DOI: 10.6277/TER.2017.452.2

計量與財務如何為司法討論違反證交法155條之股價操縱案開一扇窗

葉錦徽・張芸菁・朱珊瑩*

本文以葉錦徽, 林怡諄, 與朱珊瑩 (2015) 的觀點延伸, 嘗試回顧1990年至2010年之間以違反證交法155條業經一或二審裁定股票操縱的案例公司爲研究樣本, 揭露國內相關判決中所顯示法官對相關法條認定的歧異性: 相同事實可有相反判決、每個庭判決的不一樣、審級間經常大逆轉。專業審理判決的一致性對台灣的司法正義與司法之社會教育有重要的意義, 而本文所呈現的方法爲這個方向提供了一個可能性的初探。對金融或經濟犯罪的案件, 本文雜揉專業的財經理論學理, 並適當地搭配可以反映事實的資料導向計量分析, 做爲基礎論證案件。本文的方法可以便利地編制、重製與觀察個股股價, 並定期發布做爲偵測股價操縱的預警模式。此預警模式不但可以防範有心人的操弄、提升交易訊息透明度與降低資訊不對稱、保護資訊相對弱勢的股民, 還可以讓法院與檢調體系對金融、經濟犯罪的審理、量刑多了一項科學工具。如此程序除了可形成對事實與法條認定一致的標準, 也可凝聚司法判決實務運作的共識!

關鍵詞: 股價操縱, 意見不一致, 效率市場假說, 反操縱條款
JEL 分類代號: G14, G28, K22, K42

*作者分別爲國立中央大學財務金融學系副教授、國立中央大學財務金融學系博士候選人與中原大學國際經營與貿易學系副教授。朱珊瑩爲通訊作者。作者們感謝兩位匿名審稿委員以及林哲鵬教授、管中閔教授、陳秀淋教授、陳聖賢教授、黃裕烈教授、鍾經樊教授、徐智盟先生、台灣經濟計量學會2014年年會、台灣財務金融學會2015年年會中與會先進們所給的寶貴評論與建議; 以及林怡諄先生在擔任計畫助理期間對資料整理提供的協助。另外, 作者亦感謝科技部所提供的計畫經費補助 (計畫編號: NSC100-2628-H-008-002-MY3)。文中若有任何疏漏與錯誤, 當屬作者之責。

經濟論文叢刊 (*Taiwan Economic Review*), 45:2 (2017), 225–298。
國立台灣大學經濟學系出版

臺灣大學學術期刊資料庫

1 前言

股價操縱常見於台灣的金融經濟犯罪中, 不僅影響投資人權益與公共利益甚鉅、擾亂市場交易秩序、降低市場效率、不利長期金融資本市場的運作等, 更衍生諸多如偵查、起訴、審訊的社會成本。然而, 獲利可觀的股價操縱經濟犯罪牽涉資訊面、市場部位管理與資金運作融通,[1] 同時專業而複雜, 股票操縱行爲很難確切地定義以及偵查 (吳克昌, 2002a; 吳克昌, 2002b; Kyle and Viswanathan, 2008; Putniņš, 2011)。因此, 如何根據學者看法與實務界見解, 以認知法律容許的範圍在哪裡; 如何蒐集法院判決, 交互運用, 以司法定義社會正常運作的底線來懲治不法, 是法治社會發展的重要基礎。遺憾的是, 認定股價操縱在學理與技術層次上實屬困難。近來實務上在偵察、起訴、審理、判刑運作的過程中稍有不愼, 便容易使股價操縱的經濟罪犯逍遙法外, 以致於最終定刑率不高。深究其中的原因之一, 是法院對法律條文所包含之意義及其所該衍生之範圍、見解不一; 再者則爲法官易受被告所提出之似是而非的投資抗辯理由矇蔽所致。

我們在證券交易法155條相關判決在文獻中所呈現、爭論的不一致即可見一斑。王育慧 (2007) 以東隆五金案爲例, 探討連續交易操縱行爲應有豁免規定 (合法操縱行爲) 之合理性。該文說明高等法院與最高法院對證券交易法第155條第一項第四款「連續交易」之操縱行爲所提出的見解並不相同。林麗香 (2007) 亦從「維持股價」以及王志誠 (2008) 從「連續交易」之認定基準及實務爭議分別陳述法院判決有不同之見解。何曜琛 (2007) 與陳文禹 (2008) 同時分別就燦坤壓低順發股價一案, 探討證券交易法第155條第1項第4款中原訂定之「須有抬高或壓低集中交易市場某種有價證券交易價格之意圖」, 在實務上其適用性是否過於浮濫的議題, 進而支持最高法院利用「司法造法」的方式增加「誘使他人買賣之意圖」爲輔助認定條件。戴銘昇 (2012) 以最高法院判決爲底, 詳述每款法條之延革、新舊法的修正及其構成要件之認定標準, 作者由此點出最高法院法官

[1]股價操縱行爲區分成「交易型」與「非交易型」兩大類型, 前者意指行爲人透過股票買賣造成證券價量之改變, 以形成市場上交易熱絡之假象, 此交易型操縱行爲又可再細分成「虛僞交易型」及「真實交易型」兩種樣態, 我國證交法第155條第3款相對委託及第5款沖洗性買賣均屬虛僞交易, 而第4款連續交易則屬真實交易之範疇; 而非交易型之操縱行爲又以資訊操縱最具代表性, 155條第6款散佈不實資訊即爲典型之訊息操縱行爲。

臺灣大學學術期刊資料

對法條之不同見解。再者, 針對法院操縱股價之「主觀構成要件」之意涵及構成要件認定不一致的判例及個案, 可以參閱蔡侑龍 (2012) 與吳博聰 (2014)。沈沛瑩 (2012) 則分別就和椿案、茂迪案、唐鋒案、應華案等實務案例說明法院見解之差異之外, 並指出犯罪所得計算上之爭議點。

司法本應作爲社會正義的最後一道防線, 然而, 台灣實際上的司法運作卻有很大的改善空間。例如, 在司法實務上對於法律條文中涉及財務或經濟市場運作的認定, 不同法官對相同案件在相同法條上的見解可以有南轅北轍的差異。院、檢在自己對法條意義與「事證」的認定之後, 常發生相同事實可有相反判決、每個庭判決的不一樣、或者審級間經常的審判大逆轉。[2] 這些差異即使隨著時代的經過與演進, 並未見其有逐漸消彌之勢。以往國內的檢察官受人批評金融專業知識不足的窘況, 雖然在近年檢察事務官加入後, 獲得改善, 但是判決之間普遍的不一致性, 有時再加上法官使用自創法律意見或專業學理所未見的術語, 使得檢察官/法官對於法條的詮釋與認定, 不僅不容易有共識性的收斂, 反而徒生歧異。這些現象除了造成法院對有罪與無罪的判決存在著隨機與運氣成分, 恐對教化人心、導正社會風氣無所助益。

我們以爲, 如果各級法院或者先後時期的不同判決之間不能相互參考, 進而逐漸凝聚共識, 形成一致的審判標準, 則不僅人民將無所適從, 審理的效率性也會在冗長的各級反覆訴訟間喪失。例如, 詹德恩 (2013) 曾點出我國金融犯罪的特徵, 並針對偵審時間過於冗長等六個金融犯罪的抗制難題提出建議。黃煌朝 (2008) 以資料包絡分析 (Data Envelopment Analysis) 來評估1997至2006年之間20個地方法院的辦案審理效率, 作者發現大多數法院其辦案效率仍有改善空間。楊馥菱 (2008) 以證券交易法第155條及第157–1條之犯罪爲例, 討論一審判決量刑因素。該文使用跨民國89年至96年底共122筆判決數, 在304名被告中, 未科處罰金者爲202人 (佔66.4%);

[2]從法律人的角度而言, 上級審的功能之一即在糾正下級審在法律解釋適用上之失當之處, 這是設置審級制度之目的所在。當一個案件經上級審改判, 則自應以上級審之法律見解爲準。因此當一個案件其上、下級審判決之結論不同時, 法律人並不會將之理解爲「判決歧異」, 順延此觀點, 本文可能比較像是提醒如何提昇下級審之專業素養。但對於一般非法律專業人而言, 法官不管所在的法院層級已是法務專業人士, 如果在對法律與事證的專業見解上都可以有相當歧異的差別, 對於百姓理解判決而言自是霧裡看花, 難言其妙, 這是何以我們稱其爲「判決歧異」的原因。

臺灣大學學術期刊資料庫

平均審判期間約爲608日。儘管在楊文中審判期間超過3年者僅佔9.9%, 但若考量到最後定讞的總審理期間恐不僅止於此, 時間成本極高。以台鳳案爲例, 民國89年起訴, 92年一審判決後, 期間經歷數次上訴及法院攻防, 於民國102年台灣高等法院做出更二審宣判, 全案仍可上訴。宏福建設民國90年提起公訴、95 年一審宣判, 至民國104的更 (二) 審宣判, 全案仍可上訴。縱觀以上案例, 司法不能有效形成共識的社會成本實在相當可觀。再者, 由於經濟金融犯罪通常涉及巨大的利益, 若犯者屢屢不能在司法體系中得到適當的制裁或量刑, 則相關法令不僅無助於遏止經濟犯罪, 還恐將適得其反地使有心人前仆後繼去競逐背後的不法利益。面對這些困境, 本文嘗試提出融合財務金融理論與財金計量實證方法的科學推論方式, 爲司法在討論股價操縱的案例中凝聚共識。

財務金融學理可以有效地協助司法規避似是而非的抗辯理由。例如, 在審理財金犯罪中, 一個共同的癥結議題是如何認定合理的股價。財務經濟學中有諸多的理論在探討合理的股價爲何, 然而其中基礎共同的想法是效率市場假說, 也就是財金市場在多、空方的理性預期與運作效率性下, 應使「過去、現在、乃至未來事件之訊息皆反應在目前的市場價格上」。因此, 效率市場假說隱含金融資產的價格的動態應遵循一平賭 (martingale) 過程或隨機漫步, 任何訊息集合對未來股價變動應不具可預測性。該想法早在1900年就爲 Bachelier (1900) 所應用, 他將布朗運動隨機過程用來描述股價走勢並用於選擇權的訂價。此觀念日後歷經 Samuelson (1965) 與 Fama (1970) 等經濟學諾貝爾獎得主的推廣和應用, 成爲財務理論中一個重要的基礎與實證財務金融研究中一個主流。我們因此認爲將效率市場假說用於司法實務可以釐清不少爭議而協助司法規避似是而非的抗辯理由。

科學辦案靠方法, 同樣的, 經濟計量學中亦有諸多的模型、方法在幫助發掘、離析出財務市場資料可能反映的事實。他們可以提供系統性的認定或檢定來進行科學性論述, 依此作爲以事實進行辯論的基礎。另外, 它們對於法條的立法原意如何與事實的觀察及認定推論相契合, 提供很大的助益。歐美國家在法院審理案件、辯論事實與法條等實務中, 長久以來已經不乏經濟計量的推論應用或計量專家列席。例如, 美國的法院與檢察官對偵辦華爾街相關企業犯罪, 相當倚賴財務、計量學者與實證研究上的見解,

臺灣大學學術期刊資料庫

同時, 他們的見解對改善金融市場的秩序或制度變革貢獻卓著。歐美國家對於如何利用經濟計量模型以從資料中萃取訊息並據此推論案件的背景而協助判決的做法, 值得國內司法界參考。

本文以葉錦徽, 林怡諄, 與朱珊瑩 (2015) 的著作觀點延伸, 檢視1990年至2010年之間以違反證交法155條業經一或二審裁定股票操縱的案例公司爲研究樣本。我們先回顧國內相關判決中所顯示法官對相關法條認定的歧異性, 進而引進財務金融領域中如何看待合理股價以及如何與財務計量方法結合以協助實務檢測、預警或認定股價操縱的發生等理論。台灣證券市場參與者的組成不同於歐、美、日等國家, 因爲台灣股市主要以散戶爲主, 故股價操縱事件對證券市場秩序之違害嚴重, 且受害之散戶爲數衆多。此外, 在台灣證券市場中推陳出新之操縱手法更是防不勝防。然在相關學理、各國判例、實務見解與台灣市場特性等參差交錯下, 各級法院之判決存在相當多見解的矛盾和不一致。尤有甚者, 即便是針對我國法令, 各級法院對主觀意圖之闡釋即無共識, 且對客觀行爲亦存在認定不一的問題, 如此將增添判決結果的不確定性。故本文從「主觀意圖」、「客觀行爲」此兩不同面向檢視法官對反操縱條款見解之歧異性。

在我們另文葉錦徽, 林怡諄, 與朱珊瑩 (2015) 所建議的使用右尾遞迴式單根檢定來建立股價操縱預警的方法中, 我們選擇在諸多股價操縱案所會發生的共同特徵做爲實證上認定股價操縱存在的憑藉。在涉及操縱股價的案例中, 不分中外皆涉及不同操縱型態同時並行的操弄 (如交易型伴隨釋放假消息)。儘管方式不同、手法各異, 但所有操縱案例的共同點皆爲影響價格使其偏離基本面的價值, 伺機從中獲利。據此, 我們採用美國證管較爲在意的拉高倒貨 (pump & dump) 操縱機制做爲我們驗證股價操縱的主要對象。我們將驗證對象在操縱股價時所呈現的必要條件: 在不同操縱手法中股價緩步上漲 (running-up) 的現象, 做爲我們偵測股價操縱的認定條件。此法在該文中證實具有偵測成本低而方法簡單、可即時性警示以及可明確找出股價操縱期間起訖點的優點。該文利用司法院的法學資料庫檢索出違反證券交易法第155條, 於2000年至2010年間遭各級法院一或二審裁定股票操縱的案例公司爲研究樣本, 嘗試以橫斷面分析歸納出涉及股價操縱的個股價格分別在操縱布局、操縱價格上漲、操縱價格崩跌、操縱

臺灣大學學術期刊資料庫

後等期間的股價行爲, 並從中解構出股價操縱的各個階段的特徵以及驗證不同期間的差異性。儘管本文與葉錦徽, 林怡諄, 與朱珊瑩 (2015) 兩文都和股價操弄偵測預警有關, 但在兩篇文稿在主題、文獻、主體、貢獻與文章風格的呈現上, 都有相當大的差異。葉錦徽, 林怡諄, 與朱珊瑩 (2015) 主要在提倡一套能夠針對拉高倒貨型的股價操弄進行預警偵測的計量實證, 以彌補過去財務與經濟文獻中長期缺乏有效的股價操弄偵測方法。本文則以違反證交法155條的股價操弄爲例, 主要策重在佐陳當前攸關法律實務運作中常有的見解歧異, 並嘗試凸顯只要適當地援引來自財經學理的簡單概念, 與配合簡單的計量方法, 即可提供相當科學的、以資料爲基底的事證論述 (例如: 以法院判決爲基礎比較本法與注意股票的制度差異性、以及利用本法推估可能的犯罪所得做爲量刑基礎)。據此, 司法的運作自可以在這些基礎上去深入探究動機與其他案件細節。

我們認爲, 判決的一致性對台灣的司法正義與司法的社會教育有重要的意義, 而本文所呈現的方法爲這個方向提供了一個可能性的初探。對金融或經濟犯罪的案件, 我們嘗試雜揉專業的財經理論學理, 並適當地搭配可以反映事實的資料導向計量分析爲基礎去論證股價操縱案, 最終以科學精神與推論取代主觀的「自由心證」。如此, 不僅可形成對事實與法條認定間一致性的標準, 也可凝聚司法判決實務運作的共識!

本文後續的架構如下: 第2節佐陳近年違反證券交易法第155條諸判決中所反映的見解歧異性。第3節說明所用的模型理論基礎與實務上的操作, 並以相關案例的股價與預警信號, 利用法院審理後判刑所確認的股價操縱期間與我們的方法所認定的期間相爲比較, 從中呈現該方法的簡單性與有效性。不僅如此, 我們也進一步比較本文方法的預警訊號與台灣證交所所公告的注意股票訊息。[3] 由於注意股票判定的準則衆多 (見表2), 且宣告注意股票的公告實際上並不具有持續性, 有鑑於此, 我們也在第4節中比較本文方法所認定的操弄期間與宣告注意股票的公告期間, 分別與法院

[3]台灣證券交易所於1990年公佈並實施「實施股市監視制度辦法」, 包含警示作業、處置作業與查核作業三部分, 並由台灣證券交易所的市場監視部於股市開盤期間針對個股之成交價、成交量、週轉率等複合指標進行監控, 如發現異常即列爲注意股票, 若遭連續公告則列入處置股票, 採預收款券及實施分盤交易, 若發生嚴重危害市場秩序行爲, 最重得處以直接停止交易。

臺灣大學學術期刊資料庫

裁定的操縱期間做涵蓋性的比較, 對比出本文方法的訊息有較優越的參考性。接著, 我們以茂迪案爲例, 說明方法在該個案上的應用與它可以如何以有效的資訊內涵避免許多司法討論中的認定問題。在第5節中, 有鑑於司法量刑時的參考, 我們嘗試以本方法所認定出來的四個股價操縱階段, 嘗試設算股價操縱的潛在最大可能獲利金額上界, 儘管不是真正的操縱獲利金額, 但可以提供股價操弄所致的社會損失一個可能的想像。第6結爲結論。

2 法官對「證券交易法第155條第一項」條文認定實務見解的歧異

我國證券交易法源於美國與日本, 自民國57年政府正式訂定「反操縱條款」以來, 共歷經民國77年、89年及95年共3次修正, 始成現行條文。證券交易法第155條第1項共7款, 目前已刪除第2款。各款條文內容分別爲第1款「不履行交割義務」、第3款「相對委託」、第4款「連續交易」、第5款「相對成交」、第6款「散布流言或不實資料」與第7款「概括條款」。其中第1、7款規定僅客觀行爲要件即可成罪, 而第3、4、5、6款規定須主觀意圖要件與客觀行爲要件並存始得成罪。

本條條文文字精煉, 此乃爲了因應操縱手法之推陳出新, 因此預留空間讓法官得以借鏡他國相關規定或我國上級法院見解以對市場操縱行爲作更適切的認定。然而, 經本文所查, 或因我國法條規範不明確, 所以法院對操縱行爲的見解甚爲分歧。本章檢視反操縱條款中「主觀意圖」、與「客觀行爲」兩個不同面向, 發現各級法院對主觀意圖條文本身之闡釋已稍嫌無共同見解, 同時, 對客觀行爲亦存在認定不一的問題。更甚者, 被告常以一些似是而非之財經觀點模糊法官, 期能以正當投資行爲脫罪。另外, 藉由本文整理之諸多判決可明顯看出, 即使是最高法院之法律審理亦各行其道。對操縱行爲認定不一致的問題將使下級法院在斷案判刑上無所適從, 進而對整體司法判決之公平性產生重大影響。

2.1 法院對「主觀意圖要件」之分歧解讀

主觀意圖要件在檢調查核偵辦及法院判決時至爲關鍵, 但意圖存乎於心, 法官僅能就行爲人之客觀行爲去推斷其是否具操縱股價之意圖。證券交易

臺灣大學學術期刊資料庫

法第155條第1項共有第3、4、5、6款於條文中涉及主觀意圖之規範, 另第7款雖文字並未明文規定行爲人須具備主觀意圖要件, 然部份法院判決採此款斷案時亦自行將主觀意圖賦與其中。故本節將逐條討論法院對主觀構成要件看法之歧異, 並說明其對法官斷案所產生之重大影響。

2.1.1 「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」(第三款相對委託、第四款連續交易)

第3、4款具有相同之主觀意圖構成要件, 亦是法院見解最爲分歧之條款, 法院審理時對行爲人是否應存有主觀意圖、需採行單一意圖或滿足多重意圖要件、護盤行爲是否觸法及該以何款條文論處等爭議至今仍未取得共識。本小節彙整出法官對爭議點之不同表述, 分述如下。

(1) 主觀意圖之存在是否為必要

最高法院91年度台上字第3037號刑事判決指出股票操縱行爲之認定「不以行爲人主觀上有『意圖影響集中交易市場有價證券交易價格』爲要件, 亦不以客觀上『因而致交易市場之該股票價格有急劇變化』爲必要」, 即行爲人縱使無操縱股價之意圖, 仍可以連續交易罪論處。因上述論點似有違反法律條文之原意, 恐導致本罪成立過度浮濫, 故時至今日仍僅有極少數關於維持股價 (護盤) 之案例採取此觀點論罪。[4] 綜觀我國最高法院之判決大都依循法條規定,[5] 即主、客觀構成要件需同時並存始成立犯罪, 此亦爲本款之通說見解。

(2) 是否僅須單一意圖即滿足本款之主觀要件

最高法院93年度台上字第6836號刑事判決根據我國法條所示, 明確指出行爲人主觀上僅須具備「抬高或壓低集中交易市場某種有價證券交易價格

[4]最高法院91年度台上字第3037號刑事判決、台灣台中地方法院96年度金重訴字第2972號刑事判決、台灣高等法院台中分院97年度金上訴字第1937號刑事判決。[1]

[5]最高法院93年度台上字第4296號刑事判決、最高法院96年度台上字第3166號刑事判決、最高法院96年度台上字第3387號刑事判決、最高法院98年度台上字第3162號刑事判決、最高法院98年度台上字第6816號刑事判決、最高法院101年度台上字第1422號刑事判決等。[2]

臺灣大學學術期刊資料庫

之意圖」即足以成立本罪, 我國許多實務見解亦持相同立場。[6] 然部份法官另參酌美、[7] 日兩國規定, 認爲行爲人另應具備「誘使他人從事有價證券交易之意圖」始成立犯罪。以最高法院99年度台上字第163 號刑事判決爲例, 其指出炒作行爲之論罪需「是以行爲人主觀上應有以造成交易活絡表象, 對市場供需之自然形成, 加以人爲干擾, 藉資引誘投資大衆買入或賣出股票, 以利用股價落差謀取不法利益之意圖爲必要。」此等須同時具備多重意圖始可滿足主觀要件之判決。近期認同此觀點之最高法院判決似有增加之趨勢,[8] 若各下級法院援引前開觀點進行斷案, 將使法官論罪之困難度大幅升高。

以民國91年5、6月間燦坤實業疑似操縱順發股價爲例, 一審及二審判決皆以被告僅需具備操縱股價此單一主觀意圖論罪, 然最高法院96年度台上字第1044號刑事判決卻決議, 行爲人另須存有造成股票交易活絡表象以誘使他人購入/賣出股票謀利之意圖, 始成立本罪。故撤銷原判決並發回高等法院更審, 也自此產生最高法院與高等法院兩造間對連續交易構成要件處以不同解釋之對立情況。縱後有台灣高等法院高雄分院96年度上更 (一) 字第85號刑事判決對前述多種附加意圖逐一駁斥, 並說明「炒作」行爲僅爲「操縱」態樣之一, 即被告行爲縱使與俗稱「炒作」之態樣並不相符, 並不代表其未從事股價操縱行爲。但審理此案之最高法院仍堅持以多重意圖論之, 參閱本案之判決過程 (附錄2) 可知經最高法院共4次發回更審, 被告最終獲判無罪。燦坤一案因法院對主觀要件之認定不同, 致使兩造纏訟逾10年, 期間所花費之社會成本無法計數。

本文認爲主觀條件之判定應遵循證券交易法第155條第1項第4款所明文規定「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」爲

[6]最高法院92年度台上字第1690號刑事判決、最高法院96年度台上字第1119號刑事判決、最高法院98年度台上字第371號刑事判決、最高法院99年度台上字第5979號刑事判決等。[3]

[7]最高法院88年度台上字第1143號刑事判決。[4]

[8]最高法院92年度台上字第4613號刑事判決、最高法院96年度台上字第1044號刑事判決、最高法院98年度台上字第3162號刑事判決、最高法院99年度台上字第6323號刑事判決、最高法院101年度台上字第2383號刑事判決、最高法院101年度台上字第3523號刑事判決、最高法院101年度台上字第5471號刑事判決、最高法院102年度台上字第168號刑事判決等。[5]

臺灣大學學術期刊資料庫

佳。試想, 若企業因進行現金增資或爲避免融資斷頭而進場抬升/維持股價, 雖非以誘使他人買賣爲目的, 但已造成股價偏離其基礎價格並傳達錯誤的投資訊號 (signal), 損及交易相對人之權益。追本溯源, 本款訂定之目的是爲維護證券市場之公平性, 若股價確實已受操縱, 則不應再行深究其操縱目的, 行爲人已構成本款之犯罪行爲; 再者, 現行法並未將其餘意圖訂定其中, 惟最高法院視其爲本款主觀意圖之必要條件, 或有法官造法之嫌。

(3) 維持股價

因相對委託及連續交易之主觀構成要件爲「意圖『抬高』或『壓低』集中交易市場某種有價證券之交易價格」, 若行爲人以維持股價 (護盤) 爲目的, 法院該如何論處? 台灣高等法院 88 年度上重訴字第 39 號刑事判決是直接依條文之字面意思作解「其主觀不法意圖必須爲『抬高』或『壓低』股票價格, 依罪刑法定主義, 自不包括『維持』股價」。但若以不同角度思考, 在股價持續下跌之際, 維持股價亦可視爲「抬高」原本應持續下跌的走勢, 使股價呈相對高價之實, 後續之法院判決亦逐步朝此方向作修正, 視護盤爲股價操縱之一環, 惟最高法院至今仍對護盤行爲應適用第四款論處[9] 或以第七款論罪,[10] 至今仍存有歧異。

2.1.2 「意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象」(第五款相對成交)

本款於民國 95 年 1 月 11 日所增訂, 並將原第二款「沖洗買賣」(已刪除) 的概念涵蓋其中。根據上開條文行爲人只須「意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象」即構成本款之主觀要件,[11], 惟最高法院 100 年度台上字第 370 號刑事判決另將「基於哄抬或打壓特定有價證券價格之目

[9] 最高法院89 年度台上字第 3323 號刑事判決、最高法院 91 年度台上字第 3037 號刑事判決、最高法院 93 年度台上字第 5152 號刑事判決、最高法院 97 年度台上字第 5036 號刑事判決、最高法院 98 年度台上字第 6816 號刑事判決等[6]。

[10] 最高法院95 年度台上字第 5487 號刑事判決、最高法院 97 年度台上字第 6546 號刑事判決等。[7]

[11] 台灣板橋地方法院98 年度訴字第 186 號刑事判決、台灣士林地方法院 99 年度審簡字第 958 號刑事簡易判決。[8]

臺灣大學學術期刊資料庫

的」視爲本款主觀要件之一。[12]

2.1.3 「意圖影響集中交易市場有價證券交易價格」(第六款散布流言不實資料)

因本款之主觀構成要件並未如第三及第四款所言, 限定在影響「某種」有價證券之交易價格, 故蔡墩銘教授對此款法條之看法爲「爲影響集中交易市場股票交易價格而散布流言, 其對象不應針對特定股票之交易價格, 而係針對『不特定股票』之交易價格。惟由於股票之漲跌常常出現連鎖反應作用, 是以雖係針對某一發行公司之股票而爲散布流言, 但其結果每引起其他發行公司之股票亦受波及, 致多種股票同時劇跌, 此種情形屢見不鮮」。[13] 賴英照教授亦從立法意旨上闡釋「不論其意圖影響者, 爲全體或特定種類的有價證券交易價格, 均屬之」。[14]

2.1.4 概括條款是否需具備主觀構成要件

證券交易法第155條第1項第7款「直接或間接從事其他影響集中交易市場有價證券交易價格之操縱行爲」若純採文義解釋, 並未明文規定行爲人須具備主觀意圖要件, 然最高法院97年度台上字第2012號刑事判決表明「本罪之構成, 需有以人爲方式影響證券市場價格之意圖, 結合其誘使或誤導他人爲交易之積極行爲, 致生集中交易市場某種有價證券之市場價格以異於正常供需方式而爲變動之結果, 其間並具有因果關聯, 始足當之」。多數判決亦將主觀要件納入本概括條款中。[15]

---

[12]最高法院100年度台上字第370號刑事判決:「上開第五款增訂明文禁止之『相對成交』行爲, 係指行爲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, 爲相對買賣之情形, 其雖具買賣形式, 實爲同一投資人左進右出之空頭買賣」。

[13]參閱蔡墩銘 (2002, 頁200)。

[14]參閱賴英照 (2009, 頁681)。

[15]最高法院93年度台上字第5152號刑事判決、最高法院95年度台上字第5487號刑事判決、最高法院97年度台上字第5036號刑事判決、台灣高等法院台中分院102年度金上訴字第41號刑事判決等。[9]

臺灣大學學術期刊資料庫

2.2 法院對「客觀行為要件」之認定標準不一

人之意念存乎於心, 被告亦不會自承其具炒作之念, 故行爲人是否具操縱股價之意圖, 端賴法院由被告之客觀行爲進行推論。然各級法院對證券交易法第155條所訂明之「客觀行爲要件」竟也存在諸多客觀事實見解不一致之情形。本節將針對各級法院對連續交易、高低價認定、以行爲犯/結果犯論處及確保優先成交之抗辨此四個客觀行爲之不同認定標準進行說明。

2.2.1 「連續」行為之認定

證券交易法第155條第一項第四款之現行條文爲「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。」, 第五款之客觀要件「連續委託買賣或申報買賣而相對成交」亦包含「連續」字樣, 但何謂「連續」則未清楚定義。早期法官曾依證期會之說明, 認爲買賣「二次」即可視爲連續交易;[16] 其後接續之法院判決則以「逐日或頻繁交易」爲連續之意。[17] 前述觀點對「連續」交易訂定了嚴謹的認定標準, 但在交易實務上被告其資金有限, 其將採取最有效率之操縱方式, 而非逐日但頻繁之買賣型態亦可讓市場有交易熱絡之感, 故近期之法院判決逐漸對「連續」採取不同解釋,[18]

最高法院98年度台上字第6816號刑事判決認爲「該規定之所謂『連續』, 係指於一定期間內連續多次之謂, 不以逐日而毫無間斷爲必要」。

本文認爲連續不應以當日頻繁買賣或每日不間斷均有交易爲限, 因爲操縱者進場交易的目的是爲了產生誤導投資人的訊息。股票市場上有各類型的交易者, 當股價因雜訊交易者而偏離基本面時, 理性投資人會進行套利交易並因此讓股票回到基礎價格, 但當行爲人刻意並頻繁買進/賣出股

[16]最高法院90年度台上字第6709號刑事判決。[10]

[17]最高法院94年度台上字第1043號刑事判決、最高法院96年度台上字第3387號刑事判決、最高法院97年度台上字第2171號刑事判決、台灣高等法院98年度上訴字第325號刑事判決、台灣高等法院台中分院100年度金上訴字第764號刑事判決、台灣台中地方法院98年度金重訴字第288號刑事判決等。[11]

[18]最高法院101年度台上字第1422號刑事判決、台灣台中地方法院98年度金重訴字第1688號刑事判決、台灣士林地方法院99年度金重訴字第2號刑事判決等。[12]

臺灣大學學術期刊資料庫

票, 會讓市場誤以爲是在反應尚未公開的私有資訊, 進而影響到其餘投資者的判斷, 故應論罪。

2.2.2 「高價、低價」之認定

高價、低價是一個相對的概念, 法條並未對此做明確界定。以高價爲例, 在歸納各最高法院判決後, 主要共有「高於平均買價、接近最高買價, 當日之最高價格、漲停板」此四種認定標準。[19] 惟最高法院98年度台上字第6816號刑事判決對「高價」另增加「不論其買入價格是否高於平均買價」之見解, 法院判決指出「甚至基於各種特定目的, 舉如避免供擔保之股票價格滑落致遭斷頭, 或爲締造公司經營榮景以招徠投資等, 而以各種交易手段操縱, 不論其買入價格是否高於平均買價, 既足使特定有價證券價格維持於一定價位, 以非法誘使他人買賣該特定有價證券之所謂護盤, · · · , 應亦屬上開規定所禁止之高買證券違法炒作行爲。」

2.2.3 操縱行為應以「行為犯」或「結果犯」論處

若行爲人操縱股價失敗或未達預期結果, 法官該如何論處? 由現行法院判決觀之, 狀似衍伸出「行爲犯」與「結果犯」此兩派論點。雖有少數判決採結果犯論之,[20] 然我國多數判決[21] 皆同最高法院95年度台上字第4978號刑事判決, 認同被告應以「行爲犯」論處, 判決書中明確指出「故如行爲人主觀上有拉抬或壓抑價格之意圖, 就特定之有價證券連續以高價買進或以低價賣出, 即屬違反該規定, 而構成同法第一百七十一條之罪。至於其行爲是否足以導致集中交易市場上該股票價格急劇變化, 則非所問」。若行爲人

[19]最高法院91年度台上字第3037號刑事判決、最高法院92年度台上字第1690號刑事判決、最高法院97年度台上字第2171號刑事判決、最高法院98年度台上字第3162號刑事判決、最高法院100年度台上字第3612號刑事判決、最高法院101年度台上字第1422號刑事判決、最高法院102年度台上字第2529號刑事判決等。[13]

[20]台灣高等法院101年度金上訴字第55號刑事判決。[14]

[21]最高法院98年度台上字第6816號刑事判決、最高法院101年度台上字第1422號刑事判決、最高法院101年度台上字第2383號刑事判決、最高法院101年度台上字第3523號刑事判決、最高法院102年度台上字第168號刑事判決、最高法院102年度台上字第3349號刑事判決等。[15]

臺灣大學學術期刊資料庫

已實際進行操縱股價行爲, 縱使操縱失敗, 但其所呈現之交易行爲實已影響到市場投資人之買賣決策, 故本文亦認爲「行爲犯」乃較爲適當之見解。

2.2.4 「確保優先成交」之機制

因台灣證券市場採取「價格優先、時間優先」的電腦撮合原則, 故被告常以欲優先成交而以較高之價格申報買進, 或下單時並無法得知實際撮合筆數及能否成交等理由說明其並無操縱股價之意圖, 亦有判決接受此抗辯。[22] 不過此「價格優先、時間優先」之撮合原則爲多數國家所採用, 且行爲人如大量以相對高價 (低價) 委託買進 (賣出) 股票, 此舉將會立即且直接影響到該股之成交價格, 縱當下未以委託之相對高 (低) 價成交, 股價亦會朝上漲 (下跌) 方向移動, 已影響到股價形成過程, 故多數判決對此抗辯原由皆主張顯無可採。[23]

2.3 被告以各類似是而非的財務觀點進行抗辨

最高法院100年度台上字第597號刑事判決指出若要判讀行爲人是否具操縱股價之主觀意圖, 應綜合股票之價、量變化是否背離集中市場/同類股股票走勢、行爲人是否有以高價或拉尾盤之方式購入股票、是否有出售以拉抬股票以賺取價差之舉、有無「變態交易」等各種客觀行爲予以判斷。縱最高法院確實提出數項客觀行爲指標用以推論被告是否具炒作股票之嫌, 然何謂「變態交易」? 就財務上似未有此用法, 亦無法得知其意含爲何。此外, 被告爲擺脫司法纏訟, 經常會引用一些模稜兩可之投資或財務辯詞以矇蔽法官, 然就本文觀之, 此類似是而非之抗辯或有誤用財金觀點之嫌, 已難取信於人。本文擬就投資合理性及介入經營權此兩類抗辯理由作說明。

2.3.1 投資合理性之抗辯

(1) 行為人考量到股票發行公司之業績、管理者能力、股利發放、產業面及整體景氣等各種經濟/非經濟因素後, 因看好公司之發展潛力進行投資。

[22] 台灣高等法院85年度上訴字第2349號刑事判決、台灣高等法院91年度上訴字第727號刑事判決等。[16]

[23] 台灣高等法院92年度上更 (二) 字第575號刑事判決、台灣高等法院101年度金上訴字第10號刑事判決等。[17]

臺灣大學學術期刊資料庫

且股價之變動係由供需兩造所影響，並非行為人所能影響。[24]

放諸各級法院之判決書，絕大多數之被告皆會以投資合理性進行抗辯，以自身對股市脈動之看法詳述其大量交易之投資原由，最高法院96年度台上字第1044號刑事判決亦接受被告之投資抗辯，並以此作爲原判決有用法不當之嫌。

> 「我國關於證券交易之法令，除每日有法定漲、跌停板限制及部分特殊規定外，並未限制每人每日買賣各類股票之數量及價格，亦無禁止投資人連續買賣股票之規定。而投資人買賣股票之目的，本在謀取利潤，是其於交易市場中逢低買進，逢高賣出，應屬正常現象；縱有連續多日以高價買入或低價賣出之異常交易情形，亦未必絕對係出於故意炒作所致。···，故成立本罪應就行爲人主觀上是否具有造成股票集中交易市場交易活絡表象，以誘使他人購買或出賣上開股票謀利之企圖，詳加調查審認，以爲判斷之準據」。

若被告以標的股票之業績良好、管理者能力佳及股利發放爲由進場交易股票，因個別公司之營運狀況互有優劣，故以此作爲買賣股票之緣由亦屬合理，然公司基本面佳與操縱股價互不相斥，被告或利用市場利多消息頻傳之際趁機進場拉抬股價，故法院應確實對照個股與同類股指數之漲跌幅度，如兩者背離程度高，即應懷疑被告之投資所言只爲脫罪之詞；假使行爲人以其受政治、經濟、景氣等各種經濟/非經濟因素所影響而交易股票進行抗辯，此說法斷不可採，所有上市櫃公司皆會受到整體環境所影響，此乃系統性風險，承受同樣之系統性風險，則不應產生較高之股價溢酬。

再者，部份被告以進行「當沖」交易策略爲由進行辯解，[25] 然當沖交易大都多以信用交易方式進行且本文認爲若當沖之交易量過大，實已有操縱股價之嫌。雖然如行爲人所言，股價是由供需雙方所決定，但市場上的每一筆交易都是在傳達某種訊息。股市交易者會根據各種資訊作買賣決策，故行爲人不論是先買後賣或先賣後買，在掛單的當下就已產生引人誤導的

[24] 台灣高等法院98年度上訴字第343號刑事判決。

[25] 台灣高等法院100年度金上訴字第13號刑事判決。[18]

臺灣大學學術期刊資料庫

訊息。以漲跌幅 7% 而論, 極端情況下股價一天之震幅可達 14%。即使行爲人只進行一天交易, 也會嚴重影響股票市場之公平性。

(2) 行為人於盤中買賣股票, 故無法預知其單日成交量在收盤時會佔該股總成交量之比重, 且若投資小型股, 因其股本小或交易量少, 買入少許張數即為當天之總成交量。

台灣高等法院台中分院 100 年度金上訴字第 764 號刑事判決:「按『證券市場自由化, 投資人欲購買多少股票』, 厥屬自由權利, · · · , 公訴人於『事後』始以該日成交量之數據及被告成交之比重, 推論被告當時有操縱股價之主觀意圖, 即係以被告行爲時無從知悉之事項, 作爲推論被告行爲時主觀意圖之基礎, 僅以成交量達該日 20% 即遽認被告有炒作之意圖, 尚嫌率斷」。首先, 若無特別事由, 單一股票每日成交量之變動幅度應不致太大, 若投資標的爲小型股, 行爲人更可由該股票平日之交易量自行推估其當日買賣佔總成交量之比重, 以「事後」說純屬推諉之詞。再者, 行爲人若大量交易股票, 此交易行爲所代表之資訊定會對其他投資者產生影響。即使是企業在市場上公開進行股票購回以買回庫藏股, 政府也立法強制規定企業每日於市場上買回之數量, 不能超過申報日前 30 個營業日該股平均每日成交量之百分之二十, 或超過計畫購回總數的四分之一, 且不得於開盤後及收盤前 30 分鐘內報價 (96/03/16 制度已更改), 以降低股票購回行爲對股票交易者之影響。如若行爲人因看好公司營運欲高額投資, 可以鉅額交易或盤後交易等合法方式買賣股票, 此舉亦是將資訊公開, 股價自會依市場需求調整到合理價位。

2.3.2 取得經營權為目的之抗辯

行爲人於董監事改選期間爲取得董監事席次或欲取得公司經營權, 必須在市場上大量購入股票, 如行爲人確有長期持有該股票之事實, 並擔任董事長或其餘高階職位, 法院即會據此認定被告所主張取得經營權之抗辨。[26] 然股價操弄與介入經營權亦可同時併存, 被告或於股票購入前故意於市場上散布不實消息以壓低標的公司股價, 或其大量收購股票期間亦可能大幅

[26] 台灣高等法院 91 年度上訴字第 667 號刑事判決。

臺灣大學學術期刊資料庫

推升股價。其於市場上收購股票之惡意購併行爲將造成標的公司股價的大幅波動。如行爲人真有取得經營權之意圖, 可以資訊透明之公開收購方式在不經集中交易市場的情況下購得標的公司股票, 此舉將可有效降低該股其餘交易者於股票市場上所遭受之衝擊。

3 股價操縱之檢定

3.1 市場效率性隱含的合理價格與操弄所致的緩步墊漲

在葉錦徽, 林怡諄, 與朱珊瑩 (2015) 一文中, 他們清楚地回顧了市場基要 (market fundamental) 與理性預期下價格泡沫的理論基礎。尤其重要的概念是, 效率市場隱含資產價格的動態結構會滿足平賭過程或隨機漫步的特性。植基於此, 該文說明何以 Phillips and Yu (2011) 的右尾遞迴式單根檢定得以有效地定義出資產泡沫期間, 進而延伸應用至股價操縱的檢定。

若股價存在價格操縱行爲或是泡沫所致的緩步墊漲 (price running-ups) 現象, 則其價格會呈現輕微發散的走勢 (explosive process), 其動態過程可透過自我迴歸模型來表示:

$$X_t = \mu + \delta X_{t-1} + \varepsilon_t,\ \varepsilon_t \sim i.i.d.\left(0, \sigma^2\right), \tag{1}$$

其中 X_t 爲股票價格, 若是在某期間內的 $\delta > 1$, 則股價將呈現發散趨勢, 若是 $\delta = 1$ 則股價將呈現隨機漫步趨勢, 符合效率市場的假設。因此, 過去許多文獻透過上述對於 δ 是否大於1, 驗證泡沫是否存在 (Diba and Grossman, 1988)。儘管類似概念亦可以用於檢驗股價是否有被操縱的現象, 然而此種檢驗操縱的模型假設在樣本時間全域都是發散的非定態數列, 與實際資料的價格走勢或泡沫理論所隱含的樣貌並不一致。比較切合事實的模型應爲週期性崩跌的泡沫模型 (Evans, 1991) 或僅限於局部發散的動態時間數列模型 (Phillips, Wu, and Yu, 2011)。

惟傳統之單根檢定爲一靜態模型, 是以事後觀點來判斷整段序列是否有發散情況發生。Phillips and Yu (2011) 提出改良式右尾遞迴式單根檢定 (right sided recursive unit root tests), 因爲參數的改變得以在遞迴估計中呈現, 使得此動態模型可即時發現序列動態結構的轉變, 從而可清楚地觀察到資產泡沫或股價操縱之起迄時點。Phillips, Wu, and Yu (2011) 即是運用

臺灣大學學術期刊資料庫

此法檢定1990年代 Nasdaq 是否存在股市泡沫問題。本文將右尾遞迴式單根檢定應用至偵測股價操縱行爲上, 不僅可即時警示股價之動態反應已偏離合理範圍, 亦可知道此偏離區段之起迄時點。本文以式 (2) 描繪出受操縱股票之股價緩步墊漲的模型。

$$X_t = \underbrace{(\mu + X_{t-1})\, I_{\{t<\tau_e\}}}_{\text{股價爲隨機漫步}} + \underbrace{\delta_n X_{t-1} I_{\{\tau_e \le t \le \tau_f\}}}_{\substack{\text{股價操縱期間}\\ \text{(發散走勢)}}}$$
$$+ \left(\underbrace{(t-\tau_f)\,\mu + \sum_{k=\tau_f+1}^{t} \varepsilon_k + X^*_{\tau_f}}_{\text{股價爲隨機漫步}} \right) I_{\{t>\tau_f\}} + \varepsilon_t I_{t\le\tau_f} \qquad (2)$$
$$\delta_n = 1 + \frac{c}{n^\alpha}, \quad c > 0, \quad \alpha \in (0,1),$$

式中 X_t 爲股票價格, $I\{A\}$ 代表事件 A (股價緩步墊漲) 發生與否之指示函數 (indicator function)。當股價遭受人爲炒作時, 我們將 τ_e 視爲操縱行爲發生作用致使股價飆漲之起始點; 而 τ_f 則爲過熱現象消迄之結束時點, 在此之後, 最終股價 $X^*_{\tau_f}$ 將重回市場決定機制, 遵循隨機漫步過程。透過對方程式所賦予之經濟意含, 我們可將此模型解讀爲一動態之股票價格結構性轉換過程。式 (2) 之第一項代表股價在操縱前遵循效率市場假說的隨機漫步過程; 同樣地, 第三項代表股價操縱結束後回復到效率市場所隱含之隨機漫步過程。中間項則補捉到股價於炒作期間內 ($\tau_e \le t \le \tau_f$) 所呈現之輕微發散走勢。

爲找出操縱區間之起迄時點, 我們設定虛無假設爲 $\delta_n = 1$, 以此作爲股價是否具趨勢性之判斷指標, 故當 $\delta_n > 1$ 時即代表股價正呈現緩步墊漲走勢 (H_1: 股價動態背離效率假說之價格)。假設股價資料的長度爲 n, 我們首先利用 $\tau_0 = [nr_0]$ 筆資料來計算最初始之 DF 統計檢定量, 其中 r_0 爲估計自我迴歸模型所需之最少樣本比例 ($0 < r_0 < 1$), 本研究追隨 Phillips and Yu (2009) 及王景南, 葉錦徽, 與林宗漢 (2011) 之作法將 r_0 設定爲0.1。在得到首筆統計檢定量之後, 隨著股價期間逐日增長, 我們可在每個股價交易日於收盤後遞迴計算出當日之統計檢定量。當股價開始呈現

臺灣大學學術期刊資料庫

緩步墊漲時, 模型可立即捕捉到股價偏離隨機漫步的時點, 此即爲股價操縱起始日。右尾遞迴式單根檢定可同時使用 Dickey-Fuller 係數檢定統計量 DF_r^δ 與 t 統計量 DF_r^t 進行檢定, 定義如下:

$$DF_r^\delta = \tau\left(\hat{\delta}_\tau(\tau) - 1\right), \tag{3}$$

$$DF_r^t = \left(\frac{\sum_{j=1}^{\tau}\bar{X}_{j-1}^2}{\hat{\sigma}_\tau^2}\right)^{\frac{1}{2}}\left(\hat{\delta}_\tau(\tau) - 1\right), \tag{4}$$

式 (3) 與 (4) 中 $\hat{\delta}_\tau$ 是由最小平方法利用 $\tau = [nr]$ 筆資料估算而得, $\hat{\sigma}_\tau^2$ 爲 σ^2 的估計式, $\tilde{X}_{j-1} = X_{j-1} - \tau^{-1}\sum_{j=1}^{\tau} X_{j-1}$。實證上使用 DF_r^δ 或 DF_r^t 進行檢定時, 兩者結果並無明顯差異。

接下來本文須討論股票操縱檢定中臨界值的設定問題。因股價資料爲有限期間樣本, 若序列存在一階自我相關, 則使用最小平方法進行參數估計將產生估計偏誤, 且此估計偏誤將隨著自我相關係數之增加而提高。爲降低估計偏誤, 我們雖可利用 Monte Carlo 模擬出特定樣本數下之臨界值, 讓不同之樣本長度都可得到其相對應之臨界值, 然此法甚爲繁複, 故本文借鏡 Phillips and Yu (2011) 所提出之臨界值近似公式, 將 DF_r^δ 或 DF_r^t 之顯著水準1%臨界值近似公式分別設定成

$$cv_{\beta_n,r}^{\delta} = 0.5 \times \log(\log[nr])^2, \tag{5}$$

$$cv_{\beta_n,r}^{df} = 0.25 \times \log(\log[nr])^2。 \tag{6}$$

圖 1 呈現右尾遞迴式單根檢定之股價、臨界值與統計檢定量 DF_r^t。根據圖 1 所示, 若在遞迴第 s 次時其統計檢定量開始超越臨界值, 代表股價已上漲至一定程度, 其動態過程已偏離合理範圍, 開始有過熱現象發生, 遞迴迴歸法能清楚界定股票過熱現象發生之起點 $\hat{\tau}_e = [n\hat{r}_e]$, 其中

$$\hat{r}_e = \inf_{s\geq r_0}\left\{s : DF_s^\delta > cv_{\beta_n,s}^{\delta}\right\} \quad 或 \quad \hat{r}_e = \inf_{s\geq r_0}\left\{s : DF_s^t > cv_{\beta_n,s}^{df}\right\}。 \tag{7}$$

在炒作一段期間後, 若操縱者進行獲利了結並退出市場, 將造成股價反轉, 隨後應重新回到隨機漫步過程, 故當 $DF_r^\delta(DF_r^t)$ 小於臨界值時, 代表股價

臺灣大學學術期刊資料庫

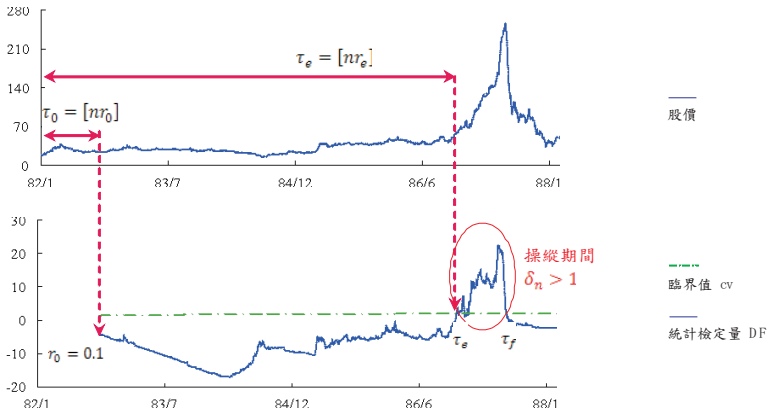


圖 1: 右尾遞迴式單根檢定示意圖

過熱現象消失, 操縱行爲結束之時點爲 $\hat{\tau}_f = [n\hat{r}_f]$。

$$\hat{r}_f = \inf_{s \geq \hat{r}_e + \frac{\log(n)}{n}} \left\{ s : DF_s^{\delta} < cv_{\beta_n, s}^{\delta} \right\} \quad \text{或}$$

$$\hat{r}_f = \inf_{s \geq \hat{r}_e + \frac{\log(n)}{n}} \left\{ s : DF_s^{t} < cv_{\beta_n, s}^{df} \right\}。 \tag{8}$$

此外, Phillips and Yu (2011) 認爲泡沫存續期間須大於 $\log(n)$, 即當 $\hat{\tau}_f - \hat{\tau}_e > \log(n)$ 時我們才可認定股價動態確已偏離合理值, 否則僅能視爲資產價格之短暫變動。我們認爲模型計算之 DF 值呈迅速飆升態勢時, 即應注意該個股是否已遭受股票作手襲擊。簡言之, 此模型具動態適應性與即時性此兩大特點。股票價格爲一逐日增長之動態序列,[27] 遞迴計算每一

[27]本文模型的檢定奠基於股價緩步上漲的動態機制, 可以在時間序列中以一個局部性輕微發散序列呈現, 儘管適用於拉高倒貨的股價操縱 (漲時續漲) 型態相當直觀, 理論上, 該序列的性質並未排除也可偵測殺低再回補 (跌跌不休) 的股價操縱型態。實務上儘管也可能有人會進行放空後倒貨灌低價格, 再回補獲利的操弄機制, 但受限於一般股市中的放空限制較多, 要向下作價的難度相對較高。台灣股市長久以來都有平盤下不得放空的限制, 對非權值股更形約束; 不僅如此, 是否有管道透過融券、借券融通放空的行爲、以及是否有足夠充分的籌碼等等, 都使殺低再回補的策略有實務操作上的侷限性。事實上, Aggarwal and Wu (2006) 也證實美國絕大部份的股價操縱均以墊高股價的方式爲之, 這與我們在葉錦徽, 林怡諄, 與朱珊瑩 (2015) 一文中觀察到台灣獲判操縱案例的經驗相當一致。據此, 我們假設台灣股市的股價操縱絕大多數皆以持有再售出 (buy and sell) 方式爲之, 因此, 現有的分析結果應該並不減損本文的貢獻性。謝謝一位匿名評審的建議。

臺灣大學學術期刊資料

個資料時點均會有其相對應之統計量, 若股價走勢違反效率市場假說之隨機漫步現象, 則證交所監視部門可立即分析個股當日之進出主力及資券變化, 對有異常交易者作持續追蹤, 以維護證券市場之交易秩序。

3.2 資料

爲了舉例說明右尾遞迴式單根檢定的對股價操縱的預警能力, 本文延續葉錦徽, 林怡諄, 與朱珊瑩 (2015) 文中所使用法院判決所判定的股價操縱案例公司爲研究樣本。我們以法院判定的股價操縱時期作爲事後驗證的對照組, 並比較、分析我們的方法與目前台灣證券交易所以及證券櫃檯買賣中心所公布的注意股票警示方式。綜合言之, 本文依法院判決爲主, 找出股價操縱的判決案件後, 再針對該公司股價進行右尾遞迴式單根檢定與分析注意股票警示法。

首先, 我們使用司法院的法學資料檢索系統, 檢索2000年至2010年間一審或二審判決結果出爐, 涉嫌股票操縱的各級法院之法院裁判書內容, 找出法院一審/二審裁定股票操縱的案例, 並且找出股價操縱期間。地方法院裁判書之檢索筆數爲130筆, 高等法院裁判書之檢索筆數爲160筆, 共計290筆檢索資料。刪除資料爲地方法院判決後上訴最高法院的重複案件、相同案件申請解除聲押等無關操縱期間內容之判決、還有雖有涉及證券交易法第155條但主要觸犯其他證券交易法條文或是其他法條爲主的裁判案例、以及無法有效地節錄出股價操縱期間的裁判案例等, 共計有172個檢索。最後, 適合用來分析股價操縱的裁判書案例筆數爲108筆資料。由於裁判書所判決的股價操縱犯罪時期, 通常與裁判日期有一段間隔, 因此, 雖然本文資料檢索期間設定在2000年至2010年, 但最終可得的股票操縱案例期間約落於1994年至2010年之間。

其次, 在找出法院裁定的股價操縱案例後, 我們透過台灣經濟新報資料庫獲得該案例公司的除權息調整後股票收盤日價格資料, 並使用右尾遞迴式單根檢定判別出該股價的操縱期間。由於右尾遞迴式單根檢定需要使用股價資料總量前10%的資料進行第一次單根檢定, 若是法院認定的股價操縱期間位於該公司股價資料的前10%資料區間範圍內, 我們無法計算出該區間的單根檢定結果, 故亦無法有效地比較法院判定的操縱期間, 以及

臺灣大學學術期刊資料庫

右尾遞迴式單根檢定所判斷的操縱期間是否重疊一致, 進而無法驗證出其偵測成效。因此, 認定該案例不適合做爲對照組。在法院判定股票操縱的108家公司中, 共計有16家公司股價有上述情形, 故不納入其分析案例之中。據此, 最後分析的資料筆數爲92家公司, 其中上市公司爲49家, 而上櫃公司43家, 如表1所示。

最後, 爲與現行股價異常交易的警示措施進行比較, 本文透過台灣證券交易所以及證券櫃檯買賣中心所公布的注意股票資訊查詢系統, 找出樣本公司股票中被列爲注意股票的次數與日期。證交所提供2001年1月以後的注意股票資訊, 而櫃買中心則是由2002年2月之後才提供相關資訊, 因此在注意股票公布期間內涵蓋樣本70家公司, 其中31家爲上市公司, 39家爲上櫃公司。注意股票警示主要分析每日收盤後, 其股票交易情況達到證交所或是櫃買中心所公告的異常標準時,[28] 則會被列入注意股票。故注意股票的警示屬於以日公布頻率的間斷型數據, 討論截至當日時之前一段時間的交易異常情況, 然後標示在當日。

3.3 台灣股價操弄的實證

本節中, 我們藉由葉錦徽, 林怡諄, 與朱珊瑩 (2015) 文中針對92家已經遭法院判決確定股價操縱之樣本爲例, 重現股價操縱偵測檢定, 並以事後驗證的方式, 重新依股價所反映的價格資訊來認定其操縱期間, 並與法院在審理期間耗費人力、物力偵訊所判定的操縱期間做比較。根據認定所得的操縱期間, 我們接著深入檢視股價在操縱前、操縱後與操縱期間內, 分別藉著計算期間報酬率, 從而估計出操縱者可能的最大潛在獲利, 以及受害於股價操縱的投資大衆、散戶之最大可能損失, 並從中推算出潛在犯罪所得之最大可能邊界, 並與現行法院量刑時所爲之計算犯罪所得的方式進行比較。

此外, 爲了瞭解此一股價操縱檢定相較於現階段制度中其他相關做法的相對偵測能力, 我們同時將現階段台灣證券交易所, 以及證券櫃檯買賣

[28]相關股市監視的交易異常標準, 規定於「台灣證券交易所股份有限公司公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第四條異常標準之詳細數據及除外情形」, 以及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心櫃檯買賣公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第四條第一項各款異常標準之詳細數據及除外情形」。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 1: 法院審理股價操縱案件之公司名稱、代號、所屬市場以及審理法院表

公司名稱	代號	市場	審理法院	公司名稱	代號	市場	審理法院
東榮	1491	OTC	台灣高等法院	福昌紡織	1425	TSE	台灣高等法院
鼎大	2410	OTC	士林地方法院	中福	1435	TSE	台中地方法院
寶島極	3115	OTC	台中地方法院	佳和	1449	TSE	台中地方法院
大學光	3218	OTC	台北地方法院	大將	1453	TSE	台灣高等法院
倚強	3219	OTC	台北地方法院	怡華	1456	TSE	桃園地方法院
三顧	3224	OTC	板橋地方法院	瑞利	1512	TSE	台灣高等法院
昱捷	3232	OTC	士林地方法院	日馳	1526	TSE	台中地方法院
宇環	3276	OTC	桃園地方法院	勤美	1532	TSE	台北地方法院
杭特	3297	OTC	士林地方法院	和大	1536	TSE	台中地方法院
勝昱	4304	OTC	板橋地方法院	合機	1618	TSE	台中地方法院
協易機	4533	OTC	台北地方法院	東鹼	1708	TSE	台灣高等法院
唐鋒	4609	OTC	台北地方法院	亞化	1715	TSE	台北地方法院
磐亞	4707	OTC	台北地方法院	台肥	1722	TSE	台北地方法院
久陽	5011	OTC	高雄地方法院	寶徠	1805	TSE	台灣高等法院
力新	5202	OTC	台北地方法院	友力	2005	TSE	台灣高等法院
得捷	5204	OTC	台中地方法院	中鋼構	2013	TSE	台北地方法院
飛雅	5207	OTC	台北地方法院	名佳利	2016	TSE	台灣高等法院
皇旗	5313	OTC	板橋地方法院	官田鋼	2017	TSE	台北地方法院
應華精密	5392	OTC	台中地方法院	聚亨	2022	TSE	台北地方法院
世峰	5442	OTC	台北地方法院	志聯	2024	TSE	台灣高等法院
松普	5488	OTC	台中地方法院	佳大	2033	TSE	台南地方法院
榮美開發	5503	OTC	台北地方法院	南港	2101	TSE	台北地方法院
和旺建設	5505	OTC	高雄地方法院	華豐	2109	TSE	台中地方法院
大日	5518	OTC	台北地方法院	麗正	2302	TSE	台灣高等法院
捷力	5524	OTC	台中地方法院	亞瑟	2326	TSE	台北地方法院
昆泰	5526	OTC	台灣高等法院	廣宇	2328	TSE	台灣高等法院
志嘉	5529	OTC	新竹地方法院	銘旺科	2429	TSE	台中地方法院
宏遠證	6015	OTC	台北地方法院	吉祥全	2491	TSE	台中地方法院
合邦	6103	OTC	台灣高等法院	國揚	2505	TSE	台灣高等法院
翔昇	6114	OTC	台北地方法院	長億	2518	TSE	台灣高等法院
信音	6126	OTC	台中地方法院	京城建	2524	TSE	台灣高等法院
詮鼎	6159	OTC	台北地方法院	昱成	2533	TSE	台灣高等法院
亞銳士	6171	OTC	台北地方法院	全漢	3015	TSE	台中地方法院
萬泰科	6190	OTC	板橋地方法院	同開	3018	TSE	嘉義地方法院
洪氏英	6193	OTC	嘉義地方法院	奇普仕	3020	TSE	台中地方法院
茂迪	6244	OTC	台灣高等法院	偉訓科技	3032	TSE	台南地方法院
堃昶	6265	OTC	台中地方法院	揚智	3041	TSE	高雄地方法院
大中鋼	8708	OTC	台灣高等法院	佳醫	4104	TSE	台北地方法院
國產車	8712	OTC	台北地方法院	四維航	5608	TSE	台北地方法院

續接下頁

臺灣大學學術期刊資料庫

承接上頁

公司名稱	代號	市場	審理法院	公司名稱	代號	市場	審理法院
宏福建設	8719	OTC	台北地方法院	豐藝	6189	TSE	台北地方法院
順大裕	8723	OTC	台中地方法院	佳必琪	6197	TSE	台北地方法院
合騏	8937	OTC	台中地方法院	和椿	6215	TSE	士林地方法院
邁達康	9960	OTC	板橋地方法院	陞泰	8072	TSE	台北地方法院
台鳳	1206	TSE	台北地方法院	東亞科	9102	TSE	高雄地方法院
久津	1221	TSE	台北地方法院	秋雨創新	9929	TSE	台中地方法院
台芳	1228	TSE	台北地方法院	茂順	9942	TSE	台中地方法院

註: OTC 爲上櫃股票市場, TSE 爲上市股票市場, 本表之案例爲取自司法院法學資料庫經一審或二審判定違反證券交易法第 155 條的公司名單。

中心所公告的注意股票之偵測方式納入比較分析, 驗證其偵測能力是否相等或是優於目前警示股價異常操縱的方式。

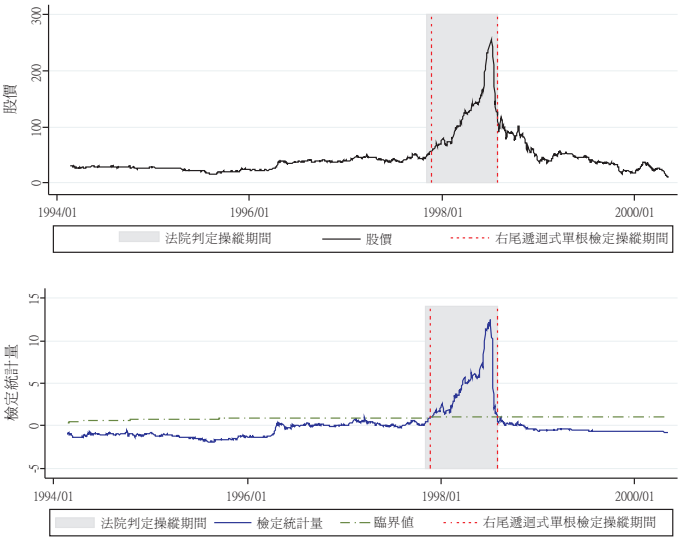
股價操縱期間的認定偵測

我們援引葉錦徽, 林怡諄, 與朱珊瑩 (2015) 文中應用右尾遞迴式單根檢定所認定出的股價操縱期間, 併同股價走勢的圖1至圖 4, 重製彙整於本文的圖 2至圖 5中。由於檢驗家數衆多且篇幅有限, 因此, 僅挑選台鳳 (1206)、唐鋒 (4609)、訊碟 (2491)、國產車 (8712)、佳大 (2033)、四維航 (5608)、佳必琪 (6197) 等七家公司。藉由各個公司之圖形, 我們將法院判決書所判定之操縱期間以灰色陰影區塊標示於圖中, 虛線區間則爲本文建議的右尾遞迴式單根檢定所判斷之操縱期間。如果樣本資料期間涵蓋官於該公司注意股票訊息的公佈, 我們也將公佈注意股票訊息的當日註記在股價圖的下方。我們可將本文所用的股價操縱偵測認定與法院經審理後認定的操縱期間差異, 歸納成四種類型。

第一種爲單一股價操縱認定區間與單一法院判定期間, 如圖 2所示。此一類型股價多數長期維持穩定趨勢, 受到股價操縱者的炒作而開始推升股價, 而股價操縱結束後, 則回到該股票的合理價格區間。圖 2A 右尾遞迴式單根檢定爲台鳳案所認定出來的操縱起漲點, 僅數天稍晚於法院認定的操縱起點; 此外, 我們認定的操縱結束時點幾乎與法院冗長的審理後所判決的操縱結束時間一致。在圖 2B 中, 雖然本文找到的操縱起漲點與法院所裁決的相同, 對於何時股價終能脫離操縱、回復效率市場供需均衡所定義

臺灣大學學術期刊資料庫

A. 台鳳 (1206) 之右尾遞迴式單根檢定判斷操縱期間 [樣本期間未有注意股票警示資料]



B. 唐鋒 (4609) 之右尾遞迴式單根檢定認定操縱期間 [包含注意股票警示日期資料]

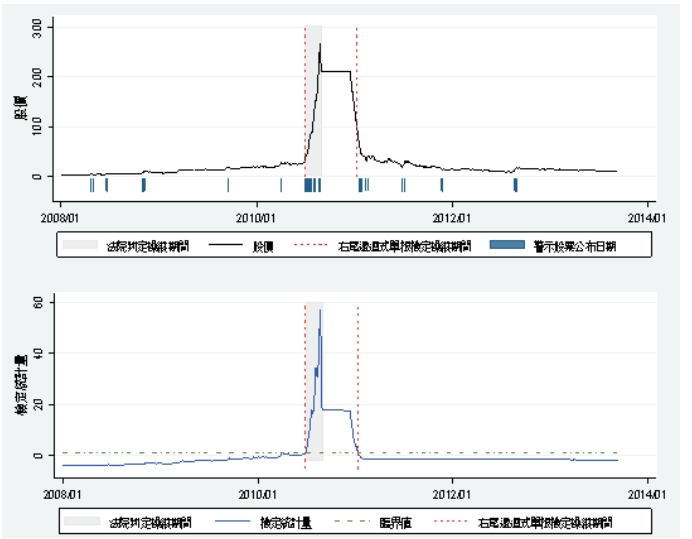


圖 2: 單一認定期間與單一法院判決期間的股價操縱之檢測判斷

註: A. 灰色區塊爲法院判決書所判定之操縱期間, 虛線區間爲右尾遞迴式單根檢定所判斷之操縱期間。

B. 灰色區塊爲法院判決書所判定之操縱期間, 虛線區間爲右尾遞迴式單根檢定所判斷之操縱期間, 柱狀線條爲台灣證券交易所或證券櫃檯買賣中心所公布的注意股票之警示日期。

臺灣大學學術期刊資料庫

的合理價格, 顯然我們的方法與法院有不一樣的觀點。右尾遞迴式單根檢定所認定出來、背離效率市場價格的操縱期間比法院所判的要長了許多。小結第一種單一操縱期間類型的案子, 右尾遞迴式單根檢定的認定成功率相對很高。

第二種爲單一股價操縱認定區間與多個法院判定期間。此種類型可能如圖 3A 的訊碟 (2491) 案例, 法院判定兩個不同的操縱區間, 右尾遞迴式單根檢定僅偵測到第一個法院判定操縱區間, 而對第二個法院所判定的操縱區間則認定股價並未背離效率市場價格。原因在於右尾遞迴式單根檢定的檢定力來自前段期間並無價格輕微發散的現象 (虛無假設), 一旦股價中出現多段的操縱, 第二波股價操縱的時間點接近上一波操縱時期, 由於該方法認定後期是否發生操縱, 乃立基於股價上升、波動劇烈的前期做爲基期, 如此一來, 檢定統計量因爲受到前期股價大幅波動影響, 而將隨後接近的小幅上漲視爲正常波動, 而無法有效捕捉第二波的股價操縱。

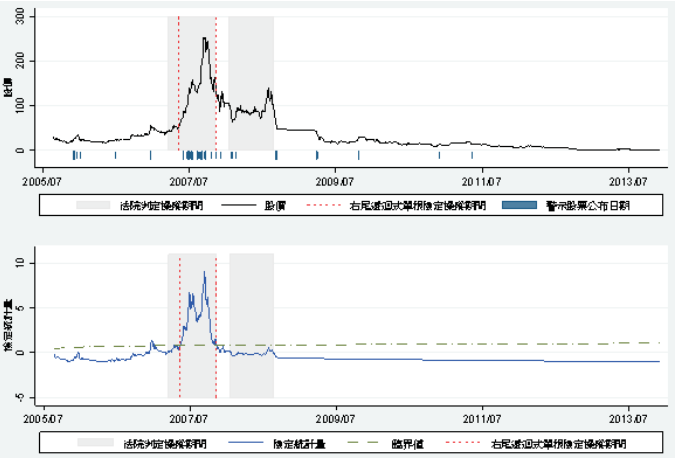
另一種可能則如圖 3B 所顯示。圖 3B 中, 我們所認定的操縱期間遠早於法院所認定出來的第一個期間, 而操縱結束點則與法院所認定的第二個操縱股價期間的結束時點相當接近。從事後觀點審視法院判定的兩個操縱期間, 可發現均接近股價高點時。若考慮股價操縱者的操縱成本與利益, 或許右尾遞迴式單根檢定所認定到的起點比較符合炒作利益極大的原則。我們因而合理地推論國產車 (8712) 股價操縱者的操縱時期極可能比法院判定期間較早, 操縱時間也較久。

相對於第二種類型, 第三種類型則爲多個股價操縱偵測區間與單一法院判定期間。以圖 4A 所示的佳大 (2033) 以及圖 4B 的四維航 (5608) 爲例。右尾遞迴式單根檢定偵測出兩個股價操縱期間, 但法院判定的操縱期間僅只有一個。對於圖中所示的第二個被偵測出來的操縱期間的解釋, 極有可能是由於檢調機構並未對該段操縱起訴或是金融主管機構沒有察覺到該段股價操縱的情況; 亦或是另一種可能: 股價在歷經操縱後變成基本面良好所導致股價推升。顯然, 我們以爲前一種狀況的可能性較高。

此外, 圖 4 的兩個股價操縱檢測圖, 相對於圖 3A 中的訊碟案, 可以發現若是兩個股價操縱所致的緩步墊漲期間相距較遠, 右尾遞迴式單根檢定則較不受到較久遠之前的股價波動影響, 如圖 4A 的佳大案。同樣地, 在圖

臺灣大學學術期刊資料庫

A. 訊碟 (2491) 之右尾遞迴式單根檢定認定操縱期間 [包含注意股票警示日期資料]



B. 國產車 (8712) 之右尾遞迴式單根檢定認定操縱期間 [包含注意股票警示日期資料]

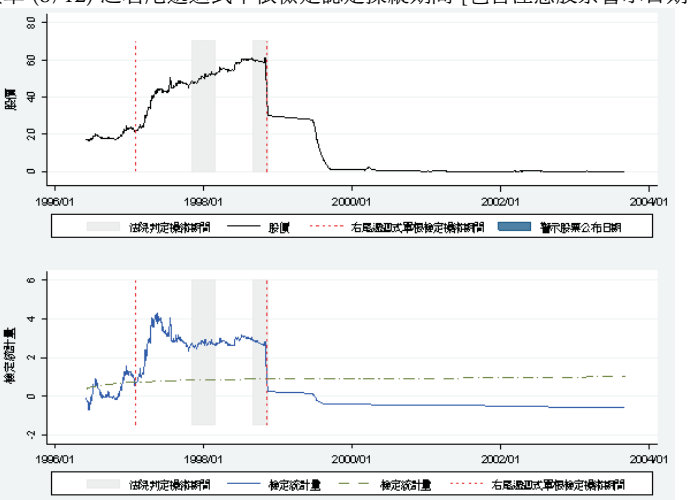


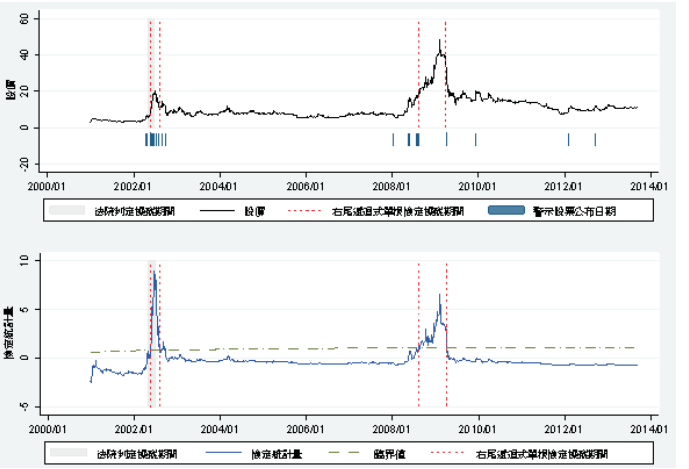
圖 3: 單一認定期間與多個法院判決期間的股價操縱之檢測判斷

註: A. 灰色區塊爲法院判決書所判定之操縱期間, 虛線區間爲右尾遞迴式單根檢定所判斷之操縱期間, 柱狀線條爲台灣證券交易所或證券櫃檯買賣中心所公布的注意股票之警示日期。

B. 灰色區塊爲法院判決書所判定之操縱期間, 虛線區間爲右尾遞迴式單根檢定所判斷之操縱期間, 柱狀線條爲台灣證券交易所或證券櫃檯買賣中心所公布的注意股票之警示日期。

臺灣大學學術期刊資料庫

A. 佳大 (2033) 之右尾遞迴式單根檢定認定操縱期間 [包含注意股票警示日期資料]



B. 四維航 (5608) 之右尾遞迴式單根檢定認定操縱期間 [包含注意股票警示日期資料]

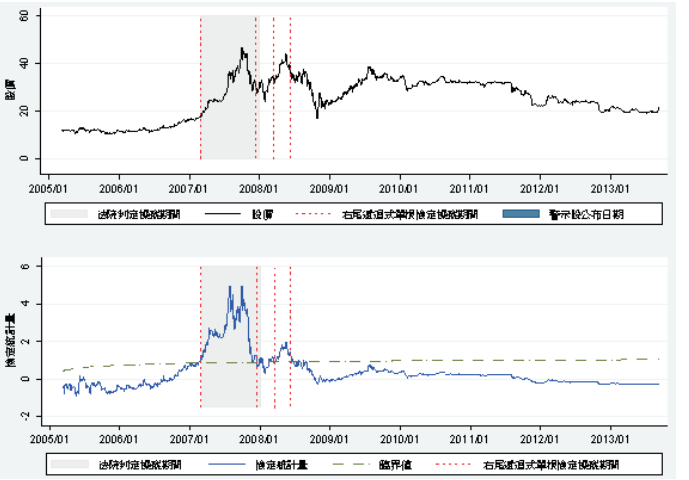


圖 4: 多個認定期間與單一法院判決期間的股價操縱之檢測判斷

註: A. 灰色區塊爲法院判決書所判定之操縱期間, 虛線區間爲右尾遞迴式單根檢定所判斷之操縱期間, 柱狀線條爲台灣證券交易所或證券櫃檯買賣中心所公布的注意股票之警示日期。

B. 灰色區塊爲法院判決書所判定之操縱期間, 虛線區間爲右尾遞迴式單根檢定所判斷之操縱期間, 柱狀線條爲台灣證券交易所或證券櫃檯買賣中心所公布的注意股票之警示日期。

臺灣大學學術期刊資料庫

佳必琪 (6197) 之右尾遞迴式單根檢定認定操縱期間 [包含注意股票警示日期資料]

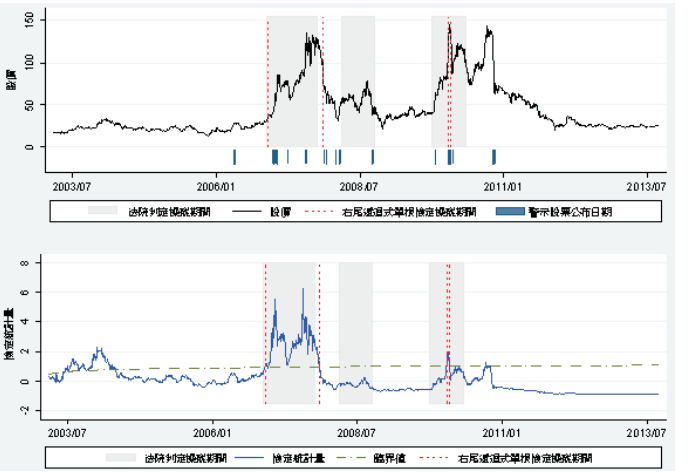


圖 5: 多個認定期間與多個法院判決期間的股價操縱之檢測判斷

註: 灰色區塊爲法院判決書所判定之操縱期間, 虛線區間爲右尾遞迴式單根檢定所判斷之操縱期間, 柱狀線條爲台灣證券交易所或證券櫃檯買賣中心所公布的注意股票之警示日期。

4B 的四維航案中也可以看到, 若是第二個操縱期間波段的趨勢轉折較明顯, 僅管沒有一段平緩的股價作爲基期、兩段期間縱然很接近而且具有相當的股價波動性, 右尾遞迴式單根檢定仍能維持其穩健性而可有效地判斷出另一波的股價操縱期間。

第四種爲多個股價操縱偵測區間與多個法院判定期間, 可以用圖 5 所示的佳必琪 (6197) 爲例。由圖中的觀察可知, 法院所判定的三個股價操縱區間, 右尾遞迴式單根檢定可判斷出其中兩個區間; 由於其中第二個區間的股價波動程度較小並且價格趨勢較爲平緩, 因此, 右尾遞迴式單根檢定較無法區分出其動態結構的差異。然而對於第一個與第三個法院判定操縱區間, 透過右尾遞迴式單根檢定則可有效捕捉到股價操縱者的操縱行爲。

由上述不同情況的討論中可以發現, 相較於法院的判決, 除了些許案例中有可以改進的空間以外, 以右尾遞迴式單根檢定進行拉高倒貨股價操縱的認定大抵可以獲致相當不錯的結果。尤其須說明的是, 本法僅僅使用個股的股價資訊而無須仰賴其他關於案例公司的財務、會計等變數, 或者其

臺灣大學學術期刊資料庫

它可獲得的資訊 (如法院承審時所需要的人證與物證、還有其中所涉及審訊衍生的成本), 就可以有如此的表現。若進一步考量執行成本, 相較於操縱案件爆發後的偵查蒐證、法院耗費相當人力與物力進行偵訊與審理所花的代價, 本文建議採用的右尾遞迴式單根檢定方法其邊際執行成本幾近於零, 不僅可以供事前預警防範股價操作所衍生的社會成本於未然, 事後還可以協助司法審理中對認定操縱期間提供另一種可能的論述證據, 其成本效益分析不言可喻。

3.4 注意股票警示之股價操縱偵測

注意股票警示主要是分析每日收盤後, 若是其股票交易情況達到台灣證券交易所或是證券櫃檯買賣中心所公告的異常標準時, 則會被列入注意股票, 提供投資人該股票交易異常的資訊。異常標準通常是指一段固定營業日期間的成交價漲跌比例, 並且平均成交量、週轉率或是資券比異常者, 相關的認定標準提示於本文的表 2。注意股票的警示屬於以日公布頻率的間斷型數據, 討論截至當日之前一段時間 (如最近 6 個、30 個、60 個或是 90 個營業日) 的交易異常情況, 然後標示在當日。

除了圖 2A 的台鳳 (1206) 沒有注意股票的警示資料外, 圖 2B、圖 3 至圖 5 中六家公司股票均包含注意股票的資訊, 而在樣本資料分析期間的注意股票警示均在圖形中使用柱狀線條表示出警示日期。這六家公司股票中, 其中的國產車 (8712) 以及四維航 (5608) 的股價操縱案例中, 注意股票警示完全沒有提出交易異常的警訊。其餘四家公司案例中, 可以發現注意股票的警示並非全部以連續日表示, 而是或有間斷型的標示, 對於彰顯股價操縱這一類顯然需要縝密佈局而且有持續性作爲的經濟犯罪所可能遭受的風險而言, 對投資人的參考性恐怕相當有限。這其中也涉及另一個問題, 就是注意股票的警示無法如右尾遞迴式單根檢定的方式, 偵測出股票操縱的起迄點, 故無法清楚定義出操縱期間, 例如圖 3A 的訊碟 (2491) 僅在操縱期間中段有密集的注意股票警示標記, 而前段與後段僅有零星標記, 因此並不容易使投資人對股價操縱產生系統性訊息解讀或保持注意。稱得上有效的例子僅有圖 5 佳必琪 (6197) 的第一個操縱期間。雖然在操縱期間一開始有類似連續日的注意股票警示標記, 但是很快而明顯地可以發現, 在

臺灣大學學術期刊資料庫

表 2: 台灣證交所公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第4條

以「交易價」作認定標準

1. 最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常者。
2. 最近一段期間起迄兩個營業日之收盤價漲跌百分比異常者。
3. 最近一段期間起迄兩個營業日之收盤價價差異常者。

以「交易量」作認定標準

1. 最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常,且其當日之成交量較最近一段期間之日平均成交量異常放大者。
2. 最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常,且證券商當日受託買賣該有價證券之成交買進或賣出數量,占當日該有價證券總成交量比率過高者。
3. 當日及最近數日之日平均成交量較最近一段期間之日平均成交量明顯放大者。

其他認定標準

1. 最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常,且其當日之週轉率過高者。
2. 最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常,且券資比明顯放大者。
3. 台灣存託憑證收盤價與其表彰股票所屬國交易市場收盤價計算之溢折價百分比異常者。
4. 最近一段期間之累積週轉率明顯過高者。
5. 本益比、股價淨值比異常及當日週轉率過高,且符合較其所屬產業類別股價淨值比偏高、任一證券商當日成交買進或賣出金額占當日該有價證券總成交金額比率過高或任一投資人當日成交買進或賣出金額占當日該有價證券總成交金額比率過高等三種情形之一者。
6. 其他交易情形異常經監視業務督導會報決議者。

註: 參考自台灣證券交易所股份有限公司公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點 (法源依據: 台灣證券交易所股份有限公司實施股市監視制度辦法, 民國103年8月8日修正), 作業要點第4條: 證交所於每日收盤後, 即分析上市有價證券之交易, 發現有下列情形之一時, 公告其交易資訊。參閱: http://www.selaw.com.tw/Scripts/Query4A.asp?FullDoc=all&Fcode=G0100247。

進入股價操縱期間以後, 中後段的警示標記僅有零星散布, 並無法有效地用注意股票的警示資料認定操縱區間。

注意股票之所以無法有效標註較長的操縱區間, 可能的原因在於異常標準的設定。其標準通常是使用一段期間的平均量或是累積量作爲衡量準則, 如最近6個、30個、60個或是90個營業日的平均成交量或是週轉率。

臺灣大學學術期刊資料庫

若是操縱期間較長者, 這些的平均量就會被移動平均方式所提高, 即爲異常標準被提高, 而無法有效衡量出後續營業日的異常交易情況。因此, 訊號本身並無持續性, 無法有效找出股價操縱的情況, 亦無法提供有效的預警。此外, 由於注意股票的警示標準均爲公開資訊, 有心的股價操縱者會極力避免操縱期間被發現, 而盡量將操縱的成交量或是週轉率壓抑至接近異常標準而不超過。曾有法院判決書寫到股票操縱者除了利用人頭戶分散單一帳戶的成交量, 並且也會規避成交量或是週轉率的標準。因此, 圖 3B 的國產車 (8712) 以及圖 4B 的四維航 (5608) 之所以沒有被注意股票警示, 可能歸因於謹愼型股價操縱者的細緻操弄手法。

3.5 右尾遞迴式單根檢定與注意股票預警績效之比較分析 — 以法院判決期間為基礎

本文比較右尾遞迴式單根檢定與證交所所公佈注意股票之偵測能力比較, 是以法院判決書所判定股價操縱期間作爲基準對照組。過去相關文獻雖然指出不論是法院判定或是學術實務上判斷的方式, 均很難精準判斷出股價操縱者的正確操縱期間 (Kyle and Viswanathan, 2008; Putniņš, 2011), 但是本文仍需要一個接近正確股價操縱期間的事後證據, 來驗證本文提出的方式與優於目前主管機關警示方式的偵測能力。由於法院判決由主管機關與法院司法官深入調查以判定操縱行爲, 因此以此作爲基準對照組有一定程度的可信度。本文因此採用法院判定期間來驗證右尾遞迴式單根檢定與注意股票之偵測能力。

偵測能力衡量標準是以右尾遞迴式單根檢定與注意股票之股價操縱事後偵測期間的涵蓋率來表示。其涵蓋率即爲右尾遞迴式單根檢定 (或是注意股票) 之股價操縱事後偵測期間與法院判定操縱期間的重疊期間長度比率。計算方式爲法院判定期間內的兩種檢測方式所偵測的天數除以法院判定期間總天數。除了法院判定期間內之外, 本文亦討論法院判定期間的前與後200交易日之涵蓋率, 即爲法院判定期間的前與後200交易日, 有多少天數與兩種檢測方式所判斷操縱天數重疊, 藉以判斷兩種檢測方式是否能夠提供投資人與主管機關有關股價操縱者發動操縱股價上漲動作前的預警。

臺灣大學學術期刊資料庫

操縱期間涵蓋率表格如表3與表4所示, 爲兩個檢測方式所判斷得出的股價操縱期間與法院判定期間的重疊比率, 透過涵蓋率的分布情況呈現出兩者偵測能力與預警效果。因爲台灣證交所與櫃買中心僅提供2001年之後的注意股票資訊, 因此, 在本文資料內曾被列爲注意股票公司僅有70家, 而非92家。以下就右尾遞迴式單根檢定之股價與注意股票的操縱偵測效果進行分析。

承前述分析, 我們能夠得知爲何法院判定期間與右尾遞迴式單根檢定判斷期間有所不同的可能原因, 以及注意股票警示在偵測股價操縱時的問題。透過以下表格, 本文欲呈現出92個法院判定曾有股價操縱的股票案例中, 右尾遞迴式單根檢定與注意股票警示方式整體的股價操縱之偵測能力, 請參見表3與表4。本文使用法院判定操縱期間爲基準, 計算出右尾遞迴式單根檢定與注意股票警示所偵測到的股價操縱期間與法院判定操縱期間之重疊比例, 並區分「涵蓋部分」以及「未涵蓋部分」等兩大項, 其中「涵蓋部分」又可細分爲八個涵蓋比例區間, 藉以分析兩種偵測方式的偵測能力。

此外, 本文亦討論法院判定期間前後200個交易日的涵蓋比例, 在「法院判定期間前」有重疊的部分表示右尾遞迴式單根檢定比法院判定操縱期間要早一步預警到股價操縱的現象、法院判定操縱開始日比實際上股價操縱者炒作日期晚、或是找到法院未察覺的操縱期間; 而在「法院判定期間後」有重疊的部份表示右尾遞迴式單根檢定比法院判定操縱期間要晚預警到股價操縱的現象、法院判定操縱結束日比實際上股價操縱者炒作日期早、或是找到法院未察覺的操縱期間。以下就針對法院判定期間 (之內、前與後) 進行右尾遞迴式單根檢定與注意股票警示兩種偵測方式的比較。

法院判定期間「內」的偵測能力

從表3A 可得知, 右尾遞迴式單根檢定與法院判定期間重疊涵蓋部分爲43家公司股票, 未涵蓋者爲49家公司股票, 其百分比分別爲46.74%以及53.26%。進一步觀察其涵蓋部分比例的細項, 可知完全涵蓋100%者有12家, 佔總比例的13.04%, 而50%–75%與75%–99%兩個比例區間的家數分別爲5家與14家, 爲總比例的5.43%以及15.22%, 若僅看涵蓋比例50%

臺灣大學學術期刊資料庫

表 3: 右尾遞迴式單根檢定偵測股價操縱期間與法院判定操縱期間之比較分析

A 部分: 法院判定操縱期間『內』的右尾遞迴式單根檢定偵測出股價操縱之涵蓋天數比例

		涵蓋部分比例									未涵蓋
	總家數	未滿 1%	1%–5%	5%–10%	10%–25%	25%–50%	50%–75%	75%–99%	100%	小計	部分
家數	92	1	4	2	3	2	5	14	12	43	49
家數百分比	100%	1.08%	4.35%	2.17%	3.26%	2.17%	5.43%	15.22%	13.04%	46.74%	53.26%

B 部分: 法院判定操縱期間『前』200 個交易日的右尾遞迴式單根檢定偵測出股價操縱之涵蓋天數比例

		涵蓋部分比例									未涵蓋
	總家數	未滿 1%	1%–5%	5%–10%	10%–25%	25%–50%	50%–75%	75%–99%	100%	小計	部分
家數	92	5	9	1	4	10	3	4	3	37	55
家數百分比	100%	5.43%	9.78%	1.09%	4.35%	10.87%	3.26%	4.35%	3.26%	40.22%	59.78%

C 部分: 法院判定操縱期間『後』200 個交易日的右尾遞迴式單根檢定偵測出股價操縱之涵蓋天數比例

		涵蓋部分比例									未涵蓋
	總家數	未滿 1%	1%–5%	5%–10%	10%–25%	25%–50%	50%–75%	75%–99%	100%	小計	部分
家數	92	2	5	4	11	3	6	5	1	37	55
家數百分比	100%	2.17%	5.43%	4.35%	11.96%	3.26%	6.52%	5.43%	1.09%	40.22%	59.78%

註: 本表主要分析右尾遞迴式單根檢定所偵測到的股價操縱期間與法院判定操縱期間之重疊比例, 以瞭解右尾遞迴式單根檢定的偵測效果。以下就法院判定操縱期間之內、前與後的天數做爲基準, 各表的『涵蓋部分比例』欄位之計算爲右尾遞迴式單根檢定所偵測的操縱期間天數除以法院判定操縱期間 (之內、前與後) 天數, 即爲重疊涵蓋比例, 共分成8 個比例區間, 並統計各個區間的家數與家數百分比, 而『未涵蓋』欄位表示右尾遞迴式單根檢定所偵測的操縱天數完全沒有涵蓋到法院判定期間操縱期間 (之內、前與後) 的天數的公司家數與家數百分比。法院判定操縱期間『前』或『後』之涵蓋部分的計算方式爲右尾遞迴式單根檢定所偵測的操縱期間天數, 扣除掉與法院判定重疊之期間, 僅留下與法院判定期間『前』或『後』的天數, 再除以法院判定操縱期間前或後的 200 個交易天數, 即爲右尾遞迴式單根檢定所偵測的法院操縱期間前或後的天數除以 200。

臺灣銀行期刊資料庫

表 4: 注意股票偵測股價操縱期間與法院判定操縱期間之比較分析

A 部分: 法院判定操縱期間『內』的注意股票偵測出股價操縱之涵蓋天數比例

		涵蓋部分比例									未涵蓋
	總家數	未滿 1%	1%–5%	5%–10%	10%–25%	25%–50%	50%–75%	75%–99%	100%	小計	部分
家數	70	2	12	12	9	3	3	0	0	41	29
家數百分比	100%	2.86%	17.14%	17.14%	12.86%	4.29%	4.29%	0.00%	0.00%	58.57%	41.43%

B 部分: 法院判定操縱期間『前』200 個交易日的注意股票偵測出股價操縱之涵蓋天數比例

		涵蓋部分比例									未涵蓋
	總家數	未滿 1%	1%–5%	5%–10%	10%–25%	25%–50%	50%–75%	75%–99%	100%	小計	部分
家數	70	10	14	2	1	0	0	0	0	27	43
家數百分比	100%	14.29%	20.00%	2.86%	1.43%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	38.57%	61.43%

C 部分: 法院判定操縱期間『後』200 個交易日的注意股票偵測出股價操縱之涵蓋天數比例

		涵蓋部分比例									未涵蓋
	總家數	未滿 1%	1%–5%	5%–10%	10%–25%	25%–50%	50%–75%	75%–99%	100%	小計	部分
家數	70	11	20	7	3	1	0	0	0	42	28
家數百分比	100%	15.71%	28.57%	10.00%	4.29%	1.43%	0.00%	0.00%	0.00%	60.00%	40.00%

註: 本表主要分析注意股票所偵測到的股價操縱期間與法院判定操縱期間之重疊比例, 以瞭解注意股票的偵測效果。以下就法院判定操縱期間之內、前與後的天數做爲基準, 各表的『涵蓋部分比例』欄位之計算爲右尾遞迴式單根檢定所偵測的操縱期間天數除以法院判定操縱期間 (之內、前與後) 天數, 即爲重疊涵蓋比例, 共分成8個比例區間, 並統計各個區間的家數與家數百分比, 而『未涵蓋』欄位表示右尾遞迴式單根檢定所偵測的操縱天數完全沒有涵蓋到法院判定期間操縱期間 (之內、前與後) 的天數的公司家數與家數百分比。法院判定操縱期間『前』或『後』之涵蓋部分的計算方式爲注意股票所偵測的操縱期間天數, 扣除掉與法院判定重疊之期間, 僅留下與法院判定期間『前』或『後』的天數, 再除以法院判定操縱期間前或後的 200 個交易天數, 即爲注意股票所偵測的法院操縱期間前或後的天數除以 200。

臺灣期貨交易所研究資料庫

以上者, 則其比例佔總體的33.7%; 單看涵蓋部分的話, 超過50%涵蓋率者佔整體涵蓋部分的72.09%。此顯示右尾遞迴式單根檢定有與法院判定期間重疊的話, 大多集中於高涵蓋比例區間, 兩者股價操縱期間重疊比例相當高。

進一步檢視注意股票的偵測結果, 由表4A觀察可知, 大多數的注意股票警示與法院判定期間重疊涵蓋比例落於1%–5%、5%–10%以及10%–25%等3個比例區間, 佔整體的47.14%, 而涵蓋比率超過50%者僅佔整體的4.29%, 且沒有涵蓋比率超過75%者。以涵蓋50%以上做一個較嚴格的標準的話, 右尾遞迴式單根檢定超過50%的涵蓋率的總家數爲31家, 所佔總比例爲33.7%, 而注意股票警示超過50%的涵蓋率僅有3家, 其總比例爲4.29%, 在此一標準下, 右尾遞迴式單根檢定則顯著優於注意股票警示的股價操縱的偵測能力。

法院判定期間「前」的偵測能力

由表3B可知, 右尾遞迴式單根檢定與「法院判定期間前」有重疊的部分有37家, 未涵蓋的部分有55家, 百分比分別爲40.22%以及59.78%, 多數集中於1%–5%以及25%–50%的部分, 其分配情況約呈現右偏的雙峰分配。而從表4B得知, 注意股票警示與「法院判定期間前」有重疊的部分有27家, 未涵蓋的部分有43家, 百分比分別爲38.57%以及61.43%, 多數集中於未滿1%以及1%–5%等兩部分, 合計約佔總比例的34.29%, 呈現極度右偏分配的現象。

若是以法院判定開始操縱之前, 就能夠提出預警的角度, 或是找到法院未察覺的股價操縱行爲的觀點而言, 右尾遞迴式單根檢定的涵蓋比例相較於注意股票的涵蓋比例較大, 且右尾遞迴式單根檢定的涵蓋比例分配也不像注意股票的分配呈現極端右偏, 因此, 由兩表的B部分可知, 右尾遞迴式單根檢定的「法院判定期間前」的預警能力較好。

法院判定期間「後」的偵測能力

從表3C可知, 右尾遞迴式單根檢定與「法院判定期間後」有重疊的部分亦爲37家, 未涵蓋的部分有55家, 百分比分別亦爲40.22%以及59.78%, 多

臺灣大學學術期刊資料庫

數集中於10%–20%的部分, 其分配情況約呈現右偏分配。觀察表4C, 注意股票警示與「法院判定期間前」有重疊的部分有42家, 未涵蓋的部分有28家, 百分比分別爲60%以及40%, 有近74%均落於未滿1%以及1%–5%等兩個極低覆蓋率的比例區間, 呈現極端右偏分配。

就如同之前所述的兩個偵測方式與法院判定期間「後」重疊天數的涵義, 討論兩個偵測方式與法院判定期間「後」的重疊天數, 主要找出法院尚未察覺的操縱行爲, 或是法院少評估了實際操縱者的操縱期間天數。從此論點出發的話, 由兩表的C部分可知, 雖然注意股票的總涵蓋家數與總比例較高, 但是均落於極低的涵蓋區間之內, 反觀右尾遞迴式單根檢定相較於注意股票警示, 則涵蓋比例分布較爲平均, 且平均涵蓋比例也較高, 此表示本文的方法相較於注意股票警示而言, 提供了較好的偵測能力。

4 應用於實際法院判決案例分析 — 以茂迪案為例

前揭章節已明確指出各級法院對主觀意圖及客觀行爲之認定常有歧異, 故本節欲以茂迪相對成交及操縱股價一案, 由各級法院對主觀操縱意圖、相對成交行爲、高低價、人頭戶及交易量此五個構面, 突顯出在法官自由心證下對客觀事實之不同解讀, 將導致無罪/有罪完全顛轉之結果發生, 最後並使用本文提倡的財務計量模型對茂迪的股價操縱案進行檢測與操縱期間的認定, 期以說明此模型對於協助認定犯罪事實或操縱預警之適用性。

本案被告張〇〇是以買賣股票爲業之投資人, 曹〇〇則擔任台証證券公司營業員一職, 兩人涉嫌自民國94年7月11日至同年10月5日止進行相對成交與股票操縱行爲, 經台灣台北地方法院檢察署檢察官提起公訴, 台北地院判決被告無罪,[29] 後經檢查官提起上訴, 台灣高等法院撤銷原判決, 並以兩人「共同連續違反對於在證券商營業處所買賣之有價證券, 不得有意圖抬高及壓低證券商營業處所買賣某種有價證券之交易價格, 自行及以他人名義, 對該有價證券連續以高價買入及以低價賣出之規定」爲由, 處以有期圖刑及併科罰金,[30] 後有最高法院於民國101年駁回被告上訴,[31]

[29]台灣台北地方法院95年度重訴字第125號刑事判決。

[30]台灣高等法院97年度上訴字第4905號刑事判決。

[31]最高法院101年度台上字第3276號刑事判決。

臺灣大學學術期刊資料庫

全案幾已定讞。

4.1 事實概要

張〇〇於茂迪股票除權息日前大量買超以拉抬股價, 在除權息當日爲確保獲利大舉倒貨, 並於事後持續影響股價以維持剩餘持股之獲利。本文根據判決書所示, 將茂迪之操縱期間切割成兩個階段作描述。

(1) 第一階段 (94/7/11至94/8/18)

被告自 94 年 1 月 17 日開始進場交易茂迪股票, 並於此段法院認定之股票操縱期間, 被告計有 16 個營業日以自身或人頭帳戶進行相對成交買賣、14 個營業日其成交量佔茂迪當日成交量 20% 以上、連續多日以高價拉尾盤等各種方式進行拉抬茂迪股價之行爲。至除權息前一日止, 短短 21 個營業日茂迪股價之漲幅已高達 50.11%。爲確保獲利, 被告乃於除權息當日 (94/8/11) 大舉倒貨, 單日賣超金額達 3 億 2,779 萬元, 並於除權息日後仍持續以盤中高價買進、拉尾盤及盤後定價交易出貨等方式維持其後續獲利。

(2) 第二階段 (94/8/19至94/10/5)

被告於此開查核期間共計買進 11,363 仟股, 賣出 12,937 仟股, 賣超 1,574 仟股。爲維持其所持股份之獲利, 被告於除權息日後計有 13 個營業日連續以高價委託買進茂迪股票、31 個營業日有相對成交行爲且有 13 個營業日其成交量佔茂迪當日成交量 20% 以上, 而此開操縱期間茂迪股票之漲幅仍達 28.45%。

4.2 法官自由心證之歧異性

4.2.1 各級法院對「主觀操縱意圖」之認定

台北地方法院首先確認本案被告張〇〇係以買賣股票爲業之投資人, 其並無介入茂迪公司營運之情事, 且於股票交易分析意見書所指其意圖影響茂迪股價之期間, 茂迪其經營狀況佳、媒體利多消息頻傳、三大法人亦大量交易茂迪股票, 基於上述理由, 張〇〇交易茂迪股票應屬合理投資, 法院尚難認定被告有操縱茂迪公司股價之意圖, 詳細說明如下:

臺灣大學學術期刊資料庫

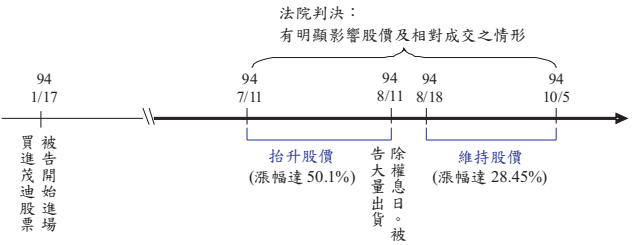


圖 6: 被告操縱茂迪股票圖示

- 94 年度茂迪之 EPS 爲14.19元, 每股稅前純益於所有上櫃公司中排名第一, 且公司於6、7月間接連發布「股東會通過提高投資大陸太陽能晶圓廠之額度」與「董事會決議發放股票股利5.926元及現金股利2.6765元」兩則重大消息, 可知茂迪爲一獲利穩健、營運良好之公司, 被告乃基於投資意願而買賣股票。
- 市場利多消息頻傳, 各類財經媒體亦先後報導諸如茂迪產能利用率再攀新高、當年產能已熱銷售罄、新產線順利投入量產等相關新聞, 並配合美國及大陸均通過能源法案、國際油價每桶突破70美元大關等市場面因素, 激勵茂迪股價走強。三大法人亦因看好茂迪前景, 於94年間每週均有買賣茂迪股票之情事, 故被告買賣茂迪股票之行爲與公司營運、市場消息及三大法人之交易動向並無背離。
- 基於上述論點, 台北地院判定被告對茂迪股票之交易行爲實爲合理投資, 難以斷言被告有非法炒作股價之意圖, 是故法官無法僅依據被告於查核期間在盤中以高價掛單買進或以低價掛單賣出、在收盤前10分鐘以高於前盤成交價或漲停價委託買進 (拉尾盤)、盤後定價交易出貨等客觀行爲, 據以認定張〇〇有操縱茂迪股價之意圖。

然經檢查官提起上訴, 台灣高等法院以茂迪股價走勢明顯異於大盤、被告連續以高價買進茂迪股票、股價上漲與炒作行爲不相違逆等言, 對張〇〇有操縱茂迪股價之意圖與否和地院持不同看法。

- 台北地院雖將張〇〇交易茂迪股票一事視爲投資行爲, 然以94年茂迪預估之每股盈餘10.76元爲計, 被告可獲得之股利收益率僅2.45%, 但

臺灣大學學術期刊資料庫

其融資之年利率若以6.8%計算, 利息費用最高可達1億0,404萬元, 股利收益還未及其因融資所產生之資金成本, 故以資金成本及報酬率兩者觀之, 被告意在獲取茂迪股價短期波動之價差而非長期投資利得。被告願承擔高額資金成本, 忽視投資風險及遭人頭戶侵佔資金之風險, 無非自恃其以龐大之資金頻繁進出股市, 必能誘使不知情投資人購買股票, 進而抬升茂迪股價以獲取不法利益。

- 縱茂迪確因獲利良好、利多消息及三大法人買進等各種因素加持致使股價上升, 惟股市過熱與人爲操縱股價並不相衝突, 被告亦可利用市場看好茂迪前景之時趁勢進場哄抬股價, 以此交易熱絡之假象誘使不知情投資人進場推升價格, 故根據判決書所言「尚不能以被告張天福操縱股價之標的爲績優股、或熱門股, 即謂其無此犯罪, 應從被告張天福對該特定股票買賣之過程, 是否違背一般交易常情, 以爲判斷」。
- 上開查核期間茂迪股價之漲幅明顯異於同類股走勢。在第一個操縱期間, 茂迪股價之漲幅達50.11%, 但 OTC 大盤漲幅與電子工業類股漲幅分別僅爲1.79%及3.52%; 94/8/19至94/10/5此段期間, OTC 大盤及電子工業類股跌幅均超過5%, 惟茂迪漲勢仍不間斷, 漲幅高達28.45%。
- 張〇〇以自身及人頭帳戶, 於上開操縱期間常以漲停價或高於前日收盤之價格於開盤前掛單買進茂迪股票, 此舉不論成交與否都將影響到開盤股價之走勢, 被告另會於盤中連續以高價買進, 甚或以拉尾盤之方式抬升當日成交價並連帶影響次日開盤之價格, 吸引其他投資人跟進買進茂迪股票, 不論何種手段皆爲造成交易熱絡之假象, 被告操縱股價之意圖至明。

4.2.2 各級法院對「相對成交行為」之認定

因沖洗性買賣較易營造出股市活絡之象, 且交易股票所產生之高額手續費亦不符合經濟效益, 故學理上常將相對成交視爲意圖操縱股價之有力證據。茂迪一案兩級法院對被告進行相對成交行爲有截然不同的解讀, 台北地院接受被告以當日沖銷、資金需求及相對成交之交易比例低等交易技術面作解釋, 然高等法院則以張〇〇連續、密集、大量買賣茂迪股票且高達1/3之交易皆屬僞作買賣, 判定被告有炒作茂迪股價意圖。

臺灣大學學術期刊資料庫

- 被告指稱在股票交易實務上, 爲完成當日沖銷、融資到期換單、維持融資維持率或現股轉融資等交易策略, 或有發生在同日或相同、相近之時交錯買賣單一股票之情事, 此乃達成交易策略之手段, 並非交易異常行爲, 地院亦接受此觀點, 然台灣高等法院指出當日沖銷之交易目的係於盤中賺取買賣價差, 故應以資買券賣或券賣資買此等信用交易模式進行, 不應出現相對成交行爲, 另張〇〇交易茂迪股票未滿一年, 依現行法令並無融資到期換單之問題, 而本案茂迪股價於被告炒作期間爲上漲走勢, 自無融資、融券追繳之事由, 故高等法院並不採信被告辯駁之說法。
- 交易股票需大量資金, 張〇〇於台證敦北分行之營業員於偵查中證稱, 被告若交易資金不足, 會將本想長期持有之股票現股賣出再以融資買進, 此爲資金調度行爲, 惟經高院所查, 被告於第一階段操縱期間以現股賣出、融資買進方式交易者, 僅佔該期間相對成交總數之23%, 故法官難以認定被告是因資金需求而產生沖洗性買賣, 且被告可將現股賣出、融資買進所套取之現金再度投入茂迪股票進行炒作, 兩相行爲並不衝突。
- 從相對成交之成交比例觀之, 本案查核期間被告合計共47個營業日有相對成交行爲, 其相對成交量佔此炒作期間市場成交總量之8.83%, 就單一營業日而言, 被告自身及人頭戶之相對成交量佔當日茂迪成交量之比例約在0.03%之27.15%之間。台北地院認爲被告在各營業日其相對成交之比例不高, 且證人亦證稱被告有調整帳戶內現金、融資比例需求, 故法官認爲張〇〇自稱因資金調度才造成交易有相對成交現象並非無據; 然台灣高等法院認爲被告其相對成交行爲造成茂迪之市場交易量高達1/3皆屬僞作買賣, 且張〇〇頻繁、大量進行沖洗性買賣亦不似正常融通資金之手段, 故被告意藉相對成交造成交易熱絡假象, 炒作茂迪股票之主觀意圖至明。
- 台灣高等法院指出被告集中在某段期間內連續、密集、大量進行沖洗性買賣, 且是以高價買進、低價賣出茂迪股票, 明顯違反「逢低買進、逢高賣出」之投資通則, 且大量相對成交行爲須繳納高額手續費及證券交易稅, 被告當日或無法獲利, 顯不符常規, 故高院認定「究其所爲目的, 無

臺灣大學學術期刊資料庫

非想製造交易活絡的假象, 引誘一般散戶投資人介入買賣, 使其得以順利拉抬股價甚而俟機出脫獲利, 其操縱股價的『意圖』已至爲明顯」。

4.2.3 各級法院對「高、低價」之解讀

被告辯稱因股票市場採價格優先、時間優先之撮合制度, 故若投資人看好某特定股票, 會慣常以市價委託買進期能優先成交, 證券營業員爲求快速成交亦會自行以漲、跌停價格下單, 而茂迪股票之成交價格需由當時的委託買賣數量而定, 並非一定會以漲停價/跌停價成交, 故成交價格之高低非被告所能控制。台北地院判決書中亦指出投資人以獲取利潤爲目的, 而股價是由市場供需所決定, 故行爲人即使多日連續出現高價買進/低價賣出等異常交易行爲, 無法強制證明被告具有炒作之意圖。

台灣高等法院則對被告說法提出質疑, 如若爲確保優先成交而不在乎價格, 則可於開盤時一次全數下單, 若爲節省成本而選擇分次下單, 以茂迪並未每日出現漲停鎖死之情況, 被告應趁盤中股價下滑時購買, 然被告卻連續以漲停板或高於當時成交價之價格委託買進茂迪股票, 其縱使未以掛單價格成交, 亦會確實影響股價走勢。張〇〇連續以高價大量買進茂迪股票, 其提高成交價之行爲已扭曲股價形成機制, 並造成價量齊揚之假象, 故被告此股價操縱行爲已嚴重違害市場制序。

4.2.4 各級法院對使用「人頭戶」之解讀

張〇〇因股票交易而有高額資金需求, 然95年後台證規範單一帳戶之融資上限爲3,000萬元整, 而被告於台新銀行獲得之貸款額度也僅約5至6億元, 故台北地院接受被告所言囿於融資額度, 使用人頭帳戶乃不得不然之行爲。經高院所查, 自然人開立信用帳戶之戶數並無上限, 政府也僅會於個人信用帳戶超過4戶時, 以較爲嚴格的角度檢視申請人之財產證明, 然縱有資金需求, 被告並未以自身名義於各個券商分別開立信用帳戶, 而是甘於承擔股票被侵佔之風險以人頭戶處理之, 據判決書所言其可動用之自身及人頭帳戶竟多達51個, 最高可融資15億3,000萬元。就法官所想, 若非被告自恃其資金充裕 (自有資金18億元加計可融資15億元), 於市場上進行沖洗性買賣定可造成交易熱絡之象, 足以誘使他人進場抬升股票而賺

臺灣大學學術期刊資料庫

取價差利益, 應不致於進行此高財務槓桿行爲, 足征被告一開始即具有操縱股價之動機。

4.2.5 各級法院對「交易量」之解讀

台北地方法院認爲現今法令並無限制股票買賣數量, 且市場上交易者衆, 被告並無法事先知悉自身交易佔該股總成交量之比例, 故地院法官判定「本案此部分實難以被告張〇〇使用他人帳戶、有相對成交情形及買賣數量占當日成交量百分之二十以上等客觀事實推論被告張〇〇有非法炒作茂迪公司股票之意圖。」; 然高院認爲若個人或集團之買賣超過市場成交量20%以上, 其對股價之影響力定較一般投資者爲大, 被告集中在短期間內, 連續多日之成交量皆超過茂迪當日成交總量的20%, 且佐以相對成交、頻繁以盤中高價買入或拉尾盤之方式抬升股價等行爲, 已足造成交易活絡表象, 進而影響茂迪股價之走勢並誘使不知情投資人進場交易, 遂行其操縱股價之目的。

4.3 股價操縱之模型檢測

在前開說明茂迪一案之炒作手法及簡述法院不同之判案觀點後, 本節擬以財金計量模型對茂迪股價作一檢測, 相關的圖型呈現於以下的圖7。本案法院判決之股價操縱期間爲94/7/11至同年10/5日止, 然判決書亦有言, 茂迪93年度之每股稅後盈餘爲7.76元, 94年1月之稅前純益爲七千餘萬元, 較去年同期成長330.96%, 張〇〇因看好茂迪公司之營運獲利及太陽能產業前景, 故自94年1月17日即開始進場交易茂迪股票。若將茂迪股價代入本文所使用之計量模型, 其所偵測出股價偏離基礎價值之區間爲93/9/8至94/10/19日, 意即自93年9月開始茂迪股價已出現背離效率市場所隱含價格而呈現過熱現象。儘管被告自稱此部份與茂迪營業狀況佳, 且自身爲以買賣股票爲業之投資人, 故欲投資茂迪股票之說法似未相違背, 但實與操縱之現象難分軒輊, 這從台北地院之判決書可看出些許端倪。

台北地院之判決書指出張〇〇集團於94/1/17開始交易茂迪股票以來, 至94/7/28止即賣出全數持股, 期間共買進、賣出12,178仟股, 礙於個資法本文並無法得知被告於此期間是否從事相對交易行爲, 然就模型結果而論,

臺灣大學學術期刊資料庫



圖 7: 茂迪 (6244) 認定期間與法院判決期間的股價操縱之檢測判斷

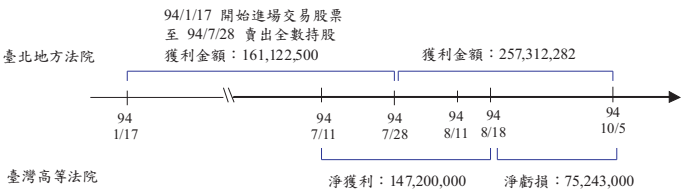


圖 8: 各級法院對操縱獲利區間之認定

茂迪股價於此半年期間仍持續偏離其基礎價值, 在法院判定的第一階段操縱區間內, 茂迪股價仍持續攀升, 在判決書所指被告於94/10/5結束股價操縱行爲後, 模型亦顯示茂迪股價於94/10/19起曾短暫回復至合理價位。綜上所述以及圖7的模型預警結果比較法院的判決期間, 不難發現台北地方法院所推得的操縱期間可能過於保守。

退一步說, 如果就預警的觀點, 右尾式遞迴單根檢定可能於數個月之前就已經成功且連續地預警相關的股價操縱。例如, 茂迪於上櫃以來共有77次列名注意股票名單, 就張〇〇集團操縱股價一案爲例, 茂迪於93/9/16第一次列名注意股票, 於法院判定操縱起始日之前, 共被警示24次, 而在法院判定之操縱期間內僅有兩天出現在警示清單上, 反觀本文模式持續指出茂迪股價長期偏離其基礎價格, 故建議證交所應將本文模型與警示機制並

臺灣大學學術期刊資料庫

列, 以提供多種判讀訊息供廣大投資者所用。

另本文注意到地院與高院對被告張〇〇集團其操縱獲利金額之計算亦有所不同, 民國93年4月28日修正證券交易法第171條時, 爲嚴懲具違害金融秩序重大惡行者, 增定第2項加重條款:「犯前項之罪, 其犯罪所得金額達新台幣1億元以上者, 處7年以上有期徒刑, 得併科新台幣2,500萬元以上5億元以下罰金」, 故法院判定之操縱獲利金額會直接影響被告需接受之罰則。就獲利金額之計算, 判決書亦明確指出「第2項所稱犯罪所得, 其確定金額之認定, 宜有明確之標準, 俾法院適用時不致產生疑義, 故對其『計算犯罪所得時點』, 依照刑法理論, 應以犯罪行爲既遂或結果發生時該股票之市場交易價格, 或當時該公司資產之市值爲準。至於『計算方法』, 可依據相關交易情形或帳戶資金進出情形或其他證據資料加以計算」。

然回到茂迪一案, 台北地院自94年1月17日開始起算操縱獲利, 由於被告於94/7/28賣出全數持股, 故此6個月期間共獲利161,102,500元, 94/7/29日被告再度進場交易股票, 加計94/8/11除權息日發放之股利, 至同年10/5操縱結束止被告又額外賺取257,312,282元, 總計10個月期間, 被告獲利高達418,414,782元; 台灣高等法院則以94/7/11日當作獲利金額的起算日, 加計除權息股利, 至94/9/11止被告淨獲利爲147,200,000, 然剩於期間被告淨虧損75,243,000元, 故從94/7/11至同年10/5止, 張〇〇買賣茂迪股票共計獲利53,650,000元。故茂迪一案, 台北地院及台灣高院在獲利金額起算始點之判定並不相同, 故最終獲利金額差距頗大。各級法院對獲利金額計算方式之選取、操縱起迄時點之判定及區間切割都有可能會產生爭議, 並進而使被告處在不同的罰責級距上, 本文在下一章節將計算出操縱行爲所可能產生之潛在可能最大操縱獲利, 以說明股票操縱行爲對市場違害之嚴重性。

5 估計潛在可能最大操縱獲利率與最大可能損失率做為量刑的依據

5.1 股票操縱期間之長短與期間報酬率

表5取自葉錦徽, 林怡諄, 與朱珊瑩 (2015), 顯示這54個案例應用右尾遞迴式單根檢定所認定操縱股價上漲期間與崩跌期間的平均天數, 完整的橫斷

臺灣大學學術期刊資料庫

表 5: 股價操縱上漲期間與崩跌期間天數之敘述統計

	樣本數	平均數	標準差	中位數	最小值	最大值
股價操縱上漲期間	54	147.15	130.7493	124.5	8	605
股價操縱崩跌期間	54	61.95	50.9241	52	6	228

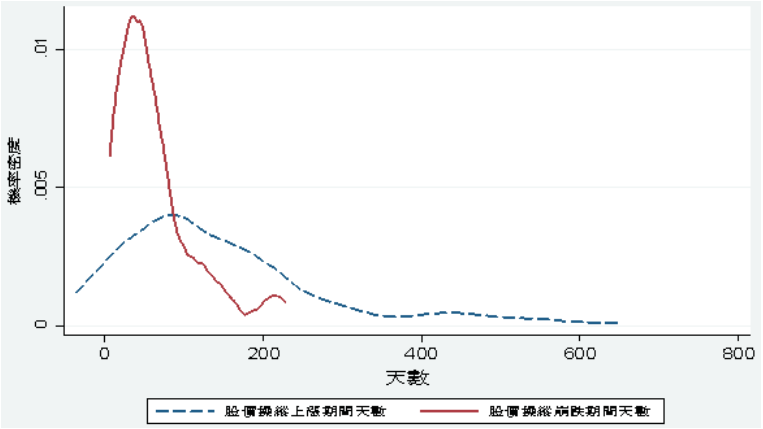


圖 9: 股價操縱上漲與崩跌期間天數之經驗分配

面經驗分配則揭露在圖 9。由圖中可以觀察出不同個股在進行向上作價的操縱時所需耗費的時間遠大崩跌所耗的時間; 不僅如此, 拉抬價格所需時間在不同案例中呈現相當大的差異性, 而操縱崩跌時期所需的調整時間又異常集中地短暫許多。平均而言, 股價操縱上漲期間爲 147.15 天, 而股價操縱崩跌期間爲 61.95 天, 上漲與崩跌平均期間的比值爲 2.37 (中位數比值亦相當接近爲 2.39), 代表了股價操縱者炒作股價上漲逐漸出脫手上持有股票部位所需天數不只兩倍於股價調整回基本面價值所需的天數, 呈現高度的不對稱性。可能的原因在於操作股票上漲時, 需要散布不實的消息或幾個內部勾串帳戶間以高買低賣等轉手交易方式, 推升股票價格, 並造成股票交易熱絡與飆升的假象, 一方面達到預期價位後, 開始將手中持股部位釋出, 另一方面則在吸引無私有資訊投資人的資金投入, 以推升至更高的價位。一旦訊息驗證爲僞引發投資人競相出脫持股, 股價由高點翻轉

臺灣大學學術期刊資料庫

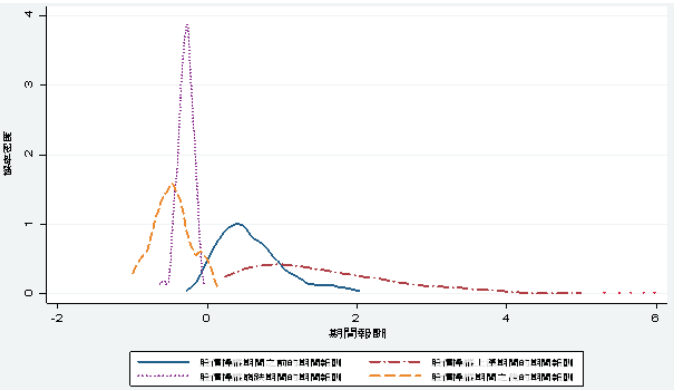


圖 10: 股價操縱四階段期間的期間報酬率之經驗分配

直下, 由於賣出過程會導致股價大幅向下修正, 向下調整的速度遠高於之前緩步墊漲的速度, 因此, 股價操縱上漲天數會多於股價崩跌的天數。

5.2 潛在可能最大操縱獲利率與最大可能損失率

除了每日對數報酬率的變化之外, 爲了有效捕捉這些股價操縱案例潛在最大可能操縱獲利並衡量資訊弱勢的個別投資人或散戶在投資被操縱股票股價崩跌時所可能遭受的最大可能損失, 葉錦徽, 林怡諄, 與朱珊瑩 (2015) 進一步使用期間報酬率來估算獲利與損失程度。

舉例說明, 股價操縱上漲期間的期間報酬率的計算方式爲

$$(P_S - P_h) / P_s, \tag{9}$$

其中 P_S 爲股價上漲起點, P_h 爲股價最高點, 此外, 股價操縱期間之前 (之後) 的期間爲股價上漲起點前 (股價操縱結束點後) 的200個交易日。該文將利用股價操縱上漲期間的期間報酬率做爲近似估計操縱者潛在可能最大操縱獲利率, 同理, 也可藉助股價操縱崩跌期間的期間報酬率, 刻劃個別投資人或散戶在投資被操縱股票股價崩跌時所可能遭受的最大可能損失率。圖 10 中跨 54 個操縱案例的橫斷面期間報酬率經驗分配, 清楚地對照出操縱上漲期間的期間報酬率正右偏的極端獲利倍數, 與操縱崩跌期間的期間報酬率所示的損失分配有極大的反差。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 6: 股價操縱四階段的期間報酬率之分配敘述

	股價操縱期間之前 ($T_0 \sim T_s$)	股價操縱上漲期間 ($T_s \sim T_h$)	股價操縱崩跌期間 ($T_h \sim T_e$)	股價操縱期間之後 ($T_e \sim T_n$)
樣本數	54	54	54	54
平均數	0.5843	2.0052	−0.2914	−0.4742
標準差	0.4390	2.7203	0.1053	0.2614
中位數	0.5163	1.2322	−0.2919	−0.4761
偏態	1.0069	4.8735	−0.5049	0.1663
峰態	3.7129	30.8831	3.9979	2.6147
最大值	1.8699	19.6172	−0.0349	0.1620
最小值	−0.1238	0.0234	−0.6376	−0.9969

註: 期間報酬率的計算方式爲 $(P_{t+k} - P_t)/P_t$。

由表6可知, 股票操縱期間之前的平均期間報酬率爲58.43%, 約9個月內的期間報酬率即有5成的報酬率, 儘管平均報酬率很小, 相較平時期間報酬應該是偏高, 也顯示股價或已經受到股價操縱者的收購佈局的影響, 有股價持續而微幅的緩步需求推升。而股票操縱上漲期間的平均期間報酬則高達200.52%, 顯示股價操縱者的獲利約爲起漲點股價 (投資本金) 的2倍左右。當股價崩跌時, 無私有資訊投資人多已經被套牢或是認賠賣出, 若這些投資人在此一期間剛好買在高點而賣在操縱結束點, 平均最大損失報酬率洽爲29.14%。而股價操縱結束後的200個交易日的平均期間報酬率爲 −47.42%。

值得提醒的一點是, 可以想見若存在適當的操縱預警模式並定期公開揭露相關股價操縱的資訊, 不僅會增加股價操縱獲利的難度, 因爲投資人逐利的競爭所造成的資訊效率性將使市場回復效率市場定價, 長期而言, 不會有操縱股價的誘因, 因爲不再有超額利潤。再次證明市場的效率性與品質有賴相關的資訊透明度, 而股價操縱行爲的偵測與揭露扮演了一個重要的角色。

臺灣大學學術期刊資料庫

5.3 法院計算之犯罪所得及潛在可能最大操縱獲利

由前章節可知, 股票操縱行爲對資訊相對弱勢之個別投資人及散戶危害甚鉅, 並嚴重破壞市場交易之公平性。政府爲防堵金融犯罪發生, 於民國93年增訂加重刑責, 如若行爲人其「犯罪所得金額達新台幣1億元以上者」則適用證券交易法第171條第2項之規定。然不只如第二章所言法官對條文本身之闡釋及認定存在紛歧, 我國學界及法院判決對犯罪所得之計算亦存在些許爭議, 大至概念上有關犯罪所得之計算應否扣除交易成本?[32] 共同正犯之犯罪所得是否應合併計算?[33] 細節至犯罪所得計算公式之選取,「賣出股數」、「平均價格」等變數之計算及界定犯罪所得之起迄時點等等, 皆存有爭論。

以犯罪所得計算時點爲例, 根據證交法第171條第2項之修法說明:「故對其計算犯罪所得時點, 依照刑法理論, 應以犯罪行爲既遂或結果發生時該股票之市場交易價格, 或當時該公司資產之市值爲準」, 然因法官對股價操縱行爲之犯罪認定標準, 該以「行爲犯」或「結果犯」論處至今仍無共識, 若以行爲犯論之, 則被告買進股票之時即爲既遂, 應將其買進股票之時點視爲犯罪所得計算之起始點;[34] 如若以結果犯論之, 需有不法結果產生始購成犯罪, 則計算不法所得時應以操縱行爲開始時視爲既遂。

現時各級法院使用之犯罪所得計算方法各異, 以台開內線交易案爲例, 一審法院認爲因影響股價之因素者衆,[35] 故犯罪所得金額之計算應採取「擬制性交易所得」計算公式, 即將市場合理基準之交易價格乘上買進股數後, 再扣除購買成本、手續費金額及證券交易稅金額。此外, 由計算公式可知法官採「差額說」觀點; 然就高等法院於二審宣判時,[36] 雖仍接受差額說論點, 但將犯罪所得之計算改採「實際所得計算」, 兩級法院對犯罪所得之計算方式各不相同。在茂迪股價操縱一案中, 高等法院在計算犯罪所得時,[37]

[32]肯定見解: 最高法院96年度台上字第7644號刑事判決。否定見解: 吳天雲 (2006, 頁100–103)。

[33]吳天雲 (2009, 頁81)。

[34]王志誠 (2010, 頁79)。

[35]台灣台北地方法院95年度矚重訴字第1號刑事判決。

[36]高等法院96年度矚上重訴字第17號刑事判決。

[37]台灣高等法院97年度上訴字第4905號刑事判決。

臺灣大學學術期刊資料庫

區分成「買超股數或買賣數量相等」及「賣超股數」兩種計算式, 若以前者爲例, 其計算公式如下:

$$\begin{aligned}\text{股票操縱淨獲利金額} &= \text{獲利金額} - \text{手續費金額} - \text{證券交易稅金額}\\ &= (\text{實際獲利金額} + \text{擬制性虧損金額})\\ &\quad - \text{手續費} - \text{證券交易所得稅},\end{aligned} \tag{10}$$

其中實際獲利金額即 [(每股賣出均價 − 每股買進均價) ∗ 賣出股數] 再加計配發之現金股利, 而擬制性虧損金額之計算公式爲 [(期末收盤價格作爲賣價 − 每股買進均價) ∗ 淨買股數], 雖然和椿股價操縱案[38] 之犯罪所得亦採「已實現獲利」加計「擬制性獲利」此類同之計算方式, 然兩案對股票買進時點之認定不同, 和椿一案法官認爲被告於判定炒作期間前所購買之股票, 若於操弄期間賣出, 則此交易應計入犯罪所得之計算範圍, 茂迪則是把炒作期間內之買賣計入犯罪所得中。

綜上所述我們可得知對於犯罪所得之計算目前仍莫衷一是, 然被告之犯罪所得僅能反應出該行爲人於操縱案件中所獲得之利益 (或損失), 但卻無法表達操縱案件對該股票交易人所造成之傷害。本文欲量化操縱行爲所產生之社會成本金額, 故從犯罪所得計算方法上作延伸, 從股價違反效率市場隨機漫步現象之起漲點至操縱期間股價所達之最高點, 提出一概估公式計算操縱行爲所產生之潛在可能最大操縱獲利; 相對地, 若投資者/散戶因誤信交易活絡假象, 不幸於炒作期間之股價高點進場購買股票, 則此因金融犯罪所能導致之最大可能獲利邊界, 此概估公式爲

$$\text{Potential maximal manipulation profit} = \sum_{n=1}^{h} (P_n - P_s) \times vol_n。 \tag{11}$$

每家公司股票潛在可能最大操縱獲利之計算方式爲, 股票操縱上漲期間內 ($P_s \sim P_h$), 每日股價 P_n 減去起漲點 P_s 當日股價, 作爲當日每股之最大操縱獲利, 再乘上每日交易數量 vol_n, 進而得到每日之潛在可能最大操縱獲利, 其計算式爲 $(P_n - P_s) \times vol_n$, 而此一操縱期間的潛在可能最大操縱獲利即爲加總每日之潛在可能最大操縱獲利, 其計算式爲 $\sum_{n=1}^{h}(P_n - P_s) \times vol_n$。本文就受操縱之上市/上櫃公司作一簡單整理。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 7: 33家受操縱股價之上市公司潛在可能最大操縱獲利

公司代號	名稱	潛在可能最大操縱獲利(千萬元)	排名	公司代號	名稱	潛在可能最大操縱獲利(千萬元)	排名
2326	亞瑟	130,924.75	1	1618	合機	536.40	18
2505	國揚	56,401.96	2	8072	陞泰	505.26	19
8723	順大裕	37,980.38	3	2017	官田鋼	440.07	20
8712	國產車	10,251.21	4	2518	長億	371.94	21
2491	吉祥全	9,743.24	5	1532	勤美	302.36	22
1206	台鳳	9,524.48	6	3015	全漢	290.28	23
1228	台芳	8,954.49	7	1715	亞化	237.50	24
1722	台肥	6,101.80	8	2410	鼎大	208.99	25
2022	聚亨	3,557.74	9	1708	東鹼	186.81	26
3041	揚智	2,513.48	10	2016	名佳利	183.37	27
6197	佳必琪	2,391.44	11	2033	佳大	172.19	28
2024	志聯	2,195.43	12	2013	中鋼構	109.11	29
2533	昱成	1,917.80	13	8719	宏福建設	96.16	30
2328	廣宇	1,267.56	14	2524	京城建	57.62	31
5608	四維航	620.16	15	9929	秋雨創新	23.36	32
1536	和大	567.84	16	3032	偉訓科技	21.53	33
2005	友力	555.25	17				

表 8: 33家上市公司潛在可能最大操縱獲利之敘述統計

(單位: 千萬元)

家數	平均數	標準差	中位數	最大值	最小值	偏態	峰態
33	8,764	24,796.4	555.25	130,924.75	21.53	4.239	19.5031

由表7可知, 共有14家遭受股價操縱之上市公司其潛在可能最大操縱獲利落在50億元以內, 本文擬以台灣台北地方法院98年度金訴字第64號刑事判決爲例, 說明法院認定之被告犯罪所得與其所造成之社會成本損害, 兩者間有巨大差距。甲○○於擔任環華證金公司投資小組召集人期間, 於法院認定之操縱期間內偕同其妻乙○○共同操弄四維航、陞泰、勤美公司

[38]台灣士林地方法院97年度金重訴字第4號刑事判決。

臺灣大學學術期刊資料庫

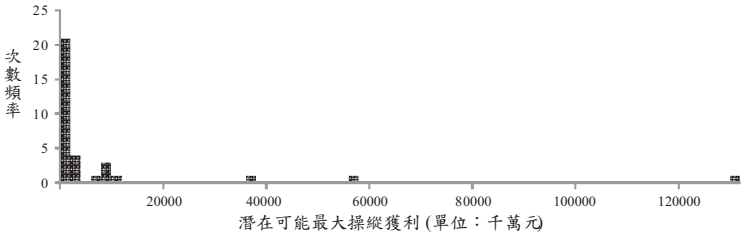


圖 11: 33家上市公司潛在可能最大操縱獲利之次數分配

表 9: 21家受操縱股價之上櫃公司潛在可能最大操縱獲利

公司代號	名稱	潛在可能最大操縱獲利(千萬元)	排名	公司代號	名稱	潛在可能最大操縱獲利(千萬元)	排名
6244	茂迪	7,195.01	1	6159	詮鼎	143.27	12
4104	佳醫	1,818.34	2	6215	和椿	116.10	13
6103	合邦	686.10	3	4533	協易機	108.72	14
4609	唐鋒	534.88	4	1491	東榮	107.38	15
3219	倚強	374.85	5	3218	大學光	105.75	16
5313	皇旗	323.64	6	3297	杭特	105.38	17
5488	松普	229.07	7	6126	信音	65.25	18
6114	翔昇	217.32	8	5518	大日	28.87	19
5529	志嘉	193.86	9	3115	寶島極	23.13	20
5392	應華精密	189.65	10	4707	磐亞	0.68	21
5207	飛雅	150.74	11				

股票, 於三間公司分別獲利369萬、337萬及19萬餘元, 法官鑑於被告坦承全部犯行並深表懺悔, 並已賠償1千餘萬元彌補環華證金公司所受之損失, 故判決甲〇〇處有期徒刑貳年, 緩刑肆年, 其妻乙〇〇處有期徒刑壹年捌月, 緩刑貳年。然若以操縱行爲所耗費之社會成本論之, 三家公司之潛在可能最大操縱獲利則分別高達62億、50億及30億餘元, 和其所判刑責不成正比。

法院對行爲人之量刑額度是否符合其對證券市場造成之損害程度? 以茂迪爲例, 因法官接受被告之投資合理性抗辨, 故一審宣判無罪, 其後高等

臺灣大學學術期刊資料庫

表 10: 21家上櫃公司潛在可能最大操縱獲利之敘述統計

(單位: 千萬元)

家數	平均數	標準差	中位數	最大值	最小值	偏態	峰態
21	605.62	1,559.74	150.74	7,195.01	0.68	4.1658	18.0427

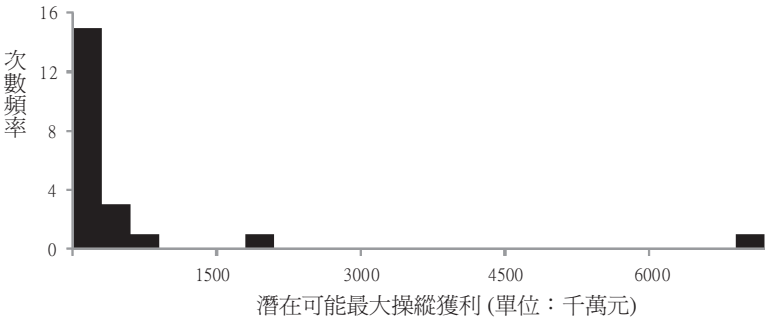


圖 12: 21家上櫃公司潛在可能最大操縱獲利之次數分配

法院所計算之犯罪所得爲5,365萬, 故判處被告張〇〇有期徒刑肆年並併科罰金新台幣2,000萬元, 然經本文概估茂迪於操縱期間之可能最大操縱獲利竟高達719億, 對市場交易秩序危害甚鉅, 再檢視和椿股價操縱一案, 法院判定被告甲〇〇於操縱期間共獲犯罪所得9,576萬餘元, 故應執行有期徒刑壹年肆月, 緩刑肆年, 但其可能最大操縱獲利亦達11億6仟萬, 以如此高額之潛在獲利, 法院所判之刑度不僅不符合比例原則之外, 似難收嚇阻之效。

6 結論

司法應作爲社會正義的最後一道防線, 而取締造成巨大社會成本的不法財金犯罪, 例如打擊股價操縱, 乃是維繫一個國家的資本市場正常運作重要的基礎。本文以1990年至2010年之間, 違反證券交易法第155條業經一審或二審裁定股票操縱的案例公司爲研究樣本。我們揭露出長年以來司法判決對法律條文中涉及財務或經濟市場運作認定的不一致性。我們發現不

臺灣大學學術期刊資料庫

同法官對相同案件在相同法條下的見解存在南轅北轍的差異, 不僅相同事實可有相反判決, 且每個法庭的判決不一樣之外, 審級間的審查結果更經常地大逆轉。如此不僅對懲治金融犯罪無益, 更助長了「上法院像上賭場」這樣的玩笑流傳, 讓人民對於如何遵循法律無所適從。更令人憂心的是, 這種見解的不一致 (agree to disagree) 隨著時代的經過演進卻未見逐漸消彌之勢。判決之間普遍的不一致性, 再加上有時法官使用自創法律意見或自創專業學理所未見的術語, 這些對於法條的詮釋與認定, 不僅不能有共識性的收斂, 反而徒生歧異, 使社會對司法失去信心。

以適當的財經學理爲基礎並援引以適當的經濟計量模型, 我們不僅可以釐清許多實務上對「合理價格」的疑義與意見分歧, 同時也可以使用計量模型與資料所反映的資訊來提供審理股價操縱的另一個科學性論證, 以供檢察官或法院的法官參考, 藉此凝聚共識, 期盼能降低各級法院或各庭法官見解的歧異性。

本文提出的偵測股價操縱的方法, 可以補強文獻中對股價操縱預警方法付之闕如的遺憾。我們建議應用右尾遞迴式單根檢定來檢測「拉高倒貨」型的股價操縱, 據此, 僅利用股價資料所反映的動態性質即可輕易離析出股價遭受操縱而背離效率市場價格的期間。我們證實其能提供有效的股價操縱預警效果並且有效地認定操縱期間。除了詳細檢視可獲得的台灣股價操縱案例之外, 本文亦將法院判定的股價操縱期間與現行的注意股票警示方式進行比較分析。我們發現右尾遞迴式單根檢定具有相對較優越的股價操縱認定績效。

本文所建議的方法可以作爲法院與檢調體系在審理金融、經濟犯罪時一項便利的科學工具。這個科學方法僅僅透過股價的局部動態走勢即可以佐證出可能的犯案期間。相較於法院審理相關金融案件所需的人力、物力以及所涉及的經濟金融專業資訊的複雜性, 本文所提供的認定方式僅需要股價的時間序列資料, 因而顯得成本極低且具簡單性。其次, 它還具有驗證與論述的統計基礎。另外, 本文所利用的方法可以讓證交所、櫃買中心或公開資訊觀測站利用此來編製、重製與觀察個股股價並定期發布以做爲偵測股價操縱的預警模式。再者, 本方法所認定出來的操縱階段亦可用於概估操縱集團的潛在最大可能操縱獲利, 或無辜的資訊弱勢者可能遭受的

臺灣大學學術期刊資料庫

最大可能社會損失。

判決的一致性對台灣的司法正義與司法的社會教育有著重要的意義。然而, 違反證交法155條的案例實務上卻常常出現不一致的判決。針對此, 本文提出一個改善不一致的科學方法。本方法適當地搭配可反映事實的資料而導向以計量分析爲基礎的論證案件。簡言之, 它以科學精神與推論取代主觀的「自由心證」, 如此, 不僅可對事實與對法條產生一致的認定標準, 也可凝聚司法判決在實務運作上的共識, 導正社會風氣! 我們認爲這樣的方法, 在短期能防範有心人的操弄、提升交易訊息透明度與降低資訊不對稱、保護資訊相對弱勢的股民; 在長期它能促進資本市場健全發展。因此, 本文建議的方法實具相當重要的制度設計性意義。

附錄1

(1) 台灣台中地方法院96年度金重訴字第2972號刑事判決:「且按證券交易法第155條第1項第4款規定 · · · 。且不以行爲人主觀上有『意圖影響集中交易市場有價證券交易價格』爲要件, 亦不以客觀上『因而致交易市場之該股票價格有急劇變化』爲必要 (最高法院91年度台上第3037號判決參照)」; 台灣高等法院台中分院97年度金上訴字第1937號刑事判決:「證券交易法第155條第1項第4款規定 · · · 且不以行爲人主觀上有『意圖影響集中交易市場有價證券交易價格』爲要件, 亦不以客觀上『因而致交易市場之該股票價格有急劇變化』爲必要。」

(2) 最高法院93年度台上字第4296號刑事判決:「則該條款犯罪之成立, 除客觀上行爲人有自行或以他人名義對某種在證券交易所上市之有價證券, 連續以高價買進或以低價賣出之行爲外, 於主觀上, 仍須有抬高或壓低該有價證券交易價格之意圖, 否則即難以違反該條款規定論罪。」; 最高法院96年度台上字第3166號刑事判決:「故以行爲人主觀上有『意圖抬高或壓低集中市場某種有價證券之交易價格』, 客觀上爲『對於在證券交易所上市之有價證券, 自行或以他人名義, 對該有價證券, 連續以高價買入或低價賣出』之行爲, 始克成立。」; 最高法院96年度台上字第3387號刑事判決:「故必行爲人主觀上有影響或操縱

臺灣大學學術期刊資料庫

股票市場行情之意圖, 客觀上有對於某種有價證券連續以高價買入或低價賣出之行爲, 始克成立。」; 最高法院 98 年度台上字第 3162 號刑事判決:「故必行爲人主觀上有影響或操縱股票市場行情, 以謀取不法利益之意圖, 客觀上有對於某種有價證券連續以高價買入或低價賣出之行爲, 始克成立。」; 最高法院 98 年度台上字第 6816 號刑事判決:「故如行爲人主觀上有拉抬或壓抑交易市場上特定有價證券之意圖, 且客觀上, 於一定期間內, 就該特定之有價證券有連續以高價買進或以低價賣出之行爲, 不論是否已致使交易市場之該特定有價證券價格發生異常變化之結果, 均屬違反該規定, 構成同法第 171 條高買或低賣證券違法炒作罪。」; 最高法院 101 年度台上字第 1422 號刑事判決:「此違法炒作股票罪之構成, 以行爲人具有拉抬 (俗稱『做多』) 或壓低 (俗稱『放空』) 上市股券之主觀意圖, 及連續以高價買進或低價賣出之客觀行爲, 作爲要件。」

(3) 最高法院 92 年度台上字第 1690 號刑事判決:「如行爲人主觀上有拉抬或壓抑價格之意圖, 就特定之有價證券連續以高價買進或以低價賣出, 即屬違反該規定, 而構成同法第 171 條之罪。」; 最高法院 96 年度台上字第 1119 號刑事判決:「則該罪名之成立, 祇須行爲人主觀上有抬高或壓低集中交易市場某種有價證券交易價格之意圖, 客觀上有自行或以他人名義, 對該有價證券, 連續以高價買入或以低價賣出之行爲, 即足當之。至於其行爲是否足以導致集中交易市場上該股票價格急劇變化, 則非所問。」; 最高法院 98 年度台上字第 371 號刑事判決:「又因違反該條款之禁止規定而適用證券交易法第 171 之規定處罰, 固以行爲人具有抬高或壓低某種有價證券之交易價格意圖爲已足, 非須達抬高或壓低交易價格之結果爲必要, 惟其行爲與不法意圖之間有何關聯, 仍應依積極證據認定, 並於理由內爲必要之說明。」; 最高法院 99 年度台上字第 5979 號刑事判決:「證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款……。故如行爲人主觀上有拉抬或壓抑某種有價證券價格之意圖, 就該有價證券連續以高價買進或以低價賣出, 即屬違反該規定, 而構成同法第 171 條之罪。」

(4) 最高法院 88 年度台上字第 1143 號刑事判決:「按證券交易法第 155 條

臺灣大學學術期刊資料庫

第1項第2款、第四款規定之禁止行爲, 在於防制故意以不正當之手段, 操縱上市公司有價證券之交易價格, 誘使一般投資人買進或賣出有價證券, 從中賺取不當利益, 損害一般投資人之投資利益, 破壞證券市場之交易秩序, 爲其立法旨趣。」

(5) 最高法院92年台上字第4613號判決:「蓋炒作行爲, 乃就證券集中市場建制之公平價格機能予以扭曲, 藉由創造虛僞交易狀況與價格假象, 使投資大衆受到損害, 而達操縱股票市場目的。故炒作行爲人主觀尚應有造成交易活絡表象, 對市場供需之自然形成加以人爲干擾, 藉資引誘他人買進或賣出, 以利用股價落差圖謀不法利益之意圖。」; 最高法院96年度台上字第1044號刑事判決:「故炒作行爲人主觀上應有以造成交易活絡表象, 對市場供需之自然形成加以人爲干擾, 藉資引誘他人買進或賣出, 以利用股價落差圖謀不法利益之意圖。故成立本罪應就行爲人主觀上是否具有造成股票集中交易市場交易活絡表象, 以誘使他人購買或出賣上開股票謀利之企圖, 詳加調查審認, 以爲判斷之準據。原判決並未審酌上訴人等是否具有此一意圖, 徒以上訴人只要有抬高或壓低股價之意圖即構成本罪, 有適用法則不當之違背法令。」; 最高法院98年度台上字第3162號刑事判決:「是其即令有連續多日以高價買入之情形, 如無故意抬高交易價格, 誘使其他投資大衆高價購買, 藉機大量賣出, 炒作股票價格, 以謀取不法利益之意圖, 亦不成立該罪。」; 最高法院99年度台上字第6323號刑事判決:「應以行爲人主觀上有影響或操縱股票市場行情, 以謀取不法利益之意圖, 客觀上有對於某種有價證券連續以高價買入或低價賣出之行爲, 始克成立。」; 最高法院101年度台上字第2383號刑事判決:「如行爲人主觀上有非法影響或操縱股票市場行情, 利用股票數量有限及集中市場大量迅速交易功能, 炒作股票價格, 創造虛僞交易狀況與價格假象, 誘使一般投資大衆跟進, 以謀取不法利益之意圖, 客觀上有對於某種有價證券連續以高價買入或低價賣出之行爲即可成立上開罪名。」; 最高法院101年度台上字第3523號刑事判決:「如行爲人主觀上有非法影響或操縱股票市場行情, 利用股票數量有限及集中市場大量迅速交易功能, 炒作股票價格, 創造虛僞交易狀況與價格假象, 誘使一般投資大衆

臺灣大學學術期刊資料庫

跟進, 以謀取不法利益之意圖, 客觀上, 於一定期間內, 就該特定之有價證券有連續以高價買進或以低價賣出之行爲, 不論是否已致使交易市場之該特定有價證券價格, 因多數投資人之跟進而發生異常變化之結果, 即可成立上開罪名。」; 最高法院 101 年度台上字第 5471 號刑事判決:「倘行爲人純係基於經濟性因素之判斷, 自認有利可圖, 或爲避免投資損失擴大, 而有連續以高價買入或低價賣出股票之行爲, 縱因而獲致利益或產生虧損, 並造成股票價格波動, 仍須以積極證據證明行爲人主觀上有故意炒作股票價格, 誘使他人爲買進或賣出, 以利用價差謀取不法利益之意圖, 始能依上開罪名論科。」; 最高法院 102 年度台上字第 168 號刑事判決:「如行爲人主觀上有非法影響或操縱股票市場行情, 利用股票數量有限及集中市場大量迅速交易功能, 炒作股票價格, 創造虛僞交易狀況與價格假象, 誘使一般投資大衆跟進, 以謀取不法利益之意圖, 客觀上有對於某種有價證券連續以高價買入或低價賣出之行爲即可成立上開罪名。」

(6) 最高法院 89 年度台上字第 3323 號刑事判決:「又所謂『意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格』者, 非僅指在價格上有一定程度之抬高或壓低, 苟以交易手段操縱, 使股價維持於一定價位 (即護盤), 因其破壞市場之自由性, 亦應包括在內, 始符立法意旨。」; 最高法院 91 年度台上字第 3037 號刑事判決:「證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款規定 ···, 苟於特定時期, 某有價證券有下跌趨勢, 而連續以高於平均買價操作買入, 使該有價證券之股價維持於一定價位 (即俗稱護盤), 因其破壞交易市場之自由性, 亦包括在內。」; 最高法院 93 年度台上字第 5152 號刑事判決:「至於特定時期, 某有價證券有下跌趨勢, 而連續以高於平均買價操作買入, 使該有價證券之股價維持於一定價位, 而破壞正常交易市場機制之行爲 (即俗稱護盤), 則屬同條項第 4 款所規範之意圖使該有價證券之股價維持於一定價位之罪。又證券交易法第 155 條第 1 項第 6 款爲同條項第 4 款之概括規定, 若其行爲合於同條項第 4 款之情形者, 因其本質上已將操縱股價行爲之觀念包含在內, 即應依同條項第 4 款之罪論擬, 不能更論以同條項第 6 款之罪, 始爲適法。」; 最高法院 97 年度台上字第 5036 號刑事判決:「至於特定時期,

臺灣大學學術期刊資料庫

某有價證券有下跌趨勢, 而連續以高於平均買價操作買入, 使該有價證券之股價維持於一定價位, 而破壞正常交易市場機制之行爲 (即俗稱護盤), 則屬同條項第4款所規範之意圖使該有價證券之股價維持於一定價位之罪。」; 最高法院98年度台上字第6816號刑事判決:「不論其買入價格是否高於平均買價, 既足使特定有價證券價格維持於一定價位, 以非法誘使他人買賣該特定有價證券之所謂護盤, 其人爲操縱使有價證券價格維持不墜, 即具抬高價格之實質效果, 且其雖與其他一般違法炒作, 意在拉高倒貨、殺低進貨之目的有異, 但破壞決定價格之市場自由機制, 則無二致, 應亦屬上開規定所禁止之高買證券違法炒作行爲。」

(7) 最高法院95年度台上字第5487號刑事判決:「從而, 本條規定於77年1月29日修正後, 如行爲人與他人通謀, 以約定價格於自己出售, 或購買集中交易市場某種有價證券時, 使約定人同時爲購買或出售之相對行爲, 其目的係使該有價證券之股價維持於一定價位即俗稱平盤, 或有其他俗稱護盤之行爲, 而非意圖抬高或壓低該有價證券之交易價格時, 則應屬行爲時證券交易法第155條第1項第6款 (即現行第7款) 規範之範疇, 不得依同條項第3款或第4款處斷。」; 最高法院97年度台上字第6546號刑事判決:「如行爲人與他人通謀, 以約定價格於自己出售, 或購買集中交易市場某種有價證券時, 使約定人同時爲購買或出售之相對行爲, 其目的係使該有價證券之股價維持於一定價位即俗稱平盤, 或有其他俗稱護盤之行爲, 而非意圖抬高或壓低該有價證券之交易價格時, 則應屬行爲時證券交易法第155條第1項第6款 (即現行第7款) 規定之範疇, 不得依同條項第3款或第4款處斷」。

(8) 台灣板橋地方法院98年度訴字第186號刑事判決:「故被告甲〇〇意圖抬高萬泰科技公司股票於店頭市場之交易價格, 而以他人名義對該股票連續以高價買入, 及意圖造成該公司股票交易活絡之表象, 以他人名義連續委託買賣而相對成交, 核其所爲, 分別係違反證券交易法第155條第2項準用同條第1項第4款及準用同條第項第5款之規定, 均應依同法第171條第1項第1款論處。」; 台灣士林地方法院99年度審簡字第958號刑事簡易判決:「查被告乙〇〇、甲〇〇基於共同抬高

臺灣大學學術期刊資料庫

櫃檯買賣中心交易市場杭特公司股票交易價格及造成杭特公司股票交易活絡表象之意圖, 以他人名義連續以高價買入上開股票, 且造成大量相對成交, 均係違反證券交易法第 155 條第 2 項準用同條第 1 項第 4 款及第 5 款之規定, 應依同法第 171 條第 1 項第 1 款之規定處斷」。

(9) 最高法院 93 年度台上字第 5152 號刑事判決:「查該款所禁止對某種有價證券交易價格之操縱行爲, 乃指: 意圖以人爲方式影響證券市場價格, 誘使或誤導他人爲交易, 使某種證券之市場價格以異於正常供需方式而變動者而言。」; 最高法院 95 年度台上字第 5487 號刑事判決:「依上訴人行爲時證券交易法第 155 條第 1 項第 6 款之規定, 旨在防止證券價格受操縱, 其中對於在證券交易所上市之有價證券, 不得有直接或間接從事其他影響集中交易市場某種有價證券交易價格之操縱行爲。查該款所禁止對某種有價證券交易價格之操縱行爲, 乃指: 意圖以人爲方式影響證券市場價格, 誘使或誤導他人爲交易, 使某種證券之市場價格以異於正常供需方式而變動者而言。」; 最高法院 97 年度台上字第 5036 號刑事判決:「查該款所禁止對某種有價證券交易價格之操縱行爲, 乃指: 意圖以人爲方式影響證券市場價格, 誘使或誤導他人爲交易, 使某種證券之市場價格以異於正常供需方式而變動者而言。」; 台灣高等法院台中分院 102 年度金上訴字第 41 號刑事判決:「據此, 在判斷行爲人之行爲是否違反證券交易法第 155 條第 1 項第 7 款之「直接或間接從事其他影響集中交易市場有價證券交易價格之操縱行爲」之際, 除應審酌行爲人主觀上有無違反證券交易法之犯意外, 客觀上仍應審酌行爲人之行爲, 是否使交易市場上有價證券之市場價格以異於正常供需方式而改變, 即兩者間是否產生因果關聯」。

(10) 最高法院 90 年度台上字第 6709 號刑事判決指出「財政部證券暨期貨管理委員會 86 年 7 月 25 日 (86) 台財證 (三) 第 56726 號覆原審法院函亦說明上開第 4 款「連續」之定義『應係指基於概括犯意, 爲二次以上之行爲, 即爲連續, ‧‧‧‧‧‧ 另最高法院 75 年台上字第 3965 號判決亦認爲『如僅有一次該種行爲, 尚不能論以該罪』, 可資參考」。

(11) 最高法院 94 年度台上字第 1043 號刑事判決:「所謂『連續以高價買入』, 固指於特定期間內, 逐日以高於平均買價、接近最高買價之價格,

臺灣大學學術期刊資料庫

或以最高之價格買入而言。」; 最高法院96年度台上字第3387號刑事判決:「又所謂『連續以高價買入』, 係指於特定期間內, 逐日以高於平均買價、接近最高買價之價格, 或以最高之價格買入而言。」; 最高法院97年度台上字第2171號刑事判決:「所謂『連續以高價買入』者, 指於特定時間內, 逐日以高於平均買價、接近最高買價之價格, 或以當日最高之價格買入而言。且不以客觀上『因而致交易市場之該股票價格有急劇變化』爲必要。故該條文所稱『連續』, 係指多次而言」; 台灣高等法院98年度上訴字第325號刑事判決:「在證券市場之交易時間內, 若以每盤約30秒鐘計算, 約可再細分爲540盤左右, 行爲人若非緊密接連大量以高價買入或低價賣出有價證券, 並無法達到價量齊揚之效果, 進而誘使一般投資人跟進買賣, 即難以認定行爲人有抬高或壓低某種有價證券交易價格之主觀意圖。因此, 行爲人主觀上是否有影響證券市場行情之意圖, 尚應觀察該股票之價量變化及走勢, 始爲允當」; 台灣高等法院台中分院100年度金上訴字第764號刑事判決:「另從法條文義而言, 所稱連續, 應係指多次而言, 即基於概括犯意, 爲多次以高價買入行爲或低價賣出之行爲。在證券市場之交易時間內, 若以每盤約30秒鐘計算, 約可再細分爲540盤左右, 行爲人若非緊密接連大量以高價買入或低價賣出有價證券, 並無法達到價量齊揚之效果, 進而誘使一般投資人跟進買賣, 即難以認定行爲人有抬高或壓低某種有價證券交易價格之主觀意圖。因此, 行爲人主觀上是否有影響證券市場行情之意圖, 尚應觀察該股票之價量變化及走勢, 始爲允當。」; 台灣台中地方法院98年度金重訴字第288號刑事判決:「惟查, 細觀起訴書所指被告影響股價之天數, 均非連續而不間斷之買進, 是以, 被告之交易行爲不符合前開所論述之『連續性』, 蓋行爲人若非緊密接連大量以高價買入或低價賣出有價證券, 並無法達到價量齊揚之效果, 進而誘使一般投資人跟進買賣, 自難以認定被告有抬高或壓低某種有價證券交易價格之行爲」。

(12) 最高法院101年度台上字第1422號刑事判決:「所稱『連續』, 不以逐日、毫無間斷爲必要, 祇要於一定期間內, 客觀上認爲悖乎常情 (俗稱『基本面』、『基本盤』) 之多次或集合之多量, 足以造成交易熱絡 (包含

臺灣大學學術期刊資料庫

狂買、狂賣) 之外觀者 (但與同法第155條第1項第5款之『由冷炒熱』, 製造交易『活絡』表象者, 尚非完全相同), 即爲已足。」; 台灣台中地方法院98年度金重訴字第1688號刑事判決:「而該規定之所謂『連續』, 係指於一定期間內連續多次之謂, 不以逐日而毫無間斷爲必要。」; 台灣士林地方法院99年度金重訴字第2號刑事判決:「而該規定之所謂『連續』, 係指於一定期間內連續多次之謂, 不以逐日而毫無間斷爲必要」。

(13) 最高法院91年度台上字第3037號刑事判決:「所謂『連續以高價買入』者, 指於特定時間內, 逐日以高於平均買價、接近最高買價之價格, 或以當日最高之價格買入而言; 苟於特定時期, 某有價證券有下跌趨勢, 而連續以高於平均買價操作買入, 使該有價證券之股價維持於一定價位 (即俗稱護盤), 因其破壞交易市場之自由性, 亦包括在內。」; 最高法院92年度台上字第1690號刑事判決:「又所謂『連續以高價買入』, 係指於特定期間內, 連續以高於平均買價、接近最高買價, 或以當日之最高價格買入而言, 並不以『連續以漲停價買入』爲必要。」; 最高法院97年度台上字第2171號刑事判決:「『高價』則指『在一段期間內, 逐日以高於委託當時揭示價、接近當日漲停參考價價格或以當日漲停參考價之價格委託買進』而言。」; 最高法院98年度台上字第3162號刑事判決:「所謂『連續以高價買入』, 固指於特定期間內, 逐日以高於平均買價、接近最高買價之價格, 或以最高之價格買入而言。」; 最高法院100年度台上字第3612號刑事判決:「又股票交易市場對於股價漲跌幅雖設有上限, 在此限度內爲合法容許之價格, 然如連續以漲停板或接近漲停板之價格, 或連續以跌停板或接近跌停板之價格買進、賣出股票, 使該股票價量齊揚, 故意誤導他人認該有價證券交易熱絡, · · · 」; 最高法院101年度台上字第1422號刑事判決:「所謂『高價』, 乃相對概念, 不以漲停價爲唯一選項或標準, 祇要高於相當時間內之平均買價或接近之最高價或當日之最高價, 甚或基於特定目的所進行之人爲操作, 諸如『拉尾盤』, 以利下一交易日之開盤;『護盤』, 以誤導投資大衆接手買進; 避免斷頭, 以便繼續炒作等情, 均屬之; 所指『低價』, 則與上揭『高價』恰成相反之情形。」; 最高法院102年度台上

臺灣大學學術期刊資料庫

字第2529號刑事判決:「而所謂『連續以高價買入』, 係指於特定期間內連續以高於平均買價、接近最高買價, 或以當日之最高價格買入而言, 且未限定應於盤中何時或收盤時爲之」。

(14) 台灣高等法院101年度金上訴字第55號刑事判決:「證券交易法第155條第1項第4款規定, 主要在禁止行爲人不顧該有價證券實際表彰之市場價格, 單純意圖抬高或壓低該有價證券之價格, 誤導他人認該有價證券之買賣熱絡進而從事買賣該有價證券之行爲, 造成該有價證券抬高或壓低之情形。倘行爲人並未意圖抬高或壓低有價證券之市場價格, 或縱有此意圖, 其行爲不足以誤導他人認該有價證券市場交易抬高或壓低之情形, 均不得遽認行爲係違反上開規定, 而以同法第171條之罪相繩」。

(15) 最高法院98年度台上字第6816號刑事判決:「故如行爲人主觀上有拉抬或壓抑交易市場上特定有價證券之意圖, 且客觀上, 於一定期間內, 就該特定之有價證券有連續以高價買進或以低價賣出之行爲, 不論是否已致使交易市場之該特定有價證券價格發生異常變化之結果, 均屬違反該規定, 構成同法第171條高買或低賣證券違法炒作罪。」; 最高法院101年度台上字第1422號刑事判決:「至於上揭人爲炒作之結果, 實際上是否使市場價格發生異常變化, 及行爲人有無獲利, 均在所不問。」; 最高法院101年度台上字第2383號刑事判決:「如行爲人主觀上有非法影響或操縱股票市場行情, 利用股票數量有限及集中市場大量迅速交易功能, 炒作股票價格, 創造虛僞交易狀況與價格假象, 誘使一般投資大衆跟進, 以謀取不法利益之意圖, 客觀上有對於某種有價證券連續以高價買入或低價賣出之行爲即可成立上開罪名, 且該罪係行爲犯, 並不以產生其期待之高價或低價或實際獲利爲必要。」; 最高法院101年度台上字第3523號刑事判決:「如行爲人主觀上有非法影響或操縱股票市場行情, 利用股票數量有限及集中市場大量迅速交易功能, 炒作股票價格, 創造虛僞交易狀況與價格假象, 誘使一般投資大衆跟進, 以謀取不法利益之意圖, 客觀上, 於一定期間內, 就該特定之有價證券有連續以高價買進或以低價賣出之行爲, 不論是否已致使交易市場之該特定有價證券價格, 因多數投資人之跟進而發生異常

臺灣大學學術期刊資料庫

變化之結果, 即可成立上開罪名。」; 最高法院 102 年度台上字第 168 號刑事判決:「如行爲人主觀上有非法影響或操縱股票市場行情, 利用股票數量有限及集中市場大量迅速交易功能, 炒作股票價格, 創造虛僞交易狀況與價格假象, 誘使一般投資大衆跟進, 以謀取不法利益之意圖, 客觀上有對於某種有價證券連續以高價買入或低價賣出之行爲即可成立上開罪名, 且該罪係行爲犯, 並不以產生其期待之高價或低價或實際獲利爲必要。」; 最高法院 102 年度台上字第 3349 號刑事判決:「亦即本罪之成立, 固不以該特定有價證券價格是否產生急遽變化之結果, 或實質上是否達到所預期之高價或低價爲必要」。

(16) 85 年度上訴字第 2349 號刑事判決:「惟查依目前股票之交易制度, 以價格優先, 時間優先之電腦撮合交易原則下, 投資人下單委由券商輸入集中交易市場之電腦內, 爲買進或賣出, 究能否撮合成交, 撮合之筆數如何, 撮合之價格如何? 何時得撮合? 投資人事前均無從預知, 且開盤時間, 數百萬戶之股票投資人均可隨時下單進入集中交易市場電腦撮合系統進行撮合買賣, 是買賣股票, 既均由電腦撮合, 則非任何人所可左右, 被告於上開時間買賣興農股票, 縱有交互買賣情形, 亦屬巧合, 不能據此而推測係不移轉所有權之僞作買賣。」; 台灣高等法院 91 年度上訴字第 727 號刑事判決:「同時間委託買進同股票者, 以較高買進申報優先於較低買進申報者撮合成交, 則投資人爲期優先成交而以較高價格申報買進, 尚屬正常之交易行爲, 自難單以漲停價買進股票之行爲即據以推論有影響該股票交易價格之意圖」。

(17) 台灣高等法院 92 年度上更 (二) 字第 575 號刑事判決:「我國股票證券集中交易市場交易制度固採價格優先、時間優先之電腦撮合原則, 即同一時間內, 申報買進價格最高者 (或賣出價格最低者) 優先成交; 同一價格申報者, 申報時間最早者優先成交, 以形成公平價格, · · · , 然如連續以接近漲停板之價格或接近跌停板之價格買進或賣出股票, 使該股票價量齊揚, 故意誤導他人認該有價證券之買賣熱絡進而從事買賣該有價證券之行爲, 造成該有價證券市場價格抬高及壓低之情形, 此時之市場價格之形成既係本於一定成員之刻意拉高或壓低, 此一價格即非本於供需而形成之價格, 而係人爲之價格, 乃因該成員操縱市場

臺灣大學學術期刊資料庫

行爲而得之結果, 此種扭曲市場價格機能之行爲, 影響正常市場運作下之行情, 自爲証券交易法第155條明文禁止之市場操縱行爲。」; 台灣高等法院101年度金上訴字第10號刑事判決:「蓋所謂『沖洗買賣』, 係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, 此種委託方式, 在證券交易所所採『價格優先、時間優先』之電腦撮合原則下, 容易產生該盤撮合結果爲買進自己或同集團成員委託賣出之股票之相對成交情形, 無異於『左手買進、右手賣出』, 實際上持有該特定股票之總數並未變動, 而在相對成交之下, 如以當天該筆交易來計算, 不僅沒有獲利, 反而需繳納手續費及證券交易稅, 已違反一般投資常規, 顯不合理, 究其所爲目的, 無非想製造交易活絡的假象, 引誘一般散戶投資人介入買賣, 使其得以順利拉抬股價甚而俟機出脫獲利, 其操縱股價的意圖已至爲明顯」。

(18) 台灣高等法院100年度金上訴字第13號刑事判決:「如投資人判斷於個股波段上有短線價差得以套利, 而以先買後賣或先賣後買, 或以「資券相抵」之方式爲當日沖銷之交易 (俗稱「當沖」), 縱投資人爲委託賣出後復買到自己之股票, 亦尚難因此即認有不法可言」。

臺灣大學學術期刊資料庫

附錄2: 燦坤案判決一覽表

燦坤案判決一覽表

裁判字號	判決書部份內容	主文部份內容	主觀意圖
台灣高雄地方法院 92 年度訴字第 1427 號刑事判決 (裁判日期: 931231)	本罪係屬行爲犯, 行爲人僅須於主觀上有壓低交易市場某種有價證券之價格, 客觀上有壓低該有價證券交易價格之行爲, 即屬違反該規定, 而構成同法第 171 條之罪, 不以價格發生急遽變化之結果爲必要 (最高法院 91 年度台上字第 3037 號、92 年度台上字第 1690 號判決意旨參照)	燦坤公司董事長處有期徒刑壹年陸月; 董事長特助處有期徒刑壹年貳月。	單一意圖
被告不服台灣高雄地方法院92年度訴字第1427號中華民國93年12月31日第一審判決 (起訴案號: 台灣高雄地方法院檢察署92年度偵字第5126號), 提起上訴。			
台灣高等法院高雄分院 94 年度上訴字第 186 號刑事判決 (裁判日期: 950908)	本國證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款既僅有「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格, ··· 連續以高價買入或低價賣出」爲其構成要件之明文, 換言之, 上開罪名之成立, 僅需行爲人主觀上有影響市場行情之意圖, 客觀上有對於某種有價證券連續以高價買入或低價賣出之行爲即可 (最高法院 74 年台上字第 5861 號判決意旨可參)	燦坤公司董事長處有期徒刑壹年肆月; 董事長特助處有期徒刑壹年。	單一意圖
被告不服台灣高等法院高雄分院中華民國95年9月8日第二審判決 (94年度上訴字第186號, 起訴案號: 台灣高雄地方法院檢察署92年度偵字第5126號), 提起上訴			
最高法院 96 年度台上字第 1044 號刑事判決 (裁判日期: 960302)	故炒作行爲人主觀上應有以造成交易活絡表象, 對市場供需之自然形成加以人爲干擾, 藉資引誘他人買進或賣出, 以利用股價落差圖謀不法利益之意圖。故成	原判決撤銷, 發回台灣高等法院高雄分院	多重意圖

續接下頁

臺灣大學學術期刊資料庫

承接上頁

裁判字號	判決書部份內容	主文部份內容	主觀意圖
	立本罪應就行爲人主觀上是否具有造成股票集中交易市場交易活絡表象, 以誘使他人購買或出賣上開股票謀利之企圖, 詳加調查審認, 以爲判斷之準據。原判決並未審酌上訴人等是否具有此一意圖, 徒以上訴人只要有抬高或壓低股價之意圖即構成本罪, 有適用法則不當之違背法令。		
台灣高等法院高雄分院 96 年度上更 (一) 字第 85 號刑事判決 (裁判日期: 960817)	1. 抬高或壓低某種有價證券之價格, 本質上即可能引誘投資人因股價之連續下挫而賣出股票 ··· 其違法性之表現已然足夠, 就此行爲即應加以禁止, 而不論其主觀上是否基於引誘他人買賣該股票之意圖。 2. 證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款規定立法目的 ···, 其規範範圍, 自不以操縱者意圖獲取不法利益或確有獲取不法利益爲限。 3. 惟以壓低股價之空頭炒作方式, 炒作者則意圖使賣盤增加 ··· 造成該特定股票交易清淡, 股價下跌 ··· 炒作者即無意圖造成交易熱絡之表象的主觀目的甚明。 上開罪名之成立, 僅需行爲人主觀上有影響市場行情之意圖, 客觀上有對於某種有價證券連續以高價買入或低價賣出之行爲即可。	燦坤公司董事長處有期徒刑捌月; 董事長特助處有期徒刑陸月。	單一意圖

續接下頁

臺灣大學學術期刊資料庫

承接上頁

裁判字號	判決書部份內容	主文部份內容	主觀意圖
被告不服台灣高等法院高雄分院中華民國96年8月17日第二審更審判決 (96年度上更 (一) 字第85號, 起訴案號: 台灣高雄地方法院檢察署92年度偵字第5126、9532、10216號), 提起上訴			
最高法院 98年度台上字第1135號刑事判決 (裁判日期: 980305)	如無故意壓低交易價格, 誘使其他投資大衆低價拋售, 藉機大量買進, 炒作股票價格, 以謀取不法利益之意圖, 亦不成立該罪。	原判決撤銷, 發回台灣高等法院高雄分院。	多重意圖
台灣高等法院高雄分院98年度重上更 (二) 字第18號刑事判決 (裁判日期: 981110)	故必行爲人主觀上有影響或操縱股票市場行情, 以謀取不法利益之意圖, 客觀上有對於某種有價證券連續以高價買入或低價賣出之行爲, 始克成立	燦坤公司董事長處有期徒刑捌月; 董事長特助處有期徒刑陸月。	多重意圖
最高法院 99年度台上字第163號刑事判決 (裁判日期: 990114)	是以行爲人主觀上應有以造成交易活絡表象, 對市場供需之自然形成, 加以人爲干擾, 藉資引誘投資大衆買入或賣出股票, 以利用股價落差謀取不法利益之意圖爲必要。	原判決撤銷, 發回台灣高等法院高雄分院。	多重意圖
台灣高等法院高雄分院99年度重上更 (三) 字第14號刑事判決 (裁判日期: 1000816)	縱行爲人僅有壓低股價而影響或操縱股價意圖, 而無上開2種補充之意圖 (誘使他人買進或賣出之意圖、利用股價落差圖謀不法利益之意圖), 仍應爲本條規定所欲規範處罰之範圍。	燦坤公司董事長處有期徒刑陸月; 董事長特助處有期徒刑肆月。	單一意圖
最高法院 101年度台上字第5026號刑事判決 (裁判日期: 1010927)	意同最高法院99年度台上字第163號刑事判決	原判決撤銷, 發回台灣高等法院高雄分院。	多重意圖

續接下頁

臺灣大學學術期刊資料庫

承接上頁

裁判字號	判決書部份內容	主文部份內容	主觀意圖
台灣高等法院高雄分院101年度重金上更 (四) 字第1號刑事判決 (裁判日期: 1020523)	是否成立本罪, 除應考量上開法條文所定構成要件外, 對於行爲人連續以高價買入或低價賣出特定有價證券行爲, [客觀上是否有致使該特定有價證券之價格, 不能在自由市場供需競價下產生之情形], 亦應一併考量, 始符合本罪之規範目的。	均無罪	多重意圖
台灣高等法院高雄分院檢察署檢察官不服台灣高等法院高雄分院中華民國102年5月23日第二審更審判決 (101年度重金上更 (四) 字第一號, 起訴案號: 台灣高雄地方法院檢察署92年度偵字第5126、9532、10216號), 提起上訴			
最高法院102年度台上字第3349號刑事判決 (裁判日期: 1020815)	意同台灣高等法院高雄分院101年度重金上更 (四) 字第1號刑事判決	上訴駁回	

註: 此表由本研究整理, 並由判決書中截錄相關內容置於表格內。

參考文獻

王志誠 (2008), "連續交易之認定基準及實務爭議," 《月旦民商法雜誌》, 19, 5–34。(Wang, Chih-Cheng (2008), "Practical Disputes about Standard of Illegal Consecutive Trading," *Cross-Strait Law Review*, 19, 5–34.)

——— (2010), "證券市場操縱行爲之規範構造及犯罪所得," 《台灣法學雜誌》, 165, 73–80。(Wang, Chih-Cheng (2010), "The Regulation Framework for and the Criminal Benefits from Securities Market Manipulation Behavior," *Taiwan Law Journal*, 165, 73–80.)

臺灣大學學術期刊資料庫

王育慧 (2007), “最高法院九十一年度台上字第三0三七號判決及台灣高等法院八十八年度上重訴字第三九號判決之評釋 (東隆五金案) — 以連續交易操縱行爲與內線交易爲範圍,”《台北大學法學論叢》, 61, 43–78。(Wang, Yu-Hui, (2007), “Comment on the Supreme Court Decision: T. S. T. No.3037 and Taiwan High Court Decision: S. Z. S. T. No. 39 (Tong Lung Metal Industry Co., Ltd) — Perspectives from the Series Transactio,” *Taipei University Law Review*, 61, 43–78.)

王景南, 葉錦徽, 與林宗漢 (2011), “台灣房市存在價格泡沫嗎?”《經濟論文》, 39, 61–89。(Wang Jying-Nan, Jin-Huei Yeh, and Zong-Han Lin, (2011), “On the Existence of Price Bubbles in the Taiwan Housing Market,” *Academia Economic Papers*, 39, 61–89.)

何曜琛 (2007), “證券市場操縱行爲之認定與要件 — 簡評最高法院96年度台上第1044號刑事判決,”《台灣本土法學》, 97, 229–234。(Hor, Yaw-Chen (2007), “The Identification and Elements of Securities Market Manipulation — Comment on the Supreme Court Decision: T. S. T. No. 1044,” *Taiwan Law Journal*, 97, 229–234.)

吳天雲 (2006), “論沒收犯罪所得應否扣除成本 — 兼評最高法院93年度台上字第2885及3199號判決,”《月旦法學雜誌》, 129, 97–110。(Wu, Tien-Yun (2006), “Shall the Cost be Deducted from the Proceeds of Crimes in Confiscation–Comment on Judgment No. 93-Tai-Shang-2885 and 3199 of the Supreme Court,” *Taiwan Law Review*, 129, 97–110.)

——— (2009), “共同正犯共同犯罪所得的沒收、追徵方法,”《法學新論》, 8, 79–100。(Wu, Tien-Yun (2009),“Assets Forfeiture and Substitute Assets Forfeiture to the Gains Derived from Offense by Co-principals,” *Journal of New Perspectives on Law*, 8, 79–100.)

吳克昌 (2002a), “證券交易法反操縱條款之研析 (上)”《證交資料》, 483, 39–53。(Wu, Ko-Chang, (2002a), “Research and Analysis of Anti-Manipulation Clause of Securities Exchange Act,” *TWSE Monthly Review*, 483, 39–53.)

——— (2002b), “證券交易法反操縱條款之研析 (下),”《證交資料》, 484, 43–71。(Wu, Ko-Chang, (2002b), “Research and Analysis of Anti-Mani-

臺灣大學學術期刊資料庫

pulation Clause of Securities Exchange Act," *TWSE Monthly Review*, 484, 43–71.)

吳博聰 (2014), "操縱股價主觀要件之研究," 碩士論文, 台北: 國立政治大學法學院碩士在職專班。(Wu, Po Tsung, (2014), "A Study of Subjective Elements of Prohibition against Stock Price Manipulation," Unpublished master's thesis, Taipei: College of Law, National Chengchi University.)

沈沛瑩 (2012), "證券交易法第155條第1項第4款操縱股價犯罪及犯罪所得之研究," 碩士論文, 桃園: 中央警察大學法律學研究所。(Shen, Pei-Ying (2012), "A Study on "Stock Price Manipulation" of Article 155, Paragraph 1, Sub-paragraph 4 of the Securities and Exchange Act and Its Criminal Benefit," Master's thesis, Taoyuan: Department of Law, Central Police University.)

林麗香 (2007), "證券市場操縱行爲之成立 — 最高法院九六年台上字第二六〇號民事判決之簡評," 《台灣本土法學雜誌》, 100, 283–288。(Lin, Li-Hsiang (2007), "The Verification of Securities Market Manipulation," *Taiwan Law Journal*, 100, 283–288.)

陳文禹 (2008), "操縱股價犯罪之構成要件 — 簡評最高法院九六年台上字第一零四四號判決," 《台灣本土法學》, 104, 342–348。(Chen, Wen-Yu (2008), "On the Elements of Security Price Manipulation — Comment on the Supreme Court Decision: T. S. T. No. 1044," *Taiwan Law Journal*, 104, 342–348.)

黃煌朝 (2008), "產出品質、環境特性與地方法院審理效率," 碩士論文, 台北: 國立政治大學社會科學學院行政管理碩士學程。(Huang, Huang-Chao, (2008), "Efficiency Evaluation of District Court with Considering Output Quality and Environmental Characteristics," Unpublished master's thesis, Taipei: Master for Eminent Public Administrator, National Chengchi University.)

楊馥菱 (2008), "經濟犯罪中法官量刑因素之研究 — 以證券交易法第155條及第157–1條之犯罪爲例," 碩士論文, 台南: 國立成功大學法律學研究所。(Yang, Fu-Ling, (2008), "Analyzing Judicial Sentencing Decisions

臺灣大學學術期刊資料庫

in Taiwanese Economic Crimes," Unpublished master's thesis, Tainan: National Cheng Kung University Department of Law.)

葉錦徽, 林怡諄, 與朱珊瑩 (2015), "拉高倒貨型股價操縱之台灣經驗與預警," 《經濟論文》, 43, 587–637。(Yeh Jin-Huei, Yi-Chun Lin, and Shan-Ying Chu, (2015), "Pump and Dump Price Manipulation and Early Detection in Taiwan," *Academia Economic Papers*, 43, 587–637.)

詹德恩 (2013), "我國金融犯罪特性與抗制難題," 《中正財經法學》, 7, 159–220。(Chan, Te-En, (2013), "The Elements of Financial Crime and Its Solutions in Taiwan (R.O.C)," *Chung Cheng Financial and Economic Law Review*, 7, 159–220.)

蔡侑龍 (2012), "論以連續交易操縱證券價格之主觀意圖研究," 碩士論文, 台南: 南台科技大學財經法律研究所。(Tsai, You-Long, (2012), "The Intent Element of Manipulating Securities Price by Effecting a Series of Transactions," Unpublished master's thesis, Tainan: Institute of Financial and Economic Law, Southern Taiwan University of Science and Technology.)

蔡墩銘 (2002), 《經濟與法律》, 台北: 自行出版。(Tsai, Tun-Ming (2002), *Law and Economics*, Taipei: self-publishing.)

賴英照 (2009), 《股市遊戲規則 — 最新證券交易法解析》, 台北: 自行出版。(Lai, In-Jaw (2009), *Rule of the Market — New Regulations about the Securities and Exchange Act*, Taipei: self-publishing.)

戴銘昇 (2012), "最高法院對證券市場操縱行爲刑事構成要件之認定," 《華岡法粹》, 52, 101–140。(Dai, Mean-Sun (2012),"The Supreme Court's Decisions Regarding Criminal Penalty's Requirement of Securities Market Manipulation," *Hwa Kang Law Review*, 52, 101–140.)

Aggarwal, Rajesh K. and Guojun Wu (2006), "Stock Market Manipulations," *Journal of Business*, 79, 1915–1953.

Bachelier, Louis (1900), "Théorie de la Speculation," *Annales de L'Ecole Normale Supérieure*, 17, 21–86.

Diba, Behzad T. and Herschel I. Grossman (1988), "The Theory of Rational Bubbles in Stock Prices," *Economic Journal*, 98, 746–754.

臺灣大學學術期刊資料庫

Evans, George W. (1991), "Pitfalls in Testing for Explosive Bubbles in Asset Prices," *American Economic Review*, 81, 922–930.

Fama, Eugene F. (1970), "Efficient Capital Market: A Review of History and Empirical Work," *Journal of Finance*, 25, 383–417.

Kyle, Albert S. and S. Viswanathan (2008), "How to Define Illegal Price Manipulation," *American Economic Review*, 98, 274–279.

Phillips, Peter C. B., Yangru Wu, and Jun Yu (2011), "Explosive Behavior in the 1990s NASDAQ: When Did Exuberance Escalate Asset Values?" *International Economic Review*, 52, 201–226.

Phillips, Peter C. B. and Jun Yu (2009), "Limit Theory for Dating the Origination and Collapse of Mildly Explosive Periods in Time Series Data," Unpublished manuscript, Singapore Management University.

——— (2011), "Dating the Timeline of Financial Bubbles During the Subprime Crisis," *Quantitative Economics*, 2, 455–491.

Putniņš, Taālis J. (2011), "Market Manipulation: A Survey," *Journal of Economic Surveys*, 26, 952–967.

Samuelson, Paul A. (1965), "Rational Theory of Warrant Pricing," *Industrial Management Review*, 6, 13–31.

投稿日期: 2015年3月19日, 接受日期: 2016年1月21日

臺灣大學學術期刊資料庫

How Can Econometrics and Finance be Used to Help Judges Identify Stock Manipulation

Jin-Huei Yeh

Department of Finance, National Central University

Yun-Ching Chang

Department of Finance, National Central University

Shan-Ying Chu

Department of International Business, Chung Yuan Christian University

Using the court-sentenced cases dealing with violations of the Anti-Manipulation Clause No. 155 in the Securities Exchange Act of the R.O.C. from 1990 to 2010 as our study sample, we find a variety of disagreement among the judgments, determinations and decisions of the courts at different levels. Such a vast difference of opinions among judges and the verdicts may lead to undesired controversies and disputes in society. It also brings up some implementation issues in the judicial and legal system. Our paper demonstrates that, with help from simple concepts from finance and modern econometrics tools, there is an objective data-driven fact-based approach to identify pump and dump manipulation. The proposed approach is easy to implement, hinges on stock prices only, and can be adaptively updated for ex post identification and ex ante early warning purposes. We believe such a scientific approach based on professional field knowledge has the potential to build up trust and fortify consensus among court judges and the public, thus strengthening the social capital of our society.

Keywords: stock price manipulation, difference of opinions, efficient market hypothesis, anti-manipulation clause

JEL classification: G14, G28, K22, K42

臺灣大學學術期刊資料庫