



鉅額交易與證券市場操縱行為

——評最高法院113年度台上字第4460號刑事判決

■郭大維 臺北大學法律學院教授兼院長

事實摘要

吳○泉為興○實業股份有限公司（下稱「興○公司」）實際負責人，因興○公司交易量及股價低迷，為拉抬公司股價，以出脫所控制持股而獲取資金進行收購其他公司，吳○泉乃於2014年2、3月間，邀請王○池、鄒○鏞、陳○霖等人一同買賣炒作興○公司股票，約定由其以每股25元為底價，轉讓6,000張興○公司股票予鄒○鏞及陳○霖承接操作。同年3月至9月間，由吳○泉告知鄒○鏞、陳○霖每日掛單賣出之時間、數量、金額後，吳○泉等人即利用渠等所掌控使用之證券帳戶，以連續高買低賣、相對委託、相對成交等方式，影響興○公司股票開盤價或收盤價，虛構成交量值之紀錄，製造交易活絡假象，以吸引不知情之投資人進場追價買進興○公司股票。而鄒○鏞、陳○霖實際買進之成交價格，減去約定之底價，再乘以轉讓股數，以此算出轉讓興○股票之價差，於交易後第3天，由王○池攜至臺北市轉交予鄒○鏞、陳○霖分配、或由

吳○泉本人於每週六早上至天○飯店將現金交付予鄒○鏞、陳○霖分配，鄒○鏞並指示王○池協助紀錄每日股票買賣交易及收取款項情形，用以與吳○泉對帳，渠等接續以分工方式共同操縱興○公司股價。嗣因鄒○鏞不甘為操縱興○公司股票最終卻遭套牢而損失慘重，遂於2015年5月15日主動具狀向臺灣桃園地方檢察署檢察官自首，並經法務部調查局中部地區機動工作站報告臺灣桃園地方檢察署檢察官偵查起訴。

爭點

鉅額交易是否會構成證券交易法第155條之證券市場操縱行為？

法院見解

本案最高法院首先指出：「證券交易法第155條第1項第3款之『意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，與他人通謀，以約定價格於自己出售，或購買有價證券時，使約定人同時為購買或出售之相對行為』規定，即所謂『相對委託』交易行為，雙方約

DOI：10.53106/20779836202610172004

關鍵詞：鉅額交易、操縱行為、證券交易法、相對委託、沖洗買賣

本檔案僅供試閱，完整內容請見本刊或月旦知識庫。

定於大致相同之時間、數量、價格對某一種特定股票，於一方出售時，他方同時為購買或出售之行為，此種行為將製造市場交易活絡之假象，利用一般投資人盲從搶進心理，影響市場行情，達到人為操縱股價之目的，自有必要予以禁止（參見本款之立法理由）。蓋依證券交易法專設證交所，設置場所及設備，以供給有價證券競價買賣集中交易，主要目的係在形成公平價格，此公平價格之形成，在於市場之自由運作，在自由市場中，有價證券之交易，係基於投資人對有價證券的體認，形成一定供需關係，並由供需決定其價格。因此，價格之形成若係本於一定成員（自己、人頭戶、受託操作戶）間通謀，約定於自己出售或購買有價證券時，使約定人同時為購買或出售之相對委託行為，造成市場交易活絡之現象，即非本於供需而形成之交易價格，而係本於操縱行為而得之人為價格，此為扭曲市場價格機能之行為，必將使投資大眾誤判跟進，自屬證券交易法第155條第1項第3款所明列禁止之操縱行為。此種『相對委託(matched orders)』，操作上係由二人（或二人以上）分別在兩家（或兩家以上）經紀商開戶，鎖定某特定種類股票，一方買進，另一方賣出，藉此拉抬或壓低股價，製造交易熱絡之假象，以誘使他人跟進。所謂『約定價格』，不需雙方均以相同的價格委託買賣，因實務上係依『價格優先，時間優先』的原則撮合成交，且尾盤依集合競價規則，在當市漲跌停價格範圍內，以能滿足最大成交量的價位成交，雙方委託買賣的價格雖不相同亦可成交，而達操縱市場

的目的，再委託買進與賣出的數量雖不相同，但有撮合成交的可能時，亦可達到影響股價的目的，故亦不能免除本款責任。至同條項第5款之『意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象，自行或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對成交』規定，即所謂之『沖洗買賣』或『相對成交』條款，係禁止行為人以製造交易活絡假象之操縱手法操縱股價，與其買賣之價格未必有絕對關係。而『相對成交』的行為，又稱為『沖洗買賣』，係指行為人利用在證券集中交易市場買賣股票，以其本人的名義，或借用人頭戶的他人名義開設二個以上不同的帳戶，利用這些帳戶委託證券商就特定股票，同時以同一高於或低於市價的價格及同一數量為相對買賣的情形，其雖然具有買賣形式，其實是同一投資人左進右出的買賣行為，實際上並無移轉證券所有權之行為。『相對成交』之行為之所以禁止，是因行為人藉此虛偽交易，反覆作價，虛構成交量值之紀錄，製造交易活絡假象，易使投資大眾對於證券市場交易實況產生錯誤判斷，利用一般投資人盲從搶進心理，達到人為操縱股價，進而從中獲利的目的。又行為人有否炒作某種有價證券之意圖，除可參考是否以高價委託買進、低價委託賣出外，亦可斟酌是否有沖洗性買賣之相對成交造成股票交易活絡之假象為佐證。而此種不合經濟效益之交易行為確可作為『意圖』炒作股票之有力證據。蓋此種在當盤撮合期間內同時或接連以高價委託買進及低價委託賣出股票之委託方式，在證交所採『價格優先、時間優先』之電腦撮合原