



# 論護盤行為與操縱意圖之認定

——評最高法院105年度台上字第2173號刑事判決

■顏 榕 臺北大學法律學系副教授

## 本案事實

本案被告Y為A公司董事長，持有大量設質及融資買進之公司股票，於民國（下同）97年至98年間面臨股價持續下跌之壓力，擔心因股價跌破維持擔保比例而遭銀行強制平倉（即所謂「斷頭」），是為避免前述風險，Y遂與C達成合意，由C負責調度資金進場操作股票，進行所謂「護盤」行為。二人利用多個證券帳戶，在多個交易日內反覆於特定時段（如開盤或收盤前），以漲停價或高於市場成交價之價格大量委託買進A公司股票，以拉抬或維持股價於一定水準。此外，雙方帳戶間亦進行大量相對成交（即對倒交易），例如單日對倒交易達百張以上，藉此製造市場交易熱絡之表象。係透過人為交易手段干預市場價格，使該股票價格未隨市場供需自然形成，而維持於特定價位，對市場價格形成機制造成影響。最高法院維持二審法院之看法，認定Y與C二人均構成證券交易法第155條第1項第4款之罪名。

## 爭點

本案主要法律爭點在於：證券交易法第155條第1項第4款所稱之「意圖抬高或壓低價格」，是否以「誘使他人跟進買賣以獲利之意圖」為必要之要件？

換言之，如行為人係基於避免股票遭強制平倉之風險，或為維持股價穩定等目的而進行高價買入或相對成交等交易行為，縱未具有詐欺投資人或藉機出貨獲利之意圖，是否仍得認定其具備操縱股價之主觀意圖，而構成證券交易法所禁止之操縱行情行為？

## 判決理由

本判決首先說明證券交易法第155條第1項第4款之規範意旨：「……對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出之行為，其旨在防止人為操控股價，導致集中交易市場行情發生異常變動，影響市場自由、公開決定價格之秩

DOI：10.53106/20779836202606168005

關鍵詞：操縱股價、引誘他人交易之意圖、護盤行為、主觀意圖認定

本檔案僅供試閱，完整內容請見本刊或月旦知識庫。

序。倘行為人於一定期間內，就該特定之有價證券連續以高價買進或以低價賣出之行為，致集中交易市場行情有發生異常變動而影響市場秩序之危險者，復無其他合理之投資、經濟上目的（例如因應市場上之經濟或非經濟因素，基於合理投資判斷而大量高價買進、低價賣出），即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。」強調本罪係在保護市場之自由、秩序。

其次，就行為人是否具有本罪之「意圖」，最高法院在此說明：「具體而言，判斷行為人是否有影響或操縱市場以抬高或壓低某種有價證券價格之主觀意圖，除考量行為人之屬性、交易動機、交易前後之狀況、交易型態、交易占有率以及是否違反投資效率等客觀情形因素外，行為人之高買、低賣行為，是否意在創造錯誤或使人誤信之交易熱絡表象、誘使投資大眾跟進買賣或圖謀不法利益，固亦為重要之判斷因素，但究非本條成罪與否之主觀構成要件要素。蓋行為人高買、低賣行為之目的不一，誘使投資大眾跟進買賣以圖謀不法利益固為多數炒作者之主要動機；然基於其他各種特定目的，例如為避免供擔保之有價證券價格滑落致遭斷頭，或為締造公司經營榮景以招徠投資，或為順利取得銀行資金奧援，而維持特定有價證券於一定價格之護盤行為，同係以人為操縱方式維持價格於不墜，具有抬高價格之實質效果，致集中交易市場行情

有發生異常變動而影響市場秩序之危險。此雖與『拉高倒貨』、『殺低進貨』之炒作目的有異，行為人在主觀上不一定有『坑殺』（指損害利益而言）其他投資人之意圖，但破壞決定價格之市場自由機制，則無二致，亦屬上開規定所禁止之高買證券違法炒作行為。」也就是說，常見的炒作股票以吸引市場大眾投資後再倒賣股票獲利的情況，固然為判斷是否有本罪「意圖」之重要要素，但不代表必須有此意圖方構成本罪，其他影響市場自由、秩序之「意圖」亦可能構成本罪之主觀構成要件要素。

## 評 析

### 壹、證券交易中刑法之保護法益

證券交易法中對於相關買賣之諸多限制，乃是考量證券市場除提供企業透過發行有價證券籌資外，亦使投資人得以進行證券投資理財。然企業能否順利取得資金，關鍵在於市場價格高低，價格愈高愈有利於籌資；但相對而言，證券價格須由市場供需自然形成，才能被視為公平、公正之結果。若以人為方式干預供需，進而影響價格，例如拉抬、壓低或控制交易價格，即屬所謂「炒作股票」，亦即證券交易法上之市場操縱行為。<sup>1</sup>基此，為維護證券交易市場上之秩序，證券交易法第155條特別規定禁止人為對市場之操縱行為，是有學者指出，證券交易法處罰操縱市場行為，旨

<sup>1</sup> 廖大穎，論析證券交易法第一五五條第一項第四款的構成要件與嘉義地院九二年金訴字第三號判決，台灣本土法學雜誌，92期，頁22-23，2007年。