證券投資人及期貨交易人保護中心

委託專案研究

# 各國關於操縱股價之損害賠償責任規範及實踐研究

財團法人中華民國
證券暨期貨市場發展基金會
SECURITIES & FUTURES INSTITUTE

2013 年 12 月

# 各國關於操縱股價之損害賠償責任規範及實踐研究

共同主持人：陳惟龍

林仁光

研究人員：陳茵琦

蘇秀玲

# 目　錄

**第一章　緒論**

第一節　研究目的……..1

第二節　研究方法……...2

**第二章　我國操縱股價之損害賠償責任規範**

第一節　相關規範…….....…5

第二節　相關判決…….....…28

**第三章　國外關於操縱股價之損害賠償責任及實踐**

第一節　美國…….…. ……51

第二節　歐盟(英國、德國、法國)……78

第三節　亞太地區(日本、韓國、香港、新加坡、中國大陸)……...114

**第四章　各國操縱股價之民事損害賠償責任之比較分析**

第一節　請求權人及請求對象……...……...……154

第二節　請求權時效…….…….. 158

第三節　因果關係及舉證責任……...……..……161

第四節　損害賠償範圍及計算方式……...……...…… 167

**第五章　結論與建議……..……171**

**參考文獻……179**

**附錄一、期中諮詢委員會會議紀錄……187**

**附錄二、期末諮詢委員會會議紀錄……201**

**附錄三、各國操縱股價損害賠償責任規範比較表……209**

# 第一章 緒論

## 第一節 研究目的

關於證券市場詐欺之不法案件類型，主要有：財報不實、公開說明書不實、操縱股價與內線交易，我國證券交易法（下稱證交法）第20條、第20條之1、第32條、第155條及第157之1條亦分別就上開不法行為訂有明文禁止及損害賠償規定。

按我國證交法第155條有關反操縱條款規定，其禁止之市場操縱行為態樣除有明文列舉的違約不履行交割、相對委託、連續買賣、相對成交及散布流言或不實資料等五類外，更增訂美、日立法所無之第7款「直接或間接從事其他影響集中交易市場某種有價證券交易價格之操縱行為」，以此款概括規定填補正面列舉可能產生掛一漏萬之不足。另違反市場操縱行為禁止規定者，該條雖於第3項明文規定「對於善意買入或賣出之人所受之損害，應負損害賠償責任」，賦與受害投資人賠償請求權，然有關如何計算損害賠償額度，則未如第157條之1條第3項般為擬制損失金額規定，實務運作迭有爭議。

誠如前述，我國證交法有關市場操縱行為禁止規定，雖有部分與他國不同，然查其立法過程及體例，內容多係仿傚美、日等國相關證券法規所制定。是以，我國證交法若有不足或未臻明確之處，尚非不得援引美、日等國相關規定及司法解釋，作為我國法實務運作之補充，以填補相關規定之缺漏。職是之故，他國法規規定及司法實踐情形，對於強化我國相關規定之法理基礎及實務踐行，極具有重要參考價值。

另隨著外國企業來臺上市櫃之家數日漸增多，為使對外國公司之規範更為明確，並同時強化相關監理機制運作與保障投資人權益，我國復於 101 年 1 月 4 日修訂證交法，增訂第五章之一「外國公司」及第 165 條之 1 至第 165 條之 3，明文規定來臺上市櫃之外國公司就操縱股價亦有本法相關條文之適用。惟來臺上市櫃之外國企業係依他國法令設立之公司，其本國規定與我國或有不同，是否因外國公司來台係第一上市或第二上市而有不同，因此，實有必要瞭解其他國家對此類不法事件之規定及實踐狀況，俾利未來研議投資人保護措施及訴訟實務之參考。

## 第二節　研究方法

本研究整理、比較我國及各國涉此議題的相關法規、學說及實務見解，以利理解各國證券操縱行為民事損害賠償制度。採用比較法研究方法，以歸納法為主，並將蒐集歸納後之各國法例進行比較分析，執行步驟如下：

### 一、 研究小組討論會議

不定期召開研究小組討論會議，由計畫主持人指導研究人員關於研究方向、報告架構與內容重點等，以利後續資料蒐集與研析。

### 二、 文獻探討

蒐集全球證券市場發展蓬勃且為主要證券交易所所在國家，如：美國、英國、德國、法國、日本、韓國、香港、新加坡、中國大陸等國家與地區，有關此一議題之相關書籍、期刊、報導與案例等。

## 三、 撰寫文稿

由研究人員研讀文獻資料後，依研究主題範圍撰寫報告文稿內容。

## 四、 徵詢外部專家學者意見

為使本研究報告更臻完善，邀請政府機關、業界及學術界人士與會，藉由學者專家提出之分析與建議，俾使本研究案之建議方案更為切實可行。

# 第二章 我國操縱股價之損害賠償責任規範

## 第一節 相關規範

### 第一項 法律基礎

在證券市場中，證券價格主要透過供需關係形成，並據以決定買賣價格。操縱市場的行為則是製造證券供需與價格變動的假象，扭曲價格機能，減損證券市場籌資及引導資源有效配置的功能。因此，為維護證券市場的健全發展，各國大多有禁止違反市場操縱行為的規定，惟對違反操縱行為規定的罰責不盡相同，有些國家操縱行為屬於刑法的範圍，違反操縱行為規定，僅會有刑事責任。有些國家操縱行為可能導致民事、行政責任，或同時導致刑事、民事及行政責任。而構成操縱行為的要素，有些國家是在法條中明確界定，有些則是藉由判決或其他先例來界定違法行為的構成要件。[1]

我國證交法於民國 57 年制定時，即明文規定第 155 條「反操縱條款」，禁止操縱市場行情行為，以維護證券市場機能之健全，並維持證券交易秩序及保護投資人[2]。又依證交法第 171 條規定，違反第 155 條者另有刑事罰責的規定。為因應市場環境變化，及實務上運作出現的種種問題，第 155 條歷經 1998 年、2000 年及 2006 年三次修正，現行規定如下：

對於在證券交易所上市之有價證券，不得有下列各款之行為：

一、在集中交易市場委託買賣或申報買賣，業經成交而不履行交割，足以影響市場秩序。

[1] 張文毅譯，市場操縱行為的調查與起訴，證交資料，第 532 期，2006 年 8 月，頁 12。
[2] 證交法第 155 條立法理由。

二、在集中交易市場，不移轉證券所有權而偽作買賣者。(刪除)。

三、意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，與他人通謀，以約定價格於自己出售，或購買有價證券時，使約定人同時為購買或出售之相對行為。

四、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。

五、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。

六、意圖影響集中交易市場有價證券交易價格，而散布流言或不實資料。

七、直接或間接從事其他影響集中交易市場有價證券交易價格之操縱行為。

前項規定，於證券商營業處所買賣有價證券準用之。

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。

第二十條第四項規定，於前項準用之。

從上述條文規範之內容，可簡要分類如下：

■ 第 155 條第 1 項：集中交易市場禁止操縱有價證券之規範，禁止之態樣列舉如下：

(1) 不履行交割：第 155 條第 1 項第 1 款。

(2) 沖洗買賣：第 155 條第 1 項第 2 款（於民國 89 年已刪除）。

(3) 相對委託：第 155 條第 1 項第 3 款。

(4) 連續交易：第 155 條第 1 項第 4 款。

(5) 製造活絡假象：第 155 條第 1 項第 5 款。

(6) 散布流言或不實資料：第 155 條第 1 項第 6 款。

(7)概括條款：第 155 條第 1 項第 7 款。

- 第 155 條第 2 項：店頭市場準用第 155 條第 1 項規範。
- 第 155 條第 3 項：違反第 155 條第 2、3 項之行為人，應負民事責任。

從上述條文觀察，我國如同美、日等國立法例，同樣未就「操縱行為」本身加以定義，而係以列舉加概括等類型化方式（如：不履行交割、沖洗買賣與相對委託、連續交易、製造活絡假象、散布流言或不實資料，以及其他操縱行為）來規範操縱行為之範圍。在操縱意圖及操縱行為的認定上，各款規定並不必然相互排斥，而應具有互補的作用。以下就現行法規對各項操縱型態之規範與相關爭議加以歸納分析：

## 壹、不履行交割

我國證交法第 155 條第 1 項第 1 款所規範的操縱行為類型為「在集中交易市場委託買賣或申報買賣，業經成交而不履行交割，足以影響市場秩序。」，學說上或稱為「不履行交割」、「違約不交割」、「違約交割」，該條當初規範之重點主要在防止實際上並無買賣成交之意思，利用虛掛買賣單之方式，空報價格，企圖創造市場交易繁榮熱絡的假象，以達操縱市場股價之目的。其行為態樣包括「投資人委託買賣業經成交而不履行交割」及「證券商申報買賣業經成交而不履行交割」兩種，本款之立意係為防範惡意投資人不履行交割義務，影響市場交易秩序，至於一般投資人若非屬惡意違約，其違約金額應不致足以影響市場交易秩序，不會受本法相關刑罰規定之處罰。

### 一、構成要件

#### （一）行為主體

從上述違約不交割的兩種行為態樣觀察，本條款所規範的行為主

體為「投資人」及「證券商」兩者。

**（二）行為客體**

違約不交割的行為客體，即違約不交割的標的，包括目前上市、上櫃及興櫃股票皆屬之。

**（三）客觀要件**

本條款之客觀不法構成要件，包括：(1) 投資人委託買賣業經成交而不履行交割，或證券商申報買賣業經成交而不履行交割；(2) 須足以影響市場秩序。

**（四）主觀要件**

本條款所規範者，應係行為人於交易之初，在主觀上，即已有於成交後不履行交割義務之「故意」，即具惡性或投機性質之違約不履行交割義務之故意[3]，理論上應不包括投資人非屬惡意違約，其違約金額不致足以影響市場交易秩序者。惟所謂「足以影響市場秩序」之認定標準，司法實務案例中，其認定考慮因素包括[4]：

1.投資人違約不履行交割之金額多寡。

2.投資人違約不履行交割之有價證券數量占該證券當日成交數量之比例。

3.投資人違約不履行交割後，對同一有價證券價格之影響。

4.臺灣證券交易所對成交價、量之波動分析意見。

最高法院近年來見解傾向證交法第 155 條第 1 項第 1 款之「足以影響市場秩序」之犯罪構成要件，不僅需於犯罪事實欄明白認定，且需於判決理由欄內說明所憑認定行為人之行為足以影響市場秩序之證據及理由，否則即有判決不載理由之違誤[5]。

---

[3] 施東亮，證券集中交易市場反操縱條款之實務運作研究—以證交法第 155 條地 1 項刑事責任為中心，國立高雄大學法律學系碩士論文，民國 98 年 6 月，頁 102。

[4] 同上註，頁 98。

[5] 同上註，頁 97。

本款之行為人主觀上必須對於客觀不法構成要件行為狀態全部都有所認識，始具備故意之認知要素[6]，亦即自投資人委託買賣或證券經紀商申報買賣時至整個交易完成時，主觀上均須具有違反本款規定之故意。倘從行為人主觀面向分析，其違約不交割可能有以下幾種情形：

**1.自始惡意違約類型**：行為人於委託買賣之初，主觀上已有不履行交割之直接故意，自始即無履行交割義務之意思。

2.**投機違約類型**：行為人於交易之初，尚無違約不履行交割之直接故意，僅具內容不確定之間接故意，買賣成交後，因其他因素之介入（如股價突然暴跌）而未履行交割。

3.**偶發違約類型**：行為人於交易之初，尚無違約不履行交割之直接或間接故意，純因成交後其他因素介入而未履行交割。

從刑事法之觀點，本款罪名之成立，應以行為人於交易之初，在主觀上，即已有於成交後不履行交割義務之故意，即具惡性或投資性質之違約不履行交割義務故意[7]。

## 二、現行規範之檢討[8]

### （一）可能傷及無辜

本款所訂處罰不履行交割之操縱股價行為類型，為我國獨有之立法。從實際案例分析，投資人不履行交割義務有單純未辦理交割者，有藉違約交割已達其詐欺取財或操縱市場之目的者。而單純不履行交割者，應屬民事責任範疇，以刑法手段強行介入逼迫交付義務之履行，適當性不無疑義。

---

[6] 陳錦旋，股價操縱之構成要件解析，證券櫃檯，民國 97 年 10 月，頁 34。

[7]施東亮，證券集中交易市場反操縱條款之實務運作研究—以證交法第 155 條地 1 項刑事責任為中心，國立高雄大學法律學系碩士論文，民國 98 年 6 月，頁 100-102。

[8] 賴英照，股市遊戲規則—最新證交法解析，自版，2006 年 2 月，初版，頁 432-437。

### （二）關於「足以影響市場交易秩序」之要件未臻明確

第 155 條未對「足以影響市場交易秩序」規定認定標準，以致法院判決分歧。雖然最高法院曾於判決中指出對於如何認定對市場秩序之影響，明確指出「是否影響市場秩序，應是具體個案實際報價數量、金額多寡分別認定[9]」。少數案例[10]也以違約金額不足以影響市場秩序為由，判決無罪[11]，惟多數案件仍採寬鬆標準，不論金額多寡，均成立犯罪，其中不乏投資人因未繳數十萬股款而遭受刑事判決的案例。蓋違約金額之多寡與影響市場秩序間確有其關聯性，惟實務上如採行此種見解，無異使「足以影響市場交易秩序」之規定形同具文。

## 貳、沖洗買賣與製造活絡假象

證交法第 155 條第 2 款在 2000 年修訂前原明文禁止沖洗買賣（Wash sale），惟 2000 年 7 月 19 日刪除沖洗買賣之規定，卻於 2006 年證交法修正時，重新訂定於第 155 條第 5 款「製造活絡假象」。

所謂「沖洗買賣」，通常係由同一人分別在兩家以上之證券經紀商開戶，在分別委託該兩家以上證券經紀商，依一定的價格、一定的數量，為相反方向的買賣，以撮合交易，期藉由連續交易方式，造成某種特定有價證券交易熱絡的假象，以吸引其他投資大眾跟進交易，達到拉抬或壓低股價的目的。

原證交法第 155 條第 2 款在適用上有疑義者，為何謂「不移轉證券所有權」？由於其買賣雙方的委託人實為同一人，實際上並無移轉所有權之行為，然證券買賣均係由證券商辦理形式上的交割，沖洗買

[9] 最高法院 91 年度台上字第 27 號刑事判決。

[10] 例如高等法院高雄分院 90 年上訴字第 1328 號刑事判決，法院判決認為「自訴人（即證券經紀商）於證券交易市場上為一間頗具規模之公司，其每日營業額高達千萬，被告上開違約交割金額僅二十幾萬，對於自訴人公司所生之損害尚屬輕微，實不致造成自訴人在集中交易市場上難以代墊交割款項之結果，自無明顯影響市場交易秩序之情事，而危害整體證券集中交易市場之交易秩序。」

[11] 賴英照，股市遊戲規則－最新證交法解析，自版，初版，2006 年 2 月，頁 435。

賣也不例外，此一交割是否為所有權的移轉？究竟在認定上應該採「實質所有權」觀點？或是採「形式所有權」觀點？實務上對此呈現極度分歧意見，而針對原規範不周延之處，2000 年證交法修正案，不但未就本款文字予以修正，竟在立委提議下，刪除本款規定，反而引發對於第 155 條第 1 項第 2 款刪除前的沖洗買賣行為，應如何處理的爭議。2006 年 1 月增訂證交法第 155 條第 1 項第 5 款施行之後，沖洗買賣之處罰，已有明確法源依據，消除第 155 條第 1 項第 2 款刪除後產生的爭議。

由於 2006 年新修訂之證交法第 155 條第 1 項第 5 款製造活絡假象之規範內容中所謂「自行連續委託買賣而相對成交」，可能是一個人開兩個以上帳戶，互相買賣成交，此種情形即為沖洗買賣。所謂「利用他人名義連續委託買賣」，可能是以人頭帳戶為沖洗買賣。至於「申報買賣」則是以證券商為處罰對象，而處罰的行為態樣也是沖洗買賣。第 155 條第 1 項第 5 款實已涵蓋原第 155 條第 1 項第 2 款沖洗買賣之內涵[12]，故本文以下擬以第 155 條第 1 項第 5 款之規範要件進行說明：

## 一、構成要件

### （一）行為主體

從本款規定「委託買賣」或「申報賣賣」兩種態樣觀之，前者所規範行為主體為「投資人」，而後者規範之主體為能在市場報價的「證券自營商」及「證券經紀商」兩者。

### （二）客觀要件

#### 1.連續委託買賣或申報買賣

客觀不法構成要件指「自行或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對成交」。何謂「連續」？就法理上似應與同條項第 4 款「連

[12]賴英照，股市遊戲規則—最新證交法解析，自版，2006 年 2 月，初版，頁 441。

續交易」內容中之「連續」作同一解釋。同條項第 4 款中「連續」之意義，我國實務界認為「基於概括犯意，為二次以上之行為，即為連續」。

**2.交易活絡之表象**

本款「造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象」中所謂「交易活絡」應如何認定？有學者從經濟刑法之危險犯罪論觀點認為，應以行為人之行為該當「足以使其他投資人誤解集中交易市場某種有價證券之交易狀況」之危險結果要素為認定基準，該基準包括：（1）應持續一段期間；（2）買進、賣出之成交量應占該股當日或當月成交量一定比例以上；（3）於同一營業日之相近時間，相對成交量應占該股當日成交量一定比例以上，且超過一定之交易單位等三個部分。惟上述基準之三個部分應綜合審查，並須參考個案實際情形加以判斷，不應過度僵化[13]。

**（三）主觀要件**

本款之主觀不法構成要件，除行為人在主觀上須具備「故意」外，本款明定行為人須有「意圖」造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象情形之主觀目的始該當，亦即行為人必須有為扭曲市場機能，造成某特定之有價證券交易活絡之不真實假象，使投資人對於該證券之價格形成產生誤導之不法意圖，才符合本款之主觀構成要件[14]。

**二、現行規範之檢討**

**（一）以「連續」為要件之必要性**

本款條文以「連續」委託買賣或申報買賣而相對成交為要件，惟

[13]吳元曜，論沖洗買賣條款之立法形式及適用基準，法令月刊，第 55 卷第 1 期，頁 57-58。
[14]陳錦旋，股價操縱之構成要件解析，證券櫃檯，民國 97 年 10 月，頁 35。

對此種以「左手買進，右手賣出」的虛偽交易行為[15]，條文本已明訂有主觀意圖要件，故只要有一次行為，即應認具有可歸責性。現行條文以「連續」為要件，實務上運作是否可能會因「連續」之認定，反而引起無謂爭議，故「連續」之要件應屬多餘，似宜建議刪除。

**（二）要求「時間、價格、數量」之同一性之探討[16]**

本款與第 155 條第 3 款「相對委託」同屬虛偽交易操縱手法，二者相較，「相對委託」的手法是由兩人通謀為相反買賣，則通謀二人所為之買賣有價證券委託時間、價格、數量，難免有所出入，故在時間、價格、數量同一性的問題，須加以考量；「沖洗買賣」為同一人買賣同一股票，理論上，時間、價格、數量上須完全一致，惟在證券市場實際交易上因集中競價、電腦撮合等因素，即使同一人於同一時間就同一數量、價格之某一特定股票為委託買賣，其成交情形難免存在些許差距。故在解釋上沖洗買賣之成立，在時間、價格上仍容許些許差距，至於數量上，美國法上雖然要求交易數量應相近（Substantially the same），但我國法上對此要件並無明文規定，學說上認為：「委託買進與賣出的數量雖不相同，但有撮合成交的可能時，亦可達到影響股價的目的，因而亦不能免除本款責任，此等情形與美國法顯有不同。[17]」

**參、相對委託**

證交法第 155 條第 1 項第 3 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，與他人通謀，以約定價格於自己出售，或購買有價證券時，使約定人同時為購買或出售之相對行為」，

[15]林國全，操縱行為之案例分析，證券暨期貨月刊，第 22 卷第 12 期，93 年 12 月，頁 64。
[16]施東亮，證券集中交易市場反操縱條款之實務運作研究—以證交法第 155 條地 1 項刑事責任為中心，國立高雄大學法律學系碩士論文，民國 98 年 6 月，頁 120-121。
[17] 賴英照，股市遊戲規則--最新證交法解析，自版，2006 年 3 月，頁 442-443 。

一般稱為「相對委託」或「對敲」行為[18]。

「相對委託」與已刪除之第 155 條第 1 項第 2 款「沖洗買賣」均同屬虛偽之買賣，惟「沖洗買賣」係同一人以本身為對象，自為虛偽買賣之意思表示；而「相對委託」操縱行為之產生，一般常見之手法，係由二個以上當事人共謀預先約定，對某一種特定股票作一個或數個買賣相對委託之行為，其目的在藉此虛假交易，製造交易熱絡的假象，引誘一般投資人盲目跟進或跟出，製造有利於自己所持有之股價趨勢。

**一、構成要件**

**（一）行為主體**

本款係由兩人通謀而為相對買賣，以創造假性之供需紀錄，故本款規範之行為主體應為複數，包括相對委託之買方與賣方當事人。

**（二）客觀要件**

**1.通謀**

本款之操縱行為由二人通謀所為，行為人與相對人間須有犯意的聯絡，始能成立。就通謀的範圍，學說上則採較寬鬆的認定方式，就通謀之行為態樣、類型及時期，並無任何限制[19]。

**2.約定價格**

本款所稱「約定價格」，並不需嚴格界定在雙方均以相同的價格委託買賣，因實務上係依「價格優先，時間優先」的原則撮合成交，雙方委託買賣的價格雖然不相同亦可成交，而達到操縱市場的目的。

**3.同時**

[18]市場上所謂「對敲」係指兩個以上投資人在兩個以上證券經紀商開戶，相互約定於同一時間，以相同之數量與價格，對某一特定有價證券從事相對買賣行為，協力操作（pool operation），即形成操縱組織，採取集團操作，可分為「預謀長期組合」及「臨時起意組合」兩種，黃川口，股價操縱行為之法律觀，銘傳學刊，第四期，199 年 7 月，頁 240。

[19] 廖雅鳳，證券集中交易市場反操縱條款之刑事比較研究，中原大學財經法律學系碩士論文，2000 年 7 月，頁 105。

所謂「同時」，學說上認為不必於同一時刻為買賣的委託，實務上投資人的委託在同一營業日均有效，因此買賣雙方委託時間雖有不同，如果有成交的可能，均可解為「同時」[20]。

### （三）主觀要件

如同證交法第 155 條第 1 項各款，本款行為人在主觀上須具備故意，且相對委託之成立要件，行為人在主觀上須有「意圖」影響股價。所謂「意圖」，須從具體事實予以認定，如二人在一定期間內重複多次為買賣的相對委託，藉以製造交易熱絡的假象，應可推定有通謀及影響股價的意圖。

## 二、現行規範之檢討

維持一定證券價格是否適用本款？本款之條文雖謂操縱行為人對於某種特定有價證券之價格為抬高或壓低之行為，但有學者認為「抬高或壓低」，在概念上意圖「鎖定」有價證券價格或使之「波動」等，使價格有人為之變動或不變動，皆符合本款之主觀目的要件[21]。蓋維持證券價格於一定之價位，亦屬妨礙證券價格之自然形成，行為人主觀上若係出於製造交易活絡之假象意圖，自應涵蓋之。惟我國證交法僅規定「意圖抬高或壓低」，維持一定之證券價格能否適用本款，依罪刑法定原則禁止超越法條文義之解釋，似尚有疑義[22]。

## 肆、連續交易

證交法第 155 條第 1 項第 4 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，

[20] 賴英照，股市遊戲規則—最新證交法解析，自版，2006 年 2 月，初版，頁 442。
[21] 林國全，從日本法之規定檢視我國證交法第一五五條反操縱條款，證交法研究，元照出版公司，2000 年 9 月，頁 159-195。
[22] 洪憲明，證交法第一百五十五條反操縱行為條款之研究（以刑事責任為中心），中國文化大學法律學研究所碩士論文，2003 年 6 月，頁 104-105。

連續以高價買入或以低價賣出」的行為，一般稱為「連續交易」(亦有稱為「不法炒作」、「連續交易」等)，其立法意旨乃藉以防止有價證券之不當囤積或賤售而操縱市場。本款所定之行為乃典型之操縱市場手法之一，實務上案例甚多。

## 一、構成要件

### (一) 行為主體

本款之行為主體，無論買方或賣方，其委託證券經紀商買賣，或利用他人名義委託證券商為買賣者，若符合本款構成要件皆可構成本罪。故除了行為人本人外，如利用他人名義買賣者亦可構成，行為主體並無身分之限制。另外，若與他人聯合連續抬高或壓低價格之操縱者，為集團操縱型態，亦可構成共同正犯或其他共犯型態。

### (二) 客觀要件

#### 1.連續

所謂連續，實務上向來認為凡行為人主觀之犯意上，有抬高或壓低某種有價證券之意圖，基於概括犯意，為二次以上買進或賣出。

#### 2.他人名義

本款於 1998 年新修訂時，增訂「自行或以他人名義」之文字，而「以他人名義」之用語，主要係仿自證交法第 22 條之 2 第 3 項。依證交法施行細則第 2 條之規定，具備下列要件，即構成證交法第 22 條之 2 第 3 項之「利用他人名義」:(1) 直接或間接提供股票與他人或提供資金與他人購買股票;(2) 對該他人所持有之股票，具有管理、使用或處分之權益;(3) 該他人所持有股票之利益或損失全部或一部歸屬於本人。

#### 3.以高價買入或以低價賣出

本款以「高價」買入、「低價」賣出為構成要件之立法，為我國證交法特有之規定。依我國現行法，何種價格屬高價或低價，常常是爭議的焦點。茲彙整歷年來幾種對「高價」、「低價」之認定標準如下[23]：

(1) 早期實務見解：以「漲跌停價」為標準。

(2) 最高法院 74 年台上字第 5861 號判決：對「最高買價」之認定係採「指於特定期間內，逐日以高於平均買價，接近最高買價、或最高買價買入」的情形。此判決雖未成為判例，惟常為各級法院引用。

(3) 近年判決：認為影響股票市場價格之因素甚多，所謂「高價」、「低價」必須綜合判斷之。

(4) 學說主張：應繫於某「特定時點」，市場股價之相對高低而言。

### （三）主觀要件

如同證交法第 155 條第 1 項各款，本款行為人在主觀上須具備故意，且行為人在主觀上應同時具備「意圖抬高或壓低某種有價證券之交易價格」，以及具有「意圖誘使他人從事有價證券之買賣交易」，始有本款之適用。

然而，「意圖」屬行為人主觀認知，客觀上要如何察知行為人具有意圖？實務上法院係從被告買賣股票的相關事證加以認定；惟迄今仍缺乏明確一致的標準。綜合學說及實務就個案的見解[24]，大約有幾項考量基準供參：

**1.認定有主觀意圖**

[23]陳錦旋，股價操縱之構成要件解析，證券櫃檯，民國 97 年 10 月，頁 36-37。

[24]實務上經常參考財政部證券管理委員會七十九年十一十七日(79)台財證(二)第 03181 號函及證管會八十一年一月四日(81)台財證（三）第 00006 號函所列事項，作為認定有無抬高或壓低某種有價證券價格意圖之判準。

(1) 短期內（同一日、數日或數月間）連續大量買賣特定股票，其成交量、質占當日該股票總成交值相當高的比率（10%－95%）。

(2) 利用人頭戶或子公司，以相對委託或沖洗買賣的方式，連續大量買賣股票，製造交易熱絡的假象。

(3) 以高於平均買價、接近最高買價或以當日最高價格為限價委託，將股票維持在一定的價位，並逐步提高委託買進價格以拉抬股價，然後於收盤前以漲停價委託買進（拉尾盤），進一步拉高股價。

(4) 選擇冷門股或小型股炒作，或雖非冷門股，但股價因炒作行為明顯變動，漲跌幅遠超過同類股、大盤指數前以漲停價委託買進（拉尾盤），進一步拉高股價。

(5) 股票之價、量變化是否背離集中市場走勢[25]？

(6) 股票之價、量變化是否背離同類股股票走勢？

(7) 行為人是否有以高於平均買價、接近最高買價或以漲停價委託或以拉尾盤方式買入股票？

(8) 行為人有無利用拉抬後之股票價格賣出系爭股票獲得鉅額利益？

**2.認定無主觀意圖[26]**

(1) 考量公司業績等因素，認為獲利高或值得長期投資，因而買進股票[27]。

(2) 以參與企業經營為目的而購入股票[28] 。

(3) 被告買賣行為雖達主管機關監視報告函送偵辦的標準，但法

[25] 證管會81年1月4日(81)台財證（三）第00006 號函所列事項。

[26] 林伊蓉，證券市場炒作行為之要件分析—以主觀意圖為中心，司法官 47 期學員法學研究報告，http://ja.lawbank.com.tw/pdf2/073.pdf，瀏覽日期 2013 年 6 月 15 日。

[27] 最高法院94台上1043判決（日盛、聯電案）、臺北地方法院87訴183判決（南港輪胎案）。

[28] 臺北地方法院 87 訴 183 判決（南港輪胎案）、臺灣高等法院 91 上訴 667 判決（正豐案）。

院認為投資人對其買賣行為是否已達函送標準，事先並無預見，亦無從遵守該項標準而為交易[29]。

(4) 在「價格優先，時間優先」的電腦撮合交易下，股票之價格非可由個人操縱[30]。

## 二、現行規範之檢討

### （一）有關抬高或壓低有價證券之交易價格「意圖」之認定

實務判決對行為人有無抬高或壓低有價證券價格「意圖」，雖依行為人客觀行為予以判斷，惟卻缺乏一致見解，導致判決認定標準不一。為求有較為客觀標準，臺灣證券交易所制定之「臺灣證券交易所股份有限公司公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第四條異常標準之詳細數據及除外情形」，已將「異常標準」予以數據化，其藉由數據化使其有檢驗事實的標準，並將「除外情形」並列，提供司法實務參考，期能針對難以證明之「意圖」主觀構成要件要素加以更嚴謹的認定，使法院判決更具可預測性，內容要點如下：

1. 有價證券最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常者。
2. 有價證券最近一段期間起迄兩個營業日之收盤價漲跌百分比異常者。
3. 有價證券最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常，且其當日之成交量較最近一段期間之日平均成交量異常放大者。
4. 有價證券最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常，且其當日之週轉率過高者。
5. 有價證券最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常，且證

[29] 臺灣高等法院 93 重上更(五)191 判決（宏和精密案）、臺灣高等法院 93 金上重更(二)7 判決（日盛、聯電案）、最高法院 92 台上 4613 判決（峰安、泰瑞、廣豐案）

[30] 最高法院 94 台上 1043 判決（日盛、聯電）、臺灣高等法院 94 金上重更（一）1 判決（高興昌鋼鐵案）。

券商當日受託買賣該有價證券之成交買進或賣出數量，占當日該有價證券總成交量比率過高者。

6. 有價證券當日及最近數日之日平均成交量較最近一段期間之日平均成交量明顯放大者。
7. 有價證券最近一段期間之累積週轉率明顯過高者。
8. 有價證券本益比、股價淨值比異常及當日週轉率過高，且符合較其所屬產業類別股價淨值比偏高、任一證券商當日成交買進或賣出金額占當日該有價證券總成交金額比率過高或任一投資人當日成交買進或賣出金額占當日該有價證券總成交金額比率過高等三種情形之一者。
9. 有價證券最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常，且券資比明顯放大者。
10. 臺灣存託憑證收盤價與其表彰股票所屬國交易市場收盤價計算之溢折價百分比異常者。
11. 其他交易情形異常經監視業務督導會報決議者。

由以上該作業要點所列交易異常標準觀之，其查核目標係以標的有價證券累積之「收盤價漲跌百分比」、「成交量」、「週轉率」、「本益比」、「股價淨值比」等異常數據為其分析之依據，其內容標準提供違反本款操縱行為規範較客觀之認定標準，其分析結果主要亦係提供檢警機關偵查及法院審理個案之參考，惟其成效如何，仍待觀察[31]。

## （二）高價買入或低價賣出衡量之爭議

本款規範之目的，實為防範行為人藉由連續買入或賣出，以抬高或壓低某種有價證券價格，或造成其活絡假象進而引誘他人買進或賣

[31]施東亮，證券集中交易市場反操縱條款之實務運作研究—以證交法第 155 條地 1 項刑事責任為中心，國立高雄大學法律學系碩士論文，民國 98 年 6 月，頁 149-152。

出。因此，規範重點應在連續買進或賣出之行為以引誘他人買賣，而非在認定「高價」或「低價」的問題上。蓋何謂「高價」？何謂「低價」？均屬於相對之不確定法律概念，如以此相對之不確定法律概念，作為禁止規定，由於證交法第 171 條明文規定違反第 155 條第 1 項各款規定將有刑罰處罰制裁，故以連續高價買進或低價賣出為本款犯罪行為之構成要件，學者有認為未盡妥適，建議刪除「高價買入或低價賣出」要件，使本款所定犯罪行為著重於行為人是否基於影響市場行情之意圖，而為連續買進或賣出之行為，免除實務上判斷「高價」、「低價」之困擾[32]。

## 伍、散布流言或不實資料

為確保資訊正確性，證交法第 155 條第 1 項第 6 款規定禁止「意圖影響集中交易市場有價證券交易價格，而散布流言或不實資料」的行為，防止行為人對投資大眾詐欺。

### 一、構成要件

#### （一）行為主體

本款規範之行為主體無任何限制，任何人只要對於證券交易散布流言或不實資料，均可構成本罪，且不限於行為人直接散布或間接散布。惟以本款規定論處之案件，並不多見，似未能充分發揮其預期之功能[33]。

#### （二）客觀要件

證交法未針對「散布流言」及「散布不實資料」為明確定義，學

[32] 林國全，操縱行為之案例分析，證券暨期貨月刊，第 22 卷，第 12 期，民國 93 年 12 月，頁 59-60。

[33]林國全，操縱行為之案例分析，證券暨期貨月刊，第 22 卷第 12 期，93 年 12 月，頁 60。

說上一般認為就本款「散布流言」及「散布不實資料」之意義，應作與美日相同之解釋[34]。蓋因禁止散布操縱流言，是基於禁止公眾過度投資而防止詐欺之考量；而散布不實資料之禁止則係以防止詐欺為其立法意旨。因此，參照美日法例，「散布流言」之內容是操縱正在或將要進行之真實情況；「散布不實資料」之內容則為不實之表示[35]。蓋流言可能為不確實或有可能有幾分之確實，較偏重於以未來之不確定事實，而不實資料至少已可確定其為已經不真實[36]。

---

[34]依美、日立法例均區分為：(一) 散布流言(參見美國 1934 年證交法第 9 條 a 項第 3 款、日本金融商品交易法第 159 條第 2 項第 2 款)；(二) 散布不實資料(參見美國 1934 年證交法第 9 條 a 項第 4 款、日本金融商品交易法第 159 條第 2 項第 3 款)兩種不法類型。

[35] 賴源河，證券法規，元照出版公司，2006 年 5 月，頁 265-266。

[36]茲分別列示美國 1934 年證交法、日本金融商品交易法有關散布流言、散布不實資料之相關規定如下：

【美國】1934 年證交法(Securities Exchange Act of 1934)第 9 條第 a 項第 3、5 款：

(a) Transactions relating to purchase or sale of security

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange—

(3) If a dealer, broker, security-based swap dealer, major security-based swap participant, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, a security-based swap, or a security-based swap agreement with respect to such security, to induce the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange, any security not so registered, any security-based swap, or any security-based swap agreement with respect to such security by the circulation or dissemination in the ordinary course of business of information to the effect that the price of any such security will or is likely to rise or fall because of market operations of any 1 or more persons conducted for the purpose of raising or depressing the price of such security.

(5) For a consideration, received directly or indirectly from a broker, dealer, security-based swap dealer, major security-based swap participant, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, a security-based swap, or security-based swap agreement with respect to such security, to induce the purchase of any security registered on a national securities exchange, any security not so registered, any security-based swap, or any security-based swap agreement with respect to such security by the circulation or dissemination of information to the effect that the price of any such security will or is likely to rise or fall because of the market operations of any 1 or more persons conducted for the purpose of raising or depressing the price of such security.

【日本】金融商品交易法第 159 條第 2 項第 2、3 款規定如下：

第 159 条（相場操縦行為等の禁止）

2 何人も、有価証券の売買、市場デリバティブ取引又は店頭デリバティブ取引（以下この条において「有価証券売買等」という。）のうちいずれかの取引を誘引する目的をもつて、次に掲げる行為をしてはならない。

二 取引所金融商品市場における上場金融商品等又は店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の相場が自己又は他人の操作によつて変動するべき旨を流布すること。

三 有価証券売買等を行うにつき、重要な事項について虚偽であり、又は誤解を生じさせるべき表示を故意にすること。

### （三）主觀要件

本款之主觀不法構成要件，除有散布流言或不實資料之客觀行為有所認識並有意使其發生之「故意」外，另尚須具備影響集中交易市場有價證券交易價格，而散布流言或不實資訊之「意圖」。惟行為人主觀意圖為何，在實務上舉證極為困難，因為會影響證券市場交易價格的因素眾多，因此，如有主觀影響集中交易市場有價證券價格之意圖及客觀行為，應已足以構成不法。。

## 二、現行規範之檢討

### （一）意圖影響「特定股票」、「不特定股票」或「全體股票」股價？

有關本款「意圖影響集中交易市場有價證券交易價格」之主觀不法構成要件要素，未如第 3、4、5 款之規定明訂為「某種」有價證券交易價格之要件，其所謂「意圖影響集中交易市場有價證券交易價格」，究竟係指「特定股票」、「不特定股票」或「全體股票」？學說及實務上有認為本款之主觀意圖，應係意圖影響「全體集中交易市場」有價證券交易價格，亦有認為其對象應解為針對不特定股票之交易價格[37]。惟考量散布流言或不實資料之行為人，不論係出於影響特定股票、不特定股票或全體股票股價之意圖，均足以破壞證券市場交易秩序，對投資人造成損害，故從立法意旨上，應以不論其意圖影響者，為全體或特定種類的有價證券交易價格，均屬之[38]。

### （二）本款在適用上之困難

本款適用案例多數為投信、投顧公司或股友社提供股市資訊之情形，而此類案例在判斷上最容易發生問題的地方，在於其所散布之消

[37] 賴源河，證券管理法規，鼎茂出版社，修訂版，2002 年，頁 384。
[38] 賴英照，頁 455。

息，是否屬於流言或不實資料，以及行為人主觀上是否具有影響交易價格意圖之認定。由於行為人所散布之消息是否與客觀事實相符，在判斷上已有一定程度之困難性，再加上語言表達方式之多樣性，使得判斷之複雜性更為增加。對於此種處於無法明確判斷是否屬於流言或不實資料的灰色地帶，往往基於罪疑唯輕原則，對行為人做無罪之推定。為符合本法規範之意旨，針對此類案件是否另構成違反證交法第155條第1項第7款之規定，不無討論空間。

## 陸、其他操縱行為

證交法第155條第1項第7款規定禁止「直接或間接從事其他影響集中交易市場有價證券交易價格之操縱行為」。此乃鑒於證券市場之發展日新月異，態樣複雜，為恐上述各款之規定掛一漏萬，特加本款概括規定，以補不足。

### 一、構成要件

#### （一）行為主體

本款規範之行為主體無任何限制，包括「直接或間接」從事操縱行為之人，故除直接委託買賣有價證券之投資人與自行或受託買賣之證券商外，即使未參與交易而有操縱行為之人，亦應包括在內。

#### （二）客觀要件

本款之客觀行為要件為「直接或間接從事其他影響集中交易市場有價證券交易價格之操縱行為」，我國學說及實務上罕見針對本款內容之「直接或間接」之意涵，做出相關之解釋。另對「其他影響集中交易市場有價證券交易價格之方法」，亦罕見相關著作或專論予以特別討論及定義。本款以空洞之概括構成要件規定，使參與證券市場交

易之人動輒有違反本款規定之疑慮，其範圍是否過寬，實質得深思。

### （三）主觀要件

本款條文之用語，並無其他各款「意圖」之構成要件，解釋上似僅以行為人具備影響證券價格之故意即可。

## 二、現行規範之檢討

本款為禁止操縱行為之概括規定，其內容涵蓋有如「直接或間接」、「其他影響集中交易市場有價證券交易價格」、「操縱行為」等不確定法律概念，致在實際適用上有相當彈性的空間。從以往案例觀察，法院對如何適用本款規定，意見仍然分歧[39]。

## 第二項 操縱市場之民事損害賠償責任

證交法第 155 條第 3 項就操縱市場之民事損害賠償責任，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。」茲分說說明如下：

### 壹、請求權人

證交法第 155 條第 3 項規定請求權人應為「善意」買入或賣出有價證券受有損害之人。從相關條文觀察，具有於有價證券集中交易市場買賣者資格者限於「證券自營商」或「證券經紀商」。故除證券自營商善意買入或賣出有價證券因操縱行為受有損害，得依證交法第 155 條第 3 項請求損害賠償外，另依第 155 條第 4 項規定，第 20 條第 4 項於操縱市場之民事損害賠償責任規定準用之。查第 20 條第 4

[39] 賴英照，頁 459-463。

項規定「委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人，視為前項之取得人或出賣人」，因而，一般投資人亦得主張因操縱市場行為所受之損害賠償請求權。

### 貳、賠償義務人

所謂「賠償義務人」依上述第 155 條第 3 項文義，係指從事操縱市場行為之人，包括根據證交法第 155 條第 1 項規定的六種操縱行為態樣之行為人。同條第 2 項規定，於證券商營業處所買賣有價證券亦不得為操縱行為。

### 參、責任要件

#### 一、行為人故意違法從事操縱行為

我國證交法第 155 條第 1 項規範之各款操縱行為類型及其構成要件，本文已於本章第一節第一項加以說明，第 155 條第 1 項各種類型之操縱行為均有出於「故意」之要件，其民事責任之歸責事由亦應屬於故意，在此不再贅述[40]。

#### 二、請求權人為善意

請求權人不必為交易相對人，只需證明「善意」，亦即買賣證券時，不知行為人有操縱行為。

#### 三、請求權人受有損失

請求權人應證明自己遭受損害及損害金額。證券價格的變化有多少是操縱行為所致？多少是其他因素（如政治、經濟、市場等）所引起？證交法第 155 條並未就賠償金額訂定計算標準，實務上有參考內

[40] 賴英照，頁 554-557。

線交易的賠償計算方式之案例(臺北地院 93 年度金字第 70 號民事判決)。

## 四、操縱行為與損害間存在因果關係

請求權人須證明其所受之損害與行為人之操縱行為間,具有因果關係,亦即請求權人所買賣的證券,其價格的變化純因操縱行為而引起,非因經濟、政治或其他市場因素介入所致。

整個損害賠償來說最困難的部分即為因果關係,由於證券操縱市場損害賠償之因果關係,我國證交法第 155 條並無特別規定,司法實務有參考傳統民事侵權行為訴訟之因果關係,採相當因果關係理論[41],證明要求較高,不利於保護投資人。惟近年來已有法院體認到證券交易市場之買賣相對人往往非直接當事人,投資人在相關證券訴訟中的舉證困難的無奈,嘗試援用民事訴訟法第 277 條但書「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。」[42]之舉證責任分配原則、舉證責任導致之相關學理,推定因果關係存在,來減輕原告舉證責任,協助投資人進行證交法第 155 條訴訟。實務上甚至已有出現法院援引美國法上有關因果關係理論[43],採「交易因果關係」及「損失因果關係」兩階段因果關係認定。

## 肆、請求權時效

依證交法第 21 條規定:「本法規定之損害賠償請求權,自有請求權人知有得受賠償之原因時起二年間不行使而消滅;自募集、發行或買賣之日起逾五年者亦同。」因此,操縱市場之民事損害賠償責任請

[41] 最高法院 23 年上字第 107 號判例、30 年上字第 18 號判例。
[42] 參見大中鋼鐵案(台中地方法院 91 年度重訴字第 334 號民事判決)。
[43] 參見順大裕案判決(台中地方法院 90 年重訴字第 706 號民事判決、台灣高等法院台中分院 93 年度金上字第 2 號民事判決)、京元電子案(新竹地方法院 90 年重訴字第 162 號民事判決)。

求權時效亦適用之。

## 第二節 相關判決

### 壹、 我國相關實務見解

#### 一、律勝案[44]

#### （一）事實說明

**1. 原告起訴主張：**

（1） 被告丙為律勝公司負責人並前任總經理；被告乙則具會計師資格，且自民國（下同）92 年起任律勝公司總經理室特別助理，實為被告丙之特別助理，更兼任律勝公司財務經理。94 年間律勝公司申請將該公司之股票由興櫃市場轉上櫃市場買賣，被告丙遂事先於 93 年 11 月 14 日，與訴外人「盈成動碼科技股份有限公司」負責人張大方簽訂管理顧問合約，委託張大方積極引薦不知情之法人機構，約定以每股新台幣（下同）94.4 元買賣律勝公司之股權（下稱：老股），並以成交價格每股 94.4 元除權、息後之價格 68 元認購該公司上櫃現金增資發行新股（下稱：新股）。若低於此價格，被告丙保證以現金退回差價或出售額外股份予法人機構，使其持股成本與上櫃現金增資價格相同，用以換取法人機構同意買入股權後 6 個月內不得賣出之條件。

[44]一審判決：臺灣臺南地方法院 97 年度金字第 1 號。二審確定判決：臺灣高等法院臺南分院 99 年度金上字第 1 號。

（2） 法人機構分別於94年5月間陸續以私下股權移轉方式買進律勝公司老股 4,420 張，並於該公司股票上櫃現金增資承銷時，買進 3,980 張新股；又大量利用不知情之親友及公司員工申設證券帳戶，以供被告二人支配，一方面作為分散股權之用，以達上櫃審查準則有關股權分散之標準。另一方面由被告乙掌控及保管上開證券帳戶之買賣、交割，作為渠等間操縱、拉抬股價之用。律勝公司股票於 94 年 12 月 8 日，以每股 68 元之承銷價格上櫃買賣後，二人均明知律勝公司之營運已呈衰退趨勢，股價恐難以維繫，利用不知情之人頭證券帳戶及渠等控制持股之證券帳戶，意圖製造律勝公司股票交易活絡之表象，連續為帳戶間委託買賣或申報買賣，而相對成交及連續以高價買入之方式，誘使不知情之廣大投資人進場追價。被告二人，自 94 年 12 月 8 日起至 95 年 12 月 20 日止，計 226 個營業日之買進或賣出股票的成交量，大於該有價證券各該日成交量 20% 以上。且逾 94 年 12 月 23 日等 99 個營業日（有 192 筆上漲影響，85 筆下跌影響）有影響買賣價格之情形，且均係以高、低於數檔市價之不正當股價買進或賣出。另同期間，丙等集團相對成交 9,646 張，其中 51 個營業日，相對成交數量占當日成交量超過 20% 以上。從買賣較大之投資人資料發現，與內部人相關之集團投資人丙等人共計買進 1 萬 7,399 張，賣出 1 萬 4,887 張，分別占該段期間總成交量 55.31% 及 47.32% 。渠等意圖影響、操縱「律勝公司股價之行為已明。被告二人上開違法操縱律勝公司股價之犯行業經臺灣臺中地方法院檢察署 96 年度偵字第 16592、

21691 號起訴書起訴，並經臺灣臺中地方法院 97 年度簡字第 79 號刑事簡易判決確定在案。

（3） 被告二人連續為帳戶間委託買賣或申報買賣，而相對成交及連續以高價買入律勝公司股票，意圖影響股價，顯然已違反證交法第 155 條第 1 項第 4 款及第 5 款之規定，依同條第 3 項規定對授權人之損害負賠償責任;且依民法第 184 條第 1 項前段：「因故意或過失，不法侵害他人權利者，負損害賠償責任。」規定，被告以前述故意之犯罪行為，侵害授權人財產權，致訴訟實施權授與人受有損害；被告又違反保護投資人之證交法，自亦同有該法條項後段「故意以背於善良風俗之方法，加損害於他人者亦同。」之情事，依法均賠償授權人等 22 人之財產損失；且民法第 185 條第 1 項前段規定：「數人共同不法侵害他人之權利者，連帶負損害賠償責任」，被告二人應負連帶賠償責任。

（4） 按證券集中交易市場係充滿各種資訊以提供投資人判斷之場所，在該市場中，投資人彼此並未接觸，而係透過集中交易市場所提供之各種有價證券交易資訊，瞭解各有價證券之行情。於特定期間就某特定股票以人為方式操縱其股票價格，除使投資人因誤信人為操縱之股價資訊，而進場買進股票外，亦將破壞該股票由證券市場決定價格之機能，導致市場價格之扭曲，使投資人以不實之價格買賣股票，而蒙受日後操縱股價行為結束後股票價格下跌之損失。是於特定期間操縱某特定股票之價格，其行為與該特定期間買進股票投資人所受之損失間自有一定之因果關係。被告等之拉抬股價行為與訴訟實施權授與人李素琴等人之損失間，自難謂無因果關係之存在。

（5） 損害賠償額之計算，應以買進之價格減去真實價格乘上其所購買之股數為其所得請求賠償之總額。若訴訟實施權授與人實際賣出之價格高於真實價格，即以其買進之價格減去其實際賣出之價格乘上其所購買之股數為其所得請求賠償之總額。而真實價格之認定係以被告從事操縱律勝公司股價後 90 天之均價，即以 95 年 12 月 20 日後 90 日（95 年 12 月 21 日至 96 年 5 月 14 日）之收盤平均價 28.82 元為基準計算之。

**2. 被告主張：**

（1） 民事訴訟對事實之認定，並不受刑事判決認定所拘束，自應獨立判斷。原告引用刑事起訴書所載被告與訴外人張大方有犯意聯絡或行為分擔，不但與實際事實不符，且未經嚴格證據證明，中華民國證券櫃臺買賣中心之股票交易分析報告（下稱「股票交易分析報告」），又未明確指明何以其屬於高價或低價，實難引為判斷基礎。按證交法第 155 條第 1 項第 4 款「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。」、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 。」之不法意圖乃指行為人出於特定之犯罪目的，而努力謀求不法構成要件之實現，或希求不法構成要件所預定結果之發生，與民法第 184 條第 1 項、第 2 項及第 185 條侵權行為之故意不同，自不得以刑事判決作為民事侵權之依據。

（2） 證交法第 155 條第 1 項第 4、5 款所稱「連續」以高價「買進」或以低價「賣出」之行為，於主觀上尚須有不法抬高或壓低該

有價證券交易價格之意圖；而不法抬高或壓低有價證券交易價格之意圖，必須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預，藉茲引誘他人買進或賣出，以利用股價落差圖謀不法利益之意圖(最高法院 92 年度台上字第 4613 號判決參照)，本件被告因考量律勝公司股票上櫃後，如股價跌破承銷價時，承銷商將遭受罰，及避免以承銷價購入股票之投資法人及大眾蒙受虧損，而進場買入股票，顯與前揭抬高或壓低之意圖不符。

（3） 我國證交法第 155 條第 3 項之損害賠償責任係參照日本證交法而定，非依據美國法；而日本證交法第 162 條僅為損害賠償責任之規定，並計算公式，原告徒舉不相關之外國法例要求比照爰引，實無理由。

**（二）請求權基礎**

1.證交法第 155 條第 1 項第 4、5 款、第 3 項。

2.民法第 184 條第 1 項、第 2 項及第 185 條。

**（三）爭點整理及法院見解**

**爭點 1：被告買賣股票之行為是否屬於安定操作？**

（1） 被告主張：為穩定掛牌後價格，本即得於上櫃後一定期間內為安定操作，被告上開相關帳戶內之律勝公司股票之買賣，實屬配合承銷商後續為穩定價格所為之安定操作。

（2）法院認為：被告尚未舉證辦理律勝公司上櫃之承銷商，已確實依上開規定之要件及程序執行律勝公司股價之安定操作；且執行安定操作之主體僅限於承銷商，而未包含受輔導之上櫃公

司，更遑論受輔導上櫃公司之負責人等其他不相干之第三人。被告所辯顯不足採。

**爭點 2：民事訴訟對事實之認定是否受刑事判決認定所拘束？**

法院認為：刑事訴訟係採嚴格證據證明程序，故經由刑事訴訟調查證據之結果，應具可信性，除當事人能舉反證推翻外，應不容任其否認其效力，最高法院 49 年台上字第 929 號判例意旨亦闡明「民事法院調查刑事訴訟原有之證據，而斟酌其結果判斷事實之真偽，並於判決理由內記明其得心證由，即非法所不許。」甚明。刑事事件確信之程度為「不容許有合理的懷疑」（beyond unreasonable doubt），民事事件一般為「證據之優勢」（great weight of evidence），兩者相較，刑事案件在證明上使法院產生確信之程度顯較民事事件來得嚴格。被告自白犯罪，由刑事法院嚴格之證據證明程序認定而判決確定在案，自不容被告任意否認其效力。

**爭點 3：操縱行為與損害間之因果關係認定？**

（1） 被告二人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；及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等違反證交法第 155 條第 1 項第 4、5 款規定之行為，並非安定操作等情，業經臺灣臺中地方法院 97 年度簡字第 79 號刑事簡易判決確定在案；且有相關證人之證言、律勝公司股價 K 線圖、基本資料，及財團法人中華證券櫃檯買賣中心律勝公司股價交易分析意見書及相關附件為憑；並經被告於刑事訴訟程序認罪，而足認定。

（2） 按證券集中交易市場之投資人，係透過集中交易市場所提供之各種有價證券交易資訊，為股票買賣決意之判斷，於特定期間就某特定股票以人為方式操縱股票價格，將破壞證券市場決定價格之機能，扭曲市場價格，使投資人以不實之價格買賣股票，而蒙受損失，是於特定期間操縱某特定股票之價格，其行為與該特定期間買進股票投資人所受之損失間自有一定之因果關係；被告於 94 年 12 月 8 日至 95 年 12 月 20 日間，連續為帳戶間委託買賣或申報買賣而相對成交，及連續以高價買入律勝公司股票，致本件訴訟實施權授與人以不實之價格買賣律勝公司股票，所生之損失，自與被告之違法行為，具因果關係。

（3） 按「損害賠償，除法律另有規定或契約另有訂定外，應以填補債權人所受損害及所失利益為限」，民法第 216 條第 1 項定有明文，可稽損害賠償與賠償義務人是否受有利益無涉；且意圖拉高、或壓低股價，而予以人為操縱，操縱行為結束後，股價短期間內仍可能受該操縱行為影響，需較長時間始能回復被操縱股價之合理價格，法院衡酌證交法第 155 條第 1 項第 5 款之立法意旨「基於操縱股價者經常以製造某種有價證券交易活絡之表象，藉以誘使他人參與買賣，屬操縱手法之一，經參考美、日等國立法例，爰增訂第五款，將該等操縱行為之態樣予以明定，以資明確」，係參考美日之立法例，而認原告援引美國 1934 年證交法第 21D 條第（e）項第（1）款之規定，以訴訟實施權授與人買進之價格減去真實價格乘上其所購買之股數為其所得請求賠償之總額，若訴訟實施權授與人實際賣出之價格高於真實價格，即以其買進之價格減去其實際賣出之價格乘上其所購買之股數總額之淨損益法；以及參考學者真實價格之見解，採以被告從事操縱律勝公司股價後 90 天之均價，即

以 95 年 12 月 20 日後 90 日（95 年 12 月 21 日至 96 年 5 月 14 日）之收盤平均價 28.82 元為基準計算方式，應屬可採。且查被告對於原告上開計算損害賠償之方式雖有爭執，惟對依該方式計算所得各訴訟實施權授與人損害之金額，並不爭執；而被告二人前揭違反證交法之行為，有犯意之聯絡與行為之分擔，為共同侵權行為人，依民法第 185 條第 1 項前段「數人共同不法侵害他人之權利者，連帶負損害賠償責任」之規定，對本件訴訟實施權授與人自負連帶賠償之責。

**（四）判決結果**

**1. 一審判決**：被告敗訴，應負損害賠償責任。採淨損益法，以被告從事操縱律勝公司股價後 90 天之均價為真實價格為基準計算方式。

**2. 二審判決**：上訴人（被告）敗訴，判決確定。

（1）上訴人等（被告）確有逐日以高於律勝公司股票之當日平均價格或接近當日之最高價格，或逐日以高於委託當時之揭示價、接近當日漲停參考價之價格、或以當日漲停參考價之價格，連續買進律勝公司股票等行為。再者，從上訴人等買賣律勝公司股票之行為觀之，亦符合前揭所認定「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」之客觀事證，且上訴人等主觀上確有共同抬高律勝公司股票交易價格之意圖；則揆諸前揭說明，上訴人等確有證交法第 155 條第 1 項第 4 款所規定之不法操縱股價行為，應堪認定。

（2）按「操縱股價」與「財報不實」同屬證券詐欺之行為，對投資人造成損害之原因具相同性，均屬以人為之不法方式影響股價，學說及司法實務上有關財報不實求償訴訟於財報不實

期間買賣股票獲利，不得主張損益相抵之見解，自得適用於操縱股價求償訴訟。

（3）在短時間內同時以高價委託買入，又以低價委託賣出，以致在經電腦撮合後，自己買到自己或同一集團成員相對賣出之委託，產生相對成交之情形，此種情形對於行為人而言，除繳交證券交易稅及手續費外，並無獲利之情形，如此種情形一再重複發生，顯已違反一般人交易之常情，其操縱股價之意圖，至為明顯。……上訴人等確有證交法第 155 條第 1 項第 5 款所規定之不法操縱股價行為，亦堪認定。

## 二、中櫃公司案[45]

### （一）事實說明

中國貨櫃股份有限公司（以下簡稱中櫃公司）負責人欲拉抬公司股價，自 88 年 7 月 29 日對外散布 AIG 集團或旗下基金有意投資中櫃公司若干比例股權，或共同投資台北港等不實投資及不實成立子公司之消息，並以其虛設之公司購入大量公司股票，拉抬價格後即大量賣出，獲得高額不法利益。嗣後 AIG 集團於 88 年 8 月 1 日(星期日)發布新聞否認該不實消息後，中櫃公司股價暴跌。

中櫃公司負責人上開操縱股價之犯行業經臺灣高等法院 95 年度金上重訴字第 1 號刑事判決認定有罪在案。

### （二）請求權基礎

誤信中櫃公司發布前揭不實訊息影響買入中櫃公司股票之善意投資人，依下列條款規定，請求民事損害賠償：

■ 證交法第 155 條第 3 項。

[45] 臺灣臺北地方法院民事判決 97 年度金簡上字第 2 號。

- 證交法第 20 條。
- 民法第 184 條。

**（三）爭點整理及法院見解**

**爭點 1：中櫃公司負責人是否有意圖影響集中交易市場有價證券交易價格而散布不實資料之行為？**

（1）中櫃公司負責人李成祿於 88 年 7 月 29 日有以銘揚、中友、中投、豐邦、萬翔、萬勝、華揚、華聖、華愛、富民渠所掌控之 10 家投資公司，指示公司股票操盤者買賣中櫃公司之股票，而當日中櫃公司之股價，由開盤的 51.0 元，漲停至 54.0 元作收，並爆出 6247 千股之成交量，比對中櫃公司在 88 年 6 月 29 日至 7 月 28 日之股價，均在 50.0 元至 51.0 元間徘徊，成交量均低於 2000 千股，卻於中櫃公司負責人公布上揭不實訊息後，股價當日即拉成漲停板並爆出平日 3 倍以上之成交量，足資認定中櫃公司負責人散布該不實訊息確有影響該日集中交易市場有價證券交易價格之意圖及事實。

（2）中櫃公司於 88 年 7 月 29 日下午及 88 年 7 月 30 日二次發布新聞，中櫃公司負責人倘無散布不實資料之故意，理應利用此一難得機會，予以澄清，以免誤導投資大眾。詎上訴人不為此圖，反而一再藉此重申中櫃公司與「AIG 集團」有合作投資計畫等不實訊息，難認上訴人就發布上述二次新聞，並無散布不實資料之故意。

（3）依本院 90 年度訴字第 75 號、臺灣高等法院 95 年度金上重訴字第 1 號、經最高法院 97 年度台上字第 6880 號刑事判決，亦認為上訴人違反 77 年 1 月 29 日修正公布之證交法第 155 條第 1 項第 5 款之意圖影響集中交易市場有價證券交易價格而散布不實資料

罪確定。

（4）綜上，上訴人確有意圖影響集中交易市場有價證券交易價格而於 88 年 7 月 29 日至 30 日間散布不實資料之行為。

**爭點 2：投資人之損害與中櫃公司負責人散布不實資料之行為間是否有因果關係？**

（1）民事訴訟法第 277 條規定：「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。」蓋證券損害賠償事件行為人往往處於絕對有利之資訊優勢，若責由受害投資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，實有違正義原則，亦顯失公平，故此部分應由中櫃公司負責人依民事訴訟法第 277 條但書之規定，負舉證責任。

（2）中櫃公司負責人確有意圖影響集中交易市場有價證券交易價格而於 88 年 7 月 29 日至 30 日間散布不實資料，影響中櫃股票價格，致使不知情之投資人買受中櫃股票而受有損害，倘中櫃公司負責人對證券市場之確有操縱情事，受害投資人毋須再就信賴之有無負積極舉證之責任，而應由中櫃公司負責人舉證證明其操縱情事與投資人之損害間無因果關係，否則中櫃公司負責人仍不得免除其責任。中櫃公司負責人並未舉證以實其說，基此，投資人確因中櫃公司負責人之操縱行為而受有損害，其損害與上訴人之行為間有相當因果關係。

**爭點 3：投資人請求賠償之金額，是否有理由？**

（1）證交法第 155 條第 3 項有關損害賠償之規定，與侵權行為之損害賠償請求權類似，是其損害賠償方法，應依據民法第 216 條之規定，除法律另有規定或契約另有訂定外，應填補債權人所受損害及所失利益，與債務人是否受有利益無關連。

（2）受害投資人主張於自 88 年 7 月 29 日中櫃公司負責人開始散布前述不實消息而誤信買進中櫃公司股票後，於 88 年 8 月 1 日（星期日）AIG 集團否認該不實消息後，賣出或繼續持有中櫃股票至今。而中櫃公司股票於 88 年 8 月 2 日即 AIG 司澄清中櫃公司負責人發布之訊息後其收盤價為 49.9 元，且並未以跌停板收盤，已足以反映中櫃公司股票在除去該不實消息影響後應有之市場價格，應屬有據。是故，投資人之損害為購買之股價減去 49.9 元，其間之差額即為每一股之損失，乘以投資人購買股數，為有理由。

**（四）判決結果**

**1.一審判決**：原告勝訴，投資人請求中櫃公司負責人負損害賠償責任，為有理由，應予准許。

**2.二審判決**：中櫃公司負責人上訴駁回。

**三、合機公司案**[46]

**（一）操縱行為事實**

被告乙○○為日月投顧、總統投顧等多家證券投顧公司之實際負責人，平日以股市分析為業，自 92 年 9 月 1 日起至 93 年 1 月 31 日止，以原告主張之方式，共同意圖抬高及壓低集中交易市場中合機電線電纜股份有限公司（下稱合機公司）股票之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入及以低價賣出等方式，炒作合機公司股票，因而致於該段期間善意買入、賣出合機公司股票之投資人受有損害，請求被告負損害賠償責任。

[46] 臺灣臺中地方法院民事判決 97 年度金字第 14 號

## （二）請求權基礎

■ 證交法第 155 條第 1 項第 4 款、第 3 項。

■ 民法第 184 條第 1 項前段、後段、第 2 項之規定。

## （三）判決結果

被告對原告聲明陳述無意見，同意賠償，願意認諾，應為被告敗訴之判決。

# 四、洪氏英公司案

## （一）不法行為事實

民國 92 年 6、7 月間董事長洪登順欲在嘉義縣太保市洪氏英公司原址旁籌建廠房生產 STN-LCD 模組，向台北富邦商業銀行等 11 家銀行團，申請聯貸 23 億元，惟銀行團以該公司負債比率偏高，要求其先行增資 10 億元，改善資本結構後，方准予撥貸。

洪登順為達銀行團要求，乃計畫辦理現金增資，而為吸引投資人承購該公司股票，促使現金增資得以順利完成，遂於民國 92 年 12 月 1 日至民國 93 年 11 月 30 日期間，聯合其餘四位行為人，共同利用自己或他人人頭帳戶炒作、拉抬公司股價。其等不法操縱行為使善意投資人以不合理價格買進洪氏英公司股票而受損害，被告自應就此負擔損害賠償責任，求償金額：4 億 8,166 萬元[47]。

## （二）請求權基礎

■ 證交法第 20 條第 1 項、第 2 項、第 3 項。

■ 證交法第 155 條第 1 項第 4 款、第 3 項。

[47]吳崇權，強化投資人權益保護提升臺灣資本市場競爭力（簡報），證券投資人及期貨交易人保護中心，100 年 9 月 28 日，頁 13-23。

■ 民法第 184 條第 1 項前段、第 185 條第 1 項前段。

**（三）爭點整理及法院見解**

**爭點 1：被告是否有共同以所示之人頭證券帳戶，操縱洪氏英公司股票交易價格之行為？**

據被告、被利用人頭帳戶證人之證詞，以及刑事案件所列證物，被告等人確實有利用自己及他人交易帳戶操縱該公司股價之行為，且此操縱行為亦經該院刑事庭分別判處罪刑在案。

**爭點 2：被告之行為與原告之授權人葉瑞源等八百六十八人所受之損害是否有因果關係？**

（1）本案被告自九十二年十二月一日起至九十三年十一月三十日止，利用人頭帳戶操縱洪氏英公司股價，以人為操縱的方式連續「以高價買入」洪氏英公司股票之虛偽行為，阻礙法定資訊公開之機制，扭曲市場之正常運作，使本不會購買洪氏英公司股票之投資人因蒙在鼓裏而仍購入股票，致投資人因誤信該期間洪氏英公司股票於證券櫃檯買賣市場之交易資訊買進該股票而蒙受重大之差價損失，則被告操縱股價行為與附表甲授權人之損失間，自具有因果關係。

（2）除非被告舉證證明其等之虛偽詐欺行為與投資人之損害無因果關係，否則即證券市場之特性，推定其因果關係存在，蓋以在證券市場中，所有重大之不實訊息均會影響股價，市場投資人普遍以股價作為其價值之表徵，是投資人因信賴股價已充分反應所有可得之資訊，等於投資人已閱讀了公開資料而信賴之。此乃針對證券交易市場之特殊性所做之調整，而為維持公平公正市場秩序所必要之手段；就此，本件自應採此理論之精神，就證券市場詐偽行為之求償案件為因果關係之推定。

（3）被告意圖影響股價，利用上開人頭帳戶，以人為操縱的方式連續「以高價買入」洪氏英公司股票，扭曲公開市場價格形成的機制等不法情事，與投資人之損失間，具有因果關係。

**爭點 3：原告之授權人請求權是否已罹於時效而消滅？及其得請求賠償之金額若干？**

（1）民法第一百九十七條第一項所謂請求權人「知有損害」，非僅指單純知有損害而言，其因而受損之他人行為為侵權行為，亦須一併知之，若僅知受損害及行為人，而不知其行為為侵權行為，則無從本於侵權行為請求賠償，時效即不能開始進行。

（2）本件時效之起算，應以附表甲授權人實際知悉其等因被告有操縱洪氏英公司股票價格致受有損害及賠償義務人時起算，非以知悉賠償義務人（即被告等五人）因侵權行為所構成之犯罪行為經檢察官起訴，或法院判決有罪為準。

**爭點 4：損害賠償之計算**

（1）損失之計算應依投資人所示之人購入股票時之買入價格減去嗣後出售股票之價格，以其所有之買賣價差為其損害。

（2）本件如附表甲授權人之損害賠償金額係以其等購入洪氏英公司股票時之買入價格減去至今持股價格「零」之差價再乘上其所持有之股數而得出。

**（四）判決結果**

1.民國 99 年 6 月 1 日臺灣高等法院台南分院以 97 年度重訴字第 7 號判決投保中心部分勝訴。

2.民國 100 年 3 月 3 日最高法院以 100 年度台上字第 285 號裁定駁回被告上訴，投保中心部分勝訴判決確定。

## 四、投保中心團體訴訟案例

本研究另彙整投保中心針對涉及操縱股價案辦理團體訴訟（求償）之民事求償案例，茲分就已結案件、尚在訴訟繫屬中二部分，臚列如下：

**投保中心針對操縱股價案辦理團體訴訟（求償）案件彙整表(已結案)**

單 位:新台幣仟元

| 名稱 | 不法行為期日 | 請求金額<br>單位:新台幣<br>仟元 | 授權（或委任）人數 | 起訴方式 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 獨立<br>民事 | 附民 |
| 大日開發 | 88.12-89.03 | 17,508 | 16 | | |
| 台光 | 86-88 | 129,171 | 252 | | |
| 蜜望實 | 93.06-93.08 | 4,560 | 3 | | |
| 日馳 | 91.10-91.12 | 1,531 | 16 | | |
| 茂迪、華宏 | 94-95 | 2,563 | 6 | | |
| 天馳 | 94.04-94.06 | 45 | 1 | | |
| 新巨群 | 87.02-87.11 | 48,599 | 252 | | ○ |
| 國產車 | 87.01-87.02 | 14,983 | 33 | | |
| 幃翔 | 91.10-91.11 | 1,314 | 1 | | |
| 和椿 | 94.10-95.03 | 11,887 | 32 | | ○ |
| 勁永操縱 | 94.01-94.03 | 78,698 | 83 | | ○ |
| 寶島極 | 94-96 | 1,611 | 23 | | |
| 全漢 | 95.01-95.09 | 234 | 6 | | |
| 經緯 | 95-96 | 9,700 | 62 | | |
| 中櫃 | 88 | 229 | 21 | | ○ |
| 零壹 凱衛 宏都 | 93-95 | 1,363 | 22 | | ○ |
| 鼎大（操縱） | 93 | 6,153 | 36 | | ○ |
| 勝昱 | 9503-9507 | 16,065 | 54 | | ○ |
| 金美克能 | 95.12 | 7,604 | 21 | | ○ |
| 杭特 | 96.05-96.07 | 15,215 | 36 | | ○ |
| 大學光 | 96.02-98.07 | 11,918 | 64 | ○ | |
| 磐亞 | 95.04-95.06 | 3,833 | 79 | | ○ |
| 詮鼎 | 94.09-94.12 | 1,383 | 20 | | ○ |
| 雷風 | 98.8-10 | 369 | 28 | | |
| 律勝 | 94.12-95.12 | 8,412 | 22 | ○ | |
| 同開 | 95.09－96.01 | 3,633 | 48 | ○ | |

註：以上為截至 2013 年 11 月 30 日止，投保中心曾辦理而現已終結之案件。

## 投保中心針對操縱股價案辦理團體訴訟案件彙整表(訴訟繫屬中)

單位:新台幣仟元

| 名稱 | 不法行為期日 | 目前（或最後）訴訟上請求金額 單位:新台幣仟元 | 目前訴訟上授權（或委任）人數 | 起訴方式 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 獨立民事 | 附民 |
| 台鳳 | 86-87 | 230,383 | 215 | | ○ |
| 宏達科 | 91-93 | 543,663 | 1,136 | ○ | |
| 南港 | 92、94 | 3,249 | 30 | | ○ |
| 南港 | 96.07-97.02 | 8,655 | 67 | | ○ |
| 陞泰、四維、勤美、豐藝、東貿、宏遠證 | 95.09-96.12 | 384,874 | 288 | ○ | |
| 唐鋒 | 99.07-99.08 | 983,715 | 962 | | ○ |
| 怡華 | 97.04-97.06 | 5,117 | 43 | | ○ |
| 吉祥全<br>佳必琪 | 95.11.99.05 | 1,199,050 | 1,892 | | ○ |
| 慶豐富 | 96.06-97.08 | 66,876 | 152 | | ○ |
| 聯明（操一） | 9805-9806 | 1,769 | 38 | | ○ |
| 碩天 | 100.03-100.08 | 23,948 | 51 | | ○ |
| 眾星 | 98-100 | 54,160 | 74 | ○ | |
| 旭軟 | 99.08-99.09 | 640 | 22 | | ○ |
| 沛波（一） | 9810-9903 | 23,450 | 142 | | ○ |
| 聯明（操二） | 9702-9706 | 3,728 | 23 | | ○ |
| 恩德 | 99-100 | 10,536 | 57 | | ○ |

註：以上為截至 2013 年 11 月 30 日止，投保中心目前尚在訴訟繫屬中案件。

資料來源：彙整自投保中心網站--團體訴訟及仲裁(求償案件彙總表)，網址 http://www.sfipc.org.tw/main.asp，流覽日期：2013 年 11 月 30 日。

根據投保中心網站統計資料顯示，目前針對操縱股價公司進行團體訴訟之民事求償已獲勝訴之個案如下：

- 93 年 12 月榮美開發操縱股價案經台北地院判決全部勝訴。
- 95 年 6 月台肥操縱股價案經臺灣高等法院判決全部勝訴。
- 96 年 9 月國產車操縱股價案經台北地院判決全部勝訴。
- 98 年 11 月合機操縱股價案經臺中地院判決全部勝訴，本件勝訴

確定。

- 99 年 3 月 31 日亞智操縱股價案經台中地院判決部分勝訴。
- 99 年 5 月 31 日洪氏英公司操縱股價案經臺灣高等法院臺南分院判決部分勝訴。
- 99 年 10 月 13 日零壹凱衛宏都股價操縱案經臺中地方法院判決勝訴。
- 99 年 11 月 12 日宏福股價操縱案經臺灣台北地方法院判決部分勝訴。
- 100 年 5 月 26 日亞智操縱股價案經最高法院裁定勝訴（一審：99 年 12 月 14 日亞智操縱股價案經臺灣高等法院台中分院判決勝訴）。
- 100 年 8 月 19 日中櫃股價操縱案經臺灣台北地方法院合議庭判決勝訴（一審：97 年 2 月中櫃操縱股價案經台北地院台北簡易庭判決全部勝訴）。
- 101 年 10 月 18 日律勝公司股價操縱案經臺灣高等法院臺南分院判決勝訴（一審：99 年 9 月 21 日律勝公司股價操縱案經臺灣臺南地方法院判決勝訴）。
- 101 年 12 月 28 日順大裕股價操縱案經臺灣高等法院臺中分院判決勝訴。

## 貳、案例分析

### 一、操縱股價案件之民事求償執行情形

我國證交法對操縱股價之行為有民、刑事責任規範：

（一）刑事責任：違反禁止操縱市場之刑事責任規定於證交法第 171 條。

（二）民事責任：違反禁止操縱市場之民事責任規定於證交法第 155 條第 3 項，對於善意買入或賣出有價證券之人所受之損害，應負賠償之責。

投保中心透過團體訴訟機制，對操縱股價案之民事求償的訴訟案共 42 件，已勝訴者 12 件，勝訴金額約 6.67 億元。惟投保中心現行民事求償為求謹慎，多係於不法行為遭刑事起訴後始發動，案件從不法行為發生、起訴、調查，到最後判決，過程漫長，被告有充裕時間處理資產，避免被強制執行，故最後判決所取得的賠償，分配給投資人比例不高，易造成求償的實益不高[48]。

## 二、操縱股價手法探討

從投保中心對操縱股價案之提起民事求償的訴訟案為分析對象，42 件訴訟案中經刑事判決認有操縱股價行為有 23 件。另就操縱股價手法分析，以「連續高買低賣」最常見，其次則為「沖洗買賣」，且常伴隨發生。

## 三、事實舉證困難

由於證交法第 155 條操縱市場構成要件規範部分條文用語不明確，已使舉證困難，又我國操縱行為有民事、刑事規範，民事、刑事本身即有不同的舉證標準，涉及刑事者標準最嚴苛，以投保中心目前操縱市場很多係以刑事附帶民事方式的求償，經常會面臨無論是透過證據或證詞，均難取得直接證據來證明操縱行為的窘境，蓋操縱案件很多情形是必須基於情境證據或非直接證據、或根據這些證據所作之推論。這些推論很可能是根據行為態樣、被告對某一有價證券享有金

[48]簡立忠，操縱股價手法與偵審作為－自民事求償角度觀察(簡報)，證券投資人及期貨交易人保護中心，2010 年 12 月 10 日。
http://www.fin.ntu.edu.tw/~conference/conference2010/panel/p4-1.ppt#259,2,一、操縱股價案件之民事求償，瀏覽日期：2013 年 7 月 12 日。

錢利益、被告業已採取步驟拱抬價格的事實，或對交易資料進行分析所顯露的交易態樣[49]。鑑於證券市場的特性及操縱行為案件涉及高度專業，致原告難以蒐集相關證據，因此往往未能符合法院要求證明之因果關係。

## 四、因果關係認定與損害金額計算之困難

請求權人須證明其所受之損害與行為人之操縱行為間，具有因果關係，惟要如何證明操縱行為所造成的損害賠償金額，即該證券價格變化有多少是真正操縱行為所致？有多少是其他的政治、經濟、市場等因素所導致？現行證交法第 155 條對操縱行為損害賠償之計算方式規範有缺漏，如前所述，在若干判決法院也指出影響上市股票價格之因素甚多，非少數人所能操縱。準此，操縱行無對價格的影響程度，以及因此對請求權人的損失金額如何，其間因果甚難證明。

依實務判決學者歸納出：（一）毛損益法；（二）淨損益法等兩種計算方式[50]，實務上則多採淨損益法：

### （一）毛損益法

原則上以投資人「買進價格」減去「賣出價格」為其受有損害之數額，亦即以相當期間內該個股整體之漲跌差額，作為損害賠償之計算基礎，即賠償義務人需承受該期間所有漲跌幅之結果。至於目前仍持有者，則以求償前一個月之平均價格計算其損害。惟如操縱行為結束後已多年，期間公司股價又受整體經濟環境、市場等因素影響大幅波動，以此方式計算損害，訴訟上恐遭爭議[51]。

---

[49] 張文毅譯，市場操縱行為的調查與起訴，證交資料，2006 年 8 月 15，頁 28-29。http://www.twse.com.tw/ch/products/publication/download/0001000306.pdf，瀏覽日期：2013 年 6 月 17。

[50] 劉連煜，新證交法實例研習，元照出版社，2009 年 9 月 5 日，頁 378。

[51] 張競文，論有價證券詐欺之民事責任之研究—以我國證交法為中心，國立高雄大學法律學系

## （二）淨損益法（淨損差額法）

以原告交易時市價減去該股票真實價值所得之差額計算損害賠償，採淨損益法之最大挑戰與困難在於如何判斷該股票之真實價值。而有關「真實價值」，我國實務上大致可歸納以下兩種計算方式：

**1.適用內線交易算法：**以操縱行為開始前 10 日平均價計算「真實價格」，如臺灣臺北地方法院民事判決 93 年度金字第 70 號榮美開發案的判決書中提到「榮美公司之股價因被告之人為操縱而失真，炒作行為開始前之價格始屬市場自然形成的價格，參考證交法第 157 條之 1 第 2 項之規定，爰以被告等之操縱行為開始（88 年 11 月 20 日）前十日榮美公司股票之收盤平均價格（4.835 元）做為原告損害計算之標準，亦即以訴訟實施權授與人購入股票之價格減去被告開始炒作股價前十日之平均價格，計算其損害；如訴訟實施權授與人在操縱行為結束（89 年 4 月 27 日）後之出售價格高於 4.835 元，則以實際賣出價格計算損害」。然操縱市場與內線交易規範基礎理論不同，是否得如此類推適用，不無疑義。

**2.適用美國證交法計算法：**以操縱行為結束後 90 日平均收盤價價計算「真實價格」，此主要是參考美國 1934 年證交法（Securities Exchange Act of 1934）第 21D(e)條規定[52]。臺灣高等法院民事判決 93 年度重訴字第 50 號台肥案則採此見解：「（2）本院衡酌考量證交法第 155 條之立法，原係參照美國證交法之立法例與

---

法律研究所碩士論文，民國 98 年 1 月，頁 116-117。

[52] Section 21PRIVATE SECURITIES LITIGATION
(e) Limitation on damages
(3) “Mean trading price” defined
For purposes of this subsection, the “mean trading price” of a security shall be an average of the daily trading price of that security, determined as of the close of the market each day during the 90-day period referred to in paragraph (1).

實務執行情形等情以觀，認投保中心主張以美國證交法有關操縱股價損害賠償金額計算之相關規定，為本件損害賠償之計算標準，應屬可採。(3) 職是，投保中心主張：本件應擬制授權人之賣價或持有價格，為被告操縱行為結束起 90 個交易日之日平均收盤價格，即為 43. 19 元等節，即屬有據。」

# 第三章　國外關於操縱股價之損害賠償責任規範及實踐

## 第一節　美國

### 一、反操縱行為之立法體系

#### （一）法律基礎

操縱市場指行為人以獲取利益或減少損失為目的，利用資金、資訊等優勢，或濫用其相關職權，影響證券市場個股或類股價格，製造假象，以誘導投資人於資訊不透明，尚無法瞭解事實真相之情形下，做出投資決定，進而擾亂證券市場秩序之行為。行為人為扭曲證券市場之正常價格，使價格與價值嚴重背離，造成虛假之供給與需求關係，誤導資金流向，不僅對投資人，對公平、公正、公開之市場造成威脅，進而可能引發經濟動盪。為此美國分別於 1933 年證券法與 1934 年證券交易法分別訂有相關條款。

**1. 「1933 年證券法」**

「1933 年證券法」（下稱「證券法」）Section 17(a)規定[53]：「任何人藉由州際商業運輸或通訊方法或工具，或經由郵件，募集或出售證券或基礎證券交換契約者，不得直接或間接：

（1）運用人和方法、設計、投資計畫或手段為詐欺行為；或

（2）重大事項記載不實，或省略為避免誤解所需記載事項，或對應記載事項為誤導性陳述，以取得金錢或財產；或

[53]15 USC §77Q - FRAUDULENT INTERSTATE TRANSACTIONS, May 27, 1933, ch. 38, title I, §17,48 Stat. 84; Aug. 10, 1954, ch. 667, title I, §10,68 Stat. 686; Pub. L. 106–554, §1(a)(5) [title III, §302(b), (c)], Dec. 21, 2000, 114 Stat. 2763, 2763A–452; Pub. L. 111–203, title VII, §762(c)(2),July 21, 2010, 124 Stat. 1759. 瀏覽日期：2013 年 4 月 30 日。

（3）從事某項交易、行為或業務之經營，而向或將向買進證券之人為詐欺或隱瞞行為。」

同條(b)規定：「任何人不得經由州際商業之運輸或通訊方法或工具，或經由郵件發行、公布或傳佈其通知、通告、廣告、報紙、論著、信件、投資服務或通訊。雖其並非為出售該證券，如於其上載明該證券得直接或間接由發行人、承銷人或證券商獲致或將獲致報酬，但未確實載明獲致該報酬之時間及其金額者皆屬前項規定之情形。」

Section 17(a)為證券法反詐欺條款的重要條文，其與「1934 年證券交易法」Section 10(b)與 Rule 10b-5 目的與條文架構類似，但主要差異有二：（一）Section 17 適用範圍為證券要約與銷售行為，該條(a)項(2)、(3)款更將過失行為納入規範；但 Rule10b-5 範圍及於買受（Purchase），且須舉證故意（Scienter）存在。（二）Section 17 訴權範圍較 Section 10(b)窄，其無法提起私權訴訟（Private rights of action），需由證管會檢察官發動；但 Section 17 提供證券銷售詐欺行為處罰之依據，並曾為部分法院援引為私人訴訟之起訴法條，但在法院對於詐欺行為廣泛使用「1934 年證券交易法」Section 10(b)與 Rule 10b-5 做為私人訴訟之法條依據後，運用本條請求之案件已大幅減少[54]。

## 2. 「1934 年證券交易法」

[54] Touche Ross & Co. v. Redington, 442 U.S. 560, 568-71 (1979); *Finkel v. Stratton Corp.*, 962 F.2d 169, 174-75 (2d Cir. 1992); *e.g.*, *Finkel*, 962 F.2d at 174 (explaining that Section 17 also only applies to "the offer or sale of securities," whereas Section 10(b) and Rule 10b-5 reach the "purchase" of securities as well); *see SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833, 859 (2d Cir. 1968) (noting that Section 10(b) was intended as a "catch-all" enforcement provision directed at both buyers and sellers of securities and was purposefully written in broad language to effect this purpose). *See generally* Larry Bumgardner, A Brief History of the 1930s Securities Laws in the United States—and the Potential Lesson for Today, *4* J. Global Bus. Mgmt. 39 (2008) (stating that the Roosevelt administration originally drafted legislation that would have combined regulation of the sale and issuance of new securities with regulation of securities exchanges but ultimately decided to separate the two issues into separate statutes).

「1934 年證券交易法」（下稱「1934 年證交法」）Section 9(a)規定[55]：「任何人無論其直接或間接以郵件或其他任何工具，或州際通商之媒介，或以全國性證券交易所之任何設備，或為任何全國性證券交易所之會員，有下列之任一行為均為非法：

（1）意圖製造任何對任何非政府發行之證券有不真實或足以誤導他人之交易活動，或造成市場上證券之不真實或誤導性外觀，以致：

（A）影響該證券任何交易而不移轉真正所有權；或

（B）輸入買賣單或下單買進某種證券時，明知他人以同樣部位、同一時間與同一價格而對該證券賣出者。

（C）輸入買賣單或下單賣出某種證券，而明知該種證券有人以同樣部位，在同一時間與同一或不同價格而買進者。

（2）個人單獨或與他人同夥對任何非政府發行之證券，或以該證券為基礎之交換契約為連續之交易，以製造該證券交易熱絡情況，故意拉抬或壓低該證券之價格，而誘使他人買進或賣出該項證券。

（3）自營商、經紀商或基礎證券交換契約商，大型股權交換契約參加人，或其他賣出或買進該項證券之人，為誘使他人買進或賣出任何非政府發行之證券、基礎證券交換契約，以經常方式製造不真實或誤導他人之重大事實，至少一人以上因此為散布或傳遞資訊行為，以影響該證券之價格漲跌，以達成其企圖該證券價格上升或下降之目的。

（4）為誘使他人買進或賣出任何非政府發行之證券，從自營商、經紀商，或基礎證券交換契約商，或其他賣出或買進該項

[55] SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, AS AMENDED THROUGH P.L. 112-158, APPROVED AUGUST 10, 2012, http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf 瀏覽日期：2013 年 3 月 15 日。

證券之人，直接或間接取得對價，散布任何虛偽不實與足以令人誤解之訊息，以影響市場運作，使其價格上升或下降。

（5）為誘使他人買賣任何非政府發行之證券，直接或間接由自營商或經紀商，或其他賣出或買進該項證券之人處散布流言，以影響該證券之價格，如揚言以某人或某等人士之作為在證券市場足以影響其價格，以達成其企圖該證券價格上升或下降之目的。

（6）意圖個人單獨或與他人合夥為一系列交易，買進或賣出任何非政府發行之證券，以標明、固定，或穩定該種證券之價格，而違反證管會為維護大眾利益及投資人之權益所制訂之各項法則與規定者。」[56]

[56] SEC. 9. (a) ：It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange— (1) For the purpose of creating a false or misleading appearance of active trading in any security other than a government security, or a false or misleading appearance with respect to the market for any such security, (A) to effect any transaction in such security which involves no change in the beneficial ownership thereof, or (B) to enter an order or orders for the purchase of such security with the knowledge that an order or orders of substantially the same size, at substantially the same time, and at substantially the same price, for the sale of any such security, has been or will be entered by or for the same or different parties, or (C) to enter any order or orders for the sale of any such security with the knowledge that an order or orders of substantially the same size, at substantially the same time, and at substantially the same price, for the purchase of such security, has been or will be entered by or for the same or different parties. (2) To effect, alone or with 1 or more other persons, a series of transactions in any security other than a government security, any security not so registered, or in connection with any security based swap or security-based swap agreement with respect to such security creating actual or apparent active trading in such security, or raising or depressing the price of such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others. (3) If a dealer, broker, security-based swap dealer, major security- based swap participant, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, a security based swap, or a security-based swap agreement with respect to such security, to induce the purchase or sale of any security other than a government security, any security not so registered, any security-based swap, or any security-based swap agreement with respect to such security by the circulation or dissemination in the ordinary course of business of information to the effect that the price of any such security will or is likely to rise or fall because of market operations of any 1 or more persons conducted for the purpose of raising or depressing the price of such security. (4) If a dealer, broker, security-based swap dealer, major security- based swap participant, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, a security based swap, or security-based swap agreement with respect to such security, to make, regarding any security other than a government security, any security not so registered, any security-based swap, or any security-based swap agreement with respect to such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security, such security-based swap, or such security-based swap agreement any statement which was at the time and in the light of the circumstances under which it was made, false or

同條（j）項規定：「任何人無論其直接或間接以郵件或其他任何工具，或州際通商之媒介，或利用全國性證券交易所之任何設備，意圖影響任何交易，或誘使或嘗試誘使他人買進或賣出任何基礎證券交換契約，而使此類人士介入任何有關詐欺或欺騙，或操縱行為或實務，製造報價假象，或介入任何利用交易、實務，或商業模式詐欺或欺騙他人均為非法。證管會應基於本項之立法目的，制訂相關法則與規則，定義與描述設計合理方法，以避免上開交易、行為、實務與商業模式作為詐欺、欺騙，或操縱與虛假報價之行為[57]。」

由於「1934 年證交法」Section 9 適用範圍僅限於向證管會登記與定期報告之證券，對於未登記之豁免證券之操縱市場責任，部分案例援引 Section 10(b)反詐欺條款與「1933 年證券法」Section 17 之規定處理。

## （二）操縱行為之型態

### 1. 行為分類

misleading with respect to any material fact, and which that person knew or had reasonable ground to believe was so false or misleading. (5) For a consideration, received directly or indirectly from a broker, dealer, security-based swap dealer, major security-based swap participant, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, a security-based swap, or security-based swap agreement with respect to such security, to induce the purchase of any security other than a government security, any security not so registered, any security-based swap, or any security-based swap agreement with respect to such security by the circulation or dissemination of information to the effect that the price of any such security will or is likely to rise or fall because of the market operations of any 1 or more persons conducted for the purpose of raising or depressing the price of such security. (6) To effect either alone or with one or more other persons any series of transactions for the purchase and/or sale of any security other than a government security for the purpose of pegging, fixing, or stabilizing the price of such security in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors

[57] SEC 9(j)： It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange, to effect any transaction in, or to induce or attempt to induce the purchase or sale of, any security-based swap, in connection with which such person engages in any fraudulent, deceptive, or manipulative act or practice, makes any fictitious quotation, or engages in any transaction, practice, or course of business which operates as a fraud or deceit upon any person. The Commission shall, for the purposes of this subsection, by rules and regulations define, and prescribe means reasonably designed to prevent, such transactions, acts, practices, and courses of business as are fraudulent, deceptive, or manipulative, and such quotations as are fictitious.

依「1934 年證交法」規定，操縱市場行為分為兩類：

（1）交易型操縱（Trade-based manipulation）

操縱者透過行動改變資產得真實價值或直覺價值（Perceived value），以此改變公司股價。

（2）訊息型操縱（Information-based manipulation）

透過製造、傳播虛假或錯誤的信息來誤導投資人，進而影響公司股價。可分成：

A. 製造交易量與製造交易價，製造交易活絡以誘使他人交易為目的，另製造成交價的行為係以誘使他人交易為目的。

B. 透過發布虛假信息來誤導投資人，利用信息不對稱進行獲利。

**2. 股價操縱行為常見態樣**

（1）拉高倒貨（Pump and dump）

操縱者藉錯誤或誤導之資訊使投資人買進該股票，待股價上漲至市場相對高點時，再拋售手中持股。其操作手法可能配合下列不同發行面之包裝技巧：

（2）借殼上市騙局（Shell game）

內部人將某家商業活動趨於停滯的公開發行公司併入其所持有之非公開發行公司，並安排證券商使合併後存續公司掛牌上市。存續公司上市後，大力推介並釋放利多消息（如發布新產品新聞、取得重要授權等），再由造市者為拉抬該存續公司之股價及創造成交量。當股價達到市場高價位時，內部人即出售持股獲利。

（3）籌資目的不明之初次上市騙局（Blank check/blind pool offering）

公司在初次上市（IPO）時並未公告資金用途，且該公司之主要營業項目內容亦不明。該等公司的管理階層幾乎沒有任何實

務經驗，並通常會在公司 IPO 前成為大股東。IPO 之承銷商通常與發起人有關，並在公司股票缺乏合理需求與委託量之情形下，做為該股票之主要造市者，在市場上控制股票，拉抬股價。此外，發行人藉由廣告等方式宣傳公司股票，進而拉抬價格。最後在發行人（操縱者）賣出持股的同時，該公司股票價格亦隨之下跌[58]。

（4）資產分割（Spin-offs）

若干新興公司為使其股票上市，將其資產與公開發行公司或其子公司的股票進行交換。其後，該公開發行公司將此等新興公司或子公司之股票以配發股利之方式配發給股東，使新興公司成為具有表決權的股東。此等安排通常是操縱空殼公司（Shell company）股票價格策略之一部分。

（5）傳統典型之操縱行為

傳統或典型的操縱行為態樣包括沖洗買賣、相對委託買賣、拉抬買進報價、影響收盤價、創造市場、跨市場買賣交付、交叉買賣交易等。此等行為之目的係創造交易活絡之表象及拉抬委託價（Raising the bid）等。

A. 需求面的操縱手法：

如拉抬買進報價藉以拉抬股票價格，誘使其他投資人進行跟進交易，但其報價與股票之基本面（如營業收入、獲利、產品等…無合理關連。

（a）影響收盤價（Marking the Close）：影響方式通常有以收盤價或接近收盤價進行買賣，拉抬內盤報價向市場發出正面訊息；或於收盤時或接近收盤時買進，因為

[58] 空白支票公司（Blank check company）係指任何小資本額發行股票並處於發展階段的公司，此類公司並無具體的業務計劃或經營目標，是空殼公司的其中一種類型，亦可稱為盲資公司(blind pool)。

每日開盤或收盤的交易資料為新聞媒體廣泛報導並傳播給投資大眾。

（b）抬高股價（Painting the Tape）：利用特定帳戶間之交易，逐漸以較高價格買進或製造虛假交易。

（c）軋空（Squeezing the Short Interest）：迫使空頭於市場上買進現股以填補空頭部位，因而使股價上漲。

B. 供給面的操縱手法：減少供給流通（Reducing the Floating Supply）手法有大量買進股票，使市場流通之股數減少，則市場對該股票之需求將反映在價格上」；或鎖住大量股票：通常此等不法行為人要求購買者留置大量股票，使得對於股票之需求會反應到價格。

（6）其他操縱手法

A. 預留股票之行為:證券商預期股票在公開發行後有溢價可能，而預留股票予特定人或其親屬。

B. 搶帽子（Scalping）:投資顧問於推介股票之前，先用自己的帳戶買進，並在經推介且於市場價格上升後，再出售持股獲利，稱為搶帽子。

## （三）市場操縱行為之調查[59]：

1、 對市場疑似有操縱情形時可採行之措施：

（1）持續監控是否發布不實資訊。

（2）揭露週轉率較高之股票名稱，並重新檢視該等股票之證券商可交易限額。

（3）交易所對疑有不法交易之股票，可採全額交割或提高保

[59]許羽呈，參加 APEC 金融監理人員訓練倡議-跨境監理與執行研討會出國報告，行政院所屬各機關出國報告，2012 年 10 月。

證金額度。

（4）向證券商調取相關交易紀錄。

（5）擇取可能涉有炒作行為投資人並對其交易情形持續注意觀察。

2、 以美國市場而言，常用以證明操縱行為之指標有：

（1）異常價量變化。

（2）交易時點異常，影響收盤價或尾盤作價。

（3）在兩家證券商對作交易。

（4）操控行為後股價上漲或下跌。

（5）委託買賣數量相近。

（6）證券商受託集中度高。

（7）交易數量及金額異常或與個人財產不成比例。

3、 決定是否進行正式調查之其他考量因素：

（1）重大性及嚴重性：對市場之影響程度或對市場的傷害程度。

（2）該交易行為是否重複出現。

（3）展開調查後對市場可能產生之效果。

（4）案件成立的機會。

4、 美國證管會在調查股價操縱案件時，常用以證明操縱行為之相關證據蒐集包含：

（1）市場操縱行為之證明：個股價量與同類股、市場指數歷史價與量變動情形之比較；個股交易集中度；公司發布之相關訊息或市場對該股票之相關分析評論；交易紀錄相關資料，如委託單（Order ticket）、交易確認單（Confirmations）、月結對帳單（Monthly account statements）、證券商交易明細帳及相關簿冊、客戶開戶明

細資料等。

（2）關聯戶群組之證明：資金往來情形、錄音帶或通聯紀錄、商業往來情形、相似的交易行為、相同的證券商、開戶紀錄或營業員掌握之其他資訊、約談營業員或客戶。

（3）其他：有價證券公開發行相關文件（如公開說明書）及其他法定應揭露之資訊。

拉高倒貨類型的股價操縱案件，以往皆是因受操縱之股票價格波動較大而被偵察出來，但美國證管會近年來發現，此類案件股價波動幅度有愈來愈不明顯之情勢，股價操縱者可能同時增加股票之需求及供給，致得以預定價格出售更多股票獲取不法利益。由於股價波動幅度不大，偵測系統較難提早發現該不法交易情事，此為有關當局目前面臨之監理挑戰。

此外，由於網路是一個開放空間，任何人均可上網發表意見傳播資訊，而透過網路傳播資訊之方式亦愈加多樣化，如任何人皆可用匿名之方式透過網路論壇及電子郵件等方式發表文章，因此近年來利用網路從事證券詐欺之案件日漸增加，尤以股價哄抬者（Stock Promoters）[60]為目前常見的犯罪型態。新的詐欺類型不斷出現，證券主管機關縱欲加以監督，亦有實際上之困難。因此，如何規範所謂的解盤行情、熱門股推薦、或其他內部消息與不實資訊之傳播，及如何加以監控，避免發生炒作或內線交易之情事，都對主管機關構成挑戰。美國證管會對利用網路操縱市場之行為極為重視，並以積極追訴與加強宣導以確保投資人之權益。

## 二、操縱行為之民事責任概述

[60] Stock Promoters 泛指用任何方式在證券市場為某個股提高知名度者，通常有可能是證券業務員、公司顧問、公司內部人、犯罪集團等。

依「1934 年證交法」Section 9 (f)規定[61]：「任何人故意參與任何行為或交易，違反同條(a)、(b)、(c)項之規定者，應對任何應受上開行為或交易影響而買進或賣出任何證券因而受損害者，負損害賠償責任。受有損害之人得基於法律或衡平（Equity）向任何有管轄權限法院提起訴訟，請求損害賠償。因提起損害賠償訴訟所支付之合理費用，包括合理律師費用，任一方對抗產生之訴訟費用。任何因此負損害賠償責任之人，應支付相同費用。請求權自知悉違反行為日起一年內，或自發生日起三年內不行使而消滅。」

一般而言，聯邦地方法院若認定個案有操縱市場事實，可採取下述制裁手段[62]：

1、 暫時的限制令（資產凍結令、資產返還、委託接管）。

2、 命令停止違法行為。

3、 繳回不法獲利：命令被告回吐因違反證券法令行為而獲取之不義之財，為判例法中對於行政法令之衡平救濟。

4、 民事罰金（Civil penalty）：由地方法院或行政法院對違法之自然人及法人依個案裁定罰鍰金額並沒入公平基金（SEC Fair

[61]15 USC § 78I SECTION 9 (f) Persons liable; suits at law or in equity：Any person who willfully participates in any act or transaction in violation of subsections (a), (b), or (c) of this section, shall be liable to any person who shall purchase or sell any security at a price which was affected by such act or transaction, and the person so injured may sue in law or in equity in any court of competent jurisdiction to recover the damages sustained as a result of any such act or transaction. In any such suit the court may, in its discretion, require an undertaking for the payment of the costs of such suit, and assess reasonable costs, including reasonable attorneys' fees, against either party litigant. Every person who becomes liable to make any payment under this subsection may recover contribution as in cases of contract from any person who, if joined in the original suit, would have been liable to make the same payment. No action shall be maintained to enforce any liability created under this section, unless brought within one year after the discovery of the facts constituting the violation and within three years after such violation. http://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/78i 瀏覽日期：2013 年 5 月 10 日。

[62]吳宛怡，參加 APEC 金融監理人員訓練倡議-調查與執法區域研討會出國報告，行政院及所屬各機關因公出國人員報告書出國報告，101 年 3 月 15 日。http://report.nat.gov.tw/ReportFront/report_detail.jspx?sysId=C10100754，瀏覽日期：2013 年 7 月 12 日。本報告另指出聯邦法院得依沙氏法案（Sarbanes-Oxley）Section 304 規定，發行人因重大違規被要求重編財務報表，其執行長及財務長應將自該財報初次公告或申報日（日期在前者）起 12 個月之紅利、激勵性質或股權基礎之獎金、及處分該發行公司股票之利益返還公司。

Fund）以彌補受害人[63]。依法授權制定 3 級罰鍰標準：

(1) 第一級：違反聯邦證券法規（未涉及詐欺），每次違反行為最高罰鍰為：自然人 7,500 美元（公司或合夥 75,000 美元）及所獲利益，兩者較高者之金額。

(2) 第二級：涉及詐欺、操縱或因故意或過失而違法，每次違反行為最高罰鍰為：個人 75,000 美元（公司或合夥 375,000 美元）及所獲利益，兩者較高者之金額。

(3) 第三級（最常用）：涉及詐欺、操縱或因故意或過失而違法，且該行為直接或間接導致他人發生實質重大損失或風險，每次違反行為最高罰鍰為：個人 150,000 美元（公司或合夥 725,000 美元）及所獲利益，兩者較高者之金額。

5、 禁止擔任董事及高階管理人之命令。

## （一）請求權人及請求對象

### 1. 請求權人

依「1934 年證交法」Section 9(f)規定：「任何人意圖參與任何行為或交易，違反本條(a)、(b)或(c)項規定，應對任何應受上開行為或交易影響而買進或賣出任何證券因而受損害者，負損害賠償責任。受有損害之人得基於法律或衡平向任何有管轄權限法院提起訴訟，請求損害賠償。……」故請求權人為受操縱市場交易行為影響，而買進或賣出任何證券受損害者。

### 2. 請求對象

[63] 所謂「民事罰金」乃一種政府機關對該管業務範圍內不法行為之行政處罰。所沒入之罰金，則多由主管機關管理運用，有以協助受損害投資人者，亦有運用於宣導正確投資觀念，或研擬市場制度之相關經費。由於非刑事罰，故行政機關不須負嚴格的證明義務，行政機關僅需舉出清楚且足以令人信服的證據（Clear and convincing evidence），證明不法行為（Wrongdoing）已造成損害。

美國強調操縱行為之構成並不以投資人遭受金錢損害為要件，其可非難性在於其對於市場之詐欺行為，而非有人遭受損害。故操縱市場成立之構成要件為：

（1）須行為人具有操縱的故意，亦即其買賣行為的目的在於操縱股價。

（2）須有操縱的行為。操縱行為的態樣主要包括：

A.沖洗買賣；

B.相對委託；

C.以連續交易的行為製造買賣熱絡的假象，或藉以抬高、壓低價格，進而引誘他人買賣，或達成固定價格的目的；

D.散布不實資訊，以影響證券價格，或誘使他人買賣等。

所謂「故意」(Scienter)，指意圖或刻意為不法行為（knowledge of wrongdoing)，行為人對於行為不法具有一定之認識，並刻意為之。早期美國法院認為依 Section 10(b)所提起之證券詐欺訴訟，原告必須主張並證明被告行為符合此一要件。又「1995 年私人證券訴訟改革法（Private Securities Litigation Reform Act of 1995）」另規範原告起訴要件必須具備「強烈推論之故意」(Strong inference of scienter）[64]。

## （二）因果關係及舉證責任

### 1. 因果關係之證明

依「1934 證交法」Section 9 規定，原告必須證明其損失是基於被告所為之法定禁止行為所造成。舉例而言，必須被告操縱行為「影響」股價，且原告必須證明其因股價受影響進而為買進或賣出，故損

[64]15 USC § 78U–4,June 6, 1934, ch. 404, title I, §21D, as added and amended Pub. L. 104–67, title I, §101(b), title II, § 201(a), Dec. 22, 1995, 109 Stat. 743, 758; Pub. L. 105–353, title I, §101(b)(2), title III, §301(b)(13),Nov. 3, 1998, 112 Stat. 3233, 3236; Pub. L. 111–203, title IX, §933(b), July 21, 2010, 124 Stat. 1883. 瀏覽日期：2013 年 4 月 10 日。

害與行為之間具有因果關係[65]，故操縱市場行為對因果關係證明要求，遠較證券詐欺行為嚴格。美國歷來判例法要求「證券詐欺行為」受損害者與加害人間應有信賴關係存在，但在 Basic, Inc. v. Levinson[66] 乙案出現重大改變。簡介本案如下：

**（1）案例事實**

Combustion 工程公司與 Basic 公司於 1978 年 12 月同意進行合併，在這之前兩年，兩家公司已就合併事宜召開多次會議，以討論合併可行性。而在那段期間內，Basic 公司先後發布三篇公開聲明，否認該公司進行任何合併談判，或有公司股權大量交易之可能。Basic 公司前股東向證管會申訴指出，他們售出該公司股票之時點，介於該公司第一次發表公開聲明否認有任何合併行為，及該公司股票因合併導致暫停股票交易前之期間。因此申訴人以 Basic 公司董事為原告，向法院提起集體訴訟，主張該公司聲明為錯誤或誤導投資人，使申訴人因該公司虛偽聲明而失望，以低價售出股票，致受有損害為由，主張該公司違反「1934 年證交法」Section 10(b)與 Rule 10b-5。原告 Basic 股東主張他們在公司針對合併傳聞發布第一次公開聲明（1977 年 10 月 21 日）後賣出該公司之股票，並於 1978 年 12 月該公司被紐約證交所暫停買賣前提起集體訴訟，主張 Basic 公司及其董事於前後共發布三次錯誤或誤導大眾之公開聲明，導致他們因而提早賣出持股。但公司在尚未確定合併前之談判期，為保護談判秘密性而為否認，是否屬於證交法所稱之「對重大事項為虛偽不實之說明」？且原持股股東是否得以主張其對公司所

[65] Louis Loss ,Fundamentals of Securities Regulation (3rd ed.) , Little , Brown & Company ,1991. p920.

[66] 485 U.S. 224 (1988). CERTIORARI TO THE UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE SIXTH CIRCUIT, No. 86-279. Argued November 2, 1987. Decided March 7, 1988.

發布之假消息有信賴關係，屬於「1934 年證交法」Section 10(b)項所規範之情形？法院見解如下：

A. 依 TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.[67]乙案之見解，如應揭露之資訊為理性投資人據以判斷之重點，則刻意省略該等資訊之事實，即屬「重大」，亦符合 Section 10(b)與 Rule 10b-5 之規範內容。

B. 在合併談判前置作業所達成之「原則性協議」（agreement-in-principle）本質上雖不屬於「重大事項」，但如合併雙方已就收購價格與交易架構達成協議，對理性的市場投資大眾而言，即可能納入其投資考量重點因素，故於此時，合併談判討論後所確立之原則性協議，即屬重大資訊。

C. 上訴法院認為上述協議並非重大之理由，係主張只要任何一方出面否認上述協議，即可能使其發展成為不重要（Insignificant）之資訊，但法院認為所謂「重大」與否，應依事實及個案具體判斷（Case-by-case basis），在合併過程中判斷何者為「重大事項」，應考量該訊息是否屬於合併交易完成之可能要件。

D. 最高法院認為，大部分公開資訊都會反映在股價上，故投資人仰賴公開資訊作為對市場未來價格之判斷至為明顯，如有

[67] National Industries 公司從 TSC 公司的創辦股東處取得百分之三十四有表決權股份，並由五名 National Industries 公司之代表人擔任 TSC 公司之董事。嗣後，TSC 公司的董事會通過一項議案，決定解散公司並將其全部資產賣予 National 公司（在該次會議中，National 公司的五名代表人曾出席會議，但未參予表決）。為實施此一合併案，TSC 公司與 National 公司遂聯合徵求此兩家公司之股東委託書，委託書徵求說明書內並建議股東同意此一議案。此次委託書之徵求過程頗為順利，最後遂依原先計畫，兩家公司完成合併事宜。TSC 公司之法人股東 Northway 公司，不贊成此一合併事宜，遂起訴主張前述「委託書徵求說明書」之內容有遺漏及不實陳述之情事，請求被告損害賠償及其他衡平救濟。而 Northway 公司所指「委託書徵求說明書」內容有所遺漏者，乃指其未表明 National 公司本身控制 TSC 公司的程度，以及系爭合併計畫的條件對 TSC 公司之股東是否有利等等事實。本例，不難發現因為 National 公司已充分控制了 TSC 公司，因此，合併案表決之結果可謂早已確定。聯邦最高法院提供一「重大性」判斷基準：一項未經公開的消息，若為一位「合理投資者」所知悉，在其作投資決定時，「非常可能」會認為此項消息，對其投資決定有重要影響者，則此一消息即為「重大消息」。426 U.S. 438.

重大資訊誤導或不實陳述之情形，當然影響投資人理性判斷。如果某一事實對公司之影響是確定而清楚的（Certain and clear），則 TSC 案界定「重大性」之基準即可直接適用（Straightforward application）。然而，如果事件本身性質上屬於「偶然發生的」（Contingent）或「推測性的」（Speculative）情形，則因為是否「合理投資人在當時會認為所遺漏之事實是重要的消息」頗難斷定，因此有必要另訂補充性之判斷基準。

**（2）適用法條分析**

地方法院肯認原告主張信賴關係存在之推論（Presumption），亦同意「以達成既定目的，且可合理的確定達成原則性合併協議」之性質具重大性。上訴法院第六巡迴法院駁回地方法院之判決，引用 SEC v. Texas Gulf Suphur Co.[68]乙案之判決理由，認為 Basic 公司並無義務揭露相關與 Combustin 合併談判，該公司自願發布之任何聲明內容即不可能有「因聲明不完全，以致於誤導他人」之情形。上訴法院更認為，即使過去聲明曾否認相關合併討論之存在，但因否認聲明中並未提及任何有關討論之內容，該聲明本身雖然不實（Untrue），也僅止於單純的否認，並未含有任何「重大事項」。巡迴法院認為一項初步之「合併磋商」必須等到該交易之「價格」與「基本構造」已達合意之地步始可謂為重大消息，此標準清楚而不模糊（Bright-line rule），有助於法律之適用。最高法院不採上訴法院之見解，主張企業對其股東負有揭露資訊之義務殆無疑義，故本案股東之訴權均為各法院所肯認，惟聯邦法院對於企業於合併洽商期間，基於保密而對外否認之行為，是否屬於影響投資人理性判斷之「重大

[68] 401 F.2d. 833, 862 (CA2 1968).

事項」（Material）之態度？即成為本案勝負之關鍵。本案聯邦法院引用「1934 年證交法」之立法理由，指稱「無誠實之公開即無誠實之市場，市場中之操縱與不誠實行為因謎團（Mystery）與秘密（Secret）而滋長」，故 Section 10(b)及其相關法規，係源自於「資訊完整揭露」（Full disclosure）之立法哲學。聯邦法院進一步說明何謂「重大」之要件，必須「如對理性投資人揭露被省略之事實，有可能改變其所取得之整體混雜（Total mix）資訊的看法」。多數意見認為，「合併協商」（Merge discussions）所討論之事實，如對理性投資人而言，會影響他對公司未來發展與股票價格之判斷，則在任何個案均應屬於「重大事項」。對市場詐欺理論係建立在「一個開放且不斷發展的證券市場中，公司股價係由與該公司及其業務有關之各種可取得（Available）之重大資訊所決定」此一假設上[69]。聯邦法院也肯認「信賴關係」為 Rule10b-5 之構成要件，此一「信賴關係」存在可證明被告不實陳述與原告損害間存在「一般連結」（Casual connection），此亦為普通法對詐欺相關之犯罪行為之基本要求[70]。本案首度肯認「對市場詐欺理論」為證券詐欺案件因果關係判斷依據，主張投資人係依可取得之資訊來判斷公司未來股價，此一「信賴關係」使被告虛偽不實陳述與原告損害間具有因果關係，發行公司之虛假聲明對於市場為詐欺行為，而投資人因信賴誤導性聲明，而對公司未來股價推測價格產生信任，因而投資人的信賴關係，在「對市場詐欺理論」下可推定其成立。

### （3）本案判決所造成之影響

[69] 785 U.S. 242.

[70] 此一見解在本案之前以為 Wilson v. Comtech Telecommunciations Corp.乙案之法院所引用，該案參見 648 F.2d 88, 92 (CA1981)。

聯邦法院於本案提出「對市場詐欺理論」，已取代過去證券詐欺訴訟，原告必須舉證證明其買賣股票之行為與被告公司之不實說明間具有「直接信賴關係」(Direct reliance)。「對市場詐欺理論」主張「證交法」立法基礎之一為要求證券市場「資訊公開」，以確保市場中之投資人得以依據公開之資訊，做出正確的投資判斷。然而，要求投資人舉證證明其證券買賣行為係受「不正確資訊」之影響，必須先確定投資人與發行公司間具有信賴關係(或發行公司與投資人間具有忠實義務關係)。本案如依傳統「忠實義務」關係判斷，必須證明公司之前之不實聲明，已違反公司對其股東之忠實義務責任，但公司隱匿合併磋商消息，本即為商業保密行為，且為避免事後合併未成功引發誤導爭議，難以將其隱匿視之為「違反忠實義務」。本案原告於資訊公開前已非公司之股東，且要求其舉證售出股票之行為與公司之誤導有關，本有其困難。故此新創之「擬制關係」，可解決過去以 Rule 10b-5 為由起訴之原告，必須先負不切實際的舉證責任之不公平現象，亦符合該條立法意旨係要求資訊完整揭露，以建立投資人對市場秩序之信賴關係。

最高法院於 1988 年 Basic v. Levinson 案中肯認 TSC 案所定義之「重大性」亦適用於 Section 10(b)及 Rule 10b-5 之案件，法院進一步指出兩個認定準則：

A. 若理性投資人於做投資決定時，實質上可能（Substantial likelihood）將該消息認定為重要者，則「消息」為重大者。
B. 為滿足重大性之要件，必須被省略之事實（Omitted fact）實質上可能(Substantial likelihood)顯著影響理性投資人在做投資決定時，對其整體資訊之判斷。

## 2. 舉證責任

美國司法實務對市場操縱案件的證據標準適用並不統一，存在多種證據標準，且「1933 年證券法」或「1934 年證交法」皆未對證管會的行政程序適用的證據標準明確規定，依訴訟法採證據優勢（Preponderance of Evidence）原則。但 1970 年代後的部分案件中，法院對證管會起訴之詐欺案件提高證明標準，如 Collins Securities Corp. v. SEC 案中，法院認為證管會撤銷證券經紀商執照的處罰，直接剝奪一個人的謀生手段，影響其生存與工作權，應適用更高的證據標準，亦即「清楚且有說服力證據（Clear and Convincing Evidence）」[71]。

美國證管會的行為規範（Rules of practice）規定，當事人有權要求進行證據開示，證管會執法部門有義務將之前取得的相關文件和證據提供給當事人查閱和重製。由於操縱市場案件的證人往往是業內專家，一般投資人也不具備挑戰分析技巧的專業技能，質疑不法行為人難度甚高[72]。依「1934 年證交法」Section 9(f)或「1933 年證券法」Section 17(a)之規定起訴，原告必須證明股票價格受到操縱行為影響，舉證難度較高。若依 Section 10(b)或 Rule 10b-5 規定，於訴訟中採取詐欺市場理論，可降低因果關係證明的難度，對證券訴訟原告有利，故許多案例原告援引 Section 10(b)或 Rule 10b-5 作為 Section 9 補充性條款，進而擴大了證券侵權民事責任涵蓋範圍。再透過法院實務運作後，各級法院判決先例針對個案需要，將因果關係認定逐步類型化、具體化，成為美國法之特色。

---

[71] 562 F.2d 820, United States Court of Appeals, District of Columbia Circuit. Argued 16 Feb. 1977. Decided 12 Aug. 1977.As Amended on Denial of Rehearing Sept. 23, 1977.

[72] Stavros Gadinis and Howell E. Jackson, Markets as Regulators: A Survey, 80 S. Cal. L. Rev. 1239 (2006). http://scholarship.law.berkeley.edu/facpubs/1576 瀏覽日期：2013 年 2 月 20 日。

### （三）損害賠償範圍及計算方式

依「1934 年證交法」Section 9(f)項規定，損害賠償責任範圍除受有損害之人請求賠償外，因提起損害賠償訴訟所支付之合理費用，包括合理律師費用，任一方對抗產生之訴訟費用，應負責任之人均須支付。然而，「1934 年證交法」並未明確規定損害賠償金額之計算標準，美國法原則上以填補賠償權利人所受損害為基準，實務上主要有兩種計算：一為「毛損益法」或「完全價差法」（Gross income loss）；另一為「淨損差額法」或「真實價差法」（Out-of-pocket method）。簡述如下：

#### 1. 毛損益法（Gross income loss）

為衡平法中契約損害賠償方式，基於回復原狀之原則，使賠償權利人回復至交易締結前之狀態。理由為：若無被告的詐欺行為，原告不會受不實陳述誤導而買賣該有價證券，因此被告應賠償原告全部的價差損失[73]。故無論損害是否由不法行為所引起，被告皆應承擔股價下跌的損失。此種計算方式的優點是簡單明確好操作，但飽受批評之處為忽略股票價格發生變動，除受被告不實陳述影響外，亦可能為其他因素導致。有論者提出修正後的「毛損益法」，以「不實陳述期間該有價證券之平均價格」與「不實陳述更正後一定期間該有價證券之平均價值」之間的差額作為損害賠償認定的標準[74]，惟仍舊存在相同問題。

#### 2. 淨損差額法（Out-of-pocket method）

起源於普通法，原告得請求的損害賠償金額範圍限於因證券詐欺所導致的損害，即計算原告的交易價格與有價證券若未受不實陳述影響，其與真實價格（True value）之間的差額，被告僅負擔因

[73]黃郁嵐，投資人保護制度之研究-以投資人團體訴訟為中心，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文，2008 年，頁 132。
[74]黃郁嵐，同前註。

詐欺因素所引起的損失。雖論理上可取，但缺點是難以計算有價證券的真實價格。尤其是市場上的資訊係同時對價格產生作用，難以清楚切割這些資訊如何個別影響價格，將不實陳述或詐欺行為的影響加以特定實非易事[75]。

## 三、案例

### （一） United States v. O'Hagan[76]

#### 1. 案例事實

被告 O'hagan 為 Dorsey & Whitneyz 法律事務所合夥律師，該事務所於 1988 年 7 月受 Grand Metropolitan 公司委任，擔任該公司收購 Pillsbury 普通股股權案之顧問，該案洽談過程中，事務所與收購公司均採取必要措施以保護購併案之機密性。O'hagan 並未介入該併購案相關工作，但於 1988 年 8 月 18 日買進 Pillsbury 之買權（call options）共 2500 單位，每一單位可選擇買進普通股 100 股。同年 9 月，O'hagan 已陸續每買進 5000 股，平均成本價為 39 美元。同年 9 月 9 日 Dorsey 事務所終止與 Grand Metropolitan 之委任關係，之後該公司於同年 10 月 4 日公開宣佈收購 Pillsbury 公司股權，消息公開後股價上漲至每股 60 美元以上，O'hagan 隨即賣出持股，因而獲利 430 餘萬。

O'hagan 被明尼蘇達州地方法院處以 30 個月徒刑及 16 萬美元罰金，並被取消律師資格。聯邦地方法院更判決 O'hagan 違反「郵電詐欺法」（Mail and Wire Fraud Statute）[77]、「1934 年證交法」Section 10(b)項、Rule 10b-5、Section (e)及 Rule 14(e)，及「聯邦洗錢法」（Federal

[75]賴英照，同前註，頁 533-534。
[76] 521 U.S. 642, 117 S.Ct. 2199, 138 L Ed. 2d 724, June 25, 1997.
[77] U.S.C. §1341.

Money Laundering Statutes）[78]等規定而處以 41 個月徒刑。經上訴第八巡迴法院，該法院推翻下級審判決，認為證管會所制定 Rule 14(e)已逾越法律授權，因為其授權依據之 Section 14 (e)並不以具備違反忠實義務為要件，違反過往判例對證券詐欺行為之認定。證管會上訴至聯邦最高法院，聯邦最高法院廢棄第八巡迴法院之判決，認為被告未對其任職之事務所及客戶揭露其交易之行為，即屬違反信託行為之受任人義務，已符合「1934 年證交法」Section 10(b)之規定，而被告詐欺之對象，並非其證券交易之相對人，而是該未公開資訊之來源，因此判決被告有罪。

**2. 本案爭點**

本案多數意見法官認為有兩個主要問題必須釐清：一是「1934 年證交法」所指稱之「濫用重大訊息」（Misappropriation of material information），及「未公開資訊」（Nonpublic information）之定義；其二是公開收購過程中之詐欺行為認定。基於此，法院必須解決如下命題：

（1）個人為自己利益進行證券交易時，如不當使用保密資訊（Confidential information），致資訊提供者違反其忠實義務，是否構成 Seciton 10(b)與 Rule 10b-5 之罪？

（2）證管會依法律授權所制訂之 Rule 14e-3(a)規定，即使行為人不負揭露責任（…in the absence of a duty to disclose），於公開收購佈局（Setting）期間利用未公開資訊交易，亦屬證券詐欺行為，是否逾越法律授權？

**3.法條適用分析**

多數法官對第一個問題採肯定見解，但對第二個問題採否定見解，實際上已廢棄過去判例主張行為人與所交易之證券發行公司間應

[78] 18 U.S.C. §§1956(a)(a)(B)(i), 1957.

具有「忠實義務」之關係存在，並因此負有應公開資訊之責任，作為詐欺責任之必要條件之見解，而承認「私取理論」之效力。其理由如下：

（1）最高法院認為 O'hagan 對 Dorsey ＆ Whitneyz 法律事務所處於受託人之地位，屬於該事務所之代理人，本即對事務所負忠誠義務，但為了自己利益而秘密侵占信託人之資訊，此私取行為已符合「證交法」所指之「欺騙」（Deceive）行為。亦即代理人為個人利益，利用本人應保密之商業資訊，於未對本人揭露情況下進行相關交易，即屬於詐欺行為。

（2）至於受託人之行為被認定為「詐欺」之時點，並非於其取得應保密之資訊時，而是在該資訊尚未公開，且未對信託人揭露其欲利用該等資訊進行有價證券買賣時，方為認定之時點基準。最高法院主張被告所詐欺之對象為其資訊來源之委託人（即事務所），而非證券交易之相對人，亦屬違反揭露義務而進行「證券相關交易」（…in connection with the purchase of sale of any security）。

本案不同意見法官質疑，O'hagan 並非對與其進行證券交易之當事人進行詐欺，其運用未公開資訊之行為亦難以解釋為屬於 Section 10(b)與 Rule 10b-5 所適用之範圍。在不同意見書中，有法官認為，本案以「私取理論」作為責任基礎之論點無效，因利用私取資訊之行為必須於證券交易中進行，而非於證券交易行為外時取得。基於內線交易規範之最重要目的，應在於保護投資人對證券市場公正性之信賴，而本案多數意見，卻以信託觀點，以受託人違反對信託人之保密義務為由，而認定其違法，似乎暗示任何受託人違反對其資訊來源之信託義務，即使受託人不對同時期交易之人負有揭露義務，亦可能引發證券詐欺訴訟，故不同意見法官認為多數見解已逾越該等條款之立法目

的。

**4.本案所發生之影響**

歷來判例法對詐欺之認定，必須詐欺之被害人須為證券買受人或賣出人，且同時為與被告（或其消息受領人）交易之他方當事人，而被告對其負有揭露資訊之義務，方符合構成要件之要求。本案將Section 10(b)之「與證券交易相關」之要件擴大解釋，即使是使用與證券交易他方當事人無關之「未公開資訊來源」，而最終以證券交易之方式完成獲利者，即屬於證券詐欺之內線交易行為。換言之，私取者詐欺之對象雖非證券市場之交易對手，但因其私取之資訊屬於未公開資訊，等同於對所有投資人負有揭露未公開資訊之概括義務，則內線交易之行為，即與「忠實義務（信賴關係）理論」脫鉤，使交易同時期之交易對手，得據以其被詐欺為由提起內線交易訴訟，已進一步擴大詐欺行為之責任範圍。1988 年美國國會修訂「1934 年證交法」，通過「內線交易與證券詐欺執行法」（Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act）[79]，賦予私取資訊案件同時期交易相對人訴權，已改變美國歷來判例法要求「證券詐欺行為」受損人與加害人間應有信賴關係存在之見解。

## （二） Santa Fe Industries, Inc.案[80]

Santa Fe Industries, Inc. （下稱 Santa Fe）擁有 Kirby Lumber Corporation （Kirby）95%股權，依德拉瓦州公司法規定，母公司擁有子公司已發行股數達 90%以上者，得以簡易程序進行合併（稱為short-form merger），僅需母公司董事會通過即可進行，不須經母公

[79] 本法即「1934 年證交法」新增之 Section 20A 之規定，茲引該條相關之（a）項規定如下：「依據同時間交易之訴訟上私法權利---任何人違反本法或其規則或辦法，占有重大之未公開消息，而為證券買進或賣出者，應在任何有管轄權法院之訴訟中，對在其買賣該違法標的證券之同時之買入或賣出同種類證券之人負責。」

[80] SANTA FE INDUSTRIES, INC., et al., Petitioners, v. S. William GREEN et al.,430 U.S. 462 (97 S.Ct. 1292, 51 L.Ed.2d 480) , Decided: March 23, 1977.瀏覽日期：2013 年 3 月 30 日。

司或子公司股東會通過，子公司少數股東得透過現金或其他方式獲得補償。Santa Fe 於 1974 年以每股 150 美元之價格向 Kirby 少數股東收購股份。但仍有部分股東不滿意收購價，遂依 1934 年證交法及其規則 Rule 10b-5 提起訴訟。地方法院駁回原告之訴，認為其理由並不充分。但上訴法院第八巡迴法院再度翻盤，認為 Rule 10b-5 並不需要認定損失係來自於虛偽陳述或未公開資訊，本案多數股東利用簡易合併逕行收購，對少數股東不公平，的確已經違反忠實義務（Fiduciary duty），符合當時 Section 10(b)規定[81]之「…某些操縱、欺騙設計…。」但最高法院認為，從文義來看，並無法得出「任何操縱行為」均屬本條規定之範圍，法院指出，操縱行為是一種「視覺上藝術名詞」（Virtually a term of art），德拉瓦州公司法所規定之簡易合併程序，無法解釋為 Section 10(b)所稱之欺騙設計，亦不該當 Rule 10b-5 證券詐欺行為，而認其違反忠實義務。

### （三） SEC v. Ives Health Company Inc[82]

美國證管會於2001年7月30日告發M. Keith Ives、Michael Harrison及James Kosta等三人操縱Ives Health Company股價，屬利用網路進行拉高倒貨之操縱型態。Ives Health Company為俄克拉荷馬州一家地區性的營養補給品之生產通路商，被告M. Keith Ives為Ives Health Company創立者及總裁、Michael Harrison為該公司前執行長，James Kosta係該公司職員，負責投資人關係事務及擔任公司之財務顧問。

Ives Health Company在營運上已接近一家空殼公司，並無實際生產產品，然而Ives Health Company於2001年2月15日發布一新聞稿公告已成功研發新藥「T-Factor」，並宣稱該藥物能完全且持續地抑制

[81] 17 C.F.R. § 240, 10b-5 (1978).
[82]SEC v. Ives Health Company Inc., M. Keith Ives, Michael Harrison, and James Kosta, 01 Civ. 6999 (JEL)(S.D.N.Y)瀏覽日期：2013年3月30日。

愛滋病毒增生並已獲世界衛生組織(WHO)驗證。隔週再發布兩篇新聞稿表示「T-Factor」獲得愛滋病毒族群良好回應之利多消息，惟該公司「T-Factor」藥物並未實施任何檢測，亦未被證實在治療愛滋病方面有任何效果。在Ives Health Company發布一系列新聞稿同時，員工James Kosta在網路論壇上發表將近200篇有關Ives Health Company的文章，並冒充成與Ives Health Company無任何利益關係之一般投資人，事實上其手中持有許多該公司之股票，其在網路上發表文章散播宣傳該公司新聞稿內容，煽動其他投資人情緒，使股價益發上漲，同時在股價上漲同時拋售手中持股，至證管會2001年3月5日中止Ives Health Company股票交易之前，James Kosta之獲利已幾近達430,000美元[83]。

2001年7月美國證管會以上開3人及Ives Health Company違反「1934年證交法」Section 10(b)、Rule 10b-5及Section13(a)、「1933年證券法」Section 5及Section 17(a)等告發，同時尋求下列民事處分：

1. 永久禁制令。
2. 繳回不法獲利並加計利息。
3. 民事罰金（the imposition of civil monetary penalties）。
4. 不得擔任公開發行公司董事或經理人之命令（an order barring from serving as an officer or director）。

依2004年6月判決結果，M. Keith Ives被判監禁51個月及行政罰款1,253,455美元以賠償在此股價操縱事件中的相對受害投資人及受騙購買T-Factor藥物之受害者，法院另永久禁止M. Keith Ives擔任公開發行公司之董事或經理人；Michael Harrison 則被判繳回不法獲利8,720美元（含利息727.96美元）。另依2005年1月之判決，James Kosta被

[83]白嘉眉、林玟汎，行政院金融監督管理委員會證券期貨局出國報告，參加美國證管會舉辦之國際證券執法及市場監視研討會報告，100 年 1 月。

判繳回不法獲利427,468美元（含利息91,750美元），惟因Kosta無償還能力，法院判其繳回50,000美元，並禁止其三年內參與任何低價股之募集增資。

### （四）Rockies Fund案[84]

#### 1. 本案事實

（1）Jhon Power 與 Stephen Calandrella 等人於 1993 年成立 Premier Concepts 公司，他們的海外友人 Ranald Butchard 知悉 Premier Concepts 公司計畫於 NASDAQ 上市，遂透過特殊發行程序於加拿大購入該公司 20 萬股，持股達 20%成為該公司大股東。然而事與願違，該公司遲未符合 NASDAQ 上市標準，無法上市。Butchard 遂與律師商量出脫持股，律師為避免違法，建議其不應私下轉讓，宜透過證券商交易。為此 Butchard 與友人 Power 與 Caladrella 商量，為避免他們受損，於 1994 年 6 月至 9 月間陸續透過證券商售出股份，但證券商收到賣出通知後不久，也會接到一筆或數筆買單承接，經證管會調查，多為 Power 與 Caladrella 的朋友、同事或其掌控之公司之買單。

（2）1994 年 7 月至 10 月間，Power 透過證券商多次買賣 Premier Concepts 公司股票，成交對象均為自己所掌控之私人公司 Power Curve 與其兄弟 Brain Power。Power 兄弟主張，之所以進行此類交易，目的是透過加拿大證券商寬鬆的信用交易與結算規定，使他們得以利用結算時間差進行資金融通，以應付短期資金需求。

#### 2. 證管會主張

證管會認為前段（1）之事實已構成相對委託，（2）之事實則構

[84] Rockies Fund, Inc. V. SEC,428 F.3d 1088 (D.C.Cir.2005).

成沖洗買賣與相對委託。但相關交易並非於全國性交易所進行，而係透過證券商櫃檯買賣，以店頭市場方式進行，故不適用「1934年證交法」Section 9，而改依Section 10（b）與Rule 10b-5中禁止操縱與欺騙之規定主張[85]。原則上只要證明當事人有欺騙、操縱或詐欺之主觀構成要件即可。本案當事人之行為均係明知而為，且交易期間內，市場價格之波動甚為明顯，且當事人所為抗辯之詞極為牽強，證管會認為已符合Section 10（b），而主張被告應負損害賠償責任。

**3. 上訴審法院見解**

哥倫比亞特區巡迴法院認為，對本案主觀構成要件之認定，究應採Section 9或Section 10（b）規定，應視當事人所為行為之特定意圖是否已被證明，但證管會未能滿足舉證責任。法院認為：Butchard出售持股係出自其自由意志，並分與Power或Calandrella共謀，或受到脅迫，且選擇在公開市場售出而非私下轉讓，係基於律師之建議，並無故意製造市場活絡假象。且證管會對Power與Calandrella共謀進行相對委託不能提出有力證據，無法證明二人有操縱市場之故意。據此法院認為：「此類行為存在，並不代表當事人一定有操縱證券之意圖」，且證管會對Power兄弟主張其目的係基於短期資金融通之抗辯，也無法提出有力反駁，故認為相關當事人之交易行為並未違法。

## 第二節　歐盟（英國、德國、法國）

歐盟於 2003 年 1 月 28 日公布「市場濫用指令」（Market Abuse

[85] 前註 80，Snata Fe Industries, Inc v. Green, 430 U.S.462, 476 (1977).

Directive，簡稱 MAD）[86]，除針對內線交易（Insider trading）及操縱市場（Market manipulation）兩大不法行為態樣，賦予統一定義與解釋，並試圖使各國依該指令之規定，訂定一致性行為認定要件與懲罰輕重之判斷標準。規範客體以指令 93/22/EEC 定義之「受規範市場」（Regulated market）交易之金融商品為限[87]。受各會員國法律規範定期運作之交易市場，必須符合由主管機關[88]頒布或核准之規定條件、市場運作的條件、進出市場的條件以及金融商品進入市場交易前所需具備的條件，並需遵守所有指令 93/22/EEC 中公開揭露及透明化相關的規定。

依 MAD Article 5 規定，會員國應禁止任何人介入市場操縱。Article 1 第 3 項試圖對「操縱市場行為」做更為完整之界定，詳細列舉可能發生操縱市場之行為態樣，其規範如下：

1. 交易或下單（Order）提供或可能提供有關金融商品之供、需狀況或價格之錯誤或足致他人誤信之信號（Signal）；或為個人或數人共同合作，以不正常或人為之手段鎖住（Secure）一個或數個金融商品之價格者。但涉及交易之人或執行買賣單之人證明其理由為正當，且這些交易或買賣單交易均為受規範市場有關規則規範之可接受的市場實務者，不在此限。
2. 交易或下單包含虛構設計或任何其他詭計或執行方法，係透過媒體（包含網路或其他方法）散播消息，以提供或可能提供金融商品相關之錯誤或足致他人誤信之信號，包括散播謠言與錯誤或足

[86]DIRECTIVE 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation (Market Abuse Directive), The European Parliament and of the Council, 28 January 2003.

[87]參見 1993 年 5 月 10 日歐盟委員會指令 93/22/EEC 第 1 條第 13 項關於證券投資服務的規定（簡稱「指令 93/22/EEC」），如：依可轉讓證券、集合投資計畫之單位、貨幣市場工具、金融期貨契約（含可用現金交割之商品）、遠期利率契約、利率、匯率與股權證券交換契約，以及為取得或處分上述種類之金融商品所發行之選擇權，如以匯率與利率所發行之選擇權等。現貨衍生性商品，及經許可在會員國境內受監管之市場交易之任何其他商品，或請求許可交易類此之商品者亦包含在內。

[88]「主管機關」（competent authority）指各會員國依本指令 Article 11 所任命之機構。

致他人誤信之新聞，而散播者係明知或可得而知該消息為錯誤或誤導。但新聞記者依其專業對所接觸之消息，依其專業原則而為散播行為，且未因此消息散播直接或間接獲取利益者，非屬利用內線交易[89]。又依 MAD Article 7、Article 8 規定，本指令不適用於下列行為：

（1）各會員國、歐洲央行系統、各國央行，或任何其他官方指定之機構團體，或任何上述機構團體之代理人，為貨幣、外匯或公共債券管理政策之目的所實施之交易。

（2）會員國採聯邦體系下之各州，或其他類似地方自治機關之公共債管理。

（3）以自己股票為附買回計畫交易，或依本指令 Article 17(2)[90]規定程序所制定之對特定金融商品穩定計畫之交易改善措施。

（4）各國國內法有關專業保密（professional secrecy）之規定，適用於所有為或曾經為主管機關或業者工作，或任何經主管機關授權之機關工作之人，包括審計人員與專家。專業秘密所涵蓋之資訊，除法律另有規定外，不得對其他任何人或機關揭露[91]。

歐盟 CESR 依 MAD 要求公布「市場實務」（Accepted Market Practice）[92]指引，目的為提供會員國於適用 MAD 時，如何判斷操縱市場之構成要件，並提供市場可能被操縱之警訊供會員國參考，及會員國發現疑似操作市場狀況時，向 CESR 申報相關交易之格式。本指

[89]必須是無指令第 11 條（Article 11）之狀況下，依其專業原則而為散播之行為。

[90]當引用本項時，1999/468/EC 決定之 Article 5 與 Article 7 應與本指令 Article 8 併同適用，但依此程序所制定之施行措施不得修改本指令之主要內容，見 MAD Article 17 第 2 項。

[91] 參見 MAD Article 13。

[92] Market Abuse Directive, Level3-first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, CESR/04-505b, 2004.

引認為操縱市場通常可藉由適當的市場微型架構措施（Market microstructure measures），如調整法規、禁止特定行為，或處罰市場參與者等方式加以避免。

## 壹、英國

### 一、反操縱行為之立法體系

#### （一）法律基礎

英國於 2000 年公布施行之「金融服務與市場法」（Financial Service and Markets Act 2000，簡稱 FSMA）為該國管理金融服務業與金融市場之根本大法，除將銀行、證券、保險、基金各業業務規範，並將違法行為之調查（Investigation）、處罰與調解（Mediation），專業法庭（Tribunal）與訴訟程序等納入規定。各金融服務業務與金融商品之細部規範，則授權與主管機關制訂軟性規則（Soft rules），並發布各類手冊（Handbook 或 Sourcebook）、解釋（Interpretation），搭配各業種之自律機構（如公會、協會或交易所）自行公布之規定來進行監理行為[93]。

FSMA 最大的特色為賦予主管機關廣泛的法規制定權，對內線交易與操縱市場行為之規範屬行政監管之性質，主要規定於第八章「市場濫用行為」專章第 118 條至第 131 條，提供英國境內市場濫用行為之規範架構與認定條件。同時賦予金融主管機關提出民事起訴（Civil offence）與行政罰執行之權力，並於該法填補「1933 年刑事審判法（CJA 1993）」無法涵蓋民事賠償責任之不足[94]。為使判斷標準更為明

[93]由於英國對金融市場之管理強調市場自律機制，為使管理行為有據，FSMA 授權主管機關可視市場與管理之需要訂定各類「指引」（Guidelines）為市場之細部規範（rules），各類指引統稱為「手冊」（The Handbook），對各類指引之增訂修改權可謂極具彈性。

[94] Kern Alexander, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge December 2001, http:// www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP222.pdf. 瀏覽日期：2013 年 5 月 31 日。

確，更授權主管機關依 FSMA 第 119 條規定，發布相關準則以制訂市場濫用行為之認定標準[95]。分述如下：

**1. 原則性規定**

依 FSMA Section 118（5）規定，意圖提供或可能對市場供求或單一投資或多種投資價格造成錯誤或誤導印象，或以不正常或人為之手段，鎖住一種或多種投資價格者，即屬市場濫用行為。當時主管機關 FSA 亦提出相關見解認為，下列行為涉及錯誤或誤導陳述以進行操縱市場之行為[96]：

（1）無正當理由[97]，企圖以影響收盤價之方式，於收盤時買進或賣出符合條件投資，以誤導投資人。

（2）沖洗買賣（Wash trades）：於無正當理由之情況下，以不改變受益權（Beneficial interest）或市場風險，或受益權或市場風險移轉僅限於共謀（Collusion）交易對手之方式，進行買進或賣出符合條件投資。為避免重複借券（Double lending/Borrowing）或為此進行之買回證券（Repo/Reverse repo）或其他相關交易，並不被認定為沖洗買賣。

（3）製造假象（Painting the tape）：進行一連串交易，意圖使公開大眾對符合條件之投資產生交易活絡或價格波動之之印象；且

（4）利用電子交易系統下單，以高於前次買價或低於前次賣價之

[95] CJA 1993 所未提及之「操縱市場」刑事責任部分，英國傳統司法實務認其屬於「詐欺行為」之一種，但在 FSMA 公布施行後，違反 FSMA 操縱市場禁止行為者，依該法第 397 條規定，賦予主管機關得對操縱市場行為提起刑事訴訟，可處以至少 7 年以上有期徒刑，惟並未對民事賠償責任有所規範。

[96] MAR2, Article 1.6.

[97] 所謂「無正當理由」（no legitimate reasons），例如：1.任何人意圖於幕後啟動（actuating）交易以吸引其他人加入交易，或持有部位，或使價格波動；2.任何人於從事交易背後另存有其他非法之理由；3.意圖製造錯誤或誤導訊息，以特定方式執行交易者。參 MAR 1，1.6.5，Financial Service Authority，http://www.FSA.gov.uk。另 FSA 於 MAR 1，1.6.6 另舉例說明具「正當理由」之行為：1.基於法律預先規定，對第三人應盡之義務者；2.執行交易係基於市場運作公平與效率之需要；3.一般可由建立新部位對市場曝險程度來觀察，而非結束部位以移除市場風險為考量；4.交易係遵循受規範市場自律規則之要求。

方式，於交易執行前取款，意圖製造符合條件投資之供求熱絡印象以誤導大眾。

（5）鎖住下列符合條件投資價格之行為涉及操縱市場：

A 任何人無正當理由進行交易或買賣，或與他人共謀，買進或賣出可鎖住控制供求之部位（Dominate collusion），以直接或間接影響或修正買進或賣出價格，或製造其他不公平交易條件之投資。

B 交易之買賣雙方為同一人，同時或幾近同時，以相同價格與數量相互買賣，或為不同人共謀，無正當理由進行相互買賣。但遵守法律或交易平台自律規定所進行之合法交易[98]者不在此限。

C 無正當理由於電子交易系統下小買賣單（Small orders），以高於前次買價或低於前次賣價之方式進行交易，以帶動符合條件投資之價格。

D 濫用擠壓（Abusive squeeze）[99]：

a. 對符合條件投資，相關投資，或發行衍生性商品契約之市場供求或交割機制有顯著影響；

b. 直接或間接擁有符合條件投資，相關投資，或待交割之商品部位一定數量；

c. 意圖扭曲價格而持有一定部位，以交割、取得交割單，或延遲交割滿足與符合條件投資有關之義務。

E 從事符合條件投資之雙方，於交易開始後，共謀取得更多部位，以迫使符合條件投資之價格至人為設定之價格（Artificial level）並由投資人處獲利後賣出該符合條件之

[98] 此合法相互交易被稱之為 Crossing trades。

[99] 濫用擠壓此類交易型態，多發生於期貨交易，香港有稱之為軋空（多）交易。

投資者。

F 為避免對發行人發生負面結果（如信用評等降級之情形），與員工進行交易或買賣單，使價格跌至一定程度。

（6）意圖利用其他市場，以不當影響於其他市場或交易平台交易之符合條件投資之價格。

**2. 影響市場價格**

依 FSMA Section 118（6）規定，運用虛構設計或任何其他欺騙之方式或設計，意圖影響交易或買賣單以進行交易者為操縱市場行為。主管機關另說明其要件如下：

（1）利用偶而或定期（Occasional or regular）藉由傳統或電子媒體對符合資格投資（或間接對發行人）發表意見之機會，於事前即取得符合資格投資一定部位，且因其意見對金融商品價格產生影響力而獲利，卻未同時以適當且有效率之方式對大眾揭露其涉及利益衝突之情形者；

（2）為確保（鎖住）對符合資格條件投資之所有權，進行之一宗或一系列交易，卻未依規定據實揭露對該投資之持股狀況，此類交易因資訊遭誤導，多使市場風險伴隨賣方。

（3）炒作（Pump and dump）：為哄抬股價、逢高賣出之行為，如買入符合資格條件投資之買權後，對外散播誤導他人之假多頭消息（Positive information），再於拉抬價格後賣出獲利。

（4）放空換現（Trash and cash）：買入符合資格條件投資之賣權後，對外散播誤導他人之假空頭消息（negative information），以摜壓商品價格，再執行賣權以原契約條件之較高價格獲利。

**3. 散布不實消息（Dissemination）**

依 FSMA Section 118（7）規定：「任何人明知或可得而知（could reasonably be expected to have known）有關符合資格條件之投資的資

訊為錯誤或誤導，卻以任何方式加以散播者。」又依 FSMA Section 118A（4）之規定，為達到 Section 118（7）規範之目的，若散播資訊之行為人為記者，除需遵循其職業道德規範外，必須未直接或間接自散播資訊之行為獲利者，方可豁免。而依 FCA 規定，下列行為可能視為「散播不實消息」：

（1）以故意或重大過失，透過媒體散布符合資格條件投資之錯誤或誤導資訊，包括透過經認可資訊服務機構（RIS）或相似之資訊傳播管道。

（2）為提供符合資格條件投資錯誤或誤導印象，而進行之一連串行為（連續行為）。

故決定「散布」是否為市場濫用之關鍵，在於一個正常與理性之人明知或可得而知，於任何狀況下該資訊居為錯誤或誤導，仍然進行散播行為，即屬於不法。如：於網路布告欄或聊天室張貼含有錯誤或誤導陳述之公司併購資訊，且資訊為錯誤或誤導係行為所明知者。

4. **以誤導行為扭曲市場**

依 FSMA Section 118（8）規定，行為雖非前述各種市場濫用（不法）行為，但可能提供市場一般使用者錯誤或誤導之印象，影響市場供求或價量；或其投資行為將會，或可能會為市場一般使用者納為考量，致扭曲或將可能扭曲市場現況，亦可能被認定為市場濫用行為。依主管機關[100]見解，以人為方法引發現貨股票之波動，可能製造市場供求誤導性印象，並使商品期貨契約之價量或交割狀況產生波動即屬

[100]原主管機關 FSA 已由金融行為監理局（Financial Conduct Authority，FCA）取代，負責消費者保護，以更嚴格的標準規範金融服務業執行業務之行為，制訂強制性規定以提振對金融服務業的信心與透明度。另基於行政與司法分立原則，由司法部另行成立經濟犯罪司（Economic Crime Agency）負責打擊經濟犯罪。A new approach to financial regulation: building a stronger system, HM Treasury, February 2011. http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult_newfinancial_regulation 170211.pdf 瀏覽日期：2013 年 5 月 31 日。

之。違反指令之市場操縱行為，需符合觸犯「引進、置換錯誤且誤導資訊與扭曲市場之行為」。

**5. 豁免規定**

不屬市場濫用之交易行為，如買回計畫（Buy-back programs）與市場穩定措施，必須依 MAR1 與 MAR2 有關條款之規定進行，方可為之。若金融業之投資交易已遵循「商業行為準則 COB」2.4.4R（1）之中國牆（Chinese walls）[101]及「揭露規則」（Disclosure Rules）之規範，亦可主張其行為豁免市場濫用禁止條款。

## （二）操縱行為之型態

為配合歐盟 MAD 指令規範一致性，並兼顧維持英國資本市場之秩序與公平，2005 年起主管機關 FSA（FCA 前身）修正檢視相關法令，將市場濫用要件規範於 MAR（Market Conduct Sourcebook）[102]。主管機關認為下列因素可能是決定行為人是否濫用市場之要件：

1. 與符合資格條件投資有關之買賣單程度或所執行之交易是否於其日均量占有顯著比重，特別是相關活動可能造成符合條件投資之價格的顯著改變；
2. 符合條件投資有關之買賣單的程度或所執行之交易，其買進或賣出顯著部位將引起該投資或於該投資有關於受規範市場中交易之衍生性商品或資產證券化商品價格之顯著波動；
3. 雖未對於受規範市場交易之符合條件投資的受益權（Beneficial

[101] In business, a “Chinese wall” is an information barrier implemented within a firm organization to prevent exchanges of information that could cause conflicts of interest. For example, a Chinese wall may be erected to separate and isolate persons who make investment decisions from persons who are privy to undisclosed material information which may influence those decisions. In general, all firms are required to develop, implement, and enforce reasonable policies and procedures to safeguard insider information and to ensure that no improper trading occurs. Although specific procedures are not mandated, adopted practices must be formalized in writing and be appropriate and sufficient. Procedures should address the following areas: education of employees, containment of inside information, restriction of transactions, and trading surveillance.

[102] FSA publishes rules implementing Market Abuse Directive, FSA/PN/029/2005, http:// www.fsa .gov.uk/Pages/Library/Communication/PR/2005/029.shtml, 22 March 2005.

ownership）造成改變，亦在所不論；

4. 與符合資格條件投資有關之買賣單程度或所執行之交易於短期內部位反轉（Position reversals），且占受規範市場之符合條件投資交易日均量顯著比重，且可能伴隨該投資價格顯著變化；
5. 其他鎖住價量、不正常（Abnormal）或人為控制價格水準（Artificial price level）之行為[103]。

## 二、操縱行為之民事責任概述

### （一）請求權人及請求對象

FSMA賦予主管機關得進行民事（Civil）、刑事（Criminal）與自律（Disciplinary）等方面之強制手段，依FSMA第168條規定，金融行為監理局（Financial Conduct Authority，下稱為FCA，前身為Financial Service Authority，FSA）[104]享有對操縱市場行為進行調查之權限，若FCA發現市場上存有操縱行為之可能，可以對相關行為進行資訊蒐集，並要求受調查之人提供文件[105]。FCA毋須於是事前告知受調查之人其將進行調查程序，反之，被調查之人有配合調查之義務，且無正當理由不得拒絕提供資料，所提供之資料不得有虛偽或隱匿情事。

如果FCA認定有涉及市場不法行為，有權根據FSMA第123條規定，對不法行為提出民事訴訟，並施以行政罰鍰[106]。但同條第2項規定行為人抗辯事由，供行為人阻止FCA採取進一步行動。同法第127

[103] FCA，MAR 1.6.10，http://fshandbook.info/FS/html/FCA 瀏覽日期：2013 年 5 月 20 日。

[104] 2013 年 4 月 1 日起，英國金融監理改由審慎監理局 PRA 與金融行為監理局 FCA 執行，並透過二者簽署合作備忘錄之方式，共同分享執掌事務所獲之資訊與資料。FCA 著重於業務行為方向之監理，原 FSA 大部分業務轉由 FCA 執行。

[105] Section 168 of FSMA, http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/section/168 瀏覽日期：2013 年 5 月 31 日。

[106] 金融服務暨市場法（FSMA）第123 條規定，主管機關認為某人（以下稱行為人）：（1）正在或曾經為市場濫用之行為；或（2）以行為或不行為，要求或促使他人為行為，而該行為若係由市場濫用人所為者，構成市場濫用。主管機關得對市場濫用人處以其認為適當金額之罰鍰。

條第1項至第4項規定，若行為人無法說服FCA決議採納其抗辯，FCA可決定是否進行處罰。行為人不服FCA處罰決定，於收到通知後，於受到通知後28日提交金融服務與市場法庭（Financial Service and Market Tribunal）審查裁罰是否合理，惟此仍屬行政程序與行政罰之範疇[107]。若行為人對法庭裁定不符，可直接上訴至各地區上訴法院（Court of Appeal）。

FCA確定有操縱市場情形發生，可採行之裁決如下：

**1. 罰款**

FCA在操縱市場案件中最常行使之決定，透過行政處分課與行為人負起操縱市場民事責任，雖無金額上限，但受到FSMA第124條第2項規定條件之限制[108]：

（1）該行為是否對市場有不當影響，及其影響之程度；

（2）行為人是否出於故意或重大過失；

（3）行為人是否為自然人？以免負擔過重

**2. 聲明**

僅透過發布聲明使行為人遭受名譽上的不利益，但須考慮：

（1）行為人獲有利益或避免損失，則傾向課處罰款；

（2）行為越重，越傾向課處罰款；

（3）配合FCA調查或自願賠償受損害人者，可採發布聲明之方式；

（4）過去是否有類似案件可援引；

（5）行為人之守法紀錄；

---

[107] Section 127 of FSMA: Decision notices and right to refer to Tribunal. (1)If the Authority decides to take action against a person under section 123, it must give him a decision notice. (2)A decision notice about the imposition of a penalty must state the amount of the penalty. .(3)A decision notice about the publication of a statement must set out the terms of the statement. .(4)If the Authority decides to take action against a person under section 123, that person may refer the matter to the Tribunal.

[108] Section 124 of FSMA, http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/section/124 瀏覽日期：2013 年 5 月 31 日。

（6）課處罰鍰對行為人之影響。

**3. 聲請發布禁制令**

（1）責令停止違法行為：針對當事人涉嫌操縱市場，或正在從事，或已完成操縱市場行為者，並可連續為責令停止處分。

（2）責令採取補救行動：行為人從事操縱市場行為，若其違法行為所造成之破壞有補償之可能（包括減輕損害）時，FCA得請求法院發布命令，要求行為人採取該補救措施。

（3）限制處分資產命令：為防止涉案人員處分資產以規避法律責任，經FCA申請，法院可以發布命令，限制涉嫌從事操縱市場的行為人處分其資產。

**4. 回復原狀命令**

命令行為人歸還因操縱市場所受之利益，對因操縱市場而遭受損失之投資人而言，屬於可實際填補損失之方法。申請回復原狀命令應向高等法院為之，但若命令對象為經FCA特許從事金融活動之Authorized Person，FCA毋須透過法院即可發布此命令。發布要件如下：

（1）行為人確定參與操縱市場行為，或行為人透過作為或不作為要求或引誘他人參與操縱市場行為。

（2）不法行為人因此獲利或其他主體因此遭受損害。

**（二）因果關係及舉證責任**

**1. 因果關係之證明**

英國判斷民事案件因果關係之依據為 1995 年「民事證據法」與「1999 年民事訴訟規則」，並無獨立之行政證據法，故操縱市場民事責任因果關係之證明，係適用上開法律。

**2. 舉證責任**

證據證明標準（Standard of proof）分為刑事和非刑事案件兩種：刑事案件奉行「排除合理懷疑」標準（Proof beyond reasonable doubt），非刑事案件奉行「或然率平衡」標準（Proof on the balance of probabilities）。故與刑事證明標準相比，或然率平衡的要求遠低於「排除合理懷疑」標準的要求，因為排除合理懷疑僅次於「絕對確定」的高標準。以或然率平衡標準來看，原告主張的事實雖然不要求非常可能，但其存在的可能性一定大於不可能，必須有 50%以上的確信度證明事實存在。故身為執法機構的 FCA，所提出的證據必須比當事人的反證更有說服力或更令人信服（Convincing）。此外，依「市場行為準則」（Code of Conduct）規定，證明操縱市場行為違法係由 FCA 承擔證明責任（Burden of proof），目前在 FSMA 法律條文與 FCA 相關指引與規則中，尚無舉證責任倒置或轉換的規定。

有關請求權時效，英國另訂有 1980 年時效法(The Limintation Act of 1980）第 2 條、第 14A 條規定，一般侵權行為為自損害事實發生時起 15 年，或被害人知悉損害發生時起 3 年內部行使而消滅[109]。

### （三）損害賠償範圍及計算方式

FSMA Section 90A 雖規定被告應對請求權人因誤導性或隱匿資訊所導致之損失負賠償責任，但並未明文衡量損害之方法，亦未規範任何直接負責機構（Direct authority）。論者認為難以認定此一權利究竟屬詐欺侵權？抑或過失誤導行為侵權？前者法律效果為回復原狀，應負擔取得證券人所有損失；後者僅賠償因過失導致錯誤或誤導性陳述所生之損害。由於此為訴訟程序上之攻防重點，故法院適用本條時採用不同見解，將使個案損害賠償範圍差異甚大。

[109] Limitation Act 1980, s. 2. If latent damage is discovered, the claimant will have three years from the date at which the claimant is deemed to have known of the damage to make a claim in negligence, up to a maximum of 15 years from the accrual of the cause of action: Limitation Act 1980, ss. 14A and . http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1980/58 瀏覽日期：2013 年 12 月 13 日。

因 FSMA 屬行政法，依本條規定之賠償責任屬於民事處罰（Civil Penalty），投資大眾不須證明發行人之行為有故意或過失，舉證責任較普通法詐欺行為為輕，可獲得賠償金額亦較依民事侵權行為法請求可獲得之賠償為低[110]。若欲獲得更完整之賠償，即需依傳統侵權行為法之規定請求。

## 三、案例-FSA（FCA 前身）控告瑞士基金經理人操縱市場案[111]

FSA 控告瑞士某基金管理公司及其主要股東操縱英國 LSE 上市公司股價乙案，本案涉及交易人員之下單行為是否協助操縱行為。由於操縱市場案件涉及金融業者與個人間之糾紛，通常因節省時間與費用因素，多以行政程序裁罰與調解程序解決，鮮有至法院訴訟者。但近年來部分個案顯示，行為人透過法院訴訟，反而有免除監理機關行政裁罰之機會。以本案為例，交易員 David Hobbs 聯絡經紀商 Andrew Kerr 執行咖啡期貨交易，Kerr 於收盤前最後一分鐘買進大量部位，拉高咖啡期貨價格尾盤價格，並影響相關選擇權價格。FSA 認為 Hobbs 意圖影響咖啡期貨與選擇權市場價格，構成操縱市場行為，而 Kerr 則「鼓勵且協助」進行操縱交易。

2010 年 6 月 FSA 以 Kerr 構成濫用市場行為（Market abuse）為由罰鍰 10 萬英鎊；但 Hobbs 對 FSA 禁制令並裁罰 17 萬 5 千英鎊之決定不服，轉向上級法院申訴。Hobbs 主張其買進咖啡期貨係為手上

[110] "A civil penalty or civil fine is a financial penalty imposed by a government agency as restitution for wrongdoing. The wrongdoing is typically defined by a codification of legislation, regulations, and decrees. The civil fine is not considered to be a criminal punishment, because it is primarily sought in order to compensate the state for harm done to it, rather than to punish the wrongful conduct. As such, a civil penalty, in itself, will not carry jail time or other legal penalties. For example, if a person were to dump toxic waste in a state park, the state would have the same right to seek to recover the cost of cleaning up the mess as would a private land owner, and to bring the complaint to a court of law, if necessary". Ronald B. Standle, Differences between Civil and Criminal Law in the USA, 1998. .http://www.rbs2.com/cc.htm 瀏覽日期：2013 年 5 月 31 日。

[111] Freshfields Bruckhaus Deringer llp, European market abuse news, winter 2012, Pub. February 2013. http://www.freshfields.com/uploadedFiles/SiteWide/Knowledge/European%20market%20abuse%20news%20-%20Winter%202012.pdf 瀏覽日期：2013 年 5 月 31 日。

持有的賣權部位避險，並無操縱市場意圖[112]，Kerr 也重申同一立場。但 FSA 堅稱 Kerr 下單之舉動提供市場（LIFFE）錯誤資訊，使其他投資人接受錯誤資訊而為不當之反應。上級（稅及衡平）法庭（Tribunal）於 2012 年 9 月判決交易員應負 55 萬英鎊至 65 萬英磅罰鍰，罰緩金額由 FSA 視其責任比例決定，2012 年 11 月法院命 FSA 不得再對 Hobbs 為新的處罰。

## 貳、德國

### 一、反操縱行為之立法體系

#### （一）法律基礎

德國政府為整合證券及期貨市場，以達成資源有效利用，於1994年頒布「第二次金融市場促進法」（Second Financial Promotion Act），並於同年7月26日公布「證交法」（以下稱WpHG），對證券暨期貨市場之定義與進入條件等訂定完整規範。2001年9月德國宣布「第四次金融市場強化法」（The Fourth Financial Markets Enhancement Act），以改善個別投資人保護，並修訂相關法規。2003年3月公布「2006年金融市場強化方案」（Financial Market Promotion Plan 2006），以發展德國成為一個具競爭力的現代化金融中心為目標，目的在重拾投資人信心，及吸引國際投資者，重點為整合證券市場相關法規，並強化企業誠信與落實企業責任。

#### 1. 證券交易法（Securities Trading Act，簡稱WpHG）

全文分為13章共47條[113]。簡要說明如下表：

[112] David Hobbs v FSA, FS /2010 /0024. See also FSA final notice dated 2 June 2010. 瀏覽日期：2013年5月31日。

[113] 非於交易所上市之證券，其交易則係受證券買賣公開說明書法(Securities Sales Prospectus

| 章節名稱 | 條號 | 規範內容摘要 |
|---|---|---|
| 第一章<br>適用範圍、釋義 | §1~§2b | 規範本法之適用範圍，並詳細定義證券、衍生性商品、金融商品等內容。 |
| 第二章<br>聯邦金融監督管理局 | §3~§11 | 本章提供BaFin之設置法源及職權內容，BaFin下設證券委員會，該委員會中包含各邦的代表，並諮詢來自市場中的產、官、學各界專家。 |
| 第三章<br>監視內部人 | §12~§20 | 本章規範內部人、內線證券（Insider securities）、內線消息之定義，以及對內部人交易之限制，一旦違反本章規定，即禁止其「取得與處分金融商品」（Acquisition and disposal financial instruments）並規定聯邦金融監管局對內部人交易之監督方式，以及觸犯規定之刑事罰等[114]。 |
| 第四章<br>有價證券交易之禁止事項與市場價格操縱之監視 | §20a~<br>§20b | 受規範市場之發行人應公布所有對財務業務或證券價格有重大影響之事件，未公開發行者則不適用此規範，違反者將處以罰款。BaFin負責監督發行人是否符合證券交易法案之揭露規定，交易執行委員會(Exchange Operating Board)負責判斷公告之訊息是否需暫停交易。 |
| 第五章<br>上市公司持股異動之通知及揭露 | §21~§30 | 本章對應向主管機關通知持股數量者之資格條件加以定義，並依各種投票權通知屬性，訂定應為揭露之時點與內容。除發行人持股，與關係企業之持股外，修正後之新法更將金融商品持有人納入應為通知與揭露之範圍。另針對特定狀況與條件，訂定豁免通知與揭露之義務。 |
| 第五a章<br>行使有價證券權利之必要資訊 | §30a~§30g | 本章針對發行人對證券持有人的義務、利用遠距資訊系統（如電子公報）傳輸或認可資料的公開、對歐盟及EEA等地區發行人相關條款、額外資訊的公開，以及關於相關資訊公開之豁免條款等，進行規範。 |
| 第六章<br>商業行為責任、組織要求、透明度責任 | §31~§37 | 本章針對金融業商業行為應遵守之規範與責任、受客戶委託進行交易行為或為其管理資產時，應注意之行為規範與及對所提供之商品與服務之資訊揭露責任等予以詳細規範。並將原「交易所法」規範之事項納入本章。 |
| 第七章<br>怠於公開之賠償責任 | §37b~§37c | 資訊公開與透明是證券市場公平交易的不二法門，因此本法特別針對未即時公開影響股票價格之重要事實、或散布與股價相關之不實事實，必須要負損害賠償責任的規定。 |

Act，德文Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz)規範，該法之詳細條文內容可至BaFin 網站查詢，本文擬以說明規範於交易所上市之證券法規為主。

[114] Jürgen van Kann, Karen C. Wiedemann & Clemens Just, German Securities Trading Law - New Share Ownership Notification Rules, http://www.germanlawjournal.com/ print.php?id=804 瀏覽日期：2009年8月10日。

| 章節名稱 | 條號 | 規範內容摘要 |
|---|---|---|
| 第十一章<br>企業財務報表的監督、財務報告的公開—第一項企業財務報表的監督 | §37n~§37u | 包括對企業財務報表及財務報告的審計、主管機關之檢查權限與檢查時機、其他主管機關之認可、國際合作、檢查結果之報告與不符檢查結果之申訴程序等。 |
| 第十一章<br>企業財務報表的監督、財務報告的公開—第二項企業財務報告的公開及傳送 | §37v~§37z | 本章包括企業年度財務報告、半年報、期中管理報告、合併財報等之相關規範。公告語言應使用德文，依主要標準上市之公司，亦需公告英文版本。在公告前，所有訊息應送至金融監管局及交易執行委員會。 主要標準上市之揭露事項包括：(1)年度財務報告：需以國際會計準則(IFRS)或美國一般會計準則(US GAAP)編製。使用語言為德文及英文，未在德國註冊之公司可僅使用英文。(2) 年度財務報告公告期限（含合併報表）：需於年度結束後4個月內連同電子檔檢送管理委員會，由該會以網路公告之。 (3)季報：使用語言為德文及英文，未在德國註冊之公司可僅使用英文。(4) 季報公告期限：期間結束之2個月連同電子檔檢送管理委員會，由該會以網路公告之。 (5) 每年年初需以德文及英文公告發行公司年度計畫(Corporate Action Timetable)，包含股東會日期，記者會，及分析師會談日期，並以電子格式送交管理委員會，由該會以網路公告之。(6) 一年至少舉行一次分析師會談(Meeting of Analysts)，宣布公司營運成果。 (7) 所有公告及重大訊息均需同時以英文發布。 |
| 第十二章<br>刑事及行政罰條款 | §38~§40a | 對於違反內線交易者（§14），處以刑事制裁。其他有關違反申報義務（§9）、申報義務人的通知義務（§21）、表決權追加計算（§22），以及對影響股價的事實疏於通知和公告（§15）等，則處以行政罰。 |
| 第十三章<br>轉換條款 | §41~§47 | 有關前面條款有關通知或公開之要件、§11之賠償費用認定、§37a有關損害賠償之範圍限制、外國受規範市場之範圍，以及歐盟資訊透明指令適用法（TDI）之轉換適用等解釋性條文。 |

表3-1　德國證交法章節說明

資料來源：本研究整理，相關條文可至 http://www.bafin.de/cln_109 /nn_720786 /SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetze/wphg_en.html#doc721676bodyText 105 查閱，瀏覽日期，2013 年 1 月 10 日。

## 2. 配合 MAD 修改之法規

為因應歐盟頒布 MAD 指令進程，德國政府於 2004 年 12 月修改

「證交法」，並公布「投資人保護改善法」[115]（Investor Protection Improment Act，簡稱 AnSVG ）。主要修訂內容包括：內線交易、市場操縱等不法行為，交付公開說明書義務與責任等條款。由於所修訂之法律龐雜，為使業者易於遵循，並提供投資人參考，BaFin 將相關修正內容統一整理，於 2005 年 7 月 15 日公布「發行人指引」（Issuer Guideline）[116]。德國財政部並配合制訂三個行政命令（Ordinances）[117]，簡要敘述相關修法重點如下：

**（1）**WpHG 第 20a 條「操縱市場禁止」

依新修正 WpHG 第 20a 條規定，操縱市場禁止規定涵蓋範圍包括證券交易所交易之金融商品，以及經許可於公開市場進行交易者。行為態樣則由錯誤陳述，擴及至誤導性陳述亦屬之。同時，本法也禁止為對市場供求，或金融商品在交易所或市場價格，製造人為價格波動之目的，引發錯誤或誤導訊號而執行交易或買賣單。並另外對進行金融商品價格穩定措施，及依 2003 年公布之歐盟法規 EC 第 2273 號所允許之股票買回計畫交易（Buy-back programs），訂定所謂「安全港」（Safe harbor）之違法責任豁免條款。經過修法後，違反操縱禁止之行為相較於舊法更易成立，且除故意外，因重大過失（Reckless）而違反此一規定者，亦納入處罰。

（2）WpHG 第 34b 條「金融商品分析人員」

透過修法擴大分析人員範圍，不限於證券業，及於所有金融商品

[115] 原文為 Anlegerschutzverbessserungsgesetz，英譯名有稱之為 Investor Protection Enhancement Act 或 Investor Protection Implementation Act 等，參見 German Business Group Update, Protecting Investors in Germany, November 2004, http://www.ashurst.com，瀏覽日期 2013 年 6 月 20 日。

[116] BaFin, Issure guideline, http://www.bafin.de/cln_108/nn_720494/SharedDocs/Downloads/EN/Service/Broschueren/Emittenten.html?__nnn=true，瀏覽日期 2013 年 6 月 20 日。

[117] 包括：1.2004 年 12 月 13 日：「依證交法規定之通知與揭露責任與維護內部人名單責任」（Ordinance specifying Duties to Notify, Inform and Disclose and the Duty to Maintain Insider registers according to the Securities Trading Act，簡稱 WpAIV）；2. 2004 年 12 月 17 日：「金融商品分析人員」（Ordinance on the Analysis of Financial Intruments，簡稱 FinAnV）; 3. 2005 年 3 月 1 日「操縱市場定義規則」（Market Manipulation Definition Regulation，簡稱 MaKonV）。

分析人員，因職務而接觸分析資訊，或未受雇於任何機構之自由分析人員（Freelance）或金融商品發行人。只要任何基於其專業或為業務活動之一部分，從事製作或散布金融分析之自然人與法人，依第 34c 條之規定，應主動通知主管機關[118]；但下列之人不在此限：

A. 投資服務業者、投資公司與開放型基金，其業務執行本即為 BaFin 所知悉。

B. 受雇於上述應通知主管機關之人的獨立分析人員（Individual analyst）。

C. 遵守自律規範之新聞記者。

**3. 「投資人保護促進法」相關修正**

德國國會於 2005 年 7 月 1 日全面施行 AnSVG，該法案屬於包裹立法，針對「證交法」及其相關規定，依歐盟指令之要求進行修正，除將「證券」擴大範圍至「金融商品」，故包括貨幣市場工具、衍生性商品、有價證券認購權利，及其他經德國或歐盟會員國認可市場所掛牌交易之商品均納入規範。除擴大商品規範範圍，也擴大 WpHG 之適用範圍，由原先之交易所，擴大至店頭市場交易，甚至及於與德國證交所掛牌商品有關之海外金融商品交易。與市場操縱有關之規定敘述如下：

（1） AnSVG 除禁止對資產評估之重要是向為任何錯誤陳述外，並將禁止規定擴及至任何誤導性陳述。若交易行為經確認符合「市場實務」（Accept market practice），且具合理理由進行交易者，即豁免操縱市場禁止規定之適用。但交易行為必須符合市場期待並經 BaFin 認可符合市場實務，但不被認可為符合市場實務者並不會自動構成市場操縱行為，此仍有賴法院之

[118] BaFin 依本條規定，制訂申報表格，放置於網站上供需要者下載使用。

最終判斷。

（2） 為增進投資人保護，BaFin 依據本法規定可對涉嫌違反 WpHG 之行為發動監視與追訴權。BaFin 本其職權得隨時間監視市場行為是否遵循 WpHG 相關法律規定與要求，並得為適當命令或處置以確保法令遵循。BaFin 於市場出現不法行為與內線交易之案件時，得暫時禁止或延後金融商品交易，BaFin 亦有權傳喚與質問嫌疑人，並要求提出相關資訊與文件。BaFin 若為此必須公開資訊或為揭露時，其依 WpHG 規定進行公開揭露之費用由應負責任者支付。

（3） 分析師之監管：AnSVG 擴大現行法規範範圍，除在主管機關註冊之證券服務提供者所雇用之分析師外，擴大至所有金融商品分析人員，未受僱於企業的獨立分析師亦包括在內，範圍更涵蓋已取得專業認可或正準備取得專業認可之分析人員。由於進行證券分析研究，以及投資策略之相關建議，必須具有一定程度之專業、謹慎與認知，並應揭露任何可能之利益衝突。AnSVG 要求任何傳遞行為或對大眾散布消息之行為，均應加以揭露。外部分析人員研究之摘要只能在其內容為明確、無誤導，且消息係來自於原始文件者（Reference is made to the source document）方可進行傳遞。

## （二）操縱行為之型態

WpHG第20條以下有關「禁止操縱市場條款」，為資訊通知與揭露義務規範架構之一部分，由於資訊透明度為金融商品的評價之重要關鍵，故錯誤或誤導陳述為禁止行為，發行人應思考如何合法且適當揭露資訊，以避免操縱市場行為發生。相對於適當揭露義務，操縱市場條款所規定之範圍遠較其為廣，通常也及於受管理之非官方市場

（Regulated Unofficial Market，德文：Freiverkehr）之金融商品。

1. 製造錯誤或誤導性陳述，致使金融商品之評價產生顯著影響，或法律規定應予揭露之事項未予揭露，且對金融商品在交易所或其他市場交易價格產生影響。

（1）陳述

製造陳述（Making a statement）指於可資辨別狀況（Verifiable circumstances）下，依法律規定對外宣言之情形。陳述不需要以印刷或出版方式為之，或使廣大公眾所取得。事實上，只要至少為行為人以外之一人所知（Take notice）即可。陳述多半係遵循揭露義務而來，如在法人說明會或與分析師會談中為自願性陳述，或在與投資人或其顧問間之一對一會談中，或對特定媒體或財經新聞網絡（Wire）透露或說明消息，均屬陳述之一種。不論其為口頭、書面或正式文件，甚至透過電子郵件或在網路發表均屬之。陳述事實本身，以及對此一陳述加以評論、分析，甚至依據此一陳述進而為預測，只要其核心事實並非真實，即可能誤導投資人。若資訊完全為不真實，如謠言、不具事實基礎的推薦或警告等，亦為本法禁止範圍，屬於第20a條第（1）項第1段與第3段所稱之「其他欺騙行為」（Other deceptive act）。

（2）錯誤

陳述若無法反映真實狀況（如：事實陳述事後結果為不真實），亦成為錯誤陳述。故發行人於使用相關事實前，應對其真實程度加以辨識，以作為其本身陳述、對陳述發表意見、評價或預測之基礎。發行人若未加以辨識即對外據以陳述，也可能觸犯「禁止操縱市場條款」。

（3）誤導

指資訊之內容雖然為真實，但在呈現與表達過程中對資訊接收者導入錯誤印象，遂導致陳述為欺騙。例如：在增資公開說明書中，發行人指出因應未來需求增加，必須增加特定商品產量。此部分敘述為真，但發行人並未說明其公司所生產的產品並未符合市場要求，導致銷量下滑之事實，則發行人之陳述即有誤導之虞。

**2. 更正義務**

任何負責任之人（或任何人基於其個人之目的使用陳述之內容者）明知陳述為錯誤或有誤導之虞，應予更正、完整陳述，或更新陳述。若錯誤或誤導資訊曾依WpHG規定之特定事實揭露規定對外公開，依同法第15條第（2）項第2段規定，須再依特定事實揭露規定更正。

（1）未依法令規定進行揭露

事實與評價錯誤或誤導陳述，對金融商品之評價將產生顯著性的影響，理性投資人於進行投資決定時會將之納入考量。只要任何與金融商品評價有關之資訊，未依法令規定揭露影響評價之可能情形，亦被認定為錯誤或誤導陳述。

（2）未公開揭露之資訊

該資訊可能影響金融商品評價，必須立即揭露，但卻因某些因素而未予揭露之情形；或是未依揭露規範格式要求進行揭露之情形。例如：發行人未依WpHG第15條規定，依指定格式，完整履行揭露義務，反而僅在該公司所主事務所所在地，對地方媒體公開該資訊。

**3. 影響交易所或市場價格之可能性**

違反禁止操縱市場條款之揭露行為，必須所揭露之內容（或未予揭露之內容）對金融商品在交易所或其他市場之價格有所影響，才能

成立。但對比同法第13條，明文規定內線消息必須對交易所或市場價格有顯著影響（Significant effect），在同法第15條之應揭露資訊部分，卻並未明文規定必須具有「顯著」影響[119]。參考德國主管機關公布之「發行人指引」指出：在操縱市場規範上，不需要錯誤陳述或未予揭露之資訊對市場價格有顯著影響，只要對市場價格可能造成影響即為以足，該條款亦不要求實際發生之買進或賣出行為，作為構成操縱市場之必要條件[120]。同時，如何客觀評價此一錯誤或誤導影響價格之可能性，亦有爭議。惟主管機關認為陳述是否以資本市場或市場參與者為對象亦非所問，例如：某發行人董事會成員，在接受一家甚受歡迎的雜誌專訪時，對公司之事務為錯誤陳述；或是某公司董事會成員，對某位持有該公司大量股權之私人投資人，為防止該股東透過交易所市場大量賣出股票，對其為錯誤陳述，使其參與任何與交易所有關之活動，這些行為仍有觸犯禁止操縱市場條款。

**4. 謠言（Rumor）與推薦行為**

謠言、不具事實佐證之推薦或警示行為，雖因缺乏事實基礎（factual basis），難以定義為錯誤陳述，但因該等資訊之傳播，仍可能構成第20a條第（1）項第3段之「其他欺騙行為」，仍為禁止操縱市場條款之規範範圍。

**5. 懲罰規定**

禁止操縱市場之賠償責任可分為行政責任與刑事責任兩方面，而究竟是負行政或刑事責任，則決定於下列兩個因素：

（1） 對交易所或市場價格之影響程度；及

（2） 違法行為是否為故意或僅係為過失。

若交易所或市場價格確實受到違法行為之影響，且行為人為故意

[119] 依 BaFin 對 WpHG 條文之英譯，在第 15 條之規定為：“…..have an effect on the exchange or market price ……”。

[120]BaFin, Issuer Guideline, VI.3.2.5, July 2005, p91.瀏覽日期：2012 年 5 月 30 日。

（willfully），則依WpHG第38條第（1）項第1款與第2款規定，及第38條第（2）項第11款規定（配合第20a條第（1）項），為5年以下有期徒刑。而同法第38條第（2）項更規定，「臨時起意」（contingent intent）亦為充分的主觀構成要件。因此，構成刑事處罰之構成要件，為：

（1）負有義務之人已事先考慮到，若為錯誤或誤導陳述對金融商品價格評價將造成顯著影響之可能性；

（2）對價格之影響可能引發之結果已有預見，且行為人接受此結果之發生。

若應負責任之人為故意，但其行為對金融商品價格未必引發事實上之影響（Actual influence），則可能僅受行政處罰，且多以罰款之方式為之。至於應負責任之人因過失而觸犯操縱市場條款者，亦僅為行政處罰[121]。

## 二、操縱行為之民事責任概述

### （一）請求權人及請求對象

#### 1. 請求權人

德國WpHG 第20a條並未賦予投資人或市場參與者直接請求權（No direct action），或私法請求權（Private right of action），僅於第20b條第（6）項賦予聯邦主管機關認為市場上有操縱行為之疑慮時，得移送相關案件予相關地方檢察官進行偵察[122]。故操縱市場導致投資人或市場參與者損害時，屬於傳統民法侵權行為之範疇，應依民法規定請求。

依德國「民法」第823條規定：「因故意或過失不法侵害他人生命、

[121] BaFin, Issuer Guideline, VI.3.2.10-3.2.12, July 2005, p94.

[122] Joachim Vogel, Überwachung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation, in WERTPAPIERHANDELSGESETZ 375, 640, (Heinz-Dieter Assmann & Uwe H. Schneider, eds., 3rd ed. 2003.

身體、健康、自由、所有權或其他權利者，對他人因此產生之損害負賠償責任。違反以保護他人為目的之法律者，負相同之義務。若依法律內容並無過失，也可能違反此法律者，僅在有過失的情況下，始負賠償責任。」故只要權利受侵害者，均可依本法請求損害賠償。操縱市場屬於違法行為，侵害者為市場投資人之所擁有財產，屬「其他權利」之範疇。又同法第824條規定：「違背真相，聲稱或傳播某一事實，危害他人信用或者對他人之生計或者前途引起其他不利益之人，即使行為時不知，但可知其為不真實者，應賠償他人因此而生之損害。通知人不知其通知內容不真實而通知者，若通之人或者被通之人對此通知有合法利益時，不負損害賠償責任。」為損害信用之賠償責任，亦可供參照。

**2. 請求對象**

任何人使用或傳播錯誤或誤導資訊，或負有更正資訊之義務而不為更正，即應為此錯誤或誤導資訊所產生之結果負責。例如：某公司董事會成員 A 打算賣出大量持股，所賣出的量已達到公司（發行人）應依 WpHG 第 15a 條第（3）項規定揭露此資訊之標準。但 A 其實想賣出更多持股，惟恐大量賣出行為公開會影響公司股價，將影響之後賣出股票的價格。因此，他故意通知公司錯誤股數，使公司受到欺瞞，公司董事會其他成員（統稱為 B）均被蒙在鼓裡。然而公司與董事會需負連帶責任。A 則依同法第 20a 條規定，必須為其錯誤引導行為負操縱市場之刑事責任，但 B 則因違反揭露義務並非故意犯罪行為，只要舉證主張其不知此一錯誤事實，應可免責[123]。

**（二）因果關係及舉證責任**

依 WpHG 第 20a 條規定，操縱市場屬於違法秩序行為，故必須具備要件有三：(1) 行為符合規範構成要件，即構成要件該當性；(2)

[123] 同註 113。

行為具有違法性；(3) 行為具有責性。但此屬刑法上的判斷，操縱市場民事責任屬民法侵權行為，由投資人就其損害對被告提起訴訟請求賠償，由原告承擔相當程度的舉證責任，「因果關係」的認定為其中之關鍵問題。德國民法對侵權行為責任採相當因果關係理論，應判斷行為與結果間存在之客觀相當因果關係，即依經驗法則綜合行為當時所存在之一切事實，為客觀之事後審查，認為在一般情形下，有此環境，有此行為之同一條件，均可發生同一之結果者，則該條件即為發生結果之相當條件，而得謂行為與結果有因果關係，反之若在一般情形下，有此同一之條件存在，而依客觀之觀察，認為不必皆發生此結果者，即無因果關係可言。

因證券侵權行為涉及金融專業知識與電腦網路科技，為新型侵權行為。原告欲證明因果關係存在必須具備一定專業知識，或有取得證券之管道，在證券侵權行為與損害間複雜因果關係之狀態下，舉證困難往往影響受害者之求償權。為保護投資人權益，具體實現法律之公平正義，故部分學者主張，於特定情況下應直接推定侵害與損害間有因果關係存在，由被告進行舉證證明因果關係不成立，又稱之為推定過失責任，以減輕原告之舉證責任。

**（三）損害賠償範圍及計算方式**

民法第 249 條規定：「損害賠償應回復損害事故沒有發生時應有的狀況。」又同法第 842 條規定：「因對人實施侵權行為所生之損害賠償義務範圍，擴及該行為對受害人之生計或者發展前途所產生之不利益。」至於時效則依同法第 852 條規定，因侵權行為所生損害賠償請求權，自受害人知悉損害事實，獲賠償義務之時起，因 3 年內不行使而消滅，不知損害發生者，自加害行為發生之起 30 年不行使而消滅。但同條第 3 項另規定：「賠償義務人因侵權行為受利益，致受害人受損害者，賠償義務人於時效完成後，仍應依返還不當得利之規

定返還所受利益。」

## 三、案例-德意志銀行案

本案被告為上市公司德意志銀行董事會發言人，德意志銀行於2007年對中小企業公司提供長期融資貸款，同時將這批貸款透過發行次貸證券，核發特殊目的機構流動性額度（Significant liquidity lines）以買進與賣出資產證券與抵押借款債券等方式操作。被告為公司當時董事會發言人，對外發布新聞稿時指稱，銀行收入與未來展望為正向，且銀行並不認為次貸部門業務有問題。此一發言使銀行股價上揚2%，但其後受到2007年次貸風暴波及，銀行曝險嚴重，被告為此辭去董事會發言人職務。Düsseldorf 地方法院認定被告具有操縱市場之故意（willful）。與過去見解最大不同之處在於，以往法院拒絕對故意操縱市場行為所致之損害，主動運用法律認定另成立民事損害賠償責任，必須由請求權人另行依民法侵權行為請求。而Düsseldorf 地方法院卻援引WpHG第20a條(a)(1)之規定，以「資訊包含已經存在之陳述，或尚未存在卻已藉由書面（writing）、口頭或其他媒介之形式被散布」，認為新聞稿亦為散布資訊之一種形式。

被告不服於向上訴法院提上訴聲明，德國聯邦法院於2011年7月肯認Düsseldorf 地方法院2010年判決之見解，認為公開發布錯誤與誤導性新聞稿為操縱市場行為。聯邦法院於判決理由中澄清在操縱市場行為判斷中，有關「資訊」與「誤導性資訊」之定義與適用，並認為即使是正確資訊也可能引發誤導[124]。故對於資訊具「誤導性」之認定，法院指出：「若客觀可能欺騙目標集體投資人（a class of investors）或任何集體投資人中之一部分，透過合理、均勻散布之方式通知他們」，

[124] Decision of 20 July 2011, 3StR 506/10.

即可能被法院認定為有刻意誤導投資人之故意[125]。至於本案民事責任部分，則另於2011年12月經聯邦法院判決，認為WpHG對操縱市場之禁止規定，目的係維護證券市場適當運作，且非德國民法第823條第（2）項所稱之「保護他人之法律」（參考我國民法第184條第2項類似規定），法院駁回民事損害賠償部分之請求[126]。

## 叁、法國

### 一、反操縱行為之立法體系

#### （一）法律基礎

##### 一、證券相關法令概述

1967 年以前，法國並沒有所謂「證券法」的領域，直到證券暨期貨管理委員會（簡稱 COB） 於 1967 年成立後，證券管理始有系統的發展。依 1967 年 9 月 28 日第 67-833 號總統令（證券交易委員會及向證券持有人提供資訊令），主管機關為證券暨期貨管理委員會，並於其中規定其相關職責。另規定違反內部人交易要求、故意散播錯誤或不實資訊、操縱市場價格等行為，將處刑事罰責。而因應證券市場之發展，另於 1972 年制訂「證券推銷法」禁止募集買賣有價證券使用招徠、推銷等不當方法。其後歷經多次變革，現行證券市場主管機關為金融市場管理局（Autorité des marchés financiers，簡稱 AMF），證券市場規範基礎為「貨幣與金融法」（Monetary and Financial Code）[127]。

#### （一）法國「貨幣與金融法」

[125] Freshfields Brukhaus, Deringer Spring 2012, European market abuse news, April 2012. http://m.freshfields.com/uploadedFiles/SiteWide/Knowledge/32802.pdf 瀏覽日期：2013 年 6 月 10 日。
[126] See judgment of 13 December 2011, XI ZR 51/10.
[127] 全文參見，MONETARY AND FINANCIAL CODE, http://195.83.177.9/upl/pdf /code_ 25.pdf. 瀏覽日期：2013 年 6 月 8 日。

法國「貨幣與金融法」為法國金融監理架構之根本大法，本法係以銀行體系為出發，管理範圍包括貨幣政策、金融機構監理，以及金融商品，主管機關主要為法國中央銀行（The Banque de France），惟於本法中有關公司與機構法人之設立資格與程序與公司內部管理等事務，係由經濟部主管；而金融市場之商品交易與相關業務活動，則分別由中央銀行董事長兼任銀行委員會主委管理銀行與信用機構，以及金融監督管理局管理投資服務公司與交易行為。簡述該法與操縱市場有關之章節名稱如下表[128]。

| 章名稱 | 節名稱 |
|---|---|
| 第一冊 貨幣（**Art. L111-1至L165-1**） | 第一部 總則 |
| | 第二部 貨幣信用 |
| | 第三部 銀行貨幣工具 |
| | 第四部 中央銀行 |
| | 第五部 與外國間之金融交易 |
| | 第六部 刑責 |
| 第二冊 商品（**Art. L211-1至L232-2**） | 第一部 金融商品 |
| | 第二部 存款商品 |
| | 第三部 刑責 |
| 第三冊 服務（**Art. L311-1至L353-6**） | 第一部 銀行間之交易 |
| | 第二部 投資服務與其他相關服務 |
| | 第三部 銀行間結算與金融商品結算交割制度 |
| | 第四部 利益團體遊說 |
| | 第五部 刑責 |
| 第四冊 市場（**Art. L411-1至L466-1**） | 第一部 公開發行 |
| | 第二部 市場分類 |
| | 第三部 金融商品交易 |
| | 第四部 市場後台與結算所 |
| | 第五部 投資人保護 |
| | 第六部 刑責 |
| 第五冊 服務提供者（**Art. L511-1至L600-1**） | 第一部 銀行 |
| | 第二部 貨幣交換 |

[128] 詳細條文可查閱法國國會設立之法律查詢網站，LEGIFRANCE，Monetary and financial code,，網址：http://195.83.177.9/code/liste.phtml?lang=uk&c=25 瀏覽日期：2013 年 6 月 10 日。

| 章名稱 | 節名稱 |
| --- | --- |
| | 第三部 投資服務提供者 |
| | 第四部 其他服務提供者 |
| | 第五部 各類地產仲介商 |
| | 第六部 避免洗錢之義務 |
| | 第七部 刑責 |
| 第六冊 銀行與金融主管機關（**Art. L611-1 至 L642-3**） | 第一部 信用機構與投資公司之一般主管機關 |
| | 第二部 金融市場主管機關 |
| | 第三部 資訊交換 |
| | 第四部 刑責 |
| 第七冊 法國海外領土之主管機關（**Art. L711-1至L766-8**） | 第一部 海外領土主管機關之共同條款 |
| | 第二部 聖皮耶島（Saint-Pierre-et-Miquelon） |
| | 第三部 馬爾他（Mayotte） |
| | 第四部 新加勒多尼亞（Caledonia） |
| | 第五部 法屬波里尼西亞（French Polynesia） |
| | 第六部 瓦利斯和富圖納群島（Wallis and Futuna Islands） |

為配合歐盟MAD指令要求符合發行人應先行提供符合內部人資格條件之名單，通稱之為「內部人名單」(Insider list)，法國於2003年起要求發行人應揭露內部人之交易資訊，內部人不限於董事會成員，亦包括負責公司業務執行之高階經理人，以即與上述之人具有「密切關係者」，只要有可能於資訊公開前接觸內部資訊者，均納入控管與申報名單。惟為賦予主管機關足夠之法源依據，並使法國法律得以配合歐盟規範，法國於2006年1月修改「貨幣與金融法」第L621-18-2條規定，除明確定義應提供內部人資訊之發行人或公司外，並授權主管機關AMF管理規章制訂相關規定，要求發行人（投資公司）定期更新名單與交易資訊。

修正案增訂第L621-17條至第L621-17-7條，目的係落實MAD指令第6條第（9）項之規定，投資服務提供者對於受規範市場之任何可疑交易（Suspicious transactions），可能引發內線交易與操縱市場

疑慮者，應即通知主管機關。該法也授權 AMF 制定一套申報程序，申報人可透過電子郵件、傳真或郵寄方式，提供符合該法規範之可疑交易之相關資訊。為確保提供資訊之秘密性，以免因資訊洩漏反而阻礙調查，本次修正也明文規定提供資訊之機構與個人受到法國「刑法」之保護，違反規定洩漏相關資訊者，可能觸犯法國刑法（French Criminal Code）而負起刑責[129]。

## （二）金融市場管理局規章[130]（General Regulation of AMF, 2004）

### 1. 依歐盟指令要求修改內國法令

2003 年 11 月 24 日成立的金融市場管理局（Autorité des marches financiers，簡稱 AMF），為企業金融、財務資訊、投資服務的提供、集合投資機制、金融市場的監督者。法國為歐盟創始會員國，並在相關國際交流活動中扮演積極角色，由於金融服務業是最接近整合，且其法律規範最符合國際標準之業種。自 2001 年歐盟執委會（簡稱 CESR）成立以來，已陸續發布各類指令提供給會員國監管機構參考，AMF 亦須遵守 CESR 所發布之各類指令與指引，確保法國相關法令與技術性規則符合歐盟指令之要求。

AMF 於 2004 年 11 月 24 日頒布金融市場管理局規章(Réglement general de I'Autorité des marchéés financiers，AMF General Regulation，簡稱 RGAMF），於該規章第六冊「市場濫用行為」中規範內部人交易與市場操縱行為態樣與處罰，包括下列 3 部分：第一部「總則」、第二部「內線交易」，及第三部「操縱市場」。依 AMF 規章所訂程序，AMF 對市場濫用之不法行為之調查決定，係由秘書

[129] 參見貨幣與金融法第 L621-17-5 條及第 L621-17-6 條規定。

[130] The AMF Publishes its General Regulation: Towards the Unification of the French, Securities Laws, Baker & McKenzie, Client Alert, January 2005.（網站：www.bakernet.com）瀏覽日期：2013 年 5 月 20 日。

長發動，惟其需先行取得董事會之授權。啟動調查程序通常係基於長期以來對市場監控所獲之結果，亦有可能來自於投資人或業者之申訴（complaint），必要時亦須獲得國外對等主管機關管轄權之協助。調查程序須依金融管理規章之規定進行，並由 AMF 內部人員，亦得要求 AMF 外部稽核人員、上市公司稽核人員與法務人員，或其他對等人士或主管機關之協助。調查人員得要求保留任何紀錄，包括紙本資料或通聯紀錄之副本，若有必要，AMF 秘書長更可請求地區法院之審判長協助，以確保搜索證據之時效性。調查結果報告應向 AMF 董事會報告，惟報告不公開，報告指控之嫌疑人與關係人則移送懲罰委員會（Enforcement Committee），董事會亦可視情況需要，命令涉案機構暫停業務。至於涉嫌操縱市場（包括操縱市場價格、誤導資訊，或內線交易等）案件，董事會應立即轉交報告予巴黎地院檢察官調查，AMF 亦可主動告發。若涉及其他主管機關或外國管轄，AMF 亦可轉送上述調查報告其他相關主管機關，如：銀行委員會、保險委員會，甚至是外國主管機關[131]。

### （二）操縱行為之型態

AMF RG 第 631-1 條[132]定義價格操縱，第 631-2 條[133]與第 631-3

[131] AMF Inspections and Investigations, Sept. 2012. http://www.amf-france.org/documents/general/10069_1.pdf.

[132] Article 631-1: All persons must refrain from manipulating prices. Price manipulation consists of: 1° transactions or orders to trade that:
a) give or are likely to give false or misleading signals as to the supply of, demand for, or price of financial instruments, or; b) secure, by a person, or persons acting in collaboration, the price of one or several financial instruments at an abnormal or artificial level, unless the person who entered into the transactions or issued the orders establishes that the reason for effecting such transactions or issuing such orders are legitimate and conform to accepted market practices on the regulated market concerned;
2° transactions or orders to trade that employ devices giving a fictitious picture of the state of the market, or any other form of deception or contrivance. The following, in particular, shall constitute price manipulations: a) conduct by a person, or persons acting in collaboration, to secure a dominant position in the market for a financial instrument, which has the effect of fixing, directly or indirectly, purchase or sale prices or creating other unfair trading conditions; b) the issuing, when the market opens or closes or, if such is the case, when a price auction is held, of orders to buy or sell financial instruments with the intention of hindering price formation on such market or of misleading investors acting on the basis of the prices concerned.

[133] Article 631-2: The AMF considers the following factors, which shall not constitute an exhaustive

條[134]則定義可偵測到的警示信號，介紹如下[135]：

1. 鎖定尾盤（Marking the close）

   故意於證券或衍生性商品契約收盤時買進或賣出，以改變收盤價格，通常多利用期貨選擇權到期日或每季/每年投資組合或指數參考/變動時點進行。

2. 虛假買賣（Placing orders with no intention of executing them）

   為製造錯誤印象而為特定目的下單，特別是藉由電子交易系統下單者，連續以高價買入或低價賣出方式進行交易，試圖誤導市場大眾產生供給與需求引發價格波動之假象，且於買賣單執行前撤回，或以錯帳方式申報。

3. 利用公開發行有價證券時點進行場外交易（Colluding in the aftermarket of a public offer of securities）

---

list or be deemed in themselves to constitute price manipulation, when assessing the practices referred to in point 1°of Article 631-1:

1° the proportionate share of daily trading volume evidenced by orders given or transactions undertaken in the financial instrument concerned, especially where such trading results in a significant change in the price of this instrument or the underlying instrument;

2° the extent to which orders issued or trades undertaken by persons with significant short or long positions in a financial instrument lead to a significant change in the price of this instrument or corresponding underlying instrument or derivative admitted to trading on a regulated market;

3° transactions that do not result in a change of beneficial ownership of a financial instrument admitted to trading on a regulated market;

4° position reversals in a short period resulting from orders given or trades undertaken on the regulated market in the financial instrument concerned, together with any significant changes in prices of a financial instrument admitted to trading on a regulated market;

5° the extent to which orders given or transactions undertaken are concentrated within a short time span in the trading session and lead to a price change that is subsequently reversed;

6° the impact of orders given on the best bid or offer prices in the financial instrument, or more generally on the representation of the order book available to market participants, that are removed before they are executed;

7° price changes resulting from orders given or transactions undertaken at or around a specific time when reference prices, settlement prices and valuations are calculated.

[134] Article 631-3: The AMF considers the following factors, which shall not constitute an exhaustive list or be deemed in themselves to constitute price manipulation, when assessing the practices referred to in point 2° of Article 631- 1:

1° whether orders given or transactions undertaken by persons are preceded or followed by dissemination of false or misleading information by the same persons or persons linked to them;

2° whether orders are given or transactions are undertaken by persons before or after the same persons or persons linked to them produce or disseminate research or investment recommendations that are erroneous or biased or demonstrably influenced by material interest.

[135] French Association of Investment Firms, AFEI-FBF Implementation Guide- Procedures for reporting suspicions of market abuse, 2012. http://www.fbf.fr/fr/files/887L3E/Guide_afei_fbf_en_anglais%20060406.PDF 瀏覽日期：2013 年 6 月 31 日。

利用公開發行（如 IPO 或新股認購權發行）、私募、發行可轉換債，或認購售權證到期日等時點，行為人事前已配置相當部位之股權，與他人共謀於交易開始後推升市場價格，以引發市場投資大眾興趣，並於市場大眾投資後立即賣出持股。

4. 濫用擠壓（Abusive squeeze）

對市場供求握有顯著影響力之一方，利用金融商品與以其為標的之衍生性商品之交割機制，取得決定性部位，並於他人應交割、進行交割或延遲交割時以人為方式扭曲市場價格以滿足自己之成交義務。

5. 於價格模式中設定底價（Creation of a floor in the price pattern）

通常由發行人或控制證券主要部位之法人所進行，藉由對交易或買賣單交易設下障礙（底價），以防止股價跌落至一定程度，目的為避免對股價或信用評等產生負面影響；但合法之「買回」計畫交易或為穩定金融商品價格之措施者不在此限。

6. 利用某一市場金融商品進行不適當交易，以影響與其相關之其他金融商品市場部位與價格（Trading on one market to improperly position the price of a financial instrument on a related market）

利用不同市場，以該金融商品交易為標的，為不當價格配置之交易：利用某金融商品以不同型態在不同市場交易之特色，試圖不當控制其在某一市場之價格，以扭曲其在其他市場之價格；但利用不同市場進行合法套利交易者不在此限。

7. 錯誤或誤導交易類型

（1） 沖洗買賣（Wash trade）

交易雙方共謀以約定價格買進或賣出證券，但未改變受益權或市場風險，或移轉受益權或市場風險僅限於交易雙方之間者，惟附買（賣）回交易與證券借貸不在此限。

（2） 製造市場活絡假象（Painting the tape）

於公開報價場所進行交易或一系列交易，製造金融商品活絡或價格波動之假象。

（3） 不當配對成交（Improper matched order）

與他人共謀，買賣雙方於同時或幾乎同時進場，以相同價格與不同數量之方式互相下單，惟交易之執行係由交易平台依其規則確認之合法交易者不在此限。

8. 隱蔽所有權（Concealing ownership）

此類行為包括：於進行交易或一系列交易時，利用他人名義持有金融商品，隱蔽其對金融商品之所有權，違反應行揭露之義務；或是透過媒體散布錯誤或誤導市場之資訊，試圖造成證券價格波動；或刻意高價買入或低價賣出方式拉抬或摜壓股價，以誤導投資大眾跟進；或於消息公開揭露前建立部位，並於揭露後立即拋出手中部位獲利等。

9. 基金非法移轉（Illicit transfer of fund）

針對個股買進，透過買賣當事人間頻繁交易，造成價格持續上揚或下跌，使當事人一方實現獲利或產生損失。

10. 拉高倒貨（Pump and Dump，Boiler room tactics）

通常由證券中介商（如造市者）發動，意圖以人為方式控制價差波動，使買賣價差過大，背離公平價格，或以散布錯誤或誤導資訊，或未適當揭露價格敏感之金融商品資訊，使價格大幅上揚或下跌，因而賣出或買進個股獲利。

## 二、操縱行為之民事責任概述

### （一）請求權人及請求對象

依法國「金融與貨幣法」第 L621-17-2 條規定，信貸機構（Credit

Institutions）、投資公司及其相關人員，從事受規範市場（Regulated market）金融商品之交易，不論係為其自己帳戶或以第三人名義為之者，若符合 AMF 所定義之內線交易或操縱價格行為之要件，應依同法第 L421-8 條規定向 AMF 報告。同法第 L621-17-7 條規定，任何人為同法第 621-17-2 條規定之交易，或公司執行階層或雇員從事前述交易行為，若基於善意，且無刑法（Panel Code）第 226-13 條公司執行階層與雇員之違法行為之情形者，毋須負民事損害賠償責任。反面推論可知，因不法行為受損之請求權人，應為第 L621-17-7 條所規範交易受損之相對人。

**（二）損害賠償範圍及計算方式**

依「法國民法典」規定，侵權行為（délit），本意即為違法或不法行為，亦為債之發生原因，並以過失責任為原則，侵權行為構成要件包括：行為、過失、因果關係（liende causalité）與損害（dommageou préjudice）。第 1382 條規定：「人之任何行為造成他人損害時，致損害發生之人應負賠償責任。」[136]一般被解釋為「故意侵權行為責任」。另同法第 1383 條規定[137]:「任何人不僅對其意圖造成損害之行為負賠償責任，且對因其過失（négligence）或欠缺注意（imprudence）之行為負責。」原則上採「完全賠償原則」，但侵害人所應負擔之損害賠償範圍，尚可能依侵害人本身之主觀因素（即故意或過失程度），調整其損害賠償額度。範圍及於侵害人（即賠償義務人）可預見或可得預見之損害。

[136] Legifrance, Art. 1382 of France Civil Code： “Any act whatever of man, which causes damage to another, obliges the one by whose fault it occurred, to compensate it”. http://www.legifrance.gouv.fr /content/ download /1950/13681/.../Code_22.pdf 瀏覽日期：2013 年 3 月 5 日。

[137] Legifrance, Art. 1383 of France Civil Code： “Everyone is liable for the damage he causes not only by his intentional act, but also by his negligent conduct or by his imprudence.” http://www.legifrance.gouv.fr /content/ download /1950/13681/.../Code_22.pdf

# 第三節 亞太地區（日本、韓國、香港、新加坡、中國大陸）

## 壹、日本

### 一、反操縱行為之立法體系

#### （一）法律基礎

在日本，專門針對操縱證券市場的直接法律規範主要為「金融商品交易法」。金融商品交易法第 159 條[138]對操縱市場有詳細規定，包

[138]第 159 條（相場操縱行為等の禁止）
何人も、有価証券の売買（金融商品取引所が上場する有価証券、店頭売買有価証券又は取扱有価証券の売買に限る。以下この条において同じ。）、市場デリバティブ取引又は店頭デリバティブ取引（金融商品取引所が上場する金融商品、店頭売買有価証券、取扱有価証券（これらの価格又は利率等に基づき算出される金融指標を含む。）又は金融商品取引所が上場する金融指標に係るものに限る。以下この条において同じ。）のうちいずれかの取引が繁盛に行われていると他人に誤解させる等これらの取引の状況に関し他人に誤解を生じさせる目的をもつて、次に掲げる行為をしてはならない。
一　権利の移転を目的としない仮装の有価証券の売買、市場デリバティブ取引（第二条第二十一項第一号に掲げる取引に限る。）又は店頭デリバティブ取引（同条第二十二項第一号に掲げる取引に限る。）をすること。
二　金銭の授受を目的としない仮装の市場デリバティブ取引（第二条第二十一項第二号、第四号及び第五号に掲げる取引に限る。）又は店頭デリバティブ取引（同条第二十二項第二号、第五号及び第六号に掲げる取引に限る。）をすること。
三　オプションの付与又は取得を目的としない仮装の市場デリバティブ取引（第二条第二十一項第三号に掲げる取引に限る。）又は店頭デリバティブ取引（同条第二十二項第三号及び第四号に掲げる取引に限る。）をすること。
四　自己のする売付け（有価証券以外の金融商品にあつては、第二条第二十一項第一号又は第二十二項第一号に掲げる取引による売付けに限る。）と同時期に、それと同価格において、他人が当該金融商品を買い付けること（有価証券以外の金融商品にあつては、同条第二十一項第一号又は第二十二項第一号に掲げる取引により買い付けることに限る。）をあらかじめその者と通謀の上、当該売付けをすること。
五　自己のする買付け（有価証券以外の金融商品にあつては、第二条第二十一項第一号又は第二十二項第一号に掲げる取引による買付けに限る。）と同時期に、それと同価格において、他人が当該金融商品を売り付けること（有価証券以外の金融商品にあつては、同条第二十一項第一号又は第二十二項第一号に掲げる取引により売り付けることに限る。）をあらかじめその者と通謀の上、当該買付けをすること。
六　市場デリバティブ取引（第二条第二十一項第二号に掲げる取引に限る。）又は店頭デリバティブ取引（同条第二十二項第二号に掲げる取引に限る。）の申込みと同時期に、当該取引の約定数値と同一の約定数値において、他人が当該取引の相手方となることをあらかじめその者と通謀の上、当該取引の申込みをすること。
七　市場デリバティブ取引（第二条第二十一項第三号に掲げる取引に限る。）又は店頭デリバティブ取引（同条第二十二項第三号及び第四号に掲げる取引に限る。）の申込みと同時期に、当該取引の対価の額と同一の対価の額において、他人が当該取引の相手方となることをあらかじめその者と通謀の上、当該取引の申込みをすること。

括規定禁止任何人意圖造成市場活絡表象，或為抬高（壓低）某種金融商品價格等操縱市場行為。同法第 160 條[139]明確規定違反第 159 條操縱行為規定者應承擔的民事損害賠償責任。

「金融商品交易法」第 157 條[140]也規定包括操縱證券市場在內的一般詐欺性不正交易行為，因此，請求權人除可以依第 159 條規定求償，也可以第 157 條規定求償，惟依第 157 條求償者，需根據日本「民

---

八　市場デリバティブ取引（第二条第二十一項第四号及び第五号に掲げる取引に限る。）又は店頭デリバティブ取引（同条第二十二項第五号及び第六号に掲げる取引に限る。）の申込みと同時期に、当該取引の条件と同一の条件において、他人が当該取引の相手方となることをあらかじめその者と通謀の上、当該取引の申込みをすること。

九　前各号に掲げる行為の委託等又は受託等をすること。

2 何人も、有価証券の売買、市場デリバティブ取引又は店頭デリバティブ取引（以下この条において「有価証券売買等」という。）のうちいずれかの取引を誘引する目的をもつて、次に掲げる行為をしてはならない。

一　有価証券売買等が繁盛であると誤解させ、又は取引所金融商品市場における上場金融商品等（金融商品取引所が上場する金融商品、金融指標又はオプションをいう。以下この条において同じ。）若しくは店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の相場を変動させるべき一連の有価証券売買等又はその申込み、委託等若しくは受託等をすること。

二　取引所金融商品市場における上場金融商品等又は店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の相場が自己又は他人の操作によつて変動するべき旨を流布すること。

三　有価証券売買等を行うにつき、重要な事項について虚偽であり、又は誤解を生じさせるべき表示を故意にすること。

3 何人も、政令で定めるところに違反して、取引所金融商品市場における上場金融商品等又は店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の相場をくぎ付けし、固定し、又は安定させる目的をもつて、一連の有価証券売買等又はその申込み、委託等若しくは受託等をしてはならない。

[139]第 160 條（相場操縱行為等による賠償責任）

前条の規定に違反した者は、当該違反行為により形成された金融商品、金融指標若しくはオプションに係る価格、約定数値若しくは対価の額により、当該金融商品、金融指標若しくはオプションについて、取引所金融商品市場における有価証券の売買、市場デリバティブ取引、店頭売買有価証券市場における有価証券の売買若しくは取扱有価証券の売買（以下この項において「取引所金融商品市場等における有価証券の売買等」という。）をし、又はその委託をした者が当該取引所金融商品市場等における有価証券の売買等又は委託につき受けた損害を賠償する責任を負う。

2 前項の規定による賠償の請求権は、請求権者が前条の規定に違反する行為があつたことを知つた時から一年間又は当該行為があつた時から三年間、これを行わないときは、時効によつて消滅する。

[140]第 157 條（不正行為の禁止）

何人も、次に掲げる行為をしてはならない。

一　有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等について、不正の手段、計画又は技巧をすること。

二　有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等について、重要な事項について虚偽の表示があり、又は誤解を生じさせないために必要な重要な事実の表示が欠けている文書その他の表示を使用して金銭その他の財産を取得すること。

三　有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等を誘引する目的をもつて、虚偽の相場を利用すること。

法」第 709 條規定負一般違法行為的賠償責任。

### （二）操縱行為之型態

依「金融商品交易法」第 159 條，日本操縱市場行為大致可歸納為以下類型[141]：

**1. 偽作買賣(仮装売買)：**規定在「金融商品交易法」第 159 條第 1 項第 1~3 款、第 9 款[142]，包括：

（1）不移轉證券所有權為目的，對上市有價證券所做之虛偽買賣，類似美國沖洗買賣（Wash sales）之概念。

（2）不以金權之授受為目的，對有價證券指數等期貨交易或與上市有價證券店頭指數等有關之有價證券店頭指數期貨交易或有價證券店頭指數等互換交易，做虛偽買賣。

（3）不以選擇權之交付或取得為目的，對有價證券選擇權交易或與上市有價證券店頭指數等有關之有價證券店頭選擇權交易，做虛偽買賣。

**2.通謀買賣(馴合売買)**：規定在「金融商品交易法」第 159 條第 1 項第 4~8 款、第 9 款

（1）預先與他人通謀，約定於自己賣出之同時，由他人以同一價格購買，而賣出該有價證券。

（2）預先與他人通謀，約定於自己買入之同時，由他人以同一價格賣出，而買進該有價證券。

（3）預先與他人通謀，於自己申請有價證券指數等期貨交易同時，由他人以約定之指數或約定數值，作相對之交易申請。

---

[141] 相場操縱，參見 Wikipedia，http://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%9B%B8%E5%A0%B4%E6%93%8D%E7%B8%A6

[142] 日文金融商品交易法第 159 條翻譯參閱，林育生，證券市場操縱行為之除罪化問題—以連續交易為中心，台北大學法學系碩士論文， 2003 年。

（4）預先與他人通謀，於自己申請與上市有價證券店頭指數等有關之有價證券店頭指數等期貨交易之同時，由他人以約定之店頭指數或店頭約定數值，作相對之交易申請。

（5）預先與他人通謀，於自己申請有價證券選擇權交易或與上市有價證券指數等有關之同時，由他人以約定之店頭指數或店頭約定數值，作相對之交易申請。

（6）預先與他人通謀，於自己申請有價證券店頭指數等有價證券店頭指數等互換交易之同時，由他人以約定的對價，作相對之交易申請。

**3.連續交易(變動操作、見せ玉)：**規定在「金融商品交易法」第 159 條第 2 項第 1 款，包括從事使他人誤解上市有價證券交易活絡，或意圖影響行情而連續買賣，或委託或受託買賣。

**4.散布、傳播操縱性的流言：**規定在「金融商品交易法」第 159 條第 2 項第 2 款。

**5.散布虛假不實的資料：**規定在「金融商品交易法」第 159 條第 2 項第 3 款，以誘使他人買賣所涉證券為目的，對重要事實作出虛假的或誤導性的陳述。

**6.安定操作交易：**規定在「金融商品交易法」第 159 條第 3 項，包括任何人，在不違反主管機關所頒布的規定下，以釘住（Pegging）、固定（Fixing）、或安定（Stabilization）證券價格的目的，在證券市場連續買賣有價證券，或委託或受託買賣有價證券。

## 二、操縱行為之民事責任概述

### （一）請求權人及請求對象

依金融商品交易法第 160 條第 1 項規定[143]，「違反第 159 條第 1 項至第 3 項規定者，對因該違反行為而所受的損害負賠償責任。」明確規定違法行為人應承擔損害賠償責任。而金融商品交易法第 159 條第 1 項至第 3 項規定分別規定如下：

(1) 第 159 條第 1 項：任何人，皆不得就在金融商品交易（含店頭市場）上市之有價證券、衍生性金融商品之買賣以使他人對該有價證券之買賣交易等狀況發生誤解之目的，而為下列行為……。從上述規定來看，第 159 條第 1 項本文規定，並未就行為主體加以明文，學說上對請求權人有不同看法，有認為應限於為有價證券買賣交易之當事人，或有認為觀諸該項第 8 款「不得為前揭各款行為之委託或受託」規定，已將未直接從集中交易市場買賣交易之一般投資人納入規範範疇[144]。

(2) 第 159 條第 2 項：任何人，不得就在證券交易所上市之有價證券，以引誘他人從事有價證券買賣市場上之有價證券買賣交易等目的，而為連續交易、惡意散布或製造虛假消息等操縱市場行為。請求權人的範圍依條文「有價證券交易或其委託或受託」文字推敲，涵蓋得於集中交易市場交易主體之證券商、須委託證券商為交易之一般投資人及接受投資人委託之證券經紀商[145]。

---

[143]第 160 條第 1 項（相場操縦行為等による賠償責任）
前条の規定に違反した者は、当該違反行為により形成された金融商品、金融指標若しくはオプションに係る価格、約定数値若しくは対価の額により、当該金融商品、金融指標若しくはオプションについて、取引所金融商品市場における有価証券の売買、市場デリバティブ取引、店頭売買有価証券市場における有価証券の売買若しくは取扱有価証券の売買(以下この項において「取引所金融商品市場等における有価証券の売買等」という。)をし、又はその委託をした者が当該取引所金融商品市場等における有価証券の売買等又は委託につき受けた損害を賠償する責任を負う。

[144]施東亮，證券集中交易市場反操縱條款之實務運作研究－以證交法第 155 條第 1 項刑事責任為中心，國立高雄大學法律學系碩士論文，民國 98 年 6 月，頁 49。

[145]施東亮，同前註，頁 51。

(3) 第 159 條第 3 項：任何人，在不違反主管機關所頒布的規定下，以釘住、固定、或安定證券價格的目的，在證券市場連續買賣有價證券，或委託或受託買賣有價證券。

操縱行為之賠償責任主體，為操縱行為之人，從第 159 條所訂各操縱行為之類型觀察，任何人（不論自然人或法人）違反操縱行為規定者，應對受害人負損害賠償責任。

**（二）請求權時效**

金融商品交易法第 160 條第 2 項[146]規定，「依前項規定的賠償請求權，在請求權人自得知有違反前條第 1 至 3 項規定的行為起一年內或該行為之後三年內不行使的，依時效消滅」。

**（三）因果關係及舉證責任**

日本屬於大陸法系國家，然日本的證券法規卻是以美國證券法規為藍本制定。操縱行為之受害人雖可依「金融商品交易法」第 160 條請求民事損害賠償，惟該法沒有明確規定操縱證券市場民事責任因果關係的認定。因此，請求權人依據「金融商品交易法」第 160 條請求民事損害賠償時，必須配合「民法」第 709 條侵權民事責任之適用，證明行為與損害之間的因果關係。換言之，如果原告根據該條提起訴訟，只能根據民法侵權的一般規定證明因果關係。

日本民法第 709 條規定：「因故意或過失侵害他人權利時，負因此而產生損害的賠償責任。」日本侵權民事責任因果關係的傳統理論源於德國，分為責任成立的因果關係和賠償範圍的因果關係。日本民法上對侵權責任因果關係的傳統理論分為兩個階段：

（1）責任成立的因果關係：此屬主觀的歸責，即界定何種範圍的侵

[146]第 160 條第 2 項（相場操縱行為等による賠償責任）
前項の規定による賠償の請求権は、請求権者が前条の規定に違反する行為があつたことを知つた時から一年間又は当該行為があつた時から三年間、これを行わないときは、時効によつて消滅する。

害行為可歸責於行為人的問題。

（2）賠償範圍的因果關係：此為客觀歸責問題，亦即產生損害結果的損害中哪些應由行為人賠償的問題。

日本一般侵權民事責任因果關係的認定比較複雜，特別是操縱市場行為涉及金融證券、電腦網路技術，同時損害產生的因素非常多，因果關係顯得尤為複雜，因果關係證明難度比較大，而操縱證券市場案件又異常複雜，原告幾乎很難勝訴。因此，在實務中，日本操縱證券市場民事賠償案件很少被受理。

綜上，日本金融商品交易法將操縱證券市場視為一般侵權行為，對原告是沉重的舉證責任。縱然法律明文規定違反第 159 條規定的行為人根據第 160 條規定負民事賠償責任，但因操縱證券市場因果關係的認定存在的問題，致使第 160 條實際效用其實不高。

### （四）損害賠償範圍及計算方式

日本金融商品交易法未明文規定操縱行為所產生的損害賠償範圍及計算方式，故有關操縱證券市場的特別侵權行為之損害賠償範圍及計算方式，在日本視為一般侵權行為。查民法第 722 條規定，因侵權行為而發生的損害賠償範圍，類推適用民法第 416 條有關債務不履行之規定。又民法第 416 條將責任原因和損害賠償範圍相結合的之規定，實際上是根據加害人的過錯程度決定損害賠償的範圍，實質上等同只有處於「相當因果關係」範圍內的損害才能夠得到補償。

## 三、案例

### 【協同飼料案】

在實務中，日本操縱證券市場民事賠償案件很少被受理。以下就協同飼料案為例進行說明：

## （一）案件事實

協同飼料公司副董事長及總經理於辦理增資發行新股，改善公司逐漸惡化之財務狀況時，為抬高協同公司股價，與證券公司分公司負責人共謀，以人為方式拉抬股價，並將股價維持在高價位，其手法主要在除權日前將其拉到每股 200 日元左右，用協同飼料的資金等繼續共同買進 6,149,000 股，又進行了 104,000 股的虛假買賣，為推動市場變動，進行連續交易。最後，使除權前的股價達到 256 日元，除權日達到 220 日元。為了使在接下來的公開募集時，價格的計算上有利，繼續維持該股價，共同買進 866,000 股，又進行連續交易。

## （二）第一審判決

東京地方法院認定上述所實施的行為屬於操縱市場行為，對有關被告處以附緩期執行的徒刑（5 人各自處刑的內容不同，從 8 個月到 1 年不等）[147]。

法官在判決文中提到，（舊）證券交易法第 125 條（現為金融商品交易法第 159 條「相場操縱行為等の禁止」，即市場操縱行為之禁止規範）之規定，係以確立自由公開的市場為目的，禁止以具有詐欺性質之不公平交易手段影響原來依供需關係所形成之正常市場[148]。

## （三）第二審判決

被告等不服，提起上訴，但第二審法院駁回上訴。第二審上訴理由中，被告人的辯護律師主張「身為證券交易所會員的證券公司除接受一般投資人的委託而進行證券交易以外，亦可以為了自身的利益而自行買賣有價證券，當證券公司違法進行市場操縱的買賣交易時，也

[147] 張克豪，操縱市場行為刑事責任之探究－以連續交易為核心，輔仁大學法律學研究所99年度碩士論文，頁86。

[148] 東京地方裁判所昭和59 年7 月31 日判決，判例時報，第1138 號，頁25-26；引自王志誠，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9。

只能對其操縱市場的既遂行為進行處罰。但是對一般投資人來說，縱使出於操縱市場價格的目的而委託證券公司進行買賣交易，該委託行為也不過是在違法買賣交易的預備階段，此時就處罰該委託行為，顯然違反日本憲法第 14 條的法律平等原則」。

日本最高裁判所就被告違憲主張，認為「證券公司以外的一般投資人，可以委託身為會員的證券公司到證券交易所進行證券買賣，所以一般投資人也可以侵害到證券市場的保護法益，可以成為操縱市場罪的主體」。亦即最高裁判所認為一般投資人除了可以構成委託罪以外，如果證券公司受到客戶之委託而到證券交易所進場買賣證券，當證券公司處於不知情的情況下，該客戶才能成立操縱市場罪，因此不會有證券公司與一般投資人在法律之前不平等的現象。但是，日本最高裁判所並未沒有說明，立法上對操縱市場罪和委託、受託罪之間採用相同的法定刑，為何沒有違反憲法上的平等原則。

## 貳、韓國

### 一、反操縱行為之立法體系

#### （一）法律基礎

韓國操縱市場行為民事責任規範，主要規定在「金融服務暨資本市場法（Financial Investment Services and Capital Market Act, FSCMA）」。金融服務暨資本市場法第 176 條[149]對禁止市場價格操縱

[149]第 176條 (Prohibition on Market Price Manipulation, etc.)

(1) No one shall mislead any person to cause a misunderstanding that the trading of listed securities or exchange-traded derivatives is booming, or commit any of the following acts with an intention to mislead another person into making a wrong judgment:

1. Selling securities or exchange-traded derivatives under a conspiracy with another person to sell the securities or exchange-traded derivatives at the same price as his/her, or at an agreed value at the same time as he/she sells them;
2. Purchasing securities or exchange-traded derivatives under a conspiracy with another person according to which the other person sells the securities or exchange-traded derivatives at the same price as he/she purchases them at the same time as he purchases them;

行為有詳細規定，包括禁止利用虛偽交易進行行情操縱、散布流言或不實資料操縱市場、連續交易或製造活絡假象等。同法第 177 條[150]明

3. Appearing to trade securities or exchange-traded derivatives without an intention to transfer the interest or right therein; and
4. Entrusting or being entrusted with an act set forth in subparagraphs 1 through 3.

(2) No one shall commit any of the following acts with an intention to attract someone to trade listed securities or exchange-traded derivatives:
1. Misleading someone to cause a misunderstanding that the trading of such securities or derivatives is booming, or selling or purchasing, or entrusting or being entrusted with the sale or purchase of, such securities or derivatives in order to cause a fluctuation in the market price (referring to the market price formed in the securities exchange or the derivatives market, the market price formed in the course of intermediating the trading of listed stocks by an electronic securities brokerage company, or other market price prescribed by Presidential Decree; hereinafter the same shall apply) ;
2. Disseminating a rumor that fluctuations in the market price for such securities or derivatives are being caused by his/her or another person's market manipulation; and
3. Making a false or misleading representation concerning a material fact in trading such securities or exchange-traded derivatives.

(3) No one shall commit an act of engaging in a series of purchases or sales in connection with listed securities or exchange-traded derivatives or shall entrust or be entrusted with such act, with an intention to fix or stabilize the market price of the listed securities or exchange-traded derivatives: Provided, That the same shall not apply to any of the following cases:
1. When an investment trader (limited to an investment trader who has entered into an underwriting contract with the issuer or owner of the securities subject to public offering or sale; hereafter the same shall apply in this Article) trades such securities with an intention to make the public offering or sale of the securities smooth by stabilizing the price of the securities (hereafter referred to as "manipulation for stabilization" in this paragraph) during the period of time beginning on a day specified by Presidential Decree not exceeding 30 days before the end of the subscription period for the public offering or sale of the securities and ending on the expiration of the subscription period;
2. When an investment trader trades securities to create supply and demand (hereafter referred to as "market creation" in this paragraph) for the securities publicly offered or sold in a manner prescribed by Presidential Decree during a period of time prescribed by Presidential Decree not exceeding six months from the day on which the securities are listed;
3. When a person specified by Presidential Decree, such as an executive of the issuer of securities publicly offered or sold, entrusts an investment trader with manipulation for stabilization;
4. When an investment trader is entrusted with manipulation for stabilization in accordance with subparagraph 3;
5. When an underwriter of securities publicly offered or sold, entrusts an investment trader with marker creation; and
6. When an investment trader is entrusted with market creation in accordance with subparagraph 5.

(4) No one shall commit any of the following acts in connection with trading listed securities or exchange-traded derivatives:
1. Causing a fluctuation in, or fixing, the market price of underlying assets of certain exchange-traded derivatives with an intention to earn, or cause a third party to earn unjust profits from trading such exchange-traded derivatives;
2. Causing a fluctuation in, or fixing, the market price of exchange-traded derivatives with an intention to earn, or cause a third party to earn, unjust profits from trading such underlying assets of exchange-traded derivatives; and
3. Causing a fluctuation in, or fixing, the market price of securities linked to certain securities specified by Presidential Decree with an intention to earn, or cause a third party to earn, unjust profits from trading such securities.

[150]第177條 (Liability for Damages Caused by Market Price Manipulation)

(1) A person who violates Article 176 shall be liable for damages sustained by a person who trades or entrusts to trade relevant listed securities or exchange-traded securities due to such trading or entrustment at the price formed by such violation.

(2) The right to claim damages under paragraph (1) ceases by prescription if the claimant does not

確規定違反第 176 條操縱行為規定者，應承擔的民事損害賠償責任。

此外，「金融服務暨資本市場法」第 178 條也規定包括操縱證券市場在內的一般詐欺性不正交易行為禁止條款，同法第 179 條明確規定違反第 178 條不正交易行為規定者，應承擔的民事損害賠償責任。

**（二）操縱行為之型態**

依金融服務暨資本市場法第 176 條第 1 項規定，韓國操縱市場行為大致可分為以下幾種類型：

**1. 虛偽交易**（第 176 條第 1 項）：

**（1）相對委託**：規定在第 176 條第 1 項第 1 款、第 2 款，通常為賣方和買方事先互相約定，在相同的時機以相同的價格買進或賣出同一個有價證券的交易[151]。

**（2）沖洗買賣**：規定在第 176 條第 1 項第 3 款，在形式上具備買賣的外觀，但是實際上有價證券的實質權利歸屬主體之間並沒有發生以權利移交為目的的買賣。

2. **製造交易活絡表象（第 176 條第 2 項第 1 款）**：禁止任何人在有價證券市場或店頭市場中引誘買賣交易為目的，單獨或共謀製造有價證券的買賣交易非常活絡的假象，或進行變動行情的買賣交易及其交易的委託或受託行為。

3. **散播流言或不實資料（第 176 條第 2 項第 2 款）**：規定任何人都不得在有價證券市場或店頭市場中以引誘買賣交易為目的，散播某項有價證券的行情是根據自己或他人的市場操縱來變動的傳聞，以及禁止在該有價證券的買賣中，故意隱匿重要事項或洩漏容易引發誤解的消息。

---

exercise the right within one year from the time he/she becomes aware of the fact that there was a violation of Article 176, or within three years from the time such act was committed.

[151] 許祥洙，韓國市場操縱行為監管制度芻論，正義與法，2009 年第 4 期，http://202.202.80.1/zlg/News_View.asp?NewsID=3249，瀏覽日期：2013 年 7 月 31 日。

**4. 不法的安定操作和造市（第 176 條第 3 項）：**禁止任何人以固定或安定上市證券的行情為目的，進行該證券相關的連續買賣或其委託或受託行為。但屬於下列情形之一者除外：

(1)投資買賣方依總統令規定的方法，在其證券的募集或出售的要約期限到期日前 30 天內的範圍內，從總統令規定之日起到該要約到期日為止的期間內穩定證券價格，以促使證券的募集或出售順利進行為目的之買賣交易（安定操作）。

(2)投資買賣方依總統令規定的方法，自證券上市之日起六個月的範圍內，在總統令規定的期限內形成募集或出售證券的供求關係的交易（做市）。

(3)募集或出售證券的發行人高管等總統令指定者向投資買賣方委託安定操作。

(4)投資買賣方依第三條的規定受託安定操作。

(5)募集或出售證券的接手人委託投資買賣方做市。

(6)投資買賣方根據第五條的規定受託做市。

此外，金融服務暨資本市場法第 176 條第 4 項也對操縱衍生性金融商品行為與不法造市加以規定。

**5.一般性欺詐條款（第 178 條）**

(1)任何人不得在金融投資商品的買賣以及其他交易中使用不正當的手段、計畫或技巧（第 178 條第 1 項第 1 款）。

(2)禁止重要事項的虛假記載或虛假揭露行為，以及誘發他人產生誤解為目的，洩露或隱匿重要事項，從中獲取金錢以及其他財產利益（第 178 條第 1 項第 2 款）。

(3)禁止任何人以金融投資商品的買賣或其他交易為目的、或操縱行情為目的，散播傳聞，使用詭計或採用暴力或脅迫的方式（第 178 條第 2 項）。

## 二、操縱行為之民事責任概述

### （一）請求權人及請求對象

依金融服務暨資本市場法第 177 條第 1 項[152]規定，違反第 176 條市場操縱行為規定者，需對由其違反所形成的價格、在有價證券市場或店頭市場進行或委託該有價證券的買賣交易者，因該買賣交易或委託中所受到的損害，負賠償責任。

### （二）請求權時效

依金融服務暨資本市場法第 177 條第 2 項規定，損害賠償請求權的時效，自請求權者知有違反第 176 條行為之時起一年以內，或從有該行為時起三年期間不行使請求權時，請求權因時效關係而消滅。

### （三）因果關係及舉證責任

依金融服務暨資本市場法第 177 條第 1 項[153]規定，違反有關市場操縱規定者，需對由其違反所形成的價格、在有價證券市場或店頭市場進行或委託該有價證券的買賣交易者，因該買賣交易或委託中所受到的損害，負賠償責任。依據上述規定，請求損害賠償的原告，必須證明其所受之損害與被告的操縱行為間，具有因果關係[154]。故原告有責任舉證證明，在市場操縱行為下形成了不合理的價格並進行買賣交易，由此造成損失的事實。因果關係的舉證上，買賣當事人之間的直

---

[152] 第177條 (Liability for Damages Caused by Market Price Manipulation)

(1) A person who violates Article 176 shall be liable for damages sustained by a person who trades or entrusts to trade relevant listed securities or exchange-traded securities due to such trading or entrustment at the price formed by such violation.

(2) The right to claim damages under paragraph (1) ceases by prescription if the claimant does not exercise the right within one year from the time he/she becomes aware of the fact that there was a violation of Article 176, or within three years from the time such act was committed.

[153] 第177條 (Liability for Damages Caused by Market Price Manipulation)

(1) A person who violates Article 176 shall be liable for damages sustained by a person who trades or entrusts to trade relevant listed securities or exchange-traded securities due to such trading or entrustment at the price formed by such violation.

(2) The right to claim damages under paragraph (1) ceases by prescription if the claimant does not exercise the right within one year from the time he/she becomes aware of the fact that there was a violation of Article 176, or within three years from the time such act was committed.

[154] 羅斌，證券集團訴訟研究，法律出版社，頁 170。

接交易比較容易證明因果關係，但是在經過多數交易者的非面對面的有價證券集中交易市場之競價撮合中，要證明這樣的因果關係實屬不易。因此，只要認定存在市場操縱行為，並能認定依照市場操縱行為下形成的價格交易的事實，事實上可以追認原告的損失和被告的市場操縱行為之間存在的因果關係[155]。

由於相關訴訟需要大量證據，大多數情況下，投資者的損失可能小於訴訟費用，因此許多投資者認為韓國禁止不公平交易的措施不力。韓國政府為根絕操縱股價行為，自 2013 年起實施「根絕股價操縱綜合措施」。該項「根絕股價操縱綜合措施」包含縮短調查程序之「快速調查（FAST TRACK）」制度、徵收罰款之義務化、擴大不公平交易舉發獎金等內容[156]。該次導入之「快速調查制度」為針對重大案件或緊急案件，省略金融主管機關調查程序，由檢察官立即著手調查之制度，最多能縮短 150 天左右之調查期間。快速調查之適用對象為調查·審理機關協會分類之重大案件及需要檢察官強制調查之緊急案件（涉嫌組織犯罪、有銷毀證據及海外逃亡疑慮、有操縱股價前科者再度做不公平交易行為等情形）。分類為重大案件或緊急案件之股票操縱案，將由金融犯罪專業檢察官、檢察調查官、金融委員會職員、金融主管機關職員、韓國證券交易所職員、國稅廳公務人員構成之「證券犯罪共同調查團」來專責調查。對此，韓國政府決定修改「金融服務暨資本市場法」，新制定關於「市場濫用行為（Market Abuse）」的規定，對於操縱股價者的處罰力度也將進一步加強[157]。

---

[155] 許祥洙，韓國市場操縱行為監管制度芻論，正義與法，2009 年第 4 期，http://202.202.80.1/zlg/News_View.asp?NewsID=3249，瀏覽日期：2013 年 7 月 31 日。

[156] South Korea speeding process in stock-manipulation cases , March 27, 2013, smart brief, http://www.smartbrief.com/03/27/13/south-korea-speeding-process-stock-manipulation-cases 瀏覽日期：2013 年 5 月 3 日。

[157] 政府發布根除股價操縱等不公平交易的綜合對策，韓國中央日報（中文版），2013 年 4 月 19 日，http://chinese.joins.com/big5/article.do?method=print&art_id=102756#，瀏覽日期：2013 年 10 月 16 日。

### （四）損害賠償範圍及計算方式

金融服務暨資本市場法從民事、刑事二方面手段制裁市場操縱行為。民事上對有關市場操縱行為導致的損失，法律條文上沒有計算損失額的規定。有學者認為，在以拉抬股價獲取其差額為目的的市場操縱行為中，認定買賣股票的受害人遭受的損失時，將沒有發生這些市場操縱行為的情況下當時可能形成的股價（正常股價）和由於市場操縱行為而形成的股價（投資者實際買進的股價：操縱的股價）之間的差額，視為損失額，是比較合理的。

至於證券交易刑事責任，依「金融服務暨資本市場法」第 443 條第 1 項規定，違反第 176 條、第 178 條各條內容之操縱行為者，將被處以十年以下的有期徒刑或五億韓元以下的罰金。另同條第 2 項並有加重徒刑的規定，由於犯罪行為而獲取的利益或規避的損失額的三倍金額超出五億韓元時，將被處以三倍於獲取的利益或規避的損失額的罰金。由於違法行為而獲取的利益或規避的損失額超出五億韓元的，將加重量刑。獲取的利益或規避的損失額超出 50 億韓元的，將被處以無期徒刑或五年以上的有期徒刑，獲取的利益或規避的損失額在五億韓元以上，五十億韓元以內的，將被處以三年以上的有期徒刑（同法第 443 條第 2 項）。此外，被判處有期徒刑時，還可以併處十年以內的資格禁止（同法第 443 條第 3 項）。

## 三、案例

### 【孤星基金案 (Lone Star Funds)】

### （一）案例事實

總部設在德克薩斯州達拉斯的美國私募股權基金公司孤星基金公司（Lone Star Funds）遊說韓國政府官員誇大外換銀行的財務狀況，以便能低價控股外換銀行（Korea ExchangeBank，簡稱 KEB）。孤星

基金公司於 2003 年以 1.38 萬億韓元(約 14 億美元)購入 KEB 的 51%股權，比這家銀行的市值低 20%~30%低價收購韓國外換銀行信用卡部門。在孤星公司收購行動前，其信用卡子公司（KEB Credit Services）壞帳高，柳因（Paul Yoo）和孤星及 KEB 的管理人員涉及共同散布謠言透過向市場放出風聲稱KEB信用卡子公司(KEB Credit Services）即將面臨資本削減，從而壓低該公司的股價。後來，該公司與 KEB 合併，孤星公司得以用便宜價格獲得信用卡部，外換銀行其他小股東因此損失了 226 億韓元（約 2,440 萬美元）犯有操縱股價的罪行。

**（二）爭點整理**

孤星公司主張柳因和 KEB 的其他董事會成員（其中包括幾名非孤星基金的成員）並無不當行為，也從未曾操縱或試圖操縱 KEB Credit Services 的股價。孤星公司則稱，在收購行動中沒有違法行為。該公司董事長約翰・格裏坎(John Grayken)2007 年 12 月 11 日在法庭上為柳因作證說，外換銀行董事會的確嚴肅討論過對信用卡部門資產縮減的計劃。

**（三）法院意見**

法院認為外換銀行可能有意願實施對其信用卡部的資產縮減，但有意願和確實準備實施是兩回事。孤星公司當時知道，實施資產縮減有難度，而且外換銀行並沒有認真考慮此措失。孤星公司的收購行為發生在傳聞出現一周後。法院同時指出，現以被孤星公司控股的外換銀行在收購前利用公眾信任，指使其高階主管透過新聞發布會宣布虛假的公司資產縮減計劃。

**（四）判決結果**

韓國首爾中央地區法院（Seoul Central District Court）於 2008 年 2 月 1 日裁定孤星基金及其韓國負責人柳因操縱韓國外換銀行信用卡子公司股價的罪名成立，判處孤星基金公司和韓國外換銀行各支付罰

金 250 億韓元（約合 2650 萬美元），同時裁定，孤星基金公司韓國地區負責人柳因共謀參與上述股價操縱行為而被判處 5 年監禁[158]。

## 參、香港

### 一、反操縱行為之立法體系

在香港，有關操縱市場及相關刑事罪行的規定，主要規定在「證券及期貨條例」。2004 年修訂的「證券及期貨條例」，改透過民事及刑事雙軌制裁機制打擊市場失當行為，並依該條例所成立的「市場失當行為審裁處」，由該審裁處會處理各種形式的市場失當行為民事個案。根據「證券及期貨條例」第 245 條的定義，市場失當行為包括：(a)第 270 條內幕交易；(b)第 274 條虛假交易；(c)第 275 條操控價格的行為；(d)第 276 條披露關於受禁交易的資料的行為；(e)第 277 條披露虛假或具誤導性的資料以誘使進行交易的行為；(f)第 278 條操縱證券市場的行為。故針對操縱行為等類之市場失當行為，在香港可透過刑事起訴、市場失當行為審裁處、民事訴訟及行政處分等四種方式懲處[159]。因此，上述市場失當行為中，除了內幕交易、揭露不合法的證券或期貨合約交易的資料、揭露虛假及誤導的資料幾種外，涉及操縱市場的事項有三類：

1. 操縱股票市場，指操縱某公司的證券價格及誘使他人購買或出售該公司發行證券的行為；
2. 證券或期貨合約的虛假交易，造成交易活躍、市場或價格暢旺的虛假或誤導現象；

[158] 操縱股價 韓法院重判美基金，2008 年 2 月 2 日，新華社。http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/newscenter/2008-02/02/content_7546753.htm，瀏覽日期：2013 年 7 月 25 日

[159]林建智、黃邦超，出席國際證券管理機構組織 2012 年亞太區域委員會會議報告，行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書，民國 102 年 1 月，頁 15-16。

3. 操縱證券或期貨合約的價格，令價格維持不變、提高或下跌。

儘管香港對操縱市場的失當行為可透過上述四種方式懲處，惟目前主要仍係依行政和刑事兩方面進行，因此，香港證券市場中並無操縱市場民事賠償案例。

## 二、操縱行為之民事責任概述

「證券及期貨條例」第 281 條就市場失當行為須負的民事法律責任加以規範[160]。

---

[160]第 281 條（就市場失當行為須負的民事法律責任）

(1) 除第(2)款另有規定外，任何人如作出與市場失當行為有關的作為，則他負有法律責任以損害賠償的方式賠償另一人因該行為而蒙受的金錢損失，不論他是否亦根據本部或其他規定招致任何其他法律責任，亦不論該損失是否由於該另一人曾以受該行為影響的價格訂立交易所引致的。

(2) 除非就有關個案的情況而言，某人應根據第(1)款作出賠償是公平、公正和合理的，否則該人無須根據該款作出賠償。

(3) 就本條而言，凡—

(a) 某人作出構成市場失當行為的行為；

(b) (i)某屬法團的另一人就(a)段提述的市場失當行為作出有關作為；及

(ii) 某人是該法團的高級人員，而該市場失當行為是在獲該人同意或縱容的情況下發生的；或

(c) (i) 另一人就(a)段提述的市場失當行為作出有關作為；及

(ii) 某人協助或縱容該另一人作出構成該市場失當行為的行為，而該人是知道該行為構成或可能構成市場失當行為的，在不抵觸第(4)款的條文下，該人視為已就市場失當行為作出有關作為。

(4) 就本條而言，如本部任何條文規定不得以某市場失當行為為理由而視某人為曾從事市場失當行為，則不得就該市場失當行為而視該人為曾就市場失當行為作出有關作為。

(5) 如某人指稱因某市場失當行為蒙受金錢損失，則即使—

(a) 另一人的行為不是根據第 252 條就該市場失當行為提起的法律程式的標的或該標的一部分；或

(b) 審裁處沒有依據第 252(3)(b)條識辨另一人曾從事該市場失當行為，該人仍可根據第(1)款針對該另一人提出訴訟。

(6) 為免生疑問，凡任何法院具有司法管轄權裁定根據第(1)款提出的訴訟，如該法院除本條外具有司法管轄權受理強制令的申請，則可按它認為適當的條款及條件批給強制令，以附加於或取代損害賠償。

(7) 在不損害《證據條例》(第 8 章)第 62 條的原則下，在根據第(1)款提出的訴訟中—

(a)審裁處依據第 252(3)(a)條裁定曾發生市場失當行為此一事實；

(b)審裁處在依據第 252(3)(b)條所作的裁定中識辨某人(不論該人是否訴訟的一方)曾從事市場失當行為此一事實，只要該裁定仍然存在，即可在與該訴訟的任何爭議點有關的情況下獲接納為證明以下事宜的證據—

(i) (就(a)段提述的裁定而言)曾發生該市場失當行為；或

(ii) (就(b)段提述的裁定而言)該人曾從事該市場失當行為。

(8) 在根據第(1)款提出的訴訟中，如有第(7)(a)或(b)款提述的裁定存在一事根據第(7)款可獲接納為證據—

(a)則—

## （一）請求權人及請求對象

依「證券及期貨條例」第 281 條第(1)款規定「任何人如作出與市場失當行為有關的作為，則他負有法律責任以損害賠償的方式賠償另一人因該行為而蒙受的金錢損失」。因此，任何人因某市場失當行為蒙受金錢損失，可向違反「證券及期貨條例」從事操縱行為之人，請求支付損害賠償，但前提必須該賠償是「公平、公正和合理」。此外，「證券及期貨條例」第 281 條第(11)款規定，本條並不影響、限制或減免任何人根據普通法或任何其他成文法則而獲授予的權利或可招致的法律責任，因此，這些受損失的當事人還可以提出侵權法下的賠償訴訟，第 281 條並不限制或減輕任何人可能根據普通法而需要承擔的法律責任。

依「證券及期貨條例」第 281 條第(3)款規定，請求權人可請求之對象包括：

1. 作出構成市場失當行為之人
2. 某屬法團的另一人就上述的市場失當行為作出有關作為；及某人是該法團的高級人員，而該市場失當行為是在獲該人同意或縱容的情況下發生的

---

(i) 就第(7)(a)款提述的裁定而言，除非相反證明成立，否則該裁定針對的市場失當行為須當作曾發生；或

(ii) 就第(7)(b)款提述的裁定而言，除非相反證明成立，否則該裁定針對的人須當作曾從事市場失當行為；及 (b) 在不損害為作為該裁定的證據或為識辨該裁定所依據的事實而收取任何其他可獲接納的證據的原則下，根據第 262(2)(b)(i)條發表並載有該裁定的審裁處報告的內容，或根據第(9)款提供並載有該裁定的審裁處報告的文本的內容，亦可為該目的而獲接納為證據。

(9) 在根據第(1)款提出的訴訟中，如—

(a) 有第(7)(a)或(b)款提述的裁定存在一事根據第(7)款可獲接納為證據；及

(b) 載有審裁處裁定的報告沒有根據第 262(2)(b)(i)條發表，則具有司法管轄權就該訴訟作出裁定的法院如認為適當的話，可要求向該法院提供該報告的文本，以供該法院為第(8)(b)款的目的使用；如該法院作出該要求—

(i) 審裁處須安排向該法院提供該報告的文本，以供該法院為第(8)(b)款的目的使用；及

(ii) 該報告的內容可為第(8)(b)款指明的目的獲接納。

(10) 在本條中，提述交易之處，包括提述要約及邀請(不論實際如何稱述)。

(11) 本條並不影響、限制或減免任何人根據普通法或任何其他成文法則而獲授予的權利或可招致的法律責任。

**3.** 另一人就上述的市場失當行為作出有關作為；及某人協助或縱容該另一人作出構成該市場失當行為的行為，而該人是知道該行為構成或可能構成市場失當行為，該人視為已就市場失當行為作出有關作為。

**（二）因果關係及舉證責任**

香港的市場操縱案件一般均適用「證據條例」及判例法所總結的證據規則。「證據條例」是民刑合一的體例，主要包括：總則、可接受的證人及可接納的證據、可接納作為證據的檔、民事訴訟中的傳聞證據、意見證據及專家證據、定罪及特權、錄取供詞、在其他管轄法院所進行的訴訟的證據和其他雜項規定[161]。

此外，「證券及期貨條例」第 281 條第(7)、(8)、(9)款，針對民事訴訟中提出的證據，另有下列規定：

| | |
|---|---|
| (7) | 在不損害《證據條例》(第 8 章)第 62 條的原則下，在根據第(1)款提出的訴訟中—<br>(a)審裁處依據第 252(3)(a)條裁定曾發生市場失當行為此一事實；<br>(b)審裁處在依據第 252(3)(b)條所作的裁定中識辨某人(不論該人是否訴訟的一方)曾從事市場失當行為此一事實，只要該裁定仍然存在，即可在與該訴訟的任何爭議點有關的情況下獲接納為證明以下事宜的證據—<br>(i) (就(a)段提述的裁定而言)曾發生該市場失當行為；或<br>(ii) (就(b)段提述的裁定而言)該人曾從事該市場失當行為。 |
| (8) | 在根據第(1)款提出的訴訟中，如有第(7)(a)或(b)款提述的裁定存在一事根據第(7)款可獲接納為證據—<br>(a)則—<br>(i) 就第(7)(a)款提述的裁定而言，除非相反證明成立，否則該裁定針對的市場失當行為須當作曾發生；或<br>(ii) 就第(7)(b)款提述的裁定而言，除非相反證明成立，否則該裁定針對的人須當作曾從事市場失當行為；及 (b) 在不損害為作為該裁定的證據或為識辨該裁定所依據的事實而收取任何其他可獲接納的證據的原則下，根據第 262(2)(b)(i)條發表並載有該裁定的審裁處報告的內容，或根據第(9)款提供並載有該裁定的審裁處報告的文本的內容，亦可為該目的而獲接納為證據。<br>(b) 在不損害為作為該裁定的證據或為識辨該裁定所依據的事實而收取任何其他可獲接納的證據的原則下，根據第 262(2)(b)(i)條發表並載有該裁定的審裁處報告的內容，或根據第(9)款提供並載有該裁定的審裁處 |

[161] 蔡奕，各國市場操縱證明問題的橫向比較，行政與法，2006 年 3 期，2006 年 4 月。

| | |
|---|---|
| | 報告的文本的內容，亦可為該目的而獲接納為證據。 |
| (9) | 在根據第(1)款提出的訴訟中，如<br>(a) 有第(7)(a)或(b)款提述的裁定存在一事根據第(7)款可獲接納為證據；及<br>(b) 載有審裁處裁定的報告沒有根據第 262(2)(b)(i)條發表，則具有司法管轄權就該訴訟作出裁定的法院如認為適當的話，可要求向該法院提供該報告的文本，以供該法院為第(8)(b)款的目的使用；如該法院作出該要求—<br>(i) 審裁處須安排向該法院提供該報告的文本，以供該法院為第(8)(b)款的目的使用；及<br>(ii) 該報告的內容可為第(8)(b)款指明的目的獲接納。 |

故香港目前打擊操縱市場在行政和刑事兩個主要手段，舉證責任均在審裁處提控官（屬民事審裁情況）或控方（屬刑事檢控情況）。為了取得審裁處作出被告犯有某種市場失當行為的裁斷和有刑事法庭的定罪，審裁處提控官和控方必須證明具有違法犯罪意圖。在市場操縱審裁處罰程序中，行政機關負有主要的舉證責任，除非法律明確作出責任倒置的規定（如相對委託行為），否則不得擅自適用舉證責任倒置原則。

### （三）損害賠償範圍及計算方式

「證券與期貨條例」第 252(3)(c)條要求市場失當行為審裁處由於進行失當行為而獲取的利潤或避免的損失的金額作出裁定，但該條例並未對如何計算此等金額給予明確的指引。

## 三、案例

依「證券與期貨條例」，「操縱市場行為」屬於「市場失當行為」，多數情況下，操縱市場行為由香港證監會法規執行部負責監控和調查。而對操縱市場的行為者，主要係依行政和刑事兩方面進行。行政處分的裁判機構是市場失當行為審裁處，刑事罰由香港法院作出。目前，香港證券市場中並無操縱市場民事賠償案例。

本研究以下擬以證監會對泛海酒店集團操縱市場案件相關措施

進行案例說明：

**【泛海酒店集團[162]】**

陳前遠、陳的小姨歐陽文珍、胞弟陳前達及友人徐少峰等四人串謀操縱泛海酒店集團有限公司的股票行情，四名被告於 2005 年 8 月 1 日至 9 月 5 日期間，串謀就泛海酒店集團的股票行情營造虛假或具誤導性的表像。導致泛海酒店集團股價被人為推高 78%，並使公司市值上漲 40 億元。其手法主要由陳前遠為其餘三名被告提供交易資金，而該三名被告主要在彼此之間互相進行交易；他們的交易占期內成交的泛海酒店集團股份一半以上，涉及的成交額大約為 1.9 億元。四名被告串謀造市謀利，瞞騙無辜的投資者。

區域法院今天在香港歷來最大宗的操縱市場案中，判處全部四名被告監禁 26 至 30 個月。

## 肆、新加坡

### 一、反操縱行為之立法體系

新加坡操縱證券市場行為，主要規範在「證券與期貨法」。依「證券與期貨法」第 198 條[163]規定「任何人不得進行就一家公司的證券進

---

[162] 香港歷來最大宗操縱市場案四人被判監，香港證監會網站，2009 年 11 月 26 日，http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=09PR167，瀏覽日期：2013 年 6 月 27 日

[163] 第 198 條(Securities market manipulation)

(1) No person shall effect, take part in, be concerned in or carry out, directly or indirectly, 2 or more transactions in securities of a corporation, being transactions that have, or are likely to have, the effect of raising, lowering, maintaining or stabilising the price of securities of the corporation on a securities market, with intent to induce other persons to subscribe for, purchase or sell securities of the corporation or of a related corporation.

(1A) No person shall effect, take part in, be concerned in or carry out, directly or indirectly, 2 or more transactions in securities of a business trust, being transactions that have, or are likely to have, the effect of raising, lowering, maintaining or stabilising the price of securities of the business trust on a securities market, with intent to induce other persons to subscribe for, purchase or sell securities of the business trust.

(2) A reference in subsection (1) or (1A) to transactions in securities of a corporation or securities of a business trust, as the case may be, includes —

行兩次或以上的具有影響或維持證券價格效果的交易，該交易的意圖是誘使他人認購、購買或出售該公司或關聯公司的證券」。

另「證券與期貨法」也針對傳播虛假資訊行為（§199、§200、§202）及使用操縱性或欺詐性手段（§201）加以規範[164]：

- 第 199 條[165]：禁止任何人製造或傳播虛假或誤導性資訊及聲明，可能誘使他人認購、出售或購買證券，或者可能影響證券的市場價格。
- 第 200 條[166]：管制欺詐性誘使他人交易證券這種情形。被告人必須已經做出或者發布了一項聲明、允諾或者預測，這些

---

(a) a reference to the making of an offer to purchase or sell such securities of the corporation or such securities of the business trust, as the case may be; and

(b) a reference to the making of an invitation, however expressed, that directly or indirectly invites a person to offer to purchase or sell such securities of the corporation or such securities of the business trust, as the case may be.

[164]公司融資與證券監管(17.6.9)，新加坡法律參考文章，Singapore Academy of Law ，http://www.singaporelaw.sg/content/CorporateFinanceChi.html#section4，瀏覽日期：2013 年 4 月 10 日。

[165]第 199 條( False or misleading statements, etc.)

No person shall make a statement, or disseminate information, that is false or misleading in a material particular and is likely —

(a) to induce other persons to subscribe for securities;

(b) to induce the sale or purchase of securities by other persons; or

(c) to have the effect of raising, lowering, maintaining or stabilising the market price of securities, if, when he makes the statement or disseminates the information —

(i) he does not care whether the statement or information is true or false; or

(ii) he knows or ought reasonably to have known that the statement or information is false or misleading in a material particular.

[166]第 200 條（Fraudulently inducing persons to deal in securities）

(1) No person shall —

(a)by making or publishing any statement, promise or forecast that he knows or ought reasonably to have known to be misleading, false or deceptive;

(b)by any dishonest concealment of material facts;

(c)by the reckless making or publishing of any statement, promise or forecast that is misleading, false or deceptive; or

(d)by recording or storing in, or by means of, any mechanical, electronic or other device information that he knows to be false or misleading in a material particular, induce or attempt to induce another person to deal in securities.

(2) In any proceedings against a person for a contravention of subsection (1) constituted by recording or storing information as mentioned in subsection (1)(d), it is a defence if it is established that, at the time when the defendant so recorded or stored the information, he had no reasonable grounds for expecting that the information would be available to any other person.

(3) In any proceedings against a person for a contravention of subsection (1), the opinion of any registered or public accountant as to the financial position of any company at any time or during any period in respect of which he has made an audit or examination of the affairs of the company according to recognised audit practice shall be admissible, for any party to the proceedings, as evidence of the financial position of the company at that time or during that period, notwithstanding that the opinion is based in whole or in part on book-entries, documents or vouchers or on written or verbal statements by other persons.

聲明、允諾或預測或者是魯莽性地作出因而具有誤導性的或者是被告明知其誤導性。

- 第 202 條[167]：禁止流通與傳播任何聲明或資訊，如果流通或傳播的效果是，因為任何違反「證券與期貨法」第 197 條至 201 條的交易，一家公司的任何證券的價格會上升、下滑或維持不變。
- 第 201 條[168]：本條為一概括性規定，目的為禁止任何其他形式的、未被其他條款加以具體規範的證券欺詐，其禁止三類行為：

（a）利用任何與購買或出售任何證券相關的手段、方案或詭計進行欺詐。

（b）從事與任何購買或出售任何證券相關的行為、做法或者經營方式，構成對任何人的欺詐誘騙。

（c）作出與任何購買或出售任何證券相關的某一重大事項的不實聲明或者遺漏會使該聲明不致為誤導性的必要性資訊。

---

[167] 第 202 條（Dissemination of information about illegal transactions）

No person shall circulate or disseminate, or authorise or be concerned in the circulation or dissemination of, any statement or information to the effect that the price of any securities of a corporation or any securities of a business trust will, or is likely, to rise or fall or be maintained by reason of any transaction entered into or to be entered into or other act or thing done or to be done in relation to securities of that corporation, or of a corporation that is related to that corporation, or securities of that business trust, as the case may be, which to his knowledge, was entered into or done in contravention of section 197, 198, 199, 200 or 201 or if entered into or done would be in contravention of section 197, 198, 199, 200 or 201 if —

(a) the person, or a person associated with the person, has entered into or purports to enter into any such transaction or has done or purports to do any such act or thing; or

(b) the person, or a person associated with the person, has received, or expects to receive, directly or indirectly, any consideration or benefit for circulating or disseminating, or authorising or being concerned in the circulation or dissemination, the statement or information.

[168] 第 201 條（Employment of manipulative and deceptive devices）

No person shall, directly or indirectly, in connection with the subscription, purchase or sale of any securities —

(a) employ any device, scheme or artifice to defraud;

(b) engage in any act, practice or course of business which operates as a fraud or deception, or is likely to operate as a fraud or deception, upon any person;

(c) make any statement he knows to be false in a material particular; or

(d) omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading.

新加坡對詐欺、操縱、刊登虛偽誤導之資訊、在交易中背信及欺騙等行為，除可依第 204 條規定處刑事罰外，亦得依第 232 條規定向法院起訴，請求對上述罪行予以民事罰（Civil Penalties），以及依第 234 條請求民事損害賠償（Civil liability）。故操縱市場行為在新加坡將會面臨刑事罰與民事罰，一旦決定追究其中之一，即不重複追訴另一責任，民事罰由新加坡金融監督主管機關 MAS（Monetary Authority of Singapore）負責追究，大部分民事罰都是以和解收場[169]。

## 二、操縱行為之民事損害賠償責任概述

### （一）請求權人及請求對象

「證券與期貨法」第 234 條第（1）項[170]許可因在同時段與違法者作對手交易而受到損失（該損失的計算基於有關證券交易時的實際價格與如假設違法行為未發生該證券的可能價格之間的差價）的人申請針對違法方的法庭命令以使其支付民事罰款或賠償。

「證券與期貨法」第 234 條第(1A)項[171]另規定，在不損及第 234

[169] 林建智、黃邦超，出席國際證券管理機構組織 2012 年亞太區域委員會會議報告，行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書，102 年 1 月，頁 13。

[170] 第 234 條(Civil liability)

(1) A person who has acted in contravention of any of the provisions in this Part (referred to in this section and sections 235 and 236 as the contravening person) shall, if he had gained a profit or avoided a loss as a result of that contravention, whether or not he had been convicted or had a civil penalty imposed on him in respect of that contravention, be liable to pay compensation to any person (referred to in this section and sections 235 and 236 as the claimant) who —

(a)contemporaneously with the contravention, had subscribed for, purchased or sold securities, or entered into futures contract, or contracts or arrangements in connection with leveraged foreign exchange trading, of the same description; and

(b) had suffered loss by reason of the difference between —

(i) the price at which the securities, futures contracts, or contracts or arrangements in connection with leveraged foreign exchange trading were dealt in or traded contemporaneously with the contravention; and

(ii) the price at which the securities, futures contracts, or contracts or arrangements in connection with leveraged foreign exchange trading would have been likely to have been so dealt in or traded at the time of the contemporaneous dealing or trading if —

(A) in any case where the contravening person had acted in contravention of section 218 or 219, the information referred to in section 218(1) or 219(1), as the case may be, had been generally available; or

(B) in any other case, the contravention had not occurred.

[171] 第 234 條(Civil liability)

條第(1)項之原則下，違反第 199 條、第 200 條、第 201 條規定者，應對因此而受有損害之人，負損害賠償責任。

凡請求權人因信賴虛假或誤導性重大資訊及聲明買入或賣出有價證券，因而受有損失，可依第 234 條第(1A)項第(b)款規定請求損害賠償。

**（二）請求權時效**

依「證券與期貨法」第 234 條第(4)項[172]，因在同時段與違法者作對手交易而受到損失的人可在 6 年之內以獨立的訴訟理由請求損害賠償。

**（三）因果關係及舉證責任**

依「證券與期貨法」第 234 條第(1A)項第(b)款，請求權人欲依操縱行為的規定請求損害賠償責任時，必須證明交易因果關係及損失因果關係。請求權人舉證證明其購買或出售該證券，係因信賴與該證券相關虛假或誤導性重要資訊及聲明。此外，請求權人也須證明其因此而受到損失。[173]

---

(1A) Without prejudice to subsection (1), the contravening person shall, whether or not he had gained a profit or avoided a loss as a result of that contravention, and whether or not he had been convicted or had a civil penalty imposed on him in respect of that contravention, be liable to pay compensation to the claimant, if —

(a) the contravening person has contravened section 199, 200, 201, 209 or 210, in connection with any subscription, purchase or sale of securities, any trading in futures contracts or any leveraged foreign exchange trading, by —

(i) making, disseminating or publishing any false, misleading or deceptive statement, information, promise or forecast; or

(ii)concealing or omitting to state any material fact; and

(b)the claimant —

(i) in reliance on that statement, information, promise or forecast or in ignorance of that concealed or omitted material fact, had (whether contemporaneously with the contravention or otherwise) subscribed for, purchased or sold any securities, or entered into any futures contract, or contracts or arrangements in connection with leveraged foreign exchange trading, of the same description; and

(ii)had suffered loss.

[172] 第 234 條(Civil liability)

(4) An action under this section shall not be commenced after the expiration of 6 years from the date of completion of the dealing or trading in which the loss occurred.

173 Common Origins, Different Destinies: Investors' Rights against Market Manipulation in the U.K., Australia and Singapore, http://www.clta.edu.au/professional/papers/conference2007/2007AL_CODD.pdf，瀏覽日期：2013年7月25日，

## （四）損害賠償範圍及計算方式

「證券與期貨法」第 234 條第(2A)項[174]規定，違反第(1A)項者所

[174]第 234 條(Civil liability)

(1) A person who has acted in contravention of any of the provisions in this Part (referred to in this section and sections 235 and 236 as the contravening person) shall, if he had gained a profit or avoided a loss as a result of that contravention, whether or not he had been convicted or had a civil penalty imposed on him in respect of that contravention, be liable to pay compensation to any person (referred to in this section and sections 235 and 236 as the claimant) who —

(a)contemporaneously with the contravention, had subscribed for, purchased or sold securities, or entered into futures contract, or contracts or arrangements in connection with leveraged foreign exchange trading, of the same description; and

(b) had suffered loss by reason of the difference between —

(i) the price at which the securities, futures contracts, or contracts or arrangements in connection with leveraged foreign exchange trading were dealt in or traded contemporaneously with the contravention; and

(ii) the price at which the securities, futures contracts, or contracts or arrangements in connection with leveraged foreign exchange trading would have been likely to have been so dealt in or traded at the time of the contemporaneous dealing or trading if —

(A) in any case where the contravening person had acted in contravention of section 218 or 219, the information referred to in section 218(1) or 219(1), as the case may be, had been generally available; or

(B) in any other case, the contravention had not occurred.

(1A) Without prejudice to subsection (1), the contravening person shall, whether or not he had gained a profit or avoided a loss as a result of that contravention, and whether or not he had been convicted or had a civil penalty imposed on him in respect of that contravention, be liable to pay compensation to the claimant, if —

(a) the contravening person has contravened section 199, 200, 201, 209 or 210, in connection with any subscription, purchase or sale of securities, any trading in futures contracts or any leveraged foreign exchange trading, by —

(i) making, disseminating or publishing any false, misleading or deceptive statement, information, promise or forecast; or

(ii)concealing or omitting to state any material fact; and

(b)the claimant —

(i) in reliance on that statement, information, promise or forecast or in ignorance of that concealed or omitted material fact, had (whether contemporaneously with the contravention or otherwise) subscribed for, purchased or sold any securities, or entered into any futures contract, or contracts or arrangements in connection with leveraged foreign exchange trading, of the same description; and

(ii)had suffered loss.

(2) The amount of compensation that the contravening person is liable to pay to the claimant under subsection (1) is the amount of the loss suffered by the claimant referred to in subsection (1)(b), after deducting any amount of compensation paid or payable to the same claimant in respect of the same contravention under an order of court or an agreement to pay by the contravening person or any defendant, defendant corporation or defendant partnership under Division 4 or 5 or under an order for disgorgement under section 236L, up to the maximum amount recoverable.

(2A) The amount of compensation that the contravening person is liable to pay to the claimant under subsection (1A) is —

(a) in any case where the claimant had contemporaneously with the contravention subscribed for, purchased or sold any securities, or entered into any futures contract, or contracts or arrangements in connection with leveraged foreign exchange trading, of the same description, and had suffered the loss referred to in subsection (1)(b), any one of the following amounts that is elected by the claimant:

(i) the amount of the loss suffered by the claimant referred to in subsection (1)(b), after deducting any amount of compensation paid or payable to the same claimant in respect of the same contravention under an order of court or an agreement to pay by the contravening person or any defendant, defendant corporation or defendant partnership under Division 4

應負之損害賠償數額，限於所獲得的利潤或避免的損失。

## 伍、中國大陸

### 一、反操縱行為之立法體系

#### （一）法律基礎

中國大陸在證券市場反操縱行為的立法，為證券法與刑法相結合的架構，核心條款主要為證券法第 77 條、第 203 條及刑法第 182 條[175]。

中國大陸最早禁止操縱市場行為的法規是上海市人民政府於 1990 年頒布的「上海市證券交易管理辦法」。此後不久深圳市人民政府頒布也「深圳經濟特區證券管理暫行辦法」對操縱市場行為加以禁止。直到 1993 年國務院頒布「股票發行與交易管理暫行條例」後，才開始有全國性的操縱市場行為規範。同年頒布的「禁止證券欺詐行為暫行辦法」[176]就操縱市場行為的類型做了更明確的規定。

1998 年中國大陸頒布「證券法」，並於 2006 年大幅修訂成為現行之「證券法」，中國大陸目前對證券市場操縱行為的核心規範，主要為證券法。證券法第 77 條第 1 項規範操縱證券市場行為，第 77 條

---

or 5 or under an order for disgorgement under section 236L, up to the maximum amount recoverable; or

(ii) the amount of any loss that reasonably results from the claimant's reliance on the statement, information, promise or forecast referred to in subsection (1A)(a)(i) or ignorance of the concealed or omitted material fact referred to in subsection (1A)(a)(ii), after deducting any amount of compensation paid or payable to the same claimant in respect of the same contravention under an order of court or an agreement to pay by the contravening person or any defendant, defendant corporation or defendant partnership under Division 4 or 5 or under an order for disgorgement under section 236L; or

(b) in any other case, the amount of any loss that reasonably results from the claimant's reliance on the statement, information, promise or forecast referred to in subsection (1A)(a)(i) or ignorance of the concealed or omitted material fact referred to in subsection (1A)(a)(ii), after deducting any amount of compensation paid or payable to the same claimant in respect of the same contravention under an order of court or an agreement to pay by the contravening person or any defendant, defendant corporation or defendant partnership under Division 4 or 5 or under an order for disgorgement under section 236L.

[175] 楊勢如，中國大陸證券市場違法行為—以「操縱市場」為核心，集保結算所月刊，第 175 期，2008 年 6 月 15 日，頁 36。

[176] 「禁止證券欺詐行為暫行辦法」已被 2005 年 10 月 27 日中華人民共和國主席令第 43 號公佈的「中華人民共和國證券法」代替，2008 年 1 月 15 日中華人民共和國國務院令第 516 號已正式公佈「禁止證券欺詐行為暫行辦法」廢止。

第 2 項並規定操縱證券市場行為給投資者造成損失的，行為人應當依法承擔賠償責任。

證券法第 203 條並規定，任何人只要違反上述規定，操縱證券交易價格、製造證券交易之虛假價格或證券交易量，以獲取不正當利益或轉嫁風險者，沒收違法所得，處以違法所得 1 倍以上 5 倍以下之罰款。如構成犯罪者，則依法追究刑事責任。

為進一步規範中國證監會對證券市場操縱行為的認定工作，提高執法效率和效果，中國證監會於 2007 年頒布「證券市場操縱行為認定辦法指引（試行）」，涵蓋操縱行為人認定、操縱手段認定、不構成操縱行為的情形、違法所得認定、從重處罰情形的認定等內容，惟該規範卻一直處於試行階段，遲未正式公佈實施[177]。

中國大陸將證券犯罪規定在「刑法」中，而沒有直接在「證券法」中規定犯罪與刑罰。依刑法第 182 條第 1 項規定，操縱證券、期貨市場，情節嚴重的，處 5 年以下有期徒刑或者拘役，並處或者單處罰金；情節特別嚴重的，處 5 年以上 10 年以下有期徒刑，並處罰金。

### （二）操縱行為之型態

中國大陸「證券法」所規定操縱市場之態樣有四（§77），刑法第 182 條規範的四款操縱行為[178]，與證券法規範之操縱行為型態類似：

1. **連續交易：**單獨或通謀，集中資金優勢、持股優勢或利用資訊

[177] 證券市場操縱仍待司法解釋 或成法律盲點，東方早報，2010 年 10 月 28 日，http://finance.sina.com.cn/stock/y/20101028/09108859553.shtml，瀏覽日期：2013 年 6 月 28 日。

[178] 刑法第 182 條【操縱證券、期貨市場罪】
有下列情形之一，操縱證券、期貨市場，情節嚴重的，處五年以下有期徒刑或者拘役，並處或者單處罰金；情節特別嚴重的，處五年以上十年以下有期徒刑，並處罰金：
（一）單獨或者合謀，集中資金優勢、持股或者持倉優勢或者利用資訊優勢聯合或者連續買賣，操縱證券、期貨交易價格或者證券、期貨交易量的；
（二）與他人串通，以事先約定的時間、價格和方式相互進行證券、期貨交易，影響證券、期貨交易價格或者證券、期貨交易量的；
（三）在自己實際控制的帳戶之間進行證券交易，或者以自己為交易對象，自買自賣期貨合約，影響證券、期貨交易價格或者證券、期貨交易量的；
（四）以其他方法操縱證券、期貨市場的。

優勢聯合或連續買賣，操縱證券交易價格者

2. **約定交易**：與他人串通，以事先約定之時間、價格與方式相互進行證券交易，或相互買賣並不持有之證券，影響證券交易價格或證券交易量者。
3. **自買自賣**：在自己實質控制的帳戶之間進行證券交易，影響證券交易價格或證券交易量者。
4. **以其他手段操縱證券市場**：試行中的「證券市場操縱行為認定辦法指引」明確規範 8 類證券市場操縱行為，除證券法第 77 條及刑法第 182 條已予以明確規定的上述連續交易、約定交易和自買自賣等三種操縱類型外，還明確認定「證券法」第 77 條第 1 項第 4 款「以其他手段操縱證券市場」行為為下列五種類型[179]：
   - **蠱惑交易**：操縱市場的行為人故意編造、傳播、散布虛假重大資訊，誤導投資者的投資決策，使市場出現預期中的變動而自己獲利。
   - **搶先交易**：行為人對相關證券或其發行人、上市公司公開作出評價、預測或投資建議，自己或建議他人搶先買賣相關證券，以便從預期的市場變動中直接或者間接獲取利益的行為。
   - **虛假申報**：行為人持有或者買賣證券時，進行不以成交為目的的頻繁申報和撤銷申報，製造虛假買賣資訊，誤導其他投資者，以便從期待的交易中直接或間接獲取利益的行為。
   - **特定價格**：指行為人透過拉抬、打壓或鎖定手段，致使相關證券的價格達到一定水準的行為。
   - **特定時段交易**：其又分為「尾市交易操縱」及「開盤價格操縱」。所謂「尾市交易操縱」指在收市階段，通過拉抬、打壓

[179] 證監會定義市場操縱八宗罪，上海證券報，2007 年 9 月 7 日，http://news.xinhuanet.com/fortune/2007-09/07/content_6678281.htm，瀏覽日期：2013 年 7 月 18 日

或者鎖定等手段,操縱證券收市價格的行為;「開盤價格操縱」指在集合競價時段，通過抬高、壓低或者鎖定等手段，操縱開盤價的行為。

## 二、操縱行為之民事責任概述

相較於虛假陳述造成的損害之民事賠償，最高法院於 2002 年訂定「關於審理證券市場虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定」，作為審理的法律依據，中國大陸證券市場對操縱行為所造成的民事損害賠償，並未有類似的法律審理依據，以致在如何判定操縱市場行為、各被告在何種情況下應承擔什麼樣的責任、操縱行為與原告損失間的因果關係、賠償範圍的確定和損失的計算方法及訴訟時效等，在程序法及實體法上均存在相當的困難。

### （一）請求權人及請求對象

證券法第 77 條第 2 項規定「操縱證券市場行為給投資者造成損失的，行為人應當依法承擔賠償責任」。另證券法第 232 條規定「違反本法規定，應當承擔民事賠償責任和繳納罰款、罰金，其財產不足以同時支付時，先承擔民事賠償責任」，正式確立民事責任的優先地位。

#### 1. 請求權人

理論上，任何因操縱證券市場行為而造成損失的投資人，均可為請求權人，惟證券法對此並無明確規定。學者有認為，請求權人從學理上解釋應限於「善意」買進或賣出價格被操縱的有價證券的人[180]。

#### 2. 請求對象

[180] 淺談操縱市場行為及其民事賠償責任，中顧法律網，2011 年 7 月 28 日 http://news.9ask.cn/msss/ccbq/201107/1469033_3.shtml，瀏覽日期：2013 年 7 月 28 日，

操縱行為損害賠償責任的責任人是操縱行為人，操縱行為人包括自然人及機構投資人，舉凡發起人、發行人、上市公司、承銷商、上市推薦人、證券公司或者專業服務機構及其董事、監事、高級管理人員和其他機構或者個人，這些人如果其行為具備操縱市場的特徵，應對受害人承擔損害賠償責任。

**（二）因果關係及舉證責任**

不同於最高人民法院「關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定」，明確規定虛假陳述民事責任的因果關係推定，中國大陸證券法並未對操縱證券市場因果關係等民事責任構成要件做出明確規範，儘管操縱證券市場因果關係類似虛假陳述的因果關係，但尚不能直接適用於操縱證券市場民事責任案件中因果關係的判定，因此，請求權人如要針對操縱證券市場提起民事損害賠償訴訟，則應適用一般侵權行為的相關規定。

因中國證券法將操縱市場視為一般侵權行為，適用過失責任原則歸責，在責任構成上必須具備違法行為、損害事實、損害與行為間的因果關係、過失四個要件。在這種法律規定下，操縱行為受害人的舉證責任相當沉重，通常情況下很難完成。

由於操縱行為的複雜性及手段隱蔽性，一般投資人實很難憑藉自己的力量證明操縱行為的存在。鑑於證券侵權行為屬於特殊侵權行為之特性，大陸有學者針對操縱證券市場民事責任的因果關係及舉證責任，提出以下見解[181]：

1. 操縱行為因果關係分為「交易上的因果關係」和「損害上的因果關係」，如果不能構成交易上的因果關係，也就不必證明損害上的因果關係。

[181] 陳洲，我國操縱證券市場民事責任構成的有關問題研究，中國法院網，http://www.gudonglawyer.org.cn/ShowArticle.shtml?ID=201191483424334 68.htm，瀏覽日期：2013年6月25日，

2. 「交易上的因果關係」的證明採「相當因果關係理論」：根據相當因果關係理論，由於操縱行為通常足以導致投資者的交易行為，而如果沒有操縱行為投資者不會進行交易行為。對操縱證券市場行為與投資者交易行為因果關係的證明的具體判定標準上，則建議可透過如下事實判斷：

   - 投資者所投資的是與操縱行為直接關聯的證券。
   - 投資者在操縱行為實施日及以後，至操縱行為揭露日或者更正日之前買入該證券。
   - 投資者的交易在操縱行為實施日及以後出現損失。

3. 「損害上的因果關係」的證明，採取推定原則：原告在證明操縱行為與交易行為之間存在因果關係後，法官可以據此直接推定原告的損失與操縱行為之間具有因果關係，賦予善意投資人更有利的地位，加強對投資者合法權益的保護。採取推定因果關係並不排斥被告有抗辯的權利，被告可提出充分反證證明原告的損失是由其他因素所造成的，例如被告可以透過證明原告存在如下行為而主張免責：

   - 原告明知操縱行為存在而進行的交易。
   - 損失或部分損失是由證券市場系統風險等其他因素所導致。
   - 原告屬於惡意投資、操縱證券價格等。

4. 在操縱案件中，請求權人應證明自己受有損害，並證明其交易行為是由於信賴操縱行為製造的虛假市場供需狀況和活絡程度而買賣有價證券。

### （三）損害賠償範圍及計算方式

中國大陸「證券法」第 77 條對操縱證券民事責任規定按「給投

資者造成的損失」給予賠償，但沒提供任何的範圍或計算標準。

有學者主張有鑒於操縱市場與虛假陳述都是詐欺因素的影響，而使證券價格偏離，因此建議可以參考虛假陳述的「差價損失計演算法」之概念，確立一「基準日」，即操縱市場行為揭露日或終結日起，至證券的累計成交量達到共可流通部分 100%之日為基準日，投資人在基準日及以前賣出證券的，其投資差額損失，以買入證券平均價格與實際賣出證券平均價格之差，乘以投資人大盤下跌所造成的證券價格下跌損失[182]。

另有學者認為操縱證券民事責任的損失賠償原則及計算方法，可採取中國大陸侵權法領域通說的賠償原則，即全部賠償原則，賠償受害人全部的實際損失，包括直接損失和間接損失[183]：

（1）直接損失：確定直接損失賠償原則通常為「差額法」，即按證券實際的交易價格與如未受操縱行為影響證券的真實價值之差額計算。惟對要如何認定「未受操縱行為影響證券的真實價值」，通常會設定一「基準日[184]」：

- 如果投資人在基準日及以前賣出證券的，其投資差額損失，以買入證券平均價格與實際賣出證券平均價格之差，乘以投資人所持證券數量計算。
- 如果投資人在基準日之後賣出或者仍持有證券的，其投資差額損失，以買入證券平均價格與欺詐行為揭露日或者更正日起至基準日期間，每個交易日收盤價的平均價格之差，乘以

[182] 張永雄，操縱市場民事賠償責任問題探討--從中國證券市場的現實出發，佛山科學技術學院學報，第 21 卷第 4 期，2003 年 10 月，頁 75-76，http://doc.baidu.com/view/b8d22b166edb6f1aff001fe1.html，瀏覽日期：2013 年 4 月 10 日，

[183] 陳洲，我國操縱證券市場民事責任構成的有關問題研究，中國法院網，http://www.gudonglawyer.org.cn/ShowArticle.shtml?ID=20119148342433468.htm，瀏覽日期：2013 年 6 月 25 日。

[184] 基準日的確定，建議可採以下方法：

(1) 對於證券仍在公開交易的，自操縱行為確定後的正式公開日起第 60 個交易日為基準日。

(2) 對已經退出證券交易市場或停止證券交易的，以下市日或停止交易日前一交易日為基準日

投資人所持證券數量計算。

（2）間接損失：間接損失指受害人可得利益的喪失，即應當得到的利益因受不法行為的侵害而沒有得到。操縱證券民事賠償的間接損失可將如下損失包括在內：(1)利息損失，自買入至賣出證券日或者基準日，按銀行同期活期存款利率計算；(2)投資差額損失部分的佣金和印花稅。

證券市場操縱行為認定辦法指引第五章規定規定違法所得認定方式，包括操縱行為違法所得的計算起點與終點，並提出擬制計算公式。指引第 50 條規定「違法所得的計算，應以操縱行為的發生為起點，以操縱行為終止、操縱影響消除、行政調查終結或其他適當時點為終點」。另依該指引第 51 條規定，在計算違法所得的數額時，可參考下列公式或專家委員會認定的其他公式：

**違法所得＝終點日持有證券的市值＋累計賣出金額＋累計派現金額－累計買入金額－配股金額－交易費用**[185]

## 三、案例~【汪建中案】

汪建中操縱證券市場被追究民事賠償為中國第一件因操縱市場而被提起民事賠償的個案。

### （一）案例事實

被告汪建中曾為北京首放投資顧問有限公司的控股股東、執行董事、經理。汪建中利用本人及汪公燦、汪小麗等 9 人身分證開立資金帳戶 17 個、銀行帳戶 10 個。這些帳戶由汪建中管理、使用和處置，汪建中為這些帳戶的實際控制人。

[185] 證券市場操縱行為認定辦法指引第 51 條第 2 項規定，交易費用是指是指已向國家交納的稅費、向證券公司交付的交易傭金、登記過戶費、交易中其他合理的手續費等。

2007 年 1 月 1 日至 2008 年 5 月 29 日期間，汪建中透過自己公司網站及其他門戶網站、眾多財經媒體，向社會大眾發布投資諮詢報告，推薦包括工商銀行、交大博通、中國聯通等 38 檔股票和權證。

惟在投資諮詢報告發布前，汪建中利用其實際控制的帳戶先行買入將要在投資諮詢報告中推薦的證券，然後在投資諮詢報告向社會大眾發布誘使散戶大量買進時，再悄悄賣出該證券由此獲利。中國證監會認定汪建中從事操縱證券市場的違法行為。並依據證券法第 77 條第 1 項第 4 款 「以其他手段操縱證券市場」之規定，於 2008 年 10 月 23 日對其作出行政處罰，沒收違法所得 1.25 億元人民幣，並處罰款 1.25 億元。此後，汪建中被移送司法機關，追究其刑事責任。2011 年 8 月 3 日，市二中院一審認定汪建中操縱證券市場罪成立，判處其有期徒刑 7 年，罰金 1.25 億元。股民王永強認為北京首放、汪建中操縱證券市場的行為給自己帶來了損失，對此，首放公司和汪建中要對此承擔賠償責任。

**（二）請求權基礎**

依「證券法」第 77 條第 2 項規定，操縱證券市場行為給投資者造成損失的，行為人應當依法承擔賠償責任，原告提起訴訟請求：

1、判令被告向原告賠償投資損失人民幣 101,079.75 元。

2、判令本案訴訟費全部由被告承擔。

**（三）爭點整理**

**爭點 1：汪建中及北京首放是否操縱股市？**

原告主張 2008 年 11 月 21 日，證監會對北京首放及汪建中作出行政處罰。處罰決定書認定了被告操縱市場的違法行為，被操縱股票中包括中國石化、萬科 A、中信銀行 3 檔股票。原告王某在 2007 年至 2008 年間，誤信被告發布一系列證券投資諮詢報告，分別多次買入上述 3 只股票，虧損額共計 10 萬餘元。

被告則稱汪建中及北京首放客觀上沒有操縱涉案股票的實力和能力。2007 年 1 至 3 月，北京首放點評過 273 檔股票，中國聯通、中信銀行、中國石化和萬科 A 等大盤藍籌股在首放投資諮詢報告一直跟蹤。中國石化、萬科 A，當時流通市值分別為 1365.54 億元、501.40 億元。中信銀行屬於兩市流通市值前 60 位的大藍籌，大盤股的價格波動完全是根據內在價值規律決定，任何機構和個人都難以操縱。

**爭點 2：原告損失與操縱是否有因果關係？**

原告主張，根據最高人民法院「關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定」第 18 條：投資人具有以下情形的，人民法院應當認定虛假陳述與損害結果之間存在因果關係：（一）投資人所投資的是與虛假陳述直接關聯的證券；（二）投資人在虛假陳述實施日及以後，至揭露日或者更正日之前買入該證券；（三）投資人在虛假陳述揭露日或者更正日及以後，因賣出該證券發生虧損，或者因持續持有該證券而產生虧損。

被告則稱，北京首放發布諮詢報告的行為與原告損失無因果關係。原告的損失完全是由其短線投機交易、證券市場系統性風險及我國國家政策調控等所導致。從原告交易記錄看，其多次買賣股票，短線操作異常頻繁，本身具有非常強的自我判斷力，屬於典型的短線投機行為。另外，同一時期，其他券商同樣推薦了中國石化、中信銀行、萬科等大盤藍籌股，因此，不能排除原告是看了其他券商推薦而作出買入決定的可能性。

**爭點 3：汪建中及北京首放是否承擔賠償責任？**

原告主張如果汪建中只是單純向股民推薦股票，則不用承擔賠償責任。但汪建中在自己已經購買股票之後，再有針對性地薦股，目的是誘使投資者購買股票，以便自己獲利，這就是欺詐，應承擔責任。

## （四）法院意見

本案為操縱市場賠償糾紛案，王某起訴主張首放公司、汪建中操縱證券市場的行為給其造成損失，要求賠償。「證券法」第 77 條第 2 項規定，操縱證券市場行為給投資者造成損失的，行為人應當依法承擔賠償責任。但對於操縱市場與損害結果之間的因果關係的確定以及行為人承擔賠償責任數額的範圍、損失的計算方法，現行法律法規、司法解釋均無明文規定。王某要求參照虛假陳述司法解釋計算其損失。但虛假陳述與操縱證券市場是兩種不同的違法行為，兩者在違法主體、行為表現、持續時間、影響範圍方面均不同，參照虛假陳述司法解釋缺乏依據。

經查，在 2007 年 1 月 1 日至 2008 年 5 月之間，同期還有其他證券公司在互聯網上推薦中信銀行、中國石化、萬科 A 股票。王某自 1998 年開始從事股票投資自活動，股票交易平頻繁。自 2007 年 5 月到 2008 年 4 月間，其對涉案的股票進行多次短線交易，其亦有盈利情況。今王某沒有證據證明其是受到首放公司發布的證券投資諮詢報告的影響而進行涉案股票交易。

買賣股票系投資行為，投資本身存在盈虧風險，股票的漲跌受社會經濟環境以及大盤指數等影響。且 2007 年開始，中國股票市場出現 10 年以來最大跌幅，王某投資涉案股票產生的損失現無證據認定與汪建中操縱行為具有直接關聯性。因此，駁回王某的訴訟請求[186]。

## （五）判決結果

一審判決：原告敗訴，法院駁回原告的賠償請求。

[186]汪建中民事賠償案啟示（1）：為什麼讓股民承擔全部舉證責任？，張遠忠金融網，2011 年 12 月 16 日，http://www.zhangyuanzhongfinance.com/Search_xx.asp?Wid=2816，瀏覽日期：2013 年 7 月 21 日。

# 第四章　各國操縱股價之民事損害賠償責任之比較分析

各國對操縱股價行為均予以禁止，惟對違反操縱行為規定的罰責不盡相同，有些國家操縱行為屬刑法範圍，有些國家操縱行為可能導致民事、行政責任，或同時導致刑事、民事及行政責任，茲彙整各國相關規定如表 4-1。

**表 4-1：各國操縱股價之民事損害賠償責任規範比較表**

| 國別 | 法源基礎 |
|---|---|
| **我國** | 證交法§155 |
| **美國** | 1.「1933 年證券法」Section 17(a)<br>2.「1934 年證交法」Section 9(a)、Section 10(b) |
| **英國** | 1.「金融服務與市場法」FSMA Section 90A、Section 123、124、Section 168<br>第八章「市場濫用行為」專章第 118 條至第 131 條<br>2.FCA Handbook<br>3. 1995 年「民事證據法」與 1999 年民事訴訟規則」 |
| **德國** | 1.證交法WpHG第20a條~第20b條<br>2.「民法」第 823 條、第 824 條 |
| **法國** | 1.「貨幣與金融法」MFC 第 L621-17 條至第 L621-17-7 條<br>2.AMF RG 第 631-1 條定義價格操縱，第 631-2 條與第 631-3 條[187]則定義可偵測到的警示信號 |
| **日本** | **金融商品交易法**<br>**§157**：一般詐欺性條款<br>**§159**：規範市場操縱行為<br>**§160**：規定操縱行為之民事賠償責任 |
| **香港** | **證券及期貨條例**<br>**§245**：規定市場失當行為，與操縱市場相關者包括：<br>1.虛假交易(§274)<br>2.操控價格的行為(§275) |

[187] Article 631-3: The AMF considers the following factors, which shall not constitute an exhaustive list or be deemed in themselves to constitute price manipulation, when assessing the practices referred to in point 2° of Article 631- 1:
1° whether orders given or transactions undertaken by persons are preceded or followed by dissemination of false or misleading information by the same persons or persons linked to them;
2° whether orders are given or transactions are undertaken by persons before or after the same persons or persons linked to them produce or disseminate research or investment recommendations that are erroneous or biased or demonstrably influenced by material interest.

| 國別 | 法源基礎 |
| --- | --- |
| | 3.揭露虛假或具誤導性的資料以誘使進行交易的行為(§277)<br>4.操縱證券市場的行為(§278)<br>**§281：**市場失當行為須負的民事法律責任 |
| **韓國** | **投資服務暨資本市場法**<br>**§176：**規範市場操縱行為<br>**§178：**一般詐欺性條款<br>**§177**：違反市場操縱行為規定之損害賠償責任 |
| **新加坡** | **證券及期貨法**<br>§198：規範股票市場操縱<br>§199-200、§202：規範傳播虛假資訊<br>§201：規範使用操縱性或欺詐性手段<br>§234：規定民事責任 |
| **中國大陸** | 1**.證券法**<br>§77：規定規範市場操縱行為及民事損害賠償責任<br>§203：違反操縱行為沒收違法所得、處以罰款規定<br>**2.刑**法§182：規定操縱行為證券犯罪之刑罰<br>3.證券市場操縱行為認定辦法指引(試行)，遲未正式公佈實施 |

資料來源：本研究整理

本章以下擬就我國與第三章所介紹之九個國家對操縱股價之民事損害賠償責任相關規定，進行逐項比較分析。

## 第一節　請求權人及請求對象

### 一、 請求權人

由於證券市場的特殊性，尤其是在集中市場交易，針對操縱市場損害賠償請求權，一方面要使受損害之善意投資人合法權益能夠受到保障，另一方面也須對濫訴行為加以約束，以維護市場的穩定。因此，並非所有因操縱市場行為而遭受損失之投資人皆可要求損害賠償，各國的立法例對操縱市場民事訴訟之請求權人，原則上有設定一些條件加以界定請求權人之範圍：

#### （一） 請求權人善意

損害賠償的請求權人應當是因操縱市場行為而受損害的人，即請

求權人因不知存在操縱市場行為而“高價”買進或“低價”賣出有價證券而遭受損害。對於損害賠償的請求權人，其主觀善意屬必備要件，事前知道或應當知道操縱市場行為的投資者不能獲得賠償請求權，也不能成為操縱市場行為民事賠償責任的請求權人。

**（二） 因操縱行為而受有損失之投資人**

有權請求賠償者，除須滿足善意要件外，其所受損害與操縱行為間尚須有因果關係[188]。理論上因操縱行為而遭受損失之投資人之請求權人，應包括證券操縱期間與操縱行為人進行逆向買賣而遭受損失的投資人，以及在證券操縱期間以前持有證券，但因證券操縱行為而遭受損失的投資人。適格之原告應僅限於被操縱證券的投資人，與被操縱證券相關聯的證券不包括在內，且原告應為持有或曾經持有被操縱證券的投資人，而不包括未曾持有被操縱證券的潛在投資人。因此，有必要先確定操縱市場行為操縱期間，在市場被操縱期間，無論從事單向證券交易(單買或單賣)的投資者，或者是雙向(既買又賣)證券交易的投資者，都可能受到損失。另外，不在市場被操縱期間從事證券買賣，但在市場被操縱之前就開始持有證券的投資者，在市場操縱行為結束後，也有可能受到損失。因此，這些投資者只要受到損失，都有權請求損害賠償[189]。

目前投保中心在爲因操縱行為受害投資人提起團體訴訟，請求損害賠償時，通常會先評估哪些投資人有權求償後，再對外公告受理資格。由各國立法例觀察，很多國家都採取類似美國 1934 年證交法第 9 條規定「任何受操縱行為或交易影響而買進或賣出任何證券因而受損害者」，有權提起訴訟，如：英、法、日、韓等。香港雖也有類似

[188] 林文里，操縱市場損害賠償責任的因果關係與請求權人範圍，台灣法學，第 224 期，2013 年 5 月 15 日，頁 104。

[189] 陳洲，我國操縱市場民事責任構成的有關問題研究，中國法院網，2009 年 1 月 9 日，http://old.chinacourt.org/html/article/200901/09/339455.shtml，瀏覽日期：2013 年 10 月 15 日。

規範，但有賠償前提必須是「公平、公正和合理」的要件。另新 加坡除「因在同時段與違法者作對手交易而受到損失者」可求償外，尚包括「因信賴虛假或誤導性重大資訊及聲明買入或賣出有價證券，因而受有損失之人」。另外，德國則並未在證交法規範操縱市場行為之民事求償規定，故因操縱市場行為受有損害投資人或市場參與者，應依民法侵權行為規定請求賠償。

彙整比較各國證券相關法規就民事賠償請求權人規定如表 4-2：

**表 4-2：各國操縱股價之民事損害賠償責任請求權人規範比較表**

| 國別 | 請求權人 |
|---|---|
| **我國** | 「善意」買入或賣出有價證券受有損害之人。 |
| **美國** | 任何受操縱行為或交易影響而買進或賣出任何證券因而受損害者。 |
| **英國** | 因上開行為買進或賣出金融商品受有損害者。。 |
| **德國** | 德國 WpHG §20a 並未賦予投資人或市場參與者直接請求權，或 private right of action，僅於§ 20b(6)賦予聯邦主管機關認為市場上有操縱行為之疑慮時，得移送相關案件予相關地方檢察官進行偵察。故操縱市場導致投資人或市場參與者損害時，屬於傳統民法侵權行為之範疇，應依民法規定請求。 |
| **法國** | 因不法行為受損之請求權人，為第 621-17-7 條所規範交易受損之相對人。 |
| **日本** | 任何人（不論自然人或法人）違反操縱行為規定者，應對受害人負損害賠償責任。 |
| **香港** | 「任何人」因某市場失當行為蒙受金錢損失，可向違反「證券及期貨條例」從事操縱行為之人，請求支付損害賠償，但前提必須該賠償是「公平、公正和合理」（§281）。 |
| **韓國** | 違反第 176 條市場操縱行為規定者，需對由其違反所形成的價格、在有價證券市場或店頭市場「進行或委託該有價證券的買賣交易者」因該買賣交易或委託中所受到的損害，負賠償責任（§177）。 |
| **新加坡** | 1.因在同時段與違法者作對手交易而受到損失的人（§234(1)）。<br>2.因信賴虛假或誤導性重大資訊及聲明買入或賣出有價證券，因而受有損失之人（§234(1A)第(b)款）。 |
| **中國大陸** | 操縱行為損害賠償責任的責任人是操縱行為人。 |

資料來源：本研究整理。

## 二、請求對象

就操縱市場行為而言，任何人只要透過人為方式控制證券價格以

圖牟利的行為，使他人遭受損失，均可能構成操縱市場的責任主體，成為民事賠償責任的請求對象，具體包括發行人、發起人、上市公司、承銷商、上市推薦人、證券公司及其董監事、高階主管等。

因此，任何人只要違反法定操縱行為態樣，應對受該等操縱行為或交易影響而買進或賣出有價證券因而受損害者，負損害賠償責任。由於各國對違反操縱行為態樣之規範方式不盡相同，因此請求對象之範圍亦有不同。操縱市場民事責任主體的爭論之一即有關「安定操作[190]」行為是否構成「操縱市場」，如安定操作構成操縱市場行為，則安定操作行為人亦應成為操縱市場民事責任的主體。對於證券市場來說，安定操作有時確有必要，如果運用得當，可使承銷商避免市場風險，對發行人也有益處。但從法律的角度看，安定操作行為仍應屬於一種操縱市場形式，它是對證券市場自由性的違反。理論上對安定操作的評價，歷來有正反兩種看法。美國法律原則上允許安定市場操作行為，只是必須遵守主管機關有關的規章。與我國同屬大陸法系的日本、韓國的證券立法中，基本上是肯定安定操作的正面意義，只是頒佈特別的規則加以規範以防其被濫用。茲彙整各國相關規定如表 4-3：

**表 4-3：各國操縱股價之民事損害賠償責任主體比較表**

| 國別 | 賠償責任主體 |
|---|---|
| 臺灣 | 從事操縱市場行為之人（證交法第 155 條第 1 項規定的六種操縱行為態樣之行為人） |
| 美國 | 1.任何人意圖參與任何行為或交易對任何受操縱行為或交易影響而買進或賣出任何證券因而受損害者，負損害賠償責任。<br>2.美國強調操縱行為之構成並不以投資人遭受金錢損害為要件，其可非難性在於其對於市場之詐欺行為，而非有人遭受損害。 |
| 英國 | 1.意圖提供或可能對市場供求或單一投資或多種投資價格造成錯誤或誤導印象，或以不正常或人為之手段，鎖住一種或多種投資價格之行為人。<br>2.運用虛構設計或任何其他欺騙之方式或設計，意圖影響交易或買賣單以進行交易者為操縱市場行為之人。<br>3.任何人明知或可得而知有關符合資格條件之投資的資訊為錯誤 |

[190] 「安定操作」是指發行人或承銷商(特別是包銷商)為了使有價證券的募集或賣出易於進行，以釘住、固定或穩定價格為目的，在證券市場連續買賣有價證券或委託買賣有價證券的行為。

| 國別 | 賠償責任主體 |
|---|---|
| | 或誤導，卻以任何方式加以散播者。 |
| **德國** | 任何人使用或傳播錯誤或誤導資訊，或負有更正資訊之義務而不為更正，即應為此錯誤或誤導資訊所產生之結果負責 |
| **法國** | (1)證券發行人若違反資訊揭露義務，應負行政責任，由主管機關 AMF 決定行政處分或罰鍰，最高可處以 150 萬歐元以上罰金，或不法所得 10 倍以上之損害賠償。<br>(2)證券市場相關陳述之民事責任，對於特定義務人（如：董事），另援引「商法」Article L.225-251 有關董事因代表公司執行業務，對第三人（含股東）應負法定義務（包含「商法」、「貨幣與金融法」，及 AMF 規則之規定），若應對市場公開揭露之陳述有錯誤、不正確或誤導之情形，因而違反上開民法與其他特別法所定之法律者，應為此負民事責任。 |
| **日本** | 違反金融商品交易法第 159 條第 1 項至第 3 項所訂各操縱行為態樣之行為人。 |
| **香港** | 1.作出構成市場失當行為之人。<br>2.某屬法團的另一人就上述的市場失當行為作出有關作為；及某人是該法團的高級人員，而該市場失當行為是在獲該人同意或縱容的情況下發生。<br>3.另一人就上述的市場失當行為作出有關作為(§281)。 |
| **韓國** | 「違反第 176 條市場操縱行為規定者」，需對由其違反所形成的價格、在有價證券市場或店頭市場進行或委託該有價證券的買賣交易者，因該買賣交易或委託中所受到的損害，負賠償責任（§177）。 |
| **新加坡** | 1.因在同時段與「違法者」作對手交易而受到損失的人，針對違法方的法庭命令以使其支付民事罰款或賠償（§234(1)）<br>2.「違反§199~§201 規定者」，應對因此而受有損害之人，負損害賠償責任（§234(1A)）。 |
| **中國大陸** | 操縱行為損害賠償責任的責任人是操縱行為人。 |

資料來源：本研究整理

## 第二節　請求權時效

我國操縱股價損害賠償請求權，依證交法第 21 條規定：「本法規定之損害賠償請求權，自有請求權人知有得受賠償之原因時起二年間不行使而消滅；自募集、發行或買賣之日起逾五年者亦同。」因此，請求權時效的起算標準分為下列兩種情形：（一）自有請求權人知有得受賠償之原因時起二年間不行使而消滅；（二）自募集、發行或買

賣之日起逾五年者亦同。

我國上述規範方式，與其他國家對操縱股價損害賠償請求權時效的規範異同如下：

**一、規範方式不同**

各國證券法規對操縱股價損害賠償請求權時的規定方式並不一致，大致可歸納為下列三種情形：

**（一） 證券法規規定一體適用同一標準**

有些國家對違反證交法所生之請求權時效，不管是操縱行為、財報不實、內線交易等所引發之損害賠償請求權時效，均適用一致標準，例如我國、新加坡。

**（二） 證券法規對不同型態之損害賠償請求權時效適用不同標準**

有些國家證券法規對賠償請求權時效的規定不一致，例如美國對違法從事操縱行為者所引發之賠償請求權時效，請求權自知悉違反行為日起一年內或自發現日起三年內不行使而消滅；違反內線交易行為之請求權時效，依美國 1988 年內線交易及證券詐欺禁止法（Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988）Section 21 A (d) (5)[191]規定，則是自交易之日起五年間不行使而消滅，其他如日本、韓等國證券相關法規對操縱市場請求權時效亦是於該操縱行為條文下直接規定，與其他證券違法行為之請求權時效或有不同。

**（三） 證券法規未為特別規定**

有些國家證券相關法規未對操縱股價損害賠償請求權時效為特別規定，如德國、法國、香港、中國大陸，解釋上適用民法侵權行為所生損害賠償請求權時效之相關規定。

---

[191] (5) STATUTE OF LIMITATIONS. — No action may be brought under this section more than 5 years after the date of the purchase or sale. This section shall not be construed to bar or limit in any manner any action by the Commission or the Attorney General under any other provision of this title, nor shall it bar or limit in any manner any action to recover penalties, or to seek any other order regarding penalties, imposed in an action commenced within 5 years of such transaction

## 二、 請求權時效的期間長短不同

由於各國操縱行為請求權時效，或依證券法規特別規定或適用民法相關規定，以致請求權時效長短不盡相同，歸納各國在請求權時效長短，大致有下列方式：

### （一） 知悉時起一年、發生時起三年

美國 1934 年證交法 Section 9(f)、日本金融商品交易法第 160 條、韓國投資服務暨資本市場法第 177 條均有「自請求權者知有違反操縱行為之時起一年以內，或從有該行為時起三年期間不行使請求權時，請求權因時效關係而消滅」之類似規定。

### （二） 知悉時起二年、發生時起五年

我國證交法第 21 條有關請求權係規定「自有請求權人知有得受賠償之原因時起二年間不行使而消滅；自募集、發行或買賣之日起逾五年者亦同」。

### （三） 知悉時起三年、發生時起三十年

德國依民法第 852 條規定，因侵權行為所生損害賠償請求權，自受害人知悉損害事實，獲賠償義務之時起，因 3 年內不行使而消滅，不知損害發生者，自加害行為發生之起 30 年不行使而消滅。

### （四） 發生時起六年

新加坡依「證券及期貨法」第 234 條規定，因在同時段與違法者作對手交易而受到損失的人可在 6 年之內以獨立的訴訟理由請求損害賠償。

茲彙整各國相關規定如表 4-4：

**表 4-4：各國操縱股價之民事損害賠償責任之請求權時效**

| 國別 | 請求權時效 |
|---|---|
| 我國 | 自有請求權人知有得受賠償之原因時起 2 年間不行使而消滅；自募集、發行或買賣之日起逾 5 年者亦同（§21） |

| 國別 | 請求權時效 |
|---|---|
| 美國 | 依 1934 年證交法 Section 9(f)規定，請求權自知悉違反行為日起一年內或自發現日起三年內不行使而消滅。 |
| 英國 | 依 1980 年時效法（The Limintation Act of 1980）第 2 條、第 14A 條規定，一般侵權行為被害人知悉損害發生時起 3 年內，或自損害事實發生時起 15 年，不行使而消滅。 |
| 德國 | 依民法第 852 條規定，因侵權行為所生損害賠償請求權，自被害人知悉損害事實，獲賠償義務之時起，因 3 年內不行使而消滅，不知損害發生者，自加害行為發生之起 30 年不行使而消滅。 |
| 日本 | 在請求權人自得知有違反前條第 1 至 3 項規定的行為起一年內或該行為之後三年內不行使的，依時效消滅（§160II） |
| 香港 | 證券及期貨條例未特別規定 |
| 韓國 | 自請求權者知有違反第 176 條行為之時起一年以內，或從有該行為時起三年期間不行使請求權時，請求權因時效關係而消滅（§177） |
| 新加坡 | 因在同時段與違法者作對手交易而受到損失的人可在 6 年之內以獨立的訴訟理由請求損害賠償。 |
| 中國大陸 | 證券法未特別規定 |

資料來源：本研究整理

## 第三節　因果關係及舉證責任

### 一、 各國均以故意責任為原則

觀察各國對操縱市場民事責任之主觀要件時發現，多以故意為主觀構成要件事由，與證券詐欺事件以過失責任為主並不相同，此可能與操縱市場行為應負刑事責任，必須證明行為人係基於「不法」之意圖，進行操縱價格之行為有關。若採故意責任，則要求原告證明被告有操縱市場意圖，必須有對應證據證明行為人造成市場價格變化，或為引起價格變化而採取人為措施，除非被告提出反證，證明其行為與市場價格波動無關。為利法院認定，各國多於條文中詳細敘述行為要件，並為分類。如：美國「1934 年證交法」Section 9(a) (4)規定，禁止「任何人散布個人明知或者有理由相信為不真實或誤導性之消息」，否則，受消息影響而受損害者得依(f)項之規定請求損害賠償。

換言之，只要有符合條文敘述之行為，即認為有操縱市場之故意存在。又依我國「證交法」第 155 條規定：「對於在證券交易所上市之有價證券，不得有下列各款之行為：...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。」可知，只要符合第 1 項各款禁止行為，原則上構成行為之故意。

## 二、 各國對因果關係認定多沿用侵權行為因果關係之判斷

欲依「證交法」操縱市場行為的規定請求被告負損害賠償責任時，必須損害與行為間具有因果關係，故因果關係之認定將影響責任歸屬與損害賠償範圍。至於判斷標準：成文法系國家採相當因果關係理論；普通法系國家則因各法院認定不一，主要分為交易因果關係說及損失因果關係說。交易因果關係說（Transactions Causation，又稱信賴關係 Reliance）指：一般理性的人都會因被告的不法行為影響其投資決策，若非被告的行為，原告不會買進股票，原告與被告行為間具有信賴關係，即證明因果關係存在。交易因果關係只須存在於買進股票時，不必同時存在於賣出股票時。而損失因果關係說（Loss causation）則認為投資人之損害與該不法行為間具有因果關係，原告必須主張其購買之有價證券跌價並導致其交易損失，且該跌價損失與被告不法行為有關，進而舉證不法行為與誘使原告購買有價證券之行為具有合理關連性。

我國採相當因果關係理論認為：原告只需證明於通常情況下，依一般社會大眾之經驗，被告之不法行為可能導致原告之損失，即認為有因果關係存在。故依一般證券市場常識，認定行為具有侵害他人權利，引起損害發生之可能性，即認定損害與行為間有因果關係，惟被

告不同意者可提出反證推翻[192]。但股價受影響之因素甚廣，要求原告舉證其損失係直接受操縱行為影響，實務上難度頗高。美國「1934證交法」Section 9 亦規定，原告須舉證被告操縱行為「影響」股價，其係因股價受影響進而為買進或賣出，損害與行為之間偏向於損失因果關係。英國民事賠償責任之判斷採「或然率平衡」標準，其存在的可能性一定大於不可能，必須有 50%以上的確信度證明事實存在，將舉證責任重心置於 FCA 的專業判斷上，減輕當事人的舉證責任。因此，英美法系多運用行政主管機關依法令賦予之「民事罰金」制度，基於不法行為已影響市場公平與秩序，得以較為寬鬆之證明，直接對不法行為者進行處罰。

成文法系國家如德、法、日三國，將不法行為所引發之民事責任，回歸至民法侵權行為之認定，故於操縱市場行為一般民事責任在法律適用上，是否侵害特定投資人權益？侵害範圍與損害賠償為何？舉證上較為困難。韓國則以制訂「金融服務暨資本市場法」規定方式，只要認定存在市場操縱行為，並能認定依照市場操縱行為下形成的價格交易的事實，事實上可以追認原告的損失和被告的市場操縱行為之間存在的因果關係，較相當因果關係理論寬鬆。

**表 4-5：各國操縱股價之因果關係與舉證**

| 國別 | 因果關係與舉證 |
|---|---|
| 我國 | 證交法第 155 條<br>1.行為人故意違法從事操縱行為<br>2.請求權人不必為交易相對人，只需證明「善意」，亦即買賣證券時，不知行為人有操縱行為。<br>3.請求權人須證明其所受之損害與行為人之操縱行為間，具有因果關係，亦即請求權人所買賣的證券，其價格的變化純因操縱行為而引起，非因經濟、政治或其他市場因素介入所致。 |

[192]最高法院 100 年台上字 141 號民事判決認為：「損害賠償責任之債，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。……所謂相當因果關係係指，無此行為，雖必不生此損害；有此行為，通常即足生此損害，是為有相當因果關係。無此行為，必不生此種損害；有此行為，通常亦不生此種損害者，即無因果關係。」

| 國別 | 因果關係與舉證 |
| --- | --- |
| 美國 | 1.「1934 年證交法」Section 9 (f)規定，原告必須證明其損失是基於被告所為之法定禁止行為所造成，故操縱市場行為對因果關係證明要求，遠較證券詐欺行為嚴格。<br>2. Basic, Inc. v. Levinson 案首次肯認「對市場詐欺理論」為證券詐欺案件因果關係判斷依據，主張投資人係依可取得之資訊來判斷公司未來股價，此一「信賴關係」使被告虛偽不實陳述與原告損害間具有因果關係，發行公司之虛假聲明對於市場為詐欺行為，而投資人因信賴誤導性聲明，而對公司未來股價推測價格產生信任，因而投資人的信賴關係，在「對市場詐欺理論」下可推定其成立。<br>3.依「1934 年證交法」Section 9(f)或「1933 年證券法」Section 17(a)之規定起訴，原告必須證明股票價格受到操縱行為影響，舉證難度較高。若依 Section 10(b)或 Rule 10b-5 規定，於訴訟中採取詐欺市場理論，可降低因果關係證明的難度，對證券訴訟原告有利，故許多案例原告援引 Section 10(b)或 Rule 10b-5 作為 Section 9 補充性條款，進而擴大了證券侵權民事責任涵蓋範圍。 |
| 英國 | 1.無獨立之行政證據法，故操縱市場民事責任因果關係之證明，係適用 1995 年「民事證據法」與「1999 年民事訴訟規則」。<br>2.證據證明標準分為刑事和非刑事案件兩種：非刑事案件奉行「或然率平衡」標準，遠低於「排除合理懷疑」標準的要求。原告主張的事實雖然不要求非常可能，但其存在的可能性一定大於不可能，必須有 50%以上的確信度證明事實存在。故身為執法機構的 FCA，所提出的證據必須比當事人的反證更有說服力或更令人信服。<br>3.行政責任方面，依「市場行為準則」（Code of Conduct）規定，操縱市場行為之不法係由 FCA 承擔證明責任，無舉證責任倒置或轉換的規定。 |
| 德國 | 1.依 WpHG 第 20a 條規定，操縱市場屬於違法秩序行為，民事責任屬民法侵權行為，且須證明「對證券交易所或市場上金融商品價格有潛在性影響力（has the potential to influence the stock exchange or market price of a financial instrument)，由投資人就其損害對被告提起訴訟請求賠償，由原告承擔相當程度的舉證責任。<br>2.德國民法對侵權行為責任採相當因果關係理論，應判斷行為與結果間存在之客觀相當因果關係，即依經驗法則綜合行為當時所存在之一切事實，為客觀之事後審查，認為在一般情形下，有此環境，有此行為之同一條件，均可發生同一之結果者，則該條件即為發生結果之相當條件，而得謂行為與結果有因果關係，反之若在一般情形下，有此同一之條件存在，而依客觀之觀察，認為不必皆發生此結果者，即無因果關係可言。<br>3.因證券侵權行為涉及金融專業知識與電腦網路科技，為新型侵權行為。原告欲證明因果關係存在必須具備一定專業知識，或有取得證券之管道，部分學者主張，於特定情況下應直接推定侵害與損害間有因果關係存在，由被告進行舉證證明因果關係不成立，又稱之為推定過失責任，以減輕原告之舉證責任。 |
| 法國 | 1.依「法國民法典」規定，侵權行為（délit)，本意即為違法或不法行為，亦為債之發生原因，並以過失責任為原則，侵權行為構成要件包括：行 |

| 國別 | 因果關係與舉證 |
|---|---|
| | 為、過失、因果關係（liende causalité）與損害（dommageou préjudice）。<br>2.第 1382 條規定：「人之任何行為造成他人損害時，致損害發生之人應負賠償責任。」[193]一般被解釋為「故意侵權行為責任」。<br>3.同法第 1383 條規定[194]：「任何人不僅對其意圖造成損害之行為負賠償責任，且對因其過失（négligence）或欠缺注意（imprudence）之行為負責。」 |
| 日本 | 1.請求權人依據「金融商品交易法」第 160 條請求民事損害賠償時，必須配合「民法」第 709 條侵權民事責任之適用，證明行為與損害之間的因果關係。<br>2.民法第 709 條規定：「因故意或過失侵害他人權利時，負因此而產生損害的賠償責任。」<br>3. 一般侵權民事責任因果關係的認定比較複雜，特別是操縱市場行為涉及金融證券、電腦網路技術，同時損害產生的因素非常多，因果關係顯得尤為複雜，因果關係證明難度大，原告幾乎很難勝訴。 |
| 韓國 | 1. 依「金融服務暨資本市場法」第 177 條第 1 項規定，違反有關市場操縱規定者，需對由其違反所形成的價格、在有價證券市場或店頭市場進行或委託該有價證券的買賣交易者，因該買賣交易或委託中所受到的損害，負賠償責任。<br>2. 請求損害賠償的原告，必須證明其所受之損害與被告的操縱行為間，具有因果關係。故原告有責任舉證證明，在市場操縱行為下形成了不合理的價格並進行買賣交易，由此造成損失的事實。<br>3. 但是在經過多數交易者的非面對面的有價證券集中交易市場之競價撮合中，要證明這樣的因果關係實屬不易。因此，只要認定存在市場操縱行為，並能認定依照市場操縱行為下形成的價格交易的事實，事實上可以追認原告的損失和被告的市場操縱行為之間存在的因果關係。 |
| 香港 | 1.一般均適用「證據條例」及判例法所總結的證據規則，是民刑合一的體例。<br>2. 「證券及期貨條例」第 281 條第(7)、(8)、(9)款，舉證責任均在審裁處提控官（屬民事審裁情況）或控方（屬刑事檢控情況）。 |
| 新加坡 | 依「證券與期貨法」第 234 條第(1A)項第(b)款，請求權人欲依操縱行為的規定請求損害賠償責任時，必須證明交易因果關係及損失因果關係。請求權人舉證證明其購買或出售該證券，係因信賴與該證券相關虛假或誤導性重要資訊及聲明，請求權人也須證明其因此而受到損失。 |
| 中國大陸 | 1.證券法並未對操縱證券市場因果關係等民事責任構成要件做出明確規範，儘管操縱證券市場因果關係類似虛假陳述的因果關係，但尚不能直接適用於操縱證券市場民事責任案件中因果關係的判定，因此，請求權人如要針對操縱證券市場提起民事損害賠償訴訟，則應適用一般侵權行 |

[193] Legifrance, Art. 1382 of France Civil Code： "Any act whatever of man, which causes damage to another, obliges the one by whose fault it occurred, to compensate it". http://www.legifrance.gouv.fr /content/ download /1950/13681/.../Code_22.pdf

[194] Legifrance, Art. 1383 of France Civil Code： "Everyone is liable for the damage he causes not only by his intentional act, but also by his negligent conduct or by his imprudence." http://www.legifrance.gouv.fr /content/ download /1950/13681/.../Code_22.pdf

| 國別 | 因果關係與舉證 |
| --- | --- |
| | 為的相關規定。<br>2.最高人民法院「關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定」，請求權人應證明自己受有損害，並證明其交易行為是由於信賴操縱行為製造的虛假市場供需狀況和活絡程度而買賣有價證券。 |

資料來源：本研究整理。

## 三、 操縱市場行為調查與舉證複雜且困難

由於各國證券市場及其上市金融商品具差異性，欲證明市場操縱行為，涉及不同國家法律對構成要件、舉證責任、程度與方法要求，難以一概而論。對此國際證券管理機構組織 IOSCO（International Organization of Securities Commissions）於 2000 年 5 月曾發表「市場操縱行為之調查與起訴」（Investigation and Prosecuting Marketplace Mannipulation）研究報告[195]，認為此類案件最常面臨的狀況，是所能取得證據多屬於情境證據（Circumstantial evidence）或非直接證據，或是由這些證據所推論而來。而推論可能來自於行為態樣、被告對某一有價證券、衍生性商品契約或其基礎證券標的資產享有金錢利益，或是被告已採取某些步驟進行哄抬價格，或分析交易資料後所顯現出的交易型態；例如：依產業預測、政府機關發布之商品統計，或發行公司的公告資訊等。欲證明藉此操縱有價正價格，主管機關或檢察官可能需要準備各類資料，重新建構市場活動，以顯示交易雙方、市場參與者，帳戶多、空部位損益等輔助其舉證，舉證相當困難與複雜，遑論一般投資人可企及[196]。

由於我國「證交法」第 155 條未對操縱市場舉證責任有所規範，且未明訂投資人與公司間需具有「信賴」要件，故一般對於因果關係

[195]Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Investigation and Prosecuting Marketplace Mandipulation, May 2005. http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf瀏覽日期：2013年9月11日。

[196] 同前註。

之認定，採相當因果關係說。而依同條第 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」，配合我國「民事訴訟法」第 277 條規定：「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，或依其他情形顯失公平者，不在此限。」觀之，則主張因操縱市場行為善意買入或賣出有價證券而受損者，必須負舉證責任。在無法於操縱市場案件中推定因果關係存在之情形，即可能因無法舉證證明與損害間具有因果關係，敗訴機率也隨之提高，降低投資人請求賠償之機會。除非「法律別有規定，依其他情形顯失公平」，否則無法運用舉證責任倒置理論，減輕投資人舉證負擔。然而，於某些特定情形下，不應按舉證責任分配原則決定個案中舉證責任之分配，而應實行與該原則相反的分配，並將原來由原告負擔之舉證責任予以免除。也就是先假定該待證事實之反面為事實，轉由原告負舉證責任，將本應由原告證明侵權行為與損害間存有因果關係，基於案件證明難度高，為保護弱勢以宣揚法律公平之精神，而將舉證責任轉由被告負擔。

## 第四節　損害賠償範圍及計算方式

證券價格受各方面因素的影響瞬息萬變，如何確定操縱市場行為所造成的的損害賠償範圍，實為各國立法和實踐中的難題。依我國「民事訴訟法」第 222 條第 2 項規定：「當事人已證明受有損害而不能證明其數額或證明顯有重大困難者，法院應審酌一切情況，依所得心證定其數額。」然而在承審法院未必具有財經背景專業之現實下，多半由原告依市場現況，以有利於己之計算方式提出計算標準供法院審酌。司法實務除援引「民法」損害賠償規定外，亦有引用美國裁判見解等比較法觀點，試圖建立損害賠償計算模式。法律未予明文，造成

個案責任認定與計算方式不一，有採行毛損益法（Gross income loss）者、淨損差額法（Out-of-pocket method），甚至是類股比較法等不同方式，影響投資人求償權利。

另從各國立法例上觀察，損害賠償金額之計算有以賠償責任主體所獲利益或所避免損失為計算基礎，有以賠償權利人所受損失或所失利益為計算基礎（主要為股價下跌的損失），或有同時運用兩種標準者[197]。美國「1934 年證交法」Section 9(f)僅規定違反前項禁止規定者，應賠償受此影響從事證券買進或賣出之善意投資人所受之損失，可看出我國「證交法」第 155 條條文係參考美國法訂定，但缺乏損失計算方式之規定。英、德兩國原則上均以回復原狀為原則，亦即以填補損害至損害事故未發生時應有之狀態。法國採完全賠償原則，範圍及於侵害人（即賠償義務人）可預見或可得預見之損害，範圍較廣。日本、新加坡、中國大陸與我國狀況類似，主要為所受損害與所失利益，只有處於「相當因果關係」範圍內的損害才能夠得到補償。韓國則明文規定，將沒有發生這些市場操縱行為的情況下當時可能形成的股價（正常股價），和由於市場操縱行為而形成的股價（投資者實際買進的股價：操縱的股價）之間的差額視為損失額，但何謂「正常股價」，亦無明確之定義方式。

**表 4-6：各國操縱股價之損害賠償範圍及計算方式**

| 國別 | 損害賠償範圍及計算方式 |
|---|---|
| **我國** | 請求權人應證明自己遭受損害及損害金額，並未就賠償金額訂定計算標準，實務上有參考內線交易的賠償計算方式之案例。 |
| **美國** | 1.依「1934 年證交法」Section 9(f)項規定，損害賠償責任範圍除受有損害之人請求賠償外，因提起損害賠償訴訟所支付之合理費用，包括合理律師費用，任一方對抗產生之訴訟費用，應負責任之人均須支付，並未明確規定損害賠償金額之計算標準。<br>2. 原則上以填補賠償權利人所受損害為基準，實務上主要有兩種計算：一為「毛損益法」或「完全價差法」(Gross income loss)；另一為「淨損差額法」或「真實價差法」(Out-of-pocket method)。 |

[197]賴英照，股市遊戲規則-最新證交法解析（自版），2006 年 8 月，頁 552-553。

| 國別 | 損害賠償範圍及計算方式 |
| --- | --- |
| 英國 | 1.FSMA Section 90A 雖規定被告應對請求權人因誤導性或隱匿資訊所導致之損失負賠償責任，但並未明文衡量損害之方法。FSMA 屬行政法，依本條規定之賠償責任雖屬於民事處罰（Civil Penalty），投資大眾不須證明發行人之行為有故意或過失，舉證責任較普通法詐欺行為為輕，可獲得賠償金額亦較依民事侵權行為法請求可獲得之賠償為低。<br>2.欲獲得更完整之賠償，需依傳統侵權行為法之規定請求。 |
| 德國 | 1.民法第 249 條規定：「損害賠償應回復損害事故沒有發生時應有的狀況。」又同法第 842 條規定：「因對人實施侵權行為所生之損害賠償義務範圍，擴及該行為對受害人之生計或者發展前途所產生之不利益。」<br>2.第 852 條第 3 項規定：「賠償義務人因侵權行為受利益，致受害人受損害者，賠償義務人於時效完成後，仍應依返還不當得利之規定返還所受利益。」 |
| 法國 | 1.原則上採「完全賠償原則」，但侵害人所應負擔之損害賠償範圍，尚可能依侵害人本身之主觀因素（即故意或過失程度），調整其損害賠償額度。<br>2.判例、學說一致認為損害賠償目的在使受害人能夠再次處於如同損害從未發生過時之狀態。 |
| 日本 | 1.「金融商品交易法」未明文規定操縱行為所產生的損害賠償範圍及計算方式，有關操縱證券市場的特別侵權行為損害賠償範圍及計算方式，在日本視為一般侵權行為。<br>2.依民法第 722 條規定，因侵權行為而發生的損害賠償範圍，類推適用民法第 416 條有關債務不履行之規定。又民法第 416 條將責任原因和損害賠償範圍相結合的之規定，實際上是根據加害人的過錯程度決定損害賠償的範圍，實質上等同只有處於「相當因果關係」範圍內的損害才能夠得到補償。 |
| 韓國 | 「金融服務暨資本市場法」從民事、刑事二方面手段制裁市場操縱行為，並無對市場操縱行為導致的民事損失有計算損失額的規定。有學者認為，在以拉抬股價獲取其差額為目的的市場操縱行為中，可認定買賣股票的受害人遭受的損失時，將沒有發生這些市場操縱行為的情況下當時可能形成的股價（正常股價）和由於市場操縱行為而形成的股價（投資者實際買進的股價：操縱的股價）之間的差額，視為損失額。 |
| 香港 | 「證券與期貨條例」第 252(3)(c)條要求市場失當行為審裁處由於進行失當行為而獲取的利潤或避免的損失的金額作出裁定，但該條例並未對如何計算此等金額給予明確的指引。 |
| 新加坡 | 「證券與期貨法」第 234 條第(2A)項規定，違反第(1A)項者所應負之損害賠償數額，限於所獲得的利潤或避免的損失。 |
| 中國大陸 | 1.「證券法」第 77 條對操縱證券民事責任規定按「給投資者造成的損失」給予賠償，但沒提供任何的範圍或計算標準。<br>2.有學者建議可以參考虛假陳述的「差價損失計演算法」之概念，確立一「基準日」，即操縱市場行為揭露日或終結日起，至證券的累計成交量達到共可流通部分 100%之日為基準日， |

| 國別 | 損害賠償範圍及計算方式 |
| --- | --- |
| | 投資人在基準日及以前賣出證券的，其投資差額損失，以買入證券平均價格與實際賣出證券平均價格之差，乘以投資人大盤下跌所造成的證券價格下跌損失。<br>3.有學者採取中國大陸侵權法領域通說的賠償原則，即全部賠償原則，賠償受害人全部的實際損失，包括直接損失和間接損失 |

資料來源：本研究整理。

反觀「證交法」第 157 條之 1 第 3 項即訂有請求損害賠償之價格計算標準，以內線交易當日善意從事相反買賣之人買入或賣出證券價格，與消息公開後 10 個營業日收盤平均價格之差額計算損害賠償；更規定法院得依善意從事相反買賣之人請求，將賠償額提高至三倍之懲罰型賠償。相較之下，操縱市場行為惡性重大，但有關民事損害賠償責任之認定與計算方式規定不足，此仍有待修法解決。

# 第五章 結論與建議

## 一、除美國外，各國對操縱股價行為民事責任追究仍存在相當困難

（一）操縱股價行為不僅會導致市場之不公平競爭，而且嚴重影響投資人信心，進而造成證券市場之不健全發展，故各國立法例都作出相應的禁止性規定。惟各國對操縱行為人的責任追究規定不盡相同，有些屬於刑法範圍，有些會導致民事、行政責任，或同時導致民事、行政制裁或刑事責任。

（二）針對操縱證券市場民事責任的立法現況，美國 1934 年證交法整體有關禁止規範操縱市場行為之規範體系，主要架構在「防止操縱行為規範（Section 9(f)）」以及「防止詐欺行為規範（Section 10(b)、Rule 10b-5）」兩大主軸，但依 Section 10(b)和 Rule 10b-5 請求民事損害賠償，因果關係證明相對容易，因此原告多以之為民事賠償請求權基礎。

（三）亞洲地區中日本「金融商品交易法」、韓國「投資服務暨資本市場法」雖參考美國證交法概念制定，法條上也賦予因操縱市場行為受有損害的投資人可選擇依操縱行為規範或證券詐欺行為規範請求損害賠償，然因日、韓由於受大陸法系傳統的影響，操縱證券市場民事責任的因果關係適用一般民法侵權理論，因此證明要求較高，導致民事求償規定實質效益不高。

（三）英、德、法等歐盟會員將「內線交易」、「操縱市場」等行為統一以「市場濫用」的概念稱呼，歐盟會員國配合歐盟指令，對操縱市場行為責任追究，英國主要以 FSMA 民事罰（Civil penalties）為主軸，主管機關可透過發布限制令或處以罰鍰，甚主動提起民事訴訟等方式，向不法行為人請求利得。而一般投

資人仍可透過民法侵權行為規定主張損害賠償，惟因證券侵權行為與損害間因果關係複雜，舉證困難往往影響受害者之求償權。歐盟於操縱市場構成要件認定上，係透過歐盟指令內國化的方式，儘量使各國在行為要件類型化與認定上趨於一致。但在民事責任認定上，仍尊重各國立法，回歸各國民法，尤其是侵權行為責任之規定。

（四）從上述各國操縱股價之民事責任之現況觀察，除美國外，多數國家證券相關法規雖有操縱市場民事責任規範條款，但實際上運用民事求償的案例並不常見。我國操縱股價之民事責任立法模式雖與日、韓類似，然我國在投保中心依「證券投資人及期貨交易人保護法」積極為投資人進行團體訴訟協助投資人主張權益下，已有不少透過民事訴訟途徑獲得損害賠償的成功個案。而美國民事求償成功經驗，尤其在因果關係舉證及損害賠償計算方面，也值得我國借鏡。另如歐盟要求各會員國以民事罰之行政措施為主軸，對操縱市場行為人加以處罰或為我國未來修法中可思索之方向。

**二、採用「市場詐欺理論」減輕原告因果關係之舉證責任**

（一）操縱市場民事求償最困難的部分即在因果關係的證明，美國主要以反詐欺條款作為對操縱市場者求償依據，主要原因在於依據 1934 年證交法或 Section 10(b)及 Rule 10b-5 之反詐欺條款的因果關係證明相對容易，但依 Section 9(f)反操縱條款起訴，卻有較嚴格因果關係證明的要求。

（二）在美國原告依反詐欺條款請求被告就操縱行為負損害賠償責任時，必須提供證據證明「因果關係」，包括「交易因果關係（或稱信賴要件）」及「損失因果關係」等理論。目前美國主流以採

用「詐欺市場理論」做為減輕原告舉證責任之信賴推定方式，此亦為美國司法實務數十年發展逐漸形成較為一致性之見解。

（三）對因果關係之認定，國內傳統通說係採取「相關因果關係說」，證明要求較高，不利於保護投資人。然而近年來針對證券市場複雜及專業之特性，投資人確實難以證明因果關係存在的情形，我國司法實務似有漸從「相當因果關係」走向「詐欺市場理論」之趨勢，已有法院援引美國「詐欺市場理論」作為信賴推定的基礎，並以「民事訴訟法」第 277 條為依據，推定因果關係存在，減輕投資人之舉證困難。未來似可思索透過立法方式明確規定其適用，以減少法院判決之歧異。

**三、研議明確規範操縱市場行為損害賠償範圍及計算方式**

（一）證券價格受各方面因素的影響瞬息萬變，如何確定操縱市場行為所造成的的損害賠償範圍，實為各國立法和實踐中的難題。從各國立法例上觀察，損害賠償金額之計算有以賠償責任主體所獲利益或所避免損失為計算基礎，有以賠償權利人所受損失或所失利益為計算基礎（主要為股價下跌的損失），或有同時運用兩種標準者。

（二）由於我國法律對操縱行為損害賠償未範圍未予明文，造成個案責任認定與計算方式不一，實務上在此部分意見較為分歧，有直接以「購買價格」跟「賣出價格」算差價，或者類推適用證交法第 157-1 條內線交易前 10 日均價，或者參照美國證交法損賠上限 90 日均價計算差價，亦有援引「民法」損害賠償規定外，試圖建立損害賠償計算模式，但無論是哪種算法，實際上可能都與投資人因操縱行為而實際受到的損害有差距。

（三）不論是美國法或我國法，對損害賠償計算的認定有朝「真實價

格」之趨勢發展，過去採用「毛損益法」的認定將逐漸被尋求真正的損失所取代，惟美國在「真實價格」的認定上原告、被告都會找多位專家以財務學上可接受的方式計算真實損失，來算出損害賠償，但往往一個審級就要花費近 10 年的時間，訴訟成本過高，通常也是以和解收場。

（四）我國目前除內線交易有明文規定損害賠償方法之外，其他如第 20 條證券詐欺行為、第 155 條操縱市場行為在美國適用反詐欺條款，均採相同的計算方式，對國內現階段環境，較為可行者應研議透過立法訂定操縱市場行為損害賠償計算標準，落實對投資人的保護。

## 四、 建立以民事罰（Civil penalty）為操縱市場責任追究主軸，輔以刑事制裁與民事賠償之機制

（一）英國、法國等歐盟會員國將操縱證券市場從傳統的證券欺詐行為中獨立出來，於規範基礎上以「整體市場的保護」為核心，將其歸為市場濫用行為，並架構「以民事罰（Civil penalty）之行政處罰為主軸，輔以刑事制裁與民事賠償的責任機制」，追究操縱市場行為人之責任。以英國為例，其以 FCA 為統一專責的執法單位，有效率地對市場濫用行為進行偵察，且有權決定是否課與民事罰或起訴，其他如香港、新加坡等也有類似趨勢。

（二）2013 年 4 月 IOSCO 技術委員會發表更新「市場操縱行為的調查與起訴」（Investigating and Prosecuting Market Manipulation）研究報告指出科技發展引發新型態操縱市場行為及跨國操縱市場型態，讓證據取得更為困難。針對日新月異的操縱手法，究竟應採何種制裁方式？或許以行政處罰所具有迅速處分、舉證責任較輕、證券管理當局的專業知識判斷等優勢，或為有效的

制裁手段。

（三）美國依沙氏法案（SOX）Section 308(a) Federal Account for Investor Restitution（FAIR)條款所創設之證券罰沒收入公平補償基金（FAIR Funds），允許主管機關證管會將民事罰金（Civil penalty）建立一個罰沒收入基金，直接用以彌補受害人之損失，落實對投資人的保護。另依 1934 年證交法 Section 21(d)(3)規定，罰款數額根據違法情節直接確定或依據被告因該違法行為所獲得的總金額確定，而不是以投資者損失的實際數額為基準的，當然，罰款數額的多少最終由法院根據事實和具體情況，在違法所得和法定罰款數額之間進行衡量選擇予以確定。

（四）針對操縱市場行為這種不易準確計算違法造成的損失，美國另有以刑事罰以違法者的所得作為計算基礎，由於罰款數額不是以實際損失為確立依據，補償只能按照比例原則進行公平補償，可能無法完全補償投資者的實際損失。然透過 SEC 提起的民事罰款訴訟，往往以和解收場，可在有限時間內快速結束調查，以查處更多案件，確保高效運作，遠比進行費時費力、勝負難料的民事求償訴訟更為有利。有鑒於此，倘在無法透過修法達成目標、法院又採行相關因果關係認定造成舉證困難之前提下，美國透過行政機關行政罰金(Civil penalty)成立 FAIR Fund 賠償投資人之作法，方向上頗值得我國參考，惟我國如要設計類似 FAIR Fund 制度，在實際運作上恐將涉及更細部的問題待解決，包括賠償對象為何？是針對系爭個案賠償？或包括全部操縱股價案件？或財報、公開說明書不實在內的全部受害投資人是否也全都包括？有無可能引發民事、行政一事不二罰的疑慮？如何運用方式的設計才能避免爭議？凡此須考量的因素仍多，有待後續研究做更深入的探討，本報告擬不在此做進一步

討論。

## 五、研議操縱證券市場合理抗辯事由之規範

（一）由各國立法觀察，有關操縱市場行為民事求償的抗辯事由，除一般民事責任構成要件不具備、訴訟時效已過等理由外，有些國家尚會就證券市場上的特定交易行為（如：股份回購行為、安定操作行為）對市場具有積極作用，但又屬於人為干預市場運行的行為，設置合理例外的「安全港」條款，允許安定操作、股份回購等行為，在符合相關法令具體規定下，合理例外情形的存在，例如美國 1934 年證交法 Section 9(a)(6)、日本金融商品交易法第 159 條第 3 項、韓國金融投資服務暨市場法第 176 條第 3 項都允許安定操作，但同時也詳細規安定操作之各個環節，以使其能發揮正面積極功能，防止被濫用。而歐盟也提出所謂「可接受市場行為」的概念，替一些可能被認定為操縱市場行為提供抗辯，以避免一些市場正常交易活動被納入處罰，英國金融服務及市場法、德國證交法也都有關於操縱行為之豁免規定。

（二）我國目前依 「臺灣證券交易所管理規則」第 26 條第 3 項公告施行「上市有價證券安定操作交易管理辦法」，已有上市公司辦理現金增資或公開募集時，得進行安定操作之機制。但由於進行安定操作時，行為外觀難免有影響交易機制，但其目的又在於維護市場募集資金之功能，並無不法直接犯罪故意。因此，於制訂相關規定時，有必要排除「安定操作」交易，並對其加以規範管理。

（三）有鑑於現行證交法第 155 條第 7 項概括條款充滿不確定法律概念，或有建議刪除概括條款，改以制定「安定操作」取代之，

並修訂該款為「意圖固定或安定某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券連續買入或賣出。但法令另有規定者，不在此限」[198]。未來於證交法修訂時，是否納入安定操作或其他事由，作為操縱市場之抗辯事由，以避免一些市場正常交易活動被認定為操縱市場行為，似有進一步討論空間。

## 六、 完善對操縱證券市場行為認定，建議修訂現行下列相關條款[199]：

（一）將原分散條文第三、四、五、六款之主觀意圖要件，移列至該條序文，讓各款之主觀要件一致。

（二）由於發生鉅額違約不交割之可能性已降低，建議可考量廢除條款。惟如廢除該條款之立法無法通過時，亦可考量修正該條款之規定，其修訂可如上述(一)已將主觀要件移列至該條序文，並可考慮一併刪除原第 155 條第 1 款「足以影響市場秩序」要件。惟如上述(一)之修正未通過，似宜仍保留該要件，以免有將一般投資人發生違約不交割，惟未涉及操縱市場意圖可能性之疑慮。

（三）將原條文第四款「高價」、「低價」等不確定法律用語，參考期貨交易法第 106 條規定，修正為「抬高、維持或壓低」，用語似較原「高價」、「低價」明確。

[198] 臺灣證券交易所於民國 92 年 6 月 21 日與 92 年 7 月 1 日「司法暨檢調機關座談會」提出之修正意見，與會者亦贊同此項修訂。

[199] 參考 99 年 7 月 19 日研商「證交法第 155 條、第 157 條之 1 及第 171 條修正案」會議。

# 參考文獻

## 一、中文部分

### （一）書籍

林國全，從日本法之規定檢視我國證交法第一五五條反操縱條款，證交法研究，元照出版公司，2000年9月。

曾宛如，證交法原理，元照出版公司，2005年3月。

劉連煜，新證交法實例研習，元照出版社，增訂九版，2011年9月。

賴英照，股市遊戲規則—最新證交法解析，自版，2006年2月，初版。

賴源河，證券管理法規，自印，1996年2月。

羅斌，證券集團訴訟研究，法律出版社，2011年9月1日。

### （二）期刊

吳元曜，論沖洗買賣條款之立法形式及適用基準，法令月刊，第55卷第1期，2004年1月15日。

林建智、黃邦超，出席國際證券管理機構組織2012年亞太區域委員會會議報告，行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書，102年1月。

林國全，操縱行為之案例分析，證券暨期貨月刊，第22卷第12期，民國93年12月。

張文毅譯，市場操縱行為的調查與起訴，證交資料，第532期，2006年08月。

張永雄，操縱市場民事賠償責任問題探討--從中國證券市場的現實出發，佛山科學技術學院學報，第21卷第4期，2003年10月。

許祥洙，韓國市場操縱行為監管制度芻論，正義與法，第4期，2009年。

陳錦旋，股價操縱之構成要件解析，證券櫃檯，民國97年10月。

楊勢如，中國大陸證券市場違法行為—以「操縱市場」為核心，集保結算所月刊，第 175 期，2008 年 6 月 1 5 日。
蔡奕，各國市場操縱證明問題的橫向比較，行政與法， 2006年第3期。

**（三）論文**

白嘉眉、林玟汎，行政院金融監督管理委員會證券期貨局出國報告，參加美國證管會舉辦之國際證券執法及市場監視研討會報告，民國100年1月。
施東亮，證券集中交易市場反操縱條款之實務運作研究—以證交法第155條第1項刑事責任為中心，國立高雄大學法律學系碩士論文，民國98年6月。
洪憲明，證交法第一百五十五條反操縱行為條款之研究（以刑事責任為中心），中國文化大學法律學研究所碩士論文，2003年6月。
張競文，論有價證券詐欺之民事責任之研究—以我國證交法為中心，國立高雄大學法律學系法律研究所碩士論文，民國98年1月。
許羽呈，參加APEC金融監理人員訓練倡議-跨境監理與執行研討會出國報告，行政院所屬各機關出國報告，2012年10月。
黃郁嵐，投資人保護制度之研究-以投資人團體訴訟為中心，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文，2008年。
廖雅凰，證券集中交易市場反操縱條款之刑事比較研究，中原大學財經法律學系碩士論文，2000年7月。

**（四）網頁**

陳洲，我國操縱證券市場民事責任構成的有關問題研究，中國法院網，http://www.gudonglawyer.org.cn/ShowArticle.shtml?ID= 20119148342433468.htm，瀏覽日期：2013 年 6 月 25 日。

簡立忠，操縱股價手法與偵審作為－自民事求償角度觀察（簡報），證券投資人及期貨交易人保護中心，2010 年 12 月 10 日，瀏覽日期：2013 年 7 月 12 日。

www.fin.ntu.edu.tw/~conference/conference2010/panel/p4-1.ppt

公司融資與證券監管(17.6.9)，新加坡法律參考文章，Singapore Academy of Law，http://www.sal.org.sg/default.aspx，瀏覽日期：2013 年 4 月 10 日。

淺談操縱市場行為及其民事賠償責任，中顧法律網，2011 年 7 月 28 日，http://news.9ask.cn/msss/ccbq/201107/1469033_3.shtml，瀏覽日期：2013 年 7 月 28 日。

證監會定義市場操縱八宗罪，上海證券報，2007 年 9 月 7 日，http://finance.sina.com.cn/stock/y/20070907/07193955596.shtml，瀏覽日期：2013 年 7 月 18 日。

證券市場操縱仍待司法解釋 或成法律盲點，東方早報， 2010 年 10 月 28 日，http://finance.sina.com.cn/stock/y/20101028/09108859553.shtml ，瀏覽日期：2013 年 6 月 28 日。

**（五）法源資料**

臺灣高等法院 91 上訴 667 判決（正豐案）。

最高法院 94 台上 1043 判決（日盛、聯電）。

臺灣高等法院 94 金上重更（一）1 判決（高興昌鋼鐵案）。

臺灣高等法院 93 重上更(五)191 判決（宏和精密案）。

臺灣高等法院 93 金上重更(二)7 判決（日盛、聯電案）。

最高法院 91 年度台上字第 27 號刑事判決。

最高法院 92 台上 4613 判決（峰安、泰瑞、廣豐案）。

最高法院 94 台上 1043 判決（日盛、聯電案）。

臺北地方法院 87 訴 183 判決（南港輪胎案）。

臺灣臺中地方法院民事判決 97 年度金字第 14 號。

臺灣臺北地方法院民事判決 97 年度金簡上字第 2 號。

證管會 81 年 1 月 4 日(81)台財證（三）第 00006 號函所列事項。

## 二、英文部分

### （一）書籍

Joachim Vogel, Überwachung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation, in WERTPAPIERHANDELSGESETZ 375, 640, (Heinz-Dieter Assmann & Uwe H. Schneider, eds., 3rd ed. 2003.

Louis Loss, Fundamentals of Securities Regulation (3rd ed.）, Little , Brown & Company ,1991.

### （二）期刊

DIRECTIVE 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation (Market Abuse Directive), The European Parliament and of the Council, 28 January 2003.

Freshfields Bruckhaus Deringer llp, European market abuse news, winter 2012, Pub. February 2013.

Market Abuse Directive, Level3-first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, CESR/04-505b, 2004.

Stavros Gadinis and Howell E. Jackson, Markets as Regulators: A Survey , 80 S. Cal. L. Rev. 1239 (2006).

The AMF Publishes its General Regulation: Towards the Unification of the French, Securities Laws, Baker & McKenzie, Client Alert, January 2005.

## （三）網頁

A new approach to financial regulation: building a stronger system, HM Treasury, February 2011, http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult_ newfinancial_ regulation170211.pdf 瀏覽日期：2013 年 5 月 31 日。

ANTA FE INDUSTRIES, INC., et al., Petitioners, v. S. William GREEN et al.,430 U.S. 462 (97 S.Ct. 1292, 51 L.Ed.2d 480) , Decided: March 23, 1977. 瀏覽日期：2013 年 3 月 30 日。

BaFin, Issuer Guideline, VI.3.2.5, July 2005, http://www.dafin.de 瀏覽日期：2012 年 5 月 30 日。

Common Origins, Different Destinies: Investors' Rights against Market Manipulation in the U.K., Australia and Singapore, http://www.clta.edu.au/professional/papers/conference2007/2007AL_CODD.pdf 瀏覽日期：2013 年 7 月 25 日，

David Hobbs v FSA, FS /2010 /0024. See also FSA final notice dated 2 June 2010. 瀏覽日期：2013 年 5 月 31 日。

FCA，MAR 1.6.10，http://fshandbook.info/FS/html/FCA 瀏覽日期：2013 年 5 月 20 日

French Association of Investment Firms, AFEI-FBF Implementation Guide- Procedures for reporting suspicions of market abuse, 2012. http://www.fbf.fr/fr/files/887L3E/Guide_afei_fbf_en_anglais%20060406.PDF 瀏覽日期：2013 年 6 月 31 日。

Freshfields Brukhaus, Deringer Spring 2012, European market abuse news, April 2012. http://m.freshfields.com/uploadedFiles/SiteWide /Knowledge/32802.pdf，瀏覽日期：2013 年 6 月 10 日。

German Business Group Update, Protecting Investors in Germany, November 2004, http://www.ashurst.com，瀏覽日期 2013 年 6 月 20 日。

Jürgen van Kann, Karen C. Wiedemann & Clemens Just, German, Securities Trading Law - New Share Ownership Notification Rules, http://www.germanlawjournal.com/ print.php?id=804，瀏覽日期：2009 年 8 月 10 日。

Kern Alexander, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge December 2001, http:// www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP222.pdf. 瀏覽日期：2013 年 5 月 31 日。

Legifrance, Art. 1382 of France Civil Code,http://www.legifrance.gouv.fr /content/ download /1950/13681/.../Code_22.pdf，瀏覽日期：2013 年 3 月 5 日。

Legifrance, Art. 1383 of France Civil Code, http://www.legifrance. gouv.fr /content/ download /1950/13681/.../Code_22.pdf ，瀏覽日期：2013 年 3 月 5 日。

Section 168 of FSMA, http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8 /section/168，瀏覽日期：2013 年 5 月 31 日。

SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, AS AMENDED THROUGH P.L. 112-158, APPROVED AUGUST 10, 2012, http://www.sec.gov/ about/laws/sea34.pdf 瀏覽日期：2013 年 3 月 15 日。

Section 124 of FSMA, http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/ section/124 瀏覽日期：2013 年 5 月 31 日。

SEC v. Ives Health Company Inc., M. Keith Ives, Michael Harrison, and James Kosta, 01 Civ. 6999 (JEL) (S.D.N.Y). 瀏覽日期：2013 年 3 月 30 日。

South Korea speeding process in stock-manipulation cases , March 27, 2013, smart brief, http://www.smartbrief.com/03/27/13/south-korea-speeding-process-stock-manipulation-cases 瀏覽日期：2013 年 5 月 3 日。

Verity Winship, Fair Funds and the SEC's Compensation of Injured Investors, 60 Fla. L. Rev. 1103 (2008), available at http://scholarship.law.ufl.edu/flr/vol60/iss5/3，瀏覽日期：2013 年 10 月 18 日。

15 USC § 78u–4, June 6, 1934, ch. 404, title I, §21D, as added and amended Pub. L. 104–67, title I, §101(b), title II, § 201(a), Dec. 22, 1995, 109 Stat. 743, 758; Pub. L. 105–353, title I, §101(b)(2), title III, §301(b)(13),Nov. 3, 1998, 112 Stat. 3233, 3236; Pub. L. 111–203, title IX, §933(b), July 21, 2010, 124 Stat. 1883. 瀏覽日期：2013 年 4 月 10 日。

15 USC §77q - Fraudulent interstate transactions, May 27, 1933, ch. 38, title I, §17, 48 Stat. 84; Aug. 10, 1954, ch. 667, title I, §10,68 Stat. 686; Pub. L. 106–554, §1(a) (5) [title III, §302(b), (c)], Dec. 21, 2000, 114 Stat. 2763, 2763A–452; Pub. L. 111–203, title VII, §762(c)(2),July 21, 2010, 124 Stat. 1759. 瀏覽日期：2013 年 4 月 30 日。

## 附錄一、期中諮詢委員會會議紀錄

記錄：陳茵琦、蘇秀玲

時間：102 年 10 月 14 日（星期一）下午 3 時 30 分

地點：台北市南海路三號九樓會議室

主席：林教授仁光

出席：朱教授德芳、張教授心悌

列席：財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心林副處長俊宏、黃組長建中、本基金會陳總經理惟龍、葉處長淑玲

**壹、 主席致詞：(略)**

**貳、 研究報告簡報：(略)**

**參、 與會人員發言摘錄**

- **朱教授德芳**

本研究報告涵蓋範圍廣泛，撰寫不易，對研究團隊如此認真的態度表示佩服，以下提供一些意見讓這份報告更充實：

從研究團隊的研究可以得知，從實定法上來看，各國法律多半對於證券不法行為的民事責任沒有太多不同於民事侵權行為的規定，或許，僅能從各國判決的分析整理上，看能否得到更多的發現。

目前來看，美國的判決在交易因果關係與損失因果關係的認定，有比較多可以觀察的地方。以交易因果關係來論，美國法院發展出來的對市場詐欺理論，就是不同於一般民事侵權行為且較有利於投資人的舉證責任標準。我國法院似乎也有逐漸採用對市場詐欺理論的趨勢。

由於研究報告的主題在於損害賠償，因此我也分享一下美國法對於損害賠償計算的觀察。

至於損害賠償金額的部分，我國實務意見似較為分歧，有以直接以「購買價格」跟「賣出價格」算差價，或者類推適用證交法第 157-1 條內線交易前 10 日均價，或者參照美國證交法損賠上限 90 日均價計算差價。但我想這些都是屬於擬制的損害賠償計算方法，跟投資人因操縱行為或證券詐欺行為而實際受到的損害可能有蠻大的差距。以美國法的經驗來看，他們會計算實際的損害。舉例來說，倘原告主張行為人為 10 個不實陳述，法院或陪審團會認定這 10 個陳述是否都是不實的，如果認定其中只有 5 個屬於不實，也並非要對這 5 個不實陳述負賠償責任，還要判斷是否構成究責之主觀要件與客觀要件。其結果可能是陪審團最後認定雖然有 5 個不實陳述，可能也都會對投資人造成損害，但是只有 3 個是被告需要在法律上負責任的，這時就會計算這 3 個不實陳述對投資人具體損失為何？Dura 案之後，原告不僅要證明購買當時股價經不實陳述而灌水，尚須就證明被告不實陳述遭揭

露後造成股票跌價造成投資人的損失。也因此原告、被告都會找很多專家（主要以經濟專家、Financial analyst 等為主）以財務上可以接受的方式計算損失，並且排除其它因為市場、產業等不屬於不實陳述所造成的損失。從美國的案例至少可以看出，他們是可以算出因證券詐欺行為而實際受到的損失，有專家會提供這樣的建議。算出來之後，再衡量這 3 個陳述，區隔投資人的買進時點，算出 per share loss，再計算每一個投資人實際受到的損害。美國是從財務學上可接受的方式去算出真實損失（actual damage），跟我國法院目前所用的擬制方式不同。但哪種方式好，也很難說，我國這種簡便的方式，投資人是否會因此獲得比較多或比較少的賠償，視個案也會有所不同。像證交法第 157-1 條內線交易由法律擬制損害賠償，提供一個比較明確的標準，也是一個可以思考的方向，我們未必要採行美國的方法。

另外補充說明，美國證交法第 20A 條 (b)(1)，其實是賠償上限，而非計算損害賠償的方法，所以美國法院還是會依上述方法計算 per share loss，去跟賠償上限比較，不能超過，而且這個賠償上限的計算方式是以「消息被更正後」的 90 天，而非「不法行為結束後」的 90 天，這兩者間是有落差的。

- **林教授仁光**

跟朱教授確認一下，美國現在難道不用擬制的公式計算損失嗎？

- **朱教授德芳**

1933 年證券法第 11 條公開說明書不實的部分，有幾個擬制的計算方法，但在 Rule 10-b 的地方並沒有，而是強調 actual damage，要去賠償因為 fault 所產生的損失，以這種計算方式，確實有些陳述不

實所造成的損害是投資人無法主張的，他只能主張被告的不法行為所導致的不實，這就需要用財務的方法去判別到底哪些價格下跌是這個 statement 或操縱行為所導致。

- **林教授仁光**

從法律的實務來看，它還是會有操縱前跟操縱後的一些擬制，再去請專家來估算損失，等會或許可以請投保中心從它們實務經驗來看這些擬制的計算方式，我們實際運用情形。我們也不一定用這些擬制的方式，或許可以去思考這個操縱行為真正影響所造成的損害。如果這個價格的變動（比如說操縱前 90 日），但裡面的變動有些是其它非操縱因素所造成，就需要去排除。所以美國實務上的運作，與我國是否會差異很大，或許等會可以再做探討。

- **張教授心悌**

肯定研究團隊的用心，一次要蒐集 10 個國家的資料蒐集確屬不易，我對美國的情形較為了解，會提供比較多這方面的意見，另外有些細節也提出來供研究團隊更正：

第 11 頁「連續」要件在沖洗買賣的標題下，我對研究報告提出要刪除現行第 5 款「連續」並沒有意見，只是引註的資料應再確認。

第 12 頁相對委託在時間及數量上是否要完全一致？研究報告上提出「數量上」應堅守完全一致的看法，美國法上有這樣的要求，但對時間及價格並未要求要一致，但我國現行法律學者對這樣的意見還有不同的看法，且國內文獻大部分學者認為數量上並非必須完全一樣才能成立，這個部分可以再澄清。

整個損害賠償來說最困難的部分為因果關係，證券操縱行為的因果關係應該要分「交易因果關係」及「損失因果關係」的認定。從法院判決趨勢研究，是否有越來越多法院援用民事訴訟法第 277 條來減輕原告舉證責任，協助投資人進行證交法第 155 條訴訟？第 25-26 頁除敘述實務上因果關係證明困難外，建議可再說明實務上是否有推定的趨勢，或許這個部分投保中心可以提供一些實務見解供參考。

第 35 頁提及勝訴效益不高的依據為何？以投保中心目前採取的刑事附帶民訴方式，研究報告統計的資料也顯示目前勝訴案件有 10 件，我對這部分的論述並不是太理解，另第 37 頁第一段的論述提到「……原告常常以敗訴收場」的這個說法，我也相當感到好奇。

第 38 頁毛損益及淨損益的描述，淨損法只算單點，以股東買進時的市價的真實價格，而非以股票賣出時的真實價格，所以並非兩端計算，這個部分請再釐清。

第 49-50 頁有關美國法操縱市場行為制裁手段中索回薪酬（Claw-back）部分，應為沙氏法案（SOX）的規範，但 Claw-back 的要件為發行人被要求重編財務報表的情況下才會被 Claw-back，我並不太確定這個跟作為操縱市場行為制裁手段間的關連性，也許我還沒看到原文，在理解上並非完全，建議可附上原文或描述兩者中間的關連性。

研究報告所舉出的美國法院判決很少用到 1934 年證交法第 9 條請求，都用 Rule 10b-5，是否意味第 9 條在實務上有被架空的情形，而美國法上可以用 Rule 10b-5 這個概括條款來計算損害賠償，但在我國證交法第 155 條跟第 20 條是截然分開處理的。證交法第 20 條是我

們所謂的援用 Rule 10b-5，但證交法第 155 條看起來是援用美國 1934 年證交法第 9 條，在實務上我們在主張證交法第 155 條時，是否也會援用證交法第 20 條反詐欺條款再做一個請求？如果是這種情形下，損害賠償的計算是否會有不同？會不會產生混淆的情況？美國法直接就援用 Rule 10b-5 的損害賠償計算方法，反而比較少用第 9 條，國內是否也會有這種狀況，報告在這邊可以再著墨。

除了美國以外，其他國家看起來都是用一般侵權行為請求，我們實務上投保中心在依證交法第 155 條請求時，是否也會再以民法第 184、185 條侵權行為作為請求後盾？研究報告是否可以就證交法第 155 條、民法第 184、185 條間的關連度做說明，釐清各國立法例的不同，對我國的影響與差異性。

- **林副處長俊宏**

感謝證基會承接這個案子，之所以會要求這麼多的立法例，主要是因為訴訟實務上被告的抗辯原因很多，法院有時也會要求我們提供國外相關資訊給他們參考，為了確保投保中心資訊優勢及專業優勢，有必要了解各國情形，也做為未來訴訟策略方向的參考。

以下提供一些意見供研究團隊做參考，首先在形式上，報告前後用語不一致的地方（如：證交法與證交法、投保中心與保護中心等縮寫不統一的地方），建議調整。另在第 9、11 頁有提到多數案件認為...或實務見解認為....，如果有資料的話，請直接再附註引註，以便日後查詢。另就報告內容部分，就損害的計算、要件的認定等，有一些新的見解，屆時再提供研究團對參考，日後在分析的時後能納入一些國內較新的實務判決。

從相關資料看起來，目前比較能依靠的就是美國，其它英國、德國、日本等等，都回歸到侵權行為，要訴訟看起來很難，但美國看起來有些要件可以參考，希望研究報告能在美國部分再補充一些資料，例如第 49 頁提到操縱行為民事責任概述，有提到 1934 年證交法第 9 條，可是實際在運用是以 Rule 10b-5 為訴訟的主張，所以操縱行為民事責任概述是否也可以一併納入 Rule 10b 的討論。另外就案例部分是否可能找到操縱市場以 Rule 10b 為請求權基礎的案例，我們目前比較想知道美國實務上損害賠償的計算方式，以及請求要件等。目前報告上提出的三個案例，似乎只有第三個案例比較操縱市場，其它兩個好像比較偏向內線交易，與操縱市場關係並非那樣直接。

- **蘇副研究員秀玲**

當初報告會寫到 O'hagan 案例主要要想探討因果關係的認定。要找到案例有時並不是那樣容易，不過，美國有很多案件，看起來像內線交易，而內線後來又拉扯到價格被操縱的問題，最後在訴訟的過程會發現到，一開始是操縱市場的疑慮，可是到後來市場走向已經偏內線交易，內線交易比較容易成案，所以才會造成這個情形。如果投保中心這邊有看到合適案例的也麻煩提供給我們參考。

- **林副處長俊宏**

報告中也提到英國採用民事罰（civil penalty）制度，我們想瞭解主管機關 FCA 對違法者處以民事罰所拿到的罰款處理方式為何？處罰所得的罰金究竟是賠償給投資人？或是有其他用途？此點在美國制度上，我們也有同樣的疑問。如果有資料的話，是否也可以一併提供參考。針對兩位教授想瞭解的部分回答如下：

1. 有關真實價格的認定問題：我國最高法院對此已有見解，過去我們主張以事件發生前 10 日或後 90 日的市場均價來擬制，但最高法院否定此一見解，認為每一個資訊出現時，都有投資人在不同時點買進，則每一時段的真實價格是否一致？仍有疑問。因為操縱行為可能時間很長，或是操縱行為結束消化資訊時間需要的時間不一，所以擬制認定有其困難。由於 90 日均價認定係源自於財報不實案件，目前操縱市場被告都會針對此點攻擊。依美國制度來看，在判斷真實價格計算上非常細膩，已超出目前國內可以處理的範圍。
2. 至於文中第 35 頁提到「實益不高」的疑問，指的應該求償的實益，案件從不法行為發生、起訴、調查，到最後判決，過程漫長，被告有充裕時間處理資產，避免被強制執行，故最後判決所取得的賠償，分配給投資人比例不高。反而是中途和解，可提供給投資人較多的賠償。至於勝訴比不高的疑問，其實在操縱市場案件，一定是刑事訴訟先行，如果刑事判決有罪，往往民事勝訴希望高。反而是財報不實案件，部分民事被告如公司經理人或會計師等，不在刑事追溯範圍內，所以舉證較為困難。
3. 另一個問題是，實務求償是否併引民法第 184 條與第 185 條？答案是肯定的，畢竟訴訟策略上，只要可以提出的請求，我們都會考慮。過去法院也曾引述或認同過相關案件可引用侵權行為之規定，或是運用民事訴訟法去推定因果關係存在，尤其是實務上多會主張連帶責任，故會併同提出第 185 條，採選擇合併之訴。

4. 有關損害計算問題，證交法第 157 條之 1 內線交易，其損害計算明顯與其他行為不同，但由於法律已有明文擬制計算方式，我們也會借用該條明文擬制，提供法院參考，由法院判斷。

- **朱教授德芳**

若法院傾向採用交易因果關係認定，則投保中心會主張民事訴訟法的適用？或是採美國的對市場詐欺理論？而法院會要求證明到什麼程度？會要求援引效率市場理論嗎？

- **林副處長俊宏**

我們都會主張，尤其是證券不法案件，若與美國 Rule 10b 有關係，我們認為包含內線交易、操縱市場等這些不法行為，都屬廣義的證券詐欺，我們會引用美國對市場詐欺理論。至於證明程度？被告一定會主張嚴格證明，但我們會主張透過競買競賣就可將消息透過股價反應出來，不需要證明有完全效率市場存在。我們會主張有這樣的行為時，證券市場的股價有所反應，表示這檔股票是可以反應資訊，即具有推定或認定操縱行為的信賴基礎。目前看來最高法院發回質疑的點，主要是在損害計算方面。

- **陳總經理惟龍**

除了上述問題有爭議外，最高法院過去也對證交法第 171 條第 2 項的「犯罪所得金額」認定有疑慮。由於犯罪所得金額達新臺幣一億元以上者加重其刑，如何認定犯罪所得金額，就成為非常重要的關鍵，有部分案件仍在最高法院繫屬中。同樣的，在第 155 條第 3 項之善意的買進賣出人，應該如何認定其受損害範圍，目前立法空白遂有各種不同認定依據？同法第 157 條歸入權認定範圍，在施行細則有明

確規定，反觀第 155 條操縱市場，由於沒有明文規定產生困擾。綜合教授們意見認為，以美國、日本兩國立法例對我國較具參考性，可以多蒐集個案，做更周全的釐清。不論採用毛損益法或淨損差額法，仍見仁見智，非常不容易有共識。另一個參考條文為證交法第 157 條之 1 內線交易規定，係因第 157 條之 1 內線交易近幾年曾經作修正，有較完整的考量，但操縱市場於當時修法時，因某些個案仍繫屬於法院審理中，怕修法被解讀為幫他人解套，故當時未完成修法。其實可以參照內線交易立法體例，未來修正第 155 條時，從行為態樣及財務觀點明確規範擬制計算標準，較為妥適。目前僅能靠司法見解或外國法例來解決損害賠償請求權計算的問題，希望這個研究報告蒐集分析，可以有助投保中心於法院進行訴訟。

- **林教授仁光**

本報告未來在格式、引註部分，引用資料的版本，甚至是案例選擇，仍可持續加強。可以試著找經典案例，看看是否可以釐清 1934 年證交法 Section 9、Rule10b 等訴訟運用之不同。我國在因果關係方面，目前僅能大幅仰賴刑事部分的調查，在民事損害範圍認定上仍有一定的難度。我們也發現不論是美國法或我國法，認定上都有往真實價格發展之趨勢，故過去採用毛損益法的認定將逐漸被真實價格發現，尋求真正的損失所取代，或許可往這方面的案例來蒐集，有助於投保中心未來訴訟參考。

- **朱教授德芳**

綜合各位的意見，如果美國制度可採，必須從案例分析著手，或許可以從案例中的專家意見（Expert opinions）看出原被告所提出的

專家在計算損害賠償方法上的不同，而法院通常僅是簡單闡述究竟是採原告或採被告的看法。另外判決方面主要是看爭點（legal issues），在 Dura 案就很明確採用 Actual damage，但如何計算，一般在判決上是看不到的。

- **張教授心悌**

除了第 157 之 1 條類型案件有明文規定損害賠償計算方法外，其他如第 20 條、第 155 條，在美國應該都是採同樣的計算方法，不是淨損益，就是毛損益法。但是操縱行為案件比較複雜，通常不是單一的操縱方法，不像內線，就是一個消息，以消息來計算它對股價的影響，操縱行為的各種手段可能混合使用，同時在不同時間點進行操縱，對損害賠償的計算挑戰很大。

- **林副處長俊宏**

因為操縱市場可能混合多種不同的不法行為態樣，不像內線交易，僅是單純的以消息揭露時點來認定，所以在實務上，我們希望能採用一個單純、擬制的方法來認定損害。我們也瞭解這方面資料蒐集有困難，我們自己也找過，的確不容易，只是希望研究團隊儘量可以協助我們蒐集相關的資料。

- **林教授仁光**

其實在美國，操縱市場民事責任的認定爭議性仍然很大，一般而言，在交易因果關係方面，詐欺市場理論運用仍為主流。但在損失因果關係部分，仍需要更具體的證據認定，以尋求更真實的價格，Actual damage 到底在哪裡。不論在操縱市場或內線交易，起訴的投資人是否即是真正應受賠償者，仍然有爭議，所以真正由投資人提起之民事

求償的勝訴案件其實不多。我們可以看出大致上各國還是以刑事起訴為主，民事求償為輔，再加上訴訟費用高昂，由主管機關施以 Civil Penalty 是較常見的作法。所以嘗試多找找美國方面的案例，看能不能在這方面多所著墨，但也不能忽略部分資料可能對投保中心不利。

- **朱教授德芳**

我想以長遠計還是以立法擬制的方式，訂定損害賠償的計算標準，較為可行。實際判決就如林教授所提，一個審級花費的時間就很久(通常為 10 年)，光是證據開示就可能是個漫長的過程(2-3 年)。而原被告可能會各找 10 個專家來辯論，訴訟成本太高，故國外多以和解收場。

- **林教授仁光**

我想兩位研究人員已經記下各位的寶貴意見，後續我們將朝這些方向努力，希望更完整呈現在期末報告。這個題目不容易撰寫，研究範圍也相當廣泛，希望本報告內容有助於國內投資人保護。

- **陳總經理惟龍**

我想各國制度大同小異，主要還是刑事處罰與行政處分，民事求償則因為訴訟成本太高，案例不多。比較各國後發現美國與日本兩國立法例，較有可資借鏡之處，研究團隊可多蒐集這兩國的資料，使研究報告的內容更具體。

**散會（下午 5 點）**

# 財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心委託
# 「各國關於操縱股價之損害賠償責任規範及實踐研究」
# 期中諮詢委員會會議建議事項處置情形表

| 項次 | 建議事項 | 本基金會處置情形 | 頁次 |
|---|---|---|---|
| 1 | 對國內有關操縱市場民事求償部分，除敘述實務上因果關係證明困難外，建議可再說明實務上是否有推定的趨勢。 | 已增加近年法院部分案例採「推定因果關係」之趨勢，以及援引美國兩階段因果關係理論之說明。 | 26 |
| 2 | 有關美國法操縱市場行為制裁手段中索回薪酬（Claw-back）部分，應為沙氏法案（SOX）的規範，但 Claw-back 的要件為發行人被要求重編財務報表的情況下才會被 Claw-back，建議可附上原文或描述兩者間的關連性。 | 本處敘述出自於行政院出國報告，由於操縱市場處置常與財務報告不實有關，故也被列為相關制裁手段，已將沙氏法案內容下移至註 61，以茲區別。 | 58 |
| 3 | 提供美國、英國有關民事罰（civil penalty）制度資料，如主管機關對違法者處以民事罰所拿到的罰款處理方式為何？處罰所得的罰金究竟是賠償給投資人？或是有其他用途？ | 1. 已於首次出現民事罰之美國制度加註 62，說明民事罰之立法目的與作法供參。<br>2. 增加證券罰沒收入公平補償基金（FAIR Funds），允許主管機關證管會將民事罰金建立一個罰沒收入基金，直接用以彌補受害人之損失之說明。 | 58、171 |
| 4 | 美國法直接就援用 Rule 10b-5 的損害賠償計算，是否有案例提供詳細計算方法，供投保中心參考運用於訴訟上？ | 增加 Rockies Fund 案例說明，惟損害計算方式涉及個案進行專業鑑定走向，由於無美國法律專業資料庫可供查詢，以目前網路尚可查詢到之判決資料，僅有判決主文與理由，缺乏當事人交互詢問證據資料，以及法院心證基礎，此類內容取得困難。 | 74-75 |
| 5 | 就證券民事求償損害的計算、要件的認定等，有一些新的見解，投保中心屆時再提供研究團對參考，日後在分析的時後能納入一些國內較新的實務判決。 | 已依投保中心提供資料增加「律勝案」案例說明。 | 27-35 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 6 | 以投保中心目前採取的刑事附帶民訴方式，研究報告統計的資料也顯示目前勝訴案件有10件，請說明報告提及「勝訴效益不高」、「原告常常以敗訴收場」等說法之依據為何？ | 1.勝訴效益不高主要針對求償的實益，案件從不法行為發生、起訴、調查，到最後判決，過程漫長等方面論述，已酌修文字內容。<br>2.因操縱市場案件，多數是刑事訴訟先行，如果刑事判決有罪，往往民事勝訴希望高，已修除「原告常常以敗訴收場」用語。 | 44、45 |
| 7 | 報告前後用語不一致的地方（如：投保中心與保護中心等縮寫不統一的地方），建議調整 | 已全部修改為投保中心 | 整本報告 |
| 8 | 相對委託在時間及數量上是否要完全一致？研究報告上提出「數量上」應堅守完全一致的看法，美國法上有這樣的要求，但對時間及價格並未要求要一致，但我國現行法律學者對這樣的意見還有不同的看法，且國內文獻大部分學者認為數量上並非必須完全一樣才能成立，這個部分可以再澄清。 | 目前美國法對此並無定論，亦無立法，已修改國內於「數量上」堅守一致的說明。 | 12 |
| 9 | 毛損益及淨損益的描述，淨損法只算單點，以股東買進時的市價的真實價格，而非以股票賣出時的真實價格，所以並非兩端計算，這個部分請再釐清 | 已修改文字說明，修訂為淨損法係以股東買進時的市價的真實價格。 | 46 |
| 10 | 「連續」要件在沖洗買賣的標題下，我對研究報告提出要刪除現行第5款「連續」並沒有意見，只是引註的資料應再確認 | 已針對委員提出引註出現時間點的問題，修改引註出現位置。 | 11 |
| 11 | 研究報告所舉出的美國法院判決很少用到1934年證交法Section 9請求，都用Rule 10b-5，建議在美國部分再補充一些資料或試著找經典案例，看看是否可以釐清1934年證交法Section 9、Rule10b等訴訟運用之不同？是否有直接以Section 9之操縱行為民事責任作為請求權基礎之案例？ | 因操縱行為條款採嚴格認定，受害人請求賠償時，直接援引Section 9損失因果關係證明相當困難。<br>Rule 10b對欺騙、操縱等行為亦有規定，認定上對受害人較有利，故美國相關民事求償最後均朝Rule 10b發展。 | 49 |

## 附錄二、期末諮詢委員會會議紀錄

記錄：陳茵琦、蘇秀玲

時間：102 年 12 月 9 日（星期一）下午 2 時 30 分

地點：台北市南海路三號九樓會議室

主席：陳總經理惟龍、林教授仁光

出席：劉教授連煜、莊總經理永丞、朱教授德芳

列席：財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心吳總經理崇權、莊專員碧鳳

**肆、 主席致詞：(略)**

**伍、 研究報告簡報：(略)**

**陸、 與會人員發言摘錄**

- **朱教授德芳**

操縱股價行為若要採取民事手段訴追，大概只有美國的資料可供參考，其他國家如同團隊所報告的，仍以行政、刑事手段為主。由於這個案子是投保中心委託，委託單位可能希望可以看到一些更充分的舉證。民事求償之所以困難，在於很多國家仍是用民法概念去做包括因果關係的推定、損害賠償的計算等。我也認同研究團隊建議透過立

法的方式處理，包括對市場詐欺理論。尤其美國這一兩年對市場詐欺理論開始有一些不同的思考，最近有個 Amegan 案例，幾位大法官也在案例中提到恐怕是到了該檢討市場詐欺理論到底合不合適的時候了，大法官認為這個理論當初可能是建構在經濟學上錯誤的基礎上，所以我們如果無法將市場詐欺理論透過立法適用，而只是透過法院的判決，很可能發生美國的情況改變，我們這邊適用就會產生疑義，所以透過立法的需求就很高了。

上次會議我也提到美國在真實價格的計算是非常細緻，需要耗費相當大的成本跟時間，所以與會人士也傾向透過類似內線交易利法擬制的方式，來計算損害賠償金額。

如果真的要解決操縱市場的問題，更有效果的方式可能是透過行政跟刑事手段，所以主管機關能做到應更多且更有效果，包括市場准入機制的要求。當然這些年投保中心的努力，我國運作機制在各國市場算一支獨秀，其實有時也很難參考別的國家經驗。

- **劉教授教授**

我國團體訴訟在投保中心努力下發揮功能，誠如朱教授所說是一支獨秀的發展，透過對其他國家立法例的了解，我們可能可以得到更多的啟示。在此提出兩個意見：第一，投保中心案例中，也有法院採相當因果關係，沿用民法因果關係認定導致舉證困難，而被告大多會對原告提出市場詐欺理論提出抗辯。加上美國市場詐欺理論根基也在動搖，而歐盟很多國家也沿用民法侵權行為概念，我也認同透過立法推定因果關係存在的概念，但立法確實存在一定難度，如果無法透過

立法來解決爭議，法院又採民法相關因果關係概念，投保中心有無其他因應對策？

第二，研究報告提到 FAIR Fund 的設置，但我建議此應架構在如果無法達成修法目標，而法院又堅持採取民法相關因果關係而造成舉證困難的前提下，才考慮透過行政機關行政罰金(civil penalty)成立 FAIR Fund 賠償投資人，否則民事、行政罰金雙軌機制運作下，是否反而造成一事二罰，投資人不當得利的疑慮？美國實務上就曾經有發生對 Civil penalty 與刑事罰是否有一事二罰的疑慮，雖然大法官最後認定是沒有，但研究報告所提到的是民事賠償與 Civil penalty 兩者間，情況可能又不完全一樣。又報告建議的 FAIR Fund 的架構，包括賠償對象為何？是針對系爭個案賠償？或包括全部操縱股價案件？或連財報、公開說明書不實在內的全部受害投資人也都包括？實際要運作恐還有更細部的問題有待解決。

- **莊總經理永丞**

第 48 頁提到 1933 年證券法的部分，但美國法操縱行為民事損害賠償架構很少會討論到 1933 年部分，我印象中 1933 年證券法 Section 17(a)原告應限於檢察官，是否有包括到一般民事投資人，請研究團隊再作確認。另美國案例部分如果有時間可以再加強有關 Section 9 的案例。

第 172 頁有關安定操作修法用語上建議提到「...固定或安定...」，已經有「固定」乙詞，再加上「安定」之主要考量為何?因為

安定操作可能沒有主觀不法意圖，有無原則不罰、例外要罰等方面特殊用意之考量？

- **陳副研究員茵琦**

這部分主要是參考臺灣證券交易所於民國 92 年 6 月 21 日與 92 年 7 月 1 日「司法暨檢調機關座談會」與會者提出之修訂建議，我們會針對此部分再作確認當初與會人員是否有特殊考量。

- **莊總經理永丞**

操縱市場行為態樣有無保留違約不交割之必要？台灣有可能發生違約不交割的情形嗎?尤其國內設計為行紀交易模式，但此部分的討論恐有超出本研究範圍，僅提出供研究團隊參考。

- **吳總經理崇權**

投保中心過去進行相關訴訟時，最常遇到的問題是法院對我們援引美國相關判決或理論有所質疑；或是難以決定損害賠償的認定計算方式；是否採用美國的交易因果關係或損失因果關係理論？這些問題在個案援引法條時常生困擾。早期一些美國操縱市場的案例，認為操縱市場不是詐欺行為，我國證交法條文也規定要有操縱的意圖（故意），但在因果關係舉證上，操縱市場的民事責任認定較財報不實責任更困難。投保中心希望透過這個研究，由堅強的研究團隊蒐集分析各國相關的規定與案例，各位學有專精的學者共同研討，提出報告供投保中心轉給法院參考。同時希望各位從各個層面幫投保中心考量，

哪一種範圍認定或計算方式值得參考，讓投保中心易於適用，較不會產生爭議。

- **陳總經理惟龍**

謝謝主持人、吳總經理及三位教授對本報告投入，使我們報告更完整。本報告蒐集十個國家，涵蓋面相當廣泛，研究發現各國對於操縱市場行為所造成的損害，大多回歸民法侵權行為損害賠償的架構，希望對投保中心未來訴訟進行有所助益。剛才三位老師也提到，若能立法朝修訂法律，明確規定計算方式的方向努力，是較好的方式。有關美國部分，如果 Fair Fund 的詳細運作模式之資料不夠完整，或是此種基金模式在我國是否會引發一事不兩罰的問題等，希望在有限的時間內儘量補上或考慮刪除。又如 1933 年證券法部分因屬發行面之問題，若與交易操縱行為較不相關，可考慮刪除。

- **劉連煜教授**

Fair Fund 是結論中很重要的一個建議，我認為不應刪除，但只要釐清運作方式。

- **吳總經理崇權**

過去於主管機關服務時曾前往美國研習，當時不法案例討論重點為內線交易，操縱市場案例很少。但美國對不法行為的處理方式不外乎幾個部分：主管機關證管會的行政處分、與證管會行政和解後返還不法利得，以及證管會發禁止令禁止為一定行為等。但經過行政機關

處分，投資人仍可對不法行為提起民事訴訟，畢竟兩者角度不同，似乎沒有一事兩罰的問題。

- **林教授仁光**

感謝投保中心提供這個機會給證基會研究團隊進行研究，更感謝陳總經理也給我這個機會參與學習，今天我接受總經理委託來履行義務，使這個討論能順利進行。首先感謝朱教授在前後兩次諮詢委員會提出諸多建議，另外除朱教授提到美國 Amegan 案例對操縱市場的挑戰，值得注意。Fair Fund 是否會使個案產生一事二罰的問題？美國在行政與民事兩方面不會有一事不二罰的爭議，但在我國法可能會有爭議，這牽涉到 Fair Fund 運用方式的設計，如何才不會引發兩罰，將來如要設計類似 Fair Fund 制度，必須加以注意。另外莊老師提到 1933 年證券法第 17 條並非法源依據，美國許多訴訟在策略運用上，會提出可能適用的法源依據，如交易市場的內線交易的案件，也有同時援引本條的狀況。為防止誤解，如陳總經理所說，應該可以刪除而無須列入報告。有關結論與建議，增訂安定操縱適法性條文內容，應該可以接受。

- **朱教授德芳**

其實可以加一句第 17 條屬於 Enforcement action，而非民事責任依據即可。

- **劉教授連煜**

安定操縱條文似是引用其他文章，若原文即出現固定及安定的字眼，是否有修改必要？

- **莊總經理永丞**

同意主持人決定，對安定操縱條文文字內容，請再確認。

- **林教授仁光**

有關違約不交割是否應自操縱市場行為排除，並非本研究探討問題，是否有納入必要，請與投保中心確認。我在此也再次感謝陳總經理協助，兩位研究員非常辛苦且用心的完成這份報告。

**散會（下午 5 點）**

# 財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心委託
# 「各國關於操縱股價之損害賠償責任規範及實踐研究」
# 期末諮詢委員會會議建議事項處置情形表

| 項次 | 建議事項 | 本基金會處置情形 | 頁次 |
|---|---|---|---|
| 1 | 建議 FAIR Fund 的設置應架構在無法透過修法達成目標、法院採取民法相關因果關係造成舉證困難等前提下，並透過適當運用方式之設計，避免引發一事二罰，投資人不當得利的疑慮。 | 1.於美國民事罰金制度內容增加 FAIR Fund 相關敘述。<br>2.於結論建議第四(四)點增加該前提，並建議可考慮進行後續研究就我國採行 FAIR Fund 制度之可行性做更深入探討。 | 58-59<br>172-173 |
| 2 | 1933 年證券法 Section 17(a)原告是否有包括到一般民事投資人？建議可增加其屬於 Enforcement action，而非民事責任依據說明，予以釐清。 | 已依建議修改本段敘述。 | 49 |
| 3 | 操縱市場行為態樣有無保留違約不交割之必要？台灣有可能發生違約不交割的情形嗎？建議可在「結論與建議」說明。 | 已於結論與建議第六(一)點增加廢除該條款之說明。 | 174 |
| 4 | 有關安定操作修法用語上建議提到「…固定或安定…」，已經有「固定」乙詞，再加上「安定」之主要考量為何？此部分宜再作確認。 | 我國有關操縱行為立法例，多係仿傚美、日相關法規所定，查日本金融商品交易法第 159 條第 3 項（原證券交易法第 125 條第 3 項）有關「安定操作之限制」之條文用語即為「…固定或安定…」。由於引用原文即係「固定及安定」的用語，本報告對此將不另做修改。 | 173-174 |

## 附錄三、各國操縱股價損害賠償責任規範比較表

| | 臺灣 | 美國 | 英國 | 德國 | 法國 | 日本 | 香港 | 韓國 | 新加坡 | 中國大陸 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **法律依據** | 證交法<br>§155 | 1.「1933 年證券法」Section 17(a)<br>2.「1934 年證交法」Section 9(a)-（f）、Section 10(b) | 1.「金融服務與市場法」FSMA Section 90A、Section 123、124、Section 168 第八章「市場濫用行為」專章第 118 條至第 131 條<br>2.FCA Handbook<br>3. 1995 年「民事證據法」與 1999 年民事訴訟規則」 | 1.證交法WpHG 第20a條~第20b條<br>2.「民法」第 823 條、第 824 條 | 1.「貨幣與金融法」MFC 第 L621-17 條至第 L621-17-7 條<br>2.AMF RG 第 631-1 條定義價格操縱，第 631-2 條與第 631-3 條[200]則定義可偵測到的警示信號 | **金融商品交易法**<br>**§157**：一般詐欺性條款<br>**§159**：規範市場操縱行為<br>**§160**：規定操縱行為之民事賠償責任 | **證券及期貨條例**<br>**§245**：規定市場失當行為，與操縱市場相關者包括：<br>1.虛假交易(§274)<br>2.操控價格的行為(§275)<br>3.揭露虛假或具誤導性的資料以誘使進行交易的行為(§277)<br>4.操縱證券市場的行為(§278)<br><br>**§281**：市場失當行為須負的民事法律責任 | **投資服務暨資本市場法**<br>**§176**：規範市場操縱行為<br>**§178**：一般詐欺性條款<br>**§177**：違反市場操縱行為規定之損害賠償責任 | **證券及期貨法**<br>§198：規範股票市場操縱<br>§199-200 及 §202：規範傳播虛假資訊<br>§201：規範使用操縱性或欺詐性手段<br>§234：規定民事責任 | 1.**證券法**<br>§77：規定規範市場操縱行為及民事損害賠償責任<br><br>§203：違反操縱行為沒收違法所得、處以罰款規定<br><br>**2.刑**法§182 規定操縱行為證券犯罪之刑罰<br><br>3. 證券市場操縱行為認定辦法指引(試行)，遲未正式公佈實施 |

[200] Article 631-3: The AMF considers the following factors, which shall not constitute an exhaustive list or be deemed in themselves to constitute price manipulation, when assessing the practices referred to in point 2° of Article 631- 1:
1° whether orders given or transactions undertaken by persons are preceded or followed by dissemination of false or misleading information by the same persons or persons linked to them;
2° whether orders are given or transactions are undertaken by persons before or after the same persons or persons linked to them produce or disseminate research or investment recommendations that are erroneous or biased or demonstrably influenced by material interest.

| | 臺灣 | 美國 | 英國 | 德國 | 法國 | 日本 | 香港 | 韓國 | 新加坡 | 中國大陸 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | | | | | |
| **應負賠償責任主體** | 從事操縱市場行為之人（證交法第 155 條第 1 項規定的六種操縱行為態樣之行為人） | 1.任何人意圖參與任何行為或交易對任何受操縱行為或交易影響而買進或賣出任何證券因而受損害者，負損害賠償責任。<br><br>2.美國強調操縱行為之構成並不以投資人遭受金錢損害為要件，其可非難性在於其對於市場之詐欺行為，而非有人遭受損害。 | 1.意圖提供或可能對市場供求或單一投資或多種投資價格造成錯誤或誤導印象，或以不正常或人為之手段，鎖住一種或多種投資價格之行為人。<br>2.運用虛構設計或任何其他欺騙之方式或設計，意圖影響交易或買賣單以進行交易者為操縱市場行為之人。<br>3.任何人明知或可得而知有關符合資格條件之投資的資訊為錯誤或誤導，卻以任何 | 任何人使用或傳播錯誤或誤導資訊，或負有更正資訊之義務而不為更正，即應為此錯誤或誤導資訊所產生之結果負責 | 信貸機構、投資公司及其相關人員，從事受規範市場金融商品之交易，不論係為其自己帳戶或以第三人名義為之者，若符合 AMF 所定義之內線交易或操縱價格行為之要件，應依 MFC 第 421-8 條規定向 AMF 報告。同法第 621-17-7 條規定，任何人為第 621-17-2 條規定之交易，或公司執行階層或雇員從事前述交易行為，若基於善意，且無刑法第 226-13 條公司執行階層與雇員之違法行為之情形者，毋須負民事損害 | 違反金融商品交易法第 159 條第 1 項至第 3 項所訂各操縱行為態樣之行為人。 | 1.作出構成市場失當行為之人<br>2.某屬法團的另一人就上述的市場失當行為作出有關作為；及某人是該法團的高級人員，而該市場失當行為是在獲該人同意或縱容的情況下發生<br>3.另一人就上述的市場失當行為作出有關作為(§281) | 「違反第 176 條市場操縱行為規定者」，需對由其違反所形成的價格、在有價證券市場或店頭市場進行或委託該有價證券的買賣交易者，因該買賣交易或委託中所受到的損害，負賠償責任（§177）。 | 1.因在同時段與「違法者」作對手交易而受到損失的人，針對違法方的法庭命令以使其支付民事罰款或賠償（§234(1)）<br><br>2.「違反§199~§201 規定者」，應對因此而受有損害之人，負損害賠償責任（§234(1A)）。 | 操縱行為損害賠償責任的責任人是操縱行為人 |

| | 臺灣 | 美國 | 英國 | 德國 | 法國 | 日本 | 香港 | 韓國 | 新加坡 | 中國大陸 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 方式加以散播者。 | | 賠償責任。 | | | | | |
| **請求權人** | 「善意」買入或賣出有價證券受有損害之人 | 任何受操縱行為或交易影響而買進或賣出任何證券因而受損害者。 | 因上開行為買進或賣出金融商品受有損害者。 | 德國WpHG §20a並未賦予投資人或市場參與者直接請求權，或private right of action，僅於§20b(6)賦予聯邦主管機關認為市場上有操縱行為之疑慮時，得移送相關案件予相關地方檢察官進行偵察。故操縱市場導致投資人或市場參與者損害時，屬於傳統民法侵權行為之範疇，應依民法規定請求。 | 因不法行為受損之請求權人，為第621-17-7條所規範交易受損之相對人。 | 任何人（不論自然人或法人）違反操縱行為規定者，應對受害人負損害賠償責任 | 「任何人」因某市場失當行為蒙受金錢損失，可向違反「證券及期貨條例」從事操縱行為之人，請求支付損害賠償，但前提必須該賠償是「公平、公正和合理」（§281） | 違反第176條市場操縱行為規定者，需對由其違反所形成的價格、在有價證券市場或店頭市場「進行或委託該有價證券的買賣交易者」因該買賣交易或委託中所受到的損害，負賠償責任（§177）。 | 1.因在同時段與違法者作對手交易而受到損失的人（§234(1)）。<br><br>2.因信賴虛假或誤導性重大資訊及聲明買入或賣出有價證券，因而受有損失之人（§234(1A)第(b)款） | 證券法對此並無明確規定，理論上任何因操縱證券市場行為而造成損失的投資人，均可為請求權人 |

| | 臺灣 | 美國 | 英國 | 德國 | 法國 | 日本 | 香港 | 韓國 | 新加坡 | 中國大陸 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | | | | | |
| **請求權時效** | 自有請求權人知有得受賠償之原因時起二年間不行使而消滅；自募集、發行或買賣之日起逾五年者亦同（**§21**） | 依 1934 證交法 Section 9(f)規定，請求權自知悉違反行為日起一年內，或自發生日起三年內不行使而消滅。 | 依侵權行為法規定。 | 依民法第 852 條規定，因侵權行為所生損害賠償請求權，自受害人知悉損害事實，或賠償義務之時起，因 3 年內不行使而消滅，不知損害發生者，自加害行為發生之起 30 年不行使而消滅。 | N/A | 在請求權人自得知有違反前條第 1 至 3 項規定的行為起一年內或該行為之後三年內不行使的，依時效消滅（**§160II**） | 證券及期貨條例未特別規定 | 自請求權者知有違反第 176 條行為之時起一年以內，或從有該行為時起三年期間不行使請求權時，請求權因時效關係而消滅（**§177**） | 因在同時段與違法者作對手交易而受到損失的人可在 6 年之內以獨立的訴訟理由請求損害賠償 | 證券法未特別規定 |
| **責任型態與舉證** | 1.被告從事操縱行為<br>2.請求權人為善意<br>3.原告遭受損失<br>4.原告的損害與被告操縱行為具有因果關係 | 1.證明被告有操縱的意圖<br>2.原告遭受損失<br>3.被告從事操縱行為<br>4.原告證明下列雙重因果關係<br>(1)損害是操縱行為的結果<br>(2)原告是以被告操縱行為所影響的價格買入或賣出證券 | 1.操縱市場行為違法係由 FCA 承擔證明責任，目前在 FSMA 法律條文與 FCA 相關指引與規則中，尚無舉證責任倒置或轉換的規定。<br>2. FCA 所提出的證據必須比當事人 | 操縱市場民事責任屬民法侵權行為，由投資人就其損害對被告提起訴訟請求賠償，由原告承擔相當程度的舉證責任，「因果關係」的認定依德國民法侵權行為責任採相當因果關係理論，應判斷行為與結果間存在之客觀相當因果關係。 | N/A | 依民法第 709 條規定證明因果關係 | 適用民事法律程序的舉證準則 (§252(7)) | 1.市場操縱行為<br>2.歸責事由<br>3.損失的發生<br>4.因果關係：原告需證明信賴及因果關係 | 1.必須證明「交易因果關係」及「損失因果關係」。<br>2.請求權人舉證證明：<br>(1)其購買或出售該證券，係因信賴與該證券相關虛假或誤導性重要資訊及聲明<br>(2)其因此而受到損失 | 證券法將操縱市場視為一般侵權行為，適用過失責任原則歸責，操縱行為受害人的舉證責任相當沉重 |

| | 臺灣 | 美國 | 英國 | 德國 | 法國 | 日本 | 香港 | 韓國 | 新加坡 | 中國大陸 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 的反證更有說服力或更令人信服 | | | | | | | |
| **損害賠償範圍** | 證交法未就操縱行為賠償金額訂定計算標準。 | 1.依「1934 年證交法」Section 9 (f)規定：「任何人故意參與任何行為或交易，違反同條(a)、(b)、(c)項之規定者，應為其買進或賣出任何證券之行為負責，因其買進或賣出之證券價格受前項規定行為影響，致使他人受有損害，基於因此而生之訴權，向各該管轄權法院提起回復損害之賠償訴訟，並附帶要求因提起訴訟所生之合力費用費用或支出，包含聘用律師之費用在內。<br>2.「1934 年證 | FSMA 屬於行政法，依本條規定之賠償責任雖屬於民事處罰（Civil Penalty），投資大眾不須證明發行人之行為有故意或過失，舉證責任較普通法詐欺行為為輕，可獲得賠償金額亦較依民事侵權行為法請求可獲得之賠償為低。若欲獲得更完整之賠償，即需依傳統侵權行為法之規定請求。 | 1.民法第 249 條規定：損害賠償應回復損害事故沒有發生時應有的狀況。<br>2.民法第 852 條第 3 項另規定：「賠償義務人因侵權行為受利益，致受害人受損害者，賠償義務人於時效完成後，仍應依返還不當得利之規定返還所受利益。 | 1.民法第 1382 條、1383 條規定，故意或過失而為侵權行為人負填補損害的責任。<br>2.判例、學說一致認為，損害賠償目的在使受害人能夠再次處於如同損害從未發生過時之狀態。 | 類推適用民法第 416 條債務不履行損害賠償範圍之規定。 | 以「獲取的利潤或避免的損失」為範圍，但未對如何計算此等金額給予明確的指引(§252 (3) (c)) | 1 投資服務暨資本市場法沒有計算損失額的規定。<br>2.法院判決曾提出比較合理的損失額是以「投資者實際買進的股價」及「操縱的股價」之間的差額（大法院 2004.5.28 宣告 2003 多 69607 判決）。 | 限於所獲得的利潤或避免的損失（§234 (2A)） | 證券法沒有規定如何計算操縱市場所造成的損失。 |

| | 臺灣 | 美國 | 英國 | 德國 | 法國 | 日本 | 香港 | 韓國 | 新加坡 | 中國大陸 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 交法」並未明確規定損害賠償金額之計算標準，原則上以填補賠償權利人所受損害為基準，實務上主要有兩種計算：一為「毛損益法」或「淨損差額法」。<br>3.法院對損失的計算沒有統一公式，由法官根據案件實際情形做出判斷。 | | | | | | | | |
| **重要案例** | ■ 中櫃公司案<br>■ 合機公司案<br>■ 洪氏英公司案 | 1.United States v. O'Hagan<br>2. Santa Fe Industries, Inc., et al., Petitioners, v. S. William GREEN et al<br>3. SEC v. Ives Health Company Inc | FCA 控告瑞士基金經理人操縱市場案 | 德意志銀行案 | N/A | 協同飼料案 | 泛海酒店集團案 | 孤星基金案(韓國法院重判美國私募基金操縱股價） | 無 | 汪建中案(中國第一件因操縱市場而被提起民事賠償的個案） |