

臺灣高等法院臺南分院民事判決

99年度金上字第1號

上訴人 黃堂傑 住台南市善化區南科九路8號

訴訟代理人 方金寶 律師

馮基源 律師

上訴人 張裕宏 住台南市善化區南科九路8號

訴訟代理人 吳文淑 律師

張明智 律師

被上訴人 財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心

設台北市中山區民權東路三段178號12F

法定代理人 邱欽庭 住同上

訴訟代理人 許德勝 律師

上列當事人間請求侵權行為損害賠償事件，上訴人等對於中華民國99年9月21日臺灣臺南地方法院第一審判決（97年度金字第1號），提起上訴，本院於101年10月2日言詞辯論終結，判決如下：

主

書記官

上訴駁回

謝淑玉

第二審訴訟費用由上訴人等連帶負擔

書記官

謝淑玉

事實及理由

甲、程序方面：

被上訴人係依證券投資人及期貨交易人保護法（下稱投保法）設立之保護機構，且經買受律勝科技股份有限公司（下稱律勝公司）股票而受有損害之如附表所示李素琴、伍家輝等二十二人授與訴訟實施權，依投保法第二十八條「保護機構為維護公益，於其章程所定目的範圍內，對於造成多數證券投資人或期貨交易人受損害之同一證券、期貨事件，得由二十人以上證券投資人或期貨交易人授與訴訟或仲裁實施權後，以自己之名義，起訴或提付仲裁。」之規定，被上訴人自得以自己名義提起本件訴訟，合先敘明。

乙、實體方面：

壹、本件被上訴人於原審起訴主張：

一、上訴人黃堂傑為律勝公司之負責人，並為前任總經理；上訴人張裕宏則具會計師資格，且自民國（下同）九十二年起擔任律勝公司總經理室特別助理，實為上訴人黃堂傑之特別助理，同時自九十五年三月間起更兼任律勝公司之財務經理。嗣上訴人黃堂傑為能於九十四年間申請將律勝公司之發行股票由興櫃市場轉至上櫃市場買賣，遂事先於九十三年十一月十四日與訴外人「盈成動碼科技股份有限公司」（下稱盈成動碼公司）負責人張大方簽訂管理顧問合約，委託張大方協助其針對諮詢事項提供適當之評估及提出建議方案。後張大方遂依管理顧問合約，積極引薦不知情之法人機構，約定以每股新台幣（下同）九十四．四元之價格買賣律勝公司之股權（下稱：老股），並以成交價格每股九十四．四元反應除權、息後之價格即六十八元，認購該公司上櫃現金增資發行新股（下稱：新股）；若低於此價格，上訴人黃堂傑保證以現金退回差價或出售額外股份予法人機構，使其持股成本與上櫃現金增資價格相同，用以換取法人機構同意買入股權後六個月內不得賣出之條件。嗣後法人機構分別於九十四年五月間陸續以「私下股權移轉」方式買進律勝公司老股四千四百二十張，並於該公司股票上櫃現金增資承銷時，買進三千九百八十張新股；又大量利用不知情之親友及公司員工申設買賣證券帳戶，以供上訴人等二人支配，一方面作為分散股權之用，以達上櫃審查準則有關股權分散之標準，另一方面由上訴人張裕宏掌控及保管上開證券帳戶之買賣、交割等事宜，作為渠等間操縱、拉抬股價之用。

二、律勝公司股票於九十四年十二月八日以每股六十八元之承銷價格於上櫃市場買賣後，上訴人等均明知律勝公司之營運已呈衰退趨勢，股價恐難以維繫，卻利用不知情之人頭證券帳戶及渠等控制持股之證券帳戶，意圖製造律勝公司股票交易活絡之表象，連續為帳戶間委託買賣或申報買賣，而相對成交及連續以高價買入之方式，誘使不知情之廣大投資人進場

追價。上訴人等二人自九十四年十二月八日起至九十五年十二月二十日止，計二百二十六個股票市場營業日之買進或賣出股票之成交量，大於該有價證券於各該日之成交量達百分之二十以上；且逾九十四年十二月二十三日等九十九個營業日（有192筆上漲影響，085筆下跌影響）有影響買賣價格之情形，同時均係以高、低於數檔市價之不正當股價買進或賣出。另同期間，上訴人黃堂傑等集團相對成交九千六百四十六張，其中五十一個營業日，相對成交數量占當日成交量超過百分之二十以上。從買賣較大之投資人資料發現，其與內部人相關之集團投資人黃堂傑等人共計買進一萬七千三百九十九張，賣出一萬四千八百八十七張，分別占該段期間總成交量百分之五十五·三一及百分之四十七·三二；渠等意圖影響、操縱律勝公司股價之行為已明。又上訴人等二人上開違法操縱律勝公司股價之犯行，已經臺灣臺中地方法院檢察署（下稱臺中地檢署）檢察官予以起訴（96年度偵字第16592、21691號），並經臺灣臺中地方法院（下稱臺中地院）以刑事簡易判決（97年度簡字第79號）判處罪刑確定在案。

- 三、按證券集中交易市場係充滿各種資訊以提供投資人判斷之場所，在該市場中，投資人彼此並未接觸，而係透過集中交易市場所提供之各種有價證券交易資訊，瞭解各有價證券之行情。故於特定期間就某特定股票以人為方式操縱其股票價格，除使投資人因誤信人為操縱之股價資訊，而進場買進股票外，亦將破壞該股票由證券市場決定價格之機能，導致市場價格之扭曲，使投資人以不實之價格買賣股票，而蒙受日後操縱股價行為結束後股票價格下跌之損失。是於特定期間操縱某特定股票之價格，其行為與該特定期間買進股票投資人所受之損失間自有一定之因果關係。上訴人等於九十四年十二月八日至九十五年十二月二十日間，連續為帳戶間委託買賣或申報買賣，而相對成交及連續以高價買入律勝公司股票，致訴訟實施權授與人李素琴等人，因誤信於該期間之律勝

公司股票在證券集中交易市場經人為操縱之股價資訊，買進該股票而蒙受損失；則上訴人等之拉抬股價行為與訴訟實施權授與人李素琴等人之損失間，自難謂無因果關係存在。

四、上訴人二人連續為帳戶間委託買賣或申報買賣，而相對成交及連續以高價買入律勝公司股票，意圖影響股價，顯然已違反證券交易法（下稱證交法）第一百五十五條第一項第四款及第五款規定，依同條第三項規定對本件授權人之損害應負賠償責任；且依民法第一百八十四條第一項前段「因故意或過失，不法侵害他人權利者，負損害賠償責任。」上訴人等以前述故意之犯罪行為，侵害授權人之財產權，致訴訟實施權授與人受有損害；又上訴人違反保護投資人之證交法，自亦有該法同條項後段「故意以背於善良風俗之方法，加損害於他人者亦同。」之情事，依法均應賠償授權人等二十二人之財產損失。再者，依民法第一百八十五條第一項前段規定：「數人共同不法侵害他人之權利者，連帶負損害賠償責任。」上訴人等當應負連帶賠償之責任。

五、本件訴訟實施權授與人李素琴等人係因上訴人等操縱律勝公司股價之行為，致其以高於真實價格買進律勝公司之股票，其損害賠償額之計算，自應以買進之價格減去真實價格乘上其所購買之股數為其所得請求賠償之總額。若訴訟實施權授與人實際賣出之價格高於真實價格，即以其買進之價格減去其實際賣出之價格再乘以其所購買之股數為其所得請求賠償之總額。而真實價格之認定係以上訴人等從事操縱律勝公司股價後九十天（以95年12月20日後90日，即95年12月21日至96年05月14日）之收盤平均價二十八·八二元為基準計算之；據此，訴訟實施權授與人李素琴等人所受之損失即如附表所示之金額。若考量操縱行為前之股價，尚未受人為操縱所影響，應為較客觀公正之價格，惟上訴人等之操縱行為係自律勝公司初次上櫃日即開始，無從以上訴人等之操縱行為開始前十日律勝公司股票之收盤平均價格為真實價格計算之。

倘認被上訴人所提出之損害賠償計算之方式不能真實反映其損害數額，請依民事訴訟法第二百二十二條第二項規定，審酌一切情況，依所得心證定其數額。

六、依上，爰本於侵權行為所衍生之損害賠償請求權、連帶給付及投保法第三十六條規定等法律關係，求為判命：上訴人等應連帶給付如附表所示各訴訟實施權授與人如附表所示之金額，及均自九十八年一月十日起至清償日止，按年息百分之五計算之利息，並請求准予免供擔保宣告假執行之判決等語（原審為被上訴人勝訴之判決，命上訴人如數給付，嗣上訴人聲明不服提起上訴，故被上訴人答辯聲明求為判決：駁回上訴人之上訴）。

貳、上訴人等於本院審理時之陳述除與原審判決記載相同者予以引用外，並補以下列等語，資為抗辯：

一、伍家輝、謝瑞清、邱淑芬、陳顯珍、謝耀進、劉桂玉、蔡國保、劉有宏、洪崇賢、劉興斌等十人授予訴訟實施權予被上訴人，是否於法有據？又上揭十人與李素琴等共二十二人，是否為善意投資人？

(一)謝瑞清、邱淑芬、謝耀進等人為訴外人邱素蘭之親友，而邱素蘭為上訴人張裕宏先前任職之號記聯合會計師事務所所長，與律勝公司關係密切，律勝公司上櫃前後，邱素蘭均與律勝公司往來頻繁，並瞭解律勝公司經營情況，且邱素蘭多次與律勝公司主動洽談及協議股票買賣事宜，並積極參與認購律勝公司之股票，自非證交法第一百五十五條第三項所保護之善意投資人。而謝瑞清、邱淑芬、謝耀進既與邱素蘭關係緊密，難稱其屬善意投資人。若該等三人不能舉證為善意之投資人，自非可得請求損害賠償之人，其授權自屬無效。

(二)又伍家輝、謝耀進、劉桂玉、蔡國保、劉有宏、洪崇賢、劉興斌等人，更是針對律勝公司股票為密集之買賣，在當時大盤走勢處於下滑之趨勢，為何伍家輝等人仍執意購買？可證其應非證交法第一百五十五條第三項所保護之善意投資人，

渠等自冒風險，則主張損失卻要向上訴人求償，更屬無理由。若渠等不能舉證為善意投資人，自非可得請求損害賠償之人，其授權自屬無效。

(三)依上，伍家輝、謝瑞清、邱淑芬、謝耀進、劉桂玉、蔡國保、劉有宏、洪崇賢、劉興斌均非善意之投資人；另陳顯珍投資之時間點落在安定操作期間內，而非所謂的操縱期間；該十人均非證交法第一百五十五條第三項規定適格之證券投資人，渠等授與被上訴人之訴訟實施權均屬無效，扣除該十人後，僅餘十二名有效授權人，不符投交法第二十八條第一項規定之「二十人以上證券投資人」之要件，故被上訴人提起本件之訴並非合法。

二、上訴人等是否有違反證券交易法第一百五十五條第一項第四款、第五款規定之不法操縱股價行為？若有，上訴人等係於何時開始及終止操縱行為？

(一)原審判決為不利於上訴人之主張與認定，主要均係依櫃買中心之交易分析意見書（下稱系爭交易分析意見書）作為判斷依據。惟依國立成功大學陳俊仁副教授（100年8月30日）鑑定意見書（下稱系爭鑑定意見書）可知，系爭交易分析意見書有諸多瑕疵，實非可採。再者，退步言，縱以系爭交易分析意見書作為認定所謂操縱行為之依據，惟依櫃買中心之函（100年11月14日證櫃交字第1000029140號）函所載「較明顯影響價格始於94年12月23日，終於95年11月17日」等語，本件謂之操縱期間，至多僅為九十四年十二月二十三日至九十五年十一月十七日，而非整個查核期間（94年12月08日至95年12月20日）。

(二)民事判決對於事實之認定判斷係獨立於刑事判決，不受刑事判決之拘束，至為灼然，難容僅以刑事判決有罪，即謂可拘束民事判決，剝奪民事法院法官獨立判斷之空間。況被上訴人所舉之判例僅是在論究刑事與民事審判對證據證明力認定標準不同而已，並非剝奪民事案件之判斷空間，且最高法院

判例（50年台上字第0872號）中所指之刑事案件係經過嚴格證明程序，與系爭刑事簡易判決未經嚴格證明程序顯有不同，自不得比附援引。本件系爭刑事起訴書所載之連續高買期間（自94年12月08日起至95年12月20日止）究竟如何認定得來？全無證據依據。何況必須有買賣行為，才會有所謂操縱股票，然上訴人等業已提出證據（詳原審被證26）證明，起訴書所指之所謂上訴人控制戶，至少於九十四年十二月八日至十四日間，並無任何買賣律勝公司股票之情形，則上訴人等又如何能在該期間內有所謂之操縱股票之行為？顯與事實不符。

- (三)證交法第一百五十五條第一項第四款所稱之「連續以高價買入或低價賣出」，除須有「連續」之要件外、並須有以「高『價』買入」或「低『價』賣出」之要件，始足當之。惟綜觀系爭刑事起訴書，檢察官徒以上訴人等對於律勝公司股票於上櫃（94年12月08日）至九十五年十二月二十日之買進或賣出股票的成交量超過百分之二十（按，起訴書是指成交「量」，並非成交「價」），即指上訴人等有所謂連續以高「價」買入或低「價」賣出云云，卻未見有任何上訴人等以如何之「連續」高「價」買入或低「價」賣出之犯罪事實，而成交「量」等並非連續高「價」買入或低「價」賣出之構成要件，顯見起訴即有未合。而刑事簡易判決卻直接引用起訴書，並未進行本件之實質審理即為有罪判決，更屬違誤。
- (四)又並非單純有高價或低價買入行為，即該當違反證交法第一百五十五條第一項第四款之行為，尚須行為人主觀上有刻意炒作，影響市場行情，並利用股價之落差而圖謀不法利益之意圖，始克成立。又所謂不法抬高或壓低該有價證券交易價格之意圖，必須行為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為干預，藉茲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。上訴人等並無抬高或壓低該有價證券交易價格之意圖，更無造成交易活絡表

象，對市場供需之自然形成加以人為干預，藉茲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，而是為免承銷商受罰及避免以承銷價購入股票之投資法人及大眾蒙受虧損，才進場買入股票，為此經營團隊還虧損三千多萬元，足證上訴人等初始即無圖謀不法利益之意圖。

(五)依系爭鑑定意見書之意見，系爭交易分析意見書已有諸多瑕疵，故非可採，即：

1.系爭鑑定意見書指出：「於證券商開戶時，以律勝公司地址為通訊地址，實屬常事。一般人於日常商業活動中，或為確保重要信件通知不會遺漏、或為避免收受廣告信函、或為保護個人隱私等等因素，以所服務之機關行號地址或家族所設立之公司地址為通訊地址的情形，實所在多有，以此為判斷『相同通訊地址』之不同投資人為同一『投資人集團』，而令其可能負嚴峻的操縱市場之民刑事責任，其具有適當性與合理性之疑慮，乃不言可喻。」；「就『集團(一)』、『集團(二)』與『集團(四)』的認定而言，其具有適當性與合理性之疑慮，更是昭然若揭。『不同公司通訊地址相同』於我國商業實務中，實屬司空見慣之事；而兩家不同公司具有一、二位相同的法人董監事，或是一公司之董事長同時擔任另一公司董事之情形，更可謂不勝枚舉；不同自然人以同一電話號碼為『聯絡電話』者，更是多不勝數，即便是『聯絡電話相同』之自然人，彼此間具有『委任關係』者，此亦屬平常。以前開我國商業社會中平常且常見之事，來判斷不同自然人投資人間或法人投資人間是否屬於同一『投資人集團』，而令其可能負嚴峻的操縱市場之民刑事責任時，其適當性與合理性具有相當之疑慮，自不待言。」顯見，前述櫃買中心分析意見書所謂「投資人集團」之認定基礎，實非適當且不具合理性。

2.又系爭鑑定意見書指出：「律勝公司之營業日日常總交易量，其實並不甚大，總交易量多介於數十張到百餘張之間，顯

示其股票交易並不熱絡；．．有多日『黃堂傑集團』（集團（一））不過為個位數張數的買賣，因為當日總成交張數亦為個位數或十位數，故輕易形成『買進或賣出之成交量大於該有價證券各該日成交量20%以上』的結果。．．若以此『買進或賣出之成交量大於該有價證券各該日成交量20%以上』之『營業日天數』來判斷『黃堂傑集團』（集團（一））是否有操縱市場之『不法炒作』之情事，似並不適當。」「所謂『相對成交』之律勝股票張數，其實多為個位數張數與十位數張數，以律勝公司之日常總交易量多為數十張到百餘張之間的數量來觀察，此相對成交的張數，與形成交易活絡之表象而引誘他人為律勝公司股票之買賣，仍有相當的距離，此由所謂『黃堂傑集團』（集團（一））可能違反操縱市場之沖洗買賣行為後，律勝公司股票價格仍然未見起色，每日成交量亦未顯著增加的情形，即可略知一二。．．小張數、長時間的『沖洗買賣』，於證券操縱行為實務上，實不多見，蓋設若行為人有意進行操縱行為，以『小張數、長時間』的方式進行，不僅無法達到預期效果，同時也倍增為人所發現之風險，與一般操縱市場行為人之行為並不相符；因此不僅不適宜將此小張數、長時間的『沖洗買賣』作為判斷行為人為操縱市場行為之依據，反可能用以判斷『投資人集團』之認定是否適當，以及判斷行為人是否有為操縱市場行為之故意的參考。」「以律勝公司股票交易不熱絡的情形觀察，其股票每日僅有零星的交易，於櫃買中心電腦交易系統每個營業日從上午9時到下午1時30分的交易期間，每每長時間僅有一筆交易或全無交易者，更乃屬尋常；因此，當有一筆買賣交易時，於同期間往往並無其他筆交易的情形，並非罕見，而係常事，如果僅以該筆交易觀察該筆交易對律勝公司股票價格之影響，通常輕易即可獲得影響度100%的結論；職是之故，以『同時段買賣之總成交量之比例』來觀察該筆交易對股票價格的影響，對於交易熱絡的股票而言，具有較高的參考性，

對於交易冷清的股票而言，其參考性與所獲致的結論，其實並不高。」益見系爭分析意見書認定本件操縱行為標準之草率、不當。

3. 系爭鑑定意見書再指出：「以長達一年的期間從事『不法炒作』行為，以超過200次的買賣，而僅99次有買賣影響價格情形，且『多為買進影響價格，但該股票股價反呈下跌走勢』，如此長時間、明目張膽、低效率、且操縱效果低下之『不法炒作』行為，實與常情有違。蓋『不法炒作』由於所涉及金額龐大，且有嚴厲地民刑事責任，於通常情形下，整體操縱的時間越短，交易的次數越少，越不容易被發現，而前後兩次或數次交易間隔時間越短，操縱行為越容易成功；長達一年有餘，超過200次的『不法炒作』行為，實屬罕見罕聞。此反而可能得藉以證明行為人其實並無『不法炒作』之意圖，此亦反證出『櫃買中心分析意見書』關於本件『不法炒作』行為『始點』與『終點』的認定，有著適當性與合理性之疑慮。」「蓋『沖洗買賣』由於所涉及金額龐大，且有嚴厲地民刑事責任，於通常情形下，整體操縱的時間越短，交易的次數越少，越不容易被發現，而前後兩次或數次交易間隔時間越短，操縱行為越容易成功；且『沖洗買賣』與『不法炒作』不同，其若欲形成市場交易活絡的表象，同時減少操縱市場的成本與增加效果，必須使集中市場『委託買賣』或『申報買賣』能『相對成交』，方可相互抵消，避免價差損失，因此，『沖洗買賣』之委託或申報，於一般通常情形下，彼此必須同時或於相當接近之時間內為之，始有『相對成交』之可能。長達一年有餘，超過50次的『沖洗買賣』行為，實屬罕見罕聞。此反而可能得藉以證明行為人其實並無『沖洗買賣』之意圖，此亦反證出『櫃買中心分析意見書』關於本件『沖洗買賣』行為『始點』與『終點』的認定，有著適當性與合理性之疑慮。」可見分析意見書所認定之上訴人等操縱股價行為起點、終點及期間，顯有違常情，益見

系爭分析意見書實無參考價值。

三、上訴人等之上開行為是否成立共同侵權行為？

被上訴人並未就證交法第一百五十五條第一項第四、五款及第三項之損害賠償責任要件舉證（包括授與訴訟實施權人為善意、受有損害、因果關係等要件進行舉證），故其主張上訴人等成立共同侵權行為云云，自非可採。

四、上訴人等之上開行為與該特定期間買進股票投資人所受之損害間，是否具有相當之因果關係？

(一)被上訴人在原審固提出所謂外國學理、學者見解、我國實務見解，主張本件投資人之損害與上訴人之行為間有因果關係云云；惟其案例事實與本件完全不同，被上訴人所謂之學者見解，係有關證券詐欺市場理論，其所處理的問題係以存在一個不實陳述公開消息或隱匿重大資訊，投資人對於此消息信賴關係是否需加以證明之問題，實與本件自始無對外陳述不實消息或隱匿重大資訊，而僅單純涉及是否有前揭條文所示行為者顯有不同。

(二)退言之，縱上訴人等有所謂之操縱股價行為（上訴人否認），且投資人縱有損害（上訴人否認），則此行為與投資人買進律勝公司股票受有損害間是否有因果關係？依舉證責任分配法則，亦應由主張權利存在之被上訴人負舉證之責，否則空言主張即無足採。至被上訴人於民事上訴答辯狀中提出之其他法院判決，有的未確定，亦非判例，自非可拘束本件，況前開案件或為不實財報，或為散布不實消息，與本件非屬市場詐欺之情形亦不相同，自不可比附援引。

五、被上訴人得請求損害賠償之總額應如何計算？真實價格應如何認定及其基準為何？

(一)有關美國證券交易法對操縱行為之民事損害賠償計算方式，系爭鑑定意見書（第17頁）指出：「美國聯邦最高法院之最新見解，同時駁斥傳統『淨損差額法』關於『真實價值』的計算方式，並確立所謂『真實價值』，並非以被告為虛偽不

實陳述，導致股票價格不當上漲之價格來計算，也並非以原告付出不當對價而買入有價證券之來計算，而係以當被告所為之虛偽不實陳述，為市場大眾所知悉，並加以反應後，來加以計算。亦即，於美國聯邦最高法院Dura一案見解做成之後，所有證券詐欺損害賠償訴訟，請求權人需證明被告所為之虛偽不實陳述，業已為市場投資大眾所知悉。不僅如此，另請求權人必先證明被告所為之虛偽不實陳述，業已為市場投資大眾所知悉，且經市場加以反應之後，同時於排除其他同樣可使股價下跌之因素之後，而造成股價的下跌，請求權人依此下跌之價格賣出之後，而遭受之損害，始得加以主張。」

(二)又鑑定意見書指出：「美國證券交易法操縱行為民事損害賠償計算方式，係以『淨損差額法』來加以計算，而其數額係以行為人操縱市場之行為經披露後之價格，以及操縱行為受害人於市場加以反應之後賣出之價格，兩者之間的價差，並扣除其他同樣可使股價下跌之因素所產生的數額後，所得之金額，乘上所購買之股數，方始為操縱市場行為人應負之損害賠償金額。至於操縱市場行為人所應負損害賠償責任之上限，仍應依美國聯邦1934年證券交易法第21D(e)所明文規定損害賠償之上限為限，此即為『購買證券的價格（或賣出價格）』與『更正不實消息之日起90天該證券平均收盤價格』之間的差額；若原告自消息更正日起算九十日內，即再行賣出，則賠償上限則為與『賣出價格』與『消息更正日起至賣出日止的平均收盤價格』的差額。」

(三)另鑑定意見書（第18、24頁）明確指出：「原審法院首先誤解美國1934年證券交易法第21D條第(e)項第(1)款之規定，將損害賠償之上限規定，誤會為損害賠償之計算方法。其次，原審法院並誤解美國『淨損差額法』之計算方式，將傳統以投資人買入之時點，為損害賠償計算之時點，以計算損害賠償之數額。」陳教授鑑定意見書第24頁第43點指出：「而

關於美國聯邦1934年證券交易法第21D(e)所明文規定損害賠償之上限，係以『賣出價格』與『消息更正日起90日平均收盤價格』的差額作為賠償上限，以避免被告之責任過重。然而，此美國之『上限規定』常常為我國法院實務錯誤解讀為『損害賠償金額』，本件原審法院亦然。為何會如此？著實令人費解。」「本件原審法院雖然對於美國證券交易法制有所誤會，且誤解美國『淨損差額法』之計算方式，同時並誤解美國證券詐欺與操縱市場『真實價值』之認定時點與認定方式；然而，從上述我國實務見解觀察，原審法院之誤解，不僅並非孤例，反而似為多數法院所共有之誤會。雖然如此，誤解畢竟是誤解，斷無積非成是之理，似應速加以修正為宜。」

(四)依上內容可知，原審判決對於美國證券交易法制顯有誤解，其就美國證券交易法對操縱行為民事損害賠償計算方式所表示之見解，當非可採。

六、若被上訴人得請求損害賠償，則安定操作期間之買賣是否不計入，及應否扣除利息、股利、訴訟實施權人買賣律勝公司股票之獲利與大盤走勢？

(一)依被上訴人原審陳報狀(98年11月25日)所附之附件1.各投資人求償表所載，詹舜名、鄭秋美、賴宏榮、陳顯珍及林元三買進律勝公司股票之時間，均非落在操縱期間(即94年12月23日起至95年11月17日止)，渠等購買律勝公司股票與所謂的操縱行為根本無關，故渠等請求之賠償金額，自應予以全數扣除。同理，其他投資人購買律勝股票之時間點如有非落在前揭操縱行為期間者，或於所謂安定操作期間(94年12月08日至94年12月14日)間所購買之律勝公司股票，於計算損害賠償時，應均予以扣除。

(二)有關應扣除利息、股利、買賣律勝公司股票之獲利：

1.系爭補充鑑定意見書(第08頁)第(十)總結指出：「綜上所言，美國法院實務於計算操縱行為損害賠償數額時，對於非因

操縱行為所導致之股價漲跌，多數皆認為應加以扣除，此亦符合『淨損差額法』計算基本原則。關於原告所獲得之利益是否亦應予以扣除問題，美國多數法院認為原告所獲得之利益，應加以扣除。另關於原告於不同時點以不同價位買進或賣出受操縱之股票，且於不同時點以不同價位為相反的買進或賣出所獲得之利益，如何加以計算的問題，美國多數法院係採行『先進先出法』，以計算損害賠償之數額。此外就原告能否主張應獲得而未獲得之租稅優惠或股息股利，以及被告得否主張應將原告已獲得之租稅優惠或股息股利予以扣除的問題，美國法院實務係將原告與被告所得主張的範圍予以限制，並分別令原告與被告就有利於己之主張，負舉證之責。」

2. 依上說明，於計算本件損害賠償時，應扣除授與訴訟實施權人已獲得的股息股利，及因買賣律勝公司股票之獲利。

(三) 有關應扣除大盤（同類股）走勢：

1. 依系爭補充鑑定意見書（第05頁）所載：「當操縱市場行為人以單一個股或少數股票為操縱對象，在計算損害賠償數額時，應以和受操縱股票公司從事同類型業務之經營、具有相同或相似之規模、有相同或相似之產品或服務項目、有相同或相似之設立地點、有相同或相似之公司設立時間、有相同或相似之設立地點、有相同或相似經營管理經驗或能力之經營團隊、有相同或相似的股東結構、所發行股票皆在相同之證券交易市場等等符合上述條件之公司為『標竿』，分析比較受操縱股票之漲跌幅度與『標竿』公司股票在同時期的漲跌幅度，以界定操縱行為影響股價的範圍，亦即受害人實際所受損害之範圍，最後並佐以大盤走勢為檢驗的參考，較為適當。」

2. 又系爭鑑定意見書（第2頁第3點）明指：「所謂『同類股』，必以兩家各種『標竿』條件皆相同或極其相似的公司，方有學理上比較之意義，且各種『標竿』條件相同或相似度越

高，其所獲致結論的參考價值，也就越高，若兩家相比較的公司之間有若干『標竿』條件並不相同或相似度低，其所獲致結論的參考價值，也就越低。不僅如此，即便是將兩家各種『標竿』條件皆極其相似的公司相比較，所獲得的結論，更應就客戶結構、客戶關係緊密程度、股東結構、股權分散狀況、銀行與債權人的支持程度、證券投資人對於公司的喜好程度、市場預期心理、經營團隊的能力、公司負責人的個人魅力等一切細部情況，予以謹慎解讀，以避免速斷與率斷，而產生令人遺憾的結果。從而，單單僅以『相同產業』來擇定『同類股』，而完全無視其他『標竿』條件的不同，即進行股票價格上漲跌因素的比較，其實並不適宜，所獲致結論的參考價值，其實亦並不高；而單單僅以『全體相同產業』來擇定『同類股』，而完全無視其他『標竿』條件的不同，即進行股票價格上漲跌因素的比較，則更是如此。」

3. 系爭分析意見書第用以比較律勝公司於九十四年十二月八日至九十五年十二月二十日期間漲跌幅之「標竿」，竟是涵蓋半導體業、電腦及週邊設備業、光電業、通信網路業、電子零組件業、電子通路業、資訊服務業及其他電子業等各種不同產業之所謂「電子工業類股」。惟上述各個產業有其各自迥異之產業特性，已無待贅言，縱係同一產業，其尚可依照產品類型、上下游等不同之特性再予細分。系爭分析意見書未能考量客戶結構、客戶關係緊密程度、股東結構、股權分散狀況、銀行與債權人的支持程度、證券投資人對於公司的喜好程度、市場預期心理、經營團隊的能力、公司負責人的個人魅力等一切細部情況，予以謹慎解讀，設定合理之比較「標竿」，已有可議。詎料，櫃買中心甚至連產業類別均未予區分，率爾採取所謂「電子工業類股」作為「標竿」，可謂極度粗糙、率斷。

4. 況系爭鑑定意見書（第2頁第4點）已指出：「『櫃買中心分析意見書』第一頁所指出，『同期間同類股指數漲幅31.01%

』，其所認定之『同類股』認定依據為何？該『櫃買中心分析意見書』並未加以說明，從文字用語上加以推敲，其所謂之『同類股』，似係為『全體相同產業』之意。如若如此，則該『同類股』認定方式的合理性，即存在相當大的疑慮。」據此，以「全體相同產業」作為標竿之合理性，尚且存在相當大的疑慮；遑論系爭分析意見書所謂之「同類股」係採較「全體相同產業」更廣泛、上位的「電子工業類股」，顯見系爭分析意見書所採「標竿」之不當，甚明！

5.另依台灣經濟研究院產經資料庫（99年06月）之軟性印刷電路板製造業基本資料所示，於九十四間在軟板產能大量開出下，導致產業出現大幅供過於求之困境，進而導致軟板業多家業者陷入虧損或呈現獲利衰退之狀況，律勝公司亦未能避免此一整個軟板業所共同面臨之困境，故而營收淨額、毛利率、稅後盈餘、EPS等，明顯下滑。因此，縱以較粗糙的軟板產業作為比較基準，律勝公司於九十四年底至九十五年底之所謂查核期間股價下滑，亦是合理反映上述軟板產業整體面臨之困境。系爭分析意見書不僅採取錯誤不當之比較基準，亦未察九十四至九十五年間軟板業所共同面臨之困境，故其指稱律勝公司股票較同類股與大盤指數有明顯背離情形云云，實無參考價值可言。

6.律勝公司之跌幅上三家同類股之上櫃公司（即台虹科技、嘉聯益科技及旭軟電子等公司）之平均跌幅比較，律勝公司超跌之幅度為百分之十三·二九（即 $51.09 - 37.8 = 13.29$ ），律勝公司股價下跌的幅度中，可能與所謂上訴人等操縱行為相關之比率，至多僅為百分之十三·二九。損害賠償總金額應以律勝公司超逾相關產業之跌幅百分之十三·二九，作為計算被上訴人得請求上訴人賠償之依據。

(四)依上，縱使上訴人等應負證交法第一百五十五條第一項第四款、第五款及第三項之損害賠償責任，並以「淨損差額法」、「先進先出法」以及被上訴人等所謂的「操縱行為結束後

90日之收盤平均價（28.82元」為所謂真實價格，作為計算本件損害賠償之基礎，惟依前揭櫃買中心函（100年11月14日）之意見，上訴人等縱有操縱行為，期間至多也僅是九十四年十二月二十三日至九十五年十一月十七日之間，是以，就授與訴訟實施權人於該段期間以外買進律勝公司之股票，與所謂操縱行為無關，本即應全數予以扣除。

(五)再者，本件授與訴訟實施權人請求之賠償金額，應扣除股息、股利、買賣律勝公司股票之獲利及大盤（同類股）走勢，已如前述。至依上述說明，計算各授與訴訟實施權人應扣除之項目及金額則如民事答辯意旨狀（101年9月25日）之附件1、附表1及附表2所示（見本院卷(四)第216至273頁）。

七、依上，上訴聲明求為判決：(一)原判決廢棄，(二)被上訴人在第一審之訴及假執行之聲請均駁回。

參、兩造不爭執之事實：

- 一、被上訴人為依投保法設立之保護機構，且經買受律勝公司股票即如原判決附表所示李素琴、戴進成、詹舜名、楊千慧、穆嘉敏、侯秀治、鄭秋美、賴宏榮、莊成章、林元三、邱恆生、邱撫瑜（下稱李素琴等十二人）、伍家輝、謝瑞清、邱淑芬、陳顯珍、謝耀進、劉桂玉、蔡國保、劉有宏、洪崇賢、劉興斌等等二十二位投資人授與訴訟實施權。
- 二、上訴人黃堂傑為律勝公司負責人，並為前任總經理；上訴人張裕宏則具會計師資格，自九十二年起擔任律勝公司總經理室特別助理，而實為上訴人黃堂傑之特別助理，且自九十五年三月間起更兼任律勝公司財務經理。
- 三、律勝公司於九十四年間申請將該公司之股票由興櫃證券市場轉上櫃證券市場買賣，並自九十四年十二月八日開始掛牌買賣。
- 四、本件如原判決附表所示之訴訟實施權授與人於九十四年十二月八日至九十五年十二月二十日止之期間，各有買入賣出律勝公司股票。

五、上訴人等涉嫌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；及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，而違反證交法第一百五十五條第一項第四、五款規定，並非安定操作等情之刑事犯罪部分，已因上訴人之自白而經臺中地檢署檢察官（96年10月26日）以九十六年度偵字第一六五九二、二一六九一號予以起訴，並經臺中地院（97年01月24日）以九十七年度簡字第七九號刑事簡易判決判處罪刑確定在案。

肆、兩造爭執之事項：

- 一、伍家輝、謝瑞清、邱淑芬、陳顯珍、謝耀進、劉桂玉、蔡國保、劉有宏、洪崇賢、劉興斌等十人授予訴訟實施權予被上訴人，是否於法有據？又上揭十人與李素琴等十二人，是否為善意投資人？
- 二、上訴人等是否有違反證券交易法第一百五十五條第一項第四款、第五款規定之不法操縱股價行為？若有，上訴人等係於何時開始為操縱行為？又於何時終止操縱行為？
- 三、上訴人等之上揭行為，是否成立共同侵權行為？
- 四、上訴人等之上揭行為與該特定期間買進股票投資人所受之損害間，是否具有相當之因果關係？
- 五、被上訴人得請求賠償之總額應如何計算？真實價格應如何認定及其基準為何？
- 六、若被上訴人得請求損害賠償，則上訴人抗辯：安定操作期間之買賣不計入，應扣除利息、股利，應扣除訴訟實施權人買賣律勝公司股票之獲利，應扣除之大盤走勢等，於法是否有據併合理？

伍、本院之判斷：

- 一、按當事人主張有利於己之事實者，就其事實有舉證之責。但法律別有規定，或依其情形顯失公平者，不在此限，民事訴

訟法第二百七十七條定有明文。又按主張法律關係存在之當事人，固僅須就該法律關係發生所須具備之特別要件，負舉證之責任，至於他造主張有利於己之事實，應由他造舉證證明（最高法院48年台上字第0887號判例參照）；惟負舉證責任之當事人，須證明至使法院就該待證事實獲得確實之心證，始盡其證明責任。倘不負舉證責任之他造當事人，就同一待證事實已證明間接事實，而該間接事實依經驗法則為判斷，與待證事實之不存在可認有因果關係，足以動搖法院原已形成之心證者，將因該他造當事人所提出之反證，使待證事實回復至真偽不明之狀態。此際，自仍應由主張該事實存在之一造當事人舉證證明之，始得謂已盡其證明責任（最高法院93年度台上字第2058號判決參照）。

二、兩造爭執事項一部分：

(一)查上訴人等因涉嫌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；及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，而違反證交法第一百五十五條第一項第四、五款規定之刑事犯罪部分，已因上訴人之自白而經臺中地檢署檢察官於九十六年十月二十六日以九十六年度偵字第一六五九二、二一六九一號予以起訴，並經臺中地院於九十七年一月二十四日以九十七年度簡字第七九號刑事簡易判決，分別判處罪刑確定在案。又本件如附表所示之訴訟實施權授與人確有於九十四年十二月八日至九十五年十二月二十日止之期間，各有買入、賣出律勝公司股票等情，已為兩造所不爭執，並有被上訴人所提出之前揭臺中地檢署檢察官起訴書、臺中地院刑事簡易判決書、股票交割明細表、客戶餘額資料查詢單及分戶歷史帳列單等影本資料在卷可按（見原審卷(一)第12至28、53至130頁），自堪信為真實。

(二)按證交法第一百五十五條第三項所謂「善意」買入或賣出有

價證券之人，係指不知有違反證交法第一百五十五條第一項各款行為之人。本件訴訟實施權授與人並非上訴人等之至親好友，亦非律勝公司員工，而係股票市場之一般投資人，要之僅能從較可信賴之市場機制或證券主管機關於網路上所揭示之資訊（如公司淨值、營業額、毛利率、歷年來分配股利及轉投資等），資為判斷該股票之真正價值，及據為是否值得買進投資之基準；易言之，渠等並無從知悉上訴人等操縱系爭股票（內情）之行為，乃屬善意之投資人。

(二)上訴人等雖辯稱：邱素蘭為上訴人張裕宏前任職之號記聯合會計師事務所所長，與律勝公司關係密切，律勝公司上櫃前後，邱素蘭與律勝公司往來頻繁，並瞭解律勝公司經營情況，而謝瑞清、邱淑芬、謝耀進既與邱素蘭關係緊密（依序為朋友、親戚、配偶），自難認其係屬善意投資人等語。惟此則為被上訴人所堅決否認，且操縱股價案件類型與內線交易、公開說明書不實案件類型同屬證券詐欺行為，對投資人造成損害之原因具相同性，均屬以人為之不法方式影響股價，則對善意之內心權利障礙事，按舉證責任分配原則，應由主張權利不存在之一方負舉證責任；查上揭訴訟實施權授與人，除因與邱素蘭間有親友或配偶之關係外，究有何實證證明渠等知悉上訴人等有違反證交法之行為，則迄未見上訴人等提出確切之證據以資證明。再者，衡諸常情及一般經驗定則，若股市投資人知悉上訴人等之操縱股價行為，並於操縱期間買賣律勝公司股票，理當是欲藉機賺取股票上漲之差額利益，且應會於上訴人等操縱股價結束前即時出脫持股而獲利了結方是；然渠等迄上訴人等操縱股價行為結束後確仍未賣出手中持股，則渠等如因本件操縱股價行為而受有損害，直接推定其為善意投資人，應認與經驗法則及論理法則無違。據上，並徵諸一般證據法則，自尚不能僅以邱素蘭與律勝公司間之關係，即遽採為上揭訴訟實施權授與人並非善意投資人之認定。

(四)上訴人等另辯稱：授權人伍家輝、謝耀進、劉桂玉、蔡國保、劉有宏、洪崇賢及劉興斌等人於系爭操縱期間，曾密集買賣律勝公司股票，渠等為惡意投資人等語。則仍為被上訴人所堅決否認，且被上訴人於受理本件投資人之求償登記時，已於求償表注意事項註明：「本中心不受理參與或知悉不法行為及被利用為人頭戶進行買賣者。」（見本院卷(三)第0104頁反面），因此，被上訴人受理本件受害投資人登記求償之要件，就形式上而言，已合乎證交法第一百五十五條之規定，且其受投資人之委託授予訴訟實施權辦理本件團體訴訟，亦於法有據。況如前所述，若授權人伍家輝等人已事先知悉有操縱股價情事，豈會迄操縱股價期間結後仍未賣出持股，而甘受操縱股價結束後股價下跌損失之理？再者，股票市場乃市場經濟之一，本具自由經濟之性質，而股市投資人於公開股票市場買賣股票，亦屬其自由支配財產權之行使，同時授權人伍家輝等人縱有非理性之行為，要之乃導源於上訴人等之上揭操縱股價行為；則在上訴人等無法提出其他確切之證據以資證明時，究尚不能單純以股市投資人有密集買進某檔股票之行為，即遽為推定非善意投資人。因之，上訴人等前揭所辯仍不能採為有利於其之認定。

三、兩造爭執事項二部分：

- (一)按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：四、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。五、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；證交法第一百五十五條第一項第四款、第五款分別定有明文。次按證交法第一百五十五條第一項第四款規定之所謂「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。且不以行為人主觀上有「意圖影響集中交易市場有價證券交易價格」為要件，亦不以客觀上「因而致交易市場之該股票價格有急劇變化」為必要（最高法院91年度台上字第3037號判決參照）。又證交法第一百五十五條第一項第四款規定之立法目的旨在防止人為操控股價，導致集中交易市場行情發生異常變動，影響市場秩序。故如行為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為，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。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為必要；所指「以高價買入」，亦不限於以漲停價買入，其以高於平均買價、接近最高買價，或以當日之最高價格買入等情形固均屬之，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，或為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，其人為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為（最高法院98年度台上字第6816號判決參照）。另按證券交易法於九十五年一月再度修正時，復於第一百五十五條第一項第五款增訂不得「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」之規定，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，則為同條項第三款之禁止「相對委託」。證交法八十九年修正前所規定之偽作買賣行為，屬「相對成交」態樣之一，與「相對委託」同係藉由上市股票之虛偽交易，製造交易活絡假象，利用一般投資人盲從搶進心理，達到人為操縱股價之目的，均為八十九年修正前之證券交易法所禁止，違反者應依同法第一百七十一條處罰；嗣禁止偽作買賣之規定雖經刪除，然同屬虛偽交易之相對委託禁止規定，則仍保留，足徵該刪除顯非基於偽作買賣不具有可罰性而予以除罪化之考量，故刪除後，迄九十五年一月間上開禁止相對成交規定增訂前，偽作買賣之行為固屬同法第一百五十五條第一項第六款具補充概括規定所禁止之「其他影響證券交易價格之操縱行為」，而應依上開處罰規定論處罪刑；然禁止相對成交規定增訂後，包括偽作買賣在內之上市股票相對成交行為，既為上開新增之第五款主要規定所明文禁止，依主要規定優於補充規定原則，自應以違反該新增之禁止規定，而不再適用上開僅具補充性質之概括規定（最高法院100年度台上字第370號判決參照）。

(二)上訴人等是否有違反證交法第一百五十五條第一項第四款規定之不法操縱股價行為？

1. 查本件上訴人等自九十四年十二月八日起至九十五年十二月二十日止，共計二百二十六個營業日之買進或賣出律勝公司股票之成交量，大於該有價證券各該日成交量之百分之二十以上；又上訴人於操縱期間有九十九個營業日（期間有0192筆上漲影響，85筆下跌影響）有影響買賣價格之情形，且均係以高、低於數檔市價之不正當股價買入或賣出；另上訴人

等於操縱期間，共相對成交九千六百四十六張，其中五十一個營業日，相對成交數量占當日成交量超過百分之二十以上等情，已據被上訴人於原審及本院審理時陳述在卷，並有臺中地院刑事簡易判決書（97年度簡字第79號）、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心之「律勝科技股份有限公司股票交易分析意見書」等在卷可憑（見原審卷(一)第27至28頁，原審卷(二)第26至33頁）。

- 2.而有關抬高或壓低股票價格意圖之認定基準如：(1)短期內（同一日、數日或數月間）連續大量買賣特定股票，其成交量、值佔當日該股票總成交值相當高的比率（10%~95%）。(2)利用人頭戶或子公司，以相對委託或沖洗買賣的方式，連續大量買賣股票，製造交易熱絡的假象。(3)以高於平均買價、接近最高買價或以當日最高價格為限價委託，將股票維持在一定的價位，並逐步提高委託買進價格以拉抬股價，然後於收盤前以漲停價委託買進（拉尾盤），進一步拉高股價。(4)依市場供需情況，如股價本應下跌，而以操縱方法將股價維持於某一特定價位（即俗稱護盤行為），「維持股價」的意圖即欲「抬高」原本呈現下跌之股票價格，即該當「意圖抬高或壓低有價證券之交易價格」之主觀要件。據上，上訴人等確有逐日以高於律勝公司股票之當日平均價格或接近當日之最高價格，或逐日以高於委託當時之揭示價、接近當日漲停參考價之價格、或以當日漲停參考價之價格，連續買進律勝公司股票等行為。再者，從上訴人等買賣律勝公司股票之行為觀之，亦符合前揭所認定「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」之客觀事證，且上訴人等主觀上確有共同抬高律勝公司股票交易價格之意圖；則揆諸前揭說明，上訴人等確有證券交易法第一百五十五條第一項第四款所規定之不法操縱股價行為，應堪認定。

(三)上訴人等是否有違反證交法第一百五十五條第一項第五款規定之不法操縱股價行為？

1. 查上訴人黃堂傑、張欲宏分別為律勝公司負責人及財務經理，渠等於九十四年間即律勝公司申請將該公司之股票由興櫃市場轉上櫃市場買賣前，先由上訴人黃堂傑於九十三年十一月十四日與訴外人盈成動碼公司負責人張大方簽訂管理顧問合約，委託張大方針對諮詢事項提供評估及提出建議方案，並約定上訴人黃堂傑須以每股九十元之價格讓與律勝公司股票一千二百張予張大方，並保證律勝公司股價低於一百五十元以下不得賣出可控制持股；嗣因張大方資金不足致轉讓律勝公司一千二百張股票之約定未能履行，張大方乃改採引進法人機構買進律勝公司股票之策略，一則分散股權因應上櫃申請股權分散審查標準，二則藉引進法人機構以提高可控制股權釋出後市場流通籌碼之穩定性，配合律勝公司九十三年度獲利及營運狀況，控制拉抬股價；並透過上訴人張裕宏居間與法人機構協商，約定以每股九十四．四元買賣律勝公司之股權（即老股），並以成交價格（每股94.4元）反應除權、息後之價格六十八元認購律勝公司為上櫃而發行之現金增資新股。又若低於此價格，上訴人黃堂傑保證以現金退回差價或出售額外股份予法人機構，使其持股成本與上櫃現金增資價格相同，用以換取法人機構同意買入股權後六個月內不得賣出之條件。後法人機構分別於九十四年五月間，陸續以私下股權移轉方式買進律勝公司老股四千四百二十張，並於該公司股票上櫃現金增資承銷時，買進三千九百八十張新股；又大量利用不知情之親友及公司員工申設證券帳戶，以供上訴人等支配，一方面作為分散股權之用，以達上櫃審查準則有關股權分散之標準，另一方面由上訴人張裕宏掌控及保管上開證券帳戶之買賣、交割，作為渠等間操縱、拉抬股價之用。嗣律勝公司股票於九十四年十二月八日以每股六十八元之承銷價格上櫃買賣後，上訴人等均明知律勝公司之營運已呈衰退趨勢，股價恐難以維繫，卻利用不知情之人頭證券帳戶及渠等控制持股之證券帳戶，意圖製造律勝公司股票交

易活絡之表象，連續為帳戶間委託買賣或申報買賣，而相對成交，及連續以高價買入之方式，誘使不知情之廣大投資人進場追價。其間自九十四年十二月八日起至九十五年十二月二十日止，上訴人黃堂傑等集團相對成交九千六百四十六張，其中五十一個營業日，相對成交數量占當日成交量超過百分之二十以上，另從買賣較大之投資人資料發現，與內部人相關之集團投資人黃堂傑等人共計買進一萬七千三百九十九張，賣出一萬四千八百八十七張，分別占該段期間總成交量之百分之五五·三一及百分之四七·三二等情；亦據被上訴人於原審及本院審理時陳述在卷，並有前揭臺中地院刑事簡易判決書（97年度簡字第79號）、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心之「律勝科技股份有限公司股票交易分析意見書」及律勝公司股價K線圖等在卷可憑。

2. 按證交法第一百五十五條第五款有關「沖洗買賣」，係以「自行或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對成交」為其客觀要件，而以「意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象」為其主觀要件。又「沖洗買賣」係股價市場操縱過程中經常出現之現象，通常係由同一人分別在兩家或兩家以上的證券經紀商開戶，並委託經紀商針對某種特定股票為相反方向的買賣，互相買賣成交（如同一人（或炒作集團）於相同或大致相同時間中，以「左手買進，右手賣出」之交易方式，即屬相對成交），以影響該種股票之價格，並製造交易熱絡之假象，誘使不知情的投資人跟進。由於委託買賣者常屬於同一人，且其目的在於操縱股價而非取得股票之所有權，因而有「不移轉證券所有權而偽作買賣」之用語。至沖洗買賣之行為模式，經常出現的即是在短時間內同時以高價委託買入，又以低價委託賣出，以致在經電腦撮合後，自己買到自己或同一集團成員相對賣出之委託，產生相對成交之情形，此種情形對於行為人而言，除繳交證券交易稅及手續費外，並無獲利之情形，如此種情形一再重複發生

，顯已違反一般人交易之常情，其操縱股價之意圖，至為明顯。

3.據上，上訴人等於操縱期間為抬高律勝公司股價，連續以高、低於數檔市價之不正當股價買入或賣出律勝公司股票，且有二百二十六個營業日之買進或賣出股票成交量，大於該有價證券各該日成交量之百分之二十以上。且上訴人等於操縱期間，共相對成交九千六百四十六張，其中五十一個營業日，相對成交數量占當日成交量超過百分之二十以上；另從買賣較大之投資人資料發現，與內部人相關之集團投資人黃堂傑等人共計買進一萬七千三百九十九張，賣出一萬四千八百八十七張，分別占該段期間總成交量之百分之五五·三一及百分之四七·三二，已如前述；依上，上訴人等在客觀上已有自行或以他人名義，連續委託買賣而相對成交之行為、而在主觀上則有製造不真實或足以令人誤解其買賣達於活絡狀態之意圖，可見上訴人等確有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之行為。則揆諸前揭說明，上訴人等確有證交法第一百五十五條第一項第五款所規定之不法操縱股價行為，亦堪認定。

(四)本院依兩造合意囑請國立成功大學法律學系陳俊仁副教授鑑定後，其於鑑定意見書（100年8月30日，下稱系爭鑑定意見書）雖鑑定稱：財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心之「律勝科技股份有限公司股票交易分析意見書」單單僅以「相同產業」來擇定「同類股」，而完全無視其他「標竿」條件的不同，即進行股票價格上漲跌因素的比較，其實並不適宜，所獲致結論的參考價值，其實亦並不高；而單單僅以「全體相同產業」來擇定「同類股」，而完全無視其他「標竿」條件的不同，即進行股票價格上漲跌因素的比較，則更是如此等語（參系爭鑑定意見書第1頁以下）。惟按：

1.櫃買中心並未將律勝公司於本件分析期間之股價指數與同期

間同類股指數及大盤指數之比較結果，援引為其交易分析意見書之結論內容（見原審卷(二)第26至33頁），究其緣由乃係櫃買中心於操縱股價案件之標準作業分析程序中，固會將被操縱公司股價於分析期間之漲跌幅指數，與同期間同類股指數及大盤指數之漲跌幅進行比較，再依二者間之漲跌幅差距，資為判斷公司股價是否確遭人為不法之操縱。惟本件上訴人等所為係屬「護盤」之操縱行為，律勝公司股票於九十四年十二月八日以每股六十八元之承銷價格上櫃買賣後，上訴人等均明知律勝公司之營運已呈衰退趨勢（即基本面），股價恐難以維繫，卻利用不知情之人頭證券帳戶及渠等控制持股之證券帳戶，意圖製造律勝公司股票交易活絡之表象，連續為帳戶間委託買賣或申報買賣，而相對成交及連續以高價買入方式，誘使股票交易市場不知情之廣大投資人進場追價。故律勝公司股價經上訴人等之炒作後，雖仍呈下跌之趨勢，惟依市場供需情況，如股價本應下跌，而以操縱方法使其維持在某一特定價位，本身即為「抬高」價格之行為，其破壞自由市場之機能，與使股價上漲之操縱行為無異；亦即將股價維持於某一特定價位（即俗稱「護盤行為」），使得該股票呈現「相對高價」之情形，應有證券交易法第一百五十五條第一項第四款有關「高價」規定之適用。準此，上訴人等之炒作行為雖未造成律勝公司股價「上漲」，然卻達到「護盤」之維持股價效果，當認仍有違反證券交易法第一百五十五條第一項第四款規定之情況。而本件依櫃買中心分析意見書所載，律勝公司於分析期間之跌幅係百分之六一·二五，呈下跌之趨勢，而同期間同類股指數之漲幅為百分之三一·〇一，大盤指數漲幅為百分之三二·一八，律勝公司指數與同類股、大盤指數二者雖有明顯背離之情形，然本件係屬「護盤」之操縱行為，二者之漲跌幅指數比較並不具有實質意義；因唯證交法第一百五十五條第四款規定之「拉抬」股價情形，如被操縱公司之股價呈上漲之趨勢，而同類股及大盤

指數呈下跌之情形，或同類股及大盤指數雖亦呈上漲之趨勢，惟上漲之幅度小於被操縱公司，二者之漲跌幅指數比較，始具有實質之意義。因此，本件櫃買中心於交易分析意見書未將二者之漲跌幅指數比較援引為其結論之內容，尚難認有所違誤。

2. 又就證交法第一百五十五條第四、五款規定之構成要件而言，本毋庸考量被操縱公司之股價指數與同期間同類股指數之比較結果。因同條第四款之客觀構成要件，不以客觀上「因而致交易市場之該股票價格有急遽變化為必要」，亦即「不必事實上達到行為人所預期之高價或低價」（參賴英照著，最新證券交易法分析，第662至663頁）。至主觀構成要件之認定，雖包括「選擇冷門股或小型股炒作，或雖非冷門股，但股價因炒作行為明顯變動，漲跌幅度遠超過大盤指數」之事由；然此被操縱公司之股價漲跌幅比較對象係「大盤指數」，而非「同類股指數」。至證交法第一百五十五條第五款「沖洗買賣」之構成要件，其客觀要件為「自行或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對成交」，主觀要件則為「意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象」，已與被操縱公司之股價變化無涉。

3. 依上，系爭鑑定意見書前述有關櫃買中心交易分析意見書僅以「相同產業」來擇定「同類股」之說明，究之尚不影響本件上訴人等之行為是否違反證券交易法第一百五十五條第四、五款規定之認定。

(五) 又系爭鑑定意見書雖認櫃買中心交易分析意見書對有關「黃堂傑集團」之認定標準有適當性與合理性之疑慮等語（參系爭鑑定意見書第03頁以下）。惟查系爭交易分析意見書所歸納之本件操縱股價之投資人名單（即黃堂傑集團），其中洪育貞、吳獻政、胡戴碧珠、康富森、莊志榮、莊英滿、陳昌良、卯英釗、陳心怡、陳淑華、劉保松、劉保祿、鄭米祝等人於本件刑事案件在臺中市調處調查及臺中地檢署檢察官偵

查時，均證稱：係應上訴人黃堂傑及張裕宏、黃復枝（上訴人黃堂傑之父親）、李美蓉（上訴人黃堂傑之配偶）等人之託而開立證券及銀行交割帳戶，並將帳戶借予渠等使用，渠等對帳戶遭上訴人等用以買賣律勝公司股票並不知情（見台中地檢署檢察官起訴書附件之「證據對照表」編號54至70）；據此，系爭交易分析意見書所歸納之關聯戶確係上訴人等於本件不法行為中所使用之人頭帳戶及控制帳戶，應無疑義。系爭交易分析意見書有關「黃堂傑集團」之名單，既經司法機關之調查證實無誤，可證櫃買中心於其製作律勝公司交易分析意見書中，就「黃堂傑集團」名單之篩選標準應無違誤，且其所歸納出之名單亦與事實相符。再者，僅就上訴人等利用大量之不知情人頭帳戶、控制帳戶買賣律勝公司股票乙情，即足以認定上訴人等確有違反證券交易法第一百五十五條第四、五款之不法行為；因衡諸常理及一般經驗定則，一般人於公開證券市場投資證券理財本為極自然之行為，若無其他因素，本應使用自己之帳戶買賣即可，且上訴人黃堂傑身為律勝公司之董事長，張裕宏具有會計師資格並為總經理之特別助理，竟利用大量之不知情人頭帳戶、控制帳戶買賣律勝公司股票，其目的顯在隱匿不法之炒作行為；惟系爭鑑定意見書就此忽略未提，亦未說明其理由，自尚不能採為有利上訴人等之認定。

(六)另系爭鑑定意見書認本件律勝公司股票於櫃買中心之交易情況，屬交易冷清的股票，以輕易可得之「特定買賣交易對律勝公司股票價格之影響度100% 或高影響度」的結論，來論斷該特定交易是否構成操縱市場，其適當性與合理性，即存在著相當之疑慮。而分析意見書以「投資人集團」為律勝公司股票當時之買賣數量，占同時段買賣之總成交量比例，判斷是否構成操縱市場行為，並未考量律勝公司股票交易並不熱絡的現實，且並未審酌其他一切情狀，亦有其適當性與合理性之疑慮；另關於不法炒作、沖洗買賣行為「始點」與「

終點」的認定，期間長達一年有餘，如此長時間、明目張膽、低效率、且操縱效果低下之不法炒作、沖洗買賣行為，實與常情有違，此亦反證分析意見書關於本件不法炒作、沖洗買賣行為之「始點」與「終點」的認定，有著適當性與合理性之疑慮等語（參系爭鑑定意見書第03頁以下）。惟按：

1. 依股票買賣之特性及股本等因素，於一般公開買賣之股票市場，交易清淡（成交量）之冷門股或資本額較小之小型股，因所需之資金較小且容易達成炒作之效果，故常為不法行為人優先選擇之操作標的；而司法實務上所發生之操縱市場案件，亦以冷門股或小型股居多。故於認定是否具有證交法第一百五十五條第四款之抬高或壓低股價之意圖事證，即視其有無「選擇冷門股或小型股炒作，或雖非冷門股，但股價因炒作行為明顯變動，漲跌幅度遠超過大盤指數」之情事；本件依此認定標準，上訴人等選擇交易冷清之律勝公司股票從事操縱股價之行為，連續二百多日買賣律勝公司股票期間，且當中有九十九個營業日有影響買賣價格之情形，已如前述，堪認渠等已具有「抬高」股價之主觀意圖，並符合該款連續高價買入之客觀要件。又證交法第一百五十五條第四款之客觀構成要件，因係屬行為犯，自不以客觀上「因而致交易市場之該股票價格有急遽變化為必要」，亦即「不必事實上達到行為人所預期之高價或低價」，從而本件在客觀要件上本無庸考量上訴人等炒作行為對股價之影響因素。退而言之，縱應將股價之變化納入判斷之範疇，惟依證交法第一百五十五條禁止操縱市場之立法規範目的，係在避免不法行為造成有價證券價格之扭曲，以維持其價格之正常化，保障投資人之權益以觀，不法行為人所炒作之標的，不論是冷門股或熱門股、小型股或大型股，在判斷行為人是否成立該條之構成要件時，當無適用不同標準之必要。系爭鑑定意見書認分析意見書以「同時段買賣之總成交量比例」來觀察該筆交易對股票價格之影響，對於交易冷清的股票而言，其參考性並

不高等語，自仍不能採為有利上訴人等之認定。

2. 又上訴人等於本件係利用自己及控制戶、人頭戶等三十三個帳戶買賣律勝公司之股票，並於一年又十三日之操縱期間內（約0260個營業日），有二百二十六日進場買賣律勝公司股票，顯證上訴人等並非從事合法之投資行為，否則何須利用不知情之控制戶、人頭戶？又為何不一、二次進場買足欲投資之數額，而係幾近每天進場買賣，即以系爭鑑定意見書所謂之「小張數、長時間」之方式買賣？再者，於操縱期間竟有五十一日有相對成交之行為（自己買自己或同一集團成員相對賣出之委託，產生相對成交之情形），此情形對於行為人而言，除繳交證券交易稅及手續費外，並無獲利之情形，惟此種情形卻一再重複發生，顯已違反一般人之交易常情，上訴人之目的為何，實有可議。準此，依上訴人等於本件買賣律勝公司股票之情形，顯然並非正常合法之投資，其使用控制戶、人頭戶之目地應在於規避證卷主管機關查核（因多數之控制戶、人頭戶並不知情其帳戶遭上訴人等用以買賣律勝公司股票），以避免不法操縱股票行為被發覺；而長時期逐日以「小張數、長時間」買賣律勝公司股票之目的，則係為對該公司之股價進行長期之「護盤」並造成交易活絡之假象；況於操縱市場，除交易冷清之冷門股常為犯罪行為之標的外，以長達一、二年以上之時間，長期連續進場買賣被操縱公司股票之案例，於實務上亦屬常見。因之，系爭鑑定意見書認律勝公司係冷門股，且上訴人係以一年有餘之長時間、明目張膽、低效率、且操縱效果低下之不法炒作、沖洗買賣行為，實與常情有違，進而質疑櫃買中心分析意見書所認定操縱市場行為之標準及依據，及操縱市場行為之「始點」與「終點」等，固有其論述之依據及看法，惟揆諸前揭說明，亦不能採為有利上訴人等之認定。

3. 另系爭鑑定意見書亦認原審法院就上訴人等之「主觀不法構成要件」之認定，似並未違反法令（參系爭鑑定意見書第23

點之說明，即第09頁倒數第10行以下）；基此，系爭鑑定意見書即不應再就系爭分析意見書之分析結果提出質疑，否則將導致系爭鑑定意見書之內容有矛盾之虞。

四、上訴人等之上揭行為，是否成立共同侵權行為？

(一)按因故意或過失，不法侵害他人權利者，負損害賠償責任。故意以背於善良風俗之方法，加損害於他人者亦同。又違反保護他人之法律，致生損害於他人者，負賠償責任。另數人共同不法侵害他人之權利者，連帶負損害賠償責任。再者，違反前二項規定者，對於善意買入或賣出有價證券之人所受之損害，應負賠償責任；民法第一百八十四條第一項、第二項前段、第一百八十五條第一項前段及按證券交易法第一百五十五條第三項分別定有明文。次按民事上之共同侵權行為（狹義的共同侵權行為，即加害行為）與刑事上之共同正犯，其構成要件並不完全相同，共同侵權行為人間不以有意思聯絡為必要，數人因過失不法侵害他人之權利，苟各行為人之過失行為，均為其所生損害共同原因，即所謂行為關連共同，亦足成立共同侵權行為，依民法第一百八十五條第一項前段之規定，各過失行為人對於被害人應負全部損害之連帶賠償責任（最高法院67年台上字第1737號判例參照）。又民法第一百八十四條第一項前段之規定，固係以權利之侵害為侵權行為要件之一，非侵害既存法律體系所明認之權利，不構成侵權行為。惟同法條後段規定故意以背於善良風俗之方法加害於他人者，亦同。則侵權行為係指違法以及不當加損害於他人之行為而言，至於侵害係何權利，要非所問。所謂違法以及不當，不僅限於侵害法律明定之權利，即違反保護個人法益之法規，或廣泛悖反規律社會生活之公序良俗者，亦同。故同法第一百八十四條第二項之所謂法律，係指一切以保護他人為目的之法律規範而言（最高法院95年度台上字第0395號判決參照）。

(二)查上訴人等確已因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；及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違反證交法第一百五十五條第一項第四、五款規定行為，經臺中地檢署檢察官於九十六年十月二十六日以九十六年度偵字第一六五九二、二一六九一號予以起訴，並經臺中地院於九十七年一月二十四日以九十七年度簡字第七九號刑事簡易判決，分別判處罪刑確定在案，已如前述。再者，前揭刑事確定判決係認定上訴人等二人係該刑事案件之共同正犯；且徵諸上訴人黃堂傑、張欲宏分別為律勝公司負責人及財務經理，渠等於九十四年間即律勝公司申請將該公司之股票由興櫃市場轉上櫃市場買賣前，即先由上訴人黃堂傑於九十三年十一月十四日與訴外人盈成動碼公司負責人張大方簽訂管理顧問合約，委託張大方針對諮詢事項提供評估及提出建議方案，引進法人機構買進律勝公司股票之策略，再透過上訴人張裕宏居間與法人機構協商，由法人機構分別於九十四年五月間陸續以私下股權移轉方式買進律勝公司老股四千四百二十張，並於該公司股票上櫃現金增資承銷時，買進三千九百八十張新股；又大量利用不知情之親友及公司員工申設證券帳戶，以供上訴人等支配，一方面作為分散股權之用，以達上櫃審查準則有關股權分散之標準，另一方面由上訴人張裕宏掌控及保管上開證券帳戶之買賣、交割，作為渠等間操縱、拉抬股價之用以觀，顯見渠等違法操縱律勝公司股價之故意行為均為造成本件授權人損害之原因。則揆諸前揭說明，上訴人等自應對本件授權人所受之損失負連帶賠償之責任，應堪認定。

五、上訴人等之上揭行為與該特定期間買進股票投資人所受之損害間，是否具有相當之因果關係？

(一)按民事訴訟法第二百七十七條就舉證責任雖定有明文，惟此僅為原則性之規定，於具體事件之適用時，法院仍應依誠信

原則定舉證責任之分配。如公害事件、交通事故、醫療糾紛等事件之處理，如嚴守上開法條舉證責任所定之原則，將有違正義原則，故民事訴訟法第二百七十七條但書復規定「但法律別有規定，或依其情形顯失公平者，不在此限。」以緩和被害人之舉證責任。又有關證券損害賠償事件，乃屬近年新興之損害賠償事件類型，行為人往往處於絕對有利之資訊優勢，且利用其專業智識為非適法作為，影響社會經濟至鉅，且受害人數眾多，基於現實及實際，亦不易有能力與之抗衡，遑論蒐集證據；因之，徵諸民事訴訟法第二百七十七條之立法理由，若責由授權人就其確因上訴人之操縱股價行為而受有損害之事實，負完全舉證責任，實有違正義及衡平原則，亦顯失公平，故本院認應依「證明度減低」之方式，減輕其舉證責任，並以被上訴人如證明上訴人等確有證券交易法第一百五十五條所定情形時，且依經驗法則授權人等確因該行為影響市場秩序等操縱股價致發生判斷失誤者，即應認其已盡舉證之責。再者，若要求證券詐欺事件之受害人就交易因果關係負舉證責任後，始得請求損害賠償，則證交法有關上訴人等應負損害賠償責任之規定，將因被上訴人舉證之困難，形同具文，實不符證交法第一條保障投資之立法目的。另就證券交易市場而言，投資人係因信賴公平、公開、透明及誠實之證券交易市場，致不懷疑有價證券適正價格之形成過程有遭受不法行為影響，而願意進場為買或賣之交易行為。易言之，倘上訴人等對證券市場之確有操縱情事，被上訴人應毋須再就信賴之有無，負積極舉證之責任（即詐欺市場理論），而應由上訴人等舉證證明其操縱之情事與被害人之損害間無因果關係，否則上訴人等仍不得免除其責任，始為公允。

- (二)因之，本院認有關證券求償團體訴訟，在整體交易市場之運作下，任何以不實資訊公開於股票交易市場、操縱股價等行為，應均可視為對參與股票交易之不特定對象為詐欺，並進

而推定任何參與股票交易之善意取得人或出賣人，均有信賴該資訊之真實性，而不須舉證證明其有如何信賴之事證，亦即因果關係是被推定，此從證交法第二十條及第三十二條規定之意旨可得佐證，並為美國就有關股票交易訴訟時所發展出之「詐欺市場理論」所採用；況依民事訴訟法第二百七十七條但書規定，如將舉證責任責由被選舉權為之，將產生舉證其信賴財務報告、市場價格及市場資訊而交易上之重大困難，且違反公開資訊者應確保其資訊真實性之原則。因此，被害人就其請求權基礎，有關因果關係之證明，僅須舉證證明財務報告內容不實、被隱匿之資訊具有重要性等，即可推定已就因果關係部分盡其舉證責任。次按有關侵權行為因果關係之推定，我國民法第一百九十一條之三規定即其適例，該條規定顯然是考量事件之特殊性而為因果關係之推定，類此法律之發展，當為社會進步的必然趨勢，蓋以時代日新月異，各項新的發明與新的制度不斷地推陳出新，傳統因果關係理論與原則往往不能因應時代之需求，若不能依事件之性質重新分配因果關係之舉證責任，將可能導致某些特殊型態之侵權行為，其被害人將永遠得不到應有之賠償，故依據事件特性及公平正義的理念適度調整因果關係，實屬必要。本件因證券市場運作之特殊性，上訴人等之不法行為與投資人之損害確有高度密切之關連，然欲逐一精確地證明，非僅有技術上之實質困難，亦無此必要；再審酌兩造間資訊取得之不對等地位、上訴人之不法性、損害之可預期性及風險之承擔，實與民法一百九十一條之三所規範之情形極其相同。故有必要採酌本條之立法意旨，放寬本件因果關係之認定，以符公平正義。

- (三)依上，上訴人等操縱律勝公司股價之行為與授權人買進該公司股票之行為間，自應先推定具有因果關係，惟上訴人能舉證證明其操縱股價之行為，與授權人之損害間無因果關係，始可免責。退而言之，縱認本件之因果關係應由被上訴人負

舉證之責任，本院亦認定上訴人等之不法操縱律勝公司股價之行為，與授權人買進律勝公司股票導致受有股價下跌之損失，二者之間具有相當因果關係。蓋：

1. 按行為人以操縱市場之不法手段，製造該股票交易活絡之假象，除誘使投資人進場交易外，亦將破壞該股票由證券市場自由決定價格之機能，導致市場價格之扭曲，並使投資人以不實際之價格買賣股票，而蒙受真相爆發後股價價差之損失。是以其行為與該期間投資人進場買進股票而受有損害間，自有一定之因果關係。同理，如行為人於特定期間就某特定股票以人為方式操縱其股票價格，將破壞該股票透過市場供需決定價格之機能，亦使投資人因誤信人為操縱之股價資訊，進場買進股票而蒙受日後股價下跌之損失；是行為人於特定期間操縱某特定股票之價格，其行為與該特定期間買進股票投資人所受之損失間自有一定之因果關係。依此，本件上訴人等透過「操縱股價」之行為，製造出律勝公司股票交易熱絡之假象，致使不知情之投資人跟進買受律勝公司股票而受到損害，究其損害與上訴人等之行為間顯具有相當之因果關係。
2. 又所謂交易因果關係（即責任成立因果關係），係指原告因被告虛偽、詐欺或其他引人誤信的行為，．．因而做成買賣證券的決定；換言之，若無虛偽、詐欺或不實資訊，原告不會買賣系爭公司的股票。查本件上訴人等於九十四年十二月八日起至九十五年十二月二十日之期間，就律勝公司股票從事操縱行為，製造市場交易活絡之假象，已如前述。而授權人李素琴等人係於前揭上訴人等之操縱股價期間，善意買進律勝股票之人，即本件授權人係於上訴人等操縱律勝股票期間，誤信當時人為操縱之股價資訊，而以高於律勝公司股票價值之金額進場買進股票，依前述有關交易因果關係之說明，顯然授權人係受到上訴人等之人為操縱股價所影響，致其作出錯誤之投資決定，進場買進律勝公司股票者。則授權人

李素琴等人購買律勝公司股票之行為，當與上訴人等從事操縱股價之行為間具有交易因果關係，洵堪認定。

3.另所謂損失因果關係（即責任範圍因果關係），則指原告於被告之虛偽詐欺行為結束後賣出或買入證券，其股價若因被告之虛偽詐欺行為而受有價差之損害而言。查本件上訴人等於於九十四年十二月八日起至九十五年十二月二十日之期間，確有非法拉抬律勝公司股票價格之行為，俟操縱股價行為結束後，亦導致律勝公司股票價格持續下跌（見原審卷（一）第31至35頁之律勝公司股價走勢圖），自堪認定授權人之損失與上訴人之操縱股價行為二者間，顯具有損失因果關係。

4.據上，再徵諸所謂「相當因果關係」，係指依經驗法則，綜合行為當時所存在之一切事實，為客觀之事後審查，認為在一般情形下，有此環境，有此行為之同一條件，均可發生同一之結果者，則該條件即為發生結果之相當條件者（最高法院89年台上字第2483號判決參照）以察；被上訴人主張上訴人等之操縱股價行為與授權人李素琴等人買進律勝股票而受有損害間，已具有相當之因果關係等語，尚非虛妄，而堪認定。

六、被上訴人得請求賠償之總額應如何計算？真實價格應如何認定及其基準為何？

（一）按我國證券交易法對於有關證券侵權行為損害賠償之求償案件，究應如何計算損害賠償金額，均無明文之規定（如證交法第20條第3項〔證券詐欺〕、第20條之1〔財報等不實資訊〕及第31、32條〔公開說明書不實〕、第155條〔操縱市場〕）；而外國立法例及我國學說、實務均認為係以賠償權利人之損害為計算基礎。而所謂賠償權利人之損害，主要為股價下跌之損失；此種損失，有由於詐欺因素（例如不實資訊）所造成者，有由於詐欺以外因素（如市場走勢、政治事件等）所造成者；對此等損失，是否均得請求賠償？美國法院實務上大致有兩種不同計算方法，一為毛損益法（gross in

come loss)，另一為淨損差額法（out-of-pocket method）。依毛損益法，不論該差額係因詐欺因素所引起，或其他市場因素所造成，被告均應承受跌價的結果。但依淨損差額法，則被告僅賠償因詐欺因素所造成的損失，即證券的「真實價值」與「買價或賣價」之間的差額。所謂真實價值（true value），係指若無詐欺因素的影響，股票所應有的價值；也就是把詐欺因素的影響，從股價抽離，還原它本來的價值（參閱賴英照著，最新證券交易法解析，2009年10月再版，第822至824頁）。據此，本院認我國證交法主要係參考美國立法例，故有關證券求償訴訟損害賠償數額之計算，目前實務及學說之見解均肯認得以前述美國實務見解所採取之「毛損益法」或「淨損差額法」作為計算受害投資人所受損害之計算方式，合先敘明。

- (二)次按依毛損益法，不論該差額係因詐欺因素所引起，或其他市場因素所造成，被告均應承受跌價之結果；即以投資人購入股票後所有之差價損失為損害數額。至其損害計算方式，係依原告買進股票所支出之金額，扣除日後賣出股票得款之金額，核算其差額作為原告所受之損害金額。惟依淨損差額法，則被告僅賠償因詐欺因素所造成之損失，即證券的「真實價值」與「買價或賣價」之間的差額；而就「真實價值」之認定，依美國國會通過（西元1995年）私人證券訴訟改革法（Private Securities Litigation Reform Act of 1995，下稱美國法），於一九三四年證券交易法增訂第21D條第（e）項規定，原告求償之金額，以其「購買證券的價格（或賣出價格）」，與「更正不實消息之日起90天該證券平均收盤價格」之間的差額為上限（參閱同上書第823至824頁）。而我國實務對於於操縱股價證券團體求償案件，亦採淨損差額法之損害計算方式，並將真實價格擬制為被告操縱行為結束「後」起九十個交易日之日平均收盤價格（另行政院金融監督管理委員會97年12月30日金管證六字第0970070617號

函參照），且採用淨損差額法之計算方式，對上訴人等之負擔較輕。是以，本院認此應屬適當公允，遂採為本件計算損害之標準。據此，本件被上訴人主張上訴人等從事操縱律勝公司股價後九十天（即95年12月21日至96年05月14日）之收盤平均價為二八·八二元，並以此為基準計算方式，應屬可採。

(三)上訴人等雖辯稱：原審判決錯誤認定其對依被上訴人所採「淨損差之方式計算所得各訴訟實施權授與人損害之金額，並不爭執，其認定事實顯與卷內資料嚴重不符等語。惟查於原審進行本件損害賠償計算方式及求償金額之審理時，因上訴人等不同意被上訴人所採之「淨損差計算方式」，故原審法官即將有關損害計算方式列為本件爭點，並要求上訴人等在被上訴人主張計算方式之前提下，就被上訴人所提本件個別投資人之計算金額提出答辯，期間上訴人等雖提出多項應扣除之項目，致其所計算出應賠償之金額，與被上訴人所計算之求償金額差距甚大，惟就被上訴人所提個別投資人之計算式及所計算出之金額，並未提出抗辯。因之，原審判決僅表示上訴人等對於損害計算方式、應扣除項目雖有意見，然對於被上訴人所列之個別投資人計算式及所計算出之金額，並無意見，究之並無違誤。

(四)至上訴人等雖辯稱：被上訴人所主張本件損害賠償總額之計算方式，及原審判決所認定之計算方式，主要係參考美國證券交易法操縱行為民事損害賠償之計算方式，惟依陳教授鑑定意見書之意見，被上訴人及原判決對於美國法相關之損害賠償計算方式均有誤解而不可採等語，惟此則為被上訴人所堅決否認，且按：

1. 依我國學說及司法實務之見解有關操縱股價損害賠償之計算方法有二，即(1)類推適用「內線交易」之損害賠償計算方法，以操縱行為開始「前」十個營業日收盤平均價格為真實價格，再以投資人買入股票之價格與該真實價格之價差計算其

損害。(2)參考美國法所定之計算方法，以操縱行為結束「後」起九十個營業日收盤平均價格為真實價格，再以投資人買入股票之價格與該真實價格之價差計算其損害。而本院認本件應採淨損差額法及真實價格之計算方式（即操縱行為結束「後」起90個營業日收盤平均價格），已如前述。

2.本件被上訴人所採之損害賠償計算方式係以買價與「操縱行為結束後起九十日平均收盤價格間之差額計算投資人之損害，而美國法則係以買價與「更正不實消息之日起90天該證券平均收盤價格」間之差額為「上限」。按衡諸常情及一般經驗定則，對於操縱股價案件，多數於操縱期間並不會因檢調機關之偵查而經媒體揭露，而被操縱公司更不可能主動揭露此不法情事，通常係於操縱行為結束後一段期間始因金檢機關之蒐證懷疑及檢調之偵查而揭露；故多數操縱股價案件並無「更正不實消息」之問題。因之，我國司法實務及被上訴人所採之計算方式，遂將真實價格之計算基準點設定於「操縱行為結束後起」，此與上開美國法之「更正不實消息之日起」並不相同。易言之，我國司法實務及被上訴人所參考上開美國法之規定，究之僅在於其「90日」部分，理由乃在於以90日之期間讓操縱後之股價回歸正常，以消除市場因素之影響。準此，系爭鑑定意見書所指我國司法實務及被上訴人之損害賠償計算方式，誤解美國法之規定（主要在上限部分之規定），尚不能採為有利上訴人等之認定。

3.又系爭鑑定意見書認自美國聯邦最高法院Dura一案（西元2005年）之後，正確的「真實價值」計算，應係以當被告所為之虛偽不實陳述，為市場大眾所知悉，並加以反應後，來加以計算等語；按如前所述，多數操縱股價案件於操縱期間並不會因檢調機關之偵查而遭媒體揭露，且被操縱公司更不可能主動揭露此不法情事，通常俟操縱行為結束後一段期間始因金檢機關之蒐證懷疑及檢調之偵查而揭露。本件上訴人等之操縱期間係於九十四年十二月八日至九十五年十二月二十

日，而檢調機關係於九十六年六月才開始偵查，同年月七日方有媒體報導律勝公司股價遭操縱之消息（見原審卷(一)第12至26頁，本院卷(三)第0217頁）；據此，上訴人等之操縱行為係結束後六個半月始遭媒體揭露，斯時操縱行為之因素已去除，股價應已恢復正常，如再以九十六年六月七日經媒體揭露之日為計算「真實價格」之基準，顯然失其客觀及事實。又經本院核閱經援引之美國聯邦最高法院Dura一案所述，其所謂計算基準之適用前提，應指在不法操縱行為於進行中遭檢調偵查，而經媒體揭露之情形；蓋於此情形，操縱行為已因檢調介入偵查及媒體之揭露而結束，且當時投資大眾已知悉此一消息，故得以該日為計算真實價值之基準，乃事理所當然。惟於本件操縱行為係結束後六個半月始經媒體揭露而為投資大眾知悉，斯時股價早已恢復正常，要之應不宜採用上揭美國聯邦最高法院Dura一案之計算基準。

七、兩造爭執事項六部分：

上訴人等雖辯稱：本件計算損害金額時，就安定操作期間之買賣不應計入，又應扣除利息、股利，及扣除訴訟實施權人買賣律勝公司股票之獲利，並應扣除之大盤走勢等語；惟此亦為被上訴人所堅決否，且按：

(甲)安定操作期間之買賣不應計入部分：

(一)查上訴人黃堂傑、張裕宏等二人確有利用自己及不知情之人頭帳戶，及渠等控制持股之證券帳戶，違法操縱律勝公司之股價，已如前述；顯然本件上訴人等確有以自己帳戶、人頭帳戶、控制帳戶從事不法操縱之行為。而安定操作之行為主體依法為主辦承銷商，故退步言，縱本件確有承銷商實施安定操作之情形（惟本件律勝公司之主辦承銷商即華南永昌證券股份有限公司〔下稱華南永昌證券〕並未實施安定操作，已為上訴人等於原審審理時所提出之民事答辯續(三)狀所自承，見原審卷(四)第06頁），然上訴人等既確有操縱律勝公司股價之行為，自亦不能免其違法操縱之責。

(二)又除本件律勝公司之主辦承銷商華南永昌證券並未實施安定操作外，就上訴人於原審所提民事答辯續(三)狀所示律勝公司掛牌首五日間定價格操作申報書等資料（見原審卷(四)第11至19頁），及徵諸「承銷作業應行注意事項要點」之相關規定（見原審卷(四)第56至57頁），可見華南永昌證券並未委託其他證券商開立專戶，用以執行穩定價格操作，已違反「承銷作業應行注意事項要點」第五條第一項之規定；且依同條第二項規定，實施安定操作時，應由主辦承銷商向櫃買中心及證券同業公會主辦申報以下事項：(1)主辦承銷商「穩定操作專戶」名義及帳號。(2)主、協辦承銷商之自營商帳戶及「承銷商取得有價證券出售專戶」名義及帳號。(3)初次上櫃股票名稱及代號。(4)實際過額配售數量及所得之價款。(5)執行穩定價格操作期間。(6)承銷價格。惟依前揭民事答辯續(三)狀所附之證據資料，華南永昌證券所申報之資料僅有第四款實際過額配售數量及所得之價款，至其餘五款規定之資料則付之闕如，顯然華南永昌證券所為亦違反「承銷作業應行注意事項要點」之規定。據此，上訴人等有關安定操作之抗辯，尚不足採。

(三)上訴人又辯稱：依本件刑案起訴書所稱之黃堂傑集團名單，並詳查該名單內之個人證券存摺（即原審卷(四)第082至145頁），均無於九十四年十二月八日至十四日買賣律勝公司股票之情事，該等個人在上開期間既未買賣任何律勝公司股票，又如何能在該期間有所謂之操縱股價行為等語。惟查上訴人等於原審時先則自承曾於九十四年十二月八日至十四日之安定操縱期間買賣律勝公司股票，惟其性質屬於安定操作，不屬於違法操縱行為；嗣後又主張未曾於上開期間買賣律勝公司任何股票，究之已前後不一，而有可議。且經本院核閱上訴人等於原審所提出之控制、人頭戶集團名單（見原審卷(四)第082至145頁），與櫃買中心交易分析意見書之黃堂傑集團名單相互比對，至少漏列王秋霞、吳佳霓、吳懿峰、吳得睿

、王新樺及張君瑜等六人；又同一人本可能有一個以上之證券帳戶，故上訴人等所提出之控制、人頭戶之證券存摺，當中可能包含許多尚未提出之證券存摺。再者，上訴人等所提出之證券存摺中，其中陳欣宜（即編號26號）於九十四年十二月十二日曾有股票入帳之紀錄（見原審卷(四)第112至113頁），要之已與事實不符；此外，上訴人等就此又無法提出其他確切之證據足資證明或供本院調查以實其說，自尚不能採為有利於其之認定。

(乙)股息、股利及授權人於不法操縱期間內買賣律勝公司股票而獲利之部分應否扣除部分：

(一)按基於同一原因事實受有損害並受有利益者，其請求之賠償金額，應扣除所受之利益，民法第二百十六條之一定有明文。依此規定，所謂損益相抵所稱之損害與利益，均應與責任原因事實有相當因果關係為要件，亦即須損害與利益係基於同一原因而發生，始有其適用；倘所得利益與所受損害，並非基於同一原因或無相當因果關係，即無損益相抵之問題。依此，債權人倘非基於與受損害同一原因事實並受有利益，自無上開規定之適用（最高法院92年度台上字第0803號判決參照）。

(二)查本件訴訟實施權授與人是否出售律勝公司股票，要屬渠等自行判斷之行為，且受配股息、股利與上訴人等之操縱股價行為無關，因訴訟實施權授與人受配股利、股息等利益，乃律勝公司於當年度因營運有盈餘而依法分配者，且實施權授與人於除權息當日所持律勝公司股票之股價，並因之而折價（所以才會有俗稱之填權行情），顯非屬額外所得或受有利益之情形。至買賣律勝公司股票獲利之情形，雖係因上訴人等操縱股價行為所引起，惟其獲利之原因與賣出股票之原因，均非基於上訴人等操縱股價之因素，而係基於獲利了結、市場或產業等其他原因；質言之，部分授權人於上訴人等不法操縱期間內雖有買賣律勝公司股票而獲益之情形，但並非

基於同一原因事實受有損害並受有利益者。則揆諸前揭說明，自無民法二百十六條之一規定之適用。

(三)次按「依民法第二一六條之一規定，利益與損害需基於同一原因事實者，方得請求扣除，學說上解釋，利益與損害間需存在所謂的「內部的關聯性」(Inner Zusammenhang)，亦即，該利益需透過責任成立的原因事實直接引起，不須經由第三人或被害人(債權人)引起，方有內部的關聯性。由此可知，原告賣出股票的獲利，必須與損害基於同一的責任成立要件方可；如前所述，投資人所受的損害，係基於信賴發行人發布的不實資訊而購入股票所引起，例如投資人獲知該公司將有併購的消息，然而，若同一利多消息將促使投資人購入股票，同一消息自不可能促使投資人賣出股票，而是基於其他的考量，例如獲利了結等。職是之故，投資人在揭露不實資訊之前即賣出持股之獲利，不得抵充損害也。」(參葉新民著，論資本市場上因不實資訊而致投資人損害的賠償方法—以德國法為中心，中原財經法學第23期，第155至156頁)。又「．．原告在股價灌水期間買賣股票而獲利，乃係導因於市場或產業其他因素，不應予以扣除。詳言之，原告在買進與賣出兩個時間點的股價均係因不實財報被墊高，墊高之部分相抵銷後，原告之獲利乃因不實財報以外之其他因素所造成，與一般未涉及不實財報之股票會有漲跌之情形相同，．．究其實際，原告在股價灌水期間買進並賣出的股票，不論係獲利或損失，均應與不實財報之請求無關。」(參張心悌著，證券詐欺之因果關係與損害賠償—板橋地方法院96年度金字第2號民事判決評釋一，台灣本土法學第101期，第257頁)。

(四)據上，並參酌前揭最高法院判決意旨，本院認損益相抵原則旨在避免債權人受不當得利，而如上所述，於「財報不實」求償案件，投資人於不實財報期間買賣股票獲利之情形，因投資人買進與賣出股票的時點皆位於因不實資訊而灌水的期

間，故買價與賣價中因不實資訊影響而增值的部分互相抵銷後，投資人之獲利並非因不實資訊所引起；且投資人所受的損害，係基於信賴發行人發布的不實資訊而購入股票所引起，然投資人賣出股票並非基於同一原因，而是基於其他的考量，例如獲利了結等因素。因此，投資人在揭露不實資訊之前即賣出持股之獲利，與買入股票並非基於同一原因事實。準此，投資人買入股票係因不實資訊所引起，惟獲利之原因與賣出股票之原因，均非基於不實資訊之因素，自不得爰引民法第二百十六條之一規定，主張損益相抵。而按「操縱股價」與「財報不實」同屬證券詐欺之行為，對投資人造成損害之原因具相同性，均屬以人為之不法方式影響股價；因此，上開學說及司法實務上有關財報不實求償訴訟於財報不實期間買賣股票獲利，不得主張損益相抵之見解，自得適用於操縱股價求償訴訟。查本件縱使有極少數授權人於上訴人等操縱股價期間內雖有買賣律勝公司股票而獲得利益，惟其買進與賣出股票的時點皆位於本件上訴人等操縱股價之期間，故買價與賣價中因操縱行為而股價遭不實抬高之部分互相抵銷後，授權人之獲利並非因操縱行為所引起；且授權人所受的損害，係基於信賴經上訴人等不法操縱而遭抬高之股價而購入股票所引起，然授權人賣出股票並非基於同一原因，而是基於其他的考量，例如獲利了結等因素；因此，授權人在操縱股價行為結束前即賣出持股之獲利，與買入股票並非基於同一原因事實，自不得抵充損害，即無民法第二百十六條之一規定之損益相抵之適用。

- (五)再者，縱使認上訴人等所主張授權人詹舜名等六名之損害金額應扣除渠等於不法操縱期間內買賣律勝公司股票而之獲利；惟如前所述，此應僅限於操縱期間內買進之股票，且又於操縱期間內將股票賣出而有獲利之情形，始有適用；惟經本院核閱前揭股票成交明細單所載，僅上訴人所指陳之詹舜名於被上訴人主張操縱期間（94年12月08日至95年12月20日）

買賣律勝公司股票，並獲利四百元；至上訴人所主張編號2. 伍家輝、6. 邱淑芬、10. 鄭秋美、20. 劉有宏等四名授權人之買賣股票情形，或係於操縱期間結束後始買賣股票；或係於操縱行為開始之前買入股票，而在操縱期間賣出；或係於操縱期間買進律勝公司股票，而於操縱行為結束後始賣出上開股票或迄今仍持有，而受有損失，要之均不屬於操縱期間買進及賣出股票而獲利之情形。此外，上訴人等就此迄仍未能提出其他確切之證據足資證明或供本院調查以實其說，自尚不足採為有利於其之認定。

(丙) 本件損害賠償之計算是否應再扣除大盤走勢部分：

查上訴人等就此係主張應援引「類股比較法」為本件損害賠償之計算方式，因在本件操縱期間，大盤走勢在與律勝公司相關之產業（如台虹、嘉聯益、旭軟等上市櫃公司）之跌幅平均值為百分之三六·一八，而律勝公司跌幅為百分之六〇·一五，兩者跌幅相較差距百分之二三·九七，依類股比較法應以律勝公司超逾相關產業之跌幅百分之二三·九七，作為計算之依據等語。惟查依本件櫃買中心之交易分析意見書所載（見原審卷(二)第26頁，原審卷(四)第60頁），顯示於本件操作期間，公開交易市場上與律勝公司同類股指數之「漲」幅為百分之三一·〇一，而非上訴人所指之「跌」幅百分三六·一八，故二者漲跌幅之差距高達百分之九一·一六，而非上訴人所稱之百分之二三·九七。退步言，縱使上訴人所提出之漲跌幅數據可採，類股比較法係屬毛損益法之計算方式，其先以毛損益法之方式計算投資人買進股票與賣出股票價格之差額，再乘以本件律勝公司與同類股之漲跌幅差距比例，以扣除上訴人等操縱行為以外因素。惟本件已採美國法關於操縱股價之損害賠償計算方式，其屬於淨損差額法之計算方式，即以買進價格與真實價格間之差額計算損失金額；因此，本件損害賠償計算方式已排除上訴人等操縱行為以外之因素；若再採上訴人等主張之類股比較法，將會造成重

複扣除上訴人操縱行為以外因素之不當結果，顯非適當，且有違衡平原則。

陸、綜上所述，本件被上訴人據系爭操縱股票行為受害人之授權，本於侵權行為所衍生之損害賠償請求權、連帶給付及投保法第三十六條規定等法律關係，請求判決：上訴人等應連帶給付如附表所示各訴訟實施權授與人如附表所示之金額，及均自九十八年一月十日起至清償日止，按年息百分之五計算之利息，為有理由，應予准許。原審判命上訴人等應連帶如數給付，並依兩造之聲請，僅就上訴人等部分酌定相當之擔保金額（因被上訴人部分依投保法第36條規定，得向法院聲請准予免供擔保宣告假執行），而為准、免假執行之宣告，經核於法並無違誤。上訴人等上訴意旨，指摘原判決不當，求予廢棄改判駁回被上訴人在第一審之訴及其假執行之聲請，為無理由，應駁回其上訴。

柒、本件待證事實已臻明確，兩造其餘攻擊防禦方法及舉證，核與本件判決結果不生影響，爰不一一詳為審酌，附此敘明。

捌、據上論結，本件上訴為無理由，依民事訴訟法第四百四十九條第一項、第七十八條及第八十五條第二項，判決如主文。

中 華 民 國 101 年 10 月 16 日

民事第五庭 審判長法官 張世展

法 官 顏基典

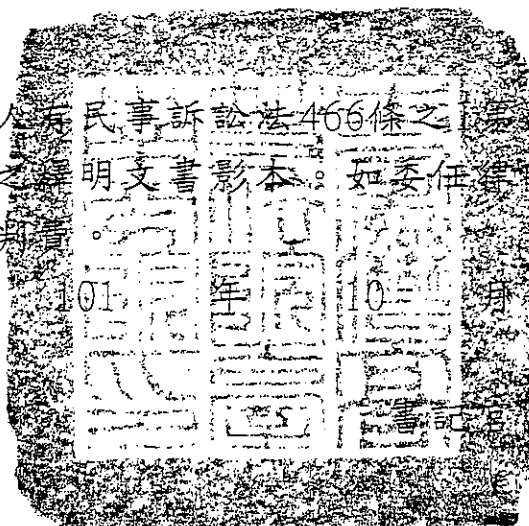
法 官 王明宏

上為正本係照原本作成。

如不服本判決，應於收受送達後20日內向本院提出上訴書狀，其未表明上訴理由者，應於提出上訴後20日內向本院補提理由書狀（均須按他造當事人之人數附繕本）上訴時應提出委任律師或具有律師資格之人之委任狀；委任有律師資格者，另應附具律師資

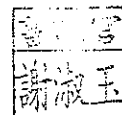
格及釋明委任人與受任人有民事訴訟法466條之1第1項但書或第2項（詳附註）所定關係之釋明文書影本。如委任律師提起上訴者，應一併繳納上訴審裁判費。

中 華 民 國



18 日

謝淑玉



【附註】

民事訴訟法第466條之1：

- (1)對於第二審判決上訴，上訴人應委任律師為訴訟代理人。但上訴人或其法定代理人具有律師資格者，不在此限。
- (2)上訴人之配偶、三親等內之血親、二親等內之姻親，或上訴人為法人、中央或地方機關時，其所屬專任人員具有律師資格並經法院認為適當者，亦得為第三審訴訟代理人。

民事訴訟法第466條之2第1項：

上訴人無資力委任訴訟代理人者，得依訴訟救助之規定，聲請第三審法院為之選任律師為其訴訟代理人。

1893