

自美國法的啟示論我國連續交易炒作罪之適用

■ 周振鋒/政治大學法學院暨會計學系合聘教授

完整全文收錄於證券市場發展季刊第 137 期(2023 年 3 月出版)

操縱市場行為泛指所有人为影響證券市場活動並藉此誤導其他投資人之手段，有損市場運作效率與資本市場配置資源等功能，並破壞市場公正性，因此美國1934年證券交易法(證交法)第9條a項、第10條b項以及第15條c項皆明文禁止該行為。我國證交法明文第155條第1項第4款連續交易炒作罪，亦禁止意圖抬高或壓低某種有價證券價格而為連續交易行為。然而，或係考量操作市場手法將日新月異，給予法院更廣泛裁量空間，該等行為皆未明確定義或類型化，惟此將使行為人難以預測行為結果，尤其法院甚難判斷行為人主觀意圖，易使合法交易事後遭指摘不法，顯示我國司法實務對該款之適用與認定頗具不確定性。因此，本文將自比較法觀點，就我國連續交易炒作罪之主觀不法意圖的認定，與行為人是否需具備「引誘他人買賣有價證券之目的」提出意見，以期提升證券交易法制之安定性與可預測性。

首先，美國證券交易法設有反操縱條款，明文禁止操縱市場行為。而公開市場中的操縱行為實具「形式外觀合法，但主觀不法」之特性，該等行為應評價為不法係毫無疑義，惟如何判斷外界難以知悉的主觀意圖，頗具難度，且又應避免流於恣意而不當干擾合法交易活動，需審慎以對。再者，隨著科技發展，使交易目的之判斷難度不減反增。以高頻交易為例，此類交易策略透過電腦程式運算，使操縱行為更容易隱身於合法外觀下，例如2014年美國證管會(SEC)始首次裁處高頻交易業者Athena Capital Research LLC，可見除非外觀已顯示極具

操縱之特徵或事實(即本案所示長時間且以收盤前大量下單交易)，否則SEC並非動輒指控，在在顯示判斷操縱意圖的困難性。

觀察美國司法實務見解，可發現價格操縱多以Rule10b-5為依據起訴，雖有見解質疑執法機關以行為人主觀意圖，認定合法外觀交易為不法操縱之妥適性，惟仍有不少法院要求原告須證明被告有意圖操縱價格，而是否具操縱意圖之認定，實務雖尚未形成一致標準，但當行為人有能力影響證券交易價格，且其對價格變動有直接金錢利益時，較可能被法院認定具操縱意圖，並容許行為人提出合理投資或正當交易等抗辯事由。惟，個別法院要求操縱意圖之舉證仍有寬嚴不同。如在SEC v. Masri案中，法院要求原告須證明意圖操縱為被告交易的唯一意圖。

我國證交法第155條第1項第4款禁止價格操縱行為，主觀不法意圖之認定與行為人是否需有「引誘他人買賣有價證券」之目的，最具爭議。首先，認定主觀意圖之方式，除非行為人自白或留下書面紀錄，否則僅能倚靠行為人外部行為與結果推論。我國司法實務亦認為應以被告從事交易相關事證綜合認定之。有論者認為此係主觀意圖不易認定下不得不然之結果，而未必能合理推論主觀意圖存否，本款規定實誤將主觀不法要件錯認為「抬高或壓低證券價格」，而正確解讀毋寧應著重操縱目的，故自應限縮本款適用，藉以區分操縱行為與合法交易。

我國法院判斷個案是否存在操縱行為與操縱意圖，可參酌美國判例法之判斷指標，包括：(1)市場證券流通的供給量有限、(2)操縱者為價格領導者、(3)操縱者對特定證券市場具優勢或控制地位、(4)操縱行為終止後，受影響證券價格崩跌等，且若行為人將因系爭行為而

能獲得實質直接金錢利益，除行為有其他正當投資或交易理由外，則傾向認定行為人具操縱意圖，惟此見解可能將合理交易目的之舉證責任加諸於被告，而其又將受嚴厲刑事處罰，十分嚴苛；再者是否「合理」亦尚無標準，因此應謹慎判斷操縱意圖。

其二爭議在於，本款既係仿照美國證交法，主觀要件卻無美國證交法所明文之「引誘他人買進或賣出某種有價證券之目的」，因而適用上是否包括此要件，影響本罪之構成與舉證責任。學說與實務上有肯否相異見解，持肯定見解者係考量若欠缺此要件，將容易構成本罪，使行為人無法預測其行為結果，且建議未來修法引入；反之，持否定見解者認為，法無明文即無須將本款主觀要件之終極目標引申與美國法相同，且符合本款文字已足以確認行為之不法性。本文認為，現行規範下實需透過限縮解釋從嚴認定行為人意圖，即便對納入「引誘他人買進或賣出某種有價證券之目的」持否定見解，亦不應僅依本款文義據以認定行為人內心之意圖，而應將操縱目的納入考慮，否則本款適用即有不當擴張的可能。

綜上所述，本款規範本在禁止人為不當影響證券自然供需，但本條主觀要件文義過於抽象下，往往係懲罰行為人之主觀意圖，因而判斷上應更加謹慎。尤其在未有使用任何不法或不當手段案件中，對行為主觀意圖自應從嚴認定，不應如司法實務見解僅以符合本款「意圖抬高或壓低某種有價證券價格」即謂該當主觀要件，仍應以行為人有意圖操縱為要。雖美國判例法「操縱意圖」之判斷仍有分歧見解，惟基於法安定性與行為人預見可能性，且我國操縱行為有嚴厲民刑事責任，本文傾向採取前述SEC v. Masri案之嚴格標準，即以意圖操縱為交易的唯一意圖。縱採取此標準將致原告舉證困難，且易使有心人士

逃脫法律追究，惟若非如此，外觀合法的交易可能動輒遭受質疑。此外，或可考慮於交易有正當事由，或個案整體考量若無裁罰必要情事時，修法排除該等行為之責任，使證券交易人於行為時能有較為明確的行為準則。