最高法院民事判決

108年度台上字第402號

上　訴　人　李弘偉

訴訟代理人　洪東雄律師

被 上訴 人　財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心

法定代理人　邱欽庭

上列當事人間請求損害賠償事件，上訴人對於中華民國106年1月25日臺灣高等法院第二審判決（104年度金上字第5號），提起上訴，本院判決如下：

主　文

原判決關於駁回上訴人其餘上訴及該訴訟費用部分廢棄，發回臺灣高等法院。

理　由

本件被上訴人主張：上訴人為昇貿科技股份有限公司（下稱為昇貿公司）董事長李三蓮之子，意圖抬高或壓低該公司股票（下稱系爭股票）之交易價格，自民國98年7月6日起至同年8 月24日間（下稱操縱期間），利用其在華南永昌綜合證券股份有限公司淡水分公司等帳戶，以網路下單方式，買進系爭股票共計1,402萬8,000 股、賣出1,548萬2,417 股，造成該股票自每股新臺幣（下同）55.8元上漲至73.8元，漲幅高達32.25％ ，遠高於同期間同類股之漲幅7.09％以及加權股票指數之漲幅2.83％。上訴人並於如原判決附件「影響成交價上漲情形」欄所示20個營業日，連續以漲停價委託買進昇貿公司股票，影響股價上漲0.5元（5檔，每檔0.1元）至3.8 元（38檔）不等，並於「影響成交價下跌情形」欄所示5 個營業日，連續以跌停價委託賣出，影響昇貿公司股價下跌0.2元（2檔）至5.2 元（52檔）不等。是項行為，違反證券交易法第155條第1項第4 款規定，致原判決附表（下稱附表）一所示投資人江君耀等65人（下稱投資人），以高於操縱行為開始前10個交易日平均收盤價每股46.2元買賣股票，受有該附表「本院判准金額」欄所示金額之損害。伊係依證券投資人及期貨交易人保護法設立之保護機構，受投資人授與訴訟實施權，依該法第28 條規定，得以自己名義提起訴訟等情。爰依證券交易法第155

條第3項、民法第184條規定，求為命上訴人給付如附表一「本院判准金額欄」所示金額本息之判決（被上訴人逾上開範圍之請求，業受敗訴判決，不予贅敘）。

上訴人則以：伊於操縱期間內買入系爭股票，僅占該股票總成交量14.13％、相對成交量0.83％ ，且於操縱期間，同類股之股票漲幅達7.09％，自難認伊之操縱行為已影響系爭股票股價，投資人買進系爭股票，顯與伊操縱行為間無因果關係。且投資人如於操縱期間內有買進復賣出之行為，因買賣之股價均被墊高，相互抵銷後，其虧損係因伊操縱行為以外之其他因素所造成，自不得令伊負賠償責任。又投資人於操縱期間內買入股票，於操縱期間後賣出者，其損害應採毛損益法，即以其股票實際買入價格扣除實際賣出價格之差額為據，並以買入價格與擬制真實價格間之價差為損害賠償之上限。至於擬制真實價格，則應參考西元1995年美國國會通過私人證券改革法規定以「更正不實消息之日起90日該證券平均收盤價格」，以操縱行為結束後起90個交易日系爭股票之平均收盤價格即每股66.45 元為擬制真實價格等語，資為抗辯。

原審以：被上訴人主張上訴人於前揭時間，操縱系爭股票，對該股票價格之漲跌造成影響等情，有臺灣證券交易所股份有限公司昇貿公司股票交易分析意見書為證，並為上訴人所不爭。上訴人是項行為，違反證券交易法第155條第1項第4 款規定，業經法院依同法第171條第1項第1 款規定判處罪刑確定，亦有刑事判決可稽。查上訴人於98年7月6日至同年8 月24日操縱期間，系爭股票價格自每股55.8元上漲至73.8元，漲幅高達32.25％ ，高於同期間同類股之漲幅7.09％及加權股票指數漲幅2.83％；其振幅45.69％，亦高於同類股振幅11.53％ 及加權股價指數之振幅9.2％，有上開交易分析意見書足稽。另依該意見書所載，上訴人於操縱期間買賣系爭股票數量雖僅各占該股票總成交量14.13％、15.59％，惟其中98年7 月10日等19個營業日買進或賣出數量占該股票當日市場成交量比率介於20.10％至42.21之間，已屬偏高；其他17名個別投資人買賣數量占分析期間該股票市場總成交量比率僅

介於0.04％至2.21％之間等情，顯見上訴人於操縱期間買賣系爭股票，確已影響該股票成交價格發生不正常上漲或下跌之情形。本件投資人均係於操縱期間買入系爭股票，渠等因信賴集中市場交易及股價之適正價格，而為該交易行為，有交易帳明細表等件為證，與上訴人之操縱行為，自具因果關係。依證券交易法第155條第3項規定，上訴人自應就投資人買入或賣出股票所受損害，負賠償責任。再者，上開條文雖未規定操縱股價行為之損害賠償金額計算方式，然倘無操縱行為，投資人原得以較低之真實價格購入系爭股票，因上訴人之操縱行為致其成本墊高，二者間之價差即為投資人之損失。衡之毛損益法將操縱行為結束後因其他市場因素造成之漲跌，均列入損害金額之計算，對於投資人與行為人均有不公，不宜採用；應採「淨損差額法」，即以投資人購買系爭股票之實際價格，與該股票真實價格之差額，作為計算損害之依據。審酌操縱股價之行為，如未經揭露，其合理股價於操縱行為結束後未能即時回復之特性，與財報不實、內線交易等於訊息揭露後，股價可於短期即約揭露後10個營業日期間，於交易市場反映者不同，以操縱行為結束後10個或90個營業日收盤平均價認定真實價格，並非準確；而操縱行為開始前之股價，則全未受到操縱行為影響，被上訴人主張以操縱行為開始前10個交易日之平均收盤價擬制為真實價格云云，為可採取。又投資人於操縱期間買入系爭股票之價格，除包括因上訴人不法操作行為所墊高之金額外，未能排除非因上訴人操縱行為所造成之股票漲跌之損益，而系爭股票於操縱行為發生前及操縱行為期間，昇貿公司基本面、資金面及政經走勢並無大幅變動，亦無因突發之金融、社會或政治事件致股市劇烈波動之情形，為上訴人所不爭，故股價非因上訴人不法操縱行為所生損益，應以操縱期間內同類股股票之平均漲跌幅認定。操縱期間內與系爭股票同類股股票之平均漲幅為7.09％乙節，有上開分析意見書及98年6 月至12月類股指數一覽表等件可稽，並為兩造所不爭。則本件投資人於操縱期間購入系爭股票之擬制真實價格，應以上訴人不法操縱行為開始前10個交易日之平均收盤價格即每股46.2元，加計7.09％，為每股49.4

8 元認定之。再者，上訴人因操縱行為造成投資人損害，於操縱行為停止然尚未揭露前，被操縱股價尚需相當期間始得回復正常，則上訴人主張應以操縱行為結束後90個交易日平均收盤價66.45元，扣除該期間同類股平均漲幅19.0895%，計算98年8 月24日後之90日平均收盤價應為每股53.76 元，作為真實價格，不足採取。又投資人於操縱期間內買入並賣出股票而獲得利益者，其所獲利益與前支出較高股價購入股票所受損害，均係基於上訴人不法操縱行為誘使投資人購買股票之同一原因事實，依民法第 216 條之1 規定，於計算投資人所受損害時，自應將渠等之獲利予以扣除。至投資人於操縱期間後始將股票出售，無論渠等賣出價格是否高於購入價格，或迄未出售者，因操縱行為已結束，其股票市值乃由非詐欺原因事實之正常市場因素決定，與上訴人操縱行為無關，渠縱有獲利，亦與所受損害即非基於同一原因事實，即無損益相抵原則適用。至於投資人於操縱期間購入股票後，無論係於操縱行為期間內或外出售另有損益，因其股價均無法排除非詐欺原因事實之影響，均不在本件損害賠償計算予以考量，俾排除與操縱行為無因果關係之損益。投資人之損害既在其於操縱期間以較高價格購入系爭股票時即已發生，自不因其於操縱期間內再予賣出而異其認定，此既得以損益相抵予以調整，則上訴人抗辯應將投資人於操縱期間內買入復賣出股票者，其損益全部剔除云云，不足採取。本件投資人於操縱期間買入或賣出系爭股票之日期、價格及數量如附表二所示，為兩造所不爭，依上開計算方式計算各投資人因上訴人不法操縱行為所受損害金額應如附表二（附表一「本院判准金額欄」）所示。從而，被上訴人依證券交易法第155條第3項、民法第184 條規定，請求上訴人給付如附表一「本院判准金額」欄所示金額本息，洵屬正當，應予准許；逾上開範圍之請求，則屬無據，不應准許。因而將第一審命上訴人給付超過附表一「本院判准金額欄」所示金額本息部分予以廢棄，改判駁回被上訴人該部分之訴，並駁回上訴人其餘上訴。

惟原審一方面認投資人於操縱期間內買入並賣出系爭股票而有獲益者，有損益相抵之適用；一方面又謂投資人於操縱期間買入系

爭股票後，無論係於操縱行為期間內或外出售另有損益，均不在本件損害賠償計算予以考量，理由殊有矛盾。且原審先謂於操縱行為結束惟訊息尚未揭露前，系爭股票之股價尚需相當期間始得回復正常等語，似認操縱行為結束後，其對於系爭股票股價所生影響仍將持續一段期間。嗣復稱投資人於操縱期間後始出售或未出售股票，因操縱行為已結束，其股票市值係由非詐欺原因事實之正常市場因素決定，與上訴人操縱行為無關等詞，似認操縱期間結束後之股票市值，即係由非詐欺市場行為之正常市場因素決定，與上訴人操縱行為無涉。前後亦不一致，已有判決理由矛盾之違法。次查，原審認為上訴人係於98年7月6日開始操縱系爭股票，並以該日前10日之平均收盤價格加計同類股平均漲跌幅擬定真實價格，惟系爭股票98年6月30日收盤價為每股43.8 元，自翌日起之3個交易日期間，已分別漲升至45.8元、49元、52.4 元，該3日股價合計漲升8.6 元，漲幅高達19.6%；成交股數則由25萬7,658股增加至371萬8,137股、成交筆數由161筆擴增至1,367 筆、成交金額亦由1,136萬7,101元提高至1億8,707萬6,225 元（見一審卷(一)第107 頁）。果爾，系爭股票於該期間股價之變動及交易之熱絡，是否單純係正常市場因素所致，而得作為系爭股票於操縱行為期間真實價格之計算基準，洵非無疑。上訴人抗辯不應以其操縱行為開始前10日之平均收盤價格作為擬定系爭股票真實價格之依據云云（見原審卷(一)第24頁），是否毫無可採，非無斟酌之餘地。原審就此未詳加審究，遂認上訴人上開抗辯為不可採，進而為其不利之判斷，並有可議。上訴論旨，指摘原判決於其不利部分違背法令，求予廢棄，非無理由。

據上論結，本件上訴為有理由。依民事訴訟法第477條第1項、第478條第2項，判決如主文。

中　　華　　民　　國　　108　　年　　12　　月　　31　　日

最高法院民事第二庭

審判長法官　陳　重　瑜

法官　陳　駿　璧

法官　梁　玉　芬

法官　張　恩　賜

法官　陳　麗　玲

本件正本證明與原本無異

書　記　官

中　　華　　民　　國　109　　年　　1　　月　　8　　日