

【裁判字號】104,金上,5

【裁判日期】1060125

【裁判案由】損害賠償

【裁判全文】

臺灣高等法院民事判決

104年度金上字第5號

上訴人 李弘偉

訴訟代理人 洪東雄律師

被上訴人 財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心

法定代理人 邱欽庭

訴訟代理人 許德勝律師

上列當事人間請求損害賠償事件，上訴人對於中華民國104年1月30日臺灣士林地方法院103年度金字第12號第一審判決提起上訴，本院於105年12月28日言詞辯論終結，判決如下：

#### 主 文

原判決關於命上訴人給付超逾如後附表一「本院判准金額」欄所示本息，及該部分假執行之宣告，暨訴訟費用（確定部分除外）之裁判均廢棄。

上開廢棄部分，被上訴人在第一審之訴及假執行之聲請均駁回。其餘上訴駁回。

第一審（確定部分除外）、第二審訴訟費用由被上訴人負擔十分之一，餘由上訴人負擔。

#### 事實及理由

一、被上訴人主張：上訴人為昇貿科技股份有限公司（下稱為昇貿公司）董事長李三蓮之子，於民國98年7月6日至同年8月24日期間（下稱為操縱期間），利用其在華南永昌綜合證券股份有限公司淡水分公司（下稱為華南永昌證券公司淡水分公司）及富邦證券股份有限公司（下稱為富邦證券公司）陽明分公司各別申設之帳戶，以及訴外人李桂雯在華南永昌證券公司淡水分公司帳戶，訴外人李采庭在富邦證券公司中壠分公司帳戶，訴外人瑞葆企業有限公司在康和綜合證券股份有限公司城中分公司帳戶，訴外人林進基在富邦證券公司中壠分公司帳戶（下合稱為系爭帳戶），以網路方式向營業員下單，並買進昇貿公司股票共計1402萬8000股、賣出1548萬2417股，藉以操縱昇貿公司股價，使該公司股價自每股新臺幣（下同）55.8元上漲至73.8元，漲幅高達32.25%，遠高於同期間同類股之漲幅7.09%以及加權股票指數之漲幅2.83%；另其振幅45.69%，亦遠高於同類股振幅11.53%及加權股價指數之振幅9.2%。期間上訴人並於98年7月9日、10日、13日、15日、16日、17日、20日、21日、23日、28日、30

日、31日及98年8月3日、4日、6日、13日、17日、18日、19日、20日等20日個營業日，連續以漲停價委託買進昇貿公司股票，影響股價上漲0.5元（5檔，每檔0.1元）至3.8元（38檔）不等；並於98年7月13日、23日及98年8月5日、18日、19日等5個營業日，連續以跌停價委託賣出，影響昇貿公司股價下跌0.2元（2 檔）至5.2元（52檔）不等。上訴人所為被訴違反證券交易法第155條第1項第4款及同法第171條第1 項第1款規定，業經另案即臺灣桃園地方法院101年度金訴字第10號刑事案件（下稱為另案刑事案件）判處罪刑確定。且其前揭不法操縱行為扭曲公開市場價格形成機制，致授權伊實施訴訟之善意買入或賣出有價證券之投資人即如後附表一所示江君耀等65人（下稱為授權人）以過高價格買進昇貿公司股票而受損害。則伊自得本於證券投資人及期貨交易人保護法第28條第1 項前段之規定，以自己名義，為授權人提起訴訟，並依證券交易法第155條第3項、民法第184條第1項、第2 項規定，請求上訴人對於授權人所受損害負賠償責任。又授權人所受損害賠償額，應以各授權人於操縱期間內分別買進昇貿公司股票之買價與真實價格間之價差計算；如於操縱期間賣出股價高於真實價格，則應另扣除賣出價格與真實價格間之差額，以減輕上訴人之負擔。至於真實價格之認定，則應類推適用證券交易法第157條之1第3 項關於內線交易損害賠償之規定，以操縱行為開始前10個交易日平均收盤價計算為每股46.2元。據此計算，授權人各自所受損害應如後附表一「原審起訴請求金額」欄所示等語。並於原審聲明求為：上訴人應給付授權人如後附表一「原審起訴請求金額」欄所示金額，及自起訴狀繕本送達翌日起至清償日止按週年利率5 %計算之利息，並請准依證券投資人及期貨交易人保護法第36條規定免供擔保或准供擔保宣告假執行。【原審判決上訴人應給付本件授權人如後附表一「原審判准金額」欄所示金額，及均自103年9月19日起至清償日止按週年利率5 %計算之利息，並酌定擔保或免供擔保為准、免假執行之宣告；另駁回被上訴人其餘之訴及假執行之聲請（即駁回如後附表一編號20 所示授權人盧麗雲請求5萬8600元本息部分〈計算式：盧麗雲起訴請求7萬4200元－ 原審判准1萬5600元＝5萬8600元本息〉）。上訴人就原審判決對其不利部分全部不服上訴。被上訴人對於原審判決其敗訴部分，未據聲明不服，該部分非本院審理範圍，於茲不贅】。答辯聲明：上訴駁回。

二、上訴人則以：按損害賠償之債，以有損害之發生及有責任原

因之事實，並二者之間有相當因果關係為成立要件。此項因果關係，於操縱市場事件中，係指投資人誤信操縱行為產生之不適正證券價格而為投資決定，致受有損害而言，是以本件授權人應證明「交易因果關係」及「損害因果關係」存在，前者係指授權人因伊操縱行為而為交易行為之投資決定，後者則係指授權人因交易行為而受有價差損害之範圍。然被上訴人並未證明昇貿公司股票確受伊操縱行為影響而呈現不適正之價、量狀態，復未證明授權人買入昇貿公司股票，是否係因伊扭曲昇貿公司股票之價、量狀態而為錯誤之投資判斷，故不得適用詐欺市場理論推定授權人買入昇貿公司股票之行為，與伊操縱期間內之交易行為具有因果關係。實則伊於操縱期間內買入之股票，僅占昇貿公司股票總成交量之14.13%，相對成交量僅占0.83%；且於操縱期間內，與昇貿公司同類股漲幅亦高達7.09%，自難認伊交易行為已影響昇貿公司股價。則授權人所以買進昇貿公司，顯然與伊操縱行為無因果關係。又被上訴人主張以授權人買入價格扣除真實價格之價差作為損害賠償之計算方式，忽略授權人因嗣後交易行為造成實際損害之變動狀況。授權人即使以灌水價格買入證券，於購買時並無損失；而係在不實資訊為大眾知悉，股價下跌後，授權人以較買入價額為低之價格賣出證券時始發生損失。且授權人如於操縱期間內有買進復賣出之行為，因其買進與賣出時點之股價均因操縱行為被墊高，相互抵銷後，授權人之獲利或虧損顯係因伊操縱行為以外之其他因素所造成，自不得責伊負賠償責任。另授權人於操縱期間內買入昇貿公司股票，於操縱期間後賣出者，其實際損害之計算，應採毛損益法，即以其股票實際買入價格扣除實際賣出價格之差額為據，並以買入價格與擬制真實價格間之價差為損害賠償之上限。至於擬制真實價格，則應參考西元1995年美國國會通過私人證券改革法規定以「更正不實消息之日起90日該證券平均收盤價格」，並考量操縱市場事件，於行為人停止操縱行為後，其價格形成機制即不再受該操縱行為影響，而逐漸回復至真實價格之情況，而以操縱行為結束後起90個交易日昇貿公司股票之平均收盤價格即每股66.45元為擬制真實價格。則被上訴人主張損害賠償計算方式顯然錯誤，所為請求自屬無據等語，資為抗辯。上訴聲明：(一)原判決不利於上訴人部分廢棄。(二)上開廢棄部分，被上訴人在第一審之訴及假執行之聲請均駁回。

三、首按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之行爲，證券交易法第155條第1項第4款定有明文。本件被上訴人主張：上訴人意圖抬高或壓低集中交易市場昇貿公司股票之交易價格，於98年7月6日至同年8月24日之操縱期間內，利用系爭帳戶以網路方式向營業員下單，並買進昇貿公司股票共計1402萬8000股、賣出1548萬2417股，操縱昇貿公司股價，使昇貿公司股價自每股55.8元上漲至73.8元，漲幅高達32.25%，高於同期間同類股之漲幅7.09%及加權股票指數漲幅2.83%，另其振幅45.69%，亦高於同類股振幅11.53%及加權股價指數振幅9.2%。期間上訴人並於98年7月9日等20日個營業日，連續以漲停價委託買進昇貿公司股票，影響股價上漲0.5元至3.8元不等；復於98年7月13日等5個營業日，連續以跌停價委託賣出，影響昇貿公司股價下跌0.2元至5.2元不等之上情，業據提出臺灣證券交易所股份有限公司（下稱爲臺灣證券交易所）昇貿公司股票交易分析意見書影本爲證（原審卷(一)第57頁至第78頁）。另案刑事案件並認定上訴人確有於前揭操縱期間以上述方式影響、操作昇貿公司股票交易價格，已違反證券交易法第155條第1項第4款規定，乃依同法第171條第1項第1款規定判處上訴人罪刑確定在案，則有另案刑事判決書影本在卷可稽（原審卷(一)第79頁至第94頁）。上訴人並自承：伊對於另案刑事案件認定之股票操縱行爲已無爭執等語明確（原審卷(二)第30頁，本院卷(一)第68頁背面）。堪認被上訴人主張上情，應與事實相符。

四、又被上訴人主張：上訴人前揭不法操縱行爲扭曲公開市場價格形成機制，致授權伊實施訴訟之善意買入或賣出昇貿公司股票之投資人即如後附表一所示授權人以過高價格買進昇貿公司股票而受損害，伊自得依證券交易法第155條第3項、民法第184條第1項、第2項規定，請求上訴人對於授權人所受損害負賠償責任等語，則據上訴人否認，並以前揭情詞置辯。茲查：

(一)按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之行爲。違反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，證券交易法第155條第1項第4款、第3項定有明文。又按因故意或過失，不法侵害他人之權利者，負損害賠償責任；故意以背於善良風俗之方法，加損害於他人者亦同。違反保護他人之法律，

致生損害於他人者，負賠償責任；但能證明其行為無過失者，不在此限，民法第184條第1項、第2項亦有明文。查上訴人於前揭操縱期間對於昇貿公司股票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之行為，業經認定於前。且本件授權人均係於上訴人操縱股價期間買入昇貿公司股票之投資人乙節，業據被上訴人提出授權人買賣昇貿公司股票之交易帳明細表等件（均影本）為證（原審卷(一)第118頁至第319頁）；並為上訴人所不爭執（原審卷(二)第103頁至第105頁、第213頁，原審卷(四)第61頁背面）。則被上訴人主張：上訴人不法操縱昇貿公司股票交易價格，已影響昇貿公司市場價格及市場秩序，應依前揭規定，就善意買入或賣出昇貿公司股票之授權人所受損害，負損害賠償責任等語，核自非無據。

(二)上訴人雖抗辯：被上訴人並未證明昇貿公司股票確受伊操縱行為影響而呈現不適正之價、量狀態，復未證明授權人買入昇貿公司股票係因伊扭曲昇貿公司股票之價、量狀態而為錯誤之投資判斷所為，故不得適用詐欺市場理論推定授權人買入昇貿公司股票之行為，與伊操縱期間內之交易行為具有因果關係云云。然查：

- 1.自98年7月6日至同年8月24日上訴人操縱昇貿公司股票期間，昇貿公司股價自每股55.8元上漲至73.8元，漲幅高達32.25%，高於同期間同類股之漲幅7.09%及加權股票指數漲幅2.83%；其振幅45.69%，亦高於同類股振幅11.53%及加權股價指數之振幅9.2%等情，既經認定於前；堪認於上訴人操縱股票期間，昇貿公司股價確有不正常之漲跌情形。且上訴人雖否認其操縱行為與上開股價漲跌有何關聯。然經臺灣證券交易所根據操縱期間成交買賣昇貿股票較大投資人明細及買賣較大證券商之較大投資人明細等報表，調閱包括上訴人所使用系爭帳戶及其他17名個別投資人交易帳戶明細後發現：上訴人於操縱期間買賣昇貿公司股票數量雖僅各占該股票總成交量之14.13%、15.59%，惟其中98年7月10日等19個營業日買進或賣出數量占該股票當日市場成交量比率確有偏高之情形，其比率介於20.10%至42.21之間；至於其他17名個別投資人買賣昇貿公司股票數量占分析期間該股票市場總成交量比率僅介於0.04%至2.21%之間等情，有該所提供昇貿公司股票交易分析意見書影本可稽（原審卷(一)第77頁背面）；顯見上訴人於操縱期間就昇貿公司股票買賣交易數量，確具有相當程度的影響。又關於上訴人於操縱期間計有如

後附件所示21日個營業日以高於或低於當時市場揭示成交價委託買賣昇貿股票之行為，所影響成交價上漲情形亦如後附件所示之情，亦據臺灣證券交易所查核明確，並經載明於前揭分析意見書（原審卷(一)第72頁背面、第73頁正、背面），此情更為另案刑事案件確定判決認定明確（原審卷(一)第79頁背面、第80頁），復為上訴人所不爭執（本院卷(一)第68頁背面）。堪認上訴人於操縱期間之不法操縱行為，確已實際影響昇貿公司股票成交價格發生如後附件所示不正常上漲或下跌之情形，洵無疑義。上訴人質疑被上訴人並未舉證其操縱行為與市場股價漲跌間之「交易因果關係」云云，核自屬無據。

2. 上訴人雖另質疑：被上訴人並未舉證證明授權人於操縱期間買入昇貿公司股票，與伊操縱行為間之因果關係云云。然按當事人主張有利於己之事實者，就其事實固有舉證之責任，但依其情形顯失公平者，不在此限，民事訴訟法第277條定有明文。又按證券交易市場每日成交金額高達數百億，成交筆數數十萬筆，買賣雙方未曾謀面或直接交涉，係透過證券經紀商在集中市場由電腦撮合交易。是以要求證券詐欺事件之受害人就有關之因果關係，須負舉證責任，始得請求損害賠償，實屬不易，亦不符證券交易法第1條保障投資人之立法目的。且使證券交易法關於行為人應負賠償責任之規定，因受害人之舉證困難而形同具文。另證券交易損害賠償事件，為近年新興損害賠償型態，行為人往往處於絕對有利之資訊優勢，且利用專業智識為非法作為，影響社會經濟至鉅，受害人數多且不易抗衡，遑論蒐集證據。揆諸民事訴訟法第277條之立法理由，若責由受害人就其確因行為人之操縱股價行為而受有損害之事實，負舉證責任，有違正義原則，亦顯失公平。是以，關於受害人對於其買賣證券行為與上訴人不法操縱行為及股票價、量漲跌增減間之因果關係之舉證責任，自應為適度之減輕，甚至應為舉證責任之倒置，俾兼顧證券交易法保護投資人之意旨，並合於事理之平（最高法院99年度台上字第2244號判決意旨參照）。茲審酌昇貿公司股價既於操縱期間因上訴人不法操縱行為發生不正常上漲及下跌之結果，業如前述；而股票漲跌之行情即為投資人判斷是否進場之重要憑據。則被上訴人主張：本件授權人均善意信賴昇貿公司於操縱期間錯誤盤勢走向之誤導，故而善意買入昇貿公司股票等語，核與事理相符。審酌證券交易市場證券交易之買賣雙方係經過證券經紀商在集中交易市場由電腦撮合成交之特性，並考量投資人係因信賴公平、公開及誠實之

證券交易市場，且相信有價證券適正價格之形成過程並未遭受不法行為影響，始願意進場為買賣交易行為之常情；足認本件授權人確係善意信賴集中市場之正常交易及股價之適正價格，致為錯誤之買賣交易行為；被上訴人已無需再就授權人主觀上信賴市場股價漲跌進場買賣乙節負舉證責任，其理至明。又上訴人既未能舉證證明其操縱行為與授權人買賣昇貿公司股票並無因果關係。則關於授權人於操縱期間買入昇貿公司股票，與上訴人不法操縱股價間之因果關係，亦堪予認定。

(三)上訴人前揭不法操縱行為扭曲公開市場價格形成機制，致昇貿公司股價發生不正常之漲跌情形，及其行為與授權人善意買入或賣出昇貿公司股票間之因果關係，既均經認定。則被上訴人主張：上訴人應依證券交易法第155條第1項第4款、第3項規定，就授權人買入昇貿公司股票所受損害負賠償責任等語，於法自無不合。

五、又被上訴人主張：本件授權人所受損害賠償金額，應採用淨損差額法，即以各授權人於操縱期間內分別買進昇貿公司股票之買價與真實價格間之價差計算；惟於操縱期間內，如賣出價格高於真實價格，則賣價與真實價格間之價差應予扣除。至於真實價格之認定，應類推適用證券交易法第157條之1第3項內線交易之規定，以操縱行為開始前10個交易日之平均收盤價計算為每股46.2元。據此計算，本件授權人各自所受損害應如後附表一「原審起訴請求金額」欄所示等語，業據提出授權人求償金額計算表及交易帳明細表等件為證（原審卷(一)第118頁至第319頁）。茲查：

(一)關於證券交易法第155條第3項損害賠償金額之計算，係以賠償權利人的損害為計算基礎；至於其計算方式，雖法無明文。惟如前所述，昇貿公司股價因上訴人不法操縱行為，致於98年7月6日至同年8月24日之操縱期間內，由每股55.8元上漲至73.8元。則被上訴人主張：於授權人本得以較低之真實價格買入昇貿公司股票，卻因上訴人不法操縱股價，致需支出經不法操縱後上漲之較高價格始得購入股票時，授權人之損害即已發生；且其所受損害，即為授權人以昇貿公司股票非真實即經操縱上漲之股價，與渠等本得以真實股價購入股票間之價差，此即因買進成本被墊高所造成之損失等語，核自屬有據。且此與美國法院實務上對於證券詐欺、資訊不實，原則上所採取損害賠償計算方法之一即「淨損差額法」：認為不法行為人僅需賠償因證券詐欺因素所造成之損失，即證券之真實價值與「買價或賣價」之間的差額，至於其餘部

分係因詐欺以外的因素所造成，行為人不負賠償責任之計算方式，亦相符合（原審卷(二)第119頁、第120頁、第127頁）。又上開淨損差額法，於國內實務對於證券市場操縱行為之損害賠償案例，亦有採取者（參見臺灣最高法院臺中分院103年度金上字第5號民事判決，經最高法院105年度台上字第1336號裁定維持；裁判書影本附於本院卷(二)第177頁至第189頁）。堪認上開計算方式確於國內、外判決實務所習見，應值憑採。

(二)次查，採取「淨損差額法」計算投資人所受損害，不法行為人所需賠償者，乃證券之「真實價值」與「買價或賣價」之間的差額，業如前述。而所謂真實價格者，則係指若無詐欺因素的影響，股票所應有的價值；也就是把詐欺因素的影響，從股價抽離，還原它本來的價值（原審卷(二)第120頁）。惟投資人依證券交易法第155條第3項規定求償，關於股票之真實價格應如何認定，法亦無明文。兩造對此真實價格究應如何認定，亦各執一詞。經查：

- 1.按證券交易法第157條之1第3項關於內線交易侵權行為損害計算方法雖規定為：「違反第1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10個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任」；然審酌於操縱股價之案例，多數於操縱期間並不會因檢調機關偵查而經媒體揭露，被操縱公司更不可能主動揭露此不法情事；是於不法操縱行為結束後，先前操縱行為對於股價所生影響如未經即時揭露，將持續一段期間；此與內線交易重大消息公開後，於短期即約揭露後10個營業日期間，股價即會於交易市場反映之特性顯然不同，且無「更正不實消息」之問題。是於本件操縱市場之情形，如逕予類推適用證券交易法第157條之1第3項上開規定即以操縱行為結束後10個營業日收盤平均價認定真實價格，並非準確。是以被上訴人雖抗辯：關於本件擬制真實價格，應可採取操作行為結束後10個交易日之平均收盤價格即每股76.2元，或以美國法規定以操作行為結束起90個交易日之平均收盤價即每股66.45元計算云云（本院卷(一)第132頁，本院卷(二)第71頁背面）。然因考量操縱股價案例之前揭特性，確與財報不實、內線交易訊息揭露後，股價可於短期內完全擺脫不實訊息之干擾乙節，截然不同；則無論以操縱行為結束後10日或90日所計算之平均收盤價，是否得擬制為已全然排除詐欺因素影響之真實價格，實非無疑。此參以本件操縱行為於100年9月17日始由媒體揭露，有媒體報導及公開資訊觀測站資料影本可稽（原審卷

(四)第68頁至第73頁)；經揭露後，昇貿公司股票收盤價即由100年9月16日之42.15元驟跌至39.15元；而於該消息經公開揭露後90個交易日之平均收盤價則為35.5元乙節，有交易資料影本為據(原審卷(四)第74頁、第80頁、第82頁至第88頁、第105頁、第106頁)。益徵無論以操縱行為結束後10日或90日，被操縱股票之股價是否即得回歸正常，確有可議。是以本件無論以操縱行為結束後10日或90日之平均收盤價作為擬制真實價格，顯然均不準確。至於上訴人雖另援用學者引據「美國聯邦最高法院認為，純就邏輯而言，原告即使以灌水價格買入證券，於購買時並無損失。如果買進後在不實資訊未被揭穿前即已售出，該項不實資訊亦不致造成原告的損失。即使在不實資訊被揭穿或更正之後賣出，灌水的股價可能下跌，但該下跌的原因可能是市場因素，而不純然是不實資訊所造成」，以及「1995年美國國會通過私人證券改革法，在1934年證券交易法增訂第21D (e)條，對於依該法請求賠償的案件，設定賠償金額之上限，依據該條規定，原告求償金額，以其『購買證券的價格(或賣出價格)』，與『更正不實消息之日起90天該證券平均收盤價格』之間的差額為上限。..」(原審卷(四)第145頁，本院卷(一)第219頁)，抗辯被上訴人所主張計算損害賠償之「淨損差額法」及「以操縱行為開始前10個交易日之平均收盤價擬制真實價格」為不可採云云。然審諸美國聯邦最高法院上開見解及美國私人證券改革法既均以「不實資訊被揭穿或更正」、「更正不實消息」以為描述，顯然其見解係針對財報不實、內線交易侵權行為態樣所為，與本件乃涉及上訴人不法操縱行為所造成損害賠償之認定，並非相同。參以上訴人亦自承：本件不能以一般財報不實之案件來認定等語明確(本院卷(一)第215頁背面)。是以上開見解如仍欲比附援引適用於本件不法操縱行為所造成損害金額之計算，則關於本件擬制真實價格之時點，或應以不法操縱行為被揭發之100年9月17日起90個交易日之平均收盤價格即每股35.5元據以認定。然此與被上訴人主張應以操縱行為開始前10個交易日之平均收盤價即每股46.2元作為擬制真實價格相較，對於上訴人實未必有利。上訴人此部分抗辯，亦不足採取。從而，考量於操縱市場類型之合理股價於操縱行為結束後未能及即時回復之特性，而操縱行為開始前之股價，則全未受到操縱行為影響之情；則被上訴人主張：本件應以操縱行為開始前10個交易日之平均收盤價即每股46.2元擬制為真實價格等語，顯然較上訴人抗辯：以操縱行為結束後之10個交易日平均收盤價即每股75.44元，或以

操作行為結束起90個交易日之平均收盤價即每股66.45元（原審卷(三)第5頁、第9頁至第11頁，本院卷(一)第24頁），為可採取。

- 然按股票投資人通常以發行公司經營績效、公司資產負債、財務業務狀況、行業景氣及其他相關因素作為投資股票之依歸，人為操縱股價行為乃股票自由市場所不許，股票投資人推定信賴自由市場之機制而有交易因果關係，但投資人仍須證明其損害及金額與上揭人為操縱股價行為間，具有損害因果關係，否則，不啻將此項債務人賠償責任，轉化為填補債權人交易損失之投資保險，尚非事理之平。又損害賠償之目的在於填補債權人所生之損害，其應回復者，並非原來狀態，而係應有狀態，自應將非可歸責於債務人事由之變動狀況考慮在內（最高法院105年度台上字第2218號判決意旨參照）。茲查本件授權人於操縱期間買入昇貿公司股票之價格，除包括因上訴人不法操作行為所墊高之金額外，實未能排除於操縱行為期間，昇貿公司股票因其他市場、政治或社會等因素所造成之漲跌結果；此等非因上訴人操縱行為所造成之股票漲跌之損益，與上訴人既無關聯，自不應責由上訴人負擔。又影響股價漲跌之各項因素甚多，固難以一一區辨。惟審酌昇貿公司股票於操縱行為發生前及操縱行為期間，其公司基本面、資金面及政經走勢並無大幅變動，亦無因突發之金融、社會或政治事件致股市劇烈波動之情形；此亦為上訴人自承屬實（本院卷(一)第132頁）。則關於昇貿公司就非因上訴人不法操縱行為、而係本於其他基本面、資金面及政經、社會面所造成股價漲跌走勢之影響，應以操縱期間內與昇貿公司同類股平均漲跌幅據以認定，並作為前揭單純以操縱行為開始前10個交易日平均收盤價計算所得金額調整之依據，俾將非因上訴人操縱行為所造成之漲跌損益予以排除，以求取投資人於操縱行為期間購買昇貿公司股票之真實價格。茲查與昇貿公司股票同類股股票於操縱期間之平均漲幅為7.09%乙節，乃兩造所不爭執（本院卷(二)第1頁、第71頁背面），且有臺灣證券交易所分析意見書及98年6月至12月類股指數一覽表等件（均影本）可稽（原審卷(一)第59頁，本院卷(一)第231頁至第235頁）。則關於本件授權人於操縱期間購入昇貿公司股票之擬制真實價格，應以上訴人不法操縱行為開始前10個交易日之平均收盤價格即每股46.2元，加計操縱期間昇貿公司同類股於操縱期間之平均漲幅7.09%後之每股49.48元【即 $46.2 \times (1 + 7.09\%) = 49.48$ 元】，以為認定。各授權人因上訴人不法操縱行為所受損害，即應為授權

人於操縱期間購買昇貿公司股票之實際買入價格與該擬制真實價格之差額據以計算，洵無疑義。

(三)惟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。查被上訴人自始主張：「若授權人在本件操縱期間買進股票後，於操縱期間再賣出該股票之情形，如其賣出之價格高於真實價格，賣價與真實價格間之價差，則予以扣除」等語（原審卷(二)第226頁正、背面，本院卷(一)第78頁、第82頁）。雖另聲稱上開抵扣乃出於減輕被上訴人負擔之目的，並否認有損益相抵之適用。然查被上訴人既主張：本件授權人係因上訴人操縱昇貿公司股價，使該公司之股價產生灌水虛胖之結果，誘使投資人進場交易買進該公司股票，致投資人因誤信該期間昇貿公司於證券交易集中市場經人為操縱而灌水虛胖之股價資訊，於操縱期間以高於該股票真實價格之買價，購入該公司股票，致受有買價與真實價格間價差之損失」等語（原審卷(二)第149頁背面、第150頁）。則投資人於操縱股價期間內如買入後復賣出股票而獲得利益，所獲利益與其先前因支出較高股價購入股票所受損害，顯然均係基於上訴人不法操縱行為誘使投資人購買股票之同一原因事實；依前揭民法第216條之1規定，於計算授權人所受損害時，自應將渠等於操縱期間內賣出股票之獲利（即實際賣出價格與擬制真實價格間之差額）予以扣除。至於投資人於操縱股價期間後始將股票出售，無論渠等賣出股票價格如何，是否高於購入價格，甚或有迄尚未出售者，因操縱行為既已結束，其股票市值乃由非詐欺原因事實之正常市場因素決定，與上訴人操縱行為無關，則投資人於形式上縱有獲利，所獲利益與所受損害即非基於同一原因事實，即無損益相抵原則適用，其理亦明。

(四)至於上訴人雖抗辯：上開授權人損害賠償計算方法並非公平，應以毛損益法作為計算損害之基準，且如以操縱行為結束後90個交易日之平均收盤價即每股66.45元作為擬制真實價格計算授權人之損失應僅有41萬1148元，如以操縱行為開始前10個交易日平均收盤價即每股46.2元計算授權人損失亦僅有71萬2574元之數云云（本院卷(二)第203頁背面，本院卷(一)第135頁至第200頁）。然查：

1. 上訴人抗辯：本件計算授權人於操縱期間買進昇貿公司股票所受之損失，應審酌授權人於操縱期間結束後實際出售股票之損益情形，始能回復到損害賠償事故發生後之「應有狀態」；實則如計算操縱期間結束後，授權人實際出售昇貿公司

股票之結果，竟有多數為獲利者。是以本件授權人是否受有損害，應採毛損益法，即應以渠等於操縱期間內買進股票及於操縱行為結束後賣出價格之差額以為認定，並以其股票買入價格與擬制真實價格間之價差為其損害賠償之上限；如其實際賣出價格低於擬制真實價格或迄起訴時尚未賣出，則以買進價格減去擬制之真實價格之差額作為其損害額云云（原審卷(四)第130頁，本院卷(一)第22頁、第129頁、第130頁、第135頁至第206頁），雖引據被上訴人提出臺灣證券交易所成交資料表、集保中心客戶信用交易存券一異動明細表、集保中心一客戶存券異動明細表、集保中心一保管帳戶客戶餘額表、集保中心一保管帳戶各專戶一客戶餘額表及交易資料光碟等資料為憑（本院卷(一)第91頁至第125頁；光碟存置於本院卷(一)第126頁證物袋內）。然查上訴人所主張毛損益法，不僅於計算買賣差價時，對於應採取先進先出或後進先出予以配對，以及對投資人於操縱期間前原已持有老股應如何處理各項，於兩造間並無共識（本院卷(一)第89頁背面、第128頁），於實務上亦未見建立客觀一致之標準，適用上確有疑難。且毛損益法係將操縱行為結束後因其他市場因素造成之漲跌，均列入損害金額之計算（本院卷(一)第218頁），對於投資人與不法操縱行為人均屬不公；亦即於操縱行為結束後，如有金融風暴致股價下跌，則計算損害之結果將對不法行為人不利；反之，如有政經市場有利因素介入致股價上揚，則計算損害之結果將對投資人不利；然上開損益結果既均因操縱行為以外之因素所造成，自不宜於本件損害賠償計算時予以採用。況結算授權人於操縱行為結束後實際出售昇貿公司股票之價格，形式上雖有獲利者，然採取淨損差額法計算損害，既著眼於授權人於操縱期間本得以較低之真實價格購入股票，卻因上訴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。從而上訴人徒以授權人買賣股票結算結果未必虧損乙節，抗辯：採取淨損差額法計算損害，有失公平云云，亦乏所據。

2. 又上訴人雖聲稱：無論係採毛損益法或淨損差額法，對於授權人於操縱期間內買入復行賣出股票者，因其買入或賣出之價格均係受操縱行為墊高，故所生漲跌差額均係操縱行為以外之市場因素造成，不能認為受有損害，應予剔除云云（本院卷(一)第57頁）。然審酌於操縱期間，昇貿公司之股價既因上訴人操縱行為而漲跌互見；則上訴人以授權人於操縱期間買入及賣出之股價均因操縱行為而墊高，故應互為抵銷之前

提，已非的論。且本院所以認為以被上訴人主張之淨損差額法為可採取，乃在限制投資人所得求償者，僅以因詐欺原因事實所發生之損害為範圍，故將損害計算限制於投資人實際買入股票價格與真實價格間之差額；至於投資人於操縱期間購入股票後，無論係於操縱行為期間內或期間外，其出售結果是否另有損益，因其股價均無法排除非詐欺原因事實之影響（即使於操縱行為期間內，除操縱行為外，亦尚有其他市場因素影響股價之漲跌）；故無論投資人出售股票另有損害或獲益之結果，均不在本件損害賠償計算予以考量，俾將與操縱行為無因果關係之損益，排除在投資人可求償之範圍之外。準此，授權人之損害既在其於操縱期間以較高價格購入昇貿公司股票時即已發生，自不因其於操縱期間內再予賣出而異其認定。至於授權人於操縱行為期間內買入又賣出股票因而獲益之情形，既得以前揭損益相抵之方式予以調整，則上訴人質疑授權人可能因不法操縱行為實際獲利，並認應將投資人於操縱期間內買入復賣出股票者之損益全部剔除云云，亦不足採取。

3. 至於上訴人於本院審理時，另提出應以操縱行為結束後90個交易日平均收盤價66.45元，扣除該期間同類股平均漲幅19.0895%（即以其他同類股98年8月24日平均股數59.59元，及自98年8月25日至同年12月28日止90個交易日平均收盤價70.96元，計算漲幅為19.0895%），計算98年8月24日後之90日平均收盤價應為每股53.76元，並以此作為授權人於操作行為結束後出售昇貿公司股票之擬制真實（賣出）價格，再以該價格與授權人實際賣出價格之差額計算損害；如授權人於操作行為結果後90個交易日仍未出售持股者，則以授權人實際買入價格與擬制真實價格間之差額認定授權人之損失，故授權人損害金額合計應僅129萬3985元云云（本院卷(一)第226頁、第229頁、第236頁至第269頁）。核其計算方式雖與本院前揭採取損害計算方式乃在排除市場因素所造成漲跌損益之立意相同；然考量本件因操縱行為造成投資人損害之態樣，於操縱行為停止惟尚未揭露前，被操縱股價回復至正常合理價格尚需相當期間之特性，則上訴人前揭計算方式既仍以操縱行為結束後若干交易日之平均收盤價為基礎進行調整，其準確性顯不及以操縱行為開始前10個交易日之平均收盤價為基準之計算方式，其理至明。且依上訴人主張上開計算方式，於授權人在操作行為結束後90個交易日仍未出售持股者，仍須回歸以授權人實際買入價格與擬制真實價格之差價認定損失，於理論及標準上亦未見一貫。爰亦不於本件損害計

算上予以採酌。

(五)綜上各節，本件授權人所受損害，應採「淨損差額法」，即以授權人購買昇貿公司股票之實際買價，與該股票真實價格間之差額據以計算；至於昇貿公司股票於操縱期間之擬制真實價格，則應以上訴人不法操縱行為開始前10個營業日之平均價格即每股46.2元，加計操縱期間與昇貿公司同類股之平均漲幅7.09 %為每股49.48元，其中授權人於操縱期間買入復賣出昇貿公司股票者，並需依民法第216條之1規定為損益相抵。又兩造對於授權人於操縱期間買入、賣出昇貿公司股票之時間、股數及單價，以及依上開計算方式計算各授權人因上訴人不法操縱行為所受損害金額應如後附表二所示乙節，乃兩造所不爭執（本院卷(二)第4頁至第38頁、第63頁正、背面、第76頁正、背面、第77頁、第203頁背面、第204頁），亦堪信為真實。從而，被上訴人請求上訴人給付如後附表一「本院判准金額」欄所示金額，及自起訴狀繕本送達翌日起至清償日止之法定遲延利息，於法即無不合；超逾部分則屬無據，自不能准許。

六、綜上所述，被上訴人依證券交易法第155條第3項及民法第184條規定，請求上訴人給付被上訴人如後附表一「本院判准金額」欄所示金額，及自起訴狀繕本送達翌日即103年9月19日（送達回證附於原審卷(二)第18頁）起至清償日止按週年利率5 %計算之利息部分，為有理由，應予准許；逾此部分，為無理由，應予駁回。原審就超過上開應予准許部分（即如後附表一「原審判准金額」欄所示金額－「本院判准金額」欄所示金額本息），為上訴人敗訴之判決，自有未洽，上訴意旨指摘原判決此部分不當，求予廢棄改判，為有理由，爰由本院廢棄改判如主文第二項所示。至於上開應准許部分，原審為上訴人敗訴之判決，並無不合。上訴人仍執陳詞，指摘原判決此部分不當，求予廢棄改判，為無理由，應駁回其上訴。

七、本件事證已臻明確，兩造其餘之攻擊或防禦方法及所用之證據，經本院斟酌後，認為均不足以影響本判決之結果，爰不逐一論列，併此敘明。

八、據上論結，本件上訴為一部有理由、一部無理由，依民事訴訟法第450條、第449條第1項、第79條，判決如主文。

中 華 民 國 106 年 1 月 25 日

民事第十二庭

審判長法 官 李瑜娟

法 官 陶亞琴

正本係照原本作成。

如不服本判決，應於收受送達後20日內向本院提出上訴書狀，其未表明上訴理由者，應於提出上訴後20日內向本院補提理由書狀（均須按他造當事人之人數附繕本）上訴時應提出委任律師或具有律師資格之人之委任狀；委任有律師資格者，另應附具律師資格證書及釋明委任人與受任人有民事訴訟法第466條之1第1項但書或第2項（詳附註）所定關係之釋明文書影本。如委任律師提起上訴者，應一併繳納上訴審裁判費。

中 華 民 國 106 年 1 月 25 日  
書記官 強梅芳

附註：

民事訴訟法第466條之1（第1項、第2項）：

對於第二審判決上訴，上訴人應委任律師為訴訟代理人。但上訴人或其法定代理人具有律師資格者，不在此限。

上訴人之配偶、三親等內之血親、二親等內之姻親，或上訴人為法人、中央或地方機關時，其所屬專任人員具有律師資格並經法院認為適當者，亦得為第三審訴訟代理人。

\*附表一：（新臺幣/元）

編號	授權人姓名	原審起訴請求金額，及均自起訴狀繕本送達翌日起至清償日止按週年利率5%計算之利息	原審判准金額，及均自103年9月19日起至清償日止按週年利率5%計算之利息	本院判准金額，及均自103年9月19日起至清償日止按週年利率5%計算之利息
1	江君耀	25,400	25,400	22,120
2	曹祥炎	6,600	6,600	6,600
3	樊玉俠	1,700	1,700	1,700
4	曹明登	173,800	173,800	154,120
5	許雅玲	18,600	18,600	18,600

6	賴謝美珠	1,100	1,100	1,100
7	傅錦慧	20,900	20,900	20,900
8	葉譚蓉	5,200	5,200	5,200
9	王麗英	31,800	31,800	28,520
10	李幸錦	725,500	725,500	643,500
11	姚叔杏	1,742,000	1,742,000	1,545,200
12	黃昱菁	81,600	81,600	71,760
13	柯椿明	158,700	158,700	139,020
14	郭樵聰	28,300	28,300	25,020
15	林茂憲	306,700	306,700	227,980
16	陳麒凱	109,300	109,300	96,180
17	何君	69,600	69,600	63,040
18	陳寬傑	21,400	21,400	18,120
19	李玉珠	30,400	30,400	27,120
20	盧麗雲	74,200	15,600	9,040
21	侯春鳳	10,900	10,900	7,620
22	張欽輝	40,800	40,800	44,080
23	江美珠	7,200	7,200	3,920
24	許葉鳳琴	66,600	66,600	66,600
25	陳秀	30,000	30,000	26,720

26	王孟如	15,000	15,000	15,000
27	蘇子豪	2,600	2,600	2,600
28	陳志忠	10,800	10,800	10,800
29	陳振興	7,200	7,200	7,200
30	陳世偉	10,800	10,800	10,800
31	林德恭	13,300	13,300	13,300
32	盧泰勇	680,000	680,000	680,000
33	林思琦	60,300	60,300	60,300
34	張廖貴榮	57,400	57,400	50,840
35	張燕卿	63,200	63,200	50,080
36	劉叔廷	14,600	14,600	14,600
37	章光榮	28,400	28,400	21,840
38	范黃瑞美	32,500	32,500	29,220
39	王國彬	61,900	61,900	55,340
40	王明聰	335,900	335,900	296,540
41	杜寶華	199,900	199,900	176,940
42	杜韻華	56,300	56,300	49,740
43	林羨菁	253,000	253,000	220,200
44	儲冬梅	207,600	207,600	184,640

45	徐熾儀	16,400	16,400	14,596
46	孫翠華	330,900	330,900	311,220
47	鍾荷英	12,800	12,800	12,800
48	鍾其翰	88,500	88,500	78,660
49	陳雋平	158,500	158,500	142,100
50	李勝元	55,600	55,600	49,040
51	張晏誠	13,800	13,800	13,800
52	黃凱蓮	20,000	20,000	20,000
53	范正能	9,100	9,100	9,100
54	呂水泉	31,200	31,200	27,920
55	陳麗輝	13,600	13,600	13,600
56	林瓊華	43,000	43,000	36,440
57	李銘人	2,800	2,800	2,800
58	張明珠	1,200	1,200	1,200
59	林己銘	15,500	15,500	15,500
60	邱泓智	10,700	10,700	10,700
61	王秋爾	25,800	25,800	22,520
62	都基弘	7,200	7,200	7,200
63	陳慧霖	126,800	126,800	113,680
64	陳美華	13,800	13,800	13,800

				* 經計算損害 應為109,000 元；原審依其 起訴請求判准 13,800元。
065	劉潘清華	53,000	53,000	46,440
合	計	6,949,200	6,890,600	6,186,876
				* 編號64陳美 華部分如以損 害額計入應合 計為6,282,07 6元；惟因陳 美華僅請求13 ,800元（原審 卷(一)第11頁背 面、第314 頁 ），故合計金 額為6,186,87 6元