜合判斷之⁴⁵；對此，亦有說明操縱市場行為的各種態樣（連續買賣、沖洗買賣、相對委託及流言散步等等），操縱者之主觀意圖均為創造價或量的假象；連續買賣既係以一系列之交易為手段達其影響價格自然形成之目的，故前開限縮解釋之「逐日以高於平均買價，接近最高買價之價格或以最高之價格買入」，應將之理解為手段之一，不以此為限。立法論上可考慮將操縱手法例示及概括規定，如英國即由主管機關以行政命令例示各種常見操縱手法，可供我國立法者參考之⁴⁶。

二、「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」之認定

關於意圖問題，本為行為人主觀上的認知，檢察官與法院與判斷上，僅能由被告買賣股票的相關事證加以認定，於證明上有相當之難度。對此，有學者認為本要件於解釋上，應指行為人不顧該有價證券實際表彰之價值，主觀上意圖抬高或壓低該有價證券之市場價格，試圖創造證券市場活絡之表象，而誘使他人買進或出賣股票以謀利，藉以抬高某種有價證券交易價格之意圖。換言之，即除有抬高或壓低某種有價證券交易價格之意圖外，尚應具備引誘他人從事有價證券買賣之意圖⁴⁷。採此見解者，如最高法院99年台上字第6323號刑事判決⁴⁸。

但對於應否以「引誘他人從事有價證券買賣之意圖」為要件，亦有持不同看法者。首先，本款並無美日法條文字上的「以引誘他人為目的」之要件；再者本款之立法意旨在於行為人製造證券供需與價格變動的假象而扭曲價格機能，進而使投資人受到損害，有礙於證券市場之發展，方具有可責性，如此解釋，即無必

⁴⁴ 賴英照，最新證券交易法解析，2009年10月再版，頁674~675。

⁴⁵ 王志誠，連續交易之認定基準及實務爭議，月旦民商法雜誌第19期，2008年3月，頁31。

⁴⁶ 曾宛如，操縱市場之禁止，台灣法學雜誌第2008年7月，頁304。

⁴⁷ 王志誠，連續交易之認定基準及實務爭議，月旦民商法雜誌第19期，2008年3月，頁31。

⁴⁸ 最高法院99年台上字第6323號刑事判決：行為人純係基於經濟性因素之判斷，自認有利可圖，或為避免投資損失擴大，而有連續以高價買入或低價賣出股票之行為，縱因而獲致利益或產生虧損，並造成股票價格波動，仍須以積極證據證明行為人主觀上有故意炒作股票價格，誘使他人為買進或賣出，以利用價差謀取不法利益之意圖，始能依上開罪名論科。

要將主觀要件與以限縮，方能符合立法意旨⁴⁹。

至於「護盤」行為應如何評價？是否屬於「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」？採肯定說者認為為持股價之意圖及欲抬高原本呈現下跌的股票價格，而該當本款主觀意圖；否定說則認為護盤行為維持、固定有價證券之交易價格，並非抬高或壓低有價證券之交易價格。對此，最高法院91年度台上字第3037號判決認為應採肯定見解認為：苟於特定時期，某有價證券有下跌趨勢，而連續以高於平均買價操作買入，使該有價證券之股價維持於一定價位（即俗稱護盤），因其破壞交易市場之自由性，亦包括在內；然為若係為防禦他人操縱自己公司股價，高等法院判決認為應採否定見解，而不該當於主觀不法構成要件⁵⁰。

【考題分析】

一、甲利用其掌控之A、B、C三家投資公司及乙、丙、丁、戊等人名義連續數日高價買入某上市雲端運算科技公司D之股票，致使D公司之股票成交價、量呈現異常現象，股價由三十元上漲至八十元。檢察官以甲構成證交法第一百五十五條第一項第四款之連續交易操縱股價罪責，將其起訴。本案法院審理中，甲則以：1.其並無誘使他人買進或賣出之意圖、2.更無利用股價落差圖謀不法利益之意圖。本件如僅探討甲之「主觀意圖」部分，試問甲是否成立第一百五十五條第一項第四款操縱股價罪責？請說明之。（99政大）

⁴⁹ 王育慧，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，2007年3月，頁50。

⁵⁰ 台灣高等法院高雄分院95年度上更（一）字第165號刑事判決：本件被告係因A公司之刻意打壓，始被迫採取防禦行動，對於A公司之「意圖壓低櫃檯買賣市場關於順發公司股票之交易價格，以他人名義，對該有價證券，連續以低價賣出」之行為施以反制，顯然係對於外力之侵害，不正常下跌之情況下，基於維護B公司之股價，使之回歸至正常之股價而為，而B公司於91年2月18日起至92年12月31日期間，分別於91年7月9日、91年8月12日及92年8月15日，因辦理現金增資、配發現金股利、股票股利進行除權、除息作業，權值分別為1.22元、22.52元、11.46元等情。B公司迄今均正常營運，並無異常之處，可見被告甲〇〇上開行為之目的不僅不是「以人為操作因素導致集中交易市場行情發生異常變動，影響市場秩序。」，反而係「以人為操作因素使得集中交易市場行情正常化，使之不影響市場秩序，以保護一般投資大眾」，對股票市場交易秩序及投資人之保護有正面之影響，依上開最高法院判決，尚難認被告在主觀上是否有抬高集中交易市場上B公司股票價格之意圖。

◎ 答題關鍵

本題爭點十分明確，針對法條上所無要求之兩意圖要件加以提問。若採寬鬆見解，則可認該等意圖要件並未為立法者所要求，判斷上僅需回歸立法意旨判斷即可；倘若採限縮解釋者（實務上多採此說），即以該等要件為必要。故考生於作答時，清楚分析兩點即可。

一、A科技股份有限公司（下稱A公司）於民國（下同）八十四年間登記設立，主要經營業務為半導體測試、零組件加工維修製造進出口買賣、電腦及週邊設備維護買賣研發、機械及其零件之進出口買賣等。A公司實收資本額為新台幣（下同）六十億元，該公司股票於九十二年一月間上櫃交易，公司代表人為甲，董、監事共有八位。台北地檢署以A公司負責人甲、董事兼財務協理乙、股市炒手丙等人，涉嫌於九十五年九月一日至九十六年三月三十一日間，操縱A公司股票之股價，經台北地檢署於九十七年一月二十八日以違反證券交易法提起公訴。按本件檢方略以：

（一）甲為A公司董事長，乙係該公司董事兼財務協理，渠等基於犯意聯絡，共同意圖抬高A公司股票之交易價格，提供人頭、股票、資金供丙連續以高價買入，拉抬A公司股價。（二）丙與甲、乙基於犯意聯絡及行為分擔，為共同正犯，連續以高價買入A公司股票之方式，意圖抬高櫃檯買賣市場之A公司股票之交易價格，其操作模式係以少量買進，多量賣出的方式來操盤，於九十五年九月一日至九十六年三月三十一日間，逐步抬高A公司的股票交易價格。（三）丙以人頭戶於九十五年九月一日起，至九十六年三月三十一日止，每個月均有五日以上，其成交買進或賣出成交量，大於該有價證券成交量之百分之二十以上；共有一百零六個營業日，共一千萬股，有相對成交的情形；而A公司股票於九十六年一月一日至九十六年二月四日，係股價漲幅較大的區間，九十六年一月二日以五十五元收盤，至九十六年二月四日以八十五點五元收盤，共計上漲三十點五元，漲幅達百分之五十五點四五，日平均成交量為一百萬股，同期間櫃檯買賣加權股價指數漲幅為百分之十二點五四。

被告等則以：系爭行為係為避免其股價繼續跌破承銷商停損點，引發賣壓，並慮及股價續跌將不利A公司發行可轉換公司債，而且甲、乙也未實際獲利，資為抗辯。

試問本件台北地院法官應如何依證券交易法審判，請詳為分析？又如財團法人

投資人保護中心對本件提起團體訴訟，試問其損害賠償金額有何計算方法？
(97政大)

◎答題關鍵

就第一小題而言，針對的考點為護盤行為是否為操縱股價之行為；而第二小題乃係因於證券交易法第155條第3項僅云：違反前二項規定者，對於善意買入或賣出有價證券之人所受之損害，應負賠償責任。但就具體的損害賠償金額計算，未有進一步提示。對此，實務上有不同之做法⁵¹：類推適用內線交易規定計算、依美國法所定方法計算（毛損益法、淨損差額法）。

【參考資料】

1. 賴英照，最新證券交易法解析，2009年10月再版。
2. 王育慧，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，2007年3月。
3. 曾宛如，操縱市場之禁止，台灣法學雜誌第108期，2008年7月。
4. 王志誠，連續交易之認定基準及實務爭議，月旦民商法雜誌第19期，2008年3月。

【關鍵字】

操縱市場、連續買賣。

【相關法條】

證券交易法第155條。

⁵¹ 賴英照，最新證券交易法解析，2009年10月再版，頁702~703。