

臺灣高等法院民事判決

109年度金上更一字第2號

上訴人 李弘偉

訴訟代理人 洪東雄律師

複代理人 李珮瑄律師

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 張心悌

訴訟代理人 李佩如律師

林宜家律師

許德勝律師

上列當事人間請求損害賠償事件，上訴人對於中華民國104年1月30日臺灣士林地方法院103年度金字第12號第一審判決提起上訴，經最高法院第一次發回更審，本院於111年8月16日言詞辯論終結，判決如下：

主 文

上訴駁回。

第一審、第二審（確定部分除外）及發回前第三審訴訟費用由上訴人負擔。

事實及理由

一、本件被上訴人財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心之法定代理人已變更為張心悌，有金融監督管理委員會民國110年1月7日函可稽（見本院卷(一)第242頁），經其具狀聲明承受訴訟，經核並無不合，應予准許。

二、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（下稱為華南永昌證券公司淡水分公司）及富邦證券股份有限公司（下稱為富邦證券公司）陽明分公司各別申設之帳戶，以及訴外人李桂雯在華南永昌證券公司淡水分公司帳戶，訴外人李采庭在富邦證券公司中壢分

01 公司帳戶，訴外人瑞葆企業有限公司在康和綜合證券股份有
02 限公司城中分公司帳戶，訴外人林進基在富邦證券公司中壢
03 分公司帳戶（下合稱為系爭帳戶），以網路下單方式，買進
04 系爭股票共計1,402萬8,000股、賣出1,548萬2,417股，造成
05 該股票自每股新臺幣（下同）55.8元上漲至73.8元，漲幅高
06 達32.25%，遠高於同期間同類股之漲幅7.09%以及加權股
07 票指數之漲幅2.83%。上訴人並於如附件「影響成交價上漲
08 情形」欄所示20個營業日，連續以漲停價委託買進昇貿公司
09 股票，影響股價上漲0.5元（5檔，每檔0.1元）至3.8元（3
10 8檔）不等，並於「影響成交價下跌情形」欄所示5個營業
11 日，連續以跌停價委託賣出，影響昇貿公司股價下跌0.2元
12 （2檔）至5.2元（52檔）不等。是項行為，違反證券交易
13 法第155條第1項第4款規定，致附表一所示投資人江君耀等
14 65人（下稱投資人），以高於操縱行為開始前10個交易日平
15 均收盤價每股46.2元買賣股票，受有附表一「本院判准金
16 額」欄所示金額之損害。伊係依證券投資人及期貨交易人保
17 護法設立之保護機構，受投資人授與訴訟實施權，依該法第
18 28條規定，得以自己名義提起訴訟等情。爰依證券交易法第
19 155條第3項、民法第184條等規定，求為命上訴人給付如附
20 表一「本院判准金額欄」所示金額本息之判決（被上訴人逾
21 上開請求部分，均非本院審理範圍，不另贅述）。

22 三、上訴人則以：伊於操縱期間內買入系爭股票，僅占該股票總
23 成交量14.13%、相對成交量0.83%，且於操縱期間，同類
24 股之股票漲幅達7.09%，自難認伊之操縱行為已影響系爭股
25 票股價，投資人買進系爭股票，顯與伊操縱行為間無因果關
26 係。且投資人如於操縱期間內有買進復賣出之行為，因買賣
27 之股價均被墊高，相互抵銷後，其虧損係因伊操縱行為以外
28 之其他因素所造成，亦不得令伊負賠償責任。又投資人於操
29 縱期間內買入股票，於操縱期間後賣出者，其損害應採毛損
30 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
31 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

01 限。至於擬制真實價格，則應參考西元1995年美國國會通過
02 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
03 均收盤價格」，以操縱行為結束後起90個交易日系爭股票之
04 平均收盤價格即每股66.45元為擬制真實價格，並扣除投資
05 人於操縱行為結束後賣出系爭股票所得之獲利等語，資為抗
06 辯。

07 四、原審為被上訴人部分勝訴、部分敗訴之判決，即判命：上訴
08 人給付如原審判決附表「被告應給付金額欄」所示金額本息
09 之判決，且依兩造聲請分別定擔保金宣告准予或免為假執
10 行，並駁回被上訴人其餘之訴及假執行之聲請，經本院前審
11 判決將原判決部分廢棄，改判上訴人給付如附表一「本院判
12 准金額欄」所示金額本息，並駁回上訴人其餘之上訴，上訴
13 人復提起上訴，經最高法院將本院前審判決關於駁回上訴人
14 其餘上訴部分廢棄發回。上訴人於本院上訴聲明為：(一)、原
15 判決（除確定部分外）不利於上訴人部分廢棄。(二)、上開廢
16 棄部分，被上訴人在第一審之訴及假執行之聲請均駁回。被
17 上訴人答辯聲明：上訴駁回。

18 五、上訴人為昇貿公司董事長李三蓮之子，於98年7月6日起至同
19 年8月24日間此段期間內，利用系爭帳戶，以網路下單方
20 式，買進系爭股票共計1,402萬8,000股、賣出1,548萬2,417
21 股，造成該股票自每股55.8元上漲至73.8元，漲幅高達32.2
22 5%；上訴人並於如附件「影響成交價上漲情形」欄所示20
23 個營業日，連續以漲停價委託買進昇貿公司股票，影響股價
24 上漲0.5元（5檔，每檔0.1元）至3.8元（38檔）不等，並
25 於「影響成交價下跌情形」欄所示5個營業日，連續以跌停
26 價委託賣出，影響昇貿公司股價下跌0.2元（2檔）至5.2元
27 （52檔）不等，附表一所示投資人則以高於操縱行為前10個
28 交易日平均收盤價即每股46.2元之價格買賣系爭股票；上訴
29 人因上開行為經臺灣桃園地方法院以101年度金訴字第10號
30 判處有期徒刑1年8月，緩刑3年確定等事實，為兩造所不爭
31 執（見本院卷三第527至528頁），並有上開案號之刑事判決

書、臺灣證券交易所股份有限公司之昇貿公司股票交易分析
意見書在卷可稽（見原審卷一第57至94頁），可以認定。

六、被上訴人主張：上訴人之不法操縱行為，扭曲公開市場價格
形成機制，致授權伊實施訴訟之善意買入或賣出昇貿公司股
票之投資人以過高價格買進昇貿公司股票而受損害，伊自得
依證券交易法第155條第3項、民法第184條第1項、第2項規
定，請求上訴人對於投資人所受損害負賠償責任等語，惟為
上訴人否認，並以前揭情詞置辯。經查：

（一）、上訴人連續20日以系爭股票之前一日收盤價格加計10%（即
當日股價最高限制價格，俗稱漲停價）委託買進昇貿公司股
票，造成股價因而上漲0.5元至3.8元不等，昇貿公司股價自
每股55.8元上漲至73.8元，漲幅高達32.25%，高於同期間
同類股之漲幅7.09 %及加權股票指數漲幅2.83%；其振幅4
5.69%，亦高於同類股振幅11.53%及加權股價指數之振幅
9.2 %，復連續5日以系爭股票前一日收盤價格減10%（當
日最低限制價格，俗稱跌停價）委託賣出，造成股價因而下
跌0.2元至5.2元不等之事實，為兩造於本院審理時所不爭
（見本院卷三第527至528頁），足見上訴人於操縱期間內連
續高價買入、低價賣出系爭股票。上訴人上開所為，違反正
常投資原則，且使昇貿公司股價發生不正常之漲跌情形，足
見上訴人在操縱期間內主導、支配系爭股票價格，影響昇貿
公司股票之市場行情，使投資人誤解該股票之真實價格，藉
此操縱昇貿公司股票之價格，客觀上自有影響市場秩序之
虞，堪認上訴人故意違法從事系爭股票之操縱行為。至上訴
人雖抗辯：其所占股票成交量及漲幅有限，故其所為不構成
操縱行為云云，惟依臺灣證券交易所根據操縱期間成交買賣
昇貿公司股票較大投資人明細及買賣較大證券商之較大投資
人明細等報表，調閱包括上訴人所使用系爭帳戶及其他17名
個別投資人交易帳戶明細後，發現：上訴人於操縱期間買賣
昇貿公司股票數量雖僅各占該股票總成交量之14.13%、15.
59%，惟其中98年7月10日等19個營業日買進或賣出數量占

該股票當日市場成交量比率確有偏高之情形，其比率介於20.10%至42.21之間；至於其他17名個別投資人買賣昇貿公司股票數量占分析期間該股票市場總成交量比率僅介於0.04%至2.21%之間等情，有該所提供昇貿公司股票交易分析意見書影本可稽（原審卷(一)第77頁反面），足見上訴人於操縱期間就昇貿公司股票買賣交易數量，確具有相當程度的影響。上訴人抗辯其所為並不構成操縱股價行為云云，尚無足取。此外，上訴人復未舉證證明有何其他合理之投資、商業上目的，自得據以認定其主觀上有拉抬或壓抑交易市場上特定有價證券之意圖。又本件投資人均非昇貿公司之內部人，且未參與昇貿公司營運或有其他業務上之往來，因投資人於操縱期間內，在公開市場上參與系爭股票買賣交易，通常可認其等對於系爭股票正遭人為操縱均處於不知情之情況，自可推定其等為善意。

(二)、上訴人固抗辯：投資人均未因操縱行為以致陷於錯誤參與投資，上訴人之操縱行為與投資人參與投資交易間無「交易因果關係」存在云云。經查：

- 1.按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，民事訴訟法第277條定有明文。投資人因信賴公平、公開及誠實之股票市場，不懷疑有價證券真正價格之形成遭受不法行為影響，進而願意進場為買賣交易，故信賴為公開證券市場之基石，證券市場賴以有效公平運作。投資人信賴市場股價為真實，進而買賣或繼續持有股票時，縱未直接「面對面」遭受行為人詐騙，但其基於對市場之信賴，間接信賴公開之股票價格將會反映其真實價值，而據以進行投資，是其買賣系爭股票之投資決定，自係基於系爭股票被操縱後之價格變化而決定，難認與操縱行為無因果關係。況證交法第155條第1項第4款所規定之「反操縱條款」，其所規定之證券詐欺行為與交易間之因果關係，倘採嚴格標準，因證券交易市場每日成交金額高達數百億，成交筆數數十萬筆，買賣雙方未曾

謀面或直接交涉，係透過證券經紀商在集中市場由電腦撮合交易。是以要求證券詐欺事件之受害人就有關之因果關係，須負完全舉證責任，始得請求損害賠償，其結果將使投資人求償無門，而顯失公平，自有依民事訴訟法第277條但書規定，減輕投資人舉證責任必要。準此，透過市場信賴關係，推定投資人對市場股價產生信賴，行為人之操縱行為與交易間有因果關係。至公益性質之被上訴人係代投資人提起訴訟，該舉證責任之減輕，並不因投資人自行提起或由其代為提起，而有所不同。

2.上訴人確有前述操縱股價之證券詐欺行為，昇貿公司股價並於操縱期間因上訴人之不法操縱行為發生不正常上漲及下跌之結果，既如本院前所認定，又投資人係於操縱期間內買賣交易系爭股票，並據被上訴人提出投資人買賣昇貿公司股票之交易帳明細表等件（均影本）為證（原審卷(一)第118頁至第319頁），且為上訴人所不爭執（原審卷(二)第103頁至第105頁、第213頁，原審卷(四)第61頁背面），揆諸前開說明，自可推定投資人係因善意信賴遭上訴人炒作之不實股價而陷於錯誤，而為買進或賣出昇貿公司股票之投資決定。上訴人操縱股價行為之結果既已反映顯現於證券交易市場上，上訴人復未證明其操縱股價行為所生之影響，於投資人為系爭股票交易時業已消失，或投資人明知系爭股票之股價遭人為操縱而仍願進行交易，則其空言抗辯操縱股價行為與投資人所為交易決定間並無「交易因果關係」云云，即非可取。從而，投資人因主觀上信賴市場股價漲跌而進場買賣系爭股票，上訴人之操縱股價行為與投資人對系爭股票所為買賣決策間之「交易因果關係」存在，應可認定。

(三)、上訴人又抗辯：投資人並未證明其所受損害與伊所為操縱股價行為間有「損失因果關係」存在，不得請求伊賠償云云。惟查：

1.按證交法就請求權人依該法第155條第1項第4款、第3項規定，請求賠償因操縱行為所受損害，於是項事件具體個案

01 中，衡酌該訴訟類型特性與待證事實之性質、當事人間能
02 力、財力之不平等、證據偏在一方、蒐證之困難、因果關係
03 證明之困難等因素，倘投資人已主張行為人有操縱股價之不
04 法行為致其受有損害，並就該損害為適當之證明時，揆諸民
05 事訴訟法第277條但書規定，應先由行為人舉證其所為操縱
06 行為並未對投資人造成損害，始得謂其無損失因果關係存
07 在，並與該條但書所揭依誠實信用及公平正義原則定其舉證
08 責任之本旨無悖。

09 2. 稽諸昇貿公司（股票代號3305）於98年間各日成交資訊（見
10 本院卷(一)第33頁），可知昇貿公司之收盤價於操縱期間內為
11 51.2元至76.5元不等，但於操縱期間甫結束後之98年8月底
12 之最低收盤價即降至70.1元，顯不及於操縱期間內之最高股
13 價，再佐以本件操縱行為係於100年9月17日始由媒體揭露，
14 有媒體報導及公開資訊觀測站資料影本可稽（見原審卷(四)第
15 68頁至第73頁）；經揭露後，昇貿公司股票收盤價即由100
16 年9月16日之42.15元驟跌至39.15元；而於該消息經公開揭
17 露後90個交易日之平均收盤價則為35.5元，亦有交易資料影
18 本為據（見原審卷(四)第74頁、第80頁、第82頁至第88頁、第
19 105頁、第106頁）。足認證券市場非但自上訴人操縱行為結
20 束後確已開始產生消極反應（即人為炒作所生虛漲價格開始
21 減少），甚且於操縱行為揭露後，上訴人先前所為操縱行為
22 已無法支撐昇貿公司股票之市場價格而使股價下跌，是上訴
23 人前揭操縱股價之行為導致投資人在操縱期間內以虛漲股價
24 買進股票，二者間自有直接關係，衡諸「理性投資人若知悉
25 當時股價已遭人為炒作操縱之真相，有相當可能將影響其為
26 投資決定」之重大性標準，併參以證交法第155條第3項、同
27 條第1項第4款之立法意旨，足認上訴人上開所為操縱行為對
28 投資人所為系爭股票之買賣交易應屬重要性風險，故投資人
29 以虛漲價格買入灌水後之昇貿公司股票所受損害自屬可預
30 見，而足認被上訴人已就投資人因操縱行為所受損害為適當
31 之證明。揆諸前開說明，即應先由上訴人就本件操縱行為與

01 投資人所受損害間並無損失因果關係存在負舉證責任，上訴
02 人既未能舉證證明本件投資人所為交易並無損失因果關係存
03 在，其據此為辯，即無可取。

04 (四)、按對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓
05 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
06 義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出，而有影
07 響市場價格或市場秩序之虞之行為。違反者對於善意買入或
08 賣出有價證券之人所受之損害，應負賠償責任，此觀證券交
09 易法第155條第1項第4款、第3項規定即明。又按因故意或過
10 失，不法侵害他人之權利者，負損害賠償責任；故意以背於
11 善良風俗之方法，加損害於他人者亦同。違反保護他人之法
12 律，致生損害於他人者，負賠償責任；但能證明其行為無過
13 失者，不在此限，民法第184條第1項、第2項亦有規定。經
14 查：

15 1.上訴人於操縱期間內，意圖抬高或壓低系爭股票在集中交易
16 市場上之交易價格，自行或以他人名義，連續以高價買入或
17 以低價賣出系爭股票，而有影響市場價格或市場秩序之虞之
18 行為，本件投資人復均係於上訴人操縱股價期間內善意買入
19 昇貿公司股票，參諸證交法第1條明定其立法目的為「發展
20 國民經濟，並保障投資」及第155條規定之立法理由，可知
21 證交法第155條第3項係針對行為人在證券交易市場製造市場
22 供需及價格變動之假象，影響投資人判斷而買進或賣出股票
23 以致受有損害之特殊侵權行為類型，同時維護公益及保障投
24 資人之利益，俾免投資人遭受損害，倘有違反，亦構成刑事
25 犯罪，是證交法第155條規定，應屬民法第184條第2項之保
26 護他人之法律。

27 2.從而，上訴人不法操縱昇貿公司股票交易價格，影響昇貿公
28 司股票之市場價格及市場秩序，致投資人因此受有損害，是
29 被上訴人依民法第184條第1項後段、第2項及證交法第155條
30 第3項之規定（見本院卷(三)第528頁），就投資人因於操縱期
31 間內買受昇貿公司股票所受損害負賠償責任，即屬有據。

七、被上訴人主張：本件投資人所受損害賠償金額，應採淨損差額法，即以各投資人於操縱期間內分別買進昇貿公司股票之買價與真實價格間之價差計算；惟於操縱期間內，如賣出價格高於真實價格，則賣價與真實價格間之價差應予扣除。至於真實價格之認定，應類推適用證券交易法第157條之1第3項內線交易之規定，以操縱行為開始前10個交易日之平均收盤價計算為每股46.2元，並提出投資人求償金額計算表及交易帳明細表等件為證（原審卷(一)第118頁至第319頁），惟為上訴人所否認。經查：

(一)、按投資人因操縱股價行為所生之損害，乃為純粹經濟上之損失，其範圍應為投資人買賣系爭股票當時之不當價格，與未受操縱行為影響之應有價格二者間之差額。據此，投資人如欲請求回復原狀，自係請求回復未受操縱行為影響前財產之應有狀態，此乃係因投資人若知悉有人為操縱行為，當不可能從事買賣交易，其財產亦不致發生變動。而投資人於操縱期間內買賣股票時之價格固可確定，但所謂「未受操縱行為影響之應有價格」（又稱擬制真實價格）究應如何決定，理論上有毛損益法或淨損差額法之別，前者認為股票價值之差額不論係虛偽不實行為引起或其他市場因素所造成，賠償義務人就其價格下跌結果均應為賠償。後者則認賠償義務人僅應賠償因虛偽不實行為造成之股票價格損失，至於市場因素造成之股價下跌，並不在賠償範圍，即以投資人買賣股票之價格，與無詐欺因素影響之真實價格差額，為其損害額。惟損害賠償之目的在填補所生損害，其應回復者，並非原有狀態，而係應有狀態之損失。投資人請求賠償之損害額，自應限於因詐欺因素所導致之股票價格下跌損害，始為法規範保護之範圍，至於非可歸責於債務人之變動狀態，當無許其請求賠償之理。

(二)、查投資人因信賴市場而於操縱期間內善意買進系爭股票以致受有損害，其所得請求賠償之金額，應排除非可歸責於債務人之變動狀態所致之價格下跌。上訴人雖抗辯：本件應採毛

01 損益法計算本件投資人所受損害賠償之金額云云，惟毛損益
02 法既之損害計算方式，係以系爭股票之「購買價格」減去投
03 資人「再售出股票之價格」；倘投資人繼續持有該股票，則
04 以「購買價格」減去「行為人揭露事實時之價格」，上開計
05 算方式，就投資人於交易時點以後所發生之投資損失，即令
06 與上訴人之操縱行為無直接關係，仍使上訴人負損害賠償責
07 任，如此作法，顯然無法將市場因素所造成之損失與上訴人
08 操縱行為所造成之損失做出明確區分，無異於強制上訴人必
09 須負擔非因其詐欺行為所造成之損失，對上訴人並不公平，
10 也使投資人之受償有不當得利之虞，其結果形同使上訴人成
11 為投資人投資失敗之保險人，有違投資人本應自行承擔投資
12 虧損風險之證券市場法則，自非可採。

13 (三)、其次，投資人依證交法第155條第3項規定求償時，關於股票
14 之擬制真實價格應如何認定，法無明文。兩造對此真實價格
15 究應如何認定，亦各執一詞。經查：

- 16 1.證交法第155條第1項第4款就意圖抬高或壓低集中交易市場
17 某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證
18 券，連續以高價買入或以低價賣出之操縱行為，致善意買入
19 或賣出有價證券之人所受之損害，於同條第3項明定應負賠
20 償責任。雖其就損害賠償之計算，並未明文，惟同法第157
21 條之1第3項就內線交易行為賠償金額之計算，業已明定應就
22 消息未公開前其買入或賣出該股票之價格，與消息公開後10
23 個營業日收盤平均價格之差額限度內，對善意從事相反買賣
24 之人負損害賠償責任，本件操縱行為與證交法第157條之1第
25 3項，均屬證券詐欺行為，是善意投資人對於抬高、壓低及
26 操縱股價行為請求損害賠償時，關於擬制真實價格之認定，
27 自宜以完全未受操縱之前10日平均收盤價格作為計算之基
28 準。蓋上訴人操縱股價雖於98年8月24日結束，然未即時揭
29 露該股價遭操縱情形，可見其所為操縱行為對於股價所生影
30 響非必於行為結束後即可立即反映於市場交易價格，故以操
31 縱行為結束後10日或90日所計算之平均收盤價，是否得作為

01 全然排除詐欺因素影響後之真實價格，實非無疑。另考量於
02 操縱市場類型之合理股價在操縱行為結束後未能即時回復，
03 操縱行為開始前之股價未受操縱行為影響，應屬較客觀公正
04 之價格，並參考上述性質類似之證交法第157條之1第3項關
05 於內線交易侵權行為損害計算方法，堪認被上訴人主張以98
06 年7月6日操縱行為開始前10個交易日之平均收盤價即每股4
07 6.2元作為擬制真實價格之基數（另加計正常漲跌幅，詳下
08 述），應屬可採。上訴人抗辯：關於本件擬制真實價格，應
09 可採取操作行為結束後10個交易日之平均收盤價格即每股7
10 6.2元，或以美國法規定以操作行為結束起90個交易日之平
11 均收盤價即每股66.45元計算云云（見前審卷(一)第132頁，前
12 審卷(二)第71頁背面），則非可採。至上訴人為支持其計算方
13 式所引用之其他文獻資料（見本院卷(二)第235至237頁、第239
14 至250頁、第271至272頁，本院卷(三)第45至59頁、第61至85
15 頁、第87至95頁），核屬學者對抽象立法檢討之建議或評
16 述，均難逕採為本件個案認定真實價格之標準。

17 2.其次，系爭股票在操縱期間開始前之98年7月1日起3天固有
18 陸續漲升之情形，惟兩造於本院審理時，均已一致表示系爭
19 股票於操縱期間開始前3天之漲升情形乃屬當時證券市場正
20 常表現結果，不需刻意排除做計算（見本院卷(三)第280
21 頁），先予指明。再參酌昇貿公司股票於操縱行為發生前及
22 操縱行為期間，其公司基本面、資金面及政經走勢並無大幅
23 變動，亦無因突發之金融、社會或政治事件致股市劇烈波動
24 之情形；此亦為上訴人自承屬實（見前審卷(一)第132頁）。
25 是關於昇貿公司就非因上訴人不法操縱行為，而係本於其他
26 基本面、資金面及政經、社會面所造成股價漲跌走勢之影
27 響，應可以操縱期間內與昇貿公司同類股平均漲跌幅據以認
28 定，並作為前揭單純以操縱行為開始前10個交易日平均收盤
29 價計算所得金額調整之依據，俾將非因上訴人操縱行為所造
30 成之漲跌損益予以排除，以求得投資人於操縱行為期間購買
31 昇貿公司股票之擬制真實價格。兩造既已對與昇貿公司股票

01 同類股股票於操縱期間之平均漲幅為7.09%均不爭執（見前
02 審卷(二)第1頁、第71頁背面），且有臺灣證券交易所分析意
03 見書及98年6月至12月類股指數一覽表等件（均影本）可稽
04 （見原審卷(一)第59頁，前審卷(一)第231頁至第235頁）。則關
05 於本件投資人於操縱期間購入昇貿公司股票之擬制真實價
06 格，即應以上訴人不法操縱行為開始前10個交易日之平均收
07 盤價格即每股46.2元，加計操縱期間昇貿公司同類股於操縱
08 期間之平均漲幅7.09%後之每股49.48元為計【即 $46.2 \text{元} \times 7.09\% + 46.2 \text{元} \div 49.48 \text{元}$ 】。故各投資人因上訴人不法操縱
09 行為所受損害，即應為投資人於操縱期間購買昇貿公司股票
10 之實際買入價格與上開擬制真實價格之差額據以計算。

12 (四)、再者，本件投資人既係於操縱期間內買進系爭股票，單以買
13 進時點而言，投資人買進因操縱行為所虛增價格之股票時，
14 已足認其受有買受當時不當價格與擬制真實價格間差額之損
15 害，是上訴人以投資人於操縱期間內買進復賣出時之虛增股
16 價並未減少為由，據此抗辯本件投資人並無損害賠償權利云
17 云，即無可採。

18 (五)、上訴人又抗辯：本件計算投資人於操縱期間買進昇貿公司股
19 票所受之損失，應一併審酌投資人於操縱期間結束後實際出
20 售股票之損益情形，始能回復到損害賠償事故發生後之「應
21 有狀態」，本件如計算操縱期間結束後，投資人實際出售昇
22 貿公司股票之結果，竟有多數均為獲利者，故本件投資人是否
23 受有損害，自應以渠等於操縱期間內買進股票及於操縱行為
24 結束後賣出價格之差額以為認定，並以其股票買入價格與
25 擬制真實價格間之價差為其損害賠償之上限；如其實際賣出
26 價格低於擬制真實價格或迄起訴時尚未賣出，則以買進價格
27 減去擬制之真實價格之差額作為其損害額云云，並以被上訴
28 人所提出臺灣證券交易所成交資料表、集保中心客戶信用交
29 易存券—異動明細表、集保中心—客戶存券異動明細表、集
30 保中心—保管帳戶客戶餘額表、集保中心—保管帳戶各專戶
31 —客戶餘額表及交易資料光碟等資料為憑（見前審卷(一)第91

頁至第125頁；光碟存置於前審卷(一)第126 頁證物袋內)。然查：

1.按被害人基於同一侵害原因事實受有損害，並受有利益者，其請求之賠償金額，應扣除所受之利益，此觀民法第216條之1規定自明。所謂因同一侵害原因事實，係指受利益與同一侵害事實之損害，具有相當因果關係而言，此因果關係是一種法律評價，其判斷基準，須符合法律規範意旨，且不使加害人因而不當免除賠償責任，並須利益與損害之相抵具備相對應性。

2.本件投資人因上訴人於操縱期間內之不法操縱股價行為，致以虛增價格買進系爭股票以致受有損害，已如前述，惟投資人於操縱期間結束後，因股價回漲致事後賣出系爭股票而受有利益，則與上訴人所為操縱行為之責任原因事實間並無相當因果關係。蓋在操縱行為結束後，既已無「與操縱行為有關之上揚力道」繼續影響盤面，即無可能因操縱行為而繼續激勵股價上漲並造成原先遭炒作之虛增金額持續增加，故昇貿公司股票之股價在操縱期間結束後繼續上揚，僅足認係受到市場或其他因素影響所致，而難認與上訴人所為操縱行為有關，是上訴人之操縱行為與投資人在操縱期間結束後賣出系爭股票獲利之結果，二者間應無相當因果關係存在。況本件投資人當初既係在上訴人之操縱行為期間以虛漲價格買進昇貿公司股票，本已承受極高之投資損失風險，縱因其他市場因素以致僥倖獲利賣出部分股票，若反而以此供作上訴人減免賠償金額所用，不僅對於投資人不公，更使上訴人因此不當減輕賠償責任，無法嚇阻證券詐欺之不法行為繼續發生，而與證交法第1條之立法目的有違。從而，上訴人以此抗辯投資人因其操縱行為而獲利，並進而抗辯應將投資人於操縱期間內買入復賣出股票者之損益全部剔除云云，不足採憑。

(六)、末按民事訴訟採不干涉主義，法院不得就當事人未聲明之事項為判決，民事訴訟法第388條定有明文。故成為法院審理

01 具體個案範圍之訴之聲明及訴訟標的，除別有規定外，應由
02 當事人決定之，法院不得逾越當事人所特定之訴之聲明及訴
03 訟標的範圍而為裁判，此為民事訴訟採處分權主義之當然解
04 釋。查被上訴人自始均主張：「若授權人在本件操縱期間買
05 進股票後，於操縱期間再賣出該股票之情形，如其賣出之價
06 格高於真實價格，賣價與真實價格間之價差，則予以扣除」
07 等語（見原審卷(二)第226頁正、背面，本院卷(一)第78頁、第8
08 2頁），是本件計算有關投資人所得請求上訴人賠償之金額
09 時，即應依被上訴人之主張，扣除投資人在操縱期間內之賣
10 價與真實價格間之價差，併此指明（計算方式詳見附表二所
11 示）。

12 (七)、從而，本件投資人所受損害，應採「淨損差額法」，即以投
13 資人購買昇貿公司股票之實際買價，與該股票擬制真實價格
14 間之差額據以計算；而昇貿公司股票於操縱期間之擬制真實
15 價格，則應以上訴人不法操縱行為開始前10個營業日之平均
16 價格即每股46.2元，加計操縱期間與昇貿公司同類股之平均
17 漲幅7.09 %為每股49.48元；再就投資人於操縱期間內買入
18 復賣出昇貿公司股票者，如其賣出之價格高於真實價格，則
19 依被上訴人之主張及處分權主義之當然解釋，逕予扣除賣價
20 與真實價格間之價差，又投資人於操縱期間內買入，復於操
21 縱期間結束後賣出昇貿公司股票者，縱其賣出價格高於買進
22 價格，因投資人事後獲利之結果與上訴人所為操縱行為二者
23 間並無相當因果關係，亦無民法第216條之1損益相抵規定之
24 適用餘地。茲因兩造對於投資人於操縱期間買入、賣出昇貿
25 公司股票之時間、股數及單價，以及依上開計算前提及方式
26 所計算各投資人因上訴人不法操縱行為所受損害金額應如後
27 附表二所示乙節，已為兩造所不爭執（見本院卷(三)第282
28 頁）。從而，被上訴人請求上訴人給付如後附表一「本院判
29 准金額」欄所示金額，及自起訴狀繕本送達翌日起至清償日
30 止之法定遲延利息，於法即無不合。

31 八、綜上所述，被上訴人依證交法第155條第3項及民法第184條

規定，請求上訴人給付被上訴人如後附表一「本院判准金額」欄所示金額，及自起訴狀繕本送達翌日即103年9月19日（送達回證附於原審卷(二)第18頁）起至清償日止按週年利率5 %計算之利息部分，為有理由，應予准許。原審就此部分為上訴人敗訴之判決，並無不合。上訴意旨指摘原判決此部分不當，求予廢棄改判，為無理由，應予駁回。

九、本件事證已臻明確，兩造其餘攻擊或防禦方法，經本院斟酌後，認為均不足以影響本判決之結果，爰不予逐一論列，附此敘明。

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

中 華 民 國 111 年 9 月 13 日

民事第三庭

審判長法 官 王怡雯

法 官 吳素勤

法 官 呂綺珍

正本係照原本作成。

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

中 華 民 國 111 年 9 月 14 日

書記官 蔡宜蓁

01
02

*附表一：（新臺幣/元）

編號	投資人姓名	原審起訴請求金額，及均自起訴狀繕本送達翌日起至清償日止按週年利率5%計算之利息	原審判准金額，及均自103年9月19日起至清償日止按週年利率5%計算之利息	本院判准金額，及均自103年9月19日起至清償日止按週年利率5%計算之利息
1	江君耀	25,400	25,400	22,120
2	曹祥炎	6,600	6,600	6,600
3	樊玉俠	1,700	1,700	1,700
4	曹明登	173,800	173,800	154,120
5	許雅玲	18,600	18,600	18,600
6	賴謝美珠	1,100	1,100	1,100
7	傅錦慧	20,900	20,900	20,900
8	葉譚蓉	5,200	5,200	5,200
9	王麗英	31,800	31,800	28,520
10	李幸錦	725,500	725,500	643,500
11	姚叔杏	1,742,000	1,742,000	1,545,200
12	黃昱菁	81,600	81,600	71,760
13	柯椿明	158,700	158,700	139,020
14	郭樵聰	28,300	28,300	25,020
15	林茂憲	306,700	306,700	227,980

16	陳麒凱	109,300	109,300	96,180
17	何啓君	69,600	69,600	63,040
18	陳寬傑	21,400	21,400	18,120
19	李玉珠	30,400	30,400	27,120
20	盧麗雲	74,200	15,600	9,040
21	侯春鳳	10,900	10,900	7,620
22	張欽輝	40,800	40,800	44,080
23	江美珠	7,200	7,200	3,920
24	許葉鳳琴	66,600	66,600	66,600
25	陳秀	30,000	30,000	26,720
26	王孟如	15,000	15,000	15,000
27	蘇子豪	2,600	2,600	2,600
28	陳志忠	10,800	10,800	10,800
29	陳振興	7,200	7,200	7,200
30	陳世偉	10,800	10,800	10,800
31	林德恭	13,300	13,300	13,300
32	盧泰勇	680,000	680,000	680,000
33	林思琦	60,300	60,300	60,300
34	張廖貴榮	57,400	57,400	50,840
35	張燕卿	63,200	63,200	50,080
36	劉叔廷	14,600	14,600	14,600
37	章光榮	28,400	28,400	21,840
38	范黃瑞美	32,500	32,500	29,220
39	王國彬	61,900	61,900	55,340
40	王明聰	335,900	335,900	296,540
41	杜寶華	199,900	199,900	176,940
42	杜韻華	56,300	56,300	49,740
43	林羨菁	253,000	253,000	220,200

44	儲冬梅	207,600	207,600	184,640
45	徐熾儀	16,400	16,400	14,596
46	孫翠華	330,900	330,900	311,220
47	鍾荷英	12,800	12,800	12,800
48	鍾其翰	88,500	88,500	78,660
49	陳雋平	158,500	158,500	142,100
50	李勝元	55,600	55,600	49,040
51	張晏誠	13,800	13,800	13,800
52	黃凱蓮	20,000	20,000	20,000
53	范正能	9,100	9,100	9,100
54	呂水泉	31,200	31,200	27,920
55	陳麗輝	13,600	13,600	13,600
56	林瓊華	43,000	43,000	36,440
57	李銘人	2,800	2,800	2,800
58	張明珠	1,200	1,200	1,200
59	林己銘	15,500	15,500	15,500
60	邱泓智	10,700	10,700	10,700
61	王秋爾	25,800	25,800	22,520
62	都基弘	7,200	7,200	7,200
63	陳慧霖	126,800	126,800	113,680
64	陳美華	13,800	13,800	13,800 *經計算損害 應為109,00 0元；原審 依其起訴請 求判准13,8 00元。
65	劉潘清華	53,000	53,000	46,440

(續上頁)

01

合 計	6, 949, 200	6, 890, 600	6, 186, 876
備註： *編號64陳美華部分如以損害額計入應合計為6, 282, 076元；惟因陳美華僅請求13, 800元（原審卷(一)第11頁背面、第314 頁），故合計金額為6, 186, 876元			