臺灣臺北地方法院民事簡易判決

108年度北金簡字第9號

原　　告　趙君儀
訴訟代理人　陳柏宏
被　　告　第一金證券股份有限公司
000000000000000000
兼上一人
法定代理人　葉光章
　　劉憶珍
前三人共同
訴訟代理人　洪志青律師
　　洪寧律師

上列當事人間請求損害賠償事件，本院於民國109 年3 月5 日言詞辯論終結，判決如下：

主　　文

原告之訴駁回。

訴訟費用新臺幣陸仟貳佰肆拾元由原告負擔。

事實及理由

一、按訴狀送達後，原告不得將原訴變更或追加他訴，但請求之擴張或減縮應受判決事項之聲明者，不在此限，民事訴訟法第255 條第1 項但書第3 款定有明文。原告起訴時原聲明：被告應連帶給付原告新臺幣（下同） 279,080元本金，與本次投資之預期收益，並自被告買賣有價證券虛偽、使善意取得人知其誤信受損之翌日起至清償日，按年息5%計算之利息。最後變更為：被告應連帶給付原告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。核與上開規定相符，應予准許。

二、原告起訴主張略以：

㈠被告第一金證券股份有限公司（下稱第一金證券）為證券商，被告葉光章為第一金證券之法定代理人，被告劉憶珍則為第一金證券之員工。第一金證券於民國106 年2 月24日在財

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，共持有96張權證。第一金證券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，原告陸續買進後，第一金證券竟自106 年12月14日起至106 年12月21日連續8 天（下稱系爭期間，因權證處於價平且即將到期，時間價值將要倍數減損），第一金證券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），違反誠信，原告持有96張權證難以交易，造成原告3 種損失：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、中斷原告之投資計畫。2.原告被迫拉長權證持有期間，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，若想賣出權證，只能被迫接受第一金證券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。

㈡第一金證券上述行為看似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」，然而，該公開銷售說明書，並未定義何謂「流動性不足」，第一金證券僅憑其片面指稱、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」計算結果為之，第一金證券因自身避險不當，製造流動陷阱轉嫁風險予投資人，因該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，但卻成為證券交易所與券商私下秘密協商，對消費者不公，違反金融消費保護法第10條第1項未充分揭露金融商品之風險，造成原告損失，自得依同法第11條規定請求第一金證券負損害賠償責任。又該公式讓「現股流動性不足」門檻太低，使得券商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該公式計算內容，代表該公式計算結果，皆與權證發行人現股流動性不足一事毫無相關。第一金證券所涉虛偽，符合證券交易法第20條第1項應負損害賠償責任。

㈢原告於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，評議決定為第一金證券違法限縮系爭權證之流量，應給付原告128,960 元，詎第一金證券拒絕評議結果而導致評議決定不成立。原告另於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，報告指出在第一金證券調降系爭權證每筆買進報價數量即造市量時，標的證券之成交量並無很大差異，可知第一金證券所稱因現股流動性不足而需調降造市量並無理由。

㈣原告因而受有96張權證共279,080元金錢損失及預期投資獲利損失195,000 元，為此依金融消費者保護法第7 條第1項、第8條第1項、第10條、第11條、第11之3 條、民法第184 條、證券交易法第20條第1 項提起本訴。並聲明：被告第一金證券、劉憶珍、葉光章應連帶給付原告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。

三、被告答辯略以：

㈠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點後段規定為相關事項之記載，並無缺漏；又該公開銷售說明書於權證上櫃掛牌交易前，業經櫃買中心檢查並核准，並無隱匿。且該說明書內容與實務上流通之說明書，均僅記載「現股流動性不足時」，並無二致。

㈡第一金證券於系爭期間所為系爭調降行為，係符合系爭作業要點第6點第2項第4款規定，且目前法規並無任何「現股流動性不足」之定義性規定，中華民國證券商業同業公會成立造市管理規則研究小組，經溝通後協議以「某檔權證100張×行使比例> 標的股票委買（賣）張數之50%」為判斷公式（下稱系爭判斷公式），以判定是否存有現股流動性不足之情形，實務上其他權證業者亦以此作為判斷。第一金證券依原告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原始資料，具體計算系爭權證於系爭期間之買進報價有三種情形，且均符合系爭作業要點第6條第2項第4款規定。又原告向櫃買中心提出申訴，櫃買中心於107年3月間至第一金證券進行實地查核，查核報告指出第一金證券於106年12月5日至25日並無主動報價異常之情事。

㈢訴外人張森林為學術背景，對於實務操作未必熟悉，且非由法院選任、亦非由兩造合意指定之鑑定人，與原告間具有有償委任關係，公正性存有疑義，其報告內容僅就現股之「特定平均值」、「日交易量」進行比較及分析，未考量系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現股流動性不足之情形，並不可採。另其就系爭調降行為對於投資人影響分析，僅為預測推估，與原告實際是否受有損害且所損害金額為何並無關連。原告迄未舉證其是否受有損害，原告於系爭權證到期日107年3月1日僅持有95張權證，與原告前揭主張不相符；原告以每張權證平均成本約2.9元（元以下四捨五入）計算，從未提出計算依據，且以此計算95張權證到期之投資本金損失僅約276元，何來279,080元之損害？原告於系爭期間未出脫權證，倘日後現股股價上漲，反

而可藉此獲利，系爭調降行為不必然導致原告受有損害。又原告於系爭期間進行13筆交易行為，系爭調降行為並未造成難以交易情形，且原告自認得於系爭期間出脫權證卻未選擇出脫，並非無法交易，嗣原告持有95張權證因到期而價值歸零，與系爭調降行為亦無因果關係存在。另原告未舉證其預計購足300張權證之投資計畫，其主張蒙受預期投資利益損失，並無理由。

㈣第一金證券係分層負責運作，被告葉光章、劉憶珍並非系爭權證之交易員，原告並未說明舉證渠等因何種行為需與第一金證券負共同侵權責任，此部分並非有據。並聲明：原告之訴駁回。

四、兩造不爭執事項：

㈠被告第一金證券從事證券業，為金融消費保護法第3條第1項所定金融服務業。被告葉光章為第一金證券之法定代理人，被告劉憶珍則為第一金證券之員工。

㈡原告於106年11月10日買進第一金證券發行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），迄至106年12月14日止持有96張系爭權證。

㈢被告於106年12月14日至106年12月21日（下稱系爭期間）以現股流動性不足為由，調降系爭權證買賣報價即全日僅提供法定最低權證買（賣）盤10張x3檔。

五、本院之判斷：

原告主張第一金證券自106年12月14日起至106年12月21日以系爭判斷式判定現股流動性不足，而限縮系爭權證每筆買進（賣出）報價，全日僅提供法定最低10張，買（賣）盤皆僅有10張x3 檔（即系爭調降行為），涉有不法，致其受有金錢損失474,080元，依金融消費者保護法第8 條第1 項、第7條第 1項、第11條、第11之3 條、民法第184 條、證券交易法第20條第1 項等規定請求被告連帶負損害賠償責任，此為被告所否認，並以前揭情詞置辯。茲將本件重要爭點分述如

下：

㈠按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第6點規定：「流動量提供者須在本中心櫃檯買賣交易市場開盤後五分鐘至收盤期間，以「回應報價要求」或「主動報價」方式履行報價之責任，作業規範如下：㈠回應報價要求：...㈡主動報價：1.流動量提供者申報之價格應包含買進價格及賣出價格，且有效期別不得為立即成交否則取消、立即全部成交否則取消。2.流動量提供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秒，但因連結標的委託價量變動而更新報價者，則不受應維持三十秒之限制。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。但有下列各情事之一者，得不受其限制，惟不得低於十交易單位：①現股流動性不足時。②標的證券為處置股票時。③開盤後五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低於十交易單位」。次按系爭權證公開銷售說明書（見原告提供之事證卷第18頁）第九條記載：「流動量提供者：第一金證券股份有限公司；㈠流動量提供者報價方式：主動報價；1.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秒，但因標的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單位為10。3.權證每筆買進報價不得低於100交易單位或總金額應達新臺幣10萬元以上。但有下列各情事之一者，得不受其限制，惟不得低於10交易單位：①現股流動性不足時。②標的證券為處置股票時。③開盤後5分鐘至15分鐘及收盤前5分鐘。4.權證每筆賣出報價不得低於10交易單位」。

㈡關於第一金證券於系爭期間以現股流動性不足，而調降系爭權證每筆買進（賣出）報價至法定最低10張，是否涉及不法一節，業經原告於107年3月12日提出申訴，櫃買中心於107

年3月29日進行實地查核，查核結果：1.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。2....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。3.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。4....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x其行使比例 > 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，有櫃買中心提供該專案查核報告、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、價量分析表等件在卷可稽（見本院卷一第305頁以下），堪信第一金證券於受查期間即106年12月5日至同年月25日並無違反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第6條有關主動報價之規定至明。又被告第一金證券依原告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，均符合現股流動性不足之判斷公式，此有具體計算明細表在卷可參（見本院卷二第5至38頁），原告對此亦不爭執（見本院卷二第4

5頁），可認第一金證券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，則第一金證券於系爭期間所為調降行為尚難認有何違反法令情事。

㈢原告主張第一金證券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，有無理由？

依證人即臺灣證券交易所組長熊士林到庭證稱：系爭權證為上櫃股票，是櫃買中心負責管理；卷附電子郵件（見本院卷一第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答，但之前沒有投資人提出這個需求；因權證不是線性商品，影響因素很多，連結的標的不同，本身就會受到ETF、指數影響，規定很難適用至所有商品，只能作原則上規定；如靠近履約截止前連續8日以10張委買狀況，還是有符合投資人之最低保障，風險取決於股票市場之起伏，價格瞬息萬變，有可能因為權證賣不出去，但因股價上漲的話，投資人反而獲利等語（見本院卷二第278至281頁）。依我國現行法令確實並無任何對於「現股流動性不足時」之定義，僅有中華民國證券商業同業公會成立造市管理規則研究小組協議以系爭判斷公式為定義，依卷附電子郵件所列標的現股流動性不足之系爭判斷公式為：當「某檔權證100交易單位×其行使比例 > 標的股票委買/委賣張數之50%」時，即不適用至少買量至少100張規定，但仍須滿足最低10張規定，此有該電子郵件、證券商業同業公會102年度第4次會議決議在卷可參（見本院卷一第133、239頁）。再依證人熊士林所證，系爭判斷公式券商曾向證交所提出等情（見本院卷第280頁），可知該判斷公式為權證業界所慣用，似無不公開揭露

之理。惟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，均屬有疑，且依該判斷公式所列「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交易風險，不如認該判斷公式為事後監督稽核券商是否依法履行報價之責。況依系爭作業要點第7點第5項規定「流動量提供者於下列時機得不提供報價：...㈤發行人自行訂定之其他時機」，可見立法者提供發行人極大彈性決定是否不提供報價；依公開銷售說明書第九條㈡「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」，依舉重以明輕之法理，第一金證券依作業要點第6點㈡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，相較其他風險而言，系爭判斷公式揭露與否對於投資人影響尚屬輕微。依上，原告主張第一金證券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，並依同法第第11條、第11之3 條請求損害賠償、懲罰性賠償，為無理由。

㈣關於原告是否因第一金證券限縮報價至10交易單位而無法交易而受有損害？是否具有因果關係？

依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，自106年9月起至106年11月止，長達3個月期間，原告應可將剩餘82張陸續出清，且該權證有多次價位高於其要求受查券商買回之2.73元；另原告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

關系爭權證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，均高於原告訴求第一金證券回購之價位2.73元，亦即原告於106年9月至106年11月應可陸續出清，且賣出價位亦有機會比2.73元為高，然其帳上尚留存96交易單位未執行賣出，原告表示係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（見本院卷一第31頁），並有本院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可佐（見金融消費評議卷第58頁以下），佐以第一金證券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，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，申訴人其實有機會可以獲利了結順利出脫權證等語（見金融消費評議卷第97頁）。依上可知，第一金證券雖於106年12月14日起至106年12月21日連續8日因現股流動性不足而調降每筆買進報價至10交易單位，然在系爭調降行為之前後，均無任何阻礙原告執行賣出，且執行賣出仍有獲利可能，原告捨此不為，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，難認與第一金證券所為系爭調降行為具有相當因果關係。

㈤至原告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（見本院卷二第117頁以下），依該報告固推論現股流動性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，也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（按即系爭期間）大幅降低造市量的理由等

語。且經證人張森林到庭證稱：因現股流動性不足會造成券商避險有困難，伊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，伊以B&S模型計算去推估第一金證券為了避險所需現股之交易量，伊並未依券商公會之判斷公式，也未依現股買賣資料來分析，因為伊沒有現股交易資料，判斷公式的由來伊也不清楚，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，伊報告是計算避險需求的量等語（見本院卷二第271頁以下）。依證人張森林前揭證述可知，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，並未以系爭判斷公式進行認定，基礎已有不同；再者所謂「現股流動性不足」是否即以券商避險為唯一原因？且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。而第一金證券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一金證券認購（售）權證發行與避險交易作業辦法一情，業經櫃買中心專案查核報告所揭示（見本院卷一第313、355頁），再依第一金證券於接受查核時表示交易員於106年12月14日中午發現系爭權證投資人疑似有隔日沖銷交易之操作，如此增加該檔權證避險部位之成本，若投資人一次賣回權證100交易單位，公司亦需同時賣出避險股票，當現股申報買進數量流動性不足時，公司執行賣出係屬不易，故調降申報買進數量低於100交易單位...是為避免增加造市避險部位之成本及風險等語（見本院卷一第312頁），可見第一金證券作為流量提供者進行避險並非僅考量現股交易量，尚不得依前開鑑定報告據以推論第一金證券之系爭調降行為有名不符實之違法。

六、綜上，原告既未舉證第一金證券有何侵權行為，且其所受損害係因個人投資選擇，難認與系爭調降行為有因果關係，則原告依金融消費者保護法第8 條第1 項、第7 條第 1項、第

11條、第11之3 條、民法第184 條、證券交易法第20條第1項請求被告連帶給付原告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。

七、本件事證已臻明確，兩造其餘之攻擊或防禦方法及未經援用之證據，經本院斟酌後，認為均不足以影響本判決之結果，爰不逐一詳予論駁，併予敘明。

八、訴訟費用負擔之依據：民事訴訟法第78條。依職權確定訴訟費用額為6,420元（＝第一審裁判費5,180元＋證人日旅費1,060）由原告負擔。

中　　華　　民　　國　　109　　年　　4　　月　　10　　日

臺北簡易庭　法　官　張瓊華

以上正本係照原本作成。

如不服本判決，應於判決送達後20日內向本庭（臺北市○○○路0 段000 巷0 號）提出上訴狀。如委任律師提起上訴者，應一併繳納上訴審裁判費。

中　　華　　民　　國　　109　　年　　4　　月　　10　　日

書記官　賴敏慧