

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  
黃欄釗  
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  
池馥華  
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

上訴駁回。

劉建智

第二審訴訟費用由上訴人負擔。

書記官

劉建智

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，先予敘明。

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上訴人鍾榮泰、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上訴人池韻華、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《 $(143元 - 3.24元) \times 1,000 = 139,760$ 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、陳志平等人於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、石曜郎及陳志平等於87年11月4日至同年11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(二)之一至(二)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，刑事事件確信之程度為「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，刑事事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：

(甲) 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）。

(2)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遽下跌（參閱鈞院上證九之順大裕公司股票價格走勢圖），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：

(甲)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日被告戊○○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，故被告戊○○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遽下跌（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