

## 155 條第四項連續交易炒作股價之問題整理

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](http://lawyer.get.com.tw)

### 一、概說

第 155 條第一項第四款規定：「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。」即以連續交易之方式炒作股價，於實務上乃最常見之操縱市場手段，法條構成要件解釋也必須要考量市場實務的運作之影響，因此司法實務對於構成要件適用爭議所建立的標準都會是考試的重點。觀察國家考試目前為止的出題趨勢，無論選擇題或申論題都對 155 條著墨甚少，惟無論是法研所考試或其他國家考試如會計師等，155 條都是出題的重點之一；故本條值得考生投入努力學習之。本文謹就第四款之操縱行為整理學習學說、實務重點。

究其所以，操縱市場行為無非是針對證券的「質」與「量」著手創造假象，即以質的「價格」與量的「供需」之虛假資訊為手段，扭曲證券市場價格，藉價差以牟利。並且注意，因本條有刑事責任，故在構成要件的解釋上似需受到罪刑法定主義的限制，但若觀其保護法益為「市場公平性」、「國家經濟秩序」，且於立法上，應屬抽象危險犯之類型，故於實務上，在舉證、構成要件解釋與行為的涵攝，既不以有實害發生（市場確實因操縱行為受到影響）為必要，所以反而有相當彈性的解釋空間。

### 二、構成要件與爭議問題

#### (一)主觀要件

1. 「意圖」炒作特定有價證券之交易價格：係指影響市場交易行情之意圖，本條之操作價格行為係針對某種「特定」有價證券，如同時對數種有價



高點律師司法官班 <http://lawyer.get.com.tw/>

北市開封街一段 2 號 8 樓 • 02-23115586(代表號)

證券為操作行為，則構成數罪。

**【爭議】主觀上「炒作意圖」的判斷標準？**

惟主觀上是否具備此不法意圖，仍然必須靠**客觀情狀**來證明。亦即，在題目中若提到行為人有下列行為時，則答案中需論述：「因客觀事實與行為人有下列行為或情狀，故可自客觀事實推知其有操縱股價之主觀意圖。」

(79) 台財證(二)字第 03181 號函(81)台財證(三)字第 00006 號函  
以下列事項作為認定有無影響股價意圖的標準，包括：

- (1)買賣之股票其價量變化是否**背離集中市場的大盤走勢**？
- (2)是否**背離同類股**的股價走勢？
- (3)是否以高於平均價，接近最高價或以漲停價委託，或以拉尾盤方式買入股票？
- (4)是否以高於均價、接近最高價或以漲停價委託？有無於拉高股價後賣出股票獲得鉅額利益？

**【100 年台上字第 597 號】**

至於如何判斷行為人有抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格之意圖，應綜合**股票價、量變化是否背離集中市場或同類股票走勢、行為人是否有以高於平均買價方式買入股票，復利用拉抬後股價賣出牟利、行為人介入期間曾否以漲停價收盤、有無變態交易等客觀情形**判斷之。

2.除操縱股價之主觀意圖之外，是否應該要加入「**誘使他人出價之意圖**」作為規範要件？

- (1)否定說：採文意解釋，我國現行法規並未以誘使他人出價作為意圖，且判斷是否有誘使他人出價之意圖，標準並不明確，故有學者認為基於本款為抽象危險犯之規定，無需明確要求誘使他人出價之意圖，僅操縱股價之意圖，即有侵害市場公平之危險。
- (2)肯定說：採目的解釋。連續買進個股本為正常投資行為，因此就本條規範目的而言，要將此種正常投資行為入罪，係利於建置市場公平機制，避免人為因素干擾股價之目的。故除操縱股價之主觀意圖外，行為人仍應有誘使他人出價之意圖，方可能利用股價落差圖謀不法利益。

**【最高法院 96 年度台上字第 1044 號判決】**

故炒作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，藉資引誘他人買進或賣出，以利用股價落差圖謀不法利



高點律師司法官班 <http://lawyer.get.com.tw/>

北市開封街一段 2 號 8 樓 • 02-23115586(代表號)

益之意圖。故成立本罪應就行為人主觀上是否具有造成股票集中交易市場交易活絡表象，以誘使他人購買或出賣上開股票謀利之企圖，詳加調查審認，以為判斷之準據。

【最高法院 99 年台上字第 6323 號】

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。

(3)小結：參酌外國立法例，基於操縱市場規範目的，應以肯定說為宜，實務多數見解已採肯定說。

### 3.主觀要件之抗辯

(1)因公司具有投資前景，因而大量購買

①肯定說：不構成操縱股價之意圖

【最高法院 92 台上 987 號判決】

至於能影響某上市公司股票市場價格之因素甚多，如該公司之業績、發展潛力、配發股利之多寡、經營者形象、整體經濟景氣情況、非經濟因素等等均足以影響該股票之價格，所以行為人如基於上述市場因素而有連續高價買入某種股票之行為，但並無操縱該股價之意圖，則不構成犯罪。

②折衷說：如僅為投資目的而為買入，於大量買入後股價自然上漲，自不構成操縱股價，但單純以「具投資前景而買入」為由，直接認定被告不構成操縱股價，論理尚欠周延，仍應審酌個案其他因素而為判斷。

(2)以參與企業經營為目的而購買

①肯定說：若能證明係為取得經營權為目的而購買股票，又無其他積極證據能證明行為人有操縱股價之意圖，則不構成炒作股價。

【最高法院 96 台上 1119 號判決】

在一般情況下，若欲取得公司之經營權應掌握該公司百分之五十之表決權，或占有三席之董事席次」及本件案發後共計查扣楊瑞仁購得之高興昌公司股票十八萬四千五百三十七張，超過高興昌公司發行股票總數百分之五十以上等事實，相互印證，認定楊瑞仁於八十四年三月間購買高興昌公司股票，意在入主高興昌公司，以取得該公司經營權，與其援引之上開證據資料內容，並無牴觸。

②折衷說：(學說見解)仍須審酌個案事實，例如行為人取得持股是否確已取得經營權？是否擔任公司負責人？是否有視獲利而藉機賣出



高點律師司法官班 <http://lawyer.get.com.tw/>

北市開封街一段 2 號 8 樓 • 02-23115586(代表號)

之情事等。

【說明】雖實務見解採肯定說，但行為人僅舉證有投資目的行為，不當然排除操縱市場意圖。

(3)因市場採價格優先、時間優先之電腦撮合交易方式下，無法預知何時成交、成交價格、數量為何。(一、價格優先原則：較高買進申報優先於較低買進申報，較低賣出申報優先於較高賣出申報。同價位之申報，依時間優先原則決定優先順序。二、時間優先原則：開市前輸入之申報，依電腦隨機排列方式決定優先順序；開市後輸入之申報，依輸入時序決定優先順序。)

①肯定說：不構成炒作股價

【高等法院 91 年上訴字 727 號判決】

同時間委託買進同股票者，以較高買進申報優先於較低買進申報者撮合成交，則投資人為期優先成交而以較高價格申報買進，尚屬正常之交易行為，自難單以漲停價買進股票之行為即據以推論有影響該股票交易價格之意圖。

②否定說：不能作為主觀要件之抗辯

【高等法院 91 年上更（一）字 830 號判決】

又集中市場之上市股票交易係採電腦撮合，其撮合原則係以價格優先、時間優先為原則，只要買進之價格高於市價，賣出之價位低於市價，均會優先成交，被告深知其中原則，而上揭買賣之時間，均選在即將收盤或開盤之際，以漲停買進或跌停掛出，故均能優先成交，進而影響當日之收盤價或開盤價達六檔以上，其抬高或壓低該股股價之意圖，彰彰甚明。

③小結：學說見解認為「價格優先、時間優先」為各國普遍採行之制度，對於制度本身與操縱行為之關聯性，於論述上多認為二者並無直接關連，故並非採「價格優先、時間優先」之交易型態即無可能構成操縱市場。如以此項原則作為操縱股價意圖之抗辯，並不適當。  
(賴英照)

(4)買進股票補足董監最低持股成數

實務見解採否定說：

【最高法院 95 台上 3261 號判決】

上訴人倘欲補足其他董事、監察人之持股數，理應以董事、監察人之名義買入，且應僅止於買入，以補足法定持股數。但上訴人係以不同



高點律師司法官班 <http://lawyer.get.com.tw/>

北市開封街一段 2 號 8 樓 • 02-23115586(代表號)

之數個人頭戶，買賣股票，且同一交易日，有進有出，所辯為補足其他董事、監察人之持股數，顯係卸責之詞，不足採信。

**(5)【結論】對於操縱市場主觀「意圖」抗辯成立與否之認定標準**

須綜合客觀事實以為整體考量，並無絕對不構成操縱市場之抗辯事由，行為人以其他動機、目的為連續交易，並不當然排除操縱市場之意圖，故雖行為人有其他主觀上抗辯，仍應個案判斷其是否同時具備不法意圖。

**(二)客觀要件**

**1.連續交易：兩次以上的交易**

「連續」之標準：指特定期間內的相近日期，不以逐日不間斷為要。

**【91 上訴字第 552 號判決】**

無需每筆委託成交買賣價格均為高價，僅需多數行為有概括統一性，主觀有連續概括之意即屬。委託買單中有數筆為正常掛單，或為達成交易熱絡而為低價掛單，不影響連續高價之意圖。

**2.高買低賣：「高價」、「低價」的認定標準**

**【97 台上 2171 號決】**

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。又該連續高價買入之認定，亦不因有無賣出股票而受影響。

- (1)高價與否的認定：不以歷史高低價為認定，以某段期間內（甚或當日）之價格作為判斷基準。
- (2)高價與否之認定亦不以預估實質價格或其他估計價格為標準，僅以市場所顯示的價格為認定。
- (3)有學者認為「高價低價、買入賣出」僅為操縱市場的手段之一，與「操縱股價、誘使他人出價」不見得有當然關聯性，操縱市場手法推陳出新，謹守此高低價構成要件不見得能因應市場變化，故重點應在於連續買進賣出引誘他人出價，與高價、低價不一定有關連性。
- (4)委託賣價之認定：不以最低價為要，僅需委託賣出者則為低於均價、接近最低價、跌停板價格。（高低價之標準於民國 74 年的實務即出現，惟後來我國以「價格優先、時間優先」之電腦撮合交易方式，故其用



語將高價低價之「價格」以「委託價、揭示價、參考價」表示之，不以「成交價」為斷)

3.實務見解有認為只要有下單買入或賣出行為(委託報價)即成立，不以有實際成交為要件。

【最高法院 95 台上 4978 號判決】

股票交易市場係透過市場供需，來決定交易價格之制度。祇要有參與買賣股票之人，縱使當日並未成交，於開盤前掛買單、賣單都會影響股票之開盤價及當日股票之走勢。...原審就此未詳加審究，僅以開盤時被告之委買並未成交，即據以認定被告之委買並無影響開盤時之股價，顯有判決不載理由之違法。

4.無需行為人有獲利

【最高法院 101 年台上字第 1422 號】

至於上揭人為炒作之結果，實際上是否使市場價格發生異常變化，及行為人有無獲利，均在所不問。

【說明】雖獲利與否非構成要件，但仍為主觀要件的輔助判斷標準。

5.【爭議】「護盤行為」是否構成操縱市場

蓋「維持股票價格行為」即所謂護盤行為，並非高價買入低價賣出，與本條文意不符，是否該當 155 條第一項第四款的炒作股價？

- (1)否定說：按文意解釋，構成本款犯罪事由需「抬高」股價或「壓低」股價，而不包括「維持」股價。
- (2)肯定說：如股價本應跌而使其未跌，本質上即為抬高股價之行為，其操縱交易市場、破壞市場自由秩序之內涵並未改變。
- (3)結論：應以肯定說為是。蓋於護盤行為，投資人因而跟進買入，待操縱者離場，股價應聲下跌，則投資人亦將受損。侵害結果與操縱股價無異。

【91 台上 3037 號決】

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。

【101 年台上字第 1422 號】

所謂「高價」，乃相對概念，不以漲停價為唯一選項或標準，祇要高於相當時間內之平均買價或接近之最高價或當日之最高價，甚或基於特定目的所進行之人為操作，諸如「拉尾盤」(按指在當日交易時間終止前，忽



然大量搶購)，以利下一交易日之開盤；「護盤」(指維持股券價格於一定之價位，致使原應下跌者，因虛抬而不墜)，以誤導投資大眾接手買進；避免斷頭，以便繼續炒作等情，均屬之；至於上揭人為炒作之結果，實際上是否使市場價格發生異常變化，及行為人有無獲利，均在所不問。

6. 【爭議】公司依庫藏股規定買回自己股票，有無構成炒作股價之問題
- (1)公司依證交法 28-2 條第一項第三款規定買回自己股票，以拉抬股價，是否可能構成炒作股價，實務對此一問題較少提及，惟解釋上，應得主張刑法第 21 條「依法令之行為，不罰」之規定，免除刑事處罰，惟其買回必須「為維護公司信用及股東權益所必要者」，否則不受保護，惟此買回事由解釋上有相當之彈性。(又依第三款事由買回時應於六個月內辦理銷除股份，併此敘明)
  - (2)類似情形，於公司宣布買回自己股份，以拉抬公司股價，實為對投資人交易決定有重大影響之消息，但公司卻未實際執行買回，此種情形可能構成操縱行為。

【例題】問甲是否構成證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款之罪責？

近日因金融風暴影響，金融股一片愁雲慘霧，某甲利用人頭戶，連續一段期間，多次以拉尾盤方式高價買入 A 金融公司股票，A 股價因此從每股 30 元上漲至 55 元，甲即出售持股，此後一個月 A 股隨即回跌至每股 28 元。後甲為檢察官起訴；甲於審判中抗辯：

- (一)因 A 公司具有投資前景，其係為取得 A 公司經營權而買回，並非炒作股價。
- (二)其於「價格優先、時間優先」的電腦撮合交易下並無炒作股價之可能。
- (三)其資金本來即足以買進 A 股，並無誘使他人出價之意圖。
- (四)A 股於一年前曾來到每股 200 元之價位，且衡量其公司資產現值，股價應有每股 100 元之價值。故其並無「高價」賣出之行為。
- (五)其買入行為於一個月中僅掛單十五次，且多次以低價掛單，並未連續高價買進 A 股。
- (六)雖其有多次報價下單，惟大多數的報價均未成交，其成交筆數僅佔下單數之百分之十五，顯見其報價買入之行為與股價上漲並無實質關聯性。
- (七)其扣除交易成本，如稅額、手續費等，並無獲利。

【分析】

首先，甲利用人頭戶為交易，此非交易之常態，再查甲多次以拉尾盤的方式交易，致使 A 股背離同類股走勢逆勢上漲，綜合此等客觀事實應足論斷，本案甲應具備操縱股價的意圖。

- (一)投資或取得經營權之目的並不當然排除操縱股價之意圖，仍須綜合個案事實以判斷，本件甲之交易手法有違交易常規(如人頭戶、拉尾盤等)，如欲投資，則



高點律師司法官班 <http://lawyer.get.com.tw/>

北市開封街一段 2 號 8 樓 • 02-23115586(代表號)

實不應以製造股價虛增之假象以增加自己的購入成本，其抗辯主張與實際買入行為間在邏輯上顯有矛盾。

(二)實務見解認為此電腦撮合交易制度與炒作股價與否並無當然關聯性。

(三)「誘使他人出價意圖」之爭議，惟本件甲以非常態交易手法致使 A 公司股價逆勢上漲，實已吸引其他投資人哄抬 A 股價格，創造價格虛增之假象，難認其並無誘使他人出價之意圖。

(四)高價的標準，為「特定期間」內，而不考慮歷史高價與內心價格。

(五)連續不以逐日無間斷為必要。

(六)成交與否並非重點，僅需有委託報價行為，已足影響市場。

(七)獲利與否非本款規定之要件。

