

證券交易法上相對委託行為之認定基準
—兼評臺灣臺北地方法院 107 年度金重訴字第 17
號、109 年度金重訴字第 12 號刑事判決

The Criteria for Determining Matched Orders in the
Securities and Exchange Act:
Concurrently Comment on the Criminal Judgments of the
Taipei District Court [107] Jin-Chong-Su-Zi No. 17 (Taiwan)
and [109] Jin-Chong-Su-Zi No. 12 (Taiwan)

賴源河*、王志誠**

Yuan-Ho Lai & Chih-Cheng Wang

摘 要

我國證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款及第 2 項禁止對於在證券交易所上市及證券商營業處所買賣之有價證券為相對委託行為。基本上，違法之相對委託行為，必須具備主觀不法構成要件，而其關鍵則在於行為人之主觀意圖。由於主觀意圖之判斷通常必須仰賴客觀之交易情狀加

投稿日期：110.04.21 接受刊登日期：110.05.08 最後修訂日期：110.05.12

* 銘傳大學法學院法律學系講座教授、日本神戶大學法學博士。

Chair Professor of Law, College of Law, Department of Law, Ming Chuan University;
Doctor of Law, Kobe University (Japan).

** 中國文化大學法學院法律學系教授，國立政治大學法學博士。

Professor of Law, College of Law, Department of Law, Chinese Culture University;
Doctor of Law, National Chengchi University.

以確認，導致司法實務常有重大爭議。特別是應以何種基準或測試方法認定買方與賣方主觀上有通謀意思聯絡，而以約定價格成交特定有價證券，實牽涉個案具體事實認定之層面，有賴職司審判權責之法院針對各行為人委託下單之態樣、形成撮合成交結果之原因、日數與頻率等客觀情事加以推斷。

本文除針對相對委託之立法沿革、法理基礎、不法構成要件等議加以整理分析外，並對於臺灣臺北地方法院 107 年度金重訴字第 17 號刑事判決及 109 年度金重訴字第 12 號刑事判決略予評述。最後，提出本文之結論，以供參考。

關鍵詞：相對委託、操縱市場行為、沖洗買賣、常態分配、高斯分配、具體危險犯

目 次

壹、楔子

貳、我國相對委託規範之立法沿革及法理基礎

一、立法沿革

二、法理基礎

參、美國及日本之立法例

一、美國立法例

二、日本立法例

肆、我國法之規範構造及構成要件

一、主觀不法構成要件及認定基準

二、客觀不法構成要件及認定基準

三、抽象危險犯或具體危險犯？

伍、案例事實及判決評釋

一、案例事實

二、判決要旨

三、判決評釋

陸、結論

壹、楔子

我國證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款及第 2 項禁止對於在證券交易所上市及證券商營業處所買賣之有價證券為相對委託行為（Matched Orders）。如有違反，除將依同條第 3 項規定負有民事損害賠償責任，依同法第 171 條第 1 項規定，更可處 3 年以上 10 年以下有期徒刑，且得併科新臺幣 1 千萬元以上 2 億元以下罰金；若操縱行為犯罪獲取之財物或財產上利益金額達到新臺幣 1 億元以上者，更可處 7 年以上有期徒刑，且得併科新臺幣 2 千 5 百萬元以上 5 億元以下罰金，其處罰難謂不重。就證券市場操縱行為之禁止規定應否存在之論證中¹，對於本質上被認為應屬於「虛偽交易」之相對委託咸認為應加以管制或禁止²。惟由於違法之相對委託行為，必須具備主觀不法構成要件，而其關鍵則在於行為人之主觀意圖。由於主觀意圖之判斷通常必須仰賴客觀之交易情狀加以確認，導致司法實務常有重大爭議。特別是對投資人間買賣有價證券並撮合成交，其在外觀上與其他正常交易並無二致之情形，應以何種基準或測試方法認定買方與賣方主觀上有通謀意思聯絡而以約定價格成交特定有價證券，實牽涉個案具體事實認定之層面，有賴職司審判權責之法院針對各行為人委託下單之態樣、形成撮合成交結果之原因、

1 關於相對委託應否管制或禁止之學理論辯，有管制質疑論與管制肯定論之爭。管制質疑論者，主要以 Daniel R. Fischel 及 David J. Ross 為代表。See Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?*, 105 HARV. L. REV. 503, 503-553 (1991). 管制肯定論者，則以 Steve Thel 為代表。See Steve Thel, *\$ 850,000 in Six Minutes-The Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 219-298 (1994).

2 從資訊流通及促進證券市場有效率運作之觀點，不論是 Daniel R. Fischel、David J. Ross 等管制質疑論者，抑或如 Steve Thel 等管制肯定論者，基本上都認為立法者對於市場參與者之相對委託行為，應加以管制或禁止。參閱邵慶平，論相對委託之規範與強化—從證券操縱禁止之理論基礎出發，月旦民商法雜誌，第 19 期，頁 42，2008 年 3 月。

日數與頻率等客觀情事加以推斷。

近年來大同股份有限公司（下稱大同公司）經營權之爭奪戰，衍生諸多民事及刑事訴訟。其中，若干投資人在 2016 年至 2017 年間因買賣大同公司股票之行為，是否構成違法操縱大同公司之股票價格，更因其牽涉大同公司經營權之爭奪而喧騰一時，引發各界關注。經查臺灣臺北地方法院於 2020 年 8 月 24 日所作成之臺灣臺北地方法院 107 年度金重訴字第 17 號、109 年度金重訴字第 12 號刑事判決，除認定行為人構成連續交易及沖洗買賣之行為外，並採取過往司法實務見解未曾出現之統計機率常態分配原則，認定當時市場派與其他投資人買賣大同公司股票之行為存在異常關聯，共同違犯證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款、第 5 款、第 171 條第 1 項第 1 款、第 2 項之犯罪，進而判處被告 3 年 8 個月至 13 年 6 個月不等之有期徒刑。本件雖仍繫屬臺灣高等法院審理而未確定，惟因臺灣臺北地方法院判決認定市場派與其他投資人買賣大同公司股票行為構成沖洗買賣而非相對委託，且所採取之認定基準異常特殊，實值檢討。爰針對相對委託之立法沿革、法理基礎、不法構成要件等議加以整理分析，並對上開臺灣臺北地方法院之刑事判決略予評述，以供各界卓參，更盼識者不吝賜教指正。

貳、我國相對委託規範之立法沿革及法理基礎

一、立法沿革

我國於 1968 年 4 月 30 日制定證券交易法時，即於第 155 條第 3 款規定：「對於在證券交易所上市之有價證券，不得有左列各款之行為：…三、意圖影響市場行情，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者。」禁止相對委託行為。本款規定仿造美國 1934 年「證券交易法」第 9 條第(a)項第(1)款第(B)目、第(C)目及日本舊「證券交易法」第 125 條第 2 款及第 3 款，

而與當時之「證券商管理辦法」第 57 條第 2 款規定相當³。至於在證券商營業處所買賣有價證券之店頭市場所為之操縱市場行為，依當時證券交易法第 62 條第 3 項則應準用第 155 條規定。

其後，證券交易法於 1988 年 1 月 29 日修正時，於第 155 條第 1 項第 3 款規定：「對於在證券交易所上市之有價證券，不得有下列各款之行為：…三、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者。」同條第 2 項並規定：「前項規定，於證券商營業處所買賣有價證券準用之。」其修正理由謂：「一、本條立法意旨原在防止證券價格受操縱，違反者，應依第一百七十一條規定處以刑罰，惟因第二款至第六款均以『意圖影響市場行情』為要件，何謂『市場行情』，主管機關與法院見解，頗生歧異，致管理及移罰效果不彰，爰將本條各款作左列修正：（一）有第一款及第二款之行為，即足以破壞市場交易秩序及公平，爰予以修正之。（二）將第三款、第四款及第六款之『市場行情』均修正為『集中交易市場某種有價證券交易價格』，並將第三款及第四款之『意圖影響』參照美國證券交易法第九條，修正為『意圖抬高或壓低』，以資明確。二、第二項新增。將現行第六十二條第三項準用本條之規定，移列為本條第二項⁴，以資明確。」學者有認為，本條執行上可能遭遇之困難，卻未完全解決。亦即，第 3 款雖加上「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」，使本款操作行為之目的明白彰顯，但行紀關係所衍生之問題，卻未解決。投資人以行紀關係委託證券經紀商買賣有價證券。買賣主體為證券經紀商，故即使「相對委託」之情形，買賣標的之有價證券仍在受託買賣之

3 參閱賴英照，證券交易法逐條釋義第三冊，頁 382，自版，1996 年 8 月。

4 證券交易法於 1988 年 1 月 29 日修正時，關於第 62 條第 3 項準用第 155 條部分，因修正條文第 155 條增訂之第 2 項，已明定同條第 1 項於證券商營業處所買賣有價證券準用之，第 62 條第 3 項即無重複規定之必要，故刪除準用第 155 條規定。

證券經紀商間移轉，並無「不移轉證券所有權」之事⁵。

再者，證券交易法於 2000 年 7 月 19 日修正時，雖未更動第 155 條第 1 項第 3 款之文字，但修正理由謂：「二、第一項第三款係規範所謂『相對委託』之交易行為，此種行為亦製造市場交易活絡之假象，影響市場行情，實有必要予以禁止；再者，本款與四款『意圖』須與其刻意之炒作行為結合才有構成犯罪之可能；而司法機關審理時，更須詳究其不法意圖之存在，始可認為該當本條之犯罪構成要件，加以定罪論刑，並不至於有浮濫或擴張適用之虞。」

二、法理基礎

從經濟學之供需理論而言，有價證券之買進或賣出，當然會直接導致有價證券價格之漲跌。有價證券之市場價格變化，亦可能受到許多因素左右，不可一概而論。就操縱市場行為之性質而言，不一定是均具有可非難性，而與證券詐欺條款中所規定之行為原則上即屬不法行為之情形略有差異。因此，管制或禁止操縱市場行為之依據，應在於其降低市場價格自然形成之機會⁶。法理上，應將操縱市場行為認定為刑事違法行為之主要關鍵，似在於其行為之主觀目的，尤其是對於手段本身合法諸如「沖洗買賣」或「相對委託」之行為。立法政策上，將操縱市場行為入罪化，所要保護之法益在於市場交易秩序之不受干擾或誤導，以確保市場之完整性。基本上，相對委託交易本身對於證券市場而言，經常會營造出虛偽之交易量與交易價格之引導，且實質上並不產出經濟上之實際或直接效益，因而將之列為操縱市場行為之一種類型，以避免對特定有價證券造成不實或誤導性之交易活絡假象⁷。本文認為，相對委託

5 參閱賴英照，證券交易法逐條釋義第四冊，頁 502，自版，1996 年 8 月。

6 參閱川村正幸編，金融商品取引法，頁 458，中央經濟社，2008 年 5 月。

7 See LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 935 (2003).

之行為，行為人之本意必須在誤導理性之投資大眾，而刻意創造交易活絡之外觀，藉以傳遞不實或誤導性之訊息，始具有可非難性。

參、美國及日本之立法例

一、美國立法例

美國於 1934 年制定「證券交易法」時，國會特別將沖洗買賣及相對委託納入操縱市場行為之類型，主要鑒於此等行為係證券交易之惡質行為，其行徑如同以鑲鉛之骰子詐賭，應予以譴責⁸。因此，美國於 1934 年「證券交易法」第 9 條第(a)項第(1)款有關沖洗買賣及相對委託之禁止規定，應可解為係將美國普通法上之反詐欺法理，加以成文法化。又美國「證券交易法」第 10 條第(b)項及 Rule10b-5 之法理基礎，一般亦認為源於美國普通法上之詐欺法理⁹。

依美國 1934 年「證券交易法」第 9 條第(a)項第(1)款規定¹⁰：「任何人直接或間接利用郵政或州際通商之工具或媒介，或全國性證券交易所之設備，或全國性證券交易所之會員，為下列行為之一者，均屬違法：(1) 意圖使在全國性證券交易所註冊之有價證券，製造不真實或足以令人誤解其買賣達於活絡狀態，或對於該有價證券市場產生相同誤解情事，而為下列行為之一者：(A) 完成交易而不移轉該有價證券之受益所有權 (Beneficial Ownership)。(B) 購買或委託購買某種有價證券，明知同一人或他人於同時以同數量、同價格出售或委託賣出同一有價證券。(C) 出售或委託出售某種有價證券，明知同一人或他人於同時以同數量、同價格購買或委託購買同一有價證券。」即明文禁止沖洗買賣及

8 See Cong. Rec. 7, 717 (1934), quoted in Norman S. Poser, *Stock Market Manipulation and Corporate Control Transaction*, 40 U. MIAMI L. REV. 671, 703 (n.183) (1986).

9 See Deepa Nayini, *Comment: The Toxic Convertible: Establishing Manipulation in the Wake of Short Sales*, 54 EMORY L.J. 721, 737 (2005).

10 See 15 U.S.C. § 78i(a)(1).

相對委託之規定。其中，第 9 條第(a)項第(1)款第(B)目及第(C)目規定，即為禁止相對委託之規定。據此，本條第(B)目及第(C)目對於相對委託之規範，其構成要件有三：1. 對某種證券進行相對委託之行為。2. 行為具備主觀構成要件 (Scienter)。3. 意圖製造不真實或令人誤解之交易活絡狀態¹¹。此外，美國 1934 年「證券交易法」所禁止之相對委託之行為，買賣雙方委託之數量、時間及價格均須實質相當 (orders of substantially the same size, at substantially the same time, and at substantially the same price)。但雖不相當，如其買賣委託係為製造交易熱絡之表象，並據以影響市場價格時，則仍可能成立第 9 條第(a)項第(2)款之抬高或壓低價格罪 (連續買賣罪)¹²。

應注意者，美國「證券交易法」第 9 條第(a)項僅適用於有價證券集中市場，如為店頭市場之操縱市場行為，則必須適用第 10 條第(b)項及 Rule10b-5 之一般反詐欺條款 (Catchall Provision)。

二、日本立法例

按日本於昭和 23 年 (1948 年) 4 月 13 日制定施行之「證券交易法」第 125 條，主要係仿效美國 1934 年「證券交易法」第 9 條第(a)項規定，明文禁止各種類型之市場操縱行為。其後，日本於平成 4 年 (1992 年) 大幅修正「證券交易法」，將市場操縱行為之禁止規範，改列於「證券交易法」第 159 條及第 160 條。日本舊「證券交易法」第 159 條第 1 項第 1 款、第 4 款及第 5 款規定：「任何人對於證券交易所上市有價證券 (以下稱「上市有價證券」、有價證券指數或選擇權 (以下稱「上市有價證券等」)，以自己名義或與他人共同從事上市有價證券之買賣、有價

11 參閱邵慶平，同註 2，頁 42。

12 參閱賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，頁 535，自版，2020 年 4 月，第 4 版。

證券指數等期貨交易、有價證券選擇權交易，或與以上市有價證券價格為基礎所計算出之有價證券店頭指數（以下稱「上市有價證券店頭指數等」）有關之有價證券衍生性交易，不得以使他人誤解其交易活絡或其交易狀況為目的，而為下列行為：一、以不移轉權利為目的，而虛偽買賣上市有價證券。…四、事先與他人通謀，於自己賣出有價證券之同時期，由他人以同價格買入者，該賣出行為。五、事先與他人通謀，於自己買入有價證券之同時期，由他人以同價格賣出者，該買入行為。」其中，第 159 條第 1 項第 1 款即為有價證券虛偽買賣之禁止規範¹³；第 159 條第 1 項第 4 款及第 5 款則為有價證券相對委託之禁止規範。

至於平成 18 年（2006 年）6 月 14 日公布施行之「金融商品交易法」對於操縱市場行為之規範內容，亦延續「證券交易法」第 159 條所禁止之行為類型，就虛偽買賣、相對委託（馴合取引）、活絡操作（繁盛操作）、連續買賣（變動操作）、散布流言、虛偽表示及違法之安定操作等設有禁止規範¹⁴，並自平成 18 年 7 月 4 日正式施行。依日本「金融商品交易法」第 159 條第 1 項第 1 款、第 4 款、第 5 款及第 9 款規定：「任何人對於有價證券之買賣（以於金融商品交易所上市有價證券、店頭市場有價證券或管理股票之買賣為限）、市場衍生性交易或店頭衍生性交易（以於金融商品交易所上市之金融商品、店頭買賣有價證券、管理有價證券『包括基於依其價格及利率所算出之金融指數』或於金融商品交易所上市之金融指數為限），不得以使他人誤解其交易活絡或其交易狀況等為目的，而為下列行為：一、以不移轉權利為目的，而虛偽從事有價證券之買賣、市場衍生性交易（以第 2 條第 21 項第 1 款所定交易為限）或店頭衍生性交易（以第 2 條第 22 項第 1 款所定交易為限）。…四、

13 關於日本「證券交易法」第 159 條第 1 項第 1 款有關虛偽交易之一般性介紹，參閱林國全，證券交易法研究，頁 163-167，元照出版有限公司，2000 年 9 月。

14 參閱松尾直彥，金融商品取引法，頁 602，株式会社商事法務，2021 年 1 月，第 6 版。

預先與他人通謀，於自己賣出（商品以依市場衍生性交易『以第 2 條第 21 項第 1 款所定交易為限』賣出為限、有價證券及商品以外之金融商品以依同款或同條第 22 項第 1 款所定交易賣出為限）之同時期，由他人以同價格買入該等金融商品（商品以依市場衍生性交易『以第 2 條第 21 項第 1 款所定交易為限』買入為限、有價證券及商品以外之金融商品以依同款或同條第 22 項第 1 款所定交易買入為限）者，該賣出之行為。五、預先與他人通謀，於自己買入（商品以依市場衍生性交易『以第 2 條第 21 項第 1 款所定交易為限』買入為限、有價證券及商品以外之金融商品以依同款或同條第 22 項第 1 款所定交易買入為限）之同時期，由他人以同價格賣出該等金融商品（商品以依市場衍生性交易『以第 2 條第 21 項第 1 款所定交易為限』賣出為限、有價證券及商品以外之金融商品以依同款或同條第 22 項第 1 款所定交易賣出為限）者，該買入之行為。…九、為前列各款所定行為之委託或受託。」其中，第 159 條第 1 項第 1 款即為有價證券虛偽買賣（假裝取引）之禁止規範¹⁵；第 159 條第 1 項第 4 款及第 5 款則為有價證券相對委託（馴合取引）之禁止規範，二者均應以使他人誤解有價證券交易活絡為要件¹⁶。至於日本「金融商品交易法」第 159 條第 1 項第 2 款及第 3 款性質上為衍生性交易、選擇權及期貨指數商品虛偽交易之禁止規範，第 159 條第 1 項第 6 款、第 7 款及第 8 款則為衍生性交易相對委託之禁止規範，併此敘明。

日本「金融商品交易法」第 159 條第 1 項第 1 款、第 4 款、第 5 款及第 9 款之規範目的，在於防止行為人以虛偽交易或相對委託之方法，不當擴大有價證券買賣之交易量¹⁷。基本上，日本有價證券相對委託罪

15 關於日本「金融商品交易法」第 159 條第 1 項第 1 款所規定虛偽買賣之介紹，參閱王志誠，沖洗買賣之認定基準，法令月刊，第 59 卷，第 3 期，頁 32，2008 年 3 月。

16 參閱川村正幸編，同註 6，頁 458。

17 參閱堀口 亘，最新証券取引法，社團法人商事法務研究會，頁 528，1995 年 10 月，新訂第 2 版。

之成立，必須具備下列二項構成要件：(1)主觀上必須事先與他人通謀，有使他人誤解有價證券交易活絡或交易狀況之目的。(2)於自己買進或賣出有價證券之同時期，由他人以同價格賣出或買進有價證券之行為¹⁸。

此外，日本「金融商品交易法」第 159 條第 2 項尚增訂虛偽下單(見せ玉)之禁止規定，針對進行不欲實際成交之虛假巨額下單而使其他人誤解市場交易活絡之行為，亦認為構成操縱市場行為¹⁹。

肆、我國法之規範構造及構成要件

沖洗買賣與相對委託仍有其差異之處，前者係由同一人自行或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對成交；後者則必須有二人以上通謀，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²⁰。申言之，沖洗買賣係由同一人同時為買方及賣方所進行之交易²¹。由於買方與賣方為同一人，因此從買賣前後行為人所持有之有價證券歸屬而言，並未造成實質所有權或受益所有權 (Beneficial Ownership) 之移轉，其所完成之交易，並無實質性經濟理由，性質上與相對委託皆為虛偽交易 (Fictitious Transactions) 之型態。

我國證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款有關相對委託之構成要件，係以「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」為主觀不法構成要件，而「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」為客觀不法構成要

18 參閱河內隆史著、野田 博、三浦 治、山下典孝、木下 崇、松嶋隆弘編，金融商品取引法の理論・実務・判例，頁 427，勁草書房，2019 年 12 月。

19 參閱松尾直彥編，一問一答金融商品取引法，頁 386-387，株式会社商事法務，2008 年 4 月，改訂版；大崎貞和，解說金融商品取引法，頁 126-127，弘文堂，2006 年 7 月。

20 參閱王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁，實用證券交易法，頁 558-559，新學林出版股份有限公司，2018 年 3 月，第 5 版。

21 See LOUIS LOSS, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 844-845 (1988).

件，顯然將主觀不法構成要件與客觀不法構成要件倒置²²。蓋觀諸美國證券交易法第9條第(a)項第(1)款第(B)目及第(C)目有關相對委託罪及日本金融商品交易法第159條第1項第1款有關虛偽買賣罪之法條結構，其主觀不法構成要件必須具備「使他人誤解有價證券之交易活絡或交易狀況之目的或意圖」，而非在於「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」。

一、主觀不法構成要件及認定基準

(一) 主觀意圖

依證券交易法第155條第1項第3款規定之文義，相對委託罪之成立，行為人必須具有「抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」之主觀意圖。觀諸2000年7月19日修正證券交易法第155條之立法理由，亦謂：「第一項第三款係規範所謂『相對委託』之交易行為，此種行為亦製造市場交易活絡之假象，影響市場行情，實有必要予以禁止；再者，本款與四款『意圖』須與其刻意之炒作行為結合才有構成犯罪之可能；而司法機關審理時，更須詳究其不法意圖之存在，始可認為該當本條之犯罪構成要件，加以定罪論刑，並不至於有浮濫或擴張適用之虞。」即敘及行為人應具備意圖之主觀不法構成要件。所稱抬高或壓低，解釋上尚應包括「鎖定」、「維持」或使之「波動」等所有促使有價證券價格有人為干擾之情事。依最高法院之見解，亦認為證券交易法第155條第1項第3款所規範之相對委託行為，必以買方與賣方有通謀意思聯絡而以約定價格成交特定有價證券，且係出於意圖抬高或壓低該有價證券之交易價格為要件²³。

22 參閱王志誠，證券市場操縱行為之規範構造及犯罪所得，台灣法學雜誌，第165期，頁74-75，2010年12月。

23 參閱最高法院108年度台上字第2570號刑事判決。

應注意者，依國內學界之通說，則參酌美國及日本之法制經驗，尚將所謂抬高或壓低某種有價證券交易價格之意圖，引申為必須具有引誘他人從事有價證券買賣之意圖²⁴。亦即，所稱意圖抬高或壓低價格，應解為具有引誘他人買賣之主觀意圖，否則恐造成不易區分合法投資與違法操縱市場價格之情事²⁵。申言之，相對委託之主觀不法構成要件，應具備試圖造成證券市場交易活絡之表象，而誘使他人買進或出賣股票以謀利，藉以抬高某種有價證券交易價格之意圖，始具操縱市場之嫌疑。就我國證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款所禁止之相對委託行為而言，其主觀不法構成要件非僅應有抬高或壓低某種有價證券交易價格之意圖，尚應具備引誘他人從事有價證券買賣之意圖。是以，是否構成相對委託之行為，應先就行為人主觀上是否具有造成證券市場交易活絡之表象，而誘使他人買進或出賣股票以謀利，藉以抬高或壓低某種有價證券交易價格之意圖，依證據詳加調查認定。

（二）二以上行為人之通謀

依證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款規定之文義，相對委託罪之成立，二以上行為人間尚應有「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」之通謀。申言之，行為人必須主觀上有抬高或壓低某種有價證券價格之意圖及事前與他人有犯意聯絡或合意，始足構成。在證券實務上，通常係有二人以上分別在證券經紀商開戶，鎖定某種有價證券，約定一方買進，另一方賣出，製造某種有價證券交易活絡之表象，而誘使其他投資人跟進，以達到抬高或壓低某種有價證券交易價格之目的。

24 參閱賴英照，同註 3，頁 385；廖大穎，證券交易法導論，頁 582-583，三民書局股份有限公司，2020 年 8 月，第 8 版；劉連煜，新證券交易法實例研習，頁 684，元照出版有限公司，2020 年 9 月，第 17 版。

25 參閱王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁，同註 20，頁 531-532。

觀諸司法實務上認定行為人間是否存在意圖影響有價證券價格之通謀時，除依被告供述或證人證詞外，通常係從行為人委託買賣間相對成交之比例、數量與時間，以及相對成交之日數與數量占整體期間及總成交量比重等客觀因素加以推斷。茲舉數例以供參考：

1. 臺灣高等法院 103 年度金上訴字第 14 號刑事判決

臺灣高等法院依照被告間委買及委賣價格、數量是否完全相同，以及委託時間是否極為相近，進而認定：「本案被告邱○志除於前揭被訴期間內購入亞化公司股票之外，亦有附表一之二所示之賣出亞化公司股票之情形，有臺灣證券交易所 102 年 10 月 8 日臺證密字第 0000000000 號函所提供相關投資人成交委託買賣明細表之電子檔（SRB334）篩選出以邱○志及邱○妹帳戶為買方或賣方之成交明細在卷可憑，倘被告邱○志在被告葉○應提出前揭護盤之要求時，僅單純基於看好亞化公司，認值得投資而進場買亞化公司股票，應無可能有為數不少之附表一之二所示之賣單，而依前揭電子檔所篩選出來之被告二人成交委託之情形以觀，本院認雙方於前揭被訴時間固非全部交易均基於「相對委託」做成，然有部分應係基於相對委託成交：（一）比對雙方委託之價格：附表一之一、一之二中僅有附表一之一編號 9、11、12、21、26、31、35、41、127-129、149-150 等 13 筆之委買委賣價格不相符，其餘交易之委買委賣價格均係完全相同。附表一之二以買方為葉○應集團帳戶，賣方為邱○志集團帳戶中亦有部分委買、委賣價格完全相同（相同部分為顏色較深部分）。（二）比對雙方委託買賣之時間：附表一之一所示相對成交之委買、委賣張數 100 張以上，且委買及委賣價格、數量均相同的部分，分別為編號 2~6、39、40、58、75~79，將委買委賣成交資訊及委賣前一盤至委買成交之五檔揭示賣價及賣量彙整如附表一之三。如附表一之三所示，除編號 2~6 之交易相差 7 分鐘外，其餘委買及委賣之時間均係極為相近，且除編號 78~79 之交易外，均係於委賣掛單前一盤五檔揭示賣價均無該價格之賣單，而於葉○應控制之帳戶委賣後，邱○志

控制之帳戶便隨後將其買入。(三)比對雙方委託買賣之股數：觀諸附表一之三委買、委賣價格、數量相同且達 100 張以上之部分，其中標示編號 39 部分，被告葉○憲帳戶於 97 年 11 月 10 日、時間 00000000 以 11.05 元委賣 122 張，而被告邱○志帳戶隨後於時間 00000000 亦以 11.05 元委買 122 張而相對成交，其委託張數非少，張數亦非整數，倘二人並無約定之事實，實難有此種巧合。」

2. 臺灣高等法院 105 年度金上重訴字第 3 號刑事判決

臺灣高等法院即依照被告群組帳戶買賣行為間相對成交之比例、數量、期間等差異，進而認定：「被告玄○○與丁○○群組，渠等群組間之交易，其等相對成交之比例、數量、期間、原因等與被告宇○○群組間相比，均截然不同，且渠等間並無明顯彼此交易之情況，而被告戊○○亦無證據顯示與被告宇○○為共同正犯，自難認渠等係兩人或兩人以上分別在兩家或兩家以上經紀商開戶，鎖定特定種類之有價證券，一方買進、另一方賣出，自與證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款之相對委託要件相間，尚難認被告玄○○、丁○○群組有與被告宇○○群組互為買賣股票。」

3. 臺灣高等法院 109 年度金上重訴字第 22 號刑事判決

臺灣高等法院即依照被告使用之證券帳戶間相對成交數量占當日成交量之比例、相對委託成交日數占整體案關期間之比例，以及各相對委託日期之分布情形，進而認定：「參諸起訴書附件二投資人相對成交買賣有價證券對應表之記載，在 98 年 8 月 12 日至同年 12 月 31 日長達將近半年期間，被告張○益及黃○杰使用之人頭帳戶（陳○銘、邱○芝、袁○真、陳○宗、吳○正）間無相對成交情形，又僅有 18 日有與被告衛○菁使用之人頭帳戶、張○元集團人頭帳戶相對委託成交，而各日相對委託張數 1 張至 41 張不等，占當日成交量比例百分之 0.06 至 5.83 不等；被告衛○菁使用之人頭帳戶（陳○秀、袁○道、衛○文、李○文）

間無相對成交情形，僅有 13 日有與被告張○益及黃○杰使用人頭帳戶、張○元集團人頭帳戶有相對委託成交，各日相對委託張數 1 張至 23 張不等，占當日成交量比例百分之 0.06 至 9.02 不等。依此，其等相對委託成交比例占當日成交量甚低，能否造成市場交易活絡之假象，非無疑問，加以相對委託成交日期分散，又均有間隔、不連續，尚有可能係其等買賣股票時，偶然發生前述相對委託成交，應難以之認定被告張○益、黃○杰、衛○菁有以相對委託或相對成交炒作漢康公司股價或製造市場交易活絡假象之行為。…再就相對委託或相對成交部分，被告林○和、衛○菁與張○元使用之帳戶於橫跨一年半之上揭期間，僅有 50 個營業日有集團內相對交易之情形，合計 1,997 仟股，僅占同期間該股票市場總成交量之 0.13%，各日相對成交數量亦僅占該股票各該日成交量比率介於 0.02% 至 3.61% 之間。參以證人即上開分析意見書製作人王○珠於原審審理時證稱：相對成交 1,997 張占分析期間該股票市場總成交量比例 0.13%，依照我的經驗，這個比例不算高，另各日相對成交數量占該股票各該日成交量比例在 0.02% 至 3.61% 之間，這個比例也偏低等語（原審卷六第 141 頁），可知被告林○和、衛○菁與張○元所使用之帳戶於上揭期間，相對交易數量占晟銘電公司股票市場總成交量之比例極低，占各該日市場成交量之比例亦低。又查，該 50 個營業日之相對交易，均無經上開分析意見書認定有以高買或低賣影響成交價之情形，且此 50 個營業日中，僅 3 個營業日（99 年 1 月 6 日、14 日、15 日）該集團（被告林○和、衛○菁與張○元使用之帳戶）買進或賣出的數量占各該日市場成交量比率較高（見原審卷五第 121 頁至第 132 頁分析意見書）。復參以被告衛○菁等人所使用帳戶間之相對交易，多係在揭示「最佳 5 檔價位」範圍內進行委託買賣，有卷附「相關投資人成交委託買賣明細表」及「投資人委託 - 成交對應表(含委託 5 檔價量揭示)」可參（原審卷七第 141 頁至第 237、240 頁至第 248 頁），綜觀上情，實難遽認被告林○和、衛○菁與張○元所使用帳戶之上揭相對委託或相對

成交行為，有何影響股價或誘使不知情之投資人跟進以活絡市場交易之情，故被告林○和、衛○菁是否有起訴書所指之意圖抬高股價或製造市場活絡假象而連續高價買進、連續相對委託成交之行為，甚有疑義。」

二、客觀不法構成要件及認定基準

就相對委託之客觀構成要件而言，似僅有就「時間同一性」、「價格同一性」設有規範，而未就「數量同一性」設有明文。所稱「約定價格」，不需買賣雙方均以相同價格委託買賣，因實務上係依「價格優先、時間優先」原則撮合成交，雙方委託買賣之價格雖不相同亦可成交。再者，所稱「同時」，亦不必同一時刻為買賣之委託，買賣雙方委託之時間雖有不同，如有成交可能，亦可解為「同時」²⁶。因此，所謂約定價格及同時，並不需要完全一致，只要係約定有成交可能性之價格區間與時間區間，即為已足²⁷。所稱「同時」，解釋上並非要求時間完全相同，只要行為人與約定人於交易當日之委託買賣具有相對成交可能性之時間存在，即使委託買賣之時間有所差距，亦可成立。

又二以上之行為人尚應依約定價格付諸實行，始成立相對委託罪。換言之，一則因相對委託應「與他人通謀」，即必須有必要共犯存在²⁸；二則行為人必須具有抬高或壓低某種有價證券交易價格之意圖，並且付諸實行，始該當本項構成要件。至於是否果真達到抬高或壓低某種有價證券交易價格之目的，則非所問。

再者，就我國證券交易法相對委託之定義及構成要件解釋部分而言，是否僅限於「虛偽交易」而不及於「真實交易」？依司法實務上就雷伯龍炒作厚生股票案所持之見解，似不以虛偽交易為限，亦包括真實

26 參閱賴英照，同註 12，頁 535。

27 參閱王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁，同註 20，頁 532。

28 參閱邵慶平，同註 2，頁 47。

交易²⁹。

三、抽象危險犯或具體危險犯？

所謂危險犯，係指法律規定行為是以其所生一定之法益侵害危險，作為犯罪條件。亦即只要法益有發生一定之危險狀態時，即使尚未發生實際損害之情形，仍已完全成罪。刑法或附屬刑法雖有危險犯之類型，但由於危險程度之不同，危險犯之類型要求亦有不同。若單純從危險程度來觀察，危險犯之類型，因其對危險狀態之要求不同，可區分為抽象危險犯與具體危險犯二類。抽象危險犯之概念，係指構成要件對於某些行為之規範，當行為出現時，即認定對於法益具有概化之危險性存在，而以此種行為所具備之法益危險關係，作為規範之型態。簡言之，抽象危險犯是針對特定之行為形式所作之規範，當行為一出現時，即認定危險存在，犯罪即成立³⁰。相對地，具體危險犯者，乃是以行為對於法益之侵害具有具體之危險性，以此具體之危險狀態，作為構成要件成立之類型。一個行為是否對於法益之侵害具有具體危險，必須就行為之個別狀態來判斷，應在行為對於法益果真存在具體之危險性時，構成要件方屬完全該當。具體危險犯之成立與否，既是以個別行為對於法益侵害之具體危險性，作為成立之要件，而具體危險與否，必須就具體之事實情狀來判斷，此種個別判斷之要求，乃是具體危險犯之本質屬性。當構成要件之類型屬於危險犯時，要判斷究竟為抽象危險犯或具體危險犯之類型，若從法條有無「致生…危險」之法律要件，固然得以明白區分，惟當未設有此一要件之明確規定時，並不能即遽認構成要件，屬於抽象危險犯之規定，而應從行為對法益之危險性來觀察³¹。倘若構成要件所設

29 參閱臺灣高等法院 94 年度重金上更（四）字第 32 號刑事判決、最高法院 95 年度台上字第 6551 號刑事判決。

30 參閱柯耀程，刑法概論，頁 143、145，自版，2007 年 4 月。

31 同前註，頁 146。

定之行為侵害狀態，無法想像其危險之差異性者，則屬於抽象危險犯之類型；但如同樣之行為方式，於不同狀態下，對於法益會發生危險之差異性，則必然屬於具體危險犯之類型³²。

由於行為人從事相對委託之買賣時，其行為狀態既可能因委託買賣或申報買賣有價證券而相對成交之數量，究係 1000 股（1 張）、1 萬股（10 張）、10 萬股（100 張）、100 萬股（1,000 張）、1000 萬股（10,000 張）等狀態或交易狀況之不同，而對證券交易法禁止操縱行為所欲保護之法益，發生不同程度之危險，故即使證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款並未使用「致生…危險」之用語，實應解為相對委託罪屬於具體危險犯之類型³³。

伍、案例事實及判決評釋

一、案例事實³⁴

依臺灣臺北地方法院所認定之事實，鄭○逸觀察股票上市之大同股份有限公司（下稱大同公司）股價長期低靡不振，受到市場嚴重低估，而認為該公司股票實為值得投資之標的，復有意於該公司 106 年 5 月 11 日董事會改選之際，爭取董、監事席位以監督，甚而介入公司經營，並預料此次董、監事席次之爭，有意掌握大同公司經營權者勢必有大量購入股票之需求，遂圖思利用購買大同公司股票，以爭取董監事的機會，趁勢炒作該公司股價以牟利，乃與任○龍、張○羚、鄒○華、林○興等人共同意圖抬高大同公司股票之交易價格，以及造成該公司股票在

32 同前註，頁 146-147。

33 參閱洪國誌，證券交易市場不法操縱行為之研究－以相對委託為中心，國立中正大學財經法律學研究所碩士論文，頁 92，2009 年 6 月。

34 本案例事實主要整理自臺灣臺北地方法院 107 年度金重訴字第 17 號及 109 年度金重訴字第 12 號刑事判決。

集中交易市場交易活絡表象而相對成交，基於操縱大同公司股票之單一犯意聯絡，自 105 年 9 月 1 日起至 106 年 3 月 6 日止（下稱本案操縱股價期間），為下列分工行為：

- （一）由鄭○逸利用其本身及其可實際持有掌控之張○羚與不知情親友所有如附表一（一）所示鄭○逸群組帳戶，親自或委由張○羚以電話聯繫不知情之營業員，依鄭○逸所指示之價格、數量下單之方式而買賣大同公司股票；並由鄒○華利用其可實際持有掌控之不知情親友所有如附表一（五）所示鄒○華群組帳戶，由任○龍利用其可實際持有掌控如附表一（六）所示任○龍群組帳戶，自行或委由不知情之營業員依其等指示之價格、數量下單之方式，共同買賣大同公司股票。且鄭○逸為籌措更多炒股資金，復指示張○羚向不知情之股市三種墊款金主（下稱丙墊金主）謝○玲、傅○大、范○綸、林○能、林○信等人墊款；又指示不知情之張○華（其涉犯操縱證券交易價格、相對成交部分無罪）向不知情之丙墊金主蔣○華墊款，由上開丙墊金主分別提供如附表一（三）丙墊金主群組帳戶，由張○羚、張○華等人按照鄭○逸之指示與各該丙墊金主聯繫、通知股票之交易數量、價格，而下單買賣大同公司股票。於此同時，鄭○逸另透過張○華而認識林○興後，乃偕同與之有犯意聯絡之林○興，由林○興利用其本身及其可實際持有掌控之不知情親友所有如附表一（四）所示林○興群組帳戶，共同下單買賣大同公司股票。嗣鄭○逸為再增加爭取大同公司董、監事席次之機會，遂先後於 105 年底、106 年 2 月間，投資設立欣同投資顧問有限公司（原名：親中投資顧問有限公司，下稱欣同公司）、新大同投資顧問有限公司（下稱新大同公司），並以該等公司所有如附表一（二）所示法人群組帳戶，委由張○羚以電話聯繫不知情之營業員，依鄭○逸所指示之價格、數量下單之方式而買進大同公司股票。

- (二) 鄭○逸、張○羚、鄒○華、林○興等人(下稱鄭○逸等 4 人)與任○龍於本案操縱股價期間之 121 個交易日,以如附表一所示各群組帳戶(含法人群組帳戶),於如附表二(一)所示日期,共同買賣如附表二(一)所示數量之大同公司股票,合計委託買進 1,130,053 仟股(不含本案操縱股價期間之前買進的庫存股數),委託賣出 708,861 仟股(各該群組內個別帳戶之交易日期、數量詳細情形,經本院依照卷證資料整理如附表二之一至二之八所示,並列明卷證資料來源),…買進或賣出大同公司股票之數量,已占該股票當日市場總成交量比率逾 20 %以上,成交比率介於 20.01 %至 74.75 %。
- (三) 在本案操縱股價期間,鄭○逸等 4 人與任○龍於如附表三所示成交日期,共計 64 個交易日,使用如附表三所示買方帳戶及賣方帳戶,以如附表三所示委託時間、委託價格及委託股數(不含如附表三備註欄標示為註 7 即實際委託客戶為「香港維家置業服務有限公司」,以及註 8、註 9 即後述不另為無罪論知部分之各筆交易),以連續相對成交方式,製造大同公司股票在集中交易市場活絡之表象,合計相對成交 275,763 仟股,…相對成交數量占當日市場成交量 5 %以上,且超過 100 仟股,而各群組帳戶間相對成交大同公司股票之買賣占比情形與相對成交股數之交易對應細節詳如附表三之一、三之二、三之三所示。

二、判決要旨³⁵

本件經檢察官提起公訴後,關於被告鄭○○逸、鄒○華及林○興於

35 本判決理由主要整理自臺灣臺北地方法院 107 年度金重訴字第 17 號及 109 年度金重訴字第 12 號刑事判決。又因本文主要探討相對委託與沖洗買賣之差異,故僅摘要關於沖洗買賣部分之判決理由。

案關期間內買賣大同公司股票之行為是否構成違反證券交易法第 155 條第 1 項規定之操縱市場行為，雙方攻防主要重點之一，似在於買賣股票當時，被告等人彼此間下單行為是否存在製造交易活絡假象，進而通謀以約定價格從事相互配合買賣交易之主觀意圖。對此一主觀意圖之認定，本件地方法院提出所謂「統計機率常態分配之原則」，據以認定被告構成證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款、第 5 款、第 171 條第 1 項第 1 款之犯罪：

(一)「以林○興群組帳戶所買進之大同公司股票比例觀察…105 年 9 月 8 日、同年 10 月 10 日、同年 10 月 7 日、同年 10 月 11 日等 4 個營業日。…鄭○逸群組帳戶於上開 4 個營業日所賣出大同公司股票數量，各為 5,377 仟股、6,173 仟股、15,328 仟股、6,500 仟股…，分別占…各該營業日大同公司股票市場總成交數量 18,374 仟股、20,720 仟股、51,374 仟股、38,382 仟股的 29.26 %、29.79 %、29.84 %、16.94 %，是依統計機率常態分配之原則，林○興群組帳戶於各該營業日下單買進之大同公司股票中，係與鄭○逸群組帳戶對應成交之數量，自應占其買進股數約 2 至 3 成，始為合理。然…上開 4 個營業日中，以林○興群組帳戶為買方，鄭○逸群組帳戶為賣方，其等彼此相對成交之股數各為 3,857 仟股、1,101 仟股、5,258 仟股、5,161 仟股，分別占林○興群組帳戶於各該營業日總買進大同公司股數 4,823 仟股、2,912 仟股、8,380 仟股、6,606 仟股的 79.97 %、37.81 %、62.74 %、78.13 %，亦即上開營業日，林○興群組帳戶所買進之大同公司股票中，竟有將近 40 % 至 80 % 為鄭○逸群組帳戶所賣出，顯然悖離正常證券市場交易下之常態分配。…從而，由林○興群組帳戶與本案其他群組帳戶間對應成交大同公司股票之比例觀之，既明顯悖離正常證券市場交易下之常態分配，應非買賣雙方各自評估市場情勢後，偶然下單而自然形成的成交撮合，實屬刻意所為的相互配合買賣交易。」

- (二)「以鄒○華群組帳戶所買進之大同公司股票比例觀察…於 105 年 9 月 10 日、同年 9 月 30 日、同年 11 月 2 日等 3 個營業日…鄭○逸群組帳戶於上開 3 個營業日所賣出大同公司股票數量，各為 6,173 仟股、10,000 仟股、10,021 仟股…分別占…各該營業日大同公司股票市場總成交數量 20,720 仟股、113,937 仟股、42,338 仟股的 29.79 %、8.78 %、23.67 %，是依統計機率常態分配之原則，鄒○華群組帳戶於各該營業日下單買進之大同公司股票中，係與鄭○逸群組帳戶對應成交之數量，自應占其買進股數不滿 1 成或不足 3 成，始為合理。然…上開 3 個營業日中，以鄒○華群組帳戶為買方，鄭○逸群組帳戶為賣方，其等彼此相對成交之股數各為 2,801 仟股、649 仟股、1,246 仟股，分別占鄒○華群組帳戶於各該營業日總買進大同公司股數 3,279 仟股、2,250 仟股、1,350 仟股的 85.42 %、28.84 %、92.30 %，亦即上開營業日，鄒○華群組帳戶所買進之大同公司股票中，竟有將近 3 成至 9 成為鄭○逸群組帳戶所賣出，顯然悖離正常證券市場交易下之常態分配。…從而，由鄒○華群組帳戶與本案其他群組帳戶間對應成交大同公司股票之比例觀之，既明顯悖離正常證券市場交易下之常態分配，應非買賣雙方各自評估市場情勢後，偶然下單而自然形成的成交撮合，實屬刻意所為的相互配合買賣交易。」
- (三)「核被告鄭○逸、張○羚（按為鄭○逸助理）、鄒○華與林○興等 4 人所為，均係違反證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款之意圖抬高、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，連續以高價買入及以低價賣出，而有影響市場價格或市場秩序之虞罪、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等規定，且其等因犯罪獲取之財物，已超過 1 億元，均應依同法第 171 條第 2 項、第 1 項第 1 款

規定論處。」

三、判決評釋

(一) 相對委託與沖洗買賣之差異

由於相對委託罪之主觀不法構成要件，必須具備「與他人通謀」之要件，因此與沖洗買賣罪有所不同。申言之，相對委託行為與證券交易法第 155 條第 1 項第 5 款所禁止之沖洗買賣行為，二者之行為態樣雖然相類似，然相對委託行為本質上係由二人以上通謀所從事之相對行為，其犯罪性質上為絕對之必要共犯。至於沖洗買賣則是由一人所為³⁶。依最高法院之見解，亦認為證券交易法第 155 條第 1 項第 5 款增訂明文禁止之相對成交行為，係指行為人以其本人名義或藉用人頭戶之他人名義開設二以上不同之帳戶，而利用此等帳戶，基於哄抬或打壓特定有價證券價格之目的，委託證券商就該有價證券，同時以同一高於或低於市價之價格及同一數量，為相對買賣之情形，其雖具買賣形式，實為同一投資人左進右出之空頭買賣；而兩個以上投資人互相約定，對特定有價證券，以相同價格、數量，為相對買賣之委託，則為證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款所禁止之相對委託行為³⁷。

本件依臺灣臺北地方法院所認定犯罪事實，被告鄭○逸、鄒○華及林○興當時應係各自下單買賣大同公司股票，彼此間並無相互利用他方名義持有股票，以他方證券帳戶作為人頭戶使用，而未移轉股票實質所有權之情形。由此觀之，本案被告買賣股票之行為所應判定者，乃係渠等是否構成證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款所禁止之相對委託行為，

36 參閱曾宛如，證券交易法原理，頁 298，元照出版有限公司，2012 年 8 月，第 6 版；賴源河、郭土木，證券法規，頁 310，元照出版有限公司，2020 年 10 月，第 11 版；劉連煜，同註 24，頁 634。

37 參閱最高法院 100 年度台上字第 370 號刑事判決。

而非沖洗買賣行為。因此，本件臺灣臺北地方法院認定被告鄭○逸、鄒○華及林○興等人有證券交易法第 155 條第 1 項第 5 款沖洗買賣之違法行為，其法規適用上顯有誤解。

（二）「統計機率常態分配之原則」之概念及疑義

本件依臺灣臺北地方法院對於被告等人買賣股票行為間是否存在特殊關聯性之認定，提出所謂「統計機率常態分配之原則」否定被告鄭○逸、鄒○華及林○興下單買賣大同公司股票之行為係「各自評估市場情勢後偶然下單而自然形成之成交撮合」，逕行認定屬「刻意所為之相互配合買賣交易」。

經以「統計機率常態分配之原則」為關鍵詞進行檢索，未為發現曾有其他法院援引該原則認定被告間買賣股票行為係刻意相互配合所為並撮合成交，進而判決被告有罪之前例。然而，本件臺灣臺北地方法院對於此一欠缺有罪判決先例可循之認定基準，並未於判決理由具體揭示其定義、理論基礎或假設前提為何，甚至未正面闡述所謂常態分配標準及範圍係如何劃定，凡此均使該原則在適用上存在相當大模糊空間。

1. 統計學上「常態分配」之概念

按統計學上所謂「常態分配」(Normal Distribution)，又稱為「高斯分配」(Gauss Distribution)，係為了處理連續隨機變數之變量及其發生機率之分布情形，所提出之理論性分配。該分配理論之基礎，係基於諸多自然及社會現象（例如某地區居民之身高、某工廠出產之重量）經觀察後，係以接近常態之樣態進行分配，即資料值多半集中分布在某特定平均值，至於其他資料值之分配，則依該資料值與特定平均值之差異量而對稱性減少（亦即高於或低於平均值愈多之資料值，其出現機率愈低）。常態分配如以圖像方式呈現，將得出以集中分配之特定平均值為

最高點，向左右兩側延伸漸趨下降，並且單峰對稱之鐘形曲線³⁸。

觀諸上開統計學之學說對於常態分配之定義及描述，可知此分配理論之研究分析，乃係對於「按照一般常態分布之連續隨機變數」有所適用。以投資人彼此間是否刻意出於相互配合之約定始買賣股票行為，認定上所牽涉者為不同投資人下單買進與賣出股票間之關聯性分析。如套用上述統計學之常態分配，必然須以投資人買進股票、賣出股票及交易行為間相互對應成交均存在某種特定之分布常態為前提。惟股票買賣之考量面向甚多，諸如公司本身財務體質、營收能力、業務現況及所處產業景氣消長之基本面，與該檔股票近期成交股價及成交量漲跌之技術面，甚至公司董監事、大股東、外國投資機構、證券自營商或國內投資信託基金持股動態之籌碼面等均包括在內。除前揭影響股票供需之資訊外，各投資人在具體投資時點、價位及張數之決策上，尚會受到其個人對股價高低之判讀、可支配資金之調度運用等個人主觀因素所影響。在此等主客觀投資考量因素交互影響下，應認投資人買賣股票之時點及價格並非係按某種特定之常態加以分布，而係以均等分配之型態散落分布，亦即在區間內任何一處均具有相同之發生機率。此特徵與統計學上機率常態分配之預設樣態有所不符，而難援用常態分配之原則作為各投資人買賣行為間存在正常或異常關聯性之分析工具。

2. 臺灣臺北地方法院使用「統計機率常態分配之原則」評價買賣行為是否存在異常關聯性之脈絡

觀諸本件判決認定共同被告間買賣大同公司股票行為存在異常關聯時所依據之「統計機率常態分配之原則」，乃係依序：

(1) 以單一交易日為整體單位，並從共同被告中挑出欲進行關聯性分

38 關於統計學上對於常態分配之詳細說明，參閱高菲菲、陳皇宇、江建良，統計學，頁 198-206，普林斯頓國際公司，2017 年 4 月，第 3 版；邱皓政、林碧芳，統計學原理與應用，頁 126-132，五南圖書出版股份有限公司，2017 年 9 月，第 3 版。

析之其中二名被告當時各自所使用之群組證券帳戶，計算該二名被告於該特定交易日買賣大同公司股票之數量；

- (2) 先計算「二名被告中買進或賣出大同公司股票數量較大之該名被告，於該特定交易日買進（或賣出）大同公司股票之數量」占「當日大同公司股票市場總成交數量」之比例。藉以推算若其他投資人於該交易日從事反向賣出（或買進）大同公司股票時，常態上會有多少比例之股票與買賣數量較大之該名被告對應成交；
- (3) 將「上開步驟（2）計算得出之對應成交常態比例」對照「另一被告於該交易日反向賣出（或買進）大同公司股票，與買進或賣出大同公司股票數量較大之該名被告彼此實際相對成交之比例」兩相對照。若此二名被告當日實際相對成交比例高於上開步驟（2）之設算常態比例者，則將評價此二名被告於該交易日之買賣行為間存在異常關聯性。

3. 臺灣臺北地方法院對「統計機率常態分配之原則」之誤用

從臺灣臺北地方法院上開分析被告交易行為間關聯性之脈絡來觀察，可推知法院認為在正常情況下，當某投資人於市場上買賣股票時，其買賣股票之數量中與另一名投資人相對成交之比例，必然會與該另一名投資人當日相反買賣股票之數量占該股票市場當日總成交量之比例相一致。惟此推論假設之成立，乃以「受分析投資人就其當日預計買進或賣出之股票，係在市場上平均且分散下單」作為適用前提；否則即使買賣雙方均預計於同日分別下單買賣股票，若買方之買進行為較集中於上午，而賣方之賣出行為較集中於下午，則買賣雙方相對成交之比例將不符原審法院估算之常態比例。況且，按臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第 3 條規定，我國上市公司股票集中交易市場現行交易時間為上午 9 時至下午 1 時 30 分，亦即如要切合本件判決所描述之常態，有意進場交易之投資人勢必應於 4 個半小時內持續且不間斷採取平均分散下單之方式買進或賣出股票；倘若僅在交易時間中特定部分時段下

單，或在盤中眼見股價變動符合預估而為加減碼之策略操作，皆可能導致分析結論背離本件判決所設定之常態。由此可見，本件判決所提出統計機率常態分配之原則，與股票交易著重各投資人依照其投資資金規劃與股票價格走勢判讀，於盤中特定適當時點進場買賣，難以就各投資人間相互撮合成交狀況，概括形塑為某固定常態之特性，並不符合。

此外，本件判決所提出之統計機率常態分配原則，於分析時撇除集中交易市場上各委託人出價時間先後及出價高低對於撮合成交可能性所產生之關鍵性影響，一律假設各筆買賣委託受匹配成交之機會均相同。此分析假設不僅與臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第 58 條之 2 規定集中交易市場上之撮合應按「價格優先原則（即較高買進申報與較低賣出申報，其成交順序將分別優先於較低買進申報及較高賣出申報）」與「時間優先原則（即同價位之買賣申報，若係開市前輸入者，依電腦隨機排列方式決定優先順序；若係開市後輸入之申報，則依輸入時序決定優先順序）」機制成交之規範，有所不符；且在具體判斷上，對於若干條件下投資人間一旦發生相對成交，其比例即必定高於本件判決所預設常態之情形。此外，本件判決所提統計機率常態分配之原則亦未設置篩選並排除偶然成交之補充機制，致此種相對成交將一體性被認定為異常交易，明顯失之過苛。詳言之，假設某市場投資大戶甲於集中交易市場出售大同公司股票 3 萬張，占當日大同公司股票市場總成交量 10 萬張比例為三成。若某乙認為大同公司股票偏低，而於同日盤中進場買進大同公司股票 1 張。由於上市公司股票集中交易市場在交易時間內係以 1 張為委託交易最低單位，是以該 1 張某乙所為大同公司股票之買進委託，必然只會產生全部未與某甲之賣單相對成交，或全部與某甲之賣單相對成交此兩種結果。若係前者即某乙買單並未與某甲賣單配對成交之情形，其相對成交張數（零張）占某乙當日買進張數 1 張之比例即為百分之零，雖然與本件判決所分析當日與某甲相對成交之常態即三成有所落差，但由於甲乙雙方並無相對成交事實，故無違反證券交易法

之疑慮。反觀若為後者，即某乙當日買單完全與某甲賣單配對成交，此時相對成交張數（1張）將占某乙當日買進張數1張之百分之百，嚴重違背本件判決所提出統計機率常態分配之原則，而認定屬異常交易。亦即，即使某乙買進大同公司股票時並未與某甲約定從事相對委託行為以操縱股價，一旦其買進大同公司股票之行為在集中交易市場上與某甲相對成交，便會直接逾越本件判決所提出之統計機率分配常態，而被評價為係刻意從事之相互配合買賣交易。藉由本文之上開分析，可知本件判決對於投資人間交易異常與否所提出之判斷方式，明顯有過於僵化而未必公允之情事。

陸、結論

關於我國證券交易法第155條第1項第3款所禁止之相對委託行為，鑒於客觀上被告間使用之證券帳戶是否發生相互成交均有相關帳戶交易明細資料可稽而無認定上困難，是以過去司法實務上之判斷重點，多聚焦在被告間有無以同一價格購買及出售之通謀約定。過去法院大多以行為人委託買賣之時間、價格、數量是否相同或相近，以及彼此相對成交之次數、比例高低與日數多寡等客觀因素進行推斷。

本件臺灣臺北地方法院107年度金重訴字第17號及109年度金重訴字第12號刑事判決針對於被告間買賣行為相互撮合成交情形之分析，首見採用「統計機率常態分配之原則」，據以認定被告間對應成交大同公司股票之比例悖離證券交易市場交易下之常態分配，屬於刻意所為之相互配合買賣交易，進而判決被告等人違反證券交易法。本文以為，本件判決對於股票交易取決眾多投資因素交錯參雜，難以特定常態分布加以涵蓋之性質有所忽略，且其對於市場上每筆買賣委託受匹配成交機會一律均等之假設，不僅與臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第58條之2所規定「價格優先」及「時間優先」交易機制明顯不符；且在若干情境下，對於投資人間相對成交之判斷更有過苛而不盡公平之

疑慮。考量證券交易法操縱行為之成立不僅使被告負有相當沈重之刑事責任，且常伴隨廣大市場投資人對被告之鉅額民事求償，期許法院往後面對相關爭議案件之認事用法，能更切合個案事實，而非逕以特定僵化之公式認定被告間買賣有價證券之主觀意思，以確保人民自由投資交易有價證券之基本權益。

參考文獻

中文

一、專書

王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁，實用證券交易法，新學林出版股份有限公司，2018年3月，第5版。

林國全，證券交易法研究，元照出版有限公司，2000年9月。

邱皓政、林碧芳，統計學原理與應用，五南圖書出版股份有限公司，2017年9月，第3版。

柯耀程，刑法概論，自版，2007年4月。

高菲菲、陳皇宇、江建良，統計學，普林斯頓國際公司，2017年4月，第3版。

曾宛如，證券交易法原理，元照出版有限公司，2012年4月，第6版。

廖大穎，證券交易法導論，三民書局股份有限公司，2020年8月，第8版。

劉連煜，新證券交易法實例研習，元照出版有限公司，2020年9月，第17版。

賴英照，證券交易法逐條釋義第三冊，自版，1996年8月。

賴英照，證券交易法逐條釋義第四冊，自版，1996年8月。

賴英照，股市遊戲規則－最新證券交易法解析，自版，2020年4月，第4版。

賴源河、郭土木，證券法規，元照出版有限公司，2020年10月，第11版。

二、期刊論文

王志誠，沖洗買賣之認定基準，法令月刊，第 59 卷，第 3 期，頁 26-45，2008 年 3 月。

王志誠，證券市場操縱行為之規範構造及犯罪所得，台灣法學雜誌，第 165 期，頁 73-80，2010 年 12 月。

邵慶平，論相對委託之規範與強化—從證券操縱禁止之理論基礎出發，月旦民商法雜誌，第 19 期，頁 35-56，2008 年 3 月。

三、學位論文

洪國誌，證券交易市場不法操縱行為之研究—以相對委託為中心，國立中正大學財經法律學研究所碩士論文，2009 年 6 月。

日文

一、專書

川村正幸編，金融商品取引法，中央經濟社，2008年5月。

大崎貞和，解説金融商品取引法，弘文堂，2006年7月。

松尾直彦編，一問一答金融商品取引法，株式会社商事法務，2008年4月，改訂版。

松尾直彦，金融商品取引法，株式会社商事法務，2021年1月，第6版。

河内隆史著，野田 博、三浦 治、山下典孝、木下 崇、松嶋隆弘編，金融商品取引法の理論・実務・判例，勁草書房，2019年12月。

堀口 亘，最新証券取引法，社團法人商事法務研究會，1995年10月，新訂第2版。

英文

一、專書

LOSS, LOUIS, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION (Little, Brown and Company, Boston, 1988).

LOSS, LOUIS & SELIGMAN, JOEL, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION (Aspen Publishers, New York, 2003).

二、期刊論文

Fischel, Daniel R. & Ross, David J., *Should the Law Prohibit “Manipulation” in Financial Markets?*, 105 HARV. L. REV. 503-553 (1991).

Nayini, Deepa, *Comment: The Toxic Convertible: Establishing Manipulation in the Wake of Short Sales*, 54 EMORY L.J. 721-753 (2005).

Poser, Norman S., *Stock Market Manipulation and Corporate Control Transaction*, 40 U. MIAMI L. REV. 671-735 (1986).

Thel, Steve, *\$850,000 in Six Minutes-The Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219-298 (1994).

Abstract

Matched orders for securities listed on stock exchanges market and traded over the counter market are prohibited by the Article 155, paragraph 1, subparagraph 3 and paragraph 2 of the Securities and Exchange Act in Taiwan. Basically, the illegal matched orders must have the subjective constitutive elements, and the key lies in the subjective scienter of the actor. Since judgments of subjective scienter usually must rely on objective transaction conditions to be confirmed, which often leads to major disputes in judicial practice. In particular, what benchmark or test method should be used to determine that the buyer and the seller have a subjective conspiracy to contact, and the transactions of a specific securities at an agreed price actually involves the level of identification of the specific facts of the case, and it depends on the competent court to judge each behavior. It can be inferred from objective factors such as the status of the order placed by the actor, the reason for the result of the matching, the number of days and the frequency.

In addition to analyzing the legislative evolution, legal basis, and illegal constitutional elements of the matched orders, this article also provides a brief commentary on the two criminal judgments of the Taipei District Court [107] Jin-Chong-Su-Zi No. 17 (Taiwan) and [109] Jin-Chong-Su-Zi No. 12 (Taiwan). Finally, the conclusion of this article is presented for consideration.

Keywords: Matched Orders, Market Manipulation, Wash Sales, Normal Distribution, Gauss Distribution, Specific Dangerous Offender