

臺灣臺北地方法院民事判決

109年度金簡上字第3號

上訴人 趙君儀

被上訴人 第一金證券股份有限公司

兼上一人

法定代理人 葉光章

被上訴人 劉憶珍

共同

訴訟代理人 洪志青律師

上列當事人間請求損害賠償事件，上訴人對於中華民國109年4月10日本院臺北簡易庭108年度北金簡字第9號第一審判決提起上訴，本院於民國110年3月24日言詞辯論終結，判決如下：

主 文

上訴駁回。

第二審訴訟費用由上訴人負擔。

事實及理由

一、本件上訴人起訴主張略以：

(一)被上訴人第一金證券公司為證券商，被上訴人葉光章為該公司之法定代理人，被上訴人劉憶珍則為受雇該公司之員；緣被上訴人第一金證券公司於106年2月24日在訴外人即財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（下稱櫃買中心）公開發行以聯亞光電工業股份有限公司普通股為標的之認購權證：「聯亞第一73購01」（於106年3月2日上櫃交易，證券代號728251，下稱系爭權證），發行量為20,000張，總發行金額新臺幣（下同）3,760萬元，採主動報價方式提供權證流動量，履約期間為1年，自認購權證於櫃買中心上櫃買賣之日即106年3月2日起至107年3月1日止。原告自106年11月10日起陸續買進系爭權證，迄至106年12月14日止，共計持有系爭權證96張。被上訴人第一金證券公司自發行系爭權

證時起，不論系爭權證之現股漲跌大小，系爭權證均能維持全天買盤300 張x4 檔、賣盤50張x3 檔之流量，引誘投資人買進，上訴人陸續買進後，被上訴人第一金證券公司竟自106 年12月14日起至同年月21日止連續8 天之期間（下稱系爭期間，系爭權證處於價平且即將到期，時間價值將要倍數減損），擅自以「現股流動性不足」為由，限縮調降系爭權證之流動性，全日僅提供法定最低10張買回量，買（賣）盤皆僅10張x3 檔（下稱系爭調降行為），被上訴人第一金證券公司之不法系爭調降行為，終致上訴人持有96張權證難以交易，而受有下列損害：1.原本固定在300 張至1,200 張買盤流量、50 張 至150 張賣盤流量之交易環境驟然消失，打擊投資人持有及交易之信心，中斷上訴人之投資計畫。2.上訴人持有系爭權證之期間被迫延長，需等待更好流量出現才能出場，此段期間需逐日付出高額時間價值減損，並承擔到期無法履約本金歸零之風險。3.在流動陷阱期間，若想賣出系爭權證，只能被迫接受被上訴人第一金證券公司當下所提供之最差報價及最差流量，以10張為單位分筆分價陸續認賠出場。

(二)被上訴人第一金證券公司上述行為看似並未違反系爭權證公開銷售說明書第9 條第1項第3款所定「現股流動性不足時，不得低於10交易單位」之約定，然而，上揭公開銷售說明書，並未定義何謂「現股流動性不足」，被上訴人第一金證券公司僅憑其片面指稱、非主管機關所訂立、亦未於公開銷售說明書揭露之「現股流動性不足」量化公式計算結果為系爭調降行為，被上訴人第一金證券公司係因自身避險不當，製造流動陷阱轉嫁風險予投資人，且關於判斷「現股流動性不足」之計算公式（即被上訴人所聲稱「某檔權證100張x行使比例> 標的股票委買（賣）張數之50%」之計算公式，下稱系爭判斷公式）對於金融消費者是否購買權證、購買數量及金額有重大影響，卻為訴外人臺灣證券交易所股份有限公司（下稱證券交易所）與證券商私下秘密協商結果，對消費

者顯有不公，系爭判斷公式於本質上應屬系爭權證公開銷售說明書之重要內容，卻遭被上訴人第一金證券公司刻意隱匿，未揭露於系爭權證公開銷售說明書內，導致投資人只能由公開銷售說明書所載「權證兌換成現股之行使比例」去理解「現股流動性不足」之意義，誤以為「某檔權證100交易單位 $\times$ 其行使比例 $>$ 標的股票委買/委賣張數之100%」即屬「現股流動性不足」，而與證券商所採用「某檔權證100交易單位 $\times$ 其行使比例 $>$ 標的股票委買/委賣張數之50%」之「現股流動性不足」認定標準發生認知之重大歧異；被上訴人第一金證券公司刻意隱匿系爭判斷公式於系爭權證公開銷售說明書上，顯然增加投資人未被告知、未予揭露之權證流動性風險，明顯違反金融消費保護法第10條第1項之規定，造成上訴人損失，上訴人自得依金融消費者保護法第11條之規定請求被上訴人第一金證券公司負損害賠償責任。又系爭判斷公式讓「現股流動性不足」門檻太低，使得證券商得輕易執行限縮權證流動量至10交易單位，損害消費者應有之相對流動性權益；權證發行人依法需建立標的證券避險專戶庫存張數，如此才有所謂「現股流動性不足」之風險，但避險庫存張數卻完全不在系爭判斷公式之計算內容，足認上揭公式計算之結果，皆與權證發行人現股流動性不足一事毫無相關，是以，被上訴人第一金證券公司前揭所為，顯有虛偽之情事，依證券交易法第20條第1項之規定，應負損害賠償責任。

(三)上訴人於107年2月5日向財團法人金融消費評議中心（下稱金融評議中心）申請評議，評議決定為被上訴人第一金證券公司違法限縮系爭權證之流量，應給付上訴人128,960元，詎被上訴人第一金證券公司竟拒絕評議結果而導致評議決定不成立。上訴人後於108年10月19日委託訴外人臺灣大學財務金融系教授張森林（下稱張森林）就系爭權證發行卷商造市品質、標的證券流動性及權證時間價值影響出具鑑定報告，報告採用Black and Scholes（1973）模型作為計算

基礎，即系爭權證公開銷售說明書採用計算權證價格之模型，該報告指出在被上訴人第一金證券公司調降系爭權證每筆買進報價數量即造市量時，系爭權證之成交量並無很大差異，可知被上訴人第一金證券公司所聲稱本件係因現股流動性不足而需調降造市量並無理由。

(四)上訴人因而受有96張系爭權證279,080元之金錢損失及預期投資獲利損失195,000元，合計受損474,080元（計算279,080元+195,000元=474,080元），爰依金融消費者保護法第8條第1項、第7條第1項、第10條第1項、第11條、第11條之3、民法第184條及證券交易法第20條第1項之規定，提起本訴，請求被上訴人連帶給付474,080元，及自起訴狀繕本送達翌日起至清償日止，按年息5%計算之利息。

二、被上訴人則抗辯略以：

(一)系爭權證公開銷售說明書已依「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心認購（售）權證流動量提供者作業要點」（下稱系爭作業要點）第8點後段規定，於「九、流動量提供者：第一金證券股份有限公司」之「(一)流動量提供者報價方式：主動報價」中完整記載「作業要點」第6點第2款第2目至第5目所規定之法條文字（見本院卷(一)第232至238頁），是系爭權證公開銷售說明書之記載內容，並無缺漏，況系爭權證公開銷售說明書於該權證上櫃掛牌交易前，業經櫃買中心檢查並核准，足證上揭公開銷售說明書並無漏未記載之情，且上揭公開銷售明書內容與實務上流通之公開銷售說明書，均僅記載「現股流動性不足時」等字樣，並無二致，另依證人熊士林於原審之證詞，亦足以證實，依我國現行法令規章，系爭權證公開銷售說明書並無記載系爭判斷公式之必要。況系爭判斷公式係依「系爭權證標的現股真實交易各個時點之委買張數」作為計算依據，而上述數據並非投資人於購買系爭權證商品時可及時取得，並據以代入系爭判斷公式加以計算及判斷，故系爭判斷公式之揭露與否，對於投資人而言並無

01 任何實益，更不會對於投資人投資意願或權利產生任何影
02 響，是上揭權證公開銷售說明書自無揭露系爭判斷公式之必
03 要與實益。

04 (二)被上訴人第一金證券公司於系爭期間所為系爭調降行為，符
05 合系爭作業要點第6點第2項第4款之規定，且目前法規並無
06 任何「現股流動性不足」之定義性規定，中華民國證券商業
07 同業公會成立造市管理規則研究小組，經溝通後協議以「某
08 檔權證100張×行使比例> 標的股票委買（賣）張數之50%」
09 為判斷公式（即系爭判斷公式），以判定是否存有現股流動
10 性不足之情形，實務上其他權證業者亦以此作為判斷。被上
11 訴人第一金證券公司依上訴人提出之聯亞權證報價資訊表、
12 櫃買中心提供之聯亞股票最佳委買量原始資料，具體計算系
13 爭權證於系爭期間之買進報價有三種情形，經以系爭判斷公
14 式進行檢核，均符合系爭作業要點第6條第2項第4款規定
15 「現股流動性不足」之情形。又本件經上訴人向櫃買中心提
16 出申訴，櫃買中心於107年3月間至被上訴人第一金證券公司
17 進行實地查核，確認第一金證券於106年12月5日至25日並無
18 任何主動報價異常之情形，復查無系爭調降行為有何違法或
19 異常之情形。

20 (三)至證人張森林為學術背景，對於實務操作未必熟悉，且非由
21 法院選任、亦非由兩造合意指定之鑑定人，與上訴人間具有
22 有償委任關係，公正性存有疑義，其報告內容僅就現股之
23 「特定平均值」、「日交易量」進行比較及分析，未考量系
24 爭調降期間有其他相同標的現股之權證同時賣出現股而導致
25 現股流動性不足之情形，並不可採，且其就系爭調降行為對
26 於投資人影響分析，僅為預測推估，與上訴人實際是否受有
27 損害暨所受損害之金額為何並無任何直接關連；況上訴人迄
28 未舉證其是否實際受有損害暨其所受損害實際金額為何，上
29 訴於系爭權證到期日即107年3月1日僅持有95張權證，與上
30 訴人前揭主張不相符，又上訴人以每張權證平均成本約2.9
31 元計算，然未曾提出其計算依據，且以此計算上訴人持有系

01 爭權證到期之投資本金損失，上訴人所主張279,080元之金
02 錢損失，如何得出？未見上訴人提出合理說明暨相關計算公
03 式，況上訴人於系爭期間未出脫系爭權證，倘日後現股股價
04 上漲，反而可藉此獲利，足認系爭調降行為並不必然導致上
05 訴人受有損害。又上訴人於系爭期間曾進行13筆交易行為，
06 足認系爭調降行為並未造成上訴人所聲稱系爭權證難以交易
07 情形，且上訴人自陳得於系爭期間本得出脫系爭權證卻未選
08 擇出脫，可認系爭權證於事實上並非無法交易，嗣上訴人所
09 持有系爭權證係因到期而價值歸零，與系爭調降行為間並無
10 因果關係存在。又上訴人並未舉證證明其確有預計購足300
11 張系爭權證之投資計畫，則其主張蒙受預期投資利益損失
12 195,000元，要屬無據。

13 (四)被上訴人第一金證券公司係分層負責運作，被上訴人葉光
14 章、劉憶珍並非系爭權證之交易員，自無法責其二人就系爭
15 調降行為負責，上訴人復未舉證說明其二人係因何種行為而
16 需與被上訴人第一金證券公司負共同侵權行為之連帶損害賠
17 償責任，是則，上訴人對被上訴人葉光章、劉憶珍所為前揭
18 請求，亦屬無據；是上訴人所為請求，核屬無據，應予駁回
19 等語。

20 三、原審為上訴人敗訴之判決，即判決駁回上訴人於原審之訴。
21 上訴人不服，提起上訴，並聲明：(一)原判決廢棄。(二)被上訴
22 人應連帶給付上訴人474,080元，並自起訴狀繕本送達翌日
23 起至清償之日止，按年息5%計算之利息。被上訴人則答辯
24 聲明：上訴駁回。

25 四、兩造不爭執事實如下：（以下見本院卷第16頁）

26 (一)被上訴人第一金證券公司從事證券業，為金融消費保護法第
27 3條第1項所定金融服務業。被上訴人葉光章為被上訴人第一
28 金證券公司之法定代理人，被上訴人劉憶珍則為被上訴人第
29 一金證券公司之員工。

30 (二)上訴人於106年11月10日買進被上訴人第一金證券公司所發
31 行聯亞光電工業股份有限公司普通股為標的之認購權證：

01 「聯亞第一73購01」（於106年3月2日上櫃交易，證券代
02 號728251，即系爭權證），迄至106年12月14日止持有96張
03 系爭權證。

04 (三)被上訴人第一金證券公司於106年12月14日至106年12月21日
05 （即系爭期間）以「現股流動性不足」為由，調降系爭權證
06 買賣報價即全日僅提供法定最低權證買（賣）盤10張x3檔
07 （即系爭調降行為）。

08 五、茲就兩造之爭點及本院之判斷，分述如下：

09 (一)按「當事人主張有利於己之事實者，就其事實有舉證之責
10 任」，民事訴訟法第277條前段定有明文。再按「民事訴訟
11 如係由原告主張權利者，應先由原告負舉證之責，若原告先
12 不能舉證，以證實自己主張之事實為真實，則被告就其抗辯
13 事實，即令不能舉證，或其所舉證據尚有疵累，亦應駁回原
14 告之請求」，有最高法院72年度台上字第4225號民事裁判可
15 資參照。本件上訴人主張被上訴人第一金證券公司於系爭期
16 間以系爭判斷式判定「現股流動性不足」，就系爭權證為系
17 爭調降行為，涉有不法，致其受有96張系爭權證279,080元
18 之金錢損失及預期投資獲利損失195,000元，合計受損
19 474,080元，爰依金融消費者保護法第8條第1項、第7條
20 第1項、第10條第1項、第11條、第11條之3、民法第184
21 條及證券交易法第20條第1項之規定，訴請被上訴人連帶給
22 付474,080元暨法定遲延利息云云，為被上訴人所否認，並
23 以前詞抗辯，是本件首應由上訴人就被上訴人第一金證券公
24 司就系爭權證所為系爭調降行為，有所指違反金融消費者
25 保護法第8條第1項、第7條第1項、第10條第1項、第11
26 條、第11條之3、民法第184條及證券交易法第20條第1項
27 等不法行為之利己事實，負舉證責任，合先敘明。

28 (二)按系爭作業要點第6點係規定：「流動量提供者須在本中心
29 櫃檯買賣交易市場開盤後五分鐘至收盤期間，以『回應報價
30 要求』或『主動報價』方式履行報價之責任，作業規範如
31 下：(一)回應報價要求：... (二)主動報價：1. 流動量提供者

01 申報之價格應包含買進價格及賣出價格，且有效期別不得為
02 立即成交否則取消、立即全部成交否則取消。2. 流動量提供
03 者應主動每隔五分鐘至少報價一次，而此報價應至少維持三十
04 秒，但因連結標的委託價量變動而更新報價者，則不受應
05 維持三十秒之限制。3. 流動量提供者應訂定最高申報買進價
06 格與最低申報賣出價格間最大為十個升降單位。4. 權證每筆
07 買進報價不得低於一百交易單位或總金額十萬元。但有下列
08 各情事之一者，得不受其限制，惟不得低於十交易單位：①
09 現股流動性不足時。②標的證券為處置股票時。③開盤後五
10 分鐘至十五分鐘及收盤前五分鐘。5. 權證每筆賣出報價不得
11 低於十交易單位」，有系爭作業要點第6點附卷足憑（見本
12 院卷(一)第337、338頁），而卷附兩造不爭執其形式上真正之
13 被上證1之系爭權證公開銷售說明書則記載：「壹、認購權
14 證發行計畫：…九、流動量提供者：第一金證券股份有限公
15 司；(一)流動量提供者報價方式：主動報價；1. 應主動每隔五
16 分鐘至少報價一次，而此報價應至少維持三十秒，但因標的
17 委託價格或數量變動而更新報價者，則不受應維持三十秒之
18 限制。2. 最高委託買進價格與最低委託賣出價格間最大升降
19 單位為10。3. 權證每筆買進報價不得低於100交易單位或總
20 金額應達新臺幣10萬元以上。但有下列各情事之一者，得不
21 受其限制，惟不得低於10交易單位：(1)現股流動性不足時。
22 (2)標的證券為處置股票時。(3)開盤後5分鐘至15分鐘及收盤
23 前5分鐘。4. 權證每筆賣出報價不得低於10交易單位」等內
24 容明確（見本院卷(一)第238頁），經核與系爭作業要點第6點
25 規範內容相符。再按「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心
26 審查認購（售）權證作業程序」第6條第2項第2款規定「本
27 中心承辦人員於受理證券商申請其擬發行之認購（售）權證
28 上櫃案後，應就申請書及其附件，進行審查，其審查要點、
29 程序及期限如下：…(二)審查要點：…2. 公開銷售說明書：
30 檢查申請發行認購（售）權證公開銷售說明書，其格式及內
31 容有無依據本中心『認購（售）權證公開銷售說明書應行記

載事項要點』編製並填製『認購（售）權證公開銷售說明書檢查表』（附表八）」等語（見本院卷(一)第345、347頁），準此，被上訴人第一金證券公司應係提交系爭權證公開銷售說明書供櫃買中心審查，並經審查通過後，系爭權證方得進行上櫃交易，而系爭權證係於106年3月2日進行上櫃交易，已如前述，足徵系爭權證公開銷售說明書業經櫃買中心審查後，亦認其記載內容，完全符合櫃買中心所編制「認購（售）權證公開銷售說明書應行記載事項要點」之規定內容，並無任何漏未記載之處。

(三)關於被上訴人第一金證券公司於系爭期間所為系爭調降行為，是否涉及不法一節，上訴人早於107年3月12日即已提出申訴，業經櫃買中心於107年3月29日進行實地查核，查核結果認：「一、經取具交易部提供106年12月5日至25日有關第一金證券發行該檔權證報價異常之相關報表等資料，並未發現前揭期間有出現系爭權證主動報價異常之情事，經核尚符該檔權證銷售公告及作業要點第6點有關主動報價之相關規定。二、...12/5至12/21期間該權證流動量提供者並無報價數量異常之情事，惟106.12.21上午9：04至10:20及107.1.19上午9:00至9：35該券商因其系統因素導致報價發生異常，業依『認購（售）權證流動量提供者報價系統異常處理要點』第4點對第一金證券處記缺點。三、經查該檔權證於受查期間每日最後報價連續5個交易日報買價格波動率變動並未大於3.5%，且該檔權證於受查期間其日內報買價格隱含波動率之變動亦未大於2%，尚符合該券商『認購（售）權證發行與避險交易作業辦法』權證造市程序。四、... 4.有關前揭『現股流動性不足時』之定義，券商公會曾洽詢證交所，並於103.5.20針對103.7.1實施之權證造市規則時，就上開定義以電子郵件轉知所屬會員，其計算公式為：當『某檔權證100交易單位×其行使比例若高於標的股票委買/委賣張數之50%』時。5、...經比對顯示系爭權證申報數量10交易單位之時點，均屬『現股流動性不足』，尚未發現有申報數

量異常情事」等語，有櫃買中心108年8月13日證櫃輔字第1080008499號函附專案查核報告、系爭權證基本資料、交易部回覆資料、第一金證券股份有限公司認購（售）權證發行與避險交易作業辦法、系爭權證委託報價資料、客戶交易明細表及價量分析表等件在卷可稽（見原審卷(一)第305至412頁），堪認被上訴人第一金證券公司於受查期間即106年12月5日至同年月25日並無違反系爭作業要點第6點有關主動報價之規定等行為至明；而被上訴人依上訴人提出之聯亞權證報價資訊表、櫃買中心提供之聯亞股票最佳委買量，整理計算系爭期間每筆買進報價，於買進報價為10交易單位者，均符合判定「現股流動性不足」之系爭判斷公式，亦有被上訴人所提出「附表1：系爭權證於106年12月14日至106年12月21日期間每筆買進報價之具體計算明細表」附卷足參（見原審卷(二)第5至38頁），上訴人對上揭計算明細表內容之客觀正確性亦表示不爭執（見原審卷(二)第45頁），堪認被上訴人第一金證券公司於系爭期間將系爭權證每筆買進報價調降為10交易單位，均符合系爭判斷公式所得出「現股流動性不足」之情形，則被上訴人第一金證券公司於系爭期間所為調降行為，尚難認定有何違反法令之情事。

(四)上訴人固主張被上訴人第一金證券公司未於系爭權證公開銷售說明書揭露系爭判斷公式，違反金融消費保護法第10條第1項後段應充分揭露風險之規定，應依金融消費者保護法第11條之規定，負損害賠償責任云云；然查：

1.證人即臺灣證券交易所組長熊士林於原審109年1月9日言詞辯論程序到庭證稱：系爭權證為上櫃股票，是櫃買中心負責管理；卷附被證3電子郵件（見原審卷(一)第133頁）是券商自己開會形成共識，並非主管機關提出，也非法定；每檔權證都有公開銷售說明書，說明書有揭露作業要點第6點規定，但沒有揭露公式；至於說明書要揭露到什麼程度是見仁見智，如果對投資人權益有影響我們要求要揭露，至於是否影響投資人購買意願，伊無法代替投資人回

01 答，但之前沒有投資人提出這個需求；因權證不是線性商
02 品，影響因素很多，連結的標的不同，本身就會受到
03 ETF、指數影響，規定很難適用至所有商品，只能作原則
04 上規定，公開說明書之揭露辦法並未鉅細靡遺明文規定證
05 券商必須揭露關於判定「現股流動性」之系爭判斷公式之
06 具體內容；且如靠近履約截止前連續8日以10張委買狀
07 況，還是有符合投資人之最低保障，其風險取決於股票市
08 場之起伏，價格瞬息萬變，有可能因為權證賣不出去，但
09 因股價上漲的話，投資人反而獲利等語明確（見原審卷(二)
10 第278至281頁），由是可認，系爭公開銷售說明書確實已
11 依系爭作業要點第8點後段規定揭露所有應記載事項，且
12 系爭作業要點第8點後段規定揭露所有應記載事項及其他
13 相關法規亦未強制要求揭露系爭判斷公式暨其具體類內
14 容，系爭公開銷售說明書縱未揭露系爭判斷公式暨其具體
15 內容，亦難認定有何記載缺漏之情事。

16 2.再查，我國現行法令對於「現股流動性不足時」確實並無
17 任何定義性規範，僅有中華民國證券商業同業公會成立造
18 市管理規則研究小組協議以系爭判斷公式為定義，依卷附
19 兩造不爭執其形式真正之被證3電子郵件所列標的現股流
20 動性不足之系爭判斷公式為：當「某檔權證100交易單位 $\times$
21 其行使比例 $>$ 標的股票委買/委賣張數之50%」時，即不
22 適用至少買量至少100張規定，但仍須滿足最低10張規
23 定，此有兩造不爭執其真正被證3電子郵件（見原審卷(一)
24 第133頁）及被證11證券商業同業公會102年度第4次會議
25 決議（見原審卷(一)第239頁）附卷可參。承上，依卷附證
26 人熊士林於原審109年1月9日言詞辯論程序所為證詞可
27 悉，系爭判斷公式係證券商間之共識，再由證券商向證交
28 所提出（見原審卷(二)第270至281頁），是認系爭判斷公式
29 應為證券商同業間所慣用，然尚不能僅憑系爭判斷公係證
30 券商同業間所慣用即遽以推認「系爭判斷公式之具體內
31 容」有於系爭權證公開銷售說明書揭露之必要，蓋系爭判

斷公式係依「系爭權證標的現股真實交易各個時點之委買張數」作為計算依據，然上述數據並非投資人於購買系爭權證商品時可及時取得之資料，並據以代入系爭公式加以計算及判斷，故系爭判斷公式之揭露與否，對於投資人而言並無任何實益，於本質上更不會對於投資人投資意願或權利產生任何實質影響；而系爭判斷公式是否為影響權證獲利之重要風險、揭露系爭判斷公式與否是否影響權證投資人投資意願，既屬有疑，則系爭判斷公式之具體內容是否屬於金融服務業依金融消費者保護法第10條第3項之規定，應對金融消費者進行之說明及揭露之「包括但不限交易成本、可能之收益及風險等有關金融消費者權益之重要內容」，即難遽以認定。況且依系爭判斷公式所列「標的股票委買/委賣張數」於本案即聯亞光電股票於股票市場之委買/委賣張數，需於股票市場真實交易之各個時點始能獲悉，而非購買權證商品時即可判斷，與其認系爭判斷公式為系爭權證之交易風險，不如認系爭判斷公式為事後監督稽核券證券商是否依法履行報價之責，更能周全保障金融消費者權益。況依系爭作業要點第7點第4項之「流動量提供者於下列時機得不提供報價：... (四)發行人自行訂定之其他時機」規定（見本院卷(一)第338頁），可見立法者本提供權證發行人極大彈性空間自行決定是否不提供報價；依公開銷售說明書第九條(二)「流動量提供者於下列時機得不提供報價：7. 流動量提供者在日常運作出現技術性問題時；8. 當發行人無法進行避險時」（見本院卷(一)第238頁），依舉重以明輕之法理，被上訴人第一金證券公司依系爭作業要點第6點(二)主動報價，於系爭判斷公式發現「現股流動性不足」時，尚主動每隔5分鐘報價1次，且至少提供10交易單位，並非毫無交易可能，亦給予投資人最低限度保障，畢竟權證為高度槓桿之衍生性金融商品，以小博大，相較其他現存交易風險比如現股行情、交易價格等因素，難認系爭判斷公式揭露與否將對權證投資人之

投資意願或權利產生任何實質上影響。

3. 依上，上訴人主張被上訴人第一金證券公司未揭露系爭判斷公式，違反金融消費者保護法第7條第1項、第8條第1項、第10條規定，並依同法第11條、第11之3條請求金錢損失及預期投資獲利損失合計474,080元，委難採信。

(五)又上訴人固提出臺灣大學財務金融學系張森林教授製作之權證發行券商造市品質、標的證券流動性及權證時間價值影響鑑定報告（見原審卷(二)第117至132頁），上揭鑑定報告固推論現股流動性應足以因應券商權證每筆買進報價成交時調整避險部分之需求，然亦再次確認此種避險需求產生之現股交易數量小，而且不是造成第3期（按系爭期間）大幅降低造市量的理由。另證人張森林於原審109年1月9日言詞辯論程序證稱因現股流動性不足會造成券商避險有困難，其是將第一金證券造市分為3期，3個期間現股流量並無太大差異，券商就不應以現股流動量不足作為調降依據，其以B&S模型計算去推估被上訴人第一金證券公司為了避險所需現股之交易量，其並未依券商公會之判斷公式，也未依現股買賣資料來分析，因為其沒有現股交易資料，判斷公式的由來其並不清楚，可能是考慮券商之避險需求，參數會影響很大，但學理的動態避險是嚴謹理論結果，該報告是計算避險需求的量等語（見原審卷(二)第271至278頁）。是依證人張森林前揭證詞可知，上揭鑑定報告係以現股平均日交易量推估現股流動性是否足以供應券商避險所需，並未以基於證券商間共識並向證交所提出之系爭判斷公式進行認定，與被上訴人第一金證券公司係採系爭判斷公式判定「現股流動性不足」一節，其立論基礎顯有不同；而所謂「現股流動性不足」是否即以券商避險為唯一原因？按證券商避險不單純僅考慮股票市場現股交易量，尚需考量現股波動（漲跌程度）以降低避險成本，縱使股票市場交易量於3個期間一致，不代表券商均可自市場順利買進現股。而被上訴人第一金證券公司於系爭期間報買價格波動率變動、隱含波動率變動經查核後均符合第

01 一金證券認購（售）權證發行與避險交易作業辦法一情，有
02 櫃買中心108年8月13日證櫃輔字第1080008499號函附專案查
03 核報告在卷可憑（見原審卷(一)第305至412頁），再依被上訴
04 人第一金證券公司於接受查核時表示交易員於106年12月14
05 日中午發現系爭權證投資人疑似有隔日沖銷交易之操作，如
06 此增加該檔權證避險部位之成本，若投資人一次賣回權證
07 100交易單位，公司亦需同時賣出避險股票，當現股申報買
08 進數量流動性不足時，公司執行賣出係屬不易，故調降申報
09 買進數量低於100交易單位...是為避免增加造市避險部位之
10 成本及風險等語（見原審卷(一)第312頁），足見被上訴人第
11 一金證券公司作為流量提供者進行避險，「現股交易量」並
12 非完全唯一之考量標準，尚須造市避險部位之成本及風險等
13 諸多因素，自不能僅憑上揭鑑定報告據以推論被上訴人第
14 一金證券公司之系爭調降行為，已然違反就系爭作業要點第6
15 點第2項第4款規定「現股流動性不足」之要件，而構成不法
16 侵害行為。

17 (六)末查：

18 1.按「損害賠償之債，以有損害之發生及有責任原因之事
19 實，並二者之間，有相當因果關係為成立要件。故原告所
20 主張損害賠償之債，如不合於此項成立要件者，即難謂有
21 損害賠償請求權存在」、「損害賠償之債，以有損害之發
22 生及有責任原因之事實，並二者之間，有相當因果關係為
23 成立要件。至於相當因果關係之認定，應以行為人之行為
24 所造成之客觀存在事實為觀察之基礎，倘就該客觀存在之
25 事實，依吾人智識經驗判斷，通常均有發生同樣損害結果
26 之可能者，始得謂行為人之行為與被害人所受損害間，具
27 有相當因果關係。苟無此一行為，固不能發生此項損害；
28 倘有此一行為，通常亦不致發生此種損害時，自無因果關
29 係存在」，有最高法院48年台上字第481號民事判決、97
30 年度台上字第1627號民事裁判可資參照。

31 2.依上揭卷附櫃買中心專案查核報告顯示，原告自106年8月

24日即陸續買進系爭權證，截至106年12月4日止，已累計買進199張、賣出117張，而自106年9月起至106年11月止，長達3個月期間，衡情原告應可將剩餘82張陸續出清，且系爭權證有多次價位高於上訴人要求被上訴人第一金證券公司買回之2.73元；另上訴人元大敦南分公司之交易帳戶，於106年12月7日至106年12月18日又陸續買進該檔權證15張、106年12月15日賣出1張；另取具監視部提供有關係爭權證106年8月24日至107年2月26日價量分析表及等價投資人成交檔，於106年8月24日至106年12月1日間，成交張數介於37交易單位至239交易單位，且成交價位介於4.54至2.82元間，均高於上訴人訴求被上訴人第一金證券公司回購之價位2.73元，亦即上訴人除於106年9月至106年11月之3個月期間內應可陸續出清所持有系爭權證，且賣出價位亦有相當之機會遠高於其期待之價位2.73元，然其帳上尚留存96交易單位未執行賣出，上訴人表示係因當時看好行情認為該檔權證有機會上漲，故未執行賣出等語（見原審卷(一)第311頁），另有原審依職權調閱財團法人金融消費評議案件卷所附原告於元大證券敦南分公司開立帳戶之客戶交易明細表在卷可佐（見金融評議中心卷宗第58至61頁），參以被上訴人第一金證券公司107年3月7日陳述意見書所載，自106年12月22日起系爭權證委買量皆維持在100張，以聯亞（3081）於107年1月5日的股價來看，最高價到433元，股價自當日12點20分至13點30分收盤為止都維持在420元之上，系爭權證當時相對應價格也都在3元以上，直至當日股價收盤價為428元，權證收盤價格則是3.08元，上訴人其實有機會可以獲利了結順利出脫系爭權證等情（見金融評議中心卷宗第97頁）。由是可認，被上訴人第一金證券公司於系爭期間雖因現股流動性不足而為系爭調降行為，然在系爭調降行為之前後，並無任何阻礙上訴人執行賣出系爭權證之行為，且上訴人於斯時倘選擇執行賣出系爭權證仍有獲利可能，上訴人係基於

其主觀上對於系爭權證市場行情之判定與預測，認繼續持有仍有獲利之空間，始捨此不為，直至履約期間結束，時間價值遞減至零，則其主張受有96張權證共279,080元金錢損失及預期投資獲利損失195,000元，乃基於其個人投資選擇所致，要難認定與被上訴人第一金證券公司所為系爭調降行為間有何相當因果關係之可言，是依前揭說明，其請求被上訴人負連帶賠償責任，自屬無據。

六、綜上所述，上訴人依金融消費者保護法第8條第1項、第7條第1項、第10條第1項、第11條、第11條之3、民法第184條及證券交易法第20條第1項之規定，請求被上訴人連帶給付474,080元，及自起訴狀繕本送達翌日起至清償日止，按年息5%計算之利息，，非屬正當，不應准許。從而原審所為上訴人敗訴之判決，並無不合。上訴論旨指摘原判決不當，求予廢棄改判，為無理由，應駁回其上訴。

七、本件事證已臻明確，上訴人聲請調閱如附表所示資料及訊問如附表所示之證人，經核均無調查之必要，理由均詳如附表所示，而應予以駁回，至兩造其餘之攻擊或防禦方法及所用之證據，經本院斟酌後，認為均不足以影響本判決之結果，爰不逐一論列，附此敘明。

八、據上論結，本件上訴為無理由，依民事訴訟法第436條之1第3項、第449條第1項、第78條，判決如主文。

中 華 民 國 110 年 4 月 14 日
民事第四庭 審判長 法 官 蔡政哲

法 官 陳正昇

法 官 李家慧

以上正本係照原本作成。

本判決不得上訴。

中 華 民 國 110 年 4 月 14 日
書記官 王怡茹

上訴人聲請調查證據附表：

編號	上訴人聲請調查事項之內容	本院之判斷
1	①請求向金融監督管理委員會證券期貨局（以下簡稱證券期貨局）及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（以下簡稱櫃買中心）查證系爭權證於民國（下同）106年3月2日迄至同年11月29日中午為止，期間共計273日，被上訴人第一金證券股份有限公司（以下簡稱第一金證券公司）提供的流動量買盤是否全天候固定於每筆300張×4筆。 ②系爭權證於106年11月29日下午迄至同年12月13日為止，期間共計15日，被上訴人第一金證券公司提供的流動量買盤是否全天候固定於每筆100張×3筆。	①被上訴人從未否認系爭權證於106年3月2日至106年12月13日之每筆買進報價為300張或100張，且無論為300張或100張，均符合「作業要點」第6點第2款第4目之規定，而與本案爭點無關，自無調閱之必要。 ②上揭期間每筆買進報價資料，僅係系爭權證之實際報價數據，與被上訴人第一金證券公司是否有致他人誤信之造市行為間並無直接關連性，自無調查之必要。
2	被上訴人第一金證券公司及負責人應主動提供系爭權證於106年的專責交易員身分。	系爭權證每筆買進報價之行為人均為「被上訴人第一金證券公司」，實際負責交易之被上訴人第一金證券公司所屬員工，僅係依公司指示，執行監控系爭權證之報價、進行避險等職務，與本案實無直接關

		係性，上訴人所為聲請，核無必要。
3	請求傳訊證人富邦證券總公司職員施惠萍到庭作證。	被上證3所載公式內容係屬真正，業經任職於證券交易所之證人熊士林於原審證述明確，是就同一待證事項，自無再行傳訊證人施惠萍之必要。
4	請求傳訊證人即現職證券期貨局人員許致德到庭說明。	「現股流動性不足」係屬法條文字，而非本案之待證事實，核屬本院依職權認事用法之範疇，是證人許致德並無傳訊之必要。
5	請求傳訊證人前櫃買中心券商輔導部吳姝蓉到庭作證。	被上訴人從未否認系爭權證之每筆買進報價張數，吳姝蓉於107年期間經櫃買中心指派至被上訴人第一金證券公司進行實地查核，係調查系爭權證於「106年8月24日至107年1月19日」之每筆買進報價是否有違反相關規定之情形，並製作被上證7之專案查核報告，吳姝蓉既僅調查系爭權證於106年8月24日至107年1月19日之每筆買進報價情況，則其

		不可能知悉系爭權證於106年8月24日以前之報價情形，上訴人聲請傳喚吳姝蓉以證明系爭權證之每筆買進報價長期固定在300張，顯無實益。
6	請求與被上訴人劉憶珍當庭對質。	被上訴人從始至終並未否認於106年12月20及106年12月21日曾接獲上訴人之原審訴訟代理人陳柏宏透過電話主張被上訴人第一金證券公司之系爭調降行為違法，要求須「場外贖回」上訴人持有之「全部」系爭權證之事實，僅被上訴人第一金證券公司未表同意而已，則上訴人主張傳喚被上訴人劉憶珍到庭對質其曾以電話要求贖回其全部持有之系爭權證一事，顯無必要。