

# 臺灣桃園地方法院民事判決

101年度金字第1號

原 告 財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心

設臺中市民權東路3段178號12樓

法定代表人 邱欽庭 住同上

訴訟代理人 魏薇律師

陳溫紫律師

被 告 葉定宏 住桃園縣八德市茄明里23鄰瓦厝區6之2  
號

訴訟代理人 陳峰富律師

施汎泉律師

上列當事人間請求損害賠償事件，本院於民國102年1月4日言詞辯論終結，判決如下：

## 主 文

被告應給付如附表二所示授權人如附表二所示「損失」欄之金額，及自民國一百年十一月二十九日起至清償日止，按週年利率百分之五計算之利息

原告受領之印鑑

書記官  
洪千榮

原告其餘之訴駁回

洪千榮

訴訟費用由被告負擔二分之一，餘由原告負擔

本判決第一項得假執行。但被告以新臺幣貳佰伍拾壹萬玖仟陸佰零陸元為原告預供擔保，  
原告其餘假執行之聲請駁回

書記官  
洪千榮

## 事實及理由

### 壹、程序方面：

一、按保護機構為維護公益，於本法及其捐助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20人以上證券投資人或期貨交易人授與仲裁或訴訟實施權後，以自己之名義，提付仲裁或起訴，證券投資人及期貨交易人保護法（下簡稱投資人保護法）第28條定有明文。查原告為依該法設立之保護機構，受附表一姓名欄所示之證券投資人（下稱原告之授權人）授與訴訟實施權，有訴訟及仲裁實施權授與同意書可參（見100年度附民

字第335號卷第285-327頁），則其以自己名義提起本件訴訟，於法並無不合。

二、按訴狀送達後，原告不得將原訴變更或追加他訴，但擴張或減縮應受判決事項之聲明者，不在此限，民事訴訟法第255條第1項第3款定有明文。本件原告起訴時，就附表一編號11之授權人林正福聲明請求被告給付新臺幣（下同）19,750元，於102年1月4日減縮聲明為19,670元（見本院卷二第358頁），核屬減縮應受判決事項之聲明，應予准許。

## 貳、實體方面：

### 一、原告主張：

(一) 被告係國票綜合證券股份有限公司（下稱國票證券公司）內壢分公司之證券營業員，於民國97年4月10日至同年6月16日間利用訴外人即被告之母邱月初、姨丈蕭天盛、弟葉定誠於日盛國際商業銀行（下稱日盛銀行）中壢分行開設之證券帳戶（邱月初帳號：01182000067700號、蕭天盛帳號：01182001509600號、葉定誠帳號：01182001517700號）大量、連續、集中委託買進及委託賣出怡華實業股份有限公司（下稱怡華公司）之股票（如後所述），而為相對成交造成該公司股票交易活絡之表象，並炒作該公司股票價格，誘使一般投資人追價買進而達操縱怡華公司股價以獲取不法利益之目的。是以，被告上開行為業已違反證券交易法第155條第1項第4款及第5款規定，經桃園地方法院檢察署提起公訴，並經鈞院刑事庭以100年度金重訴字第2號判決處有期徒刑3年2月，復經臺灣高等法院以101年度金上訴字第10號判決駁回被告上訴在案，則被告上開行為致本件如附表一所示之授權人受有損害，除構成民法第184條第1項前段外，亦屬故意以背於善良風俗之方法，加損害於他人。而證券交易法有關禁止操縱行為之立法，不僅係為填補個別投資人之損失，更係確保交易之公平誠信，維護證券市場之健全發展，是上開規定亦屬民法第184條第2項所稱「保護他人之法律」。為此，爰依證券交易法第155條第3項及民法第184條規

定提起本件訴訟，請求被告賠償各授權人之損害，而損害金額之計算即以授權人買進怡華公司股票之價格減去真實價格（即被告行為結束後90日之怡華公司股票收盤平均價格為2.53元）乘以所購買之股數，即為各授權人得請求賠償之總額。茲就被告所為上開行為分述如下：

- 1.97年4月10日至同年5月13日間計23個營業日期間，總計委託買進怡華公司股票24,767千股、委託賣出17,913千股，買超6,854千股，而委託買進或賣出數量達該股票當日市場成交量20%以上者計有4月10、11、14、15、16、17、21、22、23、24、25、28、29、30日及5月13日等15個營業日，已屬連續、大量交易之行為；另於4月14、15、22、23、24、29、30日及5月8、9、12、13日等11個營業日相對成交則達9,930千股，占當日交易市場之比例甚高達71.05%、59.74%之情形。
- 2.97年5月14日至同年6月16日間計24個營業日期間，總計委託買進怡華公司股票14,503千股、委託賣出21,357千股，賣超6,854千股，而委託買進或賣出數量達該股票當日市場成交量20%以上者計有5月15、19、20、21、22、23、26、27、28、29、30日及6月2、4、5、6、9、11、12、13、16日等20個營業日，甚且5月15、20、21、26日及6月2、6、13日等7個營業日每日委託買進及賣出之數量均達該股票當日市場成交量20%以上，顯有連續大量買賣之情形；至相對成交部分則有5月14、15、19、20、21、26、27、29日及6月2、5、6、13日等12個營業日，相對成交數量占該股票各該日市場總成交量比例介於13.26%至46.73%間，而總成交量8,865千股則占該期間怡華公司股票市場總成交量59,168千股之14.98%，業已造成怡華公司股票交易活絡之表象。
- 3.97年4月11、17、23、24、28、29日及5月13日等7個營業日，被告連續以高價委託買進且影響怡華公司股票開盤價或盤中價成交價上漲新臺幣（下同）0.05元（5檔）至0.32元（32檔），足見被告確有透過連續高價委託買進或賣出以影

響怡華公司之股價。

(二)並聲明：1.被告應給付如附表一所示之授權人如附表一求償欄位所示之金額，及自起訴狀繕本送達之翌日起至清償日止，按年息5%計算之利息，由原告受領之。2.請准依證券投資人及期貨交易人保護法第36條規定，免供擔保宣告假執行，如不能依該規定免供擔保宣告假執行，原告願供擔保，請准宣告假執行等語。

## 二、被告則以：

(一)被告並未有違反證券交易法第155條第1項第4款及第5款之操縱股價行為：

- 1.原告既以被告有操縱怡華公司股價之行為請求損害賠償，自應就該有利於己之事實負舉證之責。又按附帶民事訴訟經移送民事庭後，即屬獨立之民事訴訟，其移送後之訴訟程序，應適用民事訴訟法，刑事訴訟所調查之證據及刑事訴訟判決所認定之事實，並非當然有拘束民事訴訟之效力，故被告雖經鈞院及臺灣高等法院刑事庭認定有操縱怡華公司股價之行為，然上開刑事庭於判決所認定之事實並無拘束本件之效力，故原告非得以上開刑事判決所認定之事實免除原告應負之舉證責任。
- 2.因怡華公司歷經多年虧損後，於97年第1季轉虧為盈，且股價低於股票淨值，本益比低，經被判定具有高度投資價值，始於本件操縱期間內以邱月初、葉定誠之證券帳戶買賣怡華公司之股票，而被告所為之買賣交易方式，既無大量使用人頭帳戶，亦未與任何市場派、公司派掛勾，尚無金主提供資金，更未誘使投資人跟進買賣，與典型之養、套、殺之炒作犯罪型態，截然不同，是被告買賣怡華公司之股票，係合理之投資行為，並無抬高或壓低某種有價證券交易價格及引誘他人從事有價證券買賣之意圖。
- 3.被告於97年5月30日影響怡華公司股價上漲6檔(0.06元)，上漲幅度甚小，且僅被告單筆委託交易，實不足影響市場交易秩序及股價之自然形成機制，況依怡華公司該日之收盤

成交價格3.89元，較前一日（即97年5月29日）之收盤價4.08元，共下跌0.19元，足證被告絕無拉抬怡華公司之股價。又怡華公司股價於追蹤期間由97年5月14日之4.75元下跌至同年6月16日之3.70元，共下跌1.05元，跌幅達22%，且葉定誠於追蹤期間共賣超6,854千股，益徵被告於此段追蹤期間，並無任何影響股價向上之情形，更未有藉機拉抬股價後賣出獲利之情形。

4. 被告於本件查核期間內係擔任國票證券公司之業務副總，依該公司內部「員工職稱及職務對照管理要點」之規定，業務副總業績之每月市場占有率至少須達萬分之2，如未達該標準者，得調降其職等加給與職稱，最多可降二級，最低至業務專員，而被告基於沉重之業績壓力，復衡量怡華公司於97年4月間所呈現利多消息之前提下，始決定買入怡華公司之股票，惟被告亦僅係單純本於業績考量而為交易，絕無任何致使交易活絡或引誘他人投資之意圖。

(二)原告主張之請求權基礎容有疑義：

1. 證券交易法第155條第3項規定無非係以行為人有違法操縱股價行為為前提，然原告既未能舉證證明被告有何犯罪行為，其本項之請求權基礎自然失所附麗。又該項規定得請求損害賠償之主體均須具備善意取得人之要件，故原告對於本件授權人是否為善意買入或賣出，應負舉證之責。
2. 原告復以民法第184條第1項為其請求權基礎之一，然原告既未能舉證證明被告有何犯罪行為，其本項請求權基礎自亦失所附麗，況有無背於善良風俗與違法性乃分屬二事，是縱被告有違反證券交易法，亦難逕認被告有背於善良風俗之情事，故原告之主張，殊無足採。
3. 將民法第184條第2項變為獨立侵權行為態樣之修正非毫無缺點，蓋其獨立類型化之結果，將導致適用範圍過廣，而因大部分法律均係保護他人之法律，如此將架空民法第184條第1項規定之適用，故應將民法第184條第2項作目的性限縮解釋，以法律中有明文規定者為限。所謂「保護他人之法

律」之判斷基準，應以是否以保護個人的權益為判斷標準，此項個人權益的保障得與一般公益併存，但為專以維護國家社會秩序之法律則不屬之。而證券交易法第155條第1項第4款及第5款之規範主要係避免證券市場股票價格受到人為影響，確保股票價格係因供需等自然因素而形成，非由人為操縱所致，此種扭曲市場價格機能之行為，影響正常市場交易運作下之行情，是證券交易之公平及證券市場之健全發展方為證券交易法第155條第1項第4款及第5款規範之意旨，而非保障買賣股票之特定投資人為目的，因此上開二款規定即非民法第184條第2項所稱之保護他人之法律，故原告之主張即屬無據。

(三)原告未能證明授權人買賣怡華公司股票之行為與被告之行為間有因果關係：

- 1.原告僅以被告確有操縱怡華公司股價之情事，即推定被告之行為與授權人於操縱期間買入怡華公司股票蒙受價差損失間有因果關係，然原告率斷被告有操縱市場行為，已有不當，亦未就被告行為與個別授權人投資決定間之相當因果關係、被告行為與授權人所受損害間之相當因果關係為舉證，自難認本件已符合損害賠償之構成要件，或原告已盡舉證之責。就本件而言，授權人買入怡華公司股票是否為被告行為所致，尚非無疑，蓋授權人買賣股票乃係本於自己之投資判斷，而影響授權人之判斷因素誠屬多端，要難謂被告有所謂操縱股價行為存在，即當然影響授權人之投資決定，況影響股價之因素甚多，絕非被告單一之行為即可左右，是二者並無因果關係。又證券交易法保護投資人之真諦非在保證投資人從事證券投資必然獲利與迴避損失之擔保，而係確保證券交易之公平性與公正性為前提，投資人本於自己之投資判斷買賣有價證券致生之利益與損失，當應由投資人自負盈虧，否則即與所謂投資人自己承擔投資風險之投資人自己責任原則有違。
- 2.原告之授權人買入怡華公司股票之時間均為97年4月10日之

後，適逢怡華公司公布重大財務性利多訊息，是原告之授權人係出於上開利多消息而買入怡華公司股票，與被告之行為尚無關聯。

四、原告未能證明授權人所受損害與被告行為間具有相當因果關係：

1. 依證券交易法第155條第3項規定，原告應證明授權人所受損害與被告操縱怡華公司股價行為間具有相當因果關係，始得向被告請求損害賠償，而此相當因果關係係指原告授權人買賣怡華公司股票所受之損害純係因被告之操縱行為所致，非因經濟、政治或其他市場因素介入所致，始足該當，是倘原告之授權人買賣怡華公司股票所受損失係有上開其他因素介入，則縱無被告操縱行為，原告之授權人通常亦會受有損害，故原告授權人所受損害與被告之操縱怡華公司股價行為間，未有相當因果關係。
2. 蓋全球於2007年開始已逐漸形成次貸風暴；至2008年3月全美第5大銀行貝爾斯登被摩根大通收購；2008年7月印地麥克銀行（Indy Mac）倒閉；2008年9月「二房」（房地美、房利美）危機；2008年9月15日雷曼兄弟宣告破產。在此衝擊下，全臺灣乃至全球股市疲軟，台股重挫，加權指數自97年5月30日至同年10月份為止，由8,619點下挫至4,871點，一共下跌3,748點，跌幅達43.48%；再由同類股「紡織纖維類股」而言，該類股指數自97年5月30日至同年10月份為止，由442.3點下跌至199點，亦下跌有243.3點，跌幅達55%。雖怡華公司股價於第一季營收亮眼，致投資人紛紛進場投資，然亦不敵該風暴之衝擊，而台股重挫，加權指數自97年5月30日至同年10月份止，由8,619點下挫至4,871點，一共下跌3,748點，跌幅達43.48%；再由同類股「紡織纖維類股」而言，該類股指數自97年5月30日至同年10月份止，由442.3點下跌至199點，亦下跌有243.3點，跌幅達55%，反觀怡華公司股價於該期間由3.89元下跌至2.14元，下跌1.75元，跌幅44%，跌幅與大盤相若，至同類股跌幅更甚

於怡華公司股價，顯見怡華公司股價下跌並無背於大盤與同類股走勢。故股票市場中可能影響股價之因素萬千，是縱被告有操縱股價之行為，惟後續之跌價亦非必然係由被告行為所致，實不得據此認定原告之授權人所受損害與被告行為間具有相當因果關係，而將授權人全數損失推由被告承擔。況證券交易法第155條第3項規範目的雖寓有嚇阻非法操縱股價行為，以維護證券市場之公平性及公正性，惟仍以填補投資人因操縱股價所受之實際損害為主要目的，倘該損害確係市場上其他利空因素所致，顯與維護證券市場之公平秩序無涉，實不應將此風險轉嫁由被告負擔，以避免此損害賠償轉化為填補原告之授權人投資損失之投資保險。

(五)原告主張本件損害賠償計算公式不合理：

1.原告所提「真實價格」之計算方式，與法不符，亦不合理：

①我國證券交易法就證券詐欺、財報不實、公開說明書不實之損害賠償，與操縱市場相同，均未明定損害賠償之計算方式，然95年1月11日修正後第157條之1第3項前段就內線交易之損害賠償，則具體規定計算方式為「對於當日善意從事相反買賣之人或賣出該證券之價格，與消息公開後10個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任」，而與美國法採取以操縱行為結束後90個交易日收盤平均價格之差額相較，可知我國證券交易法第157條之1第3項認為消息公開後10個營業日收盤平均價格即為該證券應有之真實價格。綜上，原告須以其他方式證明授權人實際損害額為何，而美國法之計算方式僅係作為賠償額之上限，並不認為消息公開後90日均價可用以認定特定證券之真實價格。

②況90日之期間甚長，可能介入影響股價之因素過多，於我國法亦未明文採用消息公開後90日均價作為計算基準之情況下，尚不宜逕行採取該方式作為特定股票真實價格認定之依據，本件於刑事判決所認操縱期間結束後，既無所謂「操縱行為遭揭露」之情形，更無「恐慌性賣壓」產生，如逕予適用原告之計算方式，將使原告之授權人於97年下半年金融海嘯

所生之虧損，全數轉嫁被告承擔，實非合理。

(3)是縱認被告涉有操縱行為之嫌，對於損害賠償計算之基礎，即真實價格之認定，應以操縱行為開始前10個營業日收盤平均價格為基準，即以本件刑事判決認定之操縱期間始於97年4月11日，以該日前10個營業日（97年3月28日、29日、31日、同年4月1日、2日、3日、7日、8日、9日、10日）收盤平均價格3.342元為真實價格。

3.原告就其授權人迄今尚持有或減資基準日即97年9月8日後方賣出之股數，均乘以減資比例做為持股數量之認定標準，惟怡華公司減資後，投資人持股變少，則相對地現存持股價值也變少，然減資與否，乃屬怡華公司之經營政策，且經怡華公司股東會所決議，故此減資顯與被告之行為無涉，倘以減資後之持股作為損害賠償計算之基礎，顯不合理。

(六)原告之部分授權人於刑事判決所認定之操縱行為完結後，仍繼續持有並未賣出怡華公司股票，期間怡華公司股票價格亦曾有上漲情形而高於原告所稱之真實價格，惟授權人卻選擇繼續持有，以致後續股價下跌，此時授權人所受損害實不應歸由被告負擔，故縱認被告有操縱行為而應負損害賠償之責，原告之授權人於此損失亦應負與有過失之責。

(七)又原告採取先進先出法計算授權人投資損益，顯然忽略授權人於刑事判決所認定操縱期間內所獲之利益，對被告顯屬不公，應將該獲利自損失中加以扣除，始為公允等語，資為抗辯。

(八)並聲明：1.原告之訴駁回。2.如受不利之判決，願供擔保請准宣告免予假執行等語。

### 三、兩造不爭執之事項：

(一)被告自86年12月5日起至國票綜合證券擔任營業員職務，於97年5月1日升任國票綜合證券營業副總，並於98年1月31日離職，有被告服務證明書可稽（見本院卷二第25頁）。

(二)被告於97年3月10日起至同年6月16日，利用其母邱月初、其弟葉定誠等在日盛銀行中壢分行所開設之證券帳戶下單，

而為下列行為：

1. 其於97年4月11、17、22、23、24、28、29日及同年5月13日等8個營業日，連續以高價委託買進且影響怡華公司股票開盤價或盤中價成交價上漲0.05元(5檔)至0.32元(32檔)，及於97年4月22日及同年5月13日之2個營業日以低價委託賣出且影響怡華公司股票開盤價或盤中成交價下跌0.05元(5檔)至0.22元(22檔)，其影響怡華公司股價之情形如下：

①於97年4月11日中午12時31分51秒，以葉定誠名義，以高於當時揭示成交價3.69元1檔，1筆委託買進91千股，復於當日中午12時32分29秒又以葉定誠名義，以漲停價3.75元(高於當時揭示成交價3.70元5檔)，1筆委託買進177千股，其因連續高價委託買進該股票，使當日該股票盤中成交價由3.69元上漲至漲停價3.75元(上漲6檔)，占該時段成交量268千股之100%。

②於97年4月17日上午8時47分14秒至同時52分42秒，以邱月初名義，以漲停價4.91元(高於當日開盤價參考價4.59元32檔)，連續分24筆合計委託買進11,976千股(占開盤前市場漲停價委託買進量13,557千股之88.33%)，計成交274千股，致開盤參考價由4.59元上漲至漲停價4.91元(上漲32檔)，占該時段成交量279千股之98.20%。

③於97年4月22日，皆以葉定誠名義，先於上午8時40分45秒，以5.02元(低於當日開盤參考價5.13元11檔)，1筆委託賣出200千股，又於同時分52秒，以5.01元(低於當日開盤參考價5.13元12檔)1筆委託賣出200千股，計成交226千股，致開盤參考價由5.13元下跌至5.02元(下跌11檔)，占該時段成交量372千股之60.75%；又於上午9時11分20秒至同時分39秒，以跌停價4.78元(低於當時揭示成交價5.00元22檔)，連續分4筆合計委託賣出1,813千股，計成交297千股，致盤中成交價由5.00元下跌至跌停價4.78元(下跌22檔)，占該時段成交量297千股之100%；又於

上午11時41秒，以4.88元（低於當時揭示成交價4.93元5檔），1筆委託賣出200千股，計成交107千股，使盤中成交價由4.93元下跌至4.88元（下跌5檔），占該時段成交量107千股之100%。

④於97年4月23日，皆以葉定誠名義，於中午12時21分10秒，以4.82元（高於當時揭示成交價4.80元2檔），1筆委託買進123千股，又於同時27分44秒，以4.87元（高於當時揭示成交價4.82元5檔），1筆委託買進80千股，共計成交79千股，使盤中成交價由4.80元逐次上漲至4.87元（上漲7檔），占該時段成交量82千股之96.34%；又於中午12時39分26秒，以4.99元（高於當時揭示成交價4.95元4檔），1筆委託買進110千股，又於同時43分52秒，以5.00元（高於當時揭示成交價4.99元1檔），1筆委託買進169千股，共計成交174千股，使盤中成交價由4.95元逐次上漲至5.00元（上漲5檔），占該時段成交量181千股之96.13%。

⑤於97年4月24日，皆以葉定誠名義，於上午8時52分32秒，以5.10元（高於開盤參考價5.02元8檔），1筆委託買進410千股，又於同時分38秒至59秒分別以5.08元、5.09元、5.07、5.06元連續分4筆合計委託買進390千股，共計成交130千股，使成交價由開盤參考價5.02元上漲至5.10元（上漲8檔），占該時段成交量242千股之53.71%；再於上午9時6分15秒至9時29分12秒，分別以5.15元（高於當時揭示成交價5.10元5檔）1筆委託買進199千股、以5.20元（高於當時揭示成交價5.15元5檔）1筆委託買進499千股、以5.25元（高於當時揭示成交價5.20元5檔）1筆委託買進200千股、以5.30元（高於當時揭示成交價5.25元5檔）1筆委託買進199千股、以5.36元（高於當時揭示成交價5.30元6檔）1筆委託買進499千股，合計委託買進1596千股，計成交1223千股，使盤中成交價由5.10元逐次上漲至5.36元（上漲26檔），占該時段成交量1387千股之88.17%

；又於下午1時11分45秒至1時24分52秒，分別以5.25元（高於當時揭示成交價5.23元2檔）1筆委託買進89千股、以5.27元（高於當時揭示成交價5.25元2 檔）1筆委託買進50千股、以5.37元（高於當時揭示成交價5.27元10檔）1筆委託買進99千股，合計委託買進238千股，計成交210千股，使盤中成交價由5.23元逐次上漲至5.30元（上漲7 檔），占該時段成交量236千股之88.98%。

⑥於97年4 月28日，以邱月初名義，於上午11時6 分34秒，以5.42元（高於當時揭示成交價5.40元2 檔），1 筆委託買進99千股，又以葉定誠名義，於同時7 分17秒，以漲停價5.71元（高於當時揭示成交價5.40元31檔），1 筆委託買進30千股，再以邱月初名義，於同時12分30秒，以5.45元（高於當時揭示成交價5.42元3 檔）1 筆委託買進83千股，合計委託買進212 千股，計成交100 千股，使盤中成交價由5.40元逐次上漲至5.45元（上漲5 檔），占該時段成交量100 千股之100%；又以葉定誠名義，於中午12時41分45秒，以漲停價5.71元（高於當時揭示成交價5.55元16 檔），1 筆委託買進50千股，計成交50千股，使盤中成交價由5.55元上漲至5.60元（上漲5 檔），占該時段成交量50千股之100%。

⑦於97年4 月29日，皆以葉定誠名義，於上午9 時7 分56秒，以5.62元（高於當時揭示成交價5.56元6 檔），1 筆委託買進50千股，又於同時8 分17秒，以漲停價6.05元（高於當時揭示成交價5.62元43檔），1 筆委託買進180 千股，共計委託買進230 千股，計成交207 千股，使盤中成交價由5.56元逐次上漲至5.66元（上漲10檔），占該時段成交量207 千股之100%。

⑧於97年5 月13日，皆以葉定誠名義，於上午10時52分37秒，以漲停價5.15元（高於當時揭示成交價4.82元33檔），1筆委託買進199 千股，計成交199 千股，使盤中成交價由4.82元上漲至4.88元（上漲6 檔），占該時段成交量19

9 千股之100%；又於上午11時3 分27秒，以漲停價5.15元（高於當時揭示成交價4.94元21檔），1 筆委託買進70千股，計成交70千股，使盤中成交價由4.94元上漲至5.00元（上漲6 檔），占該時段成交量71千股之98.59%；又於上午11時6 分35秒，以4.90元（低於當時揭示成交價5.00元10檔），1 筆委託買進100 千股，計成交100 千股，使盤中成交價由5.00元下跌至4.90元（下跌10檔），占該時段成交量100 千股之100%；末於早上11時33分1 秒，以漲停價5.15元（高於當時揭示成交價5.00元15檔），1 筆委託買進299 千股，計成交299 千股，使盤中成交價由5.00元上漲至5.05元（上漲5 檔），占該時段成交量299 千股之100%。

## 2. 委託買進、賣出怡華公司股票，其相對成交情形如下：

- ①於97年3 月10日至同年5 月13日止，共45個營業日，計有22個營業日有委託買賣成交紀錄，總計委託買進怡華公司股票24,767千股，委託賣出17,913千股，買超6,854 千股，經分析交易群後，計有97年4 月10、11、14、15、16、17、21、22、23、24、25、28、29、30日及同年5 月13日等15個營業日之委託買進或委託賣出數量達該股票當日市場成交量20% 以上，且於97年4 月14、15、22、23、24、29、30日及同年5 月8 、9 、12、13日等11營業日相對成交達9,930 千股，占分析期間該股票總成交量65,156千股之15.24%。
- ②於97年5月14日至同年6月16日內，以葉定誠名義持續大量委託買賣怡華股票，總計委託買進14,503千股及委託賣出21,357千股，賣超6,854 千股，各占同期間該股票市場總成交量59,168千股之24.51%、36.09%，且於97年5 月15、19、20、21、22、23、26、27、28、29、30日及6 月2、4 、5 、6 、9 、11、12、13、16日等20個營業日之委託買進「或」委託賣出數量達該股票當日市場成交量20% 以上，甚至其中97年5 月15、20、21、26日及6 月2 、6 、13

日等7個營業日，每日委託買進及委託賣出該股票數量，占該股票各該日市場成交量比率均達20%以上；另於97年5月14、15、19、20、21、26、27、29日及6月2、5、6、13日等12個營業日，相對成交數量最低119千股至最高4,274千股間，占該股票各該日市場總成交量比率介於13.26%~46.73%之間，總相對成交量8,865千股，則占該期間該股票市場總成交量59,168千股之14.98%。

等情，業經證人即製作怡華公司股票交易分析意見書之證券交易所專員陳啟華於本院100年度金重訴字第2號案件審理時證明確（見本院卷二第210-220頁），並有證交所製作之怡華公司股票交易分析意見書（見100年度附民字第335號卷第26-45頁）、三親等資料查詢結果報表、匯入帳號資料一覽表、稅務電子閘門財產所得調件明細表、投資人買賣怡華（1456）有價證券交易資料表、國票綜合證券股份有限公司客戶基本資料、身分證正反面影本、委託買賣證券受託契約、徵信與客戶額度審核表、投資人成交委託買賣明細表、客戶自填徵信資料表、證券活期儲蓄存款明細、第一類票據信用資料查覆單、代收入傳票、怡華股票與紡織同類股暨加權股價指數三合一走勢圖、怡華股票97年3月10日至97年5月13日期間買賣較大投資人基本資料表、取款憑條、存款憑條、代收入傳票、買賣有價證券明細、日盛國際商業銀行交易查詢報表、日盛金融控股股份有限公司客戶歷史交易表、帳戶交易明細查詢、怡華實業股份有限公司股票（代號1456）投資人涉嫌不法交易案告發書、怡華公司在公開資訊觀測站發布之最近三年營業收入及損益變動情形、怡華股票價量走勢圖、SRB545參數輸入資料、投資人群組買賣有價證券分析表、投資人買賣怡華（1456）有價證券交易資料表、國票綜合證券股份有限公司內壢分公司臨時對帳單、日盛國際商業銀行交易查詢報表、分行支票補章簽收單、臺灣證券交易所股份有限公司100年11月17日臺證密字第1000036240號函、參數輸入資料及證券行情資料明細表等件在卷可稽，業據本院調閱臺灣高等法院刑事101年度金上訴字第10號

案件全案卷宗查核屬實，自堪信為真實。

(三)原告之授權人有於97年4月10日至97年6月16日間以附表二「買進成本」欄位所示之成本買進怡華公司股票，其於97年6月16日以後賣出或迄今仍持有之股數於減資前（詳下(五)所述）如附表二「股數」欄位所示（見100年度附民字第335號卷第92-284頁）。

(四)被告行為結束後90日之怡華公司股票收盤平均價格為2.53元，被告行為開始前10個營業日之怡華公司股票收盤平均價格為3.342元（見100年度附民字第335號卷第80-81頁、本院卷一第83-84頁）。

(五)怡華公司於97年9月8日減資，按減資換票基準日股東名簿記載之股東依其持股比例銷除股份，每千股換發749股，即每千股銷除減少251股，換發比率為74.9%（見100年度附民字第335號卷第82頁）。

(六)原告之授權人於97年4月10日至97年6月16日間買賣怡華公司股票之獲利金額如附表二「操縱期間內獲利」欄位所示（見100年度附民字第335號卷第92-284頁、本院卷二第165-168頁）。

四、本件經兩造協議簡化爭點如下（見本院卷二第46頁反面至第47頁）：

(一)被告是否有違反證券交易法第155條第1項第4、5款之行為？

(二)原告之授權人是否為善意買受人？

(三)被告是否須負侵權行為之損害賠償責任？

1.被告是否因故意或過失，不法侵害他人之權利？

2.被告是否故意以背於善良風俗之方法，加損害於他人？

3.被告是否違反保護他人之法律，致生損害於他人？證券交易法第155條第1項第4、5款是否為「保護他人之法律」？

(四)原告之授權人買賣怡華股票與被告之行為間是否有因果關係？原告之授權人買賣怡華股票所受損害與被告之行為間是否有因果關係？

(五)原告之授權人買賣怡華股票所受損害應如何計算？

1. 有關「真實價格」應如何認定？原告主張以操縱行為結束後90日之收盤平均價格2.53元為計算基礎，被告主張應以操縱行為開始前10個營業日之收盤平均價格3.342元為計算基礎，孰者較有理由？
  2. 怡華公司於97年9月8日減資，就原告之授權人「迄今仍持有之股數」或「減資基準日後方賣出」之股數，是否應乘以減資比例74.9%？
  3. 原告之授權人是否須負與有過失之責任？如是，各該扣抵之比例及金額為何？
  4. 原告之授權人是否有損益相抵原則之適用？如是，就其請求之賠償金額，各該扣除之利益金額為何？
- 五、被告是否有違反證券交易法第155條第1項第4、5款之行為？

(一)按證券交易法第155條第1項第4款規定之「連續」，係指於一定期間內連續多次之謂，即基於概括犯意，為二次以上之行為（最高法院75年台上字第3956號判決、98年度台上字第6816號判決意旨參照）。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「連續漲停價買入」為必要（最高法院99年度台上字第5979號、97年度台上字第2171號、93年台上字第6507號判決意旨參照）。查被告使用他人帳戶，於兩造不爭執事項(二)所示時間，連續以高於當時成交價之價格，委託買進怡華公司股票，或於將收盤之際以漲停板價格或高於當時成交價價格，委託買進之方式買進怡華公司股票，及以低於當時成交價之價格或以跌停價，委託賣出怡華公司股票，導致怡華公司股價上漲或下跌，顯已抬高或壓低並直接影響該股票之價格，依立法意旨及一般社會經驗，自應認有連續以高價買入或以低價賣出之客觀情形，被告上開行為，顯係連續以高價買入或以低價賣出怡華公司股票，該當證券交易法第155條第1項第4款之「連續以高價

買入或以低價賣出」之客觀要件。

(二)被告雖抗辯其本有以漲停板價格或高於揭示成交價委託買進怡華公司股票之權利，法無明文限制，且係本於市場交易制度而為確保成交使然，尚難認有何不法意圖乙節。按行為人是否有抬高某種有價證券之意圖，除可參考是否以高價買進外，另可斟酌行為人買進價格是否使股價出現波動、是否有相對成交造成股票交易活絡之假象、是否有使用人頭戶等為佐證（最高法院99年度台上字第1634號判決意旨參照）。參酌證券集中交易市場之盤中撮合採取「價格優先、時間優先」原則，所謂「價格優先」係指較高價格買進申報，優先於較低價格買進申報，較低價格賣出申報，優先於較高價格賣出申報；而「時間優先」係指於申報價格相同時，以申報之時間決定成交之順序。且證交所集中市場自92年1月起實施「揭露最佳五檔買賣價量資訊」，揭示每盤撮合後成交價格及數量、未成交買進委託中最高至第五高之價位及數量、未成交賣出委託單中最低至第五低之價格及數量資訊，提供投資人充分資訊以利買賣決策參考，投資人可藉由前開價量資訊，判斷可優先成交之價格及數量，倘採取「市價委託」買進，將面臨以「較高價格買入」之風險；前述電腦撮合原則為各國股票交易普遍所採行之制度，惟仍無法排除操縱股價之可能，蓋意圖操縱股價者亦可藉此最佳五檔買賣價量資訊，得知可能在此價格範圍內之市場委託數量情形，又基於集合競價之「價格優先」、「滿足最大成交量成交，高於決定價格之買進申報與低於決定價格之賣出申報須全部滿足」及「決定價格之買進申報與賣出申報至少一方須全部滿足」撮和原則，幾乎可預見以何種價位委託買進（賣出）較大數量，可使成交價上漲（下跌）數檔，股價操縱者進而可利用該資訊，以連續逐步墊高（遞減）委託價格之方式委託買進（賣出），影響股價逐步上漲（下跌）至所欲抬高（壓低）之價位，甚可達到等同於漲（跌）停價委託影響股價之效果（見臺灣高等法院101年度金上訴字第10號卷第102頁至第10

3 頁）。故倘投資人以高於委託當時之揭示價、接近或等於當日收盤漲停參考價之價格，於盤中大量委託買進，將使一般投資人跟進，拉高當天成交價，亦影響股票當天收盤及次日開盤之價格，誤導一般投資人認該檔股票買賣熱絡，進而買賣該檔股票，拉抬該檔股票市場價格。又臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第58條之3 第2 項就買賣申報之競價方式「連續競價」更明定下列決定順序：「(1)有買進及賣出揭示價格時，於揭示範圍內以最大成交量成交；(2)僅有買進揭示價格時，於買進揭示價格及其上二個升降單位範圍內，以最大成交量成交。僅有賣出揭示價格時，於賣出揭示價格及其下二個升降單位範圍內，以最大成交量成交；(3)無買進及賣出揭示價格時，以當市最近一次成交價格上下二個升降單位範圍內，以最大成交量成交；(4)合乎前三款原則之價位有二個以上時，採最接近當市最近一次成交價格或當時揭示價格之價位」，故於此交易制度下，大量之相對高價委託買進及相對低價委託賣出，對該股成交價皆會造成立即且直接之影響，即使成交時未以委託之相對高低價成交，但價格之漲跌仍將依委託者之預期方向逐檔移動，當股價未達當日漲跌停價時，不一定需選擇以漲跌停價委託。本件被告使用他人之帳戶，連續以漲停板之價格或高於當時成交價之價格，委託買進怡華公司股票，將使一般投資人跟進，拉高當天成交價，亦影響當天之盤中成交價、收盤價及隔天開盤參考價，參以被告自兩造不爭執事項(二)所示時間、委託交易股數，占各該時段市場成交量均高達53.71%至100%，已大幅增加當日怡華公司股票之成交量，足以誤導一般投資人認該檔股票買賣熱絡，進而投資買賣該檔股票，拉抬該檔股票市場價格，顯見其意在造成同開公司股票交易活絡之表象，實際上亦已造成怡華公司股票交易活絡之表象。參以被告係使用他人之帳戶進行買賣怡華公司股票，難謂其無規避主管機關查緝之意。足徵被告確有抬高怡華公司股票交易價格及製造怡華公司股票交易活絡表象之主觀意圖甚明，是被告否認有影響

股價之意圖，委無足採。又觀之被告上開連續以漲停板之價格或高於當時成交價之價格委託買進怡華公司股票，均非單純以當時揭示成交價進行委託買賣，而此操盤策略，無非係欲造成價格優先之情形而立即影響成交價提高，進而使一般投資人跟進，益徵被告確有操縱股價之行為，而非僅係為了確保成交而已。被告此部分所辯，尚難憑採。

(三)被告另抗辯稱：不得僅以被告買賣怡華公司股票超過該日成交量20%，認定被告有操縱股價之意圖乙節。按證券集中交易市場主要之機能，係在形成公平價格，此公平價格之形成，在於市場之自由運作，在自由市場中，有價證券之交易，係基於投資人對有價證券的體認，形成一定供需關係，並由供需決定其價格。申言之，價格之形成，係因供給及需求而決定，供給不變如需求增加，價格上漲，此事理之必然；又一般財貨勞務，逢需求增加而價格上揚時，供給者每每提高產能以獲取更高利潤，是以需求增加引發之價格上升最終又因增額之供給而達到新的價格平衡，然各股總流通在外股數在短期間內係固定，有別於一般財貨勞務，並不能因需求上升而使公司立即發行新股，股票價格於集中交易市場、店頭市場本係依據供需決定價格，買單多則上漲，賣壓沉重則下跌。因之，價格之形成如係本於一定成員間相互聯絡，此一價格即非本於供需而形成之價格，係人為之價格，係本於市場操縱行為而得之結果，此種扭曲市場價格機能之行為，必將使投資大眾受損，故證券交易法第155條明文禁止市場操縱行為。而依證人陳啟華於審理時證述其於查核過程中，就投資人買賣股票數量占市場比重20%是其觀察數據之一，須繼續檢視其委託與成交之情形等情（見本院卷二第210-220頁），足見投資人於某特定時段買賣超過市場成交量20%以上，確會對市場交易造成一定的影響，此際若行為人再搭配以相對成交及抬高或壓低股價等舉措，造成集中交易市場交易活絡之表象，所呈現股價跳檔向上或向下移動之趨勢，自可吸引其他投資人一同跟進購買或拋售該特定股票，促使該

向上或向下之趨勢更加明顯，進而影響該股票在集中市場之價格。本件被告於兩造不爭執事項(二)所示時間以他人名義連續針對怡華公司股票進行交易，除均占該時段市場成交量20%以上，並均集中於短期間外，被告尚有以抬高或壓低股價及相對成交等舉措，對怡華公司股票形成相當推升、拉跌之動能，依前開說明自足造成集中交易市場交易活絡之表象，足證被告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。是被告此部分抗辯，亦無可採。

(四)被告又抗辯稱：怡華公司股票屬小型股票，其價格本極易因市場供需發生劇烈變動，況被告焉有在委買、委賣瞬間事先獲知尚有多少數量之買賣乙節。惟細觀卷附之臺灣證券交易所股份有限公司怡華股票（代號1456）交易分析意見書之怡華股票價量變化表及走勢圖、臺灣證券交易所股份有限公司101年4月30日臺證密字第1010009176號函及函附97年2月9日至同年3月9日期間證券行情資料明細表（見98年度偵字第13432號卷四第8頁、第28頁，臺灣高等法院101年度金上訴字第10號卷第98-99頁），於被告葉定宏本案開始操盤前（即97年3月10日以前），每日成交量最低為41,002股約41張（千股），最高達1,559,308股約1,559張（千股），每日平均成交量為324,434股約324張（千股），惟自被告葉定宏開始操盤後，每日成交量最低為105張（千股），最高達9,728張（千股），每日平均成交量約為1,447張（千股）；兩相對照，足見被告葉定宏於本案操盤前，市場上買賣怡華公司股票之投資人並不多；兼衡怡華公司股票屬小型股票，股本小、市場上投資下單買怡華公司之股票者寡，交易量較低，買賣該股票極容易占當日或單一時段市場成交量之高比例，而以被告葉定宏每次下單之委買或委賣張數，少則數十張，多則數百張之情形觀之，任職國票證券公司營業員之被告，本於其專業投資判斷下單時，客觀上已可預知

委買或委賣之價格成交時，其所占當日成交量之比例甚大，足以影響正常之交易價格，或影響每日成交量。況被告連續以高價委託買進怡華公司股票之成交量，占各該時段市場成交量均高達53.71%至100%，顯見其確有影響股價之操控能力。從而，被告在買賣上開股票之時，其買賣股票價格之形成並非本於供需而來，係被告為影響股價之事先決定者，所為仍係市場操縱行為，為法所禁止。被告此部分抗辯，亦無可採。

(五)被告又稱：被告因工作因素，於交易期間內「合理使用」至親之帳戶，與常情尚無不符乙節。依證券商辦理有價證券買賣融資融券業務信用交易帳戶開立條件第2條第2項規定：「委託人申請開立信用帳戶達5戶以上時，前項第3款及第4款所申請融資額度之計算應加計前已開立信用帳戶所核定之融資額度，且財產證明為第3條第1項第2款金融機構存款證明者，應以最近1個月之平均餘額為計算基準」，可得知自然人辦理信用帳戶並無總數之限制，被告本可重複申請開立信用帳戶，僅於戶數達5戶以上時，於計算融資額度之財產證明較為嚴格而已，惟就經驗法則而論，如係使用人頭帳戶，則有諸多麻煩及風險：如人頭帳戶之銀行存款利息收入及被告購買股票所分配到之股利所得均登記在人頭戶名下，會增加提供人頭戶者之賦稅，被告如尋求提供人頭戶者之意願，勢必在事後需要計算人頭之增額稅負並支付予人頭戶；股票及現金均登記在他人名下，人頭帳戶之權利人可藉由辦理存簿遺失、印鑑變更之方式輕易侵占被告之股份及現金；被告須於申請信用帳戶時對個別人頭戶提供財力證明；銀行帳戶開立時需人頭親自辦理；被告需要掌握人頭戶之印鑑、存摺。準此，被告最初如為資金調度而開立信用戶，應優先以自己分別向各個證券商申請開設信用戶，直到每一家證券商都已設立，且融資餘額猶為不足時才有開設人頭戶的需求，惟被告卻願承擔上開風險以他人名義設立證券帳戶並從事交易，難認被告利用其至親帳戶下單係合理使用。再對照

前揭被告利用大量資金短時間連續、密集買賣同一股票，並搭配以抬高或壓低股價等舉措，造成集中交易市場交易活絡之表象，進而誤導一般投資人搶進而買賣該檔股票，藉此拉抬或壓低該檔股票市場價格，益證被告確有操縱股價之意圖，被告此部分抗辯，亦無可採。

(六)此外，證券交易法第155條第1項第5款所規定之「相對成交」，係指行為人利用在證券集中交易市場買賣股票，依電腦撮合交易之機會，由同一人或同一集團之人利用多數相同人或不同人所設帳戶，依一定之相同價格及數量，為相反方向之上市證券買賣，以撮合交易成功，因買賣雙方之委託人同屬一人或同一集團之人，實際上並無移轉證券所有權之行為。又行為人有否炒作某種有價證券之意圖，除可參考是否以高價委託買進、低價委託賣出外，另可斟酌是否有沖洗性買賣之相對成交造成股票交易活絡之假象為佐證。而此種不合經濟效益之交易行為確可作為「意圖」炒作股票之有力證據。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為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（買進及賣出各計算1次）及證券交易稅（賣方繳納），已違反一般投資常規（蓋同一投資人實無可能在同一時間內既看好該股前景而買進，竟又看壞而賣出），顯不合理，究其所為目的，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為明顯。查證人陳啟華於本院100年度金重訴字第2號刑事案件審理時證述：因證交所有電腦監視系統，會就股票進行監控，如果有價量變動幅度較大，投資人有集中買賣之情形，會篩選出來分析，本案發現到被告

有影響股價及相對成交之情況，以本案97年4月14日交易為例，被告使用之葉定誠帳戶在成交時間10點10分05秒47微秒之成交價是4.01，成交股數是194千股，買方跟賣方都是葉定誠，賣方委託時間為9點50分02秒25微秒，委託價是漲停價4.01，委託股數是194千股，買方委託時間是10點09分58秒35微秒，委託價也是4.01，委託股數是399千股，葉定誠帳戶在9點50分02秒掛出，那時還未成交，在10點09分58秒時以同樣的漲停價下單委託買進，造成自己買到自己賣出的股票，這就是相對成交，當天被告的相對成交股數，占市場成交量百分之20.61，被告在97年4月14日、15日、29日及5月13日等4個營業日，相對成交量比例介於14.67%到71.05%，另於97年5月14日到97年6月16日之12個營業日，被告也有相對成交情形，其中97年5月15日等7個營業日相對成交數量最為明顯，相對成交數量占該股票總成交量14.98%，其中97年5月15日等7個營業日之相對成交數量占該股票總成交量13.26%到46.73%（見100年度金重訴字第2號卷一第168-169頁、本院卷二第210-220頁）。據此，本件被告使用葉定誠帳戶以相同價格委託賣出後又委託買進，即係以葉定誠之帳戶，為相反方向之買賣，以撮合交易成功，因買賣雙方之委託人同屬一人，實際上並無移轉證券所有權之行為，自屬該法所規定之相對成交。被告抗辯以：97年5月30日影響怡華公司股價上漲6檔，上漲幅度甚小，且該日之收成價格較前一日下跌0.19元，又怡華公司股價於追蹤期間一共下跌1.05元，跌幅達22%，被告於該追蹤期間共賣超6854千股，並虧損1,406,360元，被告並無任何拉抬怡華公司股價之行為，亦無藉機拉抬股價後賣出獲利之情形云云。查前揭相對成交情形，除徒增手續費用之支付外，並未賺得任何差價，其目的應在於藉同筆資金反覆買賣，以製造怡華公司股票交易熱絡之假象，與當日沖銷係指投資人對同一股票進行低買高賣或高賣低買的信用交易模式，用意在於盤中賺取買賣之間價差之情形不同，是辯護人前詞置辯，委

無足採。又被告係於同段期間對怡華公司股票連續、密集地委託買賣而成交，於97年3月10日至同年5月13日止，其中有11個營業日相對成交達9,930千股，占該股票總成交量65,156千股之15.24%，於97年5月14日至同年6月16日內，以葉定誠帳戶名義持續大量委託買賣怡華股票，其中有12個營業日，相對成交股數最低119千股至最高4,274千股間，占該股票各該日市場總成交量比率介於13.26%~46.73%之間，總相對成交量8,865千股，則占該期間該股票市場總成交量59,168千股之14.98%，足證被告確係以沖洗買賣之相對成交行為製造怡華公司股票交易熱絡之假象，被告企圖誘使他人參與買賣以炒作上開股票之主觀意圖甚明。被告抗辯於97年5月30日影響怡華公司股價上漲6檔，僅被告單筆委託交易，無連續高價買進之情事乙節。惟所謂「連續」，係指於「一定期間」內連續多次，非指「一日」內連續多次而言，是其所辯自非可採。

(七)被告另以：「臺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4條第1項第7、8款及「臺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4點異常標準之詳細數據及除外情形」第8條、第9條規定，認怡華公司股票之日週轉率應達5%以上或累積週轉率達50%以上，始達交易活絡之程度云云，資為抗辯。然前揭「臺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」及「臺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4點異常標準之詳細數據及除外情形」，係針對明顯重大異常交易所訂定之標準，俾維持證券交易市場之秩序，並保護投資人，達此門檻者無待任何機關審核均足以認定為異常交易，使臺灣證券交易所股份有限公司無需任何機關認定，即可告知大眾異常交易訊息，尚非謂未達前開標準者，即為合法交易而無造成市場交易活絡之表象。再者，依上開作業要點第4條「本公司於每日收盤後，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：...」之規定可知，最近一段期間之累積週轉率明顯過高（第7款）及當日週轉率過高（第8款）僅為判斷是否交易活絡異常之參數之一，縱公司股票之日週轉率或累積週轉率未達前揭所示之比例以上，但若有該作業要點第4條其他款之情形者，仍得認定屬異常交易，公告其交易資訊。又法官依據法律獨立審判，不受任何干涉，憲法第80條載有明文，臺灣證券交易所股份有限公司為民營組織，關於公司內部業務處理方式之規定，非屬憲法第80條所稱之法律，法院於審判案件時，固可予以參酌，法院仍得依據法律，表示不同見解，並無拘束法院之餘地云云。惟查怡華公司股票於查核期間內之週轉率雖未達上開作業要點之標準，然被告以相對成交行為製造怡華公司股票交易熱絡之假象，企圖誘使他人參與買賣以炒作上開股票之主觀意圖，已如前述，是此部分抗辯，顯有誤會，亦難資為有利於被告之認定。

(八) 被告雖又辯稱：伊為充業績，加上資金有限，不得不反覆多次買進、賣出，但無影響股價或造成該股票交易活絡表象之犯意云云，證人即國票證券公司內壢分公司負責人徐幼玲雖於臺灣高等法院101年度金上字第10號案件審理時到庭結證稱：營業員多少會因業績無法達到，而自己買賣股票以達業績門檻等語（見本院卷二第31-35頁）。惟查：衡諸常情，被告倘為增加業績，自可買賣各類績優股票，何必甘冒風險，將資金大量投入怡華公司單一股票？啟人疑竇。益徵被告係刻意選擇冷門股或小型股炒作，製造特定股票交易熱絡的表象，而炒作股價。參之被告於查核期間委託買進怡華公司股票之成交量，占當盤成交量比重達53.71%以上，甚至達100%之情形，有如前述，顯見其確有影響股價之操縱能力，兼衡被告上揭相對成交、拉尾盤等情，堪認被告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擾，藉以引誘他人買進或賣出，利用股價落差圖謀不法利益之意圖。是被告此部分所辯，實與事理相悖，自無足採。

(九)綜上所述，被告確實有違反證券交易法第155條第1項第4、5款之行為，堪以認定。

## 六、原告之授權人是否為善意買受人？

(一)關於證券求償訴訟善意投資人之所謂「善意」要件，係指不知有被告不法行為之投資人，就舉證責任之分配而言，相對人並非善意之內心權利障礙事由，應由主張權利不存在之一方負舉證責任。是不法行為人主張本案投資人為惡意時，應就其惡意負舉證責任。

(二)準此，本案投資人於被告不法操縱怡華公司股價期間買賣股票，並無就其善意舉證之必要，被告主張本案投資人為惡意時，應就其惡意負舉證責任。被告迄未舉證以實其說，所辯自難採信。

## 七、被告是否須負侵權行為之損害賠償責任？被告是否因故意或過失，不法侵害他人之權利？被告是否故意以背於善良風俗之方法，加損害於他人？被告是否違反保護他人之法律，致生損害於他人？證券交易法第155條第1項第4、5款是否為「保護他人之法律」？

(一)按因故意或過失，不法侵害他人之權利者，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。違反保護他人之法律，致生損害於他人者，負賠償責任。但能證明其行為無過失者，不在此限，民法第184條定有明文。

(二)查被告意圖抬高怡華公司股價而連續以高價買進股票，且影響怡華公司股票開盤價或盤中成交價，或以相對成交方式造成交易活絡之表象，操縱怡華公司股票價格，投資人信賴股票交易市場而以虛漲之價格買進股票，使原告授權人之財產權受有損害，其行為自己該當前述民法第184條第1項前段規定。而不法操縱行為係以交易行為作為傳達錯誤訊息之媒介，對投資人或資本市場為錯誤訊號之釋出，期待善意投資人與效率資本市場基於錯誤而為一定表示之另一種形式之不實陳述詐欺行為，操縱股價行為，亦屬背於善良風俗之方法。被告操縱股價行為亦該當民法第184條第1項後段之明文

。〔三〕又有價證券之交易，應由買方和賣方本於充足而正確之資訊，形成對證券價值之體認，因而產生一定之供需關係，據以決定買賣價格。若以不實之交易行為，或散布不實之資訊，製造證券供需與價格變動之假象，誤導投資人，進而扭曲證券交易之價格與數量，破壞自由市場機能，即非法之所許。禁止操縱行為之立法，不但為填補個別投資人之損失，更在於確保交易之公平誠信，維護證券市場之健全發展，證交法關於操縱股價之規定亦屬保護投資人之法律無疑。被告葉定宏違反證交法規定已陳述於前，即亦屬違反民法第184條第2項所稱「保護他人之法律，致生損害於他人者」之情形。

〔四〕綜此，原告依民法第184條規定訴請被告對於原告之授權人所受損害請求損害賠償，洵屬有據。

八、原告之授權人買賣怡華股票與被告之行為間是否有因果關係？原告之授權人買賣怡華股票所受損害與被告之行為間是否有因果關係？

〔一〕按當事人主張有利於己之事實者，就其事實有舉證之責任。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277條定有明文。而上開舉證責任之規定，為原則性之規定，於具體事件之適用，法院仍應依誠信原則定舉證責任之分配。例如，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，有違正義原則，故民事訴訟法第227條但書規定「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。因此，揆諸民事訴訟法第277條之立法理由，若責由授權人就其確因被告之操縱股價行為而受有損害之事實，負舉證責任，實有違正義原則，亦顯失公平，故此部分應由被告依民事訴訟法第277條但書之規

定負舉證責任。

(二)再者，證券交易市場每日成交金額及成交筆數眾多，且證券交易之買賣雙方係透過證券經紀商在集中交易市場由電腦撮合成交，是以對於證券交易之買賣雙方，未曾謀面或直接交涉，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，證券交易法有關被告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。如行為人以沖洗買賣等操縱市場之法，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。換言之，倘被告對證券市場確有操縱情事，原告毋須再就因果關係負積極舉證之責任，而應由被告舉證證明其操縱情事，與原告授權人之損害間無因果關係，否則被告仍不得免除其責任。

(三)綜此，被告操縱股價之行為與授權人買進怡華股票之行為二者間，應推定有因果關係，當由被告舉證證明其操縱股價之行為，與原告授權人之損害間無因果關係，始可免責。被告無法舉證以實其說，其所辯自難憑採。

九、有關「真實價格」應如何認定？原告主張以操縱行為結束後90日之收盤平均價格2.53元為計算基礎，被告主張應以操縱行為開始前10個營業日之收盤平均價格 3.342 元為計算基礎，孰者較有理由？

(一)對於市場操縱行為所生損害賠償計算之方式，無論於現行法令下或實務上均無明確之標準，對於「真實價格」之認定有以操縱行為結束後90個交易日平均收盤價格為認定者；亦有

以操縱行為開始前10日公司收盤平均價格作為損害賠償基準者，其計算方式均不相同。

(二)我國證券交易法就證券詐欺、財報不實、公開說明書不實之損害賠償，與操縱市場相同，均未明文損害賠償之計算方式。然95年1月11日修正後第157條之1第3項前段就內線交易之損害賠償，則具體規定計算方式為「對於當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任」。美國法上，就Rule10b-5相關案件之賠償範圍，則明文不得超過原告實際損害，並以原告實際購買價與消息揭露後90日平均價格間之價差為上限。關於採後者為賠償上限之理論基礎，係考量市場於正確消息揭露後可能呈現恐慌，以致股價崩跌至其實既應有價值之下，若以此崩盤價格(crash price)作為計算依據將過大誇大原告損害，故採取較長之90日期間均價以使市場可正確反應揭露正確消息對股價之影響。比較我國證券交易法第157條之1第3項之規定與上述美國證券交易法之規定，可知我國證券交易法第157條之1第3項係認為消息公開後10個營業日收盤平均價格即為該證券應有之真實價格，而美國法採用消息公開後90日平均價格則僅係作為賠償額之上限，不使賠償額因短期恐慌性賣壓而遭過度誇大，原告仍須以其他方式證明其實際損害額為何，以美國法計算消息公開後90日均價僅係用以建立賠償上限，過濾恐慌性賣壓對股價所造成過度影響之立法態度，可知美國法並不認為消息公開後90日均價可用以認定特定證券之真實價格，考量90日之期間甚長，可能介入影響股票價格之因素過多，於我國法亦未明文採用消息公開後90日均價作為計算基準之情況下，尚不宜逕行採取消息公開後90日均價作為特定股票真實價格認定之依據，是以原告主張以操縱行為結束後90日之收盤平均價格2.53元為計算基礎，尚非可採，先予敘明。

(三)再者，我國證券交易法僅於第157條第3項規定以消息公開後10個營業日收盤平均價格即為該證券應有之真實價格，對

於其他證券詐欺類型並無相同規定，且證券交易法於95年1月11日之修正，包括同法第20條、第20條之1、第31條、第32條、第155條、第157條之1在內，同日修正之上開法條既均無與第157條第3項相類似之規定，故本件操縱怡華股價之情況尚無從逕行適用第157條第3項之計算方式。惟考量第157條第3項係立法者基於我國證券交易所之交易現況（投資人結構中散戶所佔比例較高、設有漲跌幅限制，並慮及我國證交所交易規模等）所為之規定，足見我國立法者認為影響特定股票股價之重要事件，於我國證交所之交易現實下，於揭露後10個交易日內，該事件之影響即可趨於平靜，而該10個交易日之平均收盤價可認為係業已充分反應該事件影響後之真實股價。

四、綜上所述，本件「真實價格」之認定，亦應以操縱行為開始「前」十個營業日收盤平均價格為計算基礎。以此基準，本件被告操縱股價之期間始於97年4月11日，並以該日「前」10個營業日（97/3/28、29、31、4/1、2、3、7、8、9、10）收盤平均價格為計算基礎，如參諸怡華公司97年3、4月份之個日成交資訊，即可知10日均價為3.342元，此方得視為「擬制性」真實價格。

十、怡華公司於97年9月8日減資，就原告之授權人「迄今仍持有之股數」或「減資基準日後方賣出」之股數，是否應乘以減資比例74.9%？

原告就授權人「迄今尚持有」之股數或「減資基準日即97年9月8日後方賣出」之股數，均主張須乘以「減資比例」作為持股數量之認定標準。惟查：怡華公司減資後，投資人之持股「變少」，則相對地現存持股價值也變少，然「減資」與否，乃屬怡華公司之經營政策，且經怡華公司股東會所決議，此「減資」顯與被告葉定宏之操縱行為無因果關係，如以減資後之持股做為損害賠償計算之基礎，顯不合理。故本件計算損害賠償金額時，就原告之授權人「迄今仍持有之股數」或「減資基準日後方賣出」之股數，應毋須乘以減資比

例74.9%。

二、原告之授權人是否須負與有過失之責任？如是，各該扣抵之比例及金額為何？

本件被告關於部分原告授權人應負與有過失責任之抗辯，係建立在真實價格以原告主張之每股2.53元計算之基礎上（見本院卷二第159頁），惟本院已認定真實價格採被告主張以每股3.342元計算，較為允當，則因怡華公司股價嗣後並未上漲至高於每股3.342元之價位，此時損害並無因原告授權人之不行為而擴大，即無再予審究原告之授權人是否與有過失之必要，併此敘明。

三、原告之授權人是否有損益相抵原則之適用？如是，就其請求之賠償金額，各該扣除之利益金額為何？

(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216條之1定有明文。

(二)本件被告操縱股價，使怡華公司股價長期維持高於其實際應有價格之狀況，原告之授權人於操縱期間若購入怡華股票，固須支出高於實際應有價格之對價，然若原告之授權人出售怡華股票，亦因而可售得高於其實際應有價格之對價。且被告之操縱行為係透過人頭帳戶為沖洗買賣，擴大成交量並維持股價，其行為前後逾3月，成交筆數眾多，基於電腦撮合制度，除於人頭帳戶彼此間成交外，亦可能自其他善意投資人處買進，或賣出與其他善意投資人，故應將於被告操縱期間在集中市場進行怡華股票交易均視為同一原因事實，無從切割單筆買賣而區分為不同原因事實。是以原告之授權人於被告操縱股價期間出售持股，若以先進先出法配對後確有部分交易有獲利情況，揆諸前開損益相抵之法則，自應認為係基於與造成原告損害之同一事實（亦即被告操縱股價）所致，而應自原告授權人之損害額中予以扣除，原告主張僅就損失加以計算，不應扣除獲利云云，要無可採。從而，本件原告之授權人實際受損之金額，應如附表二所載扣除獲利後之餘額，亦即附表二各原告授權人「損失」欄之數額。

三、未按給付無確定期限者，債務人於債權人得請求給付時，經其催告而未為給付，自受催告時起，負遲延責任。其經債權人起訴而送達訴狀，或依督促程序送達支付命令，或為其他相類之行為者，與催告有同一之效力；遲延之債務，以支付金錢為標的者，債權人得請求依法定利率計算之遲延利息；應付利息之債務，其利率未經約定，亦無法律可據者，週年利率為百分之5，民法第229條第2項、第233條第1項前段、第203條分別定有明文。本件係屬損害賠償之債，自屬無確定期限者；又係以支付金錢為標的，則依上揭法律規定，原告就被告應給付之金額部分，一併請求自起訴狀繕本送達翌日即100年11月29日（見100年度附民字第335號卷第331頁送達回證）起至清償日止，按法定利率即週年利率百分之5計算之利息，亦屬於法有據。

四、又保護機構依第28條規定提起訴訟或上訴，釋明在判決確定前不為執行，恐受難以抵償或難以計算之損害者，法院應依其聲請宣告准予免供擔保之假執行，為證券投資人及期貨交易人保護法第36條所明定，且被告陳明願供擔保請准宣告免為假執行，故就原告勝訴部分，爰依證券投資人及期貨交易人保護法第36條之規定，准予免供擔保為假執行，而被告部分則另爰酌定相當擔保金額，予以准許；至原告敗訴部分，其假執行之聲請已失所附麗，應併予駁回。

五、本件為判決之基礎已臻明確，兩造其餘主張、陳述並所提證據均與本件之結論無礙，爰不再一一論述，附此敘明。

六、訴訟費用負擔之依據：民事訴訟法第79條。

中華民

月 1 日

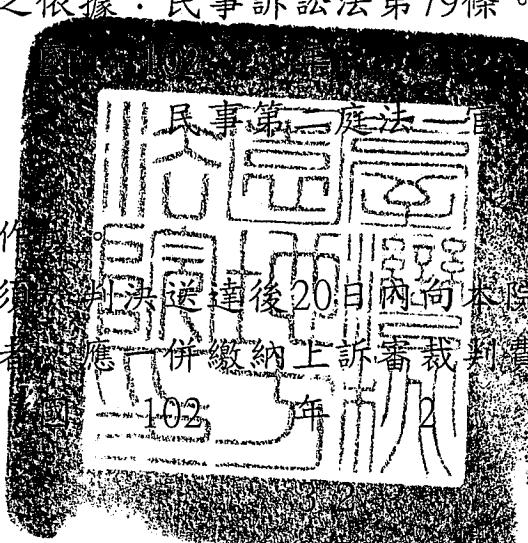
民事第一庭法官游智棋

以上正本係照原本作

如對本判決上訴，須在後20日內向本院提出上訴狀。如委任律師提起上訴者，應併繳納上訴審裁判費。

中華民

月 1 日



書記官 洪千棻



附表一：原告請求之金額

編號	姓 名	求償金額（新臺幣）
1	邱仕廷	15,300 元
2	黃國瑋	23,356 元
3	柯媚綺	12,350 元
4	王正信	164,341 元
5	饒智凱	14,846 元
6	吳建億	37,676 元
7	莊淑華	1,976 元
8	李 梨	67,101 元
9	陳寶萍	4,181 元
10	蔡曜潭	1,899,882 元
11	林正福	19,670 元
12	許立敏	8,940 元

(續上頁)

13	許蓮鑫	66,751 元
14	鍾和春	127,252 元
15	陳 祿	75,500 元
16	汪登淋	436,063 元
17	黃淑雯	198,767 元
18	陳妙菁	4,500 元
19	林姬芬	67,100 元
20	林姬華	58,700 元
21	李東陽	10,921 元
22	黃富陽	49,000 元
23	陳金全	479,410 元
24	潘佑辰	23,500 元
25	簡宏義	5,891 元
26	劉芸芳	5,311 元

(續上頁)

27	林姪伶	135,752 元
28	林玉樓	93,051 元
29	陳宥安	7,616 元
30	吳慧琴	880 元
31	魏秀英	43,000 元
32	施林倩如	5,951 元
33	張育華	8,360 元
34	邱鳳嬌	228,604 元
35	曾俊桐	62,451 元
36	官香玲	420,858 元
37	蔡李月英	29,451 元
38	陳立祈	39,486 元
39	蔡靜如	847 元
40	張金月	15,576 元

(續上頁)

41	李秀雲	27,451 元
42	許富淵	85,801 元
43	吳君萍	33,741 元

附表二：（金額均為新臺幣，元以下四捨五入）

編號	姓 名	買進成本 (a)	賣出日（ 至今仍持 有者計持 股）	股 數 (b)	單 價 (c)	小 計 (d)=(b) x (c)	操縱期 間內獲 利(e)	損失 (f) =(a) - (d) - (e)
1	邱仕廷	40,600	97/8/8	10000	3.342	33,420	0	7,180
2	黃國璋	40,410	98/5/26	共 9000	3.342	30,078	2,100	8,232
			98/6/2					
3	柯佩綺	25,000	97/8/7	5000	3.342	16,710	0	8,290
4	王正信	290,120	99/8/20	共 65000	3.342	217,230	99,900	0
			99/8/24					
5	饒智凱	24,500	100/5/11	3000	3.342	16,710	0	7,790
			100/5/12	2000				
6	吳建億	66,100	持股	15000	3.342	50,130	0	15,970
7	莊淑華	3,870	持股	1000	3.342	3,342	0	528
8	李梨	105,000	持股	20000	3.342	66,840	0	38,160
9	陳寶萍	7,970	99/10/7	共	3.342	6,684	400	886

(續上頁)

				2000 持股					
10	蔡曜潭	3,256,680	持股	716000	3.342	2,392,872	0	863,808	
11	林正福	45,260	97/8/25	9000	3.342	33,420	0	11,840	
			97/9/3	1000					
12	許立敏	24,120	97/11/5	4000	3.342	20,052	0	4,068	
			97/11/6	2000					
13	許蓮鑫	155,400	97/6/26	共 30000	3.342	100,260	0	55,140	
			99/4/26						
			99/4/27						
14	鍾和春	222,000	持股	50000	3.342	167,100	0	54,900	
15	陳禎	168,760	97/6/27	5000	3.342	116,970	0	51,790	
			97/7/1	2000					
			97/7/21	8000					
			97/7/23	10000					
			97/9/25	10000					
16	汪登琳	805,200	97/11/5	共 170000	3.342	568,140	0	237,060	
			97/11/5						
			97/11/27						
			97/11/27						
			98/1/7						
			98/1/7						

(續上頁)

			98/3/12					
			98/3/13					
			98/3/16					
17	黃淑雯	318,150	持股	63000	3.342	210,546	0	107,604
18	陳妙菁	10,060	97/9/11	2000	3.342	6,684	0	3,376
19	林姪芬	151,700	97/9/3	10000	3.342	100,260	0	51,440
			97/9/3	5000				
			97/9/4	5000				
			97/9/5	10000				
20	林姪華	125,600	97/9/3	10000	3.342	83,550	0	42,050
				15000				
21	李東陽	18,500	持股	4000	3.342	13,368	0	5,132
22	黃富陽	99,600	97/10/9	20000	3.342	66,840	0	32,760
23	陳金全	1,165,310	97/9/3~97/10/15	共 257000	3.342	858,894	0	306,416
24	潘佑宸	48,800	97/10/30	10000	3.342	33,420	0	15,380
25	簡宏義	9,680	持股	2000	3.342	6,684	0	2,996
26	劉芸芳	9,100	持股	2000	3.342	6,684	0	2,416
27	林姪伶	230,500	100/3/1	50000	3.342	167,100	0	63,400
28	林玉樓	149,900	98/8/24	共 30000	3.342	100,260	0	49,640
			99/4/7					
29	陳宥安	13,300	持股	3000	3.342	10,026	0	3,274
30	吳慧琴	3,810	97/7/10	1000	3.342	3,342	0	468

(續上頁)

31	魏秀英	98,600	97/9/9	20000	3.342	66,840	0	31,760
32	施林倩如	9,740	持股	2000	3.342	6,684	0	3,056
33	張育華	18,760	97/7/24	4000	3.342	13,368	0	5,392
34	邱鳳嬌	456,000	持股	120000	3.342	401,040	0	54,960
35	曾俊桐	104,140	98/11/17 ~ 99/11/17	22000	3.342	73,524	0	30,616
36	官香致	829,550	99/7/15~ 98/12/31	178000	3.342	594,876	0	234,674
37	蔡李月英	48,400	97/12/12 持股	7000 3000	3.342	33,420	0	14,980
38	陳立祈	78,000	99/8/19~ 99/11/30	20000	3.342	66,840	0	11,160
39	蔡靜如	1,413	持股	300	3.342	1,002.6	0	410
40	張金月	25,050	持股	5000	3.342	16,710	0	8,340
41	李秀雲	46,400	99/8/2 持股	共 10000	3.342	33,420	0	12,980
42	許富淵	145,500	98/4/15 98/5/27 持股	共 30,000	3.342	100,260	0	45,240
43	吳君萍	74,200	97/7/22~ 97/11/26 分多筆賣 出	18000	3.342	60,156	1,560	14,044
總計2,519,606元								

