

臺灣高等法院臺中分院

民事判決正本

臺灣高等法院臺中分院民事判決

97年度金上字第6號

上訴人 陳智揚

陳雪馨

宋莉琴

邱文賓

施添財

林秀燕

黃梅

翁嘉徽

洪菊

邱居財

黃欄劍

鍾榮秦

周藤

曾乙弘

陳武祥

謝武良

郭官梅英

周瑜（即周南萍）

吳盛金

林美麗

楊炎進

李明琴

黃志忠

黃政義

楊厚吉

張克勤

葉夙枝

廖秀英

劉泰昇

池謨華

陳俊煌

共 同

訴訟代理人 黃鈞淳律師

複 代理人 黃以安

許德勝律師

共 同

訴訟代理人 許德勝律師

上 訴 人 白永傑

陳家泓

蔡靜宜

陳 欽

周羅靜芬

共 同

訴訟代理人 黃鈞淳律師

複 代理人 黃以安



許德勝律師

被上訴人 袁震天即曾正仁破產管理人

訴訟代理人 翁松谷律師
複 代理人 吳春美律師
被 上訴人 黃 祝（即黃芳薇）

張小華

許盟賢

葉春樹

黃碧玉

楊淑瑤

游秋芹

石曜郎

陳志平

上列當事人間請求損害賠償事件，上訴人對於中華民國臺灣臺中地方法院90年度重訴字第700號第一審判決提起上訴，本院於98年5月13日言詞辯論終結，判決如下：

主 文

書記官

劉建智

上訴駁回。

書記官

劉建智

第二審訴訟費用由上訴人負擔。

事實

第一、程序方面：

一、按當事人受破產之宣告者，關於破產財團之訴訟程序，在依破產法有承受訴訟人或破產程序終結以前當然停止；又

前條所定之承受訴訟人，於得為承受訴訟時，應即為承受之聲明，民事訴訟法第174條、第175條第1項分別定有明文。查本件損害賠償事件之被告曾正仁於民國（下同）92年8月22日經原審以92年度破字第17號民事裁定宣告破產，並選任袁震天律師、吳雅惠會計師為其破產管理人在案，此有上開原審民事裁定在卷可稽，而破產人就應屬破產財團之財產，喪失其管理權及處分權，是被告曾正仁所負本件損害賠償債務應屬破產財團之財產，自應由其破產管理人續行訴訟。而破產管理人袁震天、吳雅惠業於92年11月13日聲明承受本件訴訟，自應准許之，嗣後吳雅惠更換為呂旭明，並由呂旭明合法具狀聲明承受訴訟。嗣呂旭明辭任破產管理人職務，並經原審於96年4月14日以92年度執破字第7號民事裁定准許呂旭明辭任破產管理人，且未再選任其他破產管理人以代之，此有上開原審民事裁定可稽。則呂旭明既已喪失破產管理人身分，其承受訴訟自隨而失其效力，故本件僅由袁震天就曾正仁部分承受訴訟，先予敍明。

二、本件被上訴人黃祝（即黃芳薇）、張小華、許盟賢、葉春樹、黃碧玉、楊淑瑤、游秋芹、石曜郎、陳志平經合法通知，無正當理由未於言詞辯論期日到場，核無民事訴訟法第386條各款所定情形，爰依上訴人之聲請，由其一造辯論而為判決。

第二、實體方面：

甲、上訴人（即原告）方面：

一、聲明：

(一)、原判決關於駁回原判決附表一、編號36上訴人陳智揚等36人之訴部分，其中附表一所示金額各為10分之1，及其法

定遲延利息，暨該部分假執行之聲請，並訴訟費用之裁判廢棄。

(二)、上開廢棄部分，1.被上訴人袁震天即曾正仁破產管理人、黃祝（即黃芳薇）、張小華、許盟賢應連帶給付原判決附表一、編號36上訴人陳智揚新臺幣（下同）13,976元，及自86年7月8日起至清償日止，按年息百分之5計算之利息；2.被上訴人袁震天即曾正仁破產管理人、黃祝（即黃芳薇）、張小華、葉春樹、黃碧玉、楊淑瑤、游秋芹、石曜郎、陳志平應連帶給付原判決附表一、編號38上訴人陳雪馨、編號41宋莉琴、編號46上訴人白永傑、編號47上訴人邱文賓、編號52上訴人施添財、編號53上訴人林秀燕、編號54上訴人黃梅、編號55上訴人翁嘉徽、編號56上訴人洪菊、編號57上訴人邱居財、編號66上訴人黃欄釗、編號69上訴人陳家泓、編號70上訴人鍾榮秦、編號74上訴人周藤、編號76上訴人曾乙弘、編號78上訴人陳武祥、編號81上訴人謝武良、編號82上訴人郭官梅英、編號87上訴人周瑜、編號90上訴人吳盛金、編號93上訴人林美麗、編號96上訴人楊炎進、編號97上訴人李明琴、編號102上訴人黃志忠、編號105上訴人蔡靜宜、編號106上訴人黃政義、編號107上訴人楊厚吉、編號108上訴人張克勤、編號112上訴人葉夙枝、編號115上訴人廖秀英、編號117上訴人劉泰昇、編號122上訴人池嶺華、編號125上訴人陳欽、編號126上訴人周羅靜芬、編號128上訴人陳俊煌等35人依序為5,676元、117,520元、23,904元、5,826元、363,691元、761,062元、149,424元、138,068元、31,130元、31,130元、11,452元、11,452元、34,500元、11,652元、29,380元、26,775元、11,760元、58,010元、62,260元、17,378元、

5,726元、18,228元、12,080元、5,676元、5,676元、39,732元、11,552元、18,170元、63,760元、28,380元、108,000元、31,630元、12,404元、5,340元、5,960元，合計2,274,364元（分別請求金額如上訴人於本院提出之上訴金額一覽表，見本院(二)卷261頁，質言之，分別請求金額如原判決附表一、編號38上訴人陳雪馨至編號128陳俊煌等35人之金額欄所載金額各10分之1），及自87年11月23日起至清償日止，按年息百分之5計算之利息；3.願供擔保請求宣告假執行。

二、陳述：

(一)、沖洗買賣部分：

原判決附表一編號36之上訴人陳智揚主張：

1.台中廣三企業集團（下稱廣三集團）自86年初正式入主順大裕股份有限公司（下稱順大裕公司）後，於86年5月14日至同年7月8日止，被上訴人許盟賢奉曾正仁之指示，操盤買賣順大裕公司股票，由廣三集團提供資金，被上訴人張小華決定資金調度決策，被上訴人黃芳薇負責實際資金調度，利用被上訴人黃碧玉、葛蓓蓓、被上訴人游秋芹、賴麗詠（即賴惠伶）、蔡來儀、何忠義、宋名娜、被上訴人葉春樹、葉文珍、王博泉、林翠郁、黃姿菁、劉淑珊、陳秀枝、被上訴人楊淑瑤、廖淑芬、廣鑫國際投資公司（代表人洪同興）等人頭帳戶，對順大裕公司股票進行「高價委託買進、低價委託賣出」之沖洗性買賣，以製造順大裕公司股票交易熱絡之假象炒作股價，將順大裕公司股票價格由每股112元拉抬至163元。故曾正仁及被上訴人黃芳薇、張小華及許盟賢共同違反證交法第155條第1項第2款之規定，然該款規定於89年7月19日業經刪除，惟基於法

律不溯既往原則，依證交法第155條第3項規定，曾正仁及被上訴人黃芳薇、張小華、許盟賢仍應連帶負損害賠償責任。曾正仁之上開行為經鈞院刑事判決認定係違反上開法條第6款規定，是本件縱認證交法第155條第2款已刪除，上訴人陳智揚不得依該款規定請求損害賠償，依同法條項第6款、第3項，曾正仁及被上訴人黃芳薇、張小華、許盟賢仍應連帶負損害賠償責任。

- 2.由各接單證券商營業員之供述可知，86年6、7月間廣三集團使用人頭戶買賣順大裕股票，係由被上訴人許盟賢負責喊盤下單。曾正仁於88年1月20日調查筆錄供稱，廣三集團入主順大裕公司後，即由被上訴人許盟賢操盤買賣順大裕股票，迄87年6、7月間改由被上訴人石曜郎負責操盤買賣順大裕股票。
- 3.曾正仁及被上訴人張小華、黃芳薇及許盟賢等人從事沖洗買賣之犯行，業經鈞院90年度上重訴字第20號刑事判決及93年度金上重更(一)字第34號判決認定渠等有罪在案，從而，曾正仁及被上訴人張小華、黃芳薇及許盟賢違反證交法第155條第1項第6款之規定，應堪認定。
- 4.曾正仁及被上訴人張小華、黃芳薇及許盟賢共同沖洗買賣致原判決附表一編號36之上訴人陳智揚受有損害，依證交法第155條第3項規定，渠等應負連帶賠償責任，其損害賠償之計算如下：

陳智揚係於曾正仁等四人共同從事沖洗買賣期間即86年7月3日，買進順大裕股票一千股，目前仍持股至今，其持股價值，參考「證券發行人財務報告編制準則」第8條第1項第2款規定，購入證券之市價為會計期間最末一個月之平均收盤價，以順大裕股票88年7月之平均收盤價3.24元

為準，即其持股價值以3.24元為準，損害賠償之計算乃以陳智揚買進沖洗買賣股票之單價143元（原判決誤載為134元）減去3.24元之差價，乘上陳智揚所持有之股數一千股，其得請求曾正仁及被上訴人張小華、黃芳薇、許盟賢連帶賠償139,760元《(143元-3.24元)×1,000=139,760元》云云，並聲明請求：「(1)袁震天即曾正仁破產管理人、黃芳薇、張小華、許盟賢應連帶給付原判決附表一編號36號陳智揚如該附表所示之金額及遲延利息；(2)願供擔保，請准宣告假執行」。原審判決駁回上訴人陳智揚之訴及假執行之聲請，自有未合。爰上訴聲明如上所述。

(二)、操縱股價部分：

原判決附表一、編號38上訴人陳雪馨至編號128陳俊煌等35人主張：

1. 曾正仁及被上訴人張小華、黃芳薇、石曜郎、陳志平共同同意圖抬高順大裕公司股價，由曾正仁主導買賣順大裕公司股票，張小華、黃芳薇負責統籌資金之調度及要求券商營業員提供人頭帳戶；曾正仁、被上訴人張小華、黃芳薇、葉春樹並要求員工、眷屬及往來之對象開立人頭帳戶，人頭帳戶之印章由被上訴人游秋芹保管；被上訴人石曜郎則承曾正仁、張小華之命，指揮陳志平、張惠瑛、王燕苓，由石曜郎負責買盤部分，陳志平、張惠瑛、王燕苓負責賣盤部分，以電話向券商下單買賣順大裕公司股票；張小華、黃芳薇並與被上訴人黃碧玉、楊淑瑤負責完成買賣股票之交割手續；於87年11月4日至同年月20日間，利用葉文珍等人頭帳戶，自行並以他人名義，對於順大裕公司股票連續以高價買入，將股價支撐在一定價位之上，且在該期間順大裕公司股票之收盤價維持在61元至60元之間，幾乎

成一直線圖形，而曾正仁、張小華、黃芳薇、石曜郎、陳志平每日委託買進之價格區間與當日順大裕公司股票之最高價、最低價相近，渠等亦在該期間持續以大量高比例方式委託，與一般交易習慣相違，明顯操縱順大裕公司股票之價格。另87年11月21、23日等二個營業日，曾正仁、被上訴人張小華、黃芳薇、石曜郎、陳志平，以人頭戶大量以高於當時成交價或漲停價格委託買進順大裕公司股票，遂將順大裕公司股票價格拉抬至漲停價。曾正仁、被上訴人黃芳薇、張小華、石曜郎、陳志平等於87年11月4日起至同年月20日止，共同以護盤方式將順大裕公司股票維持於一定價格，並於同年月21日、23日非法拉抬順大裕公司股票價格，業經鈞院90年度上重訴字第21號刑事判決認定渠等違反證交法第155條第1項第4款及第6款規定，被上訴人葉春樹、游秋芹、楊淑瑤、黃碧玉提供渠等人頭帳戶供操縱或拉抬股價，亦經該判決認定成立上開人等違反證交法第155條第1項第4款及第6款規定之幫助犯，鈞院93年度金上重更(一)字第35號刑事判決，亦認定曾正仁、被上訴人黃芳薇、石曜郎、陳志平、葉春樹、游秋芹、楊淑瑤、黃碧玉等人有罪在案。

- 2.原判決附表一、編號38上訴人陳雪馨至編號128陳俊煌等35人係於曾正仁等人於上述期間操縱、拉抬順大裕公司股票價格期間買進股票之人，依證交法第155條第3項規定，自得請求上述人等連帶負損害賠償責任。
- 3.損害賠償之計算：原判決附表一、編號38上訴人陳雪馨至編號128陳俊煌等35人係於87年11月10、11、13、21、23日，曾正仁及被上訴人張小華、黃芳薇、石曜郎、陳志平、葉春樹、游秋芹、楊叔瑤、黃碧玉等人操縱股價期間，

善意買進順大裕股票之人，直至87年11月25日該股票爆發違約交割後，獲悉涉有不法情事，方賣出持股或仍持有股票之人。其等因誤信集中交易市場經曾正仁及被上訴人張小華等人為操縱股價資訊買進順大裕公司股票，其損害賠償金額之計算，以各上訴人買進順大裕公司股票之價格減去起訴前賣出順大裕公司股票之價格之差額；或各上訴人買進順大裕公司股票之價格減去迄今仍持有順大裕公司股票之價格順大裕股票之價格（以順大裕公司股票88年7月之平均價每股3.24元）之差額，乘上交易日股數，即為原判決附表一編號38上訴人陳雪馨至編號128陳俊煌等35人得請求損害賠償之金額云云，並聲明請求：「(1)袁震天即曾正仁破產管理人、張小華、黃芳薇、石曜郎、陳志平、葉春樹、游秋芹、楊淑瑤、黃碧玉應連帶給付原判決附表一編號38上訴人陳雪馨至編號128陳俊煌等35人如該附表所示之金額及遲延利息；(2)願供擔保，請准宣告假執行」。原審判決駁回原判決附表一編號38上訴人陳雪馨至編號128陳俊煌等35人之訴及假執行之聲請，自有未合。爰上訴聲明如上所述。

(三) 上訴人等36人於本院補稱：

1. 曾正仁等人從事沖洗買賣及操縱股價等違反證券交易法之犯行，業經刑事法院嚴格之證據證明程序認定在案，且原審判決亦為相同之認定，因此除非渠等能提出有利之證據證明無前述犯行外，自應依證券交易法規定，對上訴人負損害賠償責任：

(1) 曾正仁、張小華、黃芳薇及許盟賢於86年5月14日起至同年7月8日止，從事證交法第155條第1項第6款沖洗買賣之不法行為，製造股市交易活絡之假象藉以操縱順大

裕公司股票之價格《詳見原審卷附原告之附民起訴狀及民事準備書狀(二)之一至(二)之三狀》。查曾正仁、黃芳薇之犯行業經最高法院94年度台上字第4383號刑事判決駁回其上訴而判決確定（見鈞院上證四十三），而鈞院97年度金上重更(三)字第53號判決亦認定許盟賢有違反證交法第155條第1項第6款之行為（見鈞院上證四十六），目前許盟賢已上訴最高法院。另張小華目前因逃亡而遭通緝（詳見上訴人98年4月10日民事爭點整理補充狀）。

(2)曾正仁、張小華、黃芳薇、石曜郎及陳志平等人於87年11月4日至同年月20日從事證交法第155條第1項第4款操縱順大裕股票價格之不法行為，另同年11月21日、23日有拉抬順大裕股票價格等違反證交法第155條第1項第4款之行為，而葉春樹、游秋芹、楊淑瑤、黃碧玉等四人則有幫助上開曾正仁等人之行為（詳見原審卷附上訴人於附民起訴狀及民事準備書狀(三)之一至(三)之二狀）。查游秋芹、楊淑瑤、黃碧玉等三人之犯行業經最高法院96年度台上字第2453號判決駁回其上訴而告確定。至於曾正仁、黃芳薇、石曜郎、陳志平、葉春樹等人則經最高法院發回更審（見鈞院上證三十八），目前由鈞院審理中（96年度金上更(二)字第38號）。另張小華目前因逃亡而遭通緝（詳見上訴人98年4月10日民事爭點整理補充狀）。

(3)本件曾正仁等人違反證券交易法之相關犯罪事實，業經刑事法院判決認定在案，且原審判決亦為相同之認定，被上訴人除能舉反證推翻外，自應依證券交易法規定，對上訴人負損害賠償責任：

按刑事訴訟係採嚴格證據證明程序，故經由刑事訴訟調查證據之結果，應具一定之可信度。除當事人能舉反證推翻外，應不容任其否認其效力。最高法院49年台上字第929號判例，亦闡明「民事法院調查刑事訴訟原有之證據，而斟酌其結果判斷事實之真偽，並於判決理由內記明其得心證之理由，即非法所不許。」（見鈞院上證二十九）。另民事法院認定事實無須待刑事判決確定（見鈞院上證三十，駱永家著，民事訴訟法 I，第180頁），且民事訴訟與刑事訴訟在證明上使法院產生之確信程度有所不同，刑事案件確信之程度為「不容許有合理的懷疑」（beyond a reasonable doubt），民事事件一般為「證據之優勢」（great weight of evidence）（見鈞院上證三十一，駱永家著，民事訴訟法 I，第162頁）。兩者相較，刑事案件在證明上使法院產生確信之程度顯較民事事件來得嚴格。從而，本件曾正仁等人違反證券交易法之犯行，既經刑事法院嚴格之證據證明程序認定在案，且原審判決亦為相同之認定，則除其等能提出有利之證據證明其等無前述犯行外，自應依證券交易法規定，對上訴人負損害賠償責任（詳見上訴人98年3月10日民事爭點整理狀）。

2. 本件之因果關係應由被上訴人負舉證責任。退而言之，縱使鈞院認定本件應由上訴人負因果關係之舉證責任，然曾正仁等人之沖洗買賣及操縱股價行為與上訴人買進順大裕股票而受有損害之間本具相當因果關係，而有交易因果關係及損失因果關係（關於本件因果關係之說明，詳見附件一之整理）：

依我國實務見解、外國立法例及學理，曾正仁等人對順大

裕公司股票價格確有操縱之情事，故渠等操縱股價之行為與上訴人買進順大裕股票之行為二者間，應推定有因果關係，當由被上訴人舉證證明其操縱市場之行為，與上訴人之損害間無因果關係，始可免責。退而言之，縱使鈞院認定本件應由上訴人負因果關係之舉證責任，然曾正仁等人之沖洗買賣及操縱股價行為與上訴人買進順大裕股票而受有損害之間本具相當因果關係，而有交易因果關係及損失因果關係。茲敘述理由如下：

(1) 本件之因果關係應由被上訴人負舉證責任（詳見上訴人96年10月4日上訴理由狀）：

① 司法實務上，台灣高等法院93年度重訴字第50號民事判決認為操縱市場之損害賠償案件應由被告就因果關係之有無負舉證責任：

用台灣高等法院93年度重訴字第50號民事判決認為，證券損害賠償事件，乃屬近年新興之損害賠償事件型態，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法作為，影響社會經濟至鉅，受害人數眾多且不易有能力與之抗衡，遑論蒐集證據，故此部分應由被上訴人依民事訴訟法第277條但書之規定，負舉證責任。再者，要求證券詐欺事件之受害人負交易因果關係之舉證責任，始得請求損害賠償，證交法有關被上訴人應負損害賠償責任之規定，將因原告舉證之困難，形同具文，實不符證交法第1條保障投資之立法目的。再就證券交易市場而言，投資人因為信賴公平、公開及誠實的證券交易市場，因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。因此，對該投資人而言，應不得就其主觀上信賴被上訴人不實陳述負舉證責任。換言之，倘被告對證券市場之確有操縱情事，原告毋須再就信賴之有無，負積極舉證之責任，而應由被上訴人舉證證明其操縱情事，與原告之損害間無因果關係，否則被上訴人仍不得免除其責任。（參閱鈞院上證一）。

(乙)就上開高院實務見解，被上訴人抗辯該高院之因果關係舉證責任倒置見解，業經最高法院96年度台上字第15號民事判決所否決而遭廢棄云云，惟依上開最高法院判決內容觀之，並未論及原審對於因果關係舉證責任倒置之見解，從而，台灣高等法院93年度重訴字第50號判決認為操縱股價行為與投資人之損害間推定具有因果關係之見解，並未被最高法院所廢棄，被上訴人顯係曲解最高法院96年度台上字第15號民事判決之內容，其抗辯殊非可採（詳見上訴人97年7月8日民事準備(一)狀）。

②我國實務見解、外國立法例及學理均認為證券損害賠償事件，有關因果關係之證明，應轉由不法行為人舉證證明其不法行為與投資人之損害無因果關係始可免除責任，我國實務上關於財報不實案件亦多同此見解。而操縱股價與財報不實同屬證券詐欺行為，對投資人造成損害之原因具相同性，因此，實務上有關財報不實求償訴訟之因果關係推定之見解，自應適用於操縱股價求償訴訟：

我國實務有關財報不實案件已有採取美國「詐欺市場理論」之見解（參閱鈞院上證六），認為在整體交易

市場之運作下，任何以不實資訊公開於股票交易市場之行為，應均可視為對參與股票交易之不等定對象為詐欺，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財務報告之事證，亦即因果關係係被推定。而操縱股價與財報不實之不法行為，均係以人為方式影響證券市場股票價格之形成，破壞市場自由機制之功能，導致投資人在操縱股價或財報不實期間，以經人為操縱或不實資訊所影響之價格買進股票，而蒙受買進價格與真實價格間（指未受人為操縱影響之市場價格）之價差損害。操縱股價與財報不實對投資人造成損害之原因，既有前述之相同性，有關財報不實求償訴訟之因果關係推定法理，自應適用於操縱股價求償訴訟中，始為合理。從而，美國司法實務所發展出之詐欺市場理論，亦應得適用於本件。準此，於操縱市場之求償案件，有關因果關係之證明，原告僅須舉證原告有不法操縱市場之行為，即可受推定已就因果關係部分盡其舉證責任，應轉由被告舉證證明被告之不法操縱行為與投資人之損害無因果關係始可免除責任。

(2) 被上訴人等之沖洗買賣及操縱股價行為與上訴人買進順大裕股票而受有損害之間具有因果關係：

退而言之，縱使鈞院認定本件應由上訴人負因果關係之舉證責任，然被上訴人等之沖洗買賣及操縱股價行為與上訴人買進順大裕股票而受有損害之間本具有相當因果關係，而有交易因果關係及損失因果關係。茲敘述理由如下（詳見上訴人98年1月19日民事準備書(二)狀、98年3

月6日民事準備書(四狀)：

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，見鈞院上證三十二號）。查證券市場係充滿各種資訊以提供投資人判斷之場所，在證券集中交易市場中，投資人彼此並未接觸，而係透過集中交易市場之資訊瞭解交易運作之情況。如行為人以沖洗買賣等操縱市場之方法，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決定價格之機能，導致市場價格之扭曲，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，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（參閱鈞院上證一及上證七）。準此，曾正仁等人透過「沖洗買賣」、「操縱股價」等行為，製造出順大裕公司股票交易熱絡之假象，致使不知情之投資人跟進買受順大裕公司股票而受到損害，其損害與被上訴人之行為間顯有相當因果關係。以下再就本件之交易因果關係及損失因果關係分別詳加說明（交易因果關係及損失因果關係係英美法之用語，相當於大陸法系之「責任成立因果關係」及「責任範圍因果關係」，鈞院上證三十三）：

①交易因果關係：

所謂交易因果關係，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（鈞院上證十五）。從而，交易因果關係是否成立，應以原告於買入證券或賣出證券當時，是否因被告之虛偽、詐欺或其他引人誤信之行為而作成買賣證券之決定作為判斷之標準。查上訴人均係於曾正仁等人操縱順大裕股票期間，誤信當時人為操縱之股價資訊進場買進股票，而以高於順大裕公司股票價值之金額買進股票，依前述有關交易因果關係之定義，上訴人既係受到被上訴人之人為操縱股價所影響，致其作出錯誤之投資決定，則其等購買順大裕公司股票之行為自與被上訴人曾正仁等人從事操縱股價之行為間有交易因果關係。

②損失因果關係：

所謂損失因果關係，係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。查曾正仁等人於87年11月4日至20日間，及同年月21日、23日非法拉抬順大裕股票價格，嗣因資金不足無法繼續操縱股價，而於同年月25日爆發違約交割，導致順大裕股票價格急速下跌（參閱鈞院上證九之順大裕公司股價走勢圖），投資人之損失與曾正仁等人之操縱股價行為間，顯具有損失因果關係，茲說明理由如下：

(用)依鈞院93年金上重更(一)字第34號刑事判決所載，曾正仁等人87年11月25日爆發違約交割，係因資金不

足無力護盤，無法繼續操縱順大裕股價，發生違約交割係操縱股價行為所導致（見鈞院上證二十七）。故違約交割行為係屬操縱行為之一部份暨其不法行為之結果，而本件之操縱股價行為亦因違約交割之發生而結束。查順大裕股價下跌，雖係媒體開始報導該公司有「違約交割」所致，然究其實質，「違約交割」係曾正仁等人操縱股價行為所引發，再者，爆發違約交割時正是操縱股價行為結束時，因此，順大裕公司爆發「違約交割」，即等同於爆發「操縱股價」之消息，故曾正仁等人操縱股價行為係導致順大裕股價急遽下跌之主要原因。

(2)次按，在操縱市場案件損失因果關係之認定，司法實務台北地院89年重訴第1074民事判決認為：「按所謂損失因果關係，係指原告買賣證券之損失，係因被告操縱股價所造成。是如操縱股價足以影響股價，且該違法行為拆穿後，股價隨即下跌，則可認定二者間具有損失因果關係。原告主張於87年11月2日被告成○○操縱國產公司股價結束後，相關消息曝光後，國產汽車公司股價即呈現急遽下跌之勢，故被告成○○此部分抗辯即非可取。」（鈞院上證二十八，另於財報不實案件，實務上亦有見解認為，如發布的不實消息足以影響股價者，且不實資訊遭拆穿或更正後，股價下跌，應可成立損失因果關係，亦可供本件參酌，此部份之說明詳參上證八）。查上開台北地院89年重訴第1074民事判決之國產汽車操縱股價案與本件相同，均係不法行為人資金不足無力護盤，無法繼續操縱股價，爆發違約交

割導致股價急遽下跌（見鈞院上證二十八），而依其見解，操縱股價行為結束，相關消息曝光後（即爆發違約交割），股價呈現急遽下跌，投資人之損失與操縱股價行為二者間，即具有損失因果關係。準此，參照台北地院89年重訴第1074判決之見解，順大裕股票爆發違約交割，導致股價急遽下跌，上訴人之損失與曾正仁等人之操縱行為二者間，具有損失因果關係。

③綜上所述，曾正仁等之沖洗買賣及操縱股價行為與上訴人買進順大裕股票而受有損害之間具相當因果關係，而有交易因果關係及損失因果關係。

(3)效率市場假說並非適用詐欺市場理論之必要條件。退而言之，縱認效率市場係適用詐欺市場理論之前提要件，從法制面觀之，亦應肯認我國證券市場係效率市場（詳見上訴人98年1月19日民事準備(二)狀）：

關於被上訴人主張上訴人應證明順大裕公司股票市場係效率市場始能適用詐欺市場理論一節，查我國證券市場是否為一有效率之市場，實務上尚乏定論（見鈞院上證四十七，劉連煜著，公司法理論與判決研究（一），221頁，自版，再版（1997）），就未有定論之理論，是否有證明之必要及可能，亦有待商榷。美國司法實務於適用詐欺市場理論時亦未要求原告需證明市場有效率的，而僅以此為其適用詐欺市場理論之前提。否則詐欺市場理論原即在解決證券詐欺訴訟中原告舉證之困難，如再要求原告就證券市場係有效率市場需先負舉證責任，反而更加重原告舉證之負擔，而無法解決證券詐欺訴訟舉證困難之問題。且從我國證券交易法第36第2項之規範精

神觀之，發行有價證券公司發生對證券價格有重大影響之事項時，應於事實發生之日起2日內對外公告。其立法意旨即考量發行有價證券公司之財務業務消息均會影響其股價，故強制其必須公開資訊，以利投資人作出正確之投資判斷。是從法律應然面觀之，亦已推定公司之財務業務資訊會影響其股價，而肯認證券市場係有效率之市場。另從本件曾正仁等人於87年11月4日至20日間，及同年月21日、23日非法拉抬順大裕股票價格，嗣因資金不足無法繼續操縱股價，而於同年月25日爆發違約交割，導致順大裕股票價格急速下跌（參閱本院上證九之順大裕公司股價走勢圖）等情事，亦可證明順大裕公司股票市場之已充分反應所有可得之資訊，足堪認定其為有效率之市場。

3.本件上訴人之損害賠償金額計算，以渠等買進順大裕公司股票之價格減去起訴前賣出順大裕公司股票之價格之差額；或買進順大裕公司股票之價格減去迄今仍持有順大裕公司股票之價格，乘以其股數。至於上訴人持有順大裕公司股票價值之計算，係以其委任「財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會」提起民事賠償日之順大裕股票前一個月平均收盤價為基準，故以順大裕公司股票88年7月之平均價每股3.42元計算（見上訴人98年2月11日民事準備三狀、98年3月10日民事爭點整理狀。關於本件損害賠償計算之說明，見98年5月18日民事言詞辯論意旨狀之附件二之整理）：

(1)本件被上訴人等從事沖洗買賣及操縱股價等不法行為，賠償責任計算之依據，及投資人持股價值之計算：
①損害賠償計算方式之依據：

查證券交易法第155條就其民事責任之損害賠償範圍並無明文規定，惟其規定性質上與侵權行為的賠償請求權類似，學者認為可參考侵權行為的損害賠償方法（參閱本院上證十），實務見解亦認為證券交易法第155條操縱股價之規定，屬保護他人之法律，應依民法第184條第2項規定負損害賠償責任（見鈞院上證十一），其損害賠償方法依據民法第216條之規定，除法律另有規定或契約另有訂定外，應填補債權人所受損害及所失利益，與債務人是否受有利益無關連（見鈞院上證十二）。而本件上訴人所遭受之侵害係股價下跌之損失，被上訴人應賠償上訴人股票價值減損之價額（民法第213條第1項及196條參照）。再者，我國證券交易法第155條主要參考美國立法例（見鈞院上證十九），美國有關證券詐欺之民事賠償計算方式應可參照（見鈞院上證二十、二十一）。準此，本件各上訴人之損害賠償金額計算，採毛損益法之計算方式，亦即以渠等買進順大裕公司股票之價格減去起訴前賣出順大裕公司股票之價格之差額；或買進順大裕公司股票之價格減去迄今仍持有順大裕公司股票之價格，乘以其股數計算，當屬合理。

②上訴人持股價值之計算：

上訴人持有順大裕公司股票價值之計算，係以其委任「財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會」提起民事賠償日之順大裕股票前一個月平均收盤價為基準（見鈞院上證二十二），故以順大裕公司股票88年7月之平均價每股3.42元計算（見鈞院上證二十三）。至於上訴人於順大裕股票爆發違約交割後，並未賣

出順大裕公司股票，係因該事件爆發後（即87年11月25日後），該檔股票即呈急遽下跌之局面（見鈞院上證二十四，台灣證券交易所順大裕股票個股日成交資訊查詢，順大裕股票價格由87年11月24日前之67.5元，大幅下跌至同年12月31日之10.45元。另參閱上證九，順大裕股票87年7月2日至同年12月30日股價走勢圖），且交易量大幅萎縮（成交筆數由87年11月24日之4,589筆，減少至87年11月27日之1筆），上訴人之股票不易售出，且仍期待該檔股票價格回復平穩所致。

(2) 本件損害賠償計算之說明

① 沖洗買賣部分：

以原判決附表一編號36上訴人陳智揚為例，其係於被上訴人曾正仁等四人從事沖洗買賣期間，即86年7月3日，買進順大裕股票一千股，目前仍持股至今（見鈞院上證二十五，上訴人陳智揚之損害賠償計算資料），承前所述，其持股價值以3.24元為準，損害賠償之計算乃以上訴人買進沖洗買賣股票之單價143元減去3.24元之差額，乘以上訴人所持有之股數，請求被上訴人曾正仁等四人賠償139,760元。

② 操縱股價部分：

以原判決附表一編號38上訴人陳雪馨為例，其係於被上訴人及曾正仁等人從事操縱股價期間，即87年11月10日，買進順大裕股票一千股，目前仍持股至今（見鈞院上證二十六，上訴人陳雪馨之損害賠償計算資料），承前所述，其持股價值以3.24元為準，損害賠償之計算乃以上訴人買進操縱股價股票之單價60元減

去3.24元之差額，乘以上訴人所持有之股數，請求被上訴人曾正仁等九人賠償56,760元。

(3)上訴人於曾正仁等人不法操縱期間內雖有買賣順大裕公司股票而可能獲得差價損失或利益，惟該等買入及賣出之行為皆受曾正仁等人操縱行為之影響，故縱有獲得利益或損失，其內涵與上訴人請求因受操縱行為影響而買入、於事件爆發後賣出或無從出售而持有所受損失，尚屬有異，故被上訴人等主張應予扣除，顯無理由：

①依台灣士林地方法院93年度金字第3號民事判決所載：「按損益相抵，係指損害賠償之債權人基於與受損害之同一原因事實並受有利益，其請求之賠償金額，應扣除所受之利益而言，此觀民法第216條之1規定自明。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年度臺上字第803號判決要旨參照），蓋損益相抵原則旨在避免債權人受不當之利益。經查，授與原告訴訟實施權之投資人受有之損害，乃基於被告博達公司進行虛偽循環交易與虛偽財務規劃，未據實揭露於財務報告上，以致投資人誤信不實資訊而為投資決定，則無論投資人為買入或賣出之投資決定，均屬受詐欺之交易行為，倘投資人購入虛漲之有價證券後又以虛漲價格賣出，其買入與賣出二行為本身與被告詐欺行為間均有交易因果關係，僅係上開二行為均無經濟上損失，而不納入損害求償範圍而已，尚不能認為受有利益，自無從與其他受有經濟上損失之交易行為進行損益相抵。被告此部分抗辯，委不足採。」（見鈞院上證四十八）

②準此，損益相抵原則旨在避免債權人受不當之利益，

其意義係指損害賠償之債權人基於與受損害之同一原因事實並受有利益，其請求之賠償金額，應扣除所受之利益而言，此觀民法第216條之1規定自明。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。查本件部分上訴人於曾正仁等人不法操縱期間內雖有買賣順大裕公司股票而可能獲得差價損失或利益，惟該等買入及賣出之行為皆受操縱行為之影響，故縱有獲得利益或損失，其內涵與上訴人等請求因受操縱行為影響而買入、於事件爆發後賣出或無從出售而持有所受損失，尚屬有異，故被上訴人等主張應予扣除，顯無理由。

(4)被上訴人主張本件上訴人等投資人為惡意時，應由上訴人就其惡意負舉證責任：

關於證券求償訴訟善意投資人之「善意」要件，實務上板橋地方法院93年金字第6號民事判決（見鈞院上證四十九）及新竹地方法院90年重訴162號民事判決（鈞院上證五十），認為所謂「善意」係指不知有被告不法行為之投資人，而被告等不法行為人主張投資人為惡意時，應就其惡意負舉證責任。且就舉證責任之分配而言，相對人並非善意之內容權利障礙事，應由主張權利不存在之一方負舉證責任。準此，本件上訴人於曾正仁不法操縱順大裕公司股價期間買賣股票，並無就其善意舉證之必要，被上訴人等不法行為人主張本件上訴人等投資人為惡意時，應就其惡意負舉證責任。

(5)鈞院得依民事訴訟法第222條第2項規定，審酌一切情況，依所得心證定本件損害賠償數額：

按「損害賠償之訴，原告已證明受有損害，惟有客觀上不能證明其數額或證明顯有重大困難時，如仍強令原告舉證證明損害數額，非惟過苛，亦不符訴訟經濟之原則」，民事訴訟法第222條修正理由已有敍明（見鈞院上證五十一）。按影響股票價格之因素甚多，投資人欲精確計算其損害賠償之範圍，實際有所困難，而實務上高雄地院91年重訴第447號民事判決（見鈞院上證八十八）、台中地院91年度訴字第334號判決（參閱本院上證八十六）、鈞院93年度金上第4號判決（見鈞院上證八十七）、高雄地院92年度金字第1號民事判決（見鈞院上證九十）、鈞院93年度金上2號判決（見鈞院上證八十五）、彰化地方法院92年度重訴字第151號民事判決（見鈞院上證九十五）、高等法院97年金上字第3號判決（見鈞院上證九十四），均認為財報不實之證券求償案件法院得依上開條文酌定損害賠償數額，按財報不實與操縱股價同屬證券詐欺案件，其造成損害之原因具有相同性，因此上開實務見解自可供本件參照。綜上，如鈞院認為上訴人於原審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222條第2項規定，審酌一切情況，依所得心證定其數額（見鈞院上證十三）。

乙、被上訴人（即原告）方面：

一、袁震天即曾正仁破產管理人部分：

(一)、聲明：

1. 上訴駁回。
2. 第二審訴訟費用由上訴人負擔。
3. 如受不利判決，願供擔保准免為假執行。

(二)、陳述：

1.上訴人所舉證據，盡為臺灣臺中地方法院88年度訴字第367號刑事判決所認定之事實，或法務部調查局於調查相關犯罪行為時之調查筆錄，曾正仁是否如上訴人所主張應負損害賠償責任，尚須就上訴人主張之事實及聲明之證據，依法調查斟酌、決定取捨等語，並聲明：求為判決駁回上訴人之訴及假執行之聲請。原判決駁回上訴人之訴及假執行之聲請，並無不合。爰答辯聲明如上述。

2.於本院補充辯稱：

(1)刑事判決認定事實，並不拘束民事庭見解。蓋本件移送民事庭審理後，即為獨立民事訴訟，鈞院所為裁判不受刑事判決認定事實之拘束，仍得為與刑事判決相異之認定，合先敍明。

①按「刑事訴訟法第504條所謂應以刑事判決所認定之事實為據者，係指附帶民事訴訟之判決而言，如附帶民事訴訟經送於民事庭後，即為獨立民事訴訟，其裁判不受刑事判決認定事實之拘束。」、「檢察官不起訴處分，無拘束民事訴訟之效力，又刑事判決所為事實之認定，於獨立民事訴訟之裁判時，本不受其拘束，原審斟酌全辯論意旨及調查證據之結果，依自由心證，為與刑事判決相異之認定，不得謂為違法。」，最高法院48年度台上字第713號、41年度台上字第1307號分別著有判例要旨存案可稽。

②次按「因犯罪而受損害之人，於刑事訴訟程序固得提起民事訴訟，對於被告請求回復其損害，但其請求回復之損害，以被訴犯罪事實所生之損害為限，否則縱令得依其他事由，提起民事訴訟，亦不得於刑事訴訟

程序附帶為此請求。」，最高法院60年度台上字第63
3號判例足資參照。

- ③查本件刑事案件尚有未確定部分，且本件既已移送至民事庭審理，即應由民事庭自行斟酌全辯論意旨獨立審判，毋庸受刑事法院見解之拘束。職是，縱使破產人曾正仁曾因犯罪行為而受刑事有罪判決之認定（尚有未確定部分），亦非可謂即得據此逕行推論認定破產人曾正仁應負所有損害賠償責任，仍應就相關侵權行為之構成要件，尤其諸如損害與犯罪行為間是否具有因果關係等事由審酌，始符法制。
- ④準此，上訴人欲以刑事判決破產人曾正仁有罪即全然率爾要求被上訴人應負損害賠償，其主張自顯有論理邏輯上跳躍思考之謬誤。此亦為原審縱肯認破產人曾正仁有「沖洗買賣」、「操縱股價」等犯罪行為，仍然將上訴人在原審之訴予以駁回之緣由，原審判決殊屬適法有據，而無不妥。

(2)上訴人陳智陽等36名投資人並無受有損害。縱有（假設語，被上訴人否認），渠等之損害與破產人曾正仁之『沖洗買賣』、『操縱股價』等行為亦無因果關係。上訴人迄今不僅未舉證說明本件之交易因果關係，亦未論述損害之金額，及其所受損害與被上訴人曾正仁之沖洗買賣、操縱股價間具有何種因果關係，猶僅空言指摘原審混淆二者之意義，又無任何證據以實其說，其之上訴殊無理由，而應予駁回。

①按刑事訴訟法第487條規定：「因犯罪而受損害之人，於刑事訴訟程序得附帶提起民事訴訟，對於被告及依民法負賠償責任之人，請求回復其損害。前項請求

之範圍，依民法之規定。」。職是，損害之發生，須與加害人之不法行為有因果關係者為限，實為當然之解釋，此有最高法院31年度附字第506號判例為據。

②查本件上訴人於原審起訴請求被上訴人應負損害賠償責任者其所涉行為係為破產人曾正仁之「沖洗買賣」及「操縱股價」，則核諸前開規定，凡有關本件上訴人請求損害賠償之範圍，自應與前開「沖洗買賣」及「操縱股價」之行為間具有相當因果關係者為限，始得為之，自不待言。

③有關上訴人所稱其之損害係將順大裕公司股票股價下跌之差額損害逕予歸咎於被上訴人云云，惟查關於本件順大裕公司股票股價真正下跌之原因，乃係因爆發「違約交割」，才導致股價急劇下跌，此項事實除業經原審及其他相關刑事判決所認定外，並亦為上訴人所自認（參見鈞院(二)卷327頁之上訴人98年2月12日所提民事準備書(三)狀第4頁第15行至第18行），而與所謂的破產人曾正仁之「沖洗買賣」及「操縱股價」行為完全無涉。而本件所涉刑事訴訟程序部分既係侷限於破產人曾正仁之「沖洗買賣」及「操縱股價」行為，準此，依法得於該刑事訴訟程序中對破產人曾正仁之破產財團提起附帶民事訴訟請求損害賠償者，自應僅侷限於因破產人曾正仁「沖洗買賣」及「操縱股價」之行為因而致生有損害者，始得為之，而不及於「違約交割」之行為所致之損害範圍。是今上訴人主張之損害，依其所述既係基於與破產人曾正仁之「沖洗買賣」、「操縱股價」行為無關之「違約交割」行為所致，則上訴人自難遽以刑事附帶民事訴訟逕向被上

訴人為賠償之請求，故上訴人等所提刑事附帶民事訴訟之起訴即與首揭法條規定未合，原審據以駁回其之起訴實屬適法有據，上訴人再提起本件上訴，核與法相悖，自不應准許。

④況查，一般人購買股票之原因雖有許多種，然無非係以牟取最大之利益為主要考量，而上訴人於購買股票期間，本即僅純因見股價上漲，有利可圖即進場購買，何以得單憑事後得悉破產人曾正仁有沖洗買賣、操縱股價等行為，即可恣意推論破產人曾正仁之行為有與上訴人買進股票之行為成立所謂之交易因果關係？且倘依上訴人所述，交易因果關係僅需如此即可成立，則與「蝴蝶效應」又有何異？一隻蝴蝶在巴西輕拍翅膀即可引起一場美國德州的龍捲風！顯然如此認定因果關係將失之過寬，因果關係作為損害賠償篩選構成要件之功能將形同虛設。

⑤又查，股價下跌之因素或不止一端，本件股票真正下跌的原因其實是因違約交割造成的，則與本件訴訟有關之破產人曾正仁所涉行為「沖洗買賣」、「操縱股價」，其間又有何關連性？經核上訴人所提證據，亦徵並無因果關係，爰補充說明如下：

(甲)就沖洗買賣部分：

A：經查，編號36號之陳智陽於86年7月3日以每股單價143元買進順大裕股票一千股（見原判決書第16頁倒數第4行至第7行），惟遲至沖洗買賣期間最後一日即86年7月8日，編號35號之劉銘金仍得以每股單價158元買進順大裕股票（見原判決書第16頁第13行及第21行），顯見縱

使於破產人曾正仁沖洗買賣期間，上訴人陳智陽仍有高達約11%之15,000元利潤可圖，足徵破產人曾正仁之「沖洗買賣」行為根本並未造成上訴人陳智陽之任何損失。

- B：且查，揆諸陳智陽於其書狀內所提上證25號之有關陳智陽之宏華證券客戶交易明細表，其內容顯示即使遲至87年5月2日，陳智陽仍陸續分別以每股單價152元、154元購入順大裕公司股票，由此更足證：a：縱使距離破產人曾正仁沖洗買賣之行為前後已逾10個月期間之久，每股單價仍未低於143元，破產人曾正仁沖洗買賣之行為根本未曾造成上訴人陳智陽受有任何損害；b：縱無破產人曾正仁沖洗買賣之行為，陳智陽亦會以高於每股單價143元之152元、154元買入股票，顯然陳智陽買入順大裕公司股票之情事與破產人曾正仁沖洗買賣行為間，二者確無交易之因果關係存在。
- C：有鑑於刑事附帶民事訴訟係以侵權行為為其請求權基礎，上訴人自應就本件侵權行為之構成要件盡其舉證責任始足當之。然查，陳智陽不僅未就其損害與犯罪行為間有何因果關係為翔實舉證，更妄圖以自破產人曾正仁沖洗買賣行為完成後已逾一年四個月始行發生且毫無相關之損害強加向破產人曾正仁請求，其之請求自非妥適。
- D：申言之，陳智陽對其之主張迄未舉證以實其說，更難單僅憑其自己所製作而毫無證據能力之

制式「受損投資人求償表」，稱其於檢察官起訴書所載86年6月11日至同年7月8日沖洗買賣期間買入股票，即得謂已盡其舉證責任。陳智陽之主張並無理由，自應予以駁回。

(乙)就操縱股價部分：

A：次查，自上訴人所提上證26號有關陳雪馨之嘉利證券客戶成交資料表以觀，陳雪馨除於87年11月10日操縱股價期間買入股票一張外，尚曾分別於同年8月18日、10月14日、10月19日陸續再買入股票，並且嗣於9月23日、10月14日、10月20日即予賣出，觀其交易習慣，應係為其自己之選擇判斷利用短期期間，賺取股票交易差價以獲取利潤。

B：職是，陳雪馨於87年11月10日再以每股單價60元買入股票之行為，亦僅係基於其自己本身之選擇判斷，為賺取差價而購入，殊與破產人曾正仁操縱股價之行為間無任何交易之因果關係。況直至87年11月24日，系爭股票收盤價格每股尚達66元，已足供上訴人賺取差價之利潤，顯見陳雪馨主張之損失實與破產人曾正仁之行為間並無因果關係存在。

C：質言之，實則本件股價下跌既係因違約交割事實所致，即與破產人曾正仁操縱股價之行為無關，陳雪馨所舉其自己所製作上證26號之「受損投資人求償表」既僅能敘明陳雪馨於該期間有買入股票，尚難憑此即謂其所受損害與破產人曾正仁之行為二者間具因果關係，至為灼然

⑥又上訴人雖舉上證27號之判決為由，然其引用部分係有關其餘共同被告不另為無罪諭知之理由欄，更非論述本件行為，尚不得憑此即能將「違約交割」行為與本件「沖洗買賣」、「操縱股價」行為等同視之。至上證28號之判決乃僅為下級審法院之個案見解，本無拘束鈞院之效力，尤其該案於96年判決後迄今尚未確定，兩案類型迥異當亦無類推適用之處，不得憑此遽稱實務有此共識，上訴人所言，容有誤會。

⑦另查，上訴人雖曾論述交易因果關係與損失因果關係之區別云云，惟細閱其所附之上證15號援引學者賴英照所著「最新證券交易法解析」之內容，已明文指出所涉行為係指「虛偽、詐欺或其他引人誤信之行為（證券交易法第20條第1項）」或「申報或公告之財務報告及財務業務文件，內容有虛偽或隱匿之情事（證交法第20條第2項）」，而該證券交易法第20條所規範之兩種行為態樣核與本件破產人曾正仁所涉有關之「沖洗買賣（證交法第155條第1項第7款）」、「操縱股價（證交法第155條第1項第4款）」之犯罪行為根本完全不同，兩者間又如何能夠比附援引？顯見上訴人所言與其所提之證物內容即已彰顯其有重大之謬誤，尤不足採。

⑧再查，縱使如上訴人所言，因果關係得區分為「交易因果關係」及「損失因果關係」二部分，然此亦不能因此免除上訴人就其所謂之損失與破產人曾正仁之犯罪行為間具有所謂交易因果關係抑或是損失因果關係之情事均應盡舉證責任之義務。詎遍查上訴人歷次所

提書狀內容，自始僅空言泛指摘原審混淆前揭二種因果關係之情形，卻未提出證據以實其說，自尚難認定上訴人就本件之交易因果關係已盡其舉證責任。

⑨準此，上訴人不僅迄未舉證說明其所謂之交易因果關係（見原審判決第35～36頁、第39～40頁），亦迄未論述或舉證其損害之金額，更遑論舉證證明其所受損害與破產人曾正仁之沖洗買賣、操縱股價間具有相當因果關係，僅空言指摘原審混淆二者之意義，其之主張顯無理由，而應予駁回。

(3)本件就因果關係之認定，並無舉證責任倒置之適用。有關財報不實等案件，相關學說見解亦不得類推適用於本案。實務對操縱股價與投資人損害間之因果關係之認定，迄今根本未有因果關係應由被上訴人負舉證責任之見解存在，是仍應認主張投資受損之人仍應負有因果關係釐清之舉證責任而無疑義。另，關於財報不實案件，有關推定參與交易善意買賣股票之人不需舉證其有如何信賴事證之見解（推定因果關係），與本件操縱股價、沖洗買賣行為與損害間是否有因果關係乙事，理論基礎與事實結構並無類似性，於法並無法比附援引之餘地。上訴人執此主張，殊無理由。

①查原審判決係適用舉證責任原則，要求附表一編號36～128號之上訴人等應舉證證明渠等所受損害與破產人曾正仁等操縱股價行為有因果關係，從而，始有如前述在此舉證責任下，上訴人等未能舉證證明因果關係存在而敗訴之結果。上訴人乃另闢蹊徑，再舉台灣高等法院93年重訴字第50號民事判決認為「倘被告對證券市場確有操縱情事，原告毋須再就信賴之有無，

負積極舉證之責任，而應由被告舉證證明其操縱情事，與原告之損害間無因果關係，否則被告仍不得免除其責任。」云云，主張該因果關係之不存在應由被上訴人舉證證明之。

②惟查，上開高等法院之判決業已遭最高法院以96年度台上字第15號判決廢棄發回在案，核諸最高法院之判決意旨：「本件操縱消息披露後，至事實審言詞辯論終結日止，台肥股票價格之波動與被上訴人違背任務炒作台肥股票股價行為間之關連性如何？均未說明其取捨意見，已有可議，且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，需損害與利益係基於同一原因而發生，始有其適用，…原審未說明台肥股票之回漲與被上訴人炒作股票行為間有何相當因果關係，遽認有損益相抵之適用，亦嫌疏略。上訴論旨，指摘原判決關於其不利部分為不當，非無理由。」等語（見被上證1號），可知最高法院實已明確否決原審對於因果關係舉證責任倒置之錯誤見解，則上訴人再持此等已明確遭否決之主張提起本件上訴，其之上訴殊無理由自不待言。遑論台灣高等法院93年重訴字第50號民事判決之股價操縱行為態樣核與本件迥然相異，本無攀附援引之餘地，其之上訴，殊無理由。

③次查，上訴人雖舉證券交易法第1條「為發展國民經濟，並保障投資」之立法目的，主張應緩和受損投資人之舉證責任，適用民事訴訟法第277條但書「法律另有規定者」，將舉證責任倒置予操縱股價行為人云云。然姑不論原審判決認定破產人曾正仁究否有無操

縱股價行為之率斷，按證券交易法第1條所揭發展國民經濟保障投資之精神，並無特別規定舉證責任應予倒置之明文，亦並非等同於宣示或得據此推論得出主張投資者於受損時其因果關係舉證責任即予免除或倒置之結論；且上訴人所引上證2號之學者賴英照所著論著中即言明：「保障投資的意義，是防止投資人受到欺騙，並給予投資人適當的救濟途徑。」、「保障投資不是保證投資人所購買的證券能保有原來的價值，或獲得一定的利潤。」、「除非投資判斷之作成，係因詐欺或誤信不實資料得向加害人請求賠償外，應自負盈虧之結果。」等語，亦可揆諸基於經濟自由及意思自治原則，投資人於投資證券時亦有自我選擇判斷是否購買或出售之判斷選擇權利，其對於投資證券原則上均應自負盈虧，而不得任意將其投資損害轉嫁於無關之人或事之上，可見損害與其他之人或事間之因果關係之存在仍是損害賠償主張之重要證明事項，主張受損害之人仍有證明行為與損害間之因果關係存在之責任。是上訴人僅憑恃證券交易法「保障投資」之規定即擬援引民事訴訟法第277條但書之規定，主張因果關係舉證責任倒置，其之論理邏輯跳躍實於法不符，無足可採。

④另查，上訴人再舉部分美國聯邦法院採用之「詐欺市場理論」，賦予無辜投資者信賴要件推定的利益；且有部分美國實務採取所謂的「些許因果關聯說」，主張上訴人毋須證明損害與詐欺行為間有因果關係云云。惟暫先不論「詐欺市場理論」在美國、日本與我國學說暨實務上是否採用仍尚有重大之爭議及討論空間

；即以美國所謂「詐欺市場理論」亦係由「效率資本市場假說」出發，投資人雖不須再個別證明其信賴關係之存在，但投資人必須證明在反應此項不實消息上，市場是有效率的，否則信賴市場之要素亦無由建立，此由上訴人所舉上證3號第5頁中關於詐欺市場理論之說明亦可窺知。上訴人就此部分完全未為舉證說明，逕謂本件應適用詐欺市場理論，顯毫無推論之依據可言。其次，所謂的「些許因果關聯說」僅是多數原告舉證責任標準其中一種「學說理論」而已；在其他所有標準均仍要求原告應就被告詐欺行為與投資標的嗣後價格之變動間，是否存有因果關係應負舉證之責任之見解下，上訴人選擇性地僅適用該冷僻理論之理由為何，未見合理說明，無足為採。現今美國法院亦鮮少採用該項見解，此有上訴人援引上證5號學者莊永丞之文獻第177頁可參。可見在因果關係關連性舉證責任上，縱於國外文獻上絕大多數的學說與理論及司法實務，均仍要求主張受有損害者均應對行為與損害間之因果關係負舉證證明存在之責任，絕非有如上訴人所訛稱「些許因果關聯說」已經為美國實務普遍採用之情事。遑論我國國情及經濟環境與證券市場亦與美國不同，該項理論是否可逕予移植至我國司法實務上採行，亦不無疑問。

⑤「詐欺市場理論」在美國主要係由Basic Inc. v. Levinson案後逐漸為部分實務（尚非多數）所接受，惟在該案判決及往後之諸多實務中早已有如下諸多重大不同意見存在：

(甲)「信賴之推定」以股票之買受人與出賣人不僅信賴

市場價格，而且也信賴該價格之正直性，是正因操縱股價行為使股價偏離「應有價格」；此種推論無異是影射股票有特定之真正價值，惟如何確定其真正之「應有價格」？（詳參被上證2號，邵慶平著，論相對委託之規範與強化-從證券操縱禁止之理論基礎出發，第5~6頁。）。亦即，市場決定之股票真正應有價格實際上往往無法確定，若係如此又如何認定股價已偏離其應有價格？又如何推論其因該信賴而遭受損害之真正損害是多少？

(乙)實際上，詐欺市場理論並未考慮市場上充斥著許多非理性投資人與投資行為，故上開理論的市場模型本身即存有重大以偏蓋全之謬誤（詳參上證5號，莊永丞著，論證券交易法第20條證券詐欺損害賠償責任之因果關係，第23頁），故亦為多數財經學者所批判而不取。

(丙)況於證券市場上，遭受損失之投資人不全然是詐欺之受害者，亦充斥著許多市場投機客與套利者，若採信詐欺市場理論，則在被告不可能舉反證的情形下，任由此等投機客與套利者主張信賴市場而有權向被告求償，實未公允而失事理之衡，並與損害填補原則及因果關係理論大相逕庭。

(丁)因「詐欺行為理論」所發展的原告主觀信賴要件推定說，已顛覆了詐欺事件原告應負舉證責任之規範，法院貿然採用實已侵犯國會之立法保留權限，有重大違憲之虞（見鈞院上證5號，莊永丞著，論證券交易法第20條證券詐欺損害賠償責任之因果關係，第19~21頁。）。

(戊)法院對「效率市場假說」此一經濟理論並無驗證之能力，適用詐欺市場理論的前提尚未被證明為真實。準此，於我國司法實務上尚應無採用「詐欺市場理論」之斟酌空間。

(己)許多投資人並非如多數意見（僅限該案採詐欺市場理論者）所認為，信賴市場價格係股票價值之表徵，反而係因他們相信股票並沒有正確的反應公司之價值才投資（見鈞院被上證3號，詐欺市場理論之反對說，收錄於謝易宏、黃鈞淳著，證券求償之訴訟巧門，第100～103頁。）。

⑥另最高法院96年度台上字第1044號刑事判決意旨：「惟影響股票市場價值之因素甚眾，舉凡股票發行公司之產值、業績、發展潛力、經營者之能力、形象、配發股利之多寡、整體經濟景氣，及其他各種非經濟性因素等，均足以影響股票之價格。」、「我國現行證券管理法規，…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…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。…若無積極證據證明行為人主觀上有故意操縱或炒作股價之意圖者，仍不能構成連續買賣罪。」（見鈞院被上證4號，王志誠著，連續交易之認定基準及實務爭議，第26～27頁）等語，業已明確指出操縱股價與沖洗買賣（連續以高價買入、低價賣出股票）等行為是否成立連續買賣罪，與連續買賣行為人主觀上是否有操縱股價意圖息息相關，主張因此投資受害之人尚負有對因果關係存在舉證證明之義務。

⑦綜上所述，上訴人援用國內、外學說及實務均尚有重大爭議的詐欺市場理論，尤其連上訴人之訴訟代理人自己所編寫之著作中，已經存在正反不同見解，上訴人據此主張緩和上訴人信賴市場舉證之責任，顯並無論理依據上之正當性。破產人曾正仁是否確有操縱股價或沖洗買賣之意圖、上訴人投資受有損害與操縱股價及沖洗買賣間是否有因果關係存在，本即均尚待上訴人具體舉證證明之，而不能僅持尚無定論復未為我國實務所採之所謂詐欺市場理論，即得予以免除，實無庸置疑。

二、許盟賢未於言詞辯論期日到場，惟據其於原審到場或提出書狀，及於本院準備程序中到場陳稱：

(一)、聲明：

1. 上訴駁回。
2. 第二審訴訟費用由上訴人負擔。

(二)、陳述：

1. 伊是受僱於人，是受制於人，沒有侵權，也沒有受益。無證據足以證明伊參與資金調度或接洽買主之行為。
2. 伊於86年2月以前均在台中商銀股務科工作，86年2月以後始改派送台中商銀之公文至廣三集團給曾正仁批閱，於等待批閱之期間，從事買賣順大裕公司之股票，核與曾正仁於調查筆錄所供大致相符。伊買賣股票之時間不足一個月半，以如此淺短之買賣期間，伊是否已得曾正仁之信任，並將內線交易之重大訊息告知許盟賢，顯有疑問。
3. 伊係單純受指示買入股票。伊之女兒於86年6月3日出生，而伊之父親於86年6月10日去逝、同年月17日出殯，因此於同年6月初起即請假至6月底始銷假上班，但因雜務纏身

，上班後身體常感不適，期間又有許多瑣事待處理，乃時因故請假。因此伊僅於同年6月23日連續四天受託為廣鑫公司買進順大裕公司股票，其餘則非伊所喊盤下單。否認曾正仁、黃祝自刑事程序中所陳述之真實性。

4.伊僅是單純聽從公司指示下單買賣股票，對於欲買賣股票的價格及數量，事先並無從知悉，伊並無沖洗買賣炒作股價之故意或過失，其買賣股票之行為僅是單純之股市交易行為，與陳智揚因進場買進順大裕公司股票而受有損害間並無相當因果關係，是伊並無侵權行為可言等語，答辯聲明：「(1)陳智揚之訴及假執行之聲請均駁回；(2)如受不利判決，願供擔保，請准免為假執行」。原審判決駁回陳智揚之訴及假執行之聲請，並無不合。陳智揚之上訴並無理由，爰答辯聲明如上述。

5.於本院補充辯稱：

(1)操控股價的時間是在86年6月10日到7月底，根據檢察官調查認定的結果，操控股價的時間約一個多月。但當時並非拉抬股價，乃是因為順大裕公司通過現金增資而有利多消息。最後認定股價的時間是在87年11月，最後認定賠償的價格與操縱股價的時間相距達一年半之久，而且是違約交割之後的價格，所以並不合理。85年4月1日起伊在台中商銀股務科擔任助理員，於87年6月離職，另往亞洲證券公司任職，從那時起，伊就與廣三集團毫無任何關係。

(2)操縱股價之事當時我根本不知情，何況曾正仁要如何操縱股價不會讓員工知道的。我擔任助理員的工作，負責申報董監事轉讓股票及將公司每月財報發送給記者，不是負責股票經紀業務。

- (3)伊是原來台中商銀的員工，在董事會辦公室股務科服務，聽命於上層主管比如財務部門用電話買賣股票，沒有能力炒作股票。87年6月就離開台中商銀，本件在87年1月爆發，伊現在富邦證券服務。
- (4)都是他們公司獲取的利益，我們底下的人很無奈。關於伊的刑責部分經過鈞院96年度金上更(二)字第38號判決後，經最高法院發回，現經鈞院97年度更(三)字第53號審理中。
- (5)當時87年11月23日發生違約交割時，伊已經離職中企近半年，核定離職日期是87年7月，陳智揚是在86年7月間就買進，經過了一年四個月左右，發生違約交割情事（87年11月23日），陳智揚用違約交割以後最低點（87年12月底88年初）的價格來核算陳智揚的損失，並不合理。而本件沖洗買賣時間是在86年5到7月，如果陳智揚以在沖洗買賣時間之買賣而受有損失來向伊請求，才合理。

三、陳志平未於言詞辯論期日到場，惟據其於原審到場及於本院準備程序中到場陳稱：

(一)、聲明：

- 1.上訴駁回。
- 2.第二審訴訟費用由上訴人負擔。

(二)、陳述：

1.本件係順大裕公司違約交割所致，上訴人應向順大裕公司請求，而非向職員請求。伊僅係台中商銀之職員，由台中商銀公司指派至廣三集團支援打電話掛出賣單，且僅二個月時間，不僅對廣三集團之違約交割無法得知，亦無權得知，也無法阻止其發生，故關於違約交割部分，業經判決

無罪在案，伊自與上訴人所受損害無關。

2. 上訴人於87年11月24日前所買進之股票，在廣三集團於同年11月25日違約交割發生後，股價下跌損害即已發生，且又知股票違約交割係由曾正仁所主導，在知道損害發生，又知道賠償義務人之情形下，上訴人卻遲至90年間始提起附帶民事訴訟，其請求權已否罹於時效，不無斟酌餘地。
3. 股價扭曲非伊所能知悉等語，答辯聲明：「(1)上訴人之訴及假執行之聲請均駁回；(2)如受不利判決，願供擔保請准免為假執行。」。原審判決駁回上訴人之訴及假執行之聲請，並無不合。上訴人之上訴為無理由。爰答辯聲明如上所述。
4. 於本院補充辯稱：
 - (1) 股價下跌的原因是因為違約交割並造成投資人的損失，而歷審關於違約交割的判決，伊也是被判無罪的，本件伊應不負責任。當時伊是擔任台中小企業銀行董事會辦公室專員。據伊所知，曾正仁在84年間擔任台中商銀副董事長，87年改選後擔任董事長。
 - (2) 對於股價的決定或股票的買賣，伊都沒有任何的權力，都是曾正仁本人在作決定的，伊只負責處理董事長的雜事。順大裕的股價下跌的主因是違約交割而導致恐慌性的賣出，並非是股價受到操縱。
 - (3) 伊在台中企銀辦公室服務，伊是去廣三支援接聽電話，而且只有接證券商賣出的回報，沒有能力炒作股票。伊現在還在台中銀行證券部門擔任後勤人員。
 - (4) 操縱股價的人是曾正仁，股票真正下跌的原因是違約交割造成的。
 - (5) 伊涉及操縱股價刑事部分，最高法院發回後，仍在鈞院

96年度金上更(二)字第38號審理中。

四、石曜郎未於言詞辯論期日到場，惟據其於原審到場及於本院準備程序中到場陳稱：

(一)、聲明：

1. 上訴駁回。
2. 第二審訴訟費用由上訴人負擔。

(二)、陳述：

1. 伊僅係職員，一切聽從老闆之指示行事，故伊欠缺故意等語，答辯聲明：「(1)上訴人之訴及假執行之聲請均駁回；(2)如受不利判決，願供擔保請准免為假執行。」。原審判決駁回上訴人之訴及假執行之聲請，並無不合。上訴人之上訴為無理由。爰答辯聲明如上所述。

2. 於本院補充辯稱：

- (1) 當時是公司高層曾正仁、黃芳薇、葉春樹及其他人在87年11月24日凌晨決定違約交割，而造成投資人的損失，伊並沒有參與該會議，且歷審違約交割的案件，伊也被判無罪，當時伊是廣三財務處股務室的專員。
- (2) 伊的刑事部分，經最高法院96年度台上字第2453號判決發回鈞院，現在由鈞院審理中。

五、楊淑瑤未於言詞辯論期日到場，惟據其於原審到場及於本院準備程序中到場陳稱：

(一)、聲明：

1. 上訴駁回。
2. 第二審訴訟費用由上訴人負擔。

(二)、陳述：86年間所發生的事實，業經鈞院改判無罪；87年所發生的事實亦經鈞院改判罰金。伊只是普通的職員，並非核心份子，只是提供帳戶供使用，與其他員工一樣，未參

與決策等語，答辯聲明：「(1)上訴人之訴及假執行之聲請均駁回；(2)如受不利判決，願供擔保請准免為假執行。」

原審判決駁回上訴人之訴及假執行之聲請，並無不合。

上訴人之上訴為無理由。爰答辯聲明如上所述。

六、其餘被上訴人黃祝（即黃芳薇）、張小華、葉春樹、黃碧玉、游秋芹未於言詞辯論期日到場，亦未提出任何書狀或作任何陳述。

丙、不爭執事項：

一、本件被上訴人刑事部分之違約交割及操縱股價部分，暨沖洗買賣部分，尚未完全確定（已確定及未確定部分，詳本院二卷454至508頁之上訴人98年4月8日提出之民事爭點補充狀所載）。

二、本件股價開始下跌（87年11月25日），係在爆發違約交割（87年11月23日違約交割，87年11月25日爆發）之後。

三、本件上訴人等因證券及期貨發展基金會公告，制式依其買入日期填具順大裕股份有限公司受損投資人求償表，始委託投資人保護中心提起本件刑事附帶民事訴訟。

四、陳志平涉及操縱股價刑事部分，最高法院發回後，仍在本院96年度金上更二字第38號審理中。

五、許盟賢涉及沖洗買賣刑事部分，最高法院發回後，經本院97金上重更三字第53號判決後，已於98年3月20日上訴最高法院審理中。

丁、爭執事項：

一、被上訴人是否有「沖洗買賣」、「操縱股價」等操縱順大裕公司股價之行為？

二、上訴人之損失與曾正仁等人「沖洗買賣」、「操縱股價」等操縱順大裕公司股價行為之間，是否有因果關係？

三、上訴人請求損害賠償是否有理？賠償金額應為多少？

戊、本院判斷：

一、關於沖洗買賣部分：

附表一編號36之陳智揚主張：【廣三集團自86年初正式入主順大裕公司後，於86年5月14日至同年7月8日止，被上訴人許盟賢奉曾正仁之指示，操盤買賣順大裕公司股票，由廣三集團提供資金，被上訴人張小華決定資金調度決策，被上訴人黃芳薇負責實際資金調度，利用被上訴人黃碧玉、葛蓓蓓、被上訴人游秋芹、賴惠伶、蔡來儀、何忠義、宋名娜、被上訴人葉春樹、葉文珍、王博泉、林翠郁、黃姿菁、劉淑珊、陳秀枝、被上訴人楊淑瑤、廖淑芬、廣鑫國際投資公司（代表人洪同興）等人頭帳戶，對順大裕公司股票進行「高價委託買進、低價委託賣出」之沖洗性買賣，以製造順大裕公司股票交易熱絡之假象炒作股價，將順大裕公司股票價格由每股112元拉抬至163元，而曾正仁、被上訴人張小華、黃芳薇及許盟賢於86年5月14日起至同年7月8日止，從事證交法第155條第1項第6款沖洗買賣之不法行為，製造股市交易活絡之假象藉以操縱順大裕公司股票之價格《詳見原審卷附原告之附民起訴狀及民事準備書狀(二)之一至(二)之三狀》。曾正仁、黃芳薇之犯行業經最高法院94年度台上字第4383號刑事判決駁回其上訴而判決確定（見鈞院(二)卷505頁之上證四十三），而鈞院97年度金上重更(三)字第53號判決亦認定許盟賢有違反證交法第155條第1項第6款之行為（見鈞院(二)卷508頁之上證四十六），目前許盟賢已上訴最高法院。另張小華目前因逃亡而遭通緝（詳參上訴人98年4月10日民事爭點整理補充狀），原判決附表一編號36陳智揚其係於被上訴人張小華、黃芳薇及許盟賢及曾正仁等四人從事沖洗買賣期間，即

86年7月3日，買進順大裕股票一千股，目前仍持股至今（見鈞院(二)卷340頁之上證二十五，陳智揚之損害賠償計算資料），承前所述，其持股價值以3.24元為準，損害賠償之計算乃以陳智揚買進沖洗買賣股票之單價143元減去3.24元之差額，乘以陳智揚所持有之股數，請求被上訴人曾正仁等四人賠償139,760元，上訴人僅就其中之10分之1，即13,976元請求賠償】云云。許盟賢則否認與曾正仁、黃芳薇、張小華有犯意聯絡，而共同從事上開違法之沖洗性股票買賣，並以前詞置辯。袁震天即曾正仁破產管理人則辯稱：【陳智陽並無受有損害。縱有（假設語，被上訴人否認），渠之損害與破產人曾正仁之『沖洗買賣』行為亦無因果關係。陳智揚迄今不僅未舉證說明本件之交易因果關係，亦未論述損害之金額，及其所受損害與曾正仁之沖洗買賣具有何種因果關係，猶僅空言指摘原審混淆二者之意義，又無任何證據以實其說，其之上訴殊無理由】等語。經查：

(一)關於許盟賢、曾正仁、黃芳薇、張小華共同從事上開違法之沖洗性股票買賣事實，業據陳智陽提出訴外人即中興證券營業員林懋真於87年8月4日之訊問筆錄、訴外人即康和證券台中分公司營業員王君儀於87年8月4日之訊問筆錄、訴外人建弘證券台中分公司營業員林賴美枝於87年8月4日之訊問筆錄、訴外人即京華證券台中分公司營業員林桂因於87年8月4日之訊問筆錄、原審88年度訴字第528號刑事判決中關於訴外人洪同興、葉文珍、宋名娜、王博泉、何忠義、蔡來儀、賴麗詠、被上訴人游秋芹、被上訴人葉春樹、被上訴人黃碧玉、林翠郁、黃姿菁、廖淑芬、劉淑珊、被上訴人楊淑瑤、陳秀枝等人供述之節本、台灣證券交易所86年10月7日監視報告等為證，且該事實業經原審88

年度訴字第528號刑事判決及本院90年度上重訴字第20號、93年度金上重更(一)字第34號、94年度金上重更(二)字第49號、97年度金上重更(三)字第53號刑事判決認定，並以曾正仁、黃芳薇、張小華、許盟賢共同違反證交法第155條第1項第6款對於在證券交易所上市之有價證券，不得直接或間接從事其他影響集中交易市場某種有價證券價格之操縱行為之規定，而分別判處曾正仁及被上訴人黃芳薇、許盟賢罪刑在案，其中曾正仁及上訴人黃芳薇部分經本院93年度金上重更(一)字第34號判決後，最高法院94年度台上字第4383號判決駁回該二人之上訴而告確定。另許盟賢部分，經本院97年度金上重更(三)字第53號刑事判決後，許盟賢提起上訴，現由最高法院審理中。至於張小華則逃亡通緝中（以上刑事判決情形見本院(二)卷477至508頁之上證39至46）。是許盟賢所辯其並無從事上開違法之沖洗性股票買賣行為云云，顯非可採。從而，陳智揚此部分主張，堪以採憑。

(二)次查，證券交易法固於89年7月19日經修正，此次修正將該法第155條第1項第2款「對於在證券交易所上市之有價證券，不得在集中交易市場，不移轉證券所有權而偽作買賣」之規定予以刪除，其立法理由為「在現行交割制度上，本款現行條文所稱『不移轉證券所有權』，無適用餘地。因為投資人在賣出股票後，即將股票交付證券商完成交割，所有權即告移轉；在買進股票後，由證券商取得股票，也完成另一次所有權移轉，因此，同時買進股票和賣出股票必須經過二次所有權移轉，不可能不移轉證券所有權」、「偽作買賣在現今電腦自動撮合交易制度下，由於買賣雙方之交易係由電腦自動配對，當事人並無選擇之自由

，且各筆買賣之委託一經撮合成交，買賣契約即告成立，故無發生可能」。而所謂沖洗買賣，原意係指一人在二家以上之證券商開戶，分別委託證券商依一定數量及價格，為相反方向之買賣，由於買賣委託同屬一人，因此實際上證券所有權並未移轉，其目的是為造成市場活絡之假象，以誘使其他投資大眾跟進，以達到操縱市場之目的。現在從事沖洗買賣者，為避免被察覺已不再使用自己名下帳戶，而是利用人頭戶，包括自己之配偶、子女、職員、朋友等，故證交法第155條明文禁止操縱市場行情之行為，其目的在維護證券市場機能之健全，以維持證券交易之秩序，避免由於人為之操縱，創造虛偽之交易狀況假象，引人入彀，使投資大眾受到損害。因此，同法條第6款規定「對於在證券交易所上市之有價證券，不得直接或間接從事其他影響集中交易市場某種有價證券價格之操縱行為」，即以此概括規定，禁止不適用同法條項第1款至第5款規定之操縱行為，以達維護證券市場機能之健全，並維持證券交易之秩序之目的。曾正仁與黃芳薇、張小華、許盟賢共同於86年5月14日至同年7月8日止，利用多個人頭帳戶，對順大裕公司股票進行「高價委託買進、低價委託賣出」之沖洗性買賣，以製造順大裕公司股票交易熱絡之假象炒作股價，將順大裕公司股票價格由每股112元拉抬至163元，其時間既發生於上開證交法修正前，依法律不溯既往原則，自仍應適用修正前證交法之規定，雖修正前證交法第155條第1項第2款規定尚未經刪除，然依當時證券交易制度，渠等行為不可能發生不移轉證券所有權之虛偽買賣，依上開說明，自仍應認渠等之操縱股價行為係違反同法條項第6款規定。

(三)惟查上開證交法第155條第3項固規定「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，應負賠償之責」。然參諸美國法例，請求賠償之原告，必須證明操縱股市行為與其所受損害之間具有因果關係，其買入或賣出之價格，係因受操縱行為影響所致，買入後，股價下跌（或賣出後股價上漲）也是受操縱行為影響所致，而非其他因素之介入。易言之，原告所受之損害，必須直接來自違法之操縱行為。我國也有類似情形，是投資人依上開規定請求賠償，必須符合下列要件：1.行為人故意違法為操縱行為。2.原告必須為善意，亦即買賣證券時，不知被告有操縱行為。3.交易因果關係，即原告因行為人之操縱行為而買入或賣出證券，嗣後亦因行為人之操縱行為而賣出或買入證券。如投資人因行為人之操縱行為（連續買進某特定股票），造成該股票股價上漲，誤認該股票交易熱絡，尚有上漲空間而隨之買進該股票，不意又因行為人之操縱行為（連續出脫其股票），造成股價下跌，造成恐慌性賣壓，該投資人乃隨而賣出其股票是。4.原告所受損害與被告之操縱行為間，具有因果關係，即原告所買賣的證券，其價格之變化純因操縱行為而起，非因經濟、政治或其他因素介入所致。5.所受損害之金額，即就上開投資人買入、賣出股票之價差及持有股數，計算之。準此，投資人亦應就上開要件事實，負舉證責任（並見最高法院96年度台上字第15號判決意旨）。曾正仁與被上訴人黃芳薇、張小華、許盟賢固於86年5月14日至同年7月8日止，利用多個人頭帳戶，共同對順大裕公司股票進行「高價委託買進、低價委託賣出」之沖洗性買賣，以製造順大裕公司股票交易熱絡之假象炒作股價，將順大裕公司股票價格由每

股112元拉抬至163元，而有操縱股價行為。而陳智揚主張伊於86年7月3日買進順大裕股票一千股，目前仍持股至今，參考「證券發行人財務報告編制準則」第八條第一項第二款規定，購入證券之市價為會計期間最末一個月之平均收盤價，以順大裕公司股票88年7月之平均收盤價3.24元為準，損害賠償之計算乃以其買進沖洗買賣股票之單價143元減去3.24元之差價，乘上其持有之股數一千股，其得請求曾正仁及被上訴人張小華、黃芳薇、許盟賢連帶賠償139,760元云云。然基於同上理由，陳智揚既未能舉證其確因曾正仁等人操縱股價買賣順大裕公司股票（交易因果關係），而受有多少損害（損害金額及因果關係）等事實，自難認其得依前揭規定，請求曾正仁及張小華、黃芳薇、許盟賢連帶賠償損害，是陳智揚之主張亦非可取。

(四)至於上訴人雖主張：【1.曾正仁等人從事沖洗買賣及操縱股價等違反證券交易法之犯行，業經刑事法院嚴格之證據證明程序認定在案，且原審判決亦為相同之認定，因此除非渠等能提出有利之證據證明無前述犯行外，自應依證券交易法規定，對上訴人陳智揚負損害賠償責任；2.本件之因果關係應由被上訴人負舉證責任。退而言之，縱使鈞院認定本件應由上訴人負因果關係之舉證責任，然曾正仁等人之沖洗買賣及操縱股價行為與上訴人買進順大裕股票而受有損害之間本具相當因果關係，而有交易因果關係及損失因果關係】云云，並引用美國「詐欺市場理論」及台灣高等法院93年度重訴字第50號判決、台北地方法院89年度重訴字第1074號判決、臺灣士林地方法院93年度金字第3號判決等為證。惟查：

1.刑事判決認定事實，並不拘束民事庭見解。蓋本件移送

民事庭審理後，即為獨立民事訴訟，本院所為裁判不受刑事判決認定事實之拘束，仍得為與刑事判決相異之認定（見最高法院48年度台上字第713號、41年度台上字第1307號判例要旨）。從而，陳智揚主張曾正仁等人從事沖洗買賣及操縱股價等違反證券交易法之犯行，業經上述刑事法院嚴格之證據證明程序認定在案，且原審判決亦為相同之認定，因此除非渠等能提出有利之證據證明無前述犯行外，自應依證券交易法規定，對陳智揚負損害賠償責任云云，自無可採。

- 2.查本件上訴人於原審起訴請求被上訴人應負損害賠償責任者其所涉行為係為破產人曾正仁之「沖洗買賣」及「操縱股價」，則核諸前開規定，凡有關本件上訴人請求損害賠償之範圍，自應與前開「沖洗買賣」及「操縱股價」之行為間具有相當因果關係者為限，始得為之，自不待言。
- 3.有關上訴人所稱其之損害係將順大裕公司股票股價下跌之差額損害逕予歸咎於被上訴人云云，惟查關於本件順大裕公司股票股價真正下跌之原因，乃係因爆發「違約交割」，才導致股價急劇下跌，此項事實除業經原審88年度訴字第867號刑事判決第108頁、本院90年度上重訴字第21號、93年度金上重更(一)字第35號等刑事判決所認定外，並亦為上訴人所自認（見本院(二)卷327頁之上訴人98年2月12日所提民事準備書(三)狀第4頁第15行至第18行），而與所謂的破產人曾正仁之「沖洗買賣」及「操縱股價」行為完全無涉。
- 4.況一般人購買股票之原因雖有許多種，然無非係以牟取最大之利益為主要考量，而上訴人於購買股票期間，本

即僅純因見股價上漲，有利可圖即進場購買，何以得單憑事後得悉破產人曾正仁有沖洗買賣、操縱股價等行為，即可恣意推論破產人曾正仁之行為有與上訴人買進股票之行為成立所謂之交易因果關係？且倘依上訴人所述，交易因果關係僅需如此即可成立，顯然如此認定因果關係將失之過寬，因果關係作為損害賠償篩選構成要件之功能將形同虛設。

5.又查，股價下跌之因素或不止一端，本件股票真正下跌的原因其實是因違約交割造成的，則與本件訴訟有關之破產人曾正仁所涉行為「沖洗買賣」、「操縱股價」，其間又有何關連性？經核上訴人所提證據，亦微並無因果關係，爰補充說明如下：

(1)陳智陽於86年7月3日以每股單價143元買進順大裕股票一千股（見原審判決書第16頁倒數第4行至第7行），惟遲至沖洗買賣期間最後一日即86年7月8日，編號35號之劉銘金仍得以每股單價158元買進順大裕股票（見原審判決書第16頁第13行及第21行），顯見縱使於破產人曾正仁沖洗買賣期間，陳智陽仍有高達約11%之15,000元利潤可圖，足徵破產人曾正仁之「沖洗買賣」行為根本並未造成陳智陽之任何損失。

(2)且查，揆諸陳智陽於其書狀內所提上證25號之有關陳智陽之宏華證券客戶交易明細表（見本院(二)卷340至343頁），其內容顯示即使遲至87年5月2日，陳智陽仍陸續分別以每股單價152元、154元購入順大裕公司股票，足證：①縱使距離破產人曾正仁沖洗買賣之行為前後已逾10個月期間之久，每股單價仍未低於143元，破產人曾正仁沖洗買賣之行為，並未曾造成陳智陽

受有任何損害；②縱無破產人曾正仁沖洗買賣之行為，陳智陽亦會以高於每股單價143元之152元、154元買入股票，顯然陳智陽買入順大裕公司股票之情事與破產人曾正仁沖洗買賣行為間，二者間並無交易之因果關係存在。

(3)鑑於刑事附帶民事訴訟係以侵權行為為其請求權基礎，陳智陽自應就本件侵權行為之構成要件盡其舉證責任始足當之。然查陳智陽不僅未就其損害與犯罪行為間有何因果關係為翔實舉證，更以自破產人曾正仁沖洗買賣行為完成後已逾一年四個月，始行發生且毫無相關之損害強加向破產人曾正仁請求，其之請求自無可取。

(4)陳智陽對其之主張迄未舉證以實其說，要難僅憑其自己所製作而毫無證據能力之制式「受損投資人求償表」，稱其於檢察官起訴書所載86年6月11日至同年7月8日沖洗買賣期間買入股票，即得謂已盡其舉證責任。至於陳智陽引用美國「詐欺市場理論」並非的論，投資人依上開規定請求賠償，必須符合上述(三)所述之1.2.3.4.5.之要件，始得請求賠償。另陳智陽所引之上述台灣高等法院93年度重訴字第50號判決、台北地方法院89年度重訴字第1074號判決、臺灣士林地方法院93年度金字第3號判決，板橋地方法院93年金字第6號民事判決及新竹地方法院90年重訴162號民事判決，其情形與本件不同，且本院亦不受其見解之拘束，併予敍明。從而，上訴人之主張為無理由。

(五)綜上所述，其請求袁震天即曾正仁之破產管理人及黃芳薇、張小華、許盟賢應連帶給付如附表一所示之金額139,76

0元之10分之1，即13,976元及自86年7月8日起至清償日止按年息百分之5計算之法定遲延利息，為無理由，應予駁回。

二、關於操縱股價部分：

原判決附表一、編號38上訴人陳雪馨至編號128陳俊煌等35人主張：【1.曾正仁及張小華、黃芳薇、石曜郎、陳志平共同同意圖抬高順大裕公司股價，由曾正仁主導買賣順大裕公司股票，張小華、黃芳薇負責統籌資金之調度及要求券商營業員提供人頭帳戶；曾正仁、被上訴人張小華、黃芳薇、葉春樹並要求員工、眷屬及往來之對象開立人頭帳戶，人頭帳戶之印章由被上訴人游秋芹保管；被上訴人石曜郎則承曾正仁、張小華之命，指揮陳志平、張惠瑛、王燕苓，由石曜郎負責買盤部分，陳志平、張惠瑛、王燕苓負責賣盤部分，以電話向券商下單買賣順大裕公司股票；張小華、黃芳薇並與被上訴人黃碧玉、楊淑瑤負責完成買賣股票之交割手續；於87年11月4日至同年月20日間，利用葉文珍等人頭帳戶，自行並以他人名義，對於順大裕公司股票連續以高價買入，將股價支撐在一定價位之上，且在該期間順大裕公司股票之收盤價維持在61元至60元之間，幾乎成一直線圖形，而曾正仁、張小華、黃芳薇、石曜郎、陳志平每日委託買進之價格區間與當日順大裕公司股票之最高價、最低價相近，渠等亦在該期間持續以大量高比例方式委託，與一般交易習慣相違，明顯操縱順大裕公司股票之價格。另87年11月21、23日等二個營業日，曾正仁、張小華、黃芳薇、石曜郎、陳志平，以人頭戶大量以高於當時成交價或漲停價格委託買進順大裕公司股票，遂將順大裕公司股票價格拉抬至漲停價。曾正仁、黃芳薇、張小華、石曜郎、陳志平等於87年11月4日起至同

年月20日止，共同以護盤方式將順大裕公司股票維持於一定價格，並於同年月21日、23日非法拉抬順大裕公司股票價格，其中曾正仁、黃芳薇、石曜郎、陳志平、葉春樹、游秋芹、楊淑瑤、黃碧玉等人經原審88年度訴字第367號以違反證交法第155條第1項第4款判決有罪（見鈞院(二)卷458至471頁之上證三十四），嗣經上訴，亦經鈞院90年度上重訴字第21號刑事判決認定渠等違反證交法第155條第1項第4款及第6款規定，葉春樹、游秋芹、楊淑瑤、黃碧玉提供渠等人頭帳戶供操縱或拉抬股價，亦經該判決認定成立上開人等違反證交法第155條第1項第4款及第6款規定之幫助犯，嗣鈞院93年度金上重更(一)字第35號刑事判決，亦認定曾正仁、黃芳薇、石曜郎、陳志平、葉春樹、游秋芹、楊淑瑤、黃碧玉等人有罪。經最高法院96年度台上字第2453號判決駁回游秋芹、楊淑瑤、黃碧玉之上訴而告確定，其餘之曾正仁、黃芳薇、石曜郎、陳志平、葉春樹則發回更審，現由本院96年度金上更(二)字第38號審理中（以上見鈞院(二)卷458至476頁之上證三十四至三十八）。至於張小華目前逃亡通緝中。2.原判決附表一、編號38上訴人陳雪馨至編號128陳俊煌等35人係於曾正仁等人於上述期間操縱、拉抬順大裕公司股票價格期間買進股票之人，依證交法第155條第3項規定，自得請求上述人等連帶負損害賠償責任。3.損害賠償之計算：原判決附表一、編號38上訴人陳雪馨至編號128陳俊煌等35人係於87年11月10、11、13、21、23日，曾正仁及張小華、黃芳薇、石曜郎、陳志平、葉春樹、游秋芹、楊淑瑤、黃碧玉等人操縱股價期間，善意買進順大裕股票之人，直至87年11月25日該股票爆發違約交割後，獲悉涉有不法情事，方賣出持股或仍持有股票之人。其等因誤信集中交易市場經曾正仁及上訴人張小華

等人為操縱股價資訊買進順大裕公司股票，其損害賠償金額之計算，以各上訴人買進順大裕公司股票之價格減去起訴前賣出順大裕公司股票之價格之差額；或各上訴人買進順大裕公司股票之價格減去迄今仍持有順大裕公司股票之價格順大裕股票之價格（以順大裕公司股票88年7月之平均價每股3.24元）之差額，乘上交易日股數，即為原判決附表一編號38上訴人陳雪馨至編號128陳俊煌等35人得請求損害賠償之金額，上訴人分別各僅就其中之10分之1請求賠償】云云。石曜郎、陳志平、楊淑瑤均辯稱其等均未有上述操縱股價之情事，不願賠償等語；袁震天即曾正仁破產管理人則辯稱：【原判決附表一、編號38上訴人陳雪馨至編號128陳俊煌等35人並無受有損害。縱有，渠之損害與破產人曾正仁之『沖洗買賣』行為亦無因果關係。上訴人等迄今不僅未舉證說明本件之交易因果關係，亦未論述損害之金額，及其所受損害與被上訴人曾正仁之沖洗買賣具有何種因果關係，猶僅空言指摘原審混淆二者之意義，又無任何證據以實其說，其之上訴殊無理由】等語。經查：

(一) 上開事實，業據上訴人提出原審88年度訴字第367號刑事判決、台灣證券交易所87年12月29日台證(87)密字第41908號函及該函所附分析報告為證，而曾正仁及黃芳薇、張小華、石曜郎、陳志平因上情而共同違反證交法第155條第1項第4款對於在證券交易所上市之有價證券，不得有意圖抬高集中交易市場順大裕公司股票之交易價格，以他人名義，對順大裕公司股票之有價證券，連續以高價買入之規定，葉春樹、游秋芹、楊淑瑤、黃碧玉提供渠等人頭帳戶供渠等大量買進順大裕公司股票，以拉抬順大裕公司股票之交易價格，則為渠等非法拉抬股價之幫助犯，並分

別經判處罪刑，其中游秋芹、楊淑瑤、黃碧玉部分業經96年度台上字第2453號刑事判決駁回該三人之上訴而確定等情，此有上訴人提出之原審88年度訴字第367號刑事判決、本院90年度上重訴字第21號刑事判決、93年度金上重更(一)字第35號刑事判決、最高法院93年度台上字第2885號刑事判決、96年度台上字第2453號刑事判決可稽（以上見本院(二)卷458頁至476頁之上證三十四至三十八各該刑事判決）。楊淑瑤、陳志平、石曜郎所辯無操縱股價之行為，要無可採，是上訴人此部分之主張，堪以信憑。

(二)89年7月19日修正前之證交法第155條第3項規定「違反前二項之規定者，對於善意買入或賣出有價證券之人所受之損害，應負賠償之責」。又民法第185條第1項規定「數人共同不法侵害他人之權利者，連帶負損害賠償責任；不能知其中孰為加害人者，亦同。」，第2項規定「造意人及幫助人，視為共同行為人」。曾正仁及被上訴人黃芳薇、張小華、石曜郎、陳志平等人意圖拉抬順大裕公司股票價格，於87年11月4日起至同年月20日之期間，共同操縱股價，將順大裕公司股票維持於一定價格，嗣於同年月21日、23日非法拉抬順大裕公司股票價格，共同違反上開修正前證交法第155條第1項第4款規定，如前所述，依民法第185條第1項規定，自應成立共同侵權行為。而葉春樹、游秋芹、楊淑瑤、黃碧玉提供渠等人頭帳戶供上開人等大量買進順大裕公司股票，以操縱、拉抬順大裕公司股票之交易價格，則為非法拉抬股價之幫助犯，已如前述，依民法第185條第2項規定，亦應與上開人等成立共同侵權行為。綜上，袁震天即曾正仁之破產管理人、黃芳薇、張小華、石曜郎、陳志平、葉春樹、游秋芹、楊淑瑤、黃碧玉應依

證交法第155條第3項對於善意買入或賣出順大裕公司股票之人所受損害，連帶負賠償責任。惟投資人即上訴人請求渠等賠償時，亦應就前開要件事實，負舉證責任，即應符合上述(三)所述之1.2.3.4.5.之要件，始得請求賠償。原判決附表一、編號38上訴人陳雪馨至編號128陳俊煌等35人主張：【渠等於87年11月10、11、13、21、23日上開被上訴人操縱股價期間，善意買進順大裕公司股票，直至87年11月25日該股票爆發違約交割後，獲悉涉有不法情事，方賣出持股或仍持有股票之人。其等因誤信集中交易市場經被上訴人等人為操縱股價資訊買進順大裕公司股票，其損害賠償金額之計算，以各上訴人買進順大裕公司股票之價格減去起訴前賣出順大裕公司股票之價格之差額；或各上訴人買進順大裕公司股票之價格減去迄今仍持有順大裕公司股票之價格順大裕股票之價格（以順大裕公司股票88年7月之平均價每股3.42元）之差額，乘上交易日股數，即為如原判決附表一、編號38上訴人陳雪馨至編號128陳俊煌等35人得請求損害賠償之金額】云云。惟上開上訴人固係於曾正仁等人操縱、拉抬順大裕公司股價期間買進股票，惟渠等嗣後或有賣出股票者，其賣出股票係在87年11月25日爆發違約交割後，則其賣出時縱有股價下跌情形，上訴人並不能證明係因被上訴人連續大量賣出股票以壓低股價所致，則上訴人等其賣出股票實與曾正仁等人之操縱、拉抬股價等操縱行為無交易因果關係，另或仍持有賣進之股票，迄今仍未賣出，則更無賣出股票之因果關係，自不能以上開上訴人賣進股票之價格減去起訴前賣出股票之價格，或買進時之股價減去迄今仍持有股票之價格（即88年7月平均收盤價）之差額，乘以各上訴人買進之股數，以計

算渠等因曾正仁等人上開操縱股價行為所受之損害，是此部分上訴人之上開主張，並不可採。又上訴人主張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價格，其行為與該特定期間買進股票投資人所受之損失間有一定之因果關係云云，然造成股價下跌之因素，或不止一端，亦未必因行為人之操縱股價行為所造成。況依前揭規定請求損害賠償時，既須具備交易因果關係及投資人所受損害與行為人之操縱股價行為間有因果關係等要件，則須投資人賣進股票後，日後股價下跌亦因行為人之同一操縱行為所致，使投資人恐慌而隨之賣出股票（即具有交易因果關係），造成其受有價差之損害，始得謂其所受損害與行為人之操縱股價行為間有因果關係。上訴人上開主張顯然忽略上述交易因果關係及投資人所受損害之計算基礎，亦不可取。此外，上開上訴人既未能舉證證明渠等因曾正仁等人之操縱股價行為而買賣順大裕公司股票（交易因果關係），因而受有多少損害（損害金額），及其所受損害與曾正仁等人之操縱股價行為間具有因果關係等情，自難認渠等得依前述規定，向曾正仁之破產管理人袁震天、被上訴人黃芳薇、張小華、石曜郎、陳志平、葉春樹、游秋芹、楊淑瑤、黃碧玉請求損害賠償。

(三)至於上訴人雖主張：【1. 曾正仁等人從事沖洗買賣及操縱股價等違反證券交易法之犯行，業經刑事法院嚴格之證據證明程序認定在案，且原審判決亦為相同之認定，因此除非渠等能提出有利之證據證明無前述犯行外，自應依證券

交易法規定，對上訴人等35人負損害賠償責任：2.本件之因果關係應由被上訴人負舉證責任。退而言之，縱使鈞院認定本件應由上訴人等35人負因果關係之舉證責任，然曾正仁等人之操縱股價行為與上訴人等35人買進順大裕股票而受有損害之間本具相當因果關係，而有交易因果關係及損失因果關係】云云，並引用美國「詐欺市場理論」及台灣高等法院93年度重訴字第50號判決、台北地方法院89年度重訴字第1074號判決、臺灣士林地方法院93年度金字第3號判決等為證。惟查：

1. 刑事判決認定事實，並不拘束民事庭見解。蓋本件移送民事庭審理後，即為獨立民事訴訟，本院所為裁判不受刑事判決認定事實之拘束，仍得為與刑事判決相異之認定（見最高法院48年度台上字第713號、41年度台上字第1307號判例要旨）。從而，上訴人等主張曾正仁等人從事沖洗買賣及操縱股價等違反證券交易法之犯行，業經上述刑事法院嚴格之證據證明程序認定在案，且原審判決亦為相同之認定，因此除非渠等能提出有利之證據證明無前述犯行外，自應依證券交易法規定，對上訴人陳智揚負損害賠償責任云云，自無可採。
2. 查本件上訴人等人於原審起訴請求被上訴人應負損害賠償責任者其所涉行為係為破產人曾正仁之「操縱股價」，則核諸前開規定，凡有關本件上訴人請求損害賠償之範圍，自應與前開「操縱股價」之行為間具有相當因果關係者為限，始得為之，自不待言。
3. 有關上訴人等35人所稱其之損害係將順大裕公司股票股價下跌之差額損害逕予歸咎於被上訴人云云，惟查關於本件順大裕公司股票股價真正下跌之原因，乃係因爆發

「違約交割」，才導致股價急劇下跌，此項事實除業經原審88年度訴字第867號刑事判決第108頁、本院90年度上重訴字第21號、93年度金上重更(一)字第35號等刑事判決所認定外，並亦為上訴人所自認（見本院(二)卷327頁之上訴人98年2月12日所提民事準備書(三)狀第4頁第15行至第18行），而與所謂的破產人曾正仁之「操縱股價」行為完全無涉。

4.況一般人購買股票之原因雖有許多種，然無非係以牟取最大之利益為主要考量，而上訴人等35人於購買股票期間，本即僅純因見股價上漲，有利可圖即進場購買，何以得單憑事後得悉破產人曾正仁有沖洗買賣、操縱股價等行為，即可恣意推論破產人曾正仁之行為有與上訴人買進股票之行為成立所謂之交易因果關係？且倘依上訴人所述，交易因果關係僅需如此即可成立，顯然如此認定因果關係將失之過寬，因果關係作為損害賠償篩選構成要件之功能將形同虛設。

5.又查，股價下跌之因素或不止一端，本件股票真正下跌的原因其實是因違約交割造成的，則與本件訴訟有關之破產人曾正仁所涉行為「操縱股價」，其間又有何關連性？經核上訴人所提證據，亦徵並無因果關係，爰補充說明如下：

(1)自上訴人所提上證26號有關陳雪馨之嘉利證券客戶成交資料表以觀，陳雪馨除於87年11月10日操縱股價期間買入股票一張外，尚曾分別於同年8月18日、10月14日、10月19日陸續再買入股票，並且嗣於9月23日、10月14日、10月20日即予賣出（見本院(二)卷345頁），觀其交易習慣，應係為其自己之選擇判斷利用短

期期間，賺取股票交易差價以獲取利潤。

(2)故上訴人陳雪馨於87年11月10日再以每股單價60元買入股票之行為，亦僅係基於其自己本身之選擇判斷，為賺取差價而購入，殊與破產人曾正仁操縱股價之行為間無任何交易之因果關係。況，直至87年11月24日，系爭股票收盤價格每股尚達66元，已足供上訴人賺取差價之利潤，顯見上訴人主張之損失實與破產人曾正仁之行為間並無因果關係存在。

(3)質言之，本件股價下跌既係因違約交割事實所致，即與破產人曾正仁操縱股價之行為無關，上訴人所舉其自己所製作上證26號之「受損投資人求償表」（見本院(二)卷344頁）既僅能敍明上訴人於該期間有買入股票，尚難憑此即謂其所受損害與破產人曾正仁之行為二者間具因果關係，至為灼然。

6.至於上訴人引用美國「詐欺市場理論」並非的論，投資人依上開規定請求賠償，必須符合上述(三)所述之1.2.3.4.5.之要件，始得請求賠償。另上訴人所引之上述台灣高等法院93年度重訴字第50號判決、台北地方法院89年度重訴字第1074號判決、臺灣士林地方法院93年度金字第3號判決、板橋地方法院93年金字第6號民事判決及新竹地方法院90年重訴162號民事判決，核其情形與本件不同，且本院亦不受其見解之拘束，併予敍明。從而，上訴人之主張為無理由。

(四)綜上所述，附表一、編號38上訴人陳雪馨35人請求袁震天即曾正仁破產管理人、黃祝（即黃芳薇）、張小華、葉春樹、黃碧玉、楊淑瑤、游秋芹、石曜郎、陳志平應連帶給付原判決附表一、編號38上訴人陳雪馨至編號128陳俊煌

等35人合計2,274,364元（分別請求金額如上訴人於本院提出之上訴金額一覽表，見本院(二)卷261頁，質言之，分別請求金額如原判決附表一、編號38上訴人陳雪馨至編號128陳俊煌等35人之金額欄所載金額各10分之1），及自87年11月23日起至清償日止，按年息百分之5計算之利息，亦屬無理由。

三、綜上所述，本件上訴人主張，為不足採，被上訴人抗辯尚屬可信。從而，上訴人依證券交易法第155條第3項、民法第184條第2項、第216條、美國有關證券詐欺之民事賠償計算方式（參閱本院(二)卷331至335頁之上證二十、二十一），陳智揚請求袁震天即曾正仁之破產管理人袁震天、黃芳薇、張小華、許盟賢應連帶給付如附表一所示之金額139,760元之10分之1，即13,976元及自86年7月8日起至清償日止按年息百分之5計算之法定遲延利息，為無理由，應予駁回。其陳明願供擔保請求宣告假執行，亦失所附麗，亦屬無理由，應予駁回。另附表一、編號38陳雪馨至128陳俊煌等35人請求袁震天即曾正仁破產管理人、黃祝（即黃芳薇）、張小華、葉春樹、黃碧玉、楊淑瑤、游秋芹、石曜郎、陳志平應連帶給付原判決附表一、編號38陳雪馨至128陳俊煌等35人合計2,274,364元，及自87年11月23日起至清償日止，按年息百分之5計算之利息，亦屬無理由。其等35人均陳明願供擔保請求宣告假執行，亦失所附麗，亦屬無理由，應予駁回。原審判決駁回上訴人36人之訴及假執行之聲請，而為上訴人敗訴之判決，均核無不合。上訴意旨仍執前詞指摘原判決不當，聲明求予廢棄改判，為無理由，應予駁回。

戊、本件事證已臻明確，兩造其他攻擊、防禦方法，及其他證據

資料，對本件判決結果並無影響，毋庸審酌之，併予敍明。
己、據上論結，本件上訴為無理由，依民事訴訟法第463條、第
385條、第449條第1項、第78條、第85條第1項前段，判決如
主文。

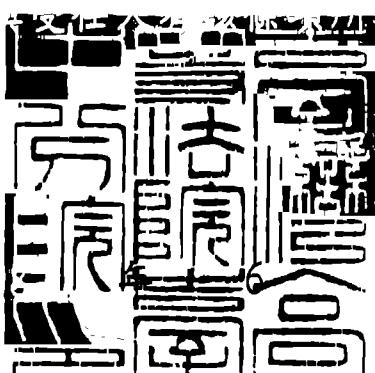
中 華 民 國 98 年 5 月 27 日
民事第一庭 審判長法官 吳火川
法官 饒鴻鵬
法官 胡景彬

以上正本係照原本作成。

上訴人得上訴。

如對本判決上訴，須於收受判決送達後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日內向本院提出上訴理由書（須按他造人數附具繕本）。

上訴時應提出委任律師為訴訟代理人之委任狀。具有民事訴訟法第466條之1第1項但書或第2項但書情形者，另應附具律師及格證書及釋明委任書影本。



中 華 民 國

1 日

V

書記官
劉建智