

民事實務見解回顧（三十四） 論操縱市場行為與內線交易之民事責任^{註1}

編目：民事法

主筆人：麵律師

壹、前言

在本連載第 32 期的時候，麵律師帶大家複習了證券交易法（下稱證交法）當中有關證券詐欺（證交法第 20 條）和財報不實（證交法第 20 條之 1）的民事責任。在這一期的內容中，麵律師要繼續帶讀者研究實務上更常見的兩種案件類型（此類案件的律師費收入都很可觀…），也就是操縱市場行為和內線交易的民事責任。又因為實務案件上，操縱市場行為和內線交易往往伴隨著刑事責任的問題（這也是金融案件被告很樂意花大錢請律師的原因），有時候民事責任部分的探討較容易被忽略，也請讀者注意。

貳、操縱證券市場之民事責任

證交法第 155 條第 1 項各款規範了數種操縱市場之態樣（包括：不履行交割、沖洗買賣、相對委託、連續交易、散布流言等類型），若當事人違反此項規定，除了應依證交法第 171 條負刑事責任以外，亦須按照證交法第 155 條第 3 項規定：「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。」負起民事責任。

高等法院曾指出，此項民事請求必須符合五項要件：一、行為人故意違法為操縱行為；二、原告必須為善意；三、交易因果關係；四、原告所受損害與被告之操縱行為間，具有因果關係（即損失因果關係）；五、證明所受損害之金額^{註2}。不過，麵律師這次不就構成要件部分進行探討，而特別針對民事責任部分，討論以下兩個問題：

^{註1}收錄範圍：最高法院 106 年 1 月 1 日至 107 年 5 月 10 日之相關判決。

^{註2}參考戴銘昇，《證券交易法物語（一）》，2016 年 9 月初版，頁 98。

一、損害賠償的計算方式

若觀察上開證交法第155條第3項規定之架構，可以發現該項規定並沒有約定損害賠償之範圍，則投資人應該如何計算其受損害之金額？此時，本應回歸民法債編中損害賠償範圍的原則處理之，但是實務上已承認，被操縱市場行為人所害的投資人，亦得類推適用內線交易（即證交法第157條之1）之規定，來計算損害賠償範圍。

讀者可參考臺灣高等法院103年度金上字第16號民事判決之內容，即清楚闡明：違反證交法第155條第1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，同法條第3項定有明文。惟操縱股價之損害賠償如何計算，法無明文，斟酌證券市場之特質，應類推適用證交法第157條之1所定有關內線交易損害賠償之計算方法，即以重大消息進入市場後一定期間之平均價格，擬制作為市場具有完全資訊時，該股票應有之「真實價格」，並考量操縱行為前之股價，尚未受人為操縱所影響，應為較客觀公正之價格，故以上訴人操縱行為開始「前」十個營業日收盤平均價格為計算基礎。此見解並為最高法院105年度台上字第2218號民事判決所維持，殊值參考^{註3}。

二、被告提出損益相抵之抗辯，是否有據？

在數年前登上新聞版面的「碩天炒股案」^{註4}中，被告（行為人）因操縱市場而須負損害賠償責任。惟被告提出抗辯，內容為：投資人於持股期間仍獲有股息、股利等利益，此部分應予扣除，是否有理由？此種抗辯在類似案件中甚為常見，行為人之目的無非是為了盡量減少損害賠償之金額。就此問題，實務上有臺北地方法院103年度金字第1號民事判決採取否定之見解表示：授權人於操縱期間本得以較低之真實價格購入碩天公司股票，卻因被告等人不法操縱行為致需以較高買價購得之情，則授權人此項墊高成本支出之損害，實不因授權人日後結算股票買賣盈虧之結果而不存在。復按基於同一原因事實受有損害並受有利益者，其請求之賠償金額，應扣除所受之利益，民法第216條之1定有明文。本件授權人於被告操縱碩天公司股價期間購入股票，致須支付高於真實價格之對價取得股票，而受有損害，至授權人於持有股票期間所得股息、股利，係基於股東資格取得，與被告操縱行為無關，則授權人所獲股息、股利之利益與所受損害即非基

^{註3} 臺北地方法院民事判決103年度金字第1號民事判決亦採此一見解。

^{註4} 案例事實詳參臺北地方法院民事判決103年度金字第1號民事判決。

於同一原因事實，即無損益相抵原則適用。被告抗辯權授權人於操縱期間有買賣股票獲利及股息、股利等，應予扣除云云，自無足取。此見解之論述清楚，採取對於投資人較為有利之解釋，殊值讀者參考。

參、內線交易之民事責任^{註5}

內線交易之相關新聞，每隔一段時間，就會重新占據媒體的版面；也是證券交易法考試科目的熱門焦點。就禁止內線交易之理由，學理上固有所謂資訊平等理論、信賴關係理論或私取理論之區別，惟實際上均係基於「公布消息否則禁止買賣」之原則所發展出來之理論。易言之，即具特定身分之公司內部人於知悉公司之內部消息後，若於未公開該消息前，即在證券市場與不知該消息之一般投資人為對等交易，該行為本身即已破壞證券市場交易制度之公平性，足以影響一般投資人對證券市場之公正性、健全性之信賴，故內線交易之可非難性，並不在於該內部人是否利用該內線消息進行交易而獲取利益或避免損害，而是根本腐蝕證券市場之正常機制，影響正當投資人之投資決定甚或進入證券市場意願，故各國莫不超脫理論爭議，而以法律明定禁止內線交易，對違反者課以民、刑責任^{註6}。

我國證交法第157條之1第3項規定：「違反第一項或前項規定者，對於當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將賠償額提高至三倍；其情節輕微者，法院得減輕賠償金額。」此為內線交易責任之民事請求權基礎，內線交易構成要件部分涉及多項問題，包括重大消息之認定、明確時點、關係人之認定等等問題，本文暫且略去不談，而擬就近年判決的案例事實出發，分享實務上較新的數項法律見解。

一、投資人主觀上是否以過失為必要？

就此問題，實務上有臺灣高等法院104年度金上字第14號民事判決採取否定之見解表示：

(一)內線交易賠償責任之規定，旨在使買賣雙方平等取得資訊，維護證券市場之交易公平。

(二)故公司內部人於知悉公司之內部消息後，若於未公開該內部消息前，

^{註5}重大消息之成立：關於證券市場重大消息之成立時點，非可一概而論，應綜合相關事件之發生經過及其結果，為客觀上之整體觀察，判斷該消息成立時其實現之機率，以及對公司股票價格或對於正當投資人之投資決定，是否會產生重大影響而定，不以該消息已成為確定事實為必要（最高法院105年度台上字第85號判決意旨參照）。

^{註6}參最高法院99年度台上字第2015號判決意旨。

即在證券市場與不知該消息之一般投資人為對等交易，該行為本身已破壞證券市場交易制度之公平性，足以影響一般投資人對證券市場之公正性、健全性之信賴。

(三)是此內線交易之禁止，僅須內部人具備「獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息」及「在該消息未公開前，對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票，買入或賣出」此二形式要件即足當之，並未規定行為人主觀目的之要件。

(四)故內部人是否有藉該交易獲利或避免損失之主觀意圖，及該內部人是否因該內線交易而獲利益，均非所問。

(五)從而，內部人從事內線交易，無論其動機是否在牟利或規避損失，抑或僅在單純賣股籌資，均無礙於此賠償責任之成立。

二、內線消息是否需區分利多或利空消息？

就此問題，臺灣高等法院 105 年度金上更（一）字第 4 號民事判決採取否定說，此見解值得參考：

(一)蓋內線交易之不法內涵，在於行為對於整體經濟所蘊含之潛在危險，而非單純對財產價值或其他個人利益的具體危險或破壞，在客觀上，其行為只要符合構成要件所描述之事實，即可認定此等抽象危險，不以實害結果之發生為必要。

(二)而消息是否重大之判斷時點，應以實際知悉消息之時點為準，而非以事後股價是否生變動為準，亦即只要該消息在知悉時，一般理性投資者均認為極可能影響到其買賣股票之意願時，即屬重大消息。

(三)至消息公開後之股價變動情形，固屬佐證消息是否重大之依據之一，然尚無從因該消息公開後之股價並無變動或與預期發展相反，即認該消息並非重大，此係因影響股票價格之因素眾多，包括經濟性（例如：股票上市公司之財務狀況與經營策略、國家經濟或財稅之法令或政策修正等）與非經濟性（例如：國際政治局勢變動、國內政治選舉及重大天然災害、社會事件等）多方面因素在內，其漲跌幅度隨時處於上下擺盪或曲線波動狀態，並非恆定不變，甚且消息究為利多或利空，市場各方解讀不同，某些消息在短期為利多，在長期則是利空，此亦為證券市場多空交戰，吸引投資人之處。

(四)如審究內線交易必須先確定消息為利多或利空，再決定是否構成內線交易，恐有實際困難，且減損證券交易法第 157 條之 1 規範之功能，即難徒憑事後市場反應未如預期，即遽認該消息並非重大。

三、財報不實及內線交易同時求償者有無構成重複求償？

在實務案例上，操縱市場之人往往與上市、櫃公司之經營者或大股東之間有一定之利害關係；故被告往往同時觸犯數罪，例如：同時該當證券詐欺、財報不實、操縱市場及內線交易等等（有興趣之讀者可以參考 2016 年轟動市場之樂陞炒股案^{註7}），則此時是否有請求權競合之問題？倘若容許投資人提出複數請求，是否反而會構成不當得利？即值得思考。

實務上，臺灣高等法院 104 年度金上字第 14 號民事判決針對上開情形，採請求權競合之理論，避免投資人雙重得利。其認為：

- (一)內線交易之損害賠償，已按證交法第 157 條之 1 第 3 項規定計算如上。然授權人中有就同筆交易重複於財報不實及內線交易兩部分同時求償者：
- 1.被告抗辯：此已造成此等授權人超額填補損害，而有不當得利之情況，故重複請求部分應予剔除等語。
 - 2.原告即投資人則主張，內線交易之損害賠償係由法律所擬制，本非賠償其實際損害，此與財報不實損害賠償之請求，係屬不同原因事實之法律關係，兩者無重複請求可言等語。
- (二)次查，財報不實與內線交易之賠償責任，固然源自於兩種獨立不同之法律基礎，而法規就各種不同面向之問題為規範，然因社會活動複雜，法規規範範圍時有部分重疊之處而實際上具有同一法律或經濟目的，故重點在損害是否僅有一個，如是即屬請求權競合之情形，其中一請求權既經行使，另一請求權自當消滅。
- (三)且內線交易之損害賠償雖係由法律所擬制，然不論實際損害或擬制之損害，授權人一次買賣股票行為僅有一個損害，僅是損害金額之計算，因不同法規有規定不同計算方式而已，基於「一次損害，一次賠償」原則，授權人中有同時符合本件財報不實及內線交易部分請求權者，屬請求權競合，授權人固得行使財報不實部分請求權，亦得行使內線交易部分請求權，授權人同時行使者，惟法院僅得在同一損害範圍內准許其等之請求，則授權人既然已行使按實際損害計算且金額較高之財報不實部分之請求權，並經本院准許，其等再就同一損害請求按內線交易之規定請求賠償，已逾其等所受損害範圍，故其等就同一損害請求再按內線交易之規定計算請求判命賠償，已逾其等所受損害之範圍，自無理由，不應准許。

四、內線交易與侵權行為之競合

^{註7} 參臺北地方法院 106 年度金字第 76 號民事判決。

首先，最高法院 103 年台上字第 2568 號民事判決曾表示：

(一)修正前證交法第 20 條第 2 項、第 3 項之規定與民法第 184 條、第 185 條侵權行為之規定，其法律性質並不相同，前者乃證交法針對證券市場中侵害投資人權益之不法行為所作之特殊規範，後者為民法對於社會上侵害他人權益之不法行為所作之一般性規定，兩者在實體法上形成不同之請求權基礎，各有其個別之構成要件，在訴訟上為相異之訴訟標的法律關係。

(二)倘請求權人分別以上述不同之法律關係作為請求之根據，自應針對其各別法規之構成要件定其舉證責任之分配，不可相互援引移植或彼此借用取代，以維持一般侵權行為成立要件之完整性，避免造成法律適用上之混淆與割裂。

(三)足證證交法上之民事責任，與民法上侵權責任仍應分開適用之。

除證券詐欺以外，證交法第 157 條之 1 規定之內線交易民事責任，同樣與民法上之侵權行為構成請求權競合之關係。至於一般侵權行為之類型化，已經為實務上所廣泛承認，麵律師也已經屢屢提到此點。

通說認為，民法第 184 條第 1 項前後兩段及第 2 項，係規定三個獨立之侵權行為類型（學說上稱為三個小概括條款），各有不同之適用範圍、保護法益、規範功能及任務分配，在實體法上為相異之請求權基礎，在訴訟法上亦為不同之訴訟標的。該條第 1 項前段規定之侵權行為所保護之法益，原則上僅限於既存法律體系所明認之權利，而不及於權利以外之利益特別是學說上所稱之「純粹經濟上損失」，惟同條第 1 項後段及第 2 項所規定之侵權行為，亦皆有其各別之成立要件，「純粹經濟上損失」並非必然可以涵攝在民法第 184 條各類型之侵權行為所保護之客體內^{註8}。因此，以下仍就內線交易是否該當一般侵權行為，進行簡要之分析。

(一)第 184 條第 1 項前段

若觀察內線交易受害人之損害，本質上當然乃「純粹經濟上之損失」，並無疑義。蓋其所有之有價證券本身並未滅失或毀損，僅係證券所表彰之價值減損，此經濟利益受到侵害，與民法第 184 條第 1 項前段規範「權利」受侵害者有所區別，固無該條項適用之餘地^{註9}。

(二)第 184 條第 1 項後段

承上，不構成民法第 184 條第 1 項前段之侵權責任，亦非當然即可依

^{註8}參最高法院 102 年度台上字第 342 號民事判決意旨。

^{註9}參臺北地方法院 104 年度金字第 63 號民事判決。

同條第1項後段「故意以背於善良風俗之方法」為請求，仍應視是否與該構成要件相符定之。

實務上有採否定見解者，蓋臺北地方法院104年度金字第63號民事判決即表示：

- 1.所謂背於善良風俗之方法，係指廣泛悖反規律社會生活之根本原理的公序良俗而言，而禁止內線交易之理由，係基於「平等取得資訊理論」，即在資訊公開原則下所有市場參與者，應同時取得相同之資訊，任何人先行利用，將違反公平原則。
- 2.故公司內部人於知悉公司之內部消息後，若於未公開該內部消息前，即在證券市場與不知該消息之一般投資人為對等交易，則該行為本身即已破壞證券市場交易制度之公平性，足以影響一般投資人對證券市場之公正性、健全性之信賴，而應予以非難。
- 3.準此，內線交易行為所違反者乃證券市場交易制度公平性之經濟秩序，尚與一般規律社會生活之根本原理的公序良俗無涉。
- 4.是該案原告依民法第184條第1項後段規定請求被告負損害賠償責任，即屬無據。此見解可供參照。

(三)第184條第2項

第三種一般侵權類型最為常見。民法第184條第2項所謂保護他人之法律，應自法條所規範之目的探求，凡法條之內容，係以禁止侵害行為，以避免個人權益遭受危害，而直接或間接以保護個人之權益者屬之，初非以整部法規之立法宗旨作為判斷是否以保護他人為目的之法律之基準。

實務上有採肯定見解(臺北地方法院104年度金字第63號民事判決)認為：

- 1.證交法第157條之1關於「內部人內線交易」禁止之規定，旨在保障所有參與證券市場之投資人，得以平等同時取得相同之資訊，庶可作出正確之判斷，以公平競價買賣股票，而免遭受不測之損失，俾促進資訊之迅速透明化及維護證券市場之健全發展，自屬以保護他人為目的之法律^{註10}。
- 2.再按民事上之共同侵權行為（狹義的共同侵權行為，即加害行為）與刑事上之共同正犯，其構成要件並不完全相同，共同侵權行為人間不以有意思聯絡為必要，數人因過失不法侵害他人之權利，苟各

^{註10}參最高法院106年度台上字第401號民事判決意旨。

行為人之過失行為，均為其所生損害共同原因，即所謂行為關連共同，亦足成立共同侵權行為，依民法 185 條第 1 項前段之規定，各過失行為人對於被害人應負全部損害之連帶賠償責任（最高法院 67 年台上字第 1737 號判例意旨參照）。

3. 準此，投資人依民法第 184 條第 2 項、第 185 條規定請求被告負連帶損害賠償責任，自屬有據。

肆、延伸－證交法案件之舉證責任減輕

由上一章節之內容，讀者可再次了解到證券交易法上之民事責任，本質上乃屬於一種侵權責任。因此，在程序法上之舉證責任分配上，若按照規範說^{註11}之見解，本應由投資人（原告）負舉證責任。惟證券交易之投資人，要證明其交易或損害之因果關係，均屬極為困難之事，麵律師在《法觀人》第 32 期之內容已有介紹。

適逢最高法院近日作出最新之見解(106 年台上字第 1246 號判決，謹摘錄其要旨供讀者參考，並作為補充第 32 期連載內容之用)，其認為：

- (一)在公開股票市場，公司資訊為投資人所重視，屬影響股價之因素之一。
- (二)合理之投資人會留意公司之營收、盈餘，資為投資判斷基礎。信賴為公開證券市場之基石，證券市場賴以有效公平運作。
- (三)投資人信賴市場股價為真實，進而買賣或繼續持有股票時，縱未直接閱覽資訊，但其對市場之信賴，間接信賴公開資訊，信賴資訊、股價會反映真實，而據以進行投資。
- (四)證券交易法第 20 條之 1 規定，不實資訊與交易間之因果關係，倘採嚴格標準，則投資人閱覽資訊時，未必有他人在場，且信賴資訊而下投資判斷屬主觀意識，難以舉證，其結果將造成不實資訊橫行，投資人卻求償無門，而顯失公平。故有依民事訴訟法第 277 條但書規定，減輕投資人舉證責任必要。
- (五)準此，透過市場信賴關係，推定投資人對公司發布之重大資訊產生信賴，不實資訊與交易間有因果關係。至公益性質之上訴人係代投資人提起訴訟，該舉證責任之減輕，不因投資人自行提起或由其代為提起，而有所不同。

^{註11} 參考民事訴訟法第 277 條：按當事人主張有利於己之事實者，就其事實有舉證之責任。但法律別有規定，或依其情形顯失公平者，不在此限。