

最高法院民事判決

112年度台上字第259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 張心悌

訴訟代理人 侯宜諮律師

李昱盈律師

上列當事人間請求損害賠償事件，上訴人對於中華民國111年9月13日臺灣高等法院第二審更審判決（109年度金上更一字第2號），提起上訴，本院判決如下：

主 文

原判決廢棄，發回臺灣高等法院。

理 由

一、本件被上訴人主張：上訴人為昇貿科技股份有限公司（下稱昇貿公司）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系爭股票，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，影響系爭股票股價下跌0.2元（2檔）至5.2元（52檔）不等。是項行為，違反證券交易法（下稱證交法）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。爰依證交法第155條第3項及民法第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。

二、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」，以系爭股票自操縱行為結束後起90個交易日之平均收盤價格即每股66.45元為擬制真實價格，並扣除投資人於操縱行為結束後賣出系爭股票所得之獲利等語，資為抗辯。

三、原審維持第一審就上開部分所為上訴人敗訴之判決，駁回其上訴，理由如下：

(一)上訴人於操縱期間操縱系爭股票，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出具之昇貿公司股票交易分析意見書為證。上訴人是項行為，違反證交法第155條第1項第4款規定，業經法院判處罪刑確定，亦有刑事判決可稽。而上訴人於操縱期間操縱系爭股票，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之漲跌情形。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，難認與上訴人之操縱行為無因果關係。依證交法第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。

(二)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」（下稱擬制真實價格）間之差額。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，然同法第157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之人負損害賠償責任，而本件操縱行為與該內線交易行為均屬證券詐欺行為，是善意投資人對於抬高、壓低及操縱股價行為請求損害賠償時，關於擬制真實價格之認定，自宜以股價完全未受操縱之前10日平均收盤價格作為計算之基準，較為客觀公正。反觀上訴人操縱股價雖於98年8月24日結束，然未據即時揭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，是否得作為全然排除詐欺因素影響後之真實價格，實非無疑。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縱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

01 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
02 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
03 之金融、社會或政治事件致股市劇烈波動之情形，故股價非因
04 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
05 平均漲跌幅認定。則本件投資人於操縱期間購入系爭股票之擬
06 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
07 均收盤價格即每股46.2元，加計操縱期間內與系爭股票同類股
08 股票之平均漲幅7.09%，為每股49.48元認定之。故各投資人因
09 上訴人不法操縱行為所受損害，應採「淨損差額法」，即以投
10 資人於操縱期間買入系爭股票之實際價格與上開擬制真實價格
11 間之差額據以計算。再就投資人於操縱期間內買入復賣出系爭
12 股票者，如其賣出之價格高於擬制真實價格，被上訴人既主張
13 應扣除賣價與擬制真實價格間之價差等語，則基於處分權主
14 義，自應逕予扣除該價差。惟投資人於操縱期間結束後，因股
15 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
16 行為之責任原因事實間並無相當因果關係。此乃因在操縱行為
17 結束後，既已無「與操縱行為有關之上揚力道」繼續影響盤
18 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
19 作之虛增金額持續增加，故系爭股票之股價在操縱期間結束後
20 繼續上揚，僅足認係受到市場或其他因素影響所致，難認與上
21 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
22 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
23 係存在，自無民法第216條之1損益相抵規定之適用餘地。

24 (三)本件投資人於操縱期間買入或賣出系爭股票之日期、股數及單
25 價，以及依上開計算前提及方式所計算各投資人因上訴人不法
26 操縱行為所受損害金額應如附表二（即附表一「本院判准金額
27 欄」）所示。從而，被上訴人依證交法第155條第3項及民法第
28 184條規定，請求上訴人給付如附表一「本院判准金額」欄所
29 示金額本息，為有理由，應予准許。

30 四、本院之判斷：

01 (一)按基於同一原因事實受有損害並受有利益者，其請求之賠償金
02 額，應扣除所受之利益，民法第216條之1定有明文。又依證交
03 法第155條第1項第4款、第3項規定，意圖抬高或壓低集中交易
04 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
05 證券，連續以高價買入或以低價賣出，而有影響市場價格或市
06 場秩序之虞者，對於善意買入或賣出有價證券之人所受之損
07 害，應負賠償責任。而投資人於操縱期間內買入股票，並於該
08 操縱行為影響股價期間內賣出股票而獲得利益者，其所獲利益
09 與前支出較高股價購入股票所受損害，均係基於不法操縱行為
10 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
11 定，於計算投資人所受損害時，自應將該獲利予以扣除。

12 (二)原審先謂於上訴人操縱行為結束後訊息尚未揭露前，該操縱行
13 為對於系爭股票股價所生影響非必於行為結束後即可立即反映
14 於市場交易價格等語，即認操縱行為結束後，對於系爭股票股
15 價所生影響仍將持續一段期間；嗣又謂操縱行為結束後，已無
16 「與操縱行為有關之上揚力道」繼續影響盤面，故系爭股票之
17 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
18 素影響所致，難認與上訴人所為操縱行為有關等語，即認操縱
19 期間結束後之系爭股票股價，即與上訴人之操縱行為無關，而
20 全由正常市場或其他因素決定，其前後認定不一致，已有判決
21 理由矛盾之違法。又倘上訴人操縱行為對系爭股票股價影響於
22 操縱期間結束後仍持續一段期間，而投資人在此期間賣出系爭
23 股票因而獲利，是否無損益相抵規定之適用？上訴人抗辯計算
24 投資人所受損害應扣除此部分獲利等語，是否全無可採？非無
25 再予研求之餘地。原審未詳查審認，遽以前揭理由，為不利上
26 訴人之判決，自有可議。

27 (三)上訴論旨，指摘原判決不當，求予廢棄，非無理由。

28 五、據上論結，本件上訴為有理由。依民事訴訟法第477條第1
29 項、第478條第2項，判決如主文。

30 中 華 民 國 113 年 7 月 30 日

31 最高法院民事第五庭

01		審判長法官	彭	昭	芬
02		法官	蘇	芹	英
03		法官	邱	璿	如
04		法官	呂	淑	玲
05		法官	許	秀	芬
06	本件正本證明與原本無異				
07		書記官	郭	麗	蘭
08	中華民國	113 年 8 月 6 日			