

國立政治大學法學院碩士在職專班

碩士學位論文

由我國司法判決論連續交易之主觀意圖要件
A Study on the Intent Element of the Series Transaction by
Judicial Judgements in Taiwan



指導教授：劉連煜 博士

研究生：唐于智 撰

中華民國 109 年 01 月

摘要

在我國現行證券流通市場之交易制度設計下，投資人因看好或看壞個股未來走勢，為立刻買進或賣出個股以增加獲利或減少虧損，而連續、大量進行相對高價買進、相對低價賣出行為，係因應交易制度所生之必然行為，不當然具有操縱股價之意圖，但我國證券交易法第155條第1項第4款、第171條第1項就連續交易科處最輕法定本刑三年有期徒刑之刑事處罰，如何區辨合理投資買賣股票與法律禁止之連續交易即有其實際效益。本論文藉由民國104年至108年間司法刑事確定判決之內容，就法院受理證券交易法連續交易案件中關於主觀意圖要件之採認因素、量化內容、關連性進行歸納、整理，嘗試提出可供吾人參考之區別標準。

目錄

第一章 緒論	1
第一節 研究動機與目的	1
第二節 研究範圍方法	3
第二章 禁止操縱行為之理論	4
第一節 證券市場概述	4
第二節 禁止操縱行為之理論	4
第三節 操縱行為之定義	5
第三章 連續交易之介紹	8
第一節 立法修正過程	8
第二節 連續交易之構成要件	8
第四章 我國司法實務近 5 年判決關於連續交易主觀意圖要件之判斷依據	14
第一節 臺開案	17
第二節 臺鳳案	40
第三節 天剛案	60
第四節 唐鋒案	74

第五節 亞化案	84
第六節 民興案	95
第七節 金雨案	127
第八節 恩德案	138
第九節 佳大案	154
第十節 南港輪胎案	163
第十一節 環電案	181
第十二節 合機案	193
第十三節 信音案	203
第十四節 科風案	216
第十五節 康聯案	223
第十六節 旭軟案	235
第十七節 吉祥全球、佳必琪案	245
第十八節 翔昇案	261
第十九節 正峰案	267
第二十節 聯明案	273
第五章 實務認定連續交易主觀意圖要件之特徵與討論	278

第一節 司法確定判決考量之因素	278
第二節 司法確定判決考量因素之量化及關連性.....	280
第六章 結論	288
參考文獻	290



表 1 審判經過一覽表.....	15
表 2 司法確定判決採認因素表.....	16
表 3 司法確定判決採認因素量化表.....	281

第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

我國現今商業社會之運作下，集中交易市場或於證券商營業處所買賣某特定有價證券（即一般俗稱上市、上櫃股票）為常見之投資方法，依照臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第 58 之 2 條之規定「撮合依價格優先及時間優先原則成交，買賣申報之優先順序依下列原則決定：一、價格優先原則：較高買進申報優先於較低買進申報，較低賣出申報優先於較高賣出申報。同價位之申報，依時間優先原則決定優先順序。二、時間優先原則：開市前輸入之申報，依電腦隨機排列方式決定優先順序；開市後輸入之申報，依輸入時序決定優先順序。」以及臺灣證券交易所股份有限公司上市證券鉅額買賣辦法第 3 條第 1 項規定：「證券商一次申報買進或賣出之數量、種類及金額，應符合下列規定：一、單一證券鉅額買賣，其上市證券數量達五百交易單位以上。」臺灣證券交易所撮合交易採取「價格優先、時間優先」之原則，且每筆下單上限為單一有價證券 500 交易單位（亦即 500 仟股），故投資人若看好某特定有價證券，為能達其欲大量買入該特定有價證券之目的，常會以相對高價且連續多筆之方式，委託證券商掛出買單，反之投資人若不看好某特定有價證券，為能達其欲大量出脫手中持有該特定有價證券以避免虧損之目的，常會不計成本，以相對低價且連續多筆之方式，委託證券商掛出賣單，但證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款規定「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，而有影響市場價格或市場秩序之虞。」、同法第 2 項規定：

「前項規定，於證券商營業處所買賣有價證券準用之。」以及同法第 171 條第 1 項規定：「有下列情事之一者，處三年以上十年以下有期徒刑，得併科新臺幣一千萬元以上二億元以下罰金：一、違反第 20 條第 1 項、第 2 項、第 155 條第 1 項、第 2 項、第 157 條之一第 1 項或第 2 項規定。」、同法第 2 項規定：「犯前項之罪，其因犯罪獲取之財物或財產上利益金額達新臺幣一億元以上者，處七年以上有期徒刑，得併科新臺幣二千五百萬元以上五億元以下罰金。」又明文禁止基於意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格而連續高價買入或連續低價賣出之行為（下稱連續交易），並依犯罪所得財物或利益之多寡，科以最輕三年以上，最高十五年有期徒刑之刑事處罰，因此，如何分別合理投資買賣股票與法律禁止之連續交易即有其實際效益。

另由上開所述證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款關於認定連續交易之法條用語，對於如何認定符合連續高價買入、連續低價賣出而有影響市價價格或交易市場之虞之客觀構成要件，司法實務業已逐漸形成一定之共識，且可藉由一定之客觀標準予以歸納認定，但主觀上「意圖抬高或壓低集中市場某種有價證券之交易價格」之構成要件認定，因涉及投資人自身內心意志活動之運作，非任何外人所得窺探或得悉，而連續交易之行為，經證券交易法明定科以三年以上十五年以下有期徒刑之高度刑事處罰，亦如前述，除投資人基於某些特定原因、目的而願自白其內心意圖並承認犯罪或證據恰好蒐集齊全（例如遭檢調機關監聽、共犯自白供出而有明確之證據）外，要具體判斷個案投資人進行連續高價買入、連續低價賣出交易行為之際具有抬高或壓低某特定有價證券交易價格之意圖，並非易事，本文作者即曾因在臺灣臺北地方法院刑事庭金融專庭擔任審判之職務而數度面對此類型案

件，囿於時間之限制，僅能在撰寫幾個個案判決過程中摸索，嘗試描繪連續交易主觀意圖要件之認定依據，為了能釐清歷來司法實務對於連續交易主觀意圖要件之判斷依據為何，故本文將從我國司法實務歷來之相關判決下手，針對上開癥結處思考可能之解決方法。

第二節 研究範圍方法

本文將針對實務上如何認定證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款反操縱條款中連續交易之主觀意圖要件進行分析討論，在研究方法上，先採取文獻分析法，由國內學說論著及期刊文章出發，整理、歸納證券交易法反操縱條款中關於連續交易之相關學說理論內容，再採取個案分析法，引司法院法學資料檢索系統中公開之刑事判決資料為基礎，以「證券交易法」、「連續」、「意圖」、「刑事」為搜尋要件搜尋我國最高法院近 5 年內（即民國 104 年至 108 年 7 月 31 日止）所有相關刑事判決，擇其中最後判決確定認定有罪或無罪之個案判決內容，用以分析我國法院認定行為人主觀上具「意圖抬高或壓低集中市場某種有價證券之交易價格」或不具「意圖抬高或壓低集中市場某種有價證券之交易價格」要件之判斷依據，之後歸納行為人如何外顯之行為或表徵將易使法院形成該行為人具連續交易之主觀意圖要件之心證，並進一步提出本文之想法及建議。

第二章 禁止操縱行為之理論

第一節 證券市場概述

在現今商業社會運作模式下，企業為求擴大發展規模而有資金需求，資金來源管道甚多，包括向私人、銀行借貸、原始股東注資等等，然向私人、銀行借貸，通常需提供一定之擔保，核貸條件較為嚴格，且需支付較高之利息致增加成本，而原始股東或許資力不足無力額外支應企業擴大發展所需，是企業經營者即可透過發行有價證券之方式，將所需資金劃分為小單位，向一般社會大眾募集，一般社會大眾（即投資人）則可透過小單位之出資認購企業發行之有價證券，而獲得較銀行存款利息為高的投資對價，上開企業發行有價證券供一般社會大眾認購之市場，即為傳統學說所稱證券市場中之發行市場，亦有稱之為初級市場；此外，為增加前開有價證券變換現金之彈性，使一般社會大眾易於將認購之有價證券轉售他人以換得現金，即形成傳統學說中所稱證券市場中之流通市場，或稱為次級市場，上開發行市場及流通市場彼此間關係密不可分，缺一不可，若缺少發行市場，企業經營者與投資人間資金流動即無從產生，若缺少流通市場，投資人認購之有價證券無法迅速變現流通及獲利，將大大影響投資人認購有價證券之意願，亦影響企業經營者獲取足額資金之可能性¹。

第二節 禁止操縱行為之理論

禁止操縱行為之理念，最早係源自英國王座法院（King's bench）

¹ 劉連煜，現代證券交易法實例演習，元照，2019年9月增訂十六版第1刷，頁1-2。

西元（下同）1814年 Rex v. De Berenger 案中²，該案事實：1814年間，歐洲各國聯軍正與拿破崙交戰，被告 De Berenger 及 Cochrane 等人先行以較低價格購入英國公債後，即於同年 2 月 21 日對外散布拿破崙死亡、盟軍進入巴黎而英國將獲勝之謠言，導致英國公債價格上升，上開被告再伺機出售獲利，之後因證實上開謠言內容非屬真實，又導致英國公債價格慘跌，上開被告即因而被訴，英國王座法院認為：「此次共謀行為，其目的就是造成公共危害，共謀行為是以不實謠言抬高公債和股票之價格。而其犯罪行為就在於此種共謀行為及其意圖之效果。雖然當事人還沒有達成目的，但顯然已完成犯罪行為。其影響市場價格之目的本身即為有害的。被告以不實謠言為手段所造成之虛假價格，即構成對民眾之詐欺行為。」法院藉由上開判決內容指出，自由且公開之市場，為公眾所享有之利益³，公眾應有權享有一自然而不受不當影響之市場⁴，此判決揭示之「自由公開市場理論」，即為禁止操縱行為理論之開端。經過多年之各國學術發展及司法實務運作，自由市場原則已成為各國證券交易法之立法原則，此原則揭露：「任何一個想要以個人力量意圖影響證券價格之行為，並從中獲取不當利益者皆應當被禁止」⁵。

第三節 操縱行為之定義

關於操縱行為之定義，我國證券交易法並無明確之規定，僅在證券交易法第 155 條第 1 項先列舉數款屬於操縱行為之行為內容，包含

² Rex v. De Berenger, 3 Maule & S. 67, 70, 105 Eng. Rep. 536, 537 (K.B.1814)，相關案件之介紹，參閱陳俊仁，論證券交易法操縱行為禁止之理論基礎與規範缺失-以沖洗買賣觀察，月旦民商法雜誌第 19 期，2008 年 3 月，頁 61-62；余雪明，證券交易法，中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2003 年 4 月四版，頁 438-439。

³ 陳俊仁，前揭註 2，頁 62。

⁴ 余雪明，前揭註 2，頁 438-439。

⁵ 吳克昌，證券交易法反操縱條款之研究（上），證交資料 483 期，2002 年 7 月，頁 39。

違約交割、相對委託、連續交易、相對成交、散佈不實消息，再以第 7 款「直接或間接從事其他影響集中交易市場有價證券交易價格之操縱行為」為概括之規定，以求囊括其他層出不窮之操縱行為，並於同法第 171 條課以刑事責任以宣示禁止操縱行為之立場。

雖有國內學者針對上開概括條款提出有違罪刑法定主義、構成要件明確化之批評⁶，然基於立法者不可能將所有法律構成要件羅列而為呆板規定之考量，概括條款在立法技術之使用，並非當然違反法律明確性之要求⁷，大法官釋字第 521 號解釋理由書亦為相同之論述⁸，再針對上開概括條款，司法實務詮釋為：「證券交易法第 155 條第 1 項第 6 款（為修正前之條號，修正後移列為第 7 款）之規定，旨在防止證券價格受操縱，其中對於在證券交易所上市之有價證券，不得有直接或間接從事其他影響集中交易市場某種有價證券交易價格之操縱行為。查該款所禁止對某種有價證券交易價格之操縱行為，乃指：意圖以人為方式影響證券市場價格，誘使或誤導他人為交易，使某種證券之市場價格以異於正常供需方式而變動者而言；其目的在維持證券價格之自由化，使交易市場在公平、公開的情況下充分發揮供需的價格機能，避免因人為操縱的投機行為影響市場價格而誤導投資人，致影響市場交易秩序，亦即為使有價證券之價格，能在自由市場正常供需競價下產生，避免由自由供需關係決定價格演變為有計畫的人為價格，以保護一般投資大眾，所作對特定人經濟權之限制。」⁹經參諸前開關於禁止操縱行為理論之說明及證券交易法第 155 條第 1 項第 1

⁶ 林國全，證券交易法研究，元照，2000 年 9 月初版一刷，頁 190。

⁷ 羅傳賢，立法程序與技術，五南，2012 年 7 月第 6 版，頁 135。

⁸ 司法院大法官釋字第 521 號解釋理由書：「法律明確性之要求，非僅指法律文義具體詳盡之體例而言，立法者於立法定制時，仍得衡酌法律所規範生活事實之複雜性及適用於個案之妥當性，從立法上適當運用不確定法律概念或概括條款而為相應之規定。有關受規範者之行為準則及處罰之立法使用抽象概念者，苟其意義非難以理解，且為受規範者所得預見，並可經由司法審查加以確認，即不得謂與前揭原則相違。」

⁹ 最高法院 93 年度臺上字第 5152 號刑事判決、95 年度臺上字第 5487 號刑事判決。

款至第 6 款之法條用語，本文認為應可參考前開司法實務之詮釋將操縱行為定義為：「意圖以人為方式影響證券市場價格，誘使或誤導他人為交易，使某種證券之市場價格以異於正常供需方式而變動者」，惟為達法律明確之要求，立法者應考慮將上開概括條款為相應之修正。



第三章 連續交易之介紹

第一節 立法修正過程

證券交易法於民國 57 年 4 月 30 日制訂時，即於同法第 155 條明文訂定禁止操縱行為，立法過程雖就應以列舉或概括方式立法有所爭議¹⁰，最後係採折衷方式，即列舉構成要件較為明確之數款操縱行為，再佐以概括條款以求涵蓋未來可能層出不窮之操縱行為。而就連續交易部分，自上開規定制訂時即已存在，迄今共修正 3 次，民國 57 年 4 月 30 日制訂時以證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款規定：「意圖影響市場行情，對某種有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者。」因前開法條文字「意圖影響市場行情」之「市場行情」用語解釋歧異，而參考美國證券交易法之規定，提案修正為「意圖抬高或壓低」，乃於民國 77 年 1 月 29 日經總統公告修正為：「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者。」又因上開構成要件過於空泛，而經立法委員提案修正，經政黨協商乃於民國 104 年 7 月 1 日經總統公告修正為：「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，而有影響市場價格或市場秩序之虞。」

第二節 連續交易之構成要件

依據證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款之規定：「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

¹⁰ 立法院公報 56 卷 4 期 10 冊，頁 1718-1724。

價證券，連續以高價買入或以低價賣出，而有影響市場價格或市場秩序之虞。」同條第 2 項規定：「前項規定，於證券商營業處所買賣有價證券準用之。」連續交易刑事處罰之構成要件包含下列要件：

壹、客體為在證券交易所上市或在證券商營業處所買賣之有價證券：

上市公司、上櫃公司之股票均包括在內，實務及學說上對此均無特別之爭議及討論。

貳、行為人自行或以他人名義進行交易：

此項要件係指行為人利用自身或他人所開立之證券帳戶（即俗稱人頭戶）進行交易而言，而使用人頭戶進行交易之目的極多，雖非必然操縱行為有關，但一旦行為人使用之人頭戶數多，累計各證券帳戶得以進行交易、融資之額度即會提高，對於市場交易之影響力就會提高，將同一行為人所操控之帳戶（包含人頭戶）看成一集團，一併進行認定是否符合連續交易之要件，於操縱行為禁止之理論觀之，並無違誤，實務及學說上就此亦無特別之爭議及討論。不過，在連續交易之案件中，行為人使用多少人頭戶之認定，影響行為人對市場交易之影響力，換言之，行為人使用越多人頭戶，對市場交易之影響力越大，越有可能為法院認定為非法操縱行為，但此部分僅牽涉較為單純之事實認定問題，實無須在此處深入討論。

參、行為人連續為高價買入或低價賣出之交易行為：

就如何認定符合連續高價買入、連續低價賣出一節，實務上認為：「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。」¹¹、「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。且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。故該條文所稱連續，係指多次而言；高價則指在一段期間內，逐日以高於委託當時揭示價、接近當日漲停參考價價格或以當日漲停參考價之價格委託買進而言。」¹²、「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。」¹³，學者有認為：「股票市場炒作雖有基本的型態，但其手法卻不斷翻新，法律適用必須保持一定的彈性，以因應實務需要。最高法院 74 年度臺上字第 5861 號判決¹⁴，實際上限縮第 155 條的適用彈性，其妥適性值得檢討。」¹⁵、亦有學者直接引用實務不以逐日為限之見解而未加以反對¹⁶，可知就連續交易所稱之連續要件不以逐日為限，應屬現今學說及實務之共識，惟美、日等國之立法例就此相關之規定，係禁止行為人透過連續交易以誘使他人買賣，而未就交易時之價格需高買或低賣予以規定¹⁷，且實務上處理

¹¹ 最高法院 98 年度臺上字第 6816 號刑事判決。

¹² 最高法院 97 年度臺上字第 2171 號刑事判決。

¹³ 最高法院 93 年度臺上字第 6507 號刑事判決。

¹⁴ 最高法院 74 年度臺上字第 5861 號刑事判決『所謂「連續以高價買入」，係指於特定期間內，逐日以高於平均買價，接近最高買價之價格或以最高之價格買入而言。』

¹⁵ 賴英照，股市遊戲規則最新證券交易法解析，元照，2006 年 8 月初版三刷，頁 450-453。

¹⁶ 劉連煜，前揭註 1，頁 671-672。

¹⁷ 美國、日本立法例之介紹，見同前註 14，頁 450；林國全，從日本法之規定檢視我國證交法第

司法案例時，行為人及辯護人亦多引其下單價格在最佳五檔揭示範圍內而否認係高買、低賣為答辯重點，為避免困擾及杜絕爭議，亦有學者主張宜將法條中「高價」、「低價」之用語予以刪除¹⁸，因以證券流通市場之「價格優先、時間優先」交易制度之設計，要迅速達成買進或賣出之目的，本即需要以相對高價或相對低價進行委託，所以委託價格為高價或低價，為制度設計之本質，不應究責，本文亦贊同刪除法條中「高價」、「低價」之用語，若進行相關修正，可預期將來連續交易針對之操縱行為將不僅限於以相對高價買進、相對低價賣出之行為，可能擴及所有之交易行為，如此一來，當可將手法不斷翻新的多樣非法炒作行為均包括在連續交易之處罰範圍內。

肆、行為人意圖抬高或壓低某種有價證券之交易價格：

基於證券流通市場之交易制度設計，連續以相對高價買進或相對低價賣出之行為外觀，可能為合法投資之行為，亦可能為非法之炒作行為，要辨別兩者，僅能由主觀要件下手，我國證券交易法關於連續交易主觀要件之規定即為「意圖抬高或壓低某種有價證券之交易價格」，此項為行為人之主觀想法，除非行為人願主動承認，外人均無法得悉，而要具體判斷個案行為人進行連續高價買入、連續低價賣出交易行為之際是否具有抬高或壓低某特定有價證券交易價格之意圖，實屬棘手之難題，本文以下即將由此角度切入，嘗試從近5年司法案件之判決內容就此項構成要件提出較為具體之判斷基準。

伍、行為人所為有影響市場價格或市場秩序之虞：

本條之規定，原無規定要達成如何之結果始科以處罰，亦即在不

一五五條反操縱條款，政大法學評論，第49期，1993年12月，頁123-141。

¹⁸ 劉連煜，前揭註1，頁673。

考慮證據之情況下，只要行為人有抬高、壓低股價之意圖，並為連續高買低賣之行為，不論對於市場交易之影響之大小、連續買賣之股票有多少，理論上即構成此項犯罪之構成要件，故立法委員乃就此提出修正案希望能立法修正現縮此項規定之適用範圍¹⁹，經政黨協商後始於民國 104 年 7 月 1 日修正時加入「行為人所為有影響市場價格或市場秩序之虞」之要件，然本次修正對於司法判決，並無重大影響，因過往司法實務在處理相關相關案例時已有將此要件考量在內²⁰。

陸、誘使他人買賣之意圖？

我國證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款關於連續交易之規定，立法時係參考美國 1934 年證券交易法(Securities Exchange Act of 1934) 第 9 條第 (a) 項第 (2) 款，但架構上確有不同之處，依據美國 1934 年證券交易法第 9 條第 (a) 項第 (2) 款之規定，連續交易之構成包含有三：一、需進行連續交易。二、創造某證券實際或表面上交易活絡，或抬高或壓低某證券之價格。三、基於誘使他人買賣之目的²¹，而由美國司法實務觀察，大多數關於美國 1934 年證券交易法第 9 條第 (a) 項第 (2) 款之訴訟，均涉及關於「基於誘使他人買賣之目的」要件之證明問題²²，但我國證券交易法關於連續交易之規定，則未提及「基於誘使他人買賣之目的」之要件，是在我國實務運作及學說發展上，有主張連續交易之成立需「基於誘使他人買賣之目的」^{23、24}，

¹⁹ 立法院第 8 屆第 7 會期第 13 次會議議案院總第 727 號委員提案第 17779 號關係文書。

²⁰ 林克仁，2015 年公司法與證券交易法發展回顧，國立臺灣大學法學論叢，45 卷特刊，2016 年 11 月，頁 1708。

²¹ Norman Poser, Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions, 40 U.Miami L. REV. 671, 703 (1986).

²² Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten & Gabriel V.Rauterberg, Stock Market Manipulation and Its Regulation, 35 Yale J. on REG. 67, 115(2018).

²³ 何曜琛，護盤與操縱行為一簡評最高法院九五年臺上字第二三一八號判決，臺灣法學雜誌，第 107 期，2008 年 6 月，頁 298-304。

²⁴ 最高法院 96 年度臺上字第 1044 號刑事判決。

亦有實務及學者持相反之見解²⁵、²⁶，然我國證券交易法之規定，並未提及關於造成交易活絡表象而誘使他人買賣之要件，且人為刻意操縱股價扭曲價格形成機能之手段及目的極多，非必然會造成交易活絡表象而誘使他人買賣，本文認為，以現行法律之解釋及不增加法律所未規定之要件之立場，不應加入「基於誘使他人買賣為目的」之構成要件。



²⁵ 劉連煜，前揭註 1，頁 676。

²⁶ 最高法院 95 年臺上字第 4978 號刑事判決。

第四章 我國司法實務近 5 年判決關於連續交易主觀 意圖要件之判斷依據

為了從案例之角度瞭解司法實務認定連續交易主觀意圖要件之判斷依據，本文以司法院法學資料檢索系統中公開之刑事判決資料為基礎，採用「證券交易法」、「連續」、「意圖」、「刑事」為關鍵詞，並參以證券交易法中關於連續交易規定最後係於民國 104 年 7 月 1 日進行修正，蒐集我國最高法院近 5 年內（即宣判日期在民國 104 年 1 月 1 日至 108 年 7 月 31 日之間）所有相關刑事判決，另因尚未確定之判決認定尚有變動之空間及可能，經剔除與連續交易無關、完全尚未確定、因被告認罪而未就意圖要件認定說明者，共有 20 件案件，其中獲判無罪確定者有 6 件，經判有罪確定者有 15 件²⁷，並經整理歷來審判經過為表 1 如下所示，因法院有罪之判決，係正面認定被告何種情況符合主觀意圖要件，法院無罪之判決，則係從反面認定被告何種情況不符合主觀意圖要件，均有參考之價值，又就上開 20 件司法確定判決中關於連續交易主觀要件之採認因素，本文整理表 2 如下所示，再於本章逐一整理詳列及歸納各確定判決認定被告具有或不具連續交易主觀意圖要件之依據，並提出本文對於該案判決之意見，再於次章綜合本章之案例列出被告如何外顯之行為或表徵將使法院形成該被告具連續交易之主觀意圖要件之心證，並進一步加以討論及提出本文之想法及說明。

²⁷ 經篩選結果共計 20 件案件，其中恩德案因數被告分經判決有罪、無罪確定，故在無罪、有罪部分各計 1 件，故有無罪確定者 6 件、有罪確定 15 件而與總計 20 件案件數字出入之情況。

表1. 審判經過一覽表

編號	案件簡稱	審判經過			判決確定	
		一審	二審	三審	主文	判決確定之事實審案號
1-1	臺開案(陳乃玉)	北院96訴519	高院96上訴5112		有罪	高院96上訴5112
1-2	臺開案(張滔)	北院96訴519	高院96上訴5112 高院99金上更(一)8 高院103重金上更(二)1	99臺上7675 103臺上209 104臺上36	有罪	高院103重金上更(二)1
2	臺風案	北院89訴302	高院92金上重訴5 高院95金上重更(一)2 高院100金上重更(二)7	95臺上1220 100臺上775 104臺上2617	有罪	高院100金上重更(二)7
3	天剛案	北院100金訴31	高院102金上訴13	105臺上1288	有罪	高院102金上訴13
4-1	唐鋒案(周武賢)	北院102金重訴26	高院103金上重訴18	105臺上1596	有罪	高院103金上重訴18
4-2	唐鋒案(張世傑、曾能聰)	北院100金重訴1	高院102金上重訴18	105臺上663	有罪	高院102金上重訴18
5	亞化案	北院100金訴23	高院103金上訴14	105臺上2173	有罪	高院103金上訴14
6	民興案	北院92訴1075	高院94上訴868 高院96上更(一)452 高院98金上更(二)89 高院99重金上更(三)12 高院102重金上更(四)9	96臺上3387 98臺上371 99臺上5979 102臺上2529 106臺上5	有罪	高院102重金上更(四)9
7	金雨案	中院101金重訴899	中高分院102金上訴1801	106臺上9	有罪	中高分院102金上訴1801
8-1	恩德案(王福萬)	苗院102金訴1	中高分院103金上訴1860	106臺上70	有罪	中高分院103金上訴1860
8-2	恩德案(謝子仁、盛海天、王贊雄)	苗院102金訴1			無罪	苗院102金訴1
9	佳大案	南院99金訴1	南高分院103金上訴137	106臺上205	有罪	南高分院103金上訴137
10	南港輪胎案(林爭輝、詹美年)	北院98金重訴36	高院100上重訴4 高院101金上更(一)22 高院104金上更(二)12 高院105金上更(三)13 高院106金上更(四)13	101臺上5471 104臺上2619 105臺上2304 106臺上2184	無罪	高院106金上更(四)13
11	環電案	北院103金訴1	高院104金上訴55	106臺上778	無罪	高院104金上訴55
12	合機案(余素緣、馮垂青、傅崑莛、廖昌禧、楊愷悌)	中院94金重訴3586	中高分院97金上訴975、976 中高分院100金上更(一)26 中高分院103重金上更(二)11	106臺上3111	有罪	中高分院103重金上更(二)11
13	信音案(吳昌恆、周仕昌、闕逸祥、甘信男)	北院102金重訴4	高院103金上重訴43		無罪	高院103金上重訴43
14	科風案(練成瑜、史金生、陳平、陳美珊)	北院96重訴92	高院105金上重訴3		無罪	高院105金上重訴3
15	康聯案(李欣、黃麗蓉、鄭清棋、王子元)	北院104金訴29			有罪	北院104金訴29
16	旭軟案	北院101金訴24	高院102金上訴40 高院104金上更(一)4 高院105金上更(二)4	104臺上1182 105臺上3173 107臺上4187	有罪	高院105金上更(二)4
17	吉祥全球佳必琪案(楊繼昌、辛美娟、曾潔慧、李藍雪紅)	北院100金重訴5	高院103金上重訴38	107臺上1564	無罪	高院103金上重訴38
18	翔昇案	北院95訴390	高院99金上重訴47 高院102金上重更(一)6 高院105金上重更(二)3	102臺上1276 105臺上49 107臺上3336	有罪	高院105金上重更(二)3
19	正峰案(鍾明甫、鍾貴玉華)	中院101金訴更6	中高分院105金上訴845	108臺上786	有罪	中高分院105金上訴845
20-1	聯明案(許豐暘、楊詠淇)	北院101金重訴7 北院101金訴29、49	高院103金上重訴14	106臺上1333	有罪	高院103金上重訴14
20-2	聯明案(王明松)	北院101金重訴7 北院101金訴29、49	高院103金上重訴14 高院107重金上更(一)2	106臺上1333 108臺上1177	有罪	高院107重金上更(一)2

表2. 司法確定判決採認因素表

判決結果	有罪										無罪												
	1	2	3	4	5	6	7	8-1	9	12	15	16	18	19	20	8-2	10	11	13	14	17		
採認因素-案名	壹開案	壹鳳案	天剛案	唐鋒案	亞化案	氏興案	金兩案	恩德案 有罪	住大案	合機案 第一段	合機案 第二段	康聯案	旭軟案	翔昇案	正峰案	聯明案	恩德案 無罪	南港輪 胎案	環電案	信音案	科風案	吉祥全 球佳必 琪案 權繼昌	吉祥全 球佳必 琪案 幸美娟
壹、交易量大	V		V	V		V	V	V	V	V	V	V	V	V	V		×	×				×	×
貳、高比例日數連續高買低 賣	V	V	V	V	V	V	V	V	V	V	V	V	V	V	V	V	×	×		×	×	×	×
參、背離走勢、處置標準	V		V	V		V	V	V	V	V	V	V	V	V	V	V		×					
肆、一、異常相對成交	V	V	V	V	V	V	V	V		V	V	V	V	V	V	V	×	×			×	×	
肆、二、異常虛賣虛買	V																						
肆、三、異常頻繁下單	V																						
肆、四、異常拉尾盤		V			V	V				V	V		V	V	V		×						
肆、五、異常拉開盤價				V						V													
肆、六、異常洗盤																							
肆、七、異常下大不能成交 單將成交時取消																							
肆、八、行為人同時有其他 操縱股價之不法手段				V						V													
伍、一、無合理投資目的	V	V			V				V	V			V					×					
伍、二、個股基本面、消息 面不佳			V											V			×	×					
伍、三、其他維持、拉抬股 價目的				V	V		V		V	V	V			V	V	V			×		×	×	
陸、一、特殊證據-被告自 白全部或部分				V	V		V		V	V	V			V	V	V							
陸、二、錄音								V															

說明1：有標註V或×部分係判決認定有或無之部分，空白部分為判決未提及部分
說明2：編號部分係對應表1，亦為本文第4章所對應之各節編號

第一節 臺開案²⁸

壹、背景說明：

一、事實概要及法院判決經過：

因民國 89 年間臺灣土地開發信託投資股份有限公司（下稱臺開公司）股價自每股 21、22 元崩跌至 2、3 元，張滔、陳乃玉認有炒作套利之空間，乃圖思製造該公司股票交易活絡假象，並操縱臺開公司股價在一定價格以上而抬高在集中交易市場之交易價格，竟基於犯意之聯絡，由張滔決定股票買賣價格，陳乃玉負責籌措所需資金、提供人頭買賣帳戶，自民國 90 年 4 月 10 日起至 90 年 6 月 22 日止，陳乃玉取得不知情之人頭帳戶後，併同陳乃玉、張滔本人帳戶，連續於判決附表 2 所示時間，持續以高價買入或以低價賣出之方式，意圖抬高臺開公司之股價（詳情如判決附表 2 所示，即如後貳、二、（一）至（四十）所詳列）。

張滔、陳乃玉被訴共同操縱臺開公司股票股價，陳乃玉經臺灣臺北地方法院 96 年度訴字第 519 號、臺灣高等法院 96 年度上訴字第 5112 號判處有罪，因未上訴而確定；張滔經臺灣臺北地方法院 96 年度訴字第 519 號、臺灣高等法院 96 年度上訴字第 5112、99 年度金上更（一）字第 8 號、103 年度重金上更（二）字第 1 號判處有罪，最後經最高法院 104 年臺上字第 36 號駁回上訴而有罪確定，故本件將以臺灣高等法院 96 年度上訴字第 5112 號、103 年度重金上更（二）字第 1 號刑事判決認定有罪確定之內容為分析標的。

²⁸ 最高法院 104 年度臺上字第 36 號刑事判決、臺灣高等法院 96 年度上訴字第 5112 號、103 年度重金上更（二）字第 1 號刑事判決。

二、被告答辯要旨：

(一) 張滔：

否認操縱股價，違約交割都已經去自首，若有炒作也會一併自首，買賣臺開股標只是為了要幫陳乃玉擔任業務員之女兒衝業績，另系爭個股於分析期間漲幅落後同類股，主觀上並無不法意圖。

(二) 陳乃玉：

並非炒作股票，純係為幫營業員女兒陳姿樺添加業績，方會請張滔過來幫忙，事實上買的股票不僅臺開股票，尚有其他種類，且買賣均係依據張滔指示籌措資金，賣賣之時間、價格、張數等亦係張滔一人決定，並未參與。

貳、法院在此案認定被告具連續交易主觀意圖要件之依據，經本文整理歸納如下：

一、交易量大：

本件認定連續交易期間為民國 90 年 4 月 10 日起至 90 年 6 月 22 日共 53 個營業日，相關控制帳戶參與市場交易量大，相關控制帳戶於認定連續交易期間買進占臺開股票市場總成交量 67.99%，賣出占臺開股票市場總成交量 62.24%；其中 42 個、22 個營業日之買入量超過當日該股成交量 50%、80%，其中 37 個、8 個營業日之賣出量超過當日該股成交量 50%、80%。

二、高比例日數有連續高價買進之情形：

53 個營業日中有 40 個營業日以連續大量以高於下單時前檔揭示成交價格或漲停價格高價買進之情形。

三、個股漲跌幅度、交易量與同類股、集中市場背離：

自民國 89 年 11 月 23 日起至 90 年 6 月 30 日止，臺開股票價格之漲跌幅度上漲高達 80.43%，惟同期同類股、集中市場（大盤）平均漲跌幅度則分別僅上漲 7.15%、下跌 5.12%；另臺開股票同期成交量則增加 228.47%，而同類股、集中市場平均成交量則分別僅增加 19.47%、2.91%。

四、異常下單模式：

- （一）先利用控制帳戶先下好特定價格（本日為高於前檔揭示成交價格之 4.99 元）賣單後，再下相同特定價格（本日為高於前檔揭示成交價格之 4.99 元）買單，遂使臺開公司股價得照其預先安排之特定價格成交。
- （二）相關控制帳戶間交互下單委託頻繁，委託時間相近，並多有委託序號相近情事，顯見上述臺開公司股價交易並非單純以市價或漲停價下單，而被告及陳乃玉係巧妙利用股票價格撮合之「時間優先」及「價格優先」原則，逐步拉抬臺開公司股價乙節甚明。
- （三）相關控制帳戶間在 53 個營業日中有 16 個營業日有多筆相對成交，每日相對成交數量占當日總成交量 16.22% 至 82.4% 之間，除 1 日為 16.22% 外，其餘各日均在 42.23% 以上。

五、與被告答辯之下單目的不合：

被告辯解為他人代購股票以求董事席位而否認操縱犯意，然考量資金持有成本及股權轉讓閉鎖等因素，理論上自應以較低之成本取得方符合經濟效益原則；而炒作股價者則著重於股價之拉抬，股價拉抬愈高，愈能創造更多的價差利益，被告與陳乃玉於 53 個營業日以分散人頭散戶及券商方式，既買又賣臺開公司股票，臺開股票市場成交量超過六成交量皆由被告控制帳戶貢獻，先製造

交易活絡假象，再以連續大量以高於下單時前檔揭示成交價格或漲停價格買入方式，將臺開公司之股價逐步抬高，被告所為顯與為取得經營權而大量購入股票情形有異。

參、法院認定被告具連續交易意圖之詳細內容：

一、被告所提僅投資幾筆及為擔任業務員之女衝業績答辯不可採之理由：

依法院函詢臺灣證券交易所取得被告張滔與陳乃玉等人使用人頭帳戶於民國 89 年至 90 年間買賣臺開公司股票實際交易情形，經比對研析可知：1、相關控制帳戶，自民國 89 年 11 月 23 日溯前，除陳乃玉買過一次外，其他帳戶並無買賣臺開公司股票，另自 90 年 2 月份後，上開帳戶即頻繁且大量的交易臺開公司股票，經審視證交所告發書列示被告等影響臺開公司股價期間（即民國 90 年 4 月 10 日至 6 月 20 日間）及被告違約交割之 6 月 21 日、22 日等 53 個營業日，若被告張滔及陳乃玉當日未以自己或相關人頭帳戶購買，如 5 月 8 日、16 日，則當日臺開公司股票成交量即大幅萎縮；另前開期間臺開股票市場總成交量 9114 萬 1000 股，而張滔及陳乃玉利用相關控制帳戶於上開期間共 53 個營業日買進 6197 萬 8000 股，賣出 5672 萬 2000 股，亦即張滔及陳乃玉利用相關控制帳戶於上開期間買進占臺開股票市場總成交量 67.99%，賣出占臺開股票市場總成交量 62.24%，買進部分，於民國 90 年 4 月 10 日、11 日、12 日、13 日、16 日、17 日、18 日、19 日、20 日、23 日、24 日、25 日、26 日、30 日、5 月 3 日、7 日、9 日、11 日、15 日、17 日、18 日、21 日、22 日、24 日、28 日、29 日、30 日、31 日、6 月 4 日、5 日、6 日、7 日、8 日、11

日、12日、14日、15日、18日、19日、20日、21日、22日等42個營業日單日買進占臺開公司當日股票成交量超過50%，而42個營業日中，於民國90年4月16日、24日、26日、5月7日、9日、11日、28日、30日、31日、6月4日、5日、6日、7日、11日、12日、14日、15日、18日、19日、20日、21日、22日等22個營業日單日買進占臺開公司當日股票成交量更超過80%；賣出部分，於民國90年4月11日、12日、13日、16日、18日、20日、23日、24日、25日、26日、30日、5月2日、3日、4日、7日、9日、11日、14日、15日、17日、21日、28日、29日、30日、6月1日、4日、6日、7日、8日、11日、13日、14日、18日、19日、20日、21日、22日等37個營業日單日賣出占臺開公司當日股票成交量超過50%，而37個營業日中，於民國90年4月16日、26日、5月9日、11日、14日、29日、6月8日、14日等8個營業日單日賣出占臺開公司當日股票成交量更超過80%；張滔及陳乃玉利用相關控制帳戶買賣交易詳如判決附表3。張滔與陳乃玉如為看好臺開公司股票，卻於53個營業日間分散人頭散戶及券商，既買又賣臺開公司股票，上開期間臺開股票市場成交量超過六成成交量皆由張滔與陳乃玉等人頭帳戶所為，顯非被告所言僅買幾張爾爾，或為陳姿樺賺取業績足以掩飾。

二、法院認定被告連續交易具主觀意圖要件之說明：

另就臺灣證券交易所股份有限公司91年1月25日臺證(91)密字第400032號函及附件列示，對於民國90年4月10日至6月20日間（即臺開公司股價受有明顯影響期間）及被告違約交割之6月21日及22日，逐筆審視委託下單情形，發現自民國90年4月10日至90年6月22日止，被告張滔及同案被告陳乃玉利用相

關控制帳戶，連續大量以高於下單時前檔揭示成交價格或漲停價格買入之方式，抬高臺開公司之股價意圖明確，茲列對臺開公司股價有明顯影響之各營業日之交易情形如下：

- (一) 民國 90 年 4 月 10 日，陳國能於 13:18:18 至 13:23:25 間，以高於下單時前檔揭示成交價格 7 檔之 4.60 元及漲停價格 5.15 元，分 3 筆委託買進 120 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.53 元上漲 12 檔至 4.65 元。
- (二) 民國 90 年 4 月 11 日，陳國能於 12:38:06 至 12:42:33 間，連續以高於下單時前檔揭示成交價格 10 檔之 4.50 元，分 4 筆委託買進 30 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.40 元上漲 10 檔至 4.50 元。又陳國能於 12:51:56 至 12:52:26 間，連續以高於下單時前檔揭示成交價格 8 檔之 4.60 元，分 2 筆委託買進 15 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.52 元上漲 8 檔至 4.60 元。又陳乃玉於 13:00:01 間，以漲停價格 4.83 元，委託買進 54 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.60 元上漲 5 檔至 4.65 元。又陳國能於 13:03:54 至 13:05:16 間，連續以高於下單時前檔揭示成交價格 5 檔之 4.65 元，分 2 筆委託買進 60 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.60 元上漲 5 檔至 4.65 元。又陳式良、陳乃玉與陳國能於 13:25:06 至 13:27:01 間，以高於下單時前檔揭示成交價格 3 檔之 4.70 元及漲停價格 4.83 元，分 4 筆委託買進 108 仟股，前述委託成交 77 仟股，使成交價由 4.67 元上漲 16 檔至漲停價格 4.83 元。
- (三) 民國 90 年 4 月 12 日，陳乃玉於 11:24:15 至 11:29:13 間，連續以漲停價格 5.15 元，分 6 筆委託買進 175 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.84 元上漲 3 檔至 4.87 元。

- (四) 民國 90 年 4 月 13 日，陳式良於 10:15:44 至 10:24:40 間，連續以漲停價格 5.20 元，分 12 筆委託買進 400 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.84 元上漲 15 檔至漲停價格 4.99 元。
- (五) 民國 90 年 4 月 16 日，陳意如於 12:43:05 至 12:50:29 間，連續以漲停價格 5.25 元，分 10 筆委託買進 1000 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.91 元上漲 9 檔至 5.00 元。
- (六) 民國 90 年 4 月 17 日，陳式良於 13:29:34 間，以高於下單時前檔揭示成交價格 13 檔之 4.99 元，委託買進 100 仟股，前述委託成交 33 仟股，使成交價由 4.86 元上漲 6 檔至 4.92 元。
- (七) 民國 90 年 4 月 18 日，陳乃玉於 11:59:52 至 12:08:56 間，連續以漲停價格 5.25 元，分 5 筆委託買進 300 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.95 元上漲 2 檔至 4.97 元。又陳乃玉與陳重誠於 13:22:43 至 13:29:51 間，連續以 4.99 元、5.00 元、5.10 元、5.15 元及漲停價格 5.25 元，分 10 筆委託買進 1130 仟股，前述委託成交 911 仟股，使成交價由 4.97 元上漲 6 檔至 5.15 元。
- (八) 民國 90 年 4 月 19 日，陳國能於 12:46:31 至 12:48:42 間，連續以漲停價格 5.50 元，分 3 筆委託買進 250 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 5.05 元上漲 2 檔至 5.10 元。又陳國能於 13:25:38 間，以漲停價格 5.50 元，委託買進 20 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 5.00 元上漲 3 檔至 5.15 元。
- (九) 民國 90 年 4 月 20 日，陳乃玉於 11:18:11 至 11:22:21 間，連續以漲停價格 5.45 元，分 6 筆委託買進 600 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 5.10 元上漲 2 檔至 5.20 元。
- (十) 民國 90 年 4 月 24 日，陳乃玉於 10:18:58 至 10:27:42 間，連續

以漲停價格 5.50 元，分 10 筆委託買進 95 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 5.10 元上漲 3 檔至 5.25 元。

(十一) 民國 90 年 4 月 30 日，陳式良於 10:46:06 至 10:50:32 間，連續以高於下單時前檔揭示成交價格之 5.50 元，分 6 筆委託買進 60 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 5.30 元上漲 3 檔至 5.45 元。

(十二) 民國 90 年 5 月 9 日，陳重誠於 09:07:16 間，以漲停價格 4.97 元，委託買進 20 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.40 元上漲 20 檔至 4.60 元。又陳乃玉於 13:17:58 至 13:26:05 間，以 4.80 元及漲停價格 4.97 元，委託買進 2192 仟股，前述委託除取消 192 仟股外全部成交，使成交價由 4.64 元上漲 25 檔至 4.89 元。

(十三) 民國 90 年 5 月 11 日，陳式良於 12:40:38 至 12:44:51 間，連續以高於下單時前檔揭示成交價格之 4.52 元，委託買進 10 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.45 元上漲 7 檔至 4.52 元。又陳乃玉於 12:55:20 間，以漲停價格 4.83 元委託買進 10 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.60 元上漲 6 檔至 4.66 元。又陳乃玉於 13:11:17 間，以高於下單時前檔揭示成交價格 10 檔之 4.75 元委託買進 100 仟股，前述委託除取消 79 仟股外，全部成交，使成交價由 4.65 元上漲 10 檔至 4.75 元。又陳乃玉於 13:17:33 間，以漲停價格 4.83 元委託買進 200 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.75 元上漲 6 檔至 4.81 元。

(十四) 民國 90 年 5 月 14 日，陳重誠於 10:25:21 間，以漲停價格 5.15 元委託買進 20 仟股，前述委託全部成交，使成交價由

4.69 元上漲 16 檔至 4.85 元。又陳式良於 12:19:28 間，以漲停價格 5.15 元委託買進 10 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.74 元上漲 4 檔至 4.78 元。又陳式良於 13:17:11 至 13:18:24 間，連續以漲停價格 5.15 元，分 2 筆委託買進 20 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.61 元上漲 17 檔至 4.78 元。

(十五) 民國 90 年 5 月 15 日，陳乃玉於 10:14:47 至 10:20:43 間，連續以漲停價格 5.10 元，分 6 筆委託買進 28 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.80 元上漲 3 檔至 4.83 元。

(十六) 民國 90 年 5 月 21 日，陳乃玉於 13:25:34 間，以漲停價格 5.00 元委託買進 10 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.36 元上漲 10 檔至 4.46 元。

(十七) 民國 90 年 5 月 22 日，陳國能於 13:05:13 間，以漲停價格 4.75 元委託買進 10 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.22 元上漲 24 檔至 4.46 元。

(十八) 民國 90 年 5 月 23 日，陳乃玉於 12:39:01 至 12:41:36 間，連續以 4.39 元，分 5 筆委託買進 50 仟股，前述委託除取消 4 仟股外全部成交，使成交價由 4.37 元上漲 2 檔至 4.39 元。又陳乃玉於 12:48:23 至 12:58:09 間，連續以 4.45 元及 4.50 元，分 5 筆委託買進 64 仟股，前述委託除取消 5 仟股外全部成交，使成交價由 4.40 元上漲 8 檔至 4.48 元。又陳乃玉於 13:28:36 至 13:29:50 間，連續以高於下單時前檔揭示成交價格之 4.39 元、4.45 元及漲停價格 4.69 元，分 3 筆委託買進 300 仟股，前述委託成交 87 仟股，使成交價由 4.35 元上漲 4 檔至 4.39 元。

- (十九) 民國 90 年 5 月 24 日，陳國能於 09:30:00 間，以高於下單時前檔揭示成交價格之 4.39 元，委託買進 5 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.35 元上漲 3 檔至 4.38 元。又陳國能於 11:48:44 至 12:03:15 間，連續以高於下單時前檔揭示成交價格之 4.52 元，分 17 筆委託買進 85 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.40 元上漲 12 檔至 4.52 元。又陳國能於 12:33:45 至 12:36:48 間，連續以高於下單時前檔揭示成交價格之 4.52 元，分 2 筆委託買進 15 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.39 元上漲 13 檔至 4.52 元。
- (二十) 民國 90 年 5 月 25 日，陳國能及陳式良於 12:50:49 至 13:05:16 間，連續以高於下單時前檔揭示成交價格之 4.45 元、4.50 元及漲停價格 4.81 元，分 12 筆委託買進 114 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.41 元上漲 10 檔至 4.51 元。
- (二一) 民國 90 年 5 月 28 日，陳乃玉於 12:57:19 至 13:02:17 間，連續以高於下單時前檔揭示成交價格之 4.50 元，分 3 筆委託買進 15 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.40 元上漲 10 檔至 4.50 元。又陳乃玉於 13:18:38 間，以漲停價格 4.84 元委託買進 10 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.52 元上漲 7 檔至 4.59 元。又陳乃玉於 13:28:38 間，以高於下單時前檔揭示成交價格之 4.59 元委託買進 6 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.55 元上漲 4 檔至 4.59 元。
- (二二) 民國 90 年 5 月 29 日，陳乃玉於 13:24:46 至 13:26:20 間，連續以漲停價格 4.91 元，分 3 筆委託買進 14 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.50 元上漲 8 檔至 4.58 元。
- (二三) 民國 90 年 5 月 30 日，陳國能於 12:52:15 至 12:57:36 間，連

續以高於下單時前檔揭示成交價格之 4.54 元、4.55 元及 4.60 元，分 3 筆委託買進 65 仟股，前述委託除取消 11 仟股外全部成交，使成交價由 4.46 元上漲 14 檔至 4.60 元。又陳國能於 13:01:04 至 13:02:23 間，連續以漲停價格 4.85 元分 2 筆委託買進 95 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.60 元上漲 4 檔至 4.64 元。

(二四) 民國 90 年 5 月 31 日，陳乃玉於 10:06:58 間，以高於下單時前檔揭示成交價格之 4.60 元，委託買進 5 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.52 元上漲 8 檔至 4.60 元。又陳乃玉於 12:53:28 至 13:10:34 間，連續以 4.66 元、4.69 元及漲停價格 4.96 元，分 23 筆委託買進 300 仟股，前述委託成交 280 仟股，使成交價由 4.52 元上漲 16 檔至 4.68 元。又陳乃玉於 13:26:56 至 13:29:28 間，連續以 4.68 元及漲停價格 4.96 元，委託買進 155 仟股，前述委託成交 143 仟股，使成交價由 4.67 元上漲 3 檔至 4.70 元。

(二五) 民國 90 年 6 月 1 日，陳乃玉於 11:00:41 至 11:02:07 間，連續以漲停價格 5.00 元，分 2 筆委託買進 560 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.73 元上漲 17 檔至 4.90 元。

(二六) 民國 90 年 6 月 4 日，陳乃玉於 12:38:15 至 12:52:03 間，連續以 4.75 元、4.78 元及漲停價格 5.05 元，分 12 筆委託買進 380 仟股，前述委託除取消 20 仟股外全部成交，使成交價由 4.65 元上漲 15 檔至 4.80 元。

(二七) 民國 90 年 6 月 5 日，陳國能於 12:48:26 至 12:50:39 間，連續以高於下單時前檔揭示成交價格之 4.80 元，分 3 筆委託買進 30 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.71 元上漲 7 檔

至 4.78 元。又陳國能於 13:12:31 間，以漲停價格 5.05 元委託買進 100 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.80 元上漲 5 檔至 4.85 元。

(二八) 民國 90 年 6 月 6 日，陳重誠、林天平及陳乃玉於 12:15:41 至 12:53:36 間，連續以漲停價格 5.10 元，分 21 筆委託買進 870 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.80 元上漲 14 檔至 4.94 元。又陳重誠於 13:26:17 至 13:26:27 間，連續以漲停價格 5.10 元，分 2 筆委託買進 30 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.86 元上漲 7 檔至 4.93 元。

(二九) 民國 90 年 6 月 7 日，陳國能於 12:45:35 至 12:53:20 間，連續以高於下單時前檔揭示成交價格之 4.92 元，分 7 筆委託買進 35 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.75 元上漲 17 檔至 4.92 元。又陳國能與陳乃玉於 13:03:13 至 13:14:58 間，連續以 4.92 元、4.93 元、4.94 元、4.97 元及漲停價格 5.25 元，分 7 筆委託買進 655 仟股，前述委託成交 643 仟股，使成交價由 4.82 元上漲 15 檔至 4.97 元。

(三十) 民國 90 年 6 月 8 日，陳國能於 10:56:00 至 10:57:50 間，連續以高於下單時前檔揭示成交價格之 5.00 元，分 2 筆委託買進 10 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.92 元上漲 8 檔至 5.00 元。又陳國能於 11:29:51 至 11:37:25 間，連續以漲停價格 5.30 元，分 5 筆委託買進 579 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 5.00 元上漲 2 檔至 5.10 元。又陳國能於 13:28:18 至 13:29:28 間，以漲停價格 5.30 元，分 3 筆委託買進 105 仟股，前述委託成交 15 仟股，使成交價由 4.82 元上漲 4 檔至 4.86 元。

- (三一) 民國 90 年 6 月 11 日，林天平於 12:54:43 間，以漲停價格 5.20 元委託買進 10 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.85 元上漲 15 檔至 5.00 元。又林天平於 13:29:40 間，以漲停價格 5.20 元委託買進 5 仟股，前述委託成交 2 仟股，使成交價由 4.80 元上漲 8 檔至 4.88 元。
- (三二) 民國 90 年 6 月 12 日，陳乃玉於 12:49:27 至 12:50:04 間，連續以漲停價格 5.20 元委託買進 20 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.88 元上漲 12 檔至 5.00 元。
- (三三) 民國 90 年 6 月 13 日，陳國能於 12:59:39 間以漲停價格 5.45 元委託買進 10 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 5.00 元上漲 2 檔至 5.10 元。
- (三四) 民國 90 年 6 月 14 日，陳乃玉於 12:17:35 至 12:23:13 間，連續以漲停價格 5.25 元，分 5 筆委託買進 25 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.84 元上漲 18 檔至 5.10 元。又陳乃玉於 12:49:52 至 12:57:14 間，連續以漲停價格 5.25 元，分 4 筆委託買進 20 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.85 元上漲 17 檔至 5.10 元。又林天平於 13:29:30 至 13:29:46 間，連續以高於下單時前檔揭示成交價格之 5.10 元及漲停價格 5.25 元，分 2 筆委託買進 30 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 5.00 元上漲 2 檔至 5.10 元。
- (三五) 民國 90 年 6 月 15 日，陳乃玉於 12:45:38 至 12:51:49 間，連續以 5.00 元及漲停價格 5.45 元，分 8 筆委託買進 460 仟股，前述委託成交 440 仟股，使成交價由 4.96 元上漲 6 檔至 5.10 元。又陳乃玉於 12:57:33 間，以漲停價格 5.45 元委託買進 200 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 5.00 元上漲 2 檔至 5.10

元。

(三六)民國 90 年 6 月 18 日，陳國能與陳乃玉於 12:53:54 至 13:14:28 間，連續以 5.10 元及漲停價格 5.40 元，分 17 筆委託買進 2590 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 4.90 元上漲 15 檔至 5.25 元。

(三七)民國 90 年 6 月 19 日，陳乃玉於 13:01:10 間，以漲停價格 5.60 元委託買進 300 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 5.10 元上漲 3 檔至 5.25 元。

(三八)民國 90 年 6 月 20 日，張滔於 12:31:08 至 12:32:07 間，連續以漲停價格 5.40 元，分 2 筆委託買進 10 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 5.05 元上漲 3 檔至 5.20 元。又張滔於 13:00:27 至 13:02:45 間，連續以 5.20 元及漲停價格 5.40 元，分 4 筆委託買進 260 仟股，前述委託成交 74 仟股，使成交價由 5.20 元上漲 2 檔至 5.30 元。

(三九)民國 90 年 6 月 21 日，陳國能與林天平於 12:29:55 至 12:36:36 間，連續以 5.40 元及漲停價格 5.75 元，分 14 筆委託買進 540 仟股，前述委託除取消 149 仟股外全部成交，使成交價由 5.30 元上漲 3 檔至 5.45 元。林天平於 13:01:41 間，以漲停價格 5.75 元委託買進 50 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 5.35 元上漲 2 檔至 5.45 元。又林天平與陳乃玉於 13:04:12 至 13:08:18 間，連續以 5.50 元及漲停價格 5.75 元，分 6 筆委託買進 740 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 5.45 元上漲 2 檔至 5.55 元。又林天平於 13:20:17 至 13:21:51 間，連續以漲停價格 5.75 元，分 3 筆委託買進 6 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 5.35 元上漲 4 檔至 5.55 元。

(四十) 民國 90 年 6 月 22 日，張滔於 13:03:18 至 13:08:43 間，連續以漲停價格 5.65 元，分 3 筆委託買進 900 仟股，前述委託全部成交，使成交價由 5.25 元上漲 6 檔至 5.55 元。

三、被告提出個股漲幅落後同類股而否認操縱股價答辯不為採取之理由：

個股股價與同類股股價指數於『當日』本不可能漲跌幅度相同或相近，惟就長期趨勢，二者亦僅是線形相近，線形不可能重疊或完全相同。惟若受操控之股票，其長期線形趨勢即會有所差異。本案臺開公司股票操縱期間，係自民國 90 年 4 月 10 日至 90 年 6 月 22 日止等僅 53 個營業日，就同類股指數比較本即較無顯著意義，是本院乃依證券交易所告發書列示被告及陳乃玉連續買賣影響臺開公司股價期間(即民國 90 年 4 月 10 日至 6 月 20 日間)與被告違約交割之 6 月 21 日、22 日，就被告等人頭帳戶買賣委託下單交易價格逐筆審視渠等下單情形，已如前述；且以民國 90 年 5 月 7 日為例，當日 13:03:22 至 13:04:04 間，當時前檔揭示成交價格 4.85 元，陳乃玉及陳國能即分 5 張委託單以 4.99 元連續賣出 1748 仟股，另 13:16:04 前檔揭示成交價格 4.83 元，陳乃玉於 13:06:04 至 13:25:13 間分 7 張委託單，連續以 4.99 元買進 1600 仟股及漲停價 5.45 元買進 400 仟股，最後當日臺開公司股票以 4.99 元收盤(見 103 年證交所回函附件第 25 頁反面、第 162 頁反面至 163 頁)，足見被告及陳乃玉先利用人頭帳戶先下好特定價格(本日為高於前檔揭示成交價格之 4.99 元)賣單後，再下相同特定價格(本日為高於前檔揭示成交價格之 4.99 元)買單，遂使臺開公司股價得照其預先安排之特定價格成交，以預先安排之特定成交價格再與當日同類股股價指數比較，而辯稱落後同類股之漲跌幅，

否認操縱股價，即屬無稽。是本院依前揭說明認定被告及陳乃玉確有連續大量以明顯高於下單時前檔揭示成交價格或漲停價格買入之方式，並對臺開公司股票價格造成影響之事實；而未單從同類股指數或告發書內容，甚或臺開公司股票類型等事實加以認定，並不影響本件被告操縱臺開公司股價犯行之判斷。

四、法院認定被告具異常下單情形而佐證具連續交易主觀意圖要件之說明：

甚且，被告與陳乃玉及其人頭帳戶於民國 90 年 4 月 10 日至 6 月 22 日間各帳戶之間交互下單委託頻繁，委託時間相近，並多有委託序號相近情事。以民國 90 年 6 月 20 日張滔帳戶為例，13:00:27 委託下單序號 20202，以當時前檔揭示成交價格 5.20 元買入臺開公司股票 200 張，於 13:00:59 以 5.20 元成交 200 張後，隨即於 13:01:38(與前檔成交時間僅相差 39 秒)委託下單序號 20204，以漲停價格 5.40 元買入臺開公司股票 20 張，當時前檔揭示成交價為 5.20 元，該筆委託單於 13:01:55 以 5.25 元成交，臺開股價因此筆委託單而上漲一檔至 5.25 元，又於 13:02:12(與前檔成交時間僅相差 17 秒)委託下單序號 20205，以漲停價格 5.40 元買入臺開公司股票 20 張，當時前檔揭示成交價 5.25 元，該筆委託單於隨即於 13:02:44 至 13:02:49 間以 5.25 至 5.30 元成交，臺開股價因此筆委託單又上漲一檔至 5.30 元，故經由上述 3 筆 20202 至 20205 號委託單，臺開公司股價自 5.20 元拉抬至 5.30 元，顯見上述臺開公司股價交易並非單純以市價或漲停價下單，而被告及陳乃玉係巧妙利用股票價格撮合之「時間優先」及「價格優先」原則，逐步拉抬臺開公司股價乙節甚明。

五、被告所提係為他人買進股份以參與公司經營屬正常投資答辯不可

採理由：

被告張滔及同案被告陳乃玉自民國 90 年 4 月 10 日起至 90 年 6 月 22 日止短短 53 天，以相關控制人頭帳戶，並以異於一般股票買賣習慣，而連續大量以高於下單時前檔揭示成交價格或漲停價格買入方式，顯見被告確有以連續大量異常買賣臺開公司股票，致臺開公司股票之成交價、量因此明顯異常，自足以認定被告確有帶動臺開公司股價上漲之操縱股價之故意。被告雖辯以投資人於下單買進時，根本無法事先得知今日之成交量將為多寡，原審僅憑證券交易所檢送之函件資料，以臺開公司股票與同類股、大盤走勢有異，以及臺開公司股票單日成交量占總成交量之比例過高，遽以推論，被告張滔主觀上有炒作臺開公司股票之不法意圖，於法無據云云，惟衡情被告如係基於正常交易，抑或被告其後所辯係受擎碧建設公司董事長黃銘坤委託購買臺開公司股票云云，則被告當無庸利用人頭帳戶進出，且大可於交易時間內擇低價伺機買進，合理攤平其持有成本，乃竟違背常理，連續於以高於當時成交價或漲停價委託，大量買進並成交該公司股票，足證其等確有意圖拉抬臺開公司股價之意圖甚明。被告另以買賣臺開公司股票係因擎碧建設公司董事長黃銘坤欲取得臺開公司股權，買入一席董監事，故委任伊以每股不超過 6 元之價格買入臺開股票約 3 萬股，方會依約買入，以協助黃銘坤取得一席董監事，並非蓄意抬高臺開公司股價云云，惟查：如前所述，被告原係因黃銘坤委託而由被告尋求丙種墊款金主購入臺開公司股票，被告遂找與其交情非淺之陳乃玉以類似丙種墊款經營模式買賣臺開公司股票，然若被告及陳乃玉僅為單獨取得一席董監事而大量購入股票者，考量資金持有成本及股權轉讓閉鎖等因素，理論上自應以較低之

成本取得方符合經濟效益原則；而炒作股價者則著重於股價之拉抬，股價拉抬愈高，愈能創造更多的價差利益，而如前述，被告與陳乃玉於 53 個營業日以分散人頭散戶及券商方式，既買又賣臺開公司股票，臺開股票市場成交量超過六成交量皆由張滔與陳乃玉等人頭帳戶貢獻，先製造交易活絡假象，再以連續大量以高於下單時前檔揭示成交價格或漲停價格買入方式，將臺開公司之股價逐步抬高；換言之，被告及陳乃玉係以「高於下單時前檔揭示成交價格」委託購買臺開股票，渠等所為顯與為取得經營權而大量購入股票情形有異，是被告雖係受黃銘坤之託，惟其與陳乃玉於圖思幫黃銘坤取得股權之際，另萌生藉由拉抬臺開公司股票價格炒作套利，而共同為上開炒作臺開公司股價之行為。

六、法院認定被告連續交易具主觀意圖要件之說明（此為臺灣高等法院 96 年度上訴字第 5112 號刑事判決所另額外提及）：

參考臺開股票、同類股暨集中交易市場價、量變化之比較表，可知自民國 89 年 11 月 23 日起至 90 年 6 月 30 日止，臺開股票價格之漲跌幅度上漲高達 80.43%，惟同期同類股、集中市場（大盤）平均漲跌幅度則分別僅上漲 7.15%、下跌 5.12%；另臺開股票同期成交量則增加 228.47%，而同類股、集中市場平均成交量則分別僅增加 19.47%、2.91%，且：

- （一）民國 90 年 4 月 10 日、11 日、14 日、21 日、同年 5 月 2 日、同月 4 日、8 日、10 日、11 日、14 日、21 日、同年 6 月 7 日、同月 12 日、19 日、20 日、26 日、27 日、28 日、29 日等交易日，連續多日大量買賣臺開公司股票，因盤中漲跌幅過大，有成交價異常情事。
- （二）如判決附表 2 買賣對臺開公司股價有明顯影響，其各營業日之

詳細交易情形如下（就連續高價委託買進部分，已詳列如前，此處省略，僅就前一判決未提及之相對成交及與同類股、大盤比較情況列出），是以被告二人之買賣方式，可認被告二人意圖抬高集中交易市場臺開股票之交易價格，而對該有價證券連續以高價買入並以低價賣出，造成交易暢旺之假象。其等間以數個人頭帳戶同時買入、賣出股票已與常情不符，且其等以高價買入、低價賣出之方式，如何彌補損失？參以集中交易市場股票之買賣，原則上委託買入或賣出之價格，不必然即為交易價格，是由被告二人連續以最高價、低價大量委託買賣股票，並以前開被告等人下單之價、量相佐，其欲大筆成交臺開股票，以漲停價、跌停價掛進，得以優先成交，以達交易暢旺之假象，藉由漲停價以抬高成交股價，其欲炒作股票、抬高股票價格之主觀意圖彰彰甚明。

- 1.民國 90 年 4 月 10 日：上開人頭帳戶共計成交買進 955 張，占當日總成交量 52.29%，共計成交賣出 297 張，占當日總成交量 16.22%，其中相對成交總數量高達 297 張，占當日總成交量 16.22%。當日臺開公司股票跌幅為 6.8%，同類股指數漲幅為 0.94%，大盤指數跌幅則為 0.89%。
- 2.民國 90 年 4 月 11 日：人頭帳戶共計成交買進 1489 張（1526—37 張，其中 37 張係陳乃玉受許月英委託購買），占當日總成交量約 74%，共計成交賣出 1264 張，占當日總成交量 61.77%，其中相對成交總數量高達 1149 張，占當日總成交量 56.15%。當日臺開公司股票漲幅為 6.85%，同類股指數漲幅為 1.26%，大盤指數跌幅則為 2.13%。
- 3.民國 90 年 4 月 13 日：上開人頭帳戶共計成交買進 570 張，占

當日總成交量 77.07%，共計成交賣出 414 張，占當日總成交量 51.62%，其中相對成交總數量高達 367 張，占當日總成交量 45.76%。當日臺開公司股票漲幅為 1.43%，同類股指數漲幅為 0.85%，大盤指數跌幅則為 0.68%。

4.民國 90 年 4 月 16 日：上開人頭帳戶共計成交買進 2413 張，占當日總成交量 80.59%，共計成交賣出 2408 張，占當日總成交量 80.42%，其中相對成交總數量高達 1956 張，占當日總成交量 65.33%。當日臺開公司股票漲幅為 0.80%，同類股指數跌幅為 2.27%，大盤指數跌幅則為 1.14%。

5.民國 90 年 5 月 7 日：上開人頭帳戶共計成交買進 1968 張，占當日總成交量 88.05%，共計成交賣出 1748 張，占當日總成交量 78.21%，其中相對成交總數量高達 1738 張，占當日總成交量 77.76%。當日臺開公司股票跌幅為 2.15%，同類股指數漲幅為 0.49%，大盤指數跌幅則為 0.26%。

6.民國 90 年 5 月 9 日：上開人頭帳戶共計成交買進 2083 張，占當日總成交量 88.11%，共計成交賣出 1968 張，占當日總成交量 83.24%，其中相對成交總數量高達 1948 張，占當日總成交量 82.40%。當日臺開公司股票漲幅為 4.30%，同類股指數漲幅為 2.09%，大盤指數漲幅則為 1.08%。

7.民國 90 年 5 月 11 日：上開人頭帳戶共計成交買進 2323 張，占當日總成交量 92.29%，共計成交賣出 2015 張，占當日總成交量 80.05%，其中相對成交總數量高達 1995 張，占當日總成交量 79.26%。當日臺開公司股票漲幅為 6.85%，同類股指數漲幅為 3.34%，大盤指數漲幅則為 2.15%。

8.民國 90 年 5 月 30 日：上開人頭帳戶共計成交買進 953 張，占

當日總成交量 95.30%，共計成交賣出 791 張，占當日總成交量 79.10%，其中相對成交總數量高達 786 張，占當日總成交量 78.60%。當日臺開公司股票漲幅為 2.20%，同類股指數跌幅為 0.77%，大盤指數跌幅則為 0.74%。

9.民國 90 年 5 月 31 日：上開人頭帳戶共計成交買進 428 張，占當日總成交量 84.41%。當日臺開公司股票漲幅為 1.29%，同類股指數漲幅為 1.38%，大盤指數跌幅則為 0.16%。

10.民國 90 年 6 月 1 日：上開人頭帳戶共計成交買進 560 張，占當日總成交量 45.34%，共計成交賣出 953 張，占當日總成交量 77.16%，其中相對成交總數量高達 533 張，占當日總成交量 43.15%。當日臺開公司股票漲幅為 1.06%，同類股指數漲幅為 0.50%，大盤指數跌幅則為 0.69%。

11.民國 90 年 6 月 5 日：上開人頭帳戶共計成交買進 600 張，占當日總成交量 92.02%。當日臺開公司股票漲幅為 0.42%，同類股指數漲幅為 2.18%，大盤指數漲幅則為 1.6%。

12.民國 90 年 6 月 6 日：上開人頭帳戶共計成交買進 1253 張，占當日總成交量 91.52%，共計成交賣出 1090 張，占當日總成交量 79.62%，其中相對成交總數量高達 1046 張，占當日總成交量 76.40%。當日臺開公司股票漲幅為 3.13%，同類股指數漲幅為 2.76%，大盤指數漲幅則為 3.06%。

13.民國 90 年 6 月 7 日：上開人頭帳戶共計成交買進 759 張，占當日總成交量 89.39%，共計成交賣出 600 張，占當日總成交量 70.67%，其中相對成交總數量高達 322 張，占當日總成交量 70.08%。當日臺開公司股票漲幅為 0.81%，同類股指數跌幅為 3.09%，大盤指數跌幅則為 1.28%。

- 14.民國 90 年 6 月 11 日：上開人頭帳戶共計成交買進 850 張，占當日總成交量 82.60%，共計成交賣出 759 張，占當日總成交量 73.76%，其中相對成交總數量高達 759 張，占當日總成交量 73.76%。當日臺開公司股票漲幅為 0.41%，同類股指數漲幅為 0.59%，大盤指數漲幅則為 0.86%。
- 15.民國 90 年 6 月 12 日：上開人頭帳戶共計成交買進 1720 張，占當日總成交量 94.97%，共計成交賣出 784 張，占當日總成交量 43.29%，其中相對成交總數量高達 783 張，占當日總成交量 43.23%。當日臺開公司股票漲幅為 4.50%，同類股指數漲幅為 1.30%，大盤指數跌幅則為 0.09%。
- 16.民國 90 年 6 月 14 日：上開人頭帳戶共計成交買進 2080 張，占當日總成交量 98.15%，共計成交賣出 1720 張，占當日總成交量 81.17%，其中相對成交總數量高達 1719 張，占當日總成交量 81.12 %。當日臺開公司股票漲幅為 3.44%，同類股指數跌幅為 1.96%，大盤指數跌幅則為 1.73%。
- 17.民國 90 年 6 月 18 日：上開人頭帳戶共計成交買進 2612 張，占當日總成交量 94.98%，共計成交賣出 2080 張，占當日總成交量 75.63%，其中相對成交總數量高達 2073 張，占當日總成交量 75.38%。當日臺開公司股票漲幅為 3.96%，同類股指數跌幅為 1.30%，大盤指數跌幅則為 1.70%。
- 18.民國 90 年 6 月 20 日：上開人頭帳戶共計成交買進 3974 張，占當日總成交量 87.99%，共計成交賣出 2612 張，占當日總成交量 57.83%，其中相對成交總數量高達 2546 張，占當日總成交量 56.37%。當日臺開公司股票漲幅為 6.93%，同類股指數跌幅為 0.07%，大盤指數跌幅則為 0.20%。

七、法院說明認定被告連續交易主觀意圖要件需考量之因素（此為臺灣高等法院 96 年度上訴字第 5112 號刑事判決所另額外提及）：

又按證券交易禁止炒作行為之規範，以不法直接犯罪故意為主觀構成要件，且須行為客觀上符合炒作市場，並以「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」，此為特別主觀不法構成要件，行為人主觀上如具備該意圖，縱使該意圖客觀上並未實現，構成要件仍具該當性。而炒作行為之客觀要件，亦各異其型態，不易判斷。職是，於認定行為人之炒作時，應就主觀因素與客觀條件配合，藉由客觀行為與常規交易，自可評估行為人是否具備主觀犯意。故如短期內連續大量買賣特定股票，其成交量、值占當日該股票總成交值相當高之比率，或利用人頭戶連續大量買賣股票，製造交易熱絡之假象，或以高於平均買價、接近最高買價或用當日最高價為限價委託，將股票維持在一定的價位，或選擇冷門股或小型股炒作，或雖非冷門股，但股價漲跌幅遠超過大盤指數或同類股指數等，均足以推認有抬高或壓低股價之意圖。本件被告二人利用人頭戶，短期內連續買賣臺開公司股票，買入之成交量甚至高達該股 98% 以上者，且該股漲幅超出同期同類股漲幅甚多，足認確有抬高或壓低集中交易臺開公司股價之意圖。

肆、小結：

就本案確定判決認定之內容，法官採取綜合分析法之方式進行說明，本文認為值得肯定，而個股漲跌幅、振幅及走勢與同類股、大盤指數之間之關係，或許會有部分之連動影響，但並無絕對必然之關連，且被告即便有參與經營之目的，亦無法排除同時有操縱股價之意圖存在之可能，是本案判決認為個股單日漲幅落

後同類股、被告具參與經營目的不得排除被告主觀上具有操縱股價意圖之結論，本文深表贊同。至於被告連續交易如何使成交價上漲幾檔部分，本文認為連續交易之客觀交易情形（包含委託價格、張數、成交價格）充其量僅與本案是否符合連續交易之客觀要件有關，以證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款所定「有影響市場價格或市場秩序之虞」要件而言，被告連續交易之下單是否有達實際影響股價之程度，於連續交易之構成要件並非必要，且委託買進之力道強勁，本即會帶動股價之上揚，並無法反推得被告究竟係基於合理投資或非法操縱之意圖而為，是本案判決予以詳加列出並引之為連續交易主觀意圖之認定依據，實有值得商榷之餘地。

第二節 臺鳳案²⁹

壹、背景說明：

一、事實概要及法院判決經過：

黃宗宏為臺鳳公司之副董事長，陳臺盛為黃宗宏配偶之弟，陳文吉（亞聚陳，已經通緝）為知名股市炒手，劉家宏為陳文吉之因親，黃宗宏因知悉臺鳳公司將因開發計畫及出售土地而獲利，竟生操縱臺鳳公司股價之意，推由陳文吉、劉家宏對外調度資金，馬忠芳則為黃任中（已死亡）處理三種墊款事務之人員，亦知悉上開貸與資金目的為操縱股價而仍決定貸與，黃宗宏、陳文吉、劉家宏、陳臺盛、黃任中、馬忠芳即共同意圖抬高或壓低股票集中交易市場臺鳳公司股票之交易價格，自行及以他人名義對臺鳳公司股票連續以高價買入或低價賣出，並在集中交易市場為偽作

²⁹ 最高法院 104 年度臺上字第 2617 號刑事判決、臺灣高等法院 100 年度金上重更（二）字第 7 號刑事判決

買賣(即相對成交),從事其他足以影響集中交易市場有價證券交易價格之操縱行為。臺鳳公司股票其他操縱市場行為(即相對成交、偽作買賣、沖洗買賣),詳如判決附表1(民國86年11月3日至87年7月29日)所記載,臺鳳公司股票連續交易炒作股價之情形,詳如判決附表2(民國86年11月11日至87年7月31日)所載。

傅崑萁、林家榛、林為康竟各基於共同概括之犯意聯絡,意圖抬高、壓低在股票集中交易市場上市之凱聚、昱成及長億等公司股票有價證券交易價格,或在集中市場相對成交(即偽作買賣),直接從事其他影響凱聚、昱成、長億、華隆等四家公司股票交易價格之操縱行為,自86年7月間起至87年12月間止,自行及以他人名義先後對凱聚、昱成、長億等公司股票連續交易炒作股價,或在集中交易市場為偽作買賣(即相對成交、沖洗買賣)之直接從事其他影響凱聚、昱成、長億、華隆等公司股票交易價格之操縱行為。

黃宗宏、陳臺盛、劉家宏、馬忠芳被訴共同操縱臺鳳公司股票股價,黃宗宏、陳臺盛、劉家宏經臺灣臺北地方法院89年度訴字第302號、臺灣高等法院92年度金上重訴字第5號、95年度金上重更(一)字第2號、100年金上重更(二)字第7號判處有罪,最後經最高法院以104年臺上字第2617號判決駁回上訴而有罪確定,馬忠芳經臺灣臺北地方法院89年度訴字第302號、臺灣高等法院92年度金上重訴字第5號、95年度金上重更(一)字第2號、100年金上重更(二)字第7號、104年度金上重更(三)字第13號判處有罪,因最高法院尚未判決而未確定;傅崑萁、林家榛、林為康被訴共同操縱凱聚、昱成及長億等公司股票

部分，傅崑萁、林家榛經臺灣臺北地方法院 89 年度訴字第 302 號、臺灣高等法院 92 年度金上重訴字第 5 號、95 年度金上重更（一）字第 2 號、100 年金上重更（二）字第 7 號、104 年度金上重更（三）字第 13 號判處有罪，因最高法院尚未判決而未確定，林為康則因上訴最高法院逾期而有罪確定，故本件將以臺灣高等法院 100 年度金上重更（二）字第 7 號刑事判決認定黃宗宏、陳臺盛、劉家宏連續交易臺鳳股票有罪確定之內容為分析標的。

二、被告答辯要旨

（一）黃宗宏：

否認參與炒股，與陳文吉、陳臺盛、劉家宏、馬忠芳操縱臺鳳公司股價之行為無關連。

（二）陳臺盛：

否認參與炒股之犯意聯絡，亦無從事相關之銀行匯款行為，若認其有匯款，亦非構成要件行為。

（三）劉家宏：

伊係基於擔任環球證券公司南京分公司營業員之妻黃錦慧創造業績，而替黃錦慧服務客戶陳文吉，主觀上絕無與同案被告黃宗宏、陳文吉等人間有任何共同炒作臺鳳公司股票之犯意聯絡。喊盤下單部分：係因伊妻子黃錦慧（當時為環球證券南京分公司之營業員）時常忙線，因此陳文吉才改撥給伊，請伊代向妻子黃錦慧下單，伊與陳文吉之關係，僅止於營業員與客戶之關係，絕非陳文吉之副手或搭檔。陳文吉指示伊代為喊盤下單，僅是本件炒作臺鳳股票買賣總數量之一部分而已，伊無從由陳文吉所委請電話下單買賣臺鳳股票之數量，當然即知陳文吉是否在炒作臺鳳股票。將其兄劉家祥之帳戶借予陳文吉

買賣股票使用，並依陳文吉之指示，處理該出借帳戶買賣股票資金之匯款事宜，有關買賣臺鳳股票資金之來源與如何調度，伊全然不知。伊同係為其妻黃錦慧創造業績，絕非為同案被告炒作臺鳳公司股票之需，而替渠等媒介金主。伊只是在陳文吉指示代為喊盤下單時，隨手紀錄指示下單買賣之股票種類、價格、數量、證券公司（或下單戶名），並於盤後與證券公司營業員或金主之會計人員（如：張錦雲）核對數額，或傳真予陳文吉指定之「陳先生」（即陳臺盛），目的僅在確認已按陳文吉指示喊盤下單之股票與數量無誤，並非在替陳文吉對帳或製作帳冊。

貳、法院在此案認定被告具連續交易主觀意圖要件之依據，經本文整理歸納如下：

一、高比例日數有連續高價買進、低價賣出之情形：

本件認定連續交易期間為民國 86 年 11 月 11 日起至 87 年 7 月 31 日共 181 個營業日，其中有 47 個營業日有連續高價買進、低價賣出之情形，連續高價買進、低價賣出日間相距為 1 個日曆日至 28 個日曆日之間。

二、異常下單模式：

（一）有多日在證券交易接近交易尾盤時間，大部分並均係以漲停價或高於當時揭示價委託買入，並使臺鳳公司股票成交價於當日尾盤時上漲墊高隔日開盤價格。

（二）相關控制帳戶間在 181 個營業日中 122 個營業日均有相對成交，每日相對成交數量占當日總成交量 0.01% 至 15.89% 之間。

三、與被告答辯之下單目的不合：

若被告係基於正常，以投資目的購入臺鳳公司股票，當無庸利用人頭帳戶進出，且大可於交易時間內擇低價伺機買進，合理攤平其持有成本，乃竟違背常理，連續於收盤前以高於當時成交價或漲停價委託，大量買進並成交該公司股票，足證其等確有經常性「拉尾盤」之操縱股價行為，有意圖拉抬臺鳳公司股票交易價格之意圖甚明。

參、法院認定被告具連續交易意圖之詳細內容：

一、法院認定被告具異常下單情形之說明：

關於被告黃宗宏、陳文吉、劉家宏、陳臺盛利用金主或自己使用之帳戶，就臺鳳公司股票如判決附表 1 所載相對成交臺鳳公司股票情形（詳細交易時間、金額、相對人如判決附表 1 所載），被告黃宗宏等人向金主黃任中等人借款後以黃任中本人名義及以其他人頭戶之名義開設二以上不同之帳戶，而利用此等帳戶，基於哄抬或打壓臺鳳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，為相對成交之情形，其雖具買賣形式，實為同一投資人左進右出之空頭買賣，上開相對成交即左手賣給右手，並非真有買賣或投資之真意，乃虛偽之交易，渠等作為，欺瞞一般不知情之投資大眾，誤以渠等所為相對成交均為真實之交易，所為自嚴重紊亂市場交易，依上開最高法院裁判要旨，此部分並非屬不罰之行為；又被告黃宗宏等人同一集團股票買賣帳戶相互間，甚或同一股票買賣帳戶，在同一時間以相同價格在不同證券商頻繁委託買進及賣出，需支付手續費及證券交易稅成本，其目的顯為製造臺鳳股票交易熱絡之假象，以利炒作股價，否則難以說明其如此操作之理由。若真正之

投資人因該股票為績優股，股價看漲，以高價委託買進，斷不會在同日又以同價格賣出，定會待股價高漲後才賣出賺取價差。是以，同一股票買賣帳戶或同一集團之股票買賣帳戶相互間，在同一時間以左手買進、右手賣出，價格愈墊愈高，其操縱拉抬股價之意圖明顯，不言可喻，從判決附表 1 所示渠等集團於民國 86 年 11 月 3、4、5、6、7、8、11、13、17、18、19、25、26、27 日、12 月 1、2、4、6、8、9、11、12、13、15、16、17、18、19、23、24、26、27、29、30 日、87 年 1 月 3、5、6、7、8、12、14、16、21、22 日、2 月 3、6、7、9、10、11、19、21、23、24、25、26、27 日、3 月 2、3、4、5、6、7、10、11、13、16、21、23、24、25、27、30 日、4 月 1、8、14、15、20、22、23、24、27、28、29、30 日、5 月 2、4、5、6、8、11、13、14、18、21、22、25、26、28、29、6 月 1、3、4、5、6、8、9、10、11、12、15、16、17、19、20、25、29、7 月 2、3、4、6、8、10、14、23、24、27、28、29 日有相對成交之情形，扣除休市，頻繁委託買進及賣出，已造成臺鳳股票交易熱絡之假象，是判決附表 1 所列有部分每日相對成交雖未超過該價證券當日總成交量之 20%，惟被告黃宗宏等人有故意違法操縱特定有價證券之犯罪行為，已如前述，是判決附表 1 所示相對成交行為自均構成違反證券交易法犯行。

二、法院認定被告連續交易具主觀意圖要件之說明：

經依據客觀之價量資料，相關控制帳戶有以明顯高於或低於當時揭示價格，購入或賣出臺鳳公司股票之情形，其連續以高價或漲停價格買入或以低價或跌停價格賣出而顯著影響臺鳳公司股價具體交易情形，茲例舉如下（一）至（五一）所述，由下開資料可知被告黃宗宏等人，利用金主提供之戶頭，分散買、賣盤，或於

開盤前或盤中或收盤前，以漲停價或高於當時揭示價買進（除下述低價買進所列編號以外所列）或以跌停價（或低於當時揭示價）賣出之方式，部分於收盤前以拉尾盤之方式墊高隔日開盤價格，其等之行為已該當該條所示連續以高價買入或以低價賣出之構成要件。渠等係於上開各該營業日內，逐日對臺鳳公司股票以漲停價或高於當時揭示價大量買進，或以低價賣出，且幾已全數成交，並使臺鳳公司股票成交價上漲或下跌，顯已抬高並直接影響該公司股票之價格，依一般社會經驗及立法意旨判斷，足見黃宗宏、陳文吉、陳臺盛、黃任中、馬忠芳於上述期間連續買進及賣出臺鳳公司股票之目的在於影響該公司股票之價格，且實際上已造成影響。又下開所示在證券交易將結束之際，即均為接近交易尾盤時間，大部分並均係以漲停價或高於當時揭示價委託買入，並使臺鳳公司股票成交價於當日尾盤時上漲；衡情黃宗宏、陳文吉等人如係基於正常交易，以投資目的購入臺鳳公司股票，當無庸利用人頭帳戶進出，且大可於交易時間內擇低價伺機買進，合理攤平其持有成本，乃竟違背常理，連續於收盤前以高於當時成交價或漲停價委託，大量買進並成交該公司股票，足證其等確有經常性「拉尾盤」之操縱股價行為，有意圖拉抬臺鳳公司股票交易價格之意圖甚明。

- (一)民國 86 年 11 月 11 日，簡延代、王克楨等人於 11:56:56 至 11:59:55 以 82.00 元、83.50 元及漲停價 87.50 元等價格分三筆共委託買進 500 仟股，上述買進委託全部成交，使成交價自 11:56:25 之 81.50 元上漲 1.00 元至 11:59:56 之 82.50 元。
- (二)民國 86 年 11 月 20 日，楊文在、莊仁賢、魏李碧玉、王淑碧、王克楨、林瑞豪及譚穗明等人於 11:52:20 至 11:59:56 以 88.50

元、89.00 元、90.00 元及漲停價 96.00 元等價格分九筆共委託買進 1700 仟股，上述買進委託全部成交，使成交價自 11:56 之 88.00 元上漲 2.00 元至 12:00:00 之 90.00 元。

(三) 民國 86 年 11 月 25 日，楊文在、張巽民及張福琴等人於 10:39:12 至 10:44:05 以漲停價 100.50 元分三筆共委託買進 330 仟股，上述買進委託全部成交，使成交價自 10:38:32 之 93.00 元上漲 1.50 元至 10:44:26 之 94.50 元。

(四) 民國 86 年 11 月 28 日，楊文在、黃龍投資公司、林瑞豪、王淑碧、黃燕平及王克楨等人於 11:45:52 至 11:59:55 以 95.50 元、96.00 元及 98.00 元等價格分 8 筆共委託買進 1800 仟股，上述買進委託成交 1376 仟股，使成交價自 11:45:13 之 95.00 元上漲 1.50 元至 12:00:00 之 96.50 元。

(五) 民國 86 年 12 月 8 日，簡延代於 11:46:10 以 105.00 元價格委託買進 300 仟股，上述買進委託全部成交，使成交價自 11:45:11 之 103.50 元上漲 1.50 元至 11:46:19 之 105.00 元。

(六) 民國 86 年 12 月 12 日，史金生、王淑碧及王亞莉於 11:54:49 至 11:59:55 間，以 107.00 元及漲停價 115.00 元分 4 筆委託買進 1150 仟股(已減除取消 85 仟股)，上述買進委託成交 987 仟股，使成交價自 11:54:39 之 106.00 元上漲 3.50 元至 12:00:00 之 109.50 元。

(七) 民國 86 年 12 月 15 日，王克楨及張福琴於 09:48:11 至 09:51:52 間，以跌停價 95.00 元分 4 筆委託買進 660 仟股，上述買進委託全部成交，使成交價自 09:47:34 之 98.00 元下跌 3.00 元至 10:27:18 之 95.00 元。

(八) 民國 86 年 12 月 24 日，鄒志勝、王亞莉及郭玟玟於 11:45:50

至 11:59:54 間，以 100.50 元及 101.00 元分 10 筆委託買進 1816 仟股（含後續取消 16 仟股），上述買進委託成交 1300 仟股，使成交價自 11:45:31 之 100.00 元上漲 1.00 元至 12:00:00 之 100.00 元。

(九) 民國 86 年 12 月 31 日，林瑞豪、王淑碧、黃任中、黃燕平、朱玉梅、王亞莉、史金生及陳貞芬等人於 11:55:26 至 11:59:55 間，以 108.50 元、109.00 元、109.50 元及漲停價 112.00 元分 12 筆委託買進 3299 仟股，上述買進委託成交 1127 仟股，使成交價自 11:54:56 之 108.00 元上漲 1.50 元至 12:00:00 之 109.50 元。

(十) 民國 87 年 1 月 6 日，鄒志勝、黃龍投資公司、譚穗明、魏李碧玉等人於 11:56:18 至 11:59:51 以 115.50 元、116.00 元、116.50 元、118.00 元及漲停價 124.50 元等價格分 8 筆委託買進 2099 仟股，上述買進委託成交 1435 仟股，使成交價自 11:56:42 之 115.50 元上漲 1.00 元至 11:59:53 之 116.50 元。

(十一) 民國 87 年 1 月 12 日，王亞莉、鄒志勝及黃龍投資公司於 10:12:35 至 10:12:57 間，以跌停價 101.50 元分 3 筆委託賣出 1497 仟股，上述賣出委託全部成交，使成交價自 10:12:35 之 102.50 元下跌 1.00 元至 10:15:27 之 101.50 元，之後至 11:32:14 維持在 101.50 元。

(十二) 民國 87 年 1 月 14 日，黃燕平、黃龍投資公司、馬忠萍、劉家祥、郭玫玫、魏李碧玉及林瑞豪於 11:52:13 至 11:56:20 間，以 98.00 元及跌停價 93.50 元分 7 筆委託賣出 2994 仟股(含後續取消 509 仟股)，上述賣出委託成交 2148 仟股，使成交價自 11:51:03 之 100.00 元下跌 2.00 元至 11:56:53 之 98.00

元。

- (十三) 民國 87 年 1 月 19 日，林瑞豪、魏李碧玉、陳貞芬、史金生及譚穗明於 11:41:31 至 11:59:48 間，以 98.00 元、98.50 元、100.00 元及漲停價 107.00 元分 6 筆委託買進 900 仟股，上述買進委託成交 807 仟股，使成交價自 11:47:36 之 98.00 元上漲 0.50 元至 12:00:00 之 98.50 元。
- (十四) 民國 87 年 2 月 3 日，譚穗明於開盤前 8:54:29 以 109.00 元委託買進 499 仟股，占當日開盤前大於開盤之委託總數量比例為 38.53%，上述委託於 9:00:18 至 9:12:24 全部成交，其中於開盤時以 109.00 元成交 258 仟股，占當日開盤總成交量之 50% 以上，較前一日收盤價 108.00 元上漲 1.00 元。另黃燕平於 10:02:40 至 10:02:47 間，以跌停價 100.50 元分 2 筆委託賣出 500 仟股，上述賣出委託全部成交，使成交價自 10:02:34 之 104.50 元下跌 1.50 元至 10:04:32 之 103.00 元。又黃龍投資公司、黃燕平、黃任中、鄒志勝及馬忠萍於 10:09:10 至 10:25:43 間，以跌停價 100.50 元分 20 筆委託賣出 3850 仟股（含後續取消 49 仟股），上述賣出委託成交 3801 仟股，使成交價自 10:09:01 之 104.00 元下跌 1.00 元至 10:20:42 之 103.00 元。
- (十五) 民國 87 年 2 月 5 日，莊仁賢、郭玫玫及黃任中於 11:42:48 至 11:57:18 間，以 101.50 元及 102.00 元分 6 筆委託買進 1220 仟股（含取消之 180 仟股），上述買進委託成交 103 仟股，使成交價自 11:43:52 之 101.50 元上漲 0.50 元至 12:00:00 之 102.00 元。
- (十六) 民國 87 年 2 月 6 日，王淑碧於 11:22:35 至 11:22:41 間，以

跌停價 95.00 元分 2 筆委託賣出 500 仟股，上述賣出委託全部成交，使成交價自 11:23:02 之 104.50 元下跌 1.00 元至 11:23:07 之 103.50 元。另譚穗明於 11:31:16 間，以跌停價 95.00 元委託賣出 499 仟股，上述賣出委託全部成交，使成交價自 11:30:11 之 105.00 元下跌 1.00 元至 11:31:27 之 104.00 元。又郭玫玫與王淑碧於 11:38:31 至 11:40:08 間，以 104.00 元及 105.00 元分 2 筆委託買進 318 仟股，上述買進委託全部成交，使成交價自 11:40:04 之 104.00 元上漲 1.00 元至 11:45:08 之 105.00 元。又鄒志勝與王克楨於 11:57:18 至 11:59:54 間，以 104.00 元及漲停價 109.00 元分 4 筆委託買進 812 仟股，上述買進委託成交 333 仟股，使成交價自 11:57:31 之 104.00 元上漲 0.50 元至 12:00:00 之 104.50 元。

(十七) 民國 87 年 2 月 11 日，潘希偉於 9:52:29 間，以漲停價 124.00 元委託買進 50 仟股，上述買進委託全部成交，使成交價自 9:52:52 之 118.50 元上漲 0.50 元至 9:52:57 之 119.00 元。另陳美秀於 11:16:15 至 11:17:14 間，以 118.00 元及 118.50 元分 6 筆委託買進 2000 仟股，上述買進委託全部成交，使成交價自 11:15:30 之 117.50 元上漲 1.00 元至 11:17:43 之 118.50 元。又鳳翔投資股份有限公司於 11:53:11 至 11:55:44 間，以 119.50 元及 120.00 元分 5 筆委託買進 1884 仟股(含取消之 884 仟股)，上述買進委託成交 942 仟股，使成交價自 11:54:14 之 119.50 元上漲 0.50 元至 11:56:14 之 120.00 元。

(十八) 民國 87 年 2 月 18 日，王克楨及鄒志勝於開盤前(8:56:43 至 8:58:30) 以 128.00 元及 132.00 元分 3 筆共委託買進 520 仟股，上述買進委託於開盤(9:00:17)以 131.00 成交 500 仟股，

較前一日收盤價 130.00 元上漲 1 元。

- (十九)民國 87 年 2 月 19 日，王克楨及黃燕平於 11:55:34 至 11:57:51 間，以 135.00 元及漲停價 140.50 元分 6 筆委託買進 1215 仟股，上述買進委託成交 371 仟股，使成交價自 11:56:36 之 135.00 元上漲 1.50 元至 11:58:00 之 136.50 元。
- (二十)民國 87 年 2 月 21 日，鄒志勝及黃燕平於開盤前(8:58:50 至 8:59:10)以 145.00 元分 3 筆共委託買進 1000 仟股(含後續減除 506 仟股)，上述買進委託於開盤(9:00:19)以 145.00 成交 494 仟股，較前一日收盤價 143.50 元上漲 1.50 元。
- (二一)民國 87 年 2 月 25 日，譚穗明、郭玫玫、廖慧君、鄒志勝及王克楨於 11:51:05 至 11:59:46 間，以 145.00 元、145.50 元及 146.00 元等價格分 8 筆委託買進 1900 仟股，上述買進委託成交 1668 仟股，使成交價自 11:51:56 之 144.50 元上漲 1.50 元至 12:00:00 之 146.00 元。
- (二二)民國 87 年 3 月 2 日，譚穗明、王淑碧及鄒志勝於 11:54:03 至 11:59:36 間，以 147.50 元及 148.00 元等價格分 4 筆委託買進 1996 仟股，上述買進委託成交 1308 仟股，使成交價自 11:54:57 之 147.50 元上漲 0.50 元至 12:00:00 之 148.00 元。
- (二三)民國 87 年 3 月 4 日，宏信投資股份有限公司於 11:41:38 至 11:45:10 間，以 142.00 元、142.50 元、143.00 元及 143.50 元等價格分 7 筆委託買進 1951 仟股(含後續取消 1458 仟股)，上述買進委託成交 493 仟股，使成交價自 11:42:07 之 142.00 元上漲 1.50 元至 11:46:04 之 143.50 元。
- (二四)民國 87 年 3 月 6 日，金星投資、金隆投資、鄒志勝、王克楨、黃任中、郭玫玫及黃燕平及於 11:56:23 至 11:59:48 間，

以 146.00 元、146.50 元及漲停價 156.00 元等價格分 9 筆委託買進 2498 仟股，上述買進委託成交 1000 仟股，使成交價自 11:56:46 之 145.50 元上漲 1.00 元至 12:00:00 之 146.50 元。

(二五) 民國 87 年 3 月 13 日，史金生、王亞莉及郭玫玫於 11:59:43 至 11:59:55 間，以 160.00 元價格分 3 筆委託買進 690 仟股，上述買進委託全部成交，使成交價自 11:59:44 之 159.00 元上漲 1.00 元至 12:00:00 之 146.00 元。

(二六) 民國 87 年 3 月 18 日，王克楨於 11:53:48 至 11:59:55 間，以 160.00 元及漲停價 166.00 元等價格分 3 筆委託買進 999 仟股，上述買進委託成交 816 仟股，使成交價自 11:55:36 之 160.00 元上漲 1.00 元至 12:00:00 之 161.00 元。

(二七) 民國 87 年 3 月 21 日，王克楨於 10:59:55 間，以漲停價 180.00 元價格委託買進 300 仟股，上述買進委託全部成交，使成交價自 10:59:44 之 170.00 元上漲 1.00 元至 11:00:00 之 171.00 元。

(二八) 民國 87 年 3 月 25 日，譚穗明於 11:59:53 間，以 179.00 元委託買進 200 仟股，上述買進委託全部成交，使成交價自 11:59:09 之 177.00 元上漲 1.00 元至 12:00:00 之 178.00 元。

(二九) 民國 87 年 3 月 27 日，黃燕平、郭玫玫、王克楨及譚穗明於 11:58:25 至 11:59:48 間，以 178.00 元、185.00 元及漲停價 192.00 元等價格分 5 筆委託買進 1301 仟股，上述買進委託成交 1158 仟股，使成交價自 11:59:12 之 176.00 元上漲 4.00 元至 12:00:00 之 180.00 元。

(三十) 民國 87 年 4 月 2 日，宏誠投資股份有限公司、宏信投資股份有限公司、史金生、張巽民、張福琴及王克楨於 11:56:46 至

11:59:55 間，以 180.00 元、183.00 元及漲停價 193.00 元等價格分 9 筆委託買進 984 仟股，上述買進委託成交 540 仟股，使成交價自 11:58:28 之 180.00 元上漲 1.00 元至 12:00:00 之 181.00 元。

(三一) 民國 87 年 4 月 30 日，鳳華投資公司、宏信投資公司及宏誠投資公司於 11:22:36 至 11:33:07 間，以 198.00 元價格分 5 筆委託買進 1499 仟股(含後續取消之 255 仟股)，上述買進委託成交 1244 仟股，使成交價自 11:21:25 之 197.00 元上漲 1.00 元至 11:45:34 之 198.00 元。另宏誠投資公司、金星投資公司及王亞莉於 11:56:03 至 11:59:56 間，以 201.00 元及 202.00 價格分 5 筆委託買進 1200 仟股，上述買進委託成交 601 仟股，使成交價自 11:57:24 之 201.00 元上漲 1.00 元至 12:00:00 之 202.00 元。

(三二) 民國 87 年 5 月 13 日，鄒志勝、王克楨、屠益民及郭玫玫於 11:56:48 至 11:59:54 間，以 205.00 元及 206.00 元等價格分 4 筆委託買進 570 仟股，上述買進委託成交 263 仟股，使成交價自 11:57:59 之 205.00 元上漲 1.00 元至 12:00:00 之 206.00 元。

(三三) 民國 87 年 5 月 15 日，王克楨及馬忠萍於 11:55:34 至 11:59:54 間，以 207.00 元及 208.00 元等價格分 5 筆委託買進 900 仟股，上述買進委託成交 286 仟股，使成交價自 11:56:26 之 207.00 元上漲 1.00 元至 12:00:00 之 208.00 元。

(三四) 民國 87 年 5 月 26 日，黃龍投資公司及黃燕平於 9:09:05 至 9:09:12 間，以 212.00 元等價格分 2 筆委託賣出 300 仟股，上述賣出委託全部成交，使成交價自 9:09:52 之 214.00 元下跌

2.00 元至 9:12:33 之 212.00 元。另潘希洵、張福苓、張巽民、譚穗明、陳臺盛、魏李碧玉及王亞莉於 11:55:09 至 11:59:55 間，以 218.00 元、219.00 元、220.00 元及漲停價 222.00 元等價格分 9 筆委託買進 1210 仟股，上述買進委託成交 451 仟股，使成交價自 11:54:36 之 218.00 元上漲 2.00 元至 11:59:57 之 220.00 元。

(三五) 民國 87 年 6 月 1 日，魏李碧玉、屠益民、馬忠萍、王克楨、鄒志勝及黃任中於 11:44:19 至 11:59:56 間，以 226.00 元、229.00 元、230.00 元及漲停價 240.00 元等價格分 13 筆委託買進 2866 仟股(含後續取消之 466 仟股)，上述買進委託成交 1444 仟股，使成交價自 11:45:07 之 226.00 元上漲 7.00 元至 11:59:55 之 233.00 元。

(三六) 民國 87 年 6 月 3 日，鄒志勝、謝黎明、黃任中及馬忠萍於 11:30:22 及 11:56:29 至 11:59:54 間，以 240.00 元、241.00 元、242.00 元及漲停價 250.00 元等價格分 8 筆委託買進 2295 仟股(含後續取消之 415 仟股)，上述第一筆買進委託於 11:49:58 至 11:55:09 以 240.00 元成交 177 仟股，其後委託於 11:56:32 至 12:00:00 成交 947 仟股，使成交價由 241.00 元上漲 1.00 元至 242.00 元。

(三七) 民國 87 年 6 月 5 日，王克楨於 10:02:02 至 10:06:51 間以跌停價 226.00 元分 3 筆委託賣出 15 仟股，上述交易全部成交，使成交價自 10:02:02 之 240.00 元下跌 13.00 元至 10:07:11 之 227.00 元。另黃燕平及鳳華投資公司於 11:53:43 至 11:55:03 間以漲停價 260.00 元分 2 筆委託買進 699 仟股，上述交易全部成交，使成交價自 11:53:03 之 226.00 元上漲 8.00 元至

11:57:23 之 234.00 元。又鳳華投資公司於 11:56:18 至 11:56:25 間以漲停價 260.00 元分 2 筆委託買進 500 仟股，上述交易全部成交，使成交價自 11:56:04 之 231.00 元上漲 8.00 元至 11:58:38 之 239.00 元。又鳳華投資公司於 11:58:06 間以漲停價 260.00 元委託買進 499 仟股，上述交易全部成交，使成交價自 11:57:28 之 236.00 元上漲 5.00 元至 12:00:00 之 241.00 元。

(三八) 民國 87 年 6 月 6 日，鳳華投資公司及王亞莉於 11:46:52 至 11:56:47 以 235.00 元、236.00 元、237.00 元及 238.00 元等價格分 4 筆委託買進 1100 仟股；之後曾德財以 11:57:54 以 240.00 元委託買進 100 仟股；另收盤前黃燕平、黃亞莉及王克楨 於 11:59:102 至 11:59:56 以漲停價 257.00 元分 4 筆委託買進 800 仟股，上述買進委託於 11:47:39 至 11:56:04 成交 496 仟股，使成交價自 235.00 元上漲 2.00 元至 237.00 元；之後於 11:58:39 成交以 240.00 元 100 仟股，最後收盤前委託於 12: 00:00 以 240.00 元成交 800 仟股收盤。

(三九) 民國 87 年 6 月 11 日，王亞莉於 9:12:39 至 9:20:43 間，以 180.00 元、182.00 元及漲停價 197.00 元等價格分 4 筆委託買進 61 仟股，上述買進委託成交 50 仟股，使成交價自 9:12:28 之 179.00 元上漲 3.00 元至 9:17:41 之 182.00 元。另王淑碧、王亞莉及郭玫玫於 11:59:52 至 11:59:54 間，以漲停價 197.00 元等價格分 3 筆委託買進 900 仟股，上述買進委託成交 892 仟股，使成交價自 11:59:58 之 186.00 元上漲 2.00 元至 12:00:00 之 188.00 元。

(四十) 民國 87 年 6 月 12 日，譚穗明、魏李碧玉、潘希洵、屠益民、

黃燕平及王克楨於 11:58:04 至 11:59:56 間，以 197.00 元及漲停價 201.00 元等價格分 7 筆委託買進 1949 仟股，上述買進委託成交 774 仟股，使成交價自 11:58:03 之 196.00 元上漲 2.00 元至 12:00:00 之 198.00 元。

(四一) 民國 87 年 6 月 17 日，譚穗明、郭玫玫、馬忠萍及謝黎明於 11:08 :21 至 11:15:14 間，以 220.00 元、222.00 元及漲停價 223.00 元等價格分 6 筆委託買進 1997 仟股，上述買進委託成交 1466 仟股，使成交價自 11:08:23 之 220.00 元上漲 3.00 元至 11:16:16 之 223.00 元。

(四二) 民國 87 年 6 月 18 日，金星投資公司、金隆投資公司及郭玫玫於 9:23:27 至 9:24:51 間，以 220.00 元及漲停價 238.00 元等價格分 5 筆委託買進 1006 仟股，上述買進委託成交 94 仟股，成交價自 9:22:35 之 217.00 元上漲 8.00 元至 9:26:29 之 225.00 元。另王克楨、郭玫玫、馬忠萍、潘希洵、廖慧君、林瑞豪、屠益民、鄒志勝、金星投資公司及金隆投資公司 11:52:41 至 11:59:55 間，以 222.00 元、223.00 元及漲停價 238.00 元等價格分 17 筆委託買進 5492 仟股(含後續取消之 249 仟股)，上述買進委託成交 3176 仟股，使成交價自 11:52:35 之 221.00 元上漲 2.00 元至 11:59:57 之 223.00 元。

(四三) 民國 87 年 6 月 25 日，郭玫玫、張福琴、張巽民及吳月華於 11:47:55 至 11:49:38 間，以 232.00 元及 233.00 元等價格分 4 筆委託買進 392 仟股，上述買進委託成交 217 仟股，使成交價自 11:48:16 之 232.00 元上漲 1.00 元至 11:51:39 之 233.00 元。

(四四) 民國 87 年 7 月 2 日，郭玫玫及王克楨於 11:57:22 至 11:59:55

間，以漲停價 258.00 元等價格分 5 筆委託買進 1005 仟股，上述買進委託成交 696 仟股，使成交價自 11:57:12 之 246.00 元上漲 3.00 元至 12:00:00 之 249.00 元。

(四五) 民國 87 年 7 月 3 日，郭玫玫、潘希洵、馬忠萍及王亞莉於 11:58:37 至 11:59:55 間，以 249.00 元價格分 4 筆委託買進 905 仟股，上述買進委託全部成交，使成交價自 11:59:48 之 248.00 元上漲 1.00 元至 11:59:57 之 249.00 元。

(四六) 民國 87 年 7 月 10 日，黃燕平及金星投資於 11:16:33 至 11:16:51 間，以漲停價 270.00 元價格分 2 筆委託買進 998 仟股，上述買進委託全部成交，使成交價自 11:17:32 之 236.00 元上漲 5.00 元至 11:18:27 之 241.00 元。另陳臺盛於 11:19:11 至 11:19:52 間，以跌停價 236.00 元價格分 2 筆委託賣出 90 仟股，上述賣出委託全部成交，使成交價自 11:18:27 之 241.00 元下跌 5.00 元至 11:20:38 之 236.00 元。又黃任中於 11:41:17 間，以 240.00 元價格委託買進 499 仟股，上述買進委託全部成交，使成交價自 11:42:06 之 238.00 元上漲 2.00 元至 11:43:04 之 240.00 元。又鄒志勝、謝黎明及金星投資公司等於 11:43:16 至 11:47:53 間，以 240.00 元價格分 4 筆委託買進 1217 仟股(含後續取消之 196 仟股)，上述買進委託全部成交，使成交價自 11:44:17 之 238.00 元上漲 2.00 元至 11:51:16 之 243.00 元。又鳳華投資公司、金隆投資公司、黃燕平及劉家宏於 11:56:55 至 11:58:36 間，以 245.00 元及漲停價 270.00 元等價格分 7 筆委託買進 1995 仟股(含後續取消之 499 仟股)，上述買進委託成交 1496 仟股，使成交價自 11:57:10 之 243.00 元上漲 2.00 元至 11:58:48 之 245.00 元。

- (四七) 民國 87 年 7 月 13 日，鳳華投資股份有限公司於 10:08:48 至 10:09:07 間，以 237.00 元及 239.00 元等價格分 2 筆委託買進 998 仟股，上述買進委託全部成交，使成交價自 10:08:51 之 235.00 元上漲 4.00 元至 10:11:09 之 239.00 元。另陳臺盛於 10:27:53 至 10:29:52 間，以 239.00 元及 240.00 元等價格分 3 筆委託買進 900 仟股，上述買進委託全部成交，使成交價自 10:27:58 之 239.00 元上漲 1.00 元至 11:06:20 之 240.00 元。
- (四八) 民國 87 年 7 月 23 日，高慧芬於 9:36:54 間，以漲停價 148.50 元價格委託買進 50 仟股，上述買進委託全部成交，使成交價自 9:35:05 之 135.00 元上漲 6.50 元至 9:50:15 之 141.50 元。
- (四九) 民國 87 年 7 月 24 日，劉家宏、黃任中、楊文在、馬忠萍、潘希洵、魏李碧玉、黃燕平、金星投資公司、廖慧君、鄒志勝及劉家祥於 9:46:49 至 9:50:10 間，以跌停價 136.50 元價格分 35 筆委託賣出 3970 仟股(含後續取消之 50 仟股)，上述賣出委託成交 3920 仟股，使成交價自 9:50:05 之 138.50 元下跌 2.00 元至 10:05:05 之 136.50 元。
- (五十) 民國 87 年 7 月 28 日，史金生、張福琴、張巽民及張福苓於 9:20:19 至 9:20:30 間，以漲停價 135.50 元價格分 6 筆委託買進 340 仟股(含後續取消 60 仟股)，上述買進委託成交 280 仟股，使成交價自 9:20:18 之 118.50 元上漲 8.00 元至 9:45:00 之 126.50 元。另張巽民、張福琴、陳貞芬及張福苓於 9:50:16 至 9:50:25 間，以跌停價 118.50 元價格分 6 筆委託賣出 310 仟股，上述賣出委託全部成交，使成交價自 9:50:15 之 129.00 元下跌 4.00 元至 10:05:00 之 125.00 元。又陳貞芬、張福琴、張巽民、吳月華及張福苓於 11:45:25 至 11:50:47 間，以漲停價

135.50 元價格分 6 筆委託買進 310 仟股，上述買進委託全部成交，使成交價自 11:45:07 之 125.50 元上漲 2.00 元至 11:55:00 之 127.50 元。

(五一)民國 87 年 7 月 31 日，鄒志勝及黃任中於 11:56:00 至 11:56:30 間，以跌停價 118.50 元價格分 4 筆委託賣出 500 仟股，上述賣出委託全部成交，使成交價自 11:54:57 之 121.00 元下跌 2.50 元至 11:57:57 之 118.50 元。

肆、小結：

就本案確定判決認定之內容，法官採取綜合分析法之方式進行說明，本文認為值得肯定。至於被告連續交易如何使成交價上漲幾檔部分，本文認為本案判決予以詳加列出並引之為連續交易主觀意圖之認定依據有值得商榷之處之理由，業已詳細說明如第一節臺開案部分。再本案判決以相對成交、拉尾盤之異常下單情形佐證被告具拉高個股股價意圖之認定，因相對成交本即為一矛盾行為，一個理智的投資人對於個股之看法，在同一時點本不可能同時看好又看壞，更遑論需額外支付稅費；而拉尾盤之委託買進之下單方式，直接之影響為墊高當日收盤價及翌日開盤價，而以越低價購入，越可節省成本及擴大獲利空間，站在理智買方之立場，又豈會以拉尾盤之方式拉高股價而增加成本、減少獲利空間？是本文認同本案判決以相對成交、拉尾盤之異常下單情形佐證被告具拉高股價意圖之結論，唯一美中不足之處，本案判決並未就相對成交、拉尾盤之細節詳加闡述。

第三節 天剛案³⁰

壹、背景說明：

一、事實概要及法院判決經過：

陳和宗為天剛公司之負責人兼總經理，陳德宗為陳和宗之兄，於民國 96 年、98 年天剛公司董監改選時均係由陳和宗、陳德宗家族個人或所控制之法人股東擔任，陳和宗、陳德宗家族尚實際控制崑隆公司，李育馨為崑隆公司之名義負責人，受陳德宗指示處理崑隆公司事務；張世傑為知名股市炒手，林金鵬、何建軒則為張世傑之友人。陳德宗、陳和宗面對天剛公司之持續衰退，亟思有所改變，一方面開始安排出售天剛（香港）公司股權事宜，他方面則意欲利用天剛公司出售股權將轉虧為盈的利多消息，以便操縱天剛公司的股價，陳和宗、陳德宗與李育馨乃自民國 98 年 5 月 1 日起至同年 7 月 31 日止，張世傑、林金鵬於民國 98 年 6 月 12 日加入、何建軒於民國 98 年 6 月 18 日加入，利用天剛公司於公開市場流通籌碼稀少、容易拉抬的特性，共同出於抬高天剛公司股票交易價格的意圖，並意圖造成該檔股票於證券商營業處所交易活絡的表象，以誘使其他投資人買賣天剛公司股票的目的，連續以高於委託當時的揭示價、漲停價買入天剛公司股票，或以低於委託當時的揭示價、跌停價賣出天剛公司股票的方式（連續以判決附表 4-5 所示之高於委託當時的揭示價、漲停價買入，或以判決附表 4-6 所示之低於委託當時的揭示價、跌停價賣出天剛公司股票），並配合從事沖洗買賣而相對成交之行為（從事如判決附表 4-4 所示之沖洗買賣而造成相對成交的行為），造成該檔股票於證券商營業處所交易活絡的表象，誘使其他投資人買賣天剛公司股票，使天剛公

³⁰ 最高法院 105 年度臺上字第 1288 號刑事判決、臺灣高等法院 102 年度金上訴字第 13 號刑事判決

司股價於本件查核期間內，計有 19 個交易日開盤跳空漲停（關於各交易日，詳如判決附表 4-1 所示），拉抬天剛公司股價從期初收盤價的 20.85 元上漲至期末的 67 元，其間最高價達 83.9 元，漲幅達 221.34%，振幅達 306.95%，高於同期間同類股數漲幅 51.25%，亦高於同期間大盤指數漲幅 25.24%，日均量 187 仟股，較前 1 個月均量 83 仟股增加 125.30%（關於天剛公司在查核期間每日成交資料，詳如判決附表 4-1 所示）。在上開查核期間共 64 個營業日內，計有 55 個營業日有買賣天剛公司股票，其中買進或賣出成交量占該公司股票當日成交量 20% 以上者有 47 日（詳如判決附表 4-3 所示）；另其中 19 日有相對成交的情形（詳如附表判決 4-4 所示），相對成交共計 699 仟股，分別占其買進數量的 21.89%、賣出數量的 27.03% 及總交量的 5.82%；而在天剛公司股票並無漲勢強勁或買盤強勁的情況下，連續以高於委託當時的揭示價買入天剛公司股票，計有 71 筆交易（詳如判決附表 4-5 所示）；又在天剛公司股票並無跌勢迅猛或買盤疲弱的情況下，連續以低於委託當時的揭示價賣出天剛公司股票，計有 26 筆交易（詳如判決附表 4-6 所示）。

李育馨、何建軒、林金鵬被訴共同操縱天剛公司股票股價，何建軒因於審理期間死亡而經判決不受理，李育馨、林金鵬經臺灣臺北地方法院 100 年度金訴字第 31 號、臺灣高等法院 102 年度金上訴字第 13 號判處有罪，最後經最高法院以 105 年度臺上字第 1288 號判決駁回上訴而確定，故就本件將以臺灣高等法院 102 年度金上訴字第 13 號刑事判決認定有罪確定之內容為分析標的。

二、被告答辯要旨：

（一）李育馨：

否認參與炒股協議，其雖使用部分帳戶小額小量買賣天剛

公司股票，於查核期間並無日量超過 100 張之買賣，係基於私人投資目的且評估後始於查核期間持續買入天剛公司股票，但並無抬高股價之意圖，且於查核期間，僅有 98 年 5 月 14 日、6 月 1 日、6 月 3 日、6 月 10 日以漲停價委託買進 1 張、1 張、2 張及 5 張之個位數小量交易，如何影響股價上漲？李育馨於查核期間共計買進 564 仟股，賣出 161 仟股；共有民國 98 年 5 月 14 日、5 月 20 日、5 月 27 日、6 月 1 日、6 月 2 日、6 月 3 日、6 月 4 日、6 月 5 日、6 月 6 日等 10 日買進有影響股價向上，6 月 19 日 1 日賣出有影響股價向下之情事，惟其影響股價民國 98 年 5 月 5 日至 98 年 6 月 6 日期間，股價由 19.4 元上漲至 20.1 元，漲幅 3.61%，股價並無大幅上漲；李育馨於民國 98 年 6 月 10 日至 98 年 7 月 31 日天剛公司股價起漲至高點之近兩個月時間，所持有股票僅減少 111 張，且仍持有 1471 張天剛公司之股票，亦屬並無大量賣出藉此獲利之情形，就其出售與持有之股票數量相比，其比例甚低，顯無抬高股價藉此獲利之意圖及行為。李育馨僅於民國 98 年 6 月 12 日、6 月 23 日、7 月 15 日、7 月 20 日等 4 日有原審所認定相對成交之情形，其中民國 98 年 6 月 12 日買受人曾潔慧及出賣人王雅慧均係於盤前掛單，其買賣成交係基於電腦隨機撮合，是否成交純粹屬於機率問題，顯非相對成交；民國 98 年 6 月 23 日劉家祥盤前掛買 50 張，王雅慧開盤後才掛賣 50 張，當天盤前總委買即已有 382 張，如何認定此筆交易係相對成交？民國 98 年 7 月 15 日及 98 年 7 月 20 日兩日關於買賣之時間、價格、數量均不相符，何以認定為相對交易？

(二) 林金鵬：

否認參與炒股協議或受張世傑指示買賣股票，於本件查核期間是以自己資金買賣天剛公司股票，或提供 2 成保證金予曾潔慧，由其親自向曾潔慧下單買賣天剛公司股票，有關買賣時間、價格、數量，均由其自己決定，與張世傑無關，均並無故意產生相對交易之事，即使有一、二筆交易因電腦自動搓合，非人為故意。

(三) 何建軒：

否認參與炒股協議或受張世傑指示買賣股票，其雖有買賣天剛公司股票，其係基於個人觀察市場變化而進行短線套利之投機客，並非與他人合謀炒股之人，其控制帳戶雖有大量買賣天剛公司股票之狀況，但其進出目的純粹為短線套利，故其操作股票之方式乃俗稱的「搶帽子」，即通常係在同一天先低價買進預計價格要上漲的股票，待股價上漲到一定幅度時，便迅速將剛買進之股票全部拋出；或者是先高價賣出預計價格將要下跌的股票，待股價果然下跌到某一價位時，就在當天買進先前拋出的相同種類和相同數量的股票；此種搶帽子手法，是以賺取股票的當天價差收益為目的，一般均會挑選位處大幅震盪階段之個股，並在短時間頻繁買進賣出，此等情形從何建軒經過一段時間之市場觀察後，因發現天剛公司股價已持續震盪多時，認有利可圖，始於 6 月中旬陸續進場，可獲證明，其之下單處少部分在五檔揭示以外，其餘均在五檔揭示內；至於相對成交部分，其委託買賣之時間、張數均顯然不同，價格亦有所差異，應非刻意之相對成交，僅係為求短線套利而頻繁交易產生之偶然結果，不足以遽認何建軒有意圖製造交易活絡之表象

而誘使他人交易之情形。

貳、法院在此案認定被告具連續交易主觀意圖要件之依據，經本文整理歸納如下：

一、交易量大：

本件認定連續交易期間為民國 98 年 5 月 1 日起至 98 年 7 月 31 日共 64 個營業日，相關控制帳戶參與市場交易量大，相關控制帳戶買進或賣出成交量占該股票當日成交量 20% 以上者有 47 日。

二、高比例日數有連續高價買進、低價賣出之情形：

相關控制帳戶連續以高於委託當時的揭示價、漲停價買入天剛公司股票，而影響其成交價共 71 筆交易（其中計有 35 筆交易是以漲停價委託買進），又在天剛公司股票並無跌勢迅猛或買盤疲弱的情況下，連續以低於委託當時的揭示價賣出天剛公司股票，而影響其成交價共 26 筆交易（其中計有 17 筆交易是以跌停價委託賣出，在本件認定連續交易期間之 64 個營業日中有 30 個營業日有有連續高價買進、低價賣出之情形，連續高價買進、低價賣出日間相距為 1 個營業日至 13 個營業日之間

三、個股漲跌幅度、交易量與同類股、集中市場背離：

自民國 98 年 5 月 1 日至 98 年 7 月 31 日計有 19 營業日開盤跳空漲停，股價從期初收市價 20.85 元拉抬至期末市價 67 元，期間最高價達 83.9 元，漲幅 221.34%，振幅 306.95%，日均量 187 張，較前 1 個月均量 83 張增加 125.30%，同期間同類股漲幅 51.25%，大盤指數漲幅 25.24%，顯見天剛公司股價在本件查核期間的股價漲幅、振幅都背離同類股或大盤指數。

四、天剛公司於查核期間基本面、消息面均不佳：

- (一) 天剛公司自民國 92 年起至 100 年止的年度交易額、年度股票最高價、最低價、平均價、年底股票收盤價、年底實際發行總股數、股東權益帳面價值、每股帳面價值等情顯示，自民國 92 年起至 97 年止，天剛公司的年交易額逐年從 31 億餘元遞減至 2 億餘元，而除民國 95 年、民國 97 年因辦理減資，股價、股東權益帳面價值、每股帳面價值略有回升外，其餘年度的股票最高價、最低價、平均價、年底股票收盤價、股東權益帳面價值與每股帳面價值也都呈現逐年下滑的情況，民國 97 年度股票最低價為 1.09 元、最高價為 17.50 元，平均股價僅有 7.06 元，顯見截至民國 97 年底為止，天剛公司的交易額、股價仍未擺脫長期衰退、市場不看好的情況。
- (二) 天剛公司除於 92 年度第 1 季交易淨利為正數外，92 年度第 2 季開始迄至 98 年度第 2 季的交易淨利均屬於虧損狀態，縱使加上交易外淨利，也僅 97 年度各季有產生盈餘的狀態，到了 98 年第 1 季又產生虧損（每股虧損 0.16 元），顯見民國 97 年度各季之所以產生盈餘，乃因處分資產而產生交易外淨利所致。另以本件案發之時往前推 1 年為基準，天剛公司自 97 年 8 月起至 98 年 7 月止每個月的交易收入，相較於前 1 年度的同月份，全部是減少的情況，其中 98 年 4、5、6、7 等月之營收分別為 902 萬元、1023 萬元、1591 萬元、1205 萬元，分別較前年同期減少 29.87%、6.06%、6.39%、59.15 %。
- (三) 在本件查核期間可能影響天剛公司股價而屬利多消息者，僅有民國 98 年 6 月 18 日中央社的報導，該報導雖指出：「天剛資訊 (5310) 投入諸多教學 e 化整合規劃測試，切入行政院編列新臺幣 71 億元建置中小學優質化均等數位教育環境計畫商機，

預計全省將有超過 3 萬間教室的需求」，但該消息並未具體指出將影響天剛公司的營收、每股獲利，對於該公司在本件查核期間股價的影響，其實不大，此觀該日天剛公司開盤的股價，雖然自前一日的 28.35 元上漲至 30 元，最後收盤價仍以下跌至 27.4 元作收，翌日收盤價仍維持 27.4 元自明。

五、期間曾多次因漲幅、振幅異常達櫃買中心公告提醒之標準，亦曾 2 次達處置作業標準而採取以人工管制的撮合終端機執行撮合作業、通知各證券經紀商對於投資人每日委託買賣數量達一定交易單位時應收取全部買進價金或賣出證券等處置措施。

六、異常下單模式：

(一)相關控制帳戶間在 64 個營業日中有 19 個營業日有多筆相對成交，共計相對成交 699 仟股，分別占其自身買進數量的 21.89 %、賣出數量的 27.03 %及總成交量的 5.82%。

參、法院認定被告具連續交易意圖之詳細內容：

一、法院說明認定被告連續交易主觀意圖要件需考量之因素：

按不法炒作犯行的主觀構成要件，包括：第一、行為人對自己所為客觀不法要件的行為，具有故意；第二、出於抬高或壓低集中交易市場某種有價證券價格的意圖；第三、以誘使他人買賣有價證券為目的。由於主觀犯意存在於行為人的內心認知，除非行為人自行承認，否則難以直接判斷，而且不法炒作的客觀要件也是型態各異，因此必須透過行為人的主觀因素與客觀行為及客觀情狀綜合判斷。至於如何判斷行為人有抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格的意圖，應綜合：1.股票價、量變化是否背離集中市場或同類股票走勢；2.行為人是否有以高於平均買價

方式買入股票，復利用拉抬後股價賣出牟利；3.行為人介入期間曾否以漲停價收盤；4.有無變態交易等客觀情形判斷之。櫃買中心訂定之「注意處置作業要點」是以某有價證券最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常、平均成交量異常放大、累積週轉率明顯過高、券資比明顯放大等因素，作為是否列為注意處置股票之判斷指標之一。是以，某有價證券是否曾經櫃買中心列為注意或處置股票，雖非證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款操縱股價的構成要件，參照前述所揭櫫：「綜合股票價、量變化是否背離集中市場或同類股票走勢、行為人是否有以高於平均買價方式買入股票，復利用拉抬後股價賣出牟利、行為人介入期間曾否以漲停價收盤、有無變態交易等客觀情形判斷」的意旨，仍得作為行為人有無不法炒作的情况證據。沖洗買賣的行為模式，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，以致於在電腦撮合後，自己買到自己或同一集團成員相對賣出的委託，產生相對成交的情形。這種情形對於行為人而言，除繳交證券交易稅及手續費外，並無獲利的情形，如果這種情形一再重複發生，明顯已違反一般人交易的常情，其操縱股價的意圖至為明顯，而具有應刑罰性。

二、法院認定被告連續交易具主觀意圖要件之說明：

截至 98 年 5、6 月為止，天剛公司的營業額、營業淨利仍未擺脫長期衰退、市場不看好的情況，是因張世傑、陳和宗、陳德宗、李育馨、何建軒、林金鵬等人共同操縱天剛公司股價，以致於本件查核期間，天剛公司的股價漲幅、振幅都有背離同類股指數或大盤指數的情形，而符合櫃買中心所訂「注意處置作業要點」中有關交易異常的要件，而公告該公司的交易資訊，並採取人工

撮合作業、通知各證券經紀商對於委託買賣數量達一定交易單位的投資人應收取全部買進價金或賣出證券等處置措施：

- (一) 天剛公司股價自民國 98 年 5 月 1 日至 98 年 7 月 31 日計有 19 交易日開盤跳空漲停，股價從期初收市價 20.85 元拉抬至期末市價 67 元，期間最高價達 83.9 元，漲幅 221.34%，振幅 306.95%，日均量 187 張，較前 1 個月均量 83 張增加 125.30%，同期間同類股漲幅 51.25%，大盤指數漲幅 25.24%，顯見天剛公司股價在本件查核期間的股價漲幅、振幅都背離同類股或大盤指數等情，另由天剛公司自民國 92 年起至 100 年止的年營業額、年度股票最高價、最低價、平均價、年底股票收盤價、年底實際發行總股數、股東權益帳面價值、每股帳面價值等情顯示，自民國 92 年起至 97 年止，天剛公司的年營業額逐年從 31 億餘元遞減至 2 億餘元，而除民國 95 年、民國 97 年因辦理減資，股價、股東權益帳面價值、每股帳面價值略有回升外，其餘年度的股票最高價、最低價、平均價、年底股票收盤價、股東權益帳面價值與每股帳面價值也都呈現逐年下滑的情況，即便如此，民國 97 年度股票最低價為 1.09 元、最高價為 17.50 元，平均股價僅有 7.06 元，顯見截至民國 97 年底為止，天剛公司的營業額、股價仍未擺脫長期衰退、市場不看好的情況。又有關天剛公司自民國 92 年起至 100 年止的各季營業淨利（不含營業外淨利）與股價變動比較表等情顯示，天剛公司除於民國 92 年度第 1 季營業淨利為正數外，民國 92 年度第 2 季開始迄至 98 年度第 2 季的營業淨利均屬於虧損狀態，縱使加上營業外淨利，也僅民國 97 年度各季有產生盈餘的狀態，到了民國 98 年第 1 季又產生虧損（每股虧損 0.16 元），

顯見民國 97 年度各季之所以產生盈餘，乃因處分資產而產生營業外淨利所致。另以本件案發之時往前推 1 年為基準，天剛公司自民國 97 年 8 月起至 98 年 7 月止每個月的營業收入，相較於前 1 年度的同月份，全部是減少的情況，其中民國 98 年 4、5、6、7 等月之營收分別為 902 萬元、1023 萬元、1591 萬元、1205 萬元，分別較前年同期減少 29.87%、6.06%、6.39%、59.15%，而證人范文奇也於原審審理時，對天剛公司營業收入統計表中從民國 97 年 8 月到 98 年 7 月的營收，具結證稱：以資料來講，如果從一個投資人的角度，營收不是很理想，系統整合業有淡旺季之分，所以投資人評估公司的營收是否成長，不是一個單一指標，用這個表當然是看不出有轉虧為盈的情形等語，顯見從天剛公司營收、盈虧等基本面來看，一般理性投資人在本件查核期間看不到該公司有轉虧為盈的情況。再自消息面而言，在本件查核期間可能影響天剛公司股價而屬利多消息者，僅有民國 98 年 6 月 18 日中央社的報導，該報導雖指出：「天剛資訊（5310）投入諸多教學 e 化整合規劃測試，切入行政院編列新臺幣 71 億元建置中小學優質化均等數位教育環境計畫商機，預計全省將有超過 3 萬間教室的需求」，但該消息並未具體指出將影響天剛公司的營收、每股獲利，對於該公司在本件查核期間股價的影響，其實不大，此觀該日天剛公司開盤的股價，雖然自前一日的 28.35 元上漲至 30 元，最後收盤價仍以下跌至 27.4 元作收，翌日收盤價仍維持 27.4 元自明。綜此，由前述證人證詞及相關書證，顯見無論自公司營收基本面、消息面等情事來看，天剛公司在本件查核期間內，其股價漲幅及振幅並無背離同類股或大盤指數，每日

平均成交量也無大幅增加的條件，而是有人為操作股價的情況所致。而因天剛公司股票於民國 98 年 6 月 17、18、26、29、30 日、7 月 1、2、3、6、7、8、9 日漲幅、振幅明顯異常，達櫃買中心所訂「注意處置作業要點」公布交易資訊標準，櫃買中心遂公告該公司的交易資訊（漲跌幅度、成交量、週轉率、集中度、本益比、股價淨值比、券資比、溢折價百分比等），以提醒各投資人及證券商，於民國 98 年 7 月 2 日、9 日且達處置作業標準，櫃買中心遂採取以人工管制的撮合終端機執行撮合作業、通知各證券經紀商對於投資人每日委託買賣數量達一定交易單位時應收取全部買進價金或賣出證券等處置措施。綜以前述相關書證，顯見天剛公司在本件查核期間確實有交易異常的情況，其股價漲幅明顯背離同類股與大盤指數，應可認為確實有人刻意操縱該公司股價。

- (二) 天剛公司自民國 92 年度第 2 季開始迄至 98 年度第 2 季的營業淨利，均屬於虧損狀態，在本件查核期間，天剛公司股價背離同類股或大盤指數，且在查核期間共 64 個營業日內，張世傑所使用如判決附表 4-2 編號 7 至 16 等 10 個證券帳戶、陳和宗所使用如判決附表 4-2 編號 1 至 6 等 6 個證券帳戶有 55 個營業日有買賣天剛公司股票，其中買進或賣出成交量占該公司股票當日成交量 20% 以上者有 47 日（詳如判決附表 4-3 所示），張世傑、陳和宗等人買賣天剛公司股票的交易行為，即明顯異於市場交易常情。又由判決附表 4-4 資料顯示，本件查核期間，張世傑所使用如判決附表 4-2 編號 7 至 16 等 10 個證券帳戶、陳和宗所使用如判決附表 4-2 編號 1 至 等 6 個證券帳戶買賣天剛公司股票，竟有 19 日有相對成交的情形，相對

成交共計 699 仟股，分別占其買進數量的 21.89 %、賣出數量的 27.03%及總成交量的 5.82%，而相對成交乃行為人以其本人名義或藉用人頭戶的他人名義，開設 2 個以上不同的證券帳戶，利用此等帳戶，委託證券商就該股票，同時以同一高於或低於市價的價格及同一數量為相對買賣的情形，對於行為人而言，除繳交證券交易稅及手續費外，並無獲利的情形，已如前述，張世傑、陳和宗等人顯然是想藉此虛偽交易，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，進而從中獲利的目的。另天剛公司雖有如前所述跳空漲停的情況，但其餘交易日並無漲勢強勁或買盤強勁的情況下，張世傑所使用如判決附表 4-2 編號 7 至 16 等 10 個證券帳戶、陳和宗所使用如判決附表 4-2 編號 1 至 6 等 6 個證券帳戶在此查核期間內，仍有連續以高於委託當時的揭示價、漲停價買入天剛公司股票，而影響其成交價共 71 筆交易（詳如判決附表 4-5 所示，其中計有 35 筆交易是以漲停價委託買進）；又在天剛公司股票並無跌勢迅猛或買盤疲弱的情況下，連續以低於委託當時的揭示價賣出天剛公司股票，而影響其成交價共 26 筆交易（詳如判決附表 4-6 所示，其中計有 17 筆交易是以跌停價委託賣出）。綜此，張世傑、陳和宗等人在查核期間買賣天剛公司股票，不止造成天剛公司股票的價、量變化背離同類股票或大盤指數走勢，且計有 20 日開盤時跳空漲停，更有 22 個交易日以漲停收盤，而張世傑、陳和宗等人更有相對成交的變態交易行為，其後復利用拉抬股價後賣出牟利，則張世傑、陳和宗、陳德宗、被告李育馨、何建軒、林金鵬等人有以如附表 4-2 所列共 16 個證券帳戶，連續以高價買入、低價賣出及沖洗買賣

而造成相對成交，以便操縱天剛公司股價的犯行甚明。

(三) 本件雖無證據證明被告李育馨認識張世傑、何建軒、林金鵬，也無證據證明被告何建軒、林金鵬認識陳和宗、陳德宗、李育馨。但張世傑認識陳和宗，透過陳和宗知悉天剛公司處分天剛（香港）公司股權，將使公司轉虧為盈，如判決附表 4-2 編號 1 至 6 等 6 個證券帳戶是由陳和宗、陳德宗持有使用，如判決附表 4-2 編號 7 至 16 等 10 個證券帳戶是依張世傑的指示下單買賣；被告李育馨與陳和宗、陳德宗關係密切，知悉王雅慧所有如判決附表 4-2 編號 5、6 的 2 個證券帳戶曾經供陳和宗操縱股價之用，自己都是依陳德宗的指示以如判決附表 4-2 編號 2、3 的 2 個證券帳戶買賣天剛公司股票，也知悉自己並未實際出資購買天剛（香港）公司；何建軒、林金鵬認識張世傑多年，何建軒曾是張世傑的股友社會員，林金鵬曾提供自己的證券帳戶給張世傑使用，何建軒、林金鵬都曾就張世傑操縱股價案件作證等情，已如前述；而張世傑與陳和宗原本即是舊識，2 人卻刻意於原審審理時否認互相認識；且張世傑於 98 年 6、7 月間，不僅要求分析師江慶財在電視股市節目上推薦，自己也在部落格上撰文推薦投資人購買天剛公司股票；又當時天剛公司每月營業收入還是衰退、營業淨利還是負值，張世傑卻可以預見該公司「第二季開始獲利」、「上半年已經賺了接近 3 元」等轉機題材，參酌張世傑以往操縱股價時都結合公司派、針對中小型股、透過股友社或運用分析師散播訊息買股票等情觀之，顯然張世傑確有與陳和宗、陳德宗等天剛公司的公司派結合而操縱天剛公司股價的行為，才會刻意隱瞞彼此間的關係。而截至民國 98 年 8 月第 2 季財務報告尚未公布前

為止，天剛公司的營業額、營業淨利仍未擺脫長期衰退、在市場不看好的情況，張世傑、陳和宗與陳德宗分別利用如判決附表 4-2 所共 16 個證券帳戶，連續以高價買入、低價賣出及沖洗買賣天剛公司股票，造成天剛公司股價背離同類股及大盤指數；其中被告李育馨依陳德宗、陳和宗的指示，何建軒、林金鵬依張世傑的指示，分別在本件查核期間違反交易常情，自行以網路交易或透過電話向營業員下單買賣的方式，參與張世傑與陳德宗、陳和宗共同操縱天剛公司股價的行為，參照共同正犯的相關判例、解釋的意旨及說明，應認其等彼此間已相互利用彼此所為，達成操縱天剛股價之目的，被告 3 人如何與張世傑、陳和宗、陳德宗共同操縱天剛公司股價，其等如何為犯意之聯絡與行為之分擔，已可於整體觀察時，得其全貌，其等共同操縱天剛公司股價的犯行甚明；殊非其等以互不相識、各單獨操作等情，得以卸飾，所辯不足採信。

肆、小結：

就本案確定判決認定之內容，法官採取綜合分析法之方式進行說明、以相對成交之異常下單情形佐證被告具拉高股價意圖之結論值得肯定之理由，及被告連續交易如何使成交價上漲幾檔部分，本文認為本案判決予以列出並引之為連續交易主觀意圖之認定依據有值得商榷之處之理由，業已詳細說明如第一節臺開案、第二節臺鳳案部分。再本案判決以個股基本面、消息面均不佳、被告交易量大、個股漲跌幅、交易量與同類股及大盤背離等項佐證被告具拉高個股股價意圖之認定，因公司之經營狀況究竟如何，公司之經營者當最為清楚，公司之外部人僅能透過公司按時公布

之財務資料、市場上流通之消息等訊息來判斷公司之營運，並進而為買賣個股之決定，是當公司基本面、消息面均不佳時，理性之投資人又豈有可能冒險大量高價買進個股股票？又個股漲跌幅及交易量與同類股、大盤指數之間之關係，固無絕對必然之關連，然個股在無特殊消息或基本面之因素介入時，理論上個股之漲跌幅、交易量僅隨供需力道強弱自然波動，當無逸脫同類股、大盤指數之漲跌幅、交易量範圍之可能，但個股漲跌幅、交易量卻與同類股、大盤指數背離，此時應可作為個股股價波動異常疑似人為操作之認定參考因素之一，是本文認同本案判決以個股基本面、消息面均不佳、被告交易量大、個股漲跌幅、交易量與同類股及大盤背離佐證被告具拉高股價意圖之結論。

第四節 唐鋒案³¹

壹、背景說明：

一、事實概要及法院判決經過：

周武賢為唐鋒公司之董事長，曾能聰為唐鋒公司之監察人，經王寶荳、蘇美蓉牽線而與張世傑達成炒股協議，約定由張世傑負責操縱股價，再由周武賢、曾能聰提供唐鋒公司股票按操作方指示出售，出售後之價格扣除結算基準價 33.5 元之差價由作手方取得半數，出售後之價格扣除結算基準價 28.5 元之差價由公司方取得半數，上開作手方、公司方取得數額之差距由蘇美蓉、王寶荳平分，周武賢自民國 99 年 7 月 10 日起至同年 8 月 30 日止與王寶荳等人共同意圖抬高股價之犯意聯絡，由張世傑等人自民國 99 年 7 月 2 日（周武賢應自民

³¹ 最高法院 105 年度臺上字第 1596 號、105 年度臺上字第 663 號刑事判決、臺灣高等法院 103 年度金上重訴字第 18 號、102 年度金上重訴字第 18 號刑事判決。

國 99 年 7 月 10 日起負共同正犯之責) 起至同年 8 月 27 日止之期間內，連續於開盤前以漲停價、高於前日收盤價、開盤後以漲停價、高於前一盤成交價之高價委託買進唐鋒公司股票，及連續委託買賣而相對成交（詳細手法見判決附表 3）等方式同以連續交易、相對成交並散布不實利多消息以抬高唐鋒公司股票之交易價格及造成唐鋒公司股票交易活絡之表象，使唐鋒公司股價自民國 99 年 7 月 1 日之收盤價即每股 39.25 元飆漲至 99 年 8 月 27 日之收盤價即每股 238.5 元。漲幅達 465.61%，振幅達 617.2%，日均量達 1,347 仟股，較前 1 個月之日均量 260 仟股增加 518.08%，遠高於大盤指數之漲幅 5.88%，其中民國 99 年 7 月 2、5、6、7、8、9、12、13、14、15、16、19、20、21、22 日、8 月 2、3、4、5、6、9、18、19、20、23、24、25 日均達櫃買中心) 公布注意交易資訊標準，而民國 99 年 7 月 8、15、22 日、8 月 6、24、25 日均達處置作業標準，總計作手方即張世傑等人於民國 99 年 7 月 1 日至 99 年 8 月 30 日（下稱分析期間）共計買進 17,969 仟股、賣出 18,543 仟股，分別占總成交量之 31.01% 及 32%，計算獲利達 2 億 9,879 萬 5,607 元。渠等於 99 年 7 月 2、5、6、7、8、9、12、13、14、15、16、19、20、21、22、23、26、27、28、29、30 日、8 月 2、3、4、5、6、9、10、11、12、13、16、17、18、20、25 日等 36 日有買進或賣出占各該日成交量 20% 以上情形；相對成交情形共計 5,514 仟股，總成交量 57,940 仟股之 9.52%，占該集團買進數量 18,047 仟股之 30.62%，占該集團賣出數量 19,091 仟股之 30.55%，且於 7 月 22、23、28、30 日、8 月 2、5、6、11、12、13、16、17 日等 12 日有相對成交數量占當日成交量 5% 以上且超過 100 仟股之情事，並明顯於民國 99 年 7 月 8、13、14、21、22、23、27、30 日、8 月 3、5、6、9、10、12、13、16、17、18、25 日等 19 日之買

進或賣出行為影響交易價格，另於7月2、5、6、7、9、12、13、14、15、16、19、20、29、30日、8月3、4、5、19、20、23、24日連續於開盤前大量以高價委託買入唐鋒公司股票（於開盤前高價委託買進數量占可成交委託數量50%以上有8日、40%至50%間有2日、30%至40%之間有1日、20%至30%之間有7日、10%以下有4日），致該股票價格於開盤時即跳空漲停。

周武賢、曾能聰、王寶荳、張世傑被訴共同操縱唐鋒公司股票股價，王寶荳因死亡而經判決公訴不受理確定，周武賢經臺灣臺北地方法院102年度金重訴字第26號、臺灣高等法院103年度金上重訴字第18號判處有罪，最後經最高法院以105年度臺上字第1596號駁回上訴而有罪確定，曾能聰、張世傑經臺灣臺北地方法院100年度金重訴字第1號、臺灣高等法院102年度金上重訴字第18號判處有罪，最後經最高法院以105年臺上字第663號駁回上訴而有罪確定，故本件將以臺灣高等法院103年度金上重訴字第18號、102年度金上重訴字第18號刑事判決認定有罪確定之內容為分析標的。

二、被告答辯要旨：

（一）張世傑：

承認有連續交易、相對成交、散布不實消息以抬高股價，但否認參與炒股協議，亦否認有獲利。

（二）曾能聰：

否認參與炒股協議及因而出售持股。

（三）周武賢：

否認參與炒股協議及因而出售持股，否認散佈不實消息，亦無操縱股價之意圖。

貳、法院在此案認定被告具連續交易主觀意圖要件之依據，經本文整理歸納如下：

一、被告間成立炒股協議，由市場派之被告操縱股價，由公司派之被告伺機賣出老股獲利。

二、個股漲跌幅度、交易量與同類股、集中市場背離：

唐鋒公司股價自民國 99 年 7 月 1 日之收盤價即每股 39.25 元飆漲至 99 年 8 月 27 日之收盤價即每股 238.5 元，漲幅達 465.61%，振幅達 617.2%，日均量達 1,347 仟股，較前一個月之日均量 260 仟股增加 518.08%，遠高於大盤指數之漲幅 5.88%。

三、期間曾多次因交易異常達櫃買中心公布注意交易資訊標準之標準，亦曾多次達處置作業標準。

四、交易量大：

相關控制帳戶於認定連續交易期間共計買進 17,969 仟股、賣出 18,543 仟股，分別占總成交量之 31.01% 及 32%。另於認定連續交易期間(民國 99 年 7 月 2 日至同年 8 月 30 日共 42 個營業日，有共 36 日有買進或賣出占各該日成交量 20% 以上情形。

五、異常下單模式及同時搭配其他操縱股價之不法手段：

(一) 相關控制帳戶間在 42 個營業日中，有 12 日相對成交數量占當日成交量 5% 以上且超過 100 仟股相對成交，期間總計相對成交 5514 仟股，分別占其自身買進數量的 30.62 %、賣出數量的 30.55% 及總成交量的 9.52%。

(二) 相關控制帳戶在認定連續交易之 42 個營業日，有 21 個營業日連續於開盤前大量以高價委託買入唐鋒公司股票(其中於開盤前高價委託買進數量占可成交委託數量 50% 以上有 8 日、40% 至 50% 間有 2 日、30% 至 40% 之間有 1 日、20% 至 30% 之

間有 7 日、10%以下有 4 日)，致該股票價格於開盤時即跳空漲停。

(三)張世傑等人同時有散佈唐鋒公司不實獲利消息之影響股價行為。

六、高比例日數有連續高價買進、低價賣出之情形：

相關控制帳戶在認定連續交易之 42 個營業日中，有 19 個營業日有連續買進或賣出行為明顯影響交易價格，另有 21 個營業日連續於開盤前大量以高價委託買入唐鋒公司股票（其中於開盤前高價委託買進數量占可成交委託數量 50%以上有 8 日、40%至 50%間有 2 日、30%至 40%之間有 1 日、20%至 30%之間有 7 日、10%以下有 4 日），致該股票價格於開盤時即跳空漲停。

七、共同被告張世傑、王寶荳自白犯罪。

參、法院認定被告具連續交易意圖之詳細內容：

一、臺灣高等法院 102 年度金上重訴字第 18 號部分，因被告張世傑、王寶荳承認意圖抬高股價而為連續交易、相對成交及散布不實消息，核與相關客觀價量資料相符，所以就連續交易主觀意圖要件之認定並未多所著墨，該案判決重點在於參與炒股協議之人員、分配炒股款之認定。

二、臺灣高等法院 103 年度金上重訴字第 18 號部分：

(一)法院具體認定個股股價起漲日之說明：

由櫃買中心提供之唐鋒公司股票交易客觀資料，唐鋒公司股票各營業日之收盤價部分，自民國 99 年 1 月 4 日起至同年 7 月 1 日止，係在民國 99 年 2 月 6 日收盤價即每股 19.6 元至 99 年 7 月 1 日收盤價即 39.25 元間起伏，嗣自民國 99 年 7 月 2 日起至同年 8 月 30 日止，始於民國 99 年 7 月 2 日突破每股

40 元，之後股價一路往上攀升，最高漲至民國 99 年 8 月 24 日之收盤價即每股 281.5 元，迄於民國 99 年 8 月 30 日之收盤價則為每股 222 元；唐鋒公司股票各營業日之收盤價漲跌幅部分，自民國 99 年 1 月 4 日起至同年 6 月 28 日止，收盤價之漲跌幅均係在跌幅 6.91% 至漲幅 6.99% 之間波動，唐鋒公司股票收盤價並無明顯快速上漲之跡象，自民國 99 年 6 月 29 日起至 99 年 8 月 24 日止共 41 個營業日，收盤價之漲跌幅除 9 個營業日出現跌幅及漲幅未達 6%（即 99 年 7 月 7 日漲幅 5.94%、同年 7 月 21 日跌幅 0.67%、同年 7 月 23 日跌幅為 2%、同年 7 月 26 日漲幅為 0.1%、同年 7 月 27 日漲幅為 1.28%、同年 8 月 9 日漲幅為 1.55%、同年 8 月 10 日跌幅為 2.14%、同年 8 月 11 日為漲幅 1.25%、同年 8 月 12 日為漲幅 2.16%）外，其餘 32 個營業日（即民國 99 年 6 月 29 日起至同年 7 月 6 日、同年 7 月 8 日至同年 7 月 20 日、同年 7 月 22 日、同年 7 月 28 日至同年 8 月 6 日、同年 8 月 13 日至同年 8 月 24 日）之漲幅均超過 6%，唐鋒公司股票收盤價自民國 99 年 6 月 29 日起呈現急遽上漲之現象，是綜合前開唐鋒公司股價收盤價及收盤價漲跌幅之客觀情狀，可知 99 年間唐鋒公司股價之起漲點應為 99 年 6 月 29 日無誤。

（二）法院認定被告連續交易主觀意圖要件之說明：

另由櫃買中心提供唐鋒公司自民國 99 年 1 月 4 日起至 99 年 8 月 30 日之各營業日交易資料，及另案被告張世傑控制證券帳戶、蘇美蓉控制證券帳戶自民國 99 年 6 月 29 日起至 99 年 8 月 30 日止委託買進、成交買進唐鋒公司股票、唐鋒公司股票收盤價、各營業日委買總量、委賣總量、成交總量、相對

成交等資料，可知張世傑控制證券帳戶於民國 99 年 6 月 29 日起至同年 7 月 1 間並無任何委託買進唐鋒公司股票之紀錄，係自民國 99 年 7 月 2 日起始陸續有如附表 2 中所示連續於開盤前以漲停價、高於前日收盤價、開盤後以漲停價、高於前一盤成交價之高價委託買進唐鋒公司股票之操縱股價行為及如附表 3 所示連續委託買賣而相對成交之操縱股價行為；另案蘇美蓉控制帳戶於民國 99 年 6 月 29 日僅有委託買進唐鋒公司股票合計 15 仟股之紀錄，於民國 99 年 6 月 30 日及同年 7 月 1 日則無任何委託買進唐鋒公司股票之紀錄，自民國 99 年 7 月 2 日起始有如附表 2 所示連續於開盤前以漲停價、高於前日收盤價、開盤後以漲停價、高於前一盤成交價之高價委託買進唐鋒公司股票之操縱股價行為，及其餘如附表 3 所示連續委託買賣而相對成交之操縱股價行為；被告張世傑並自民國 99 年 7 月 2 日起利用 588 網站、588 週刊散布唐鋒公司股價不實利多消息，有 588 網站文章內容及 588 週刊在卷可證，認張世傑、蘇美蓉等人於民國 99 年 7 月 2 日起即開始以連續高價委託買進唐鋒公司股價、連續委託買賣而相對成交及散布與唐鋒公司有關不實利多流言以抬高唐鋒公司股價之操縱股價行為。

(三) 被告周武賢與張世傑、蘇美蓉、劉永暢、王寶茹等人間確有成立前揭炒股協議：

依據櫃買中心所提唐鋒公司自民國 99 年 1 月 4 日起至 99 年 8 月 30 日之各營業日交易資料，及所附另案被告張世傑控制證券帳戶、蘇美蓉控制證券帳戶自民國 99 年 1 月 4 日起至同年 9 月 30 日之成交買進賣出唐鋒公司股票之紀錄詳細觀之，可知另案被告張世傑控制之證券帳戶、另案被告蘇美蓉之控制

證券帳戶於民國 99 年 3 月 26 日之前，均無成交買進唐鋒公司股票之紀錄，自民國 99 年 3 月 26 日之後，另案被告張世傑所控制之證券帳戶、另案被告蘇美蓉所控制之證券帳戶固曾陸續有成交買進唐鋒公司股票之紀錄，惟至民國 99 年 4 月 2 日止，另案被告張世傑控制之證券帳戶、另案被告蘇美蓉控制之證券帳戶中，持有之唐鋒公司股票即遭全數賣出；自民國 99 年 4 月 3 日起至 99 年 7 月 1 日止，另案被告張世傑所控制帳戶即均無任何成交買進唐鋒公司股票之紀錄，而另案被告蘇美蓉所控制證券帳戶固仍維持少量成交買賣唐鋒公司股票之紀錄，惟截至民國 99 年 7 月 1 日止，另案被告蘇美蓉控制之證券帳戶中，持有之唐鋒公司股票數量亦降至 1 仟股，其次，唐鋒公司股價自民國 99 年 7 月 1 日之收盤價即每股 39.25 元飆漲至 99 年 8 月 27 日之收盤價即每股 238.5 元，漲幅達 465.61%，振幅達 617.2%，日均量達 1,347 仟股，較前一個月之日均量 260 仟股增加 518.08%，遠高於大盤指數之漲幅 5.88%，其中民國 99 年 7 月 2、5、6、7、8、9、12、13、14、15、16、19、20、21、22 日、8 月 2、3、4、5、6、9、18、19、20、23、24、25 日均達櫃買中心公布注意交易資訊標準，而民國 99 年 7 月 8、15、22 日、8 月 6、24、25 日均達處置作業標準，總計另案被告張世傑等人所利用如判決附表 1 所示證券帳戶於分析期間共計買進 17,969 仟股、賣出 18,543 仟股，分別占總成交量之 31.01%及 32%。渠等於民國 99 年 7 月 2、5、6、7、8、9、12、13、14、15、16、19、20、21、22、23、26、27、28、29、30 日、8 月 2、3、4、5、6、9、10、11、12、13、16、17、18、20、25 日等 36 日有買進或賣出占各該日成交量 20%以上情

形；相對成交情形共計 5,514 仟股，占總成交量 57,940 仟股之 9.52%，占該集團買進數量 18,047 仟股之 30.62%，占該集團賣出數量 19,091 仟股之 30.55%，且於 7 月 22、23、28、30 日、8 月 2、5、6、11、12、13、16、17 日等 12 日有相對成交數量占當日成交量 5% 以上且超過 100 仟股之情事，並明顯於民國 99 年 7 月 8、13、14、21、22、23、27、30 日、8 月 3、5、6、9、10、12、13、16、17、18、25 日等 19 日之買進或賣出行為影響交易價格，另於 7 月 2、5、6、7、9、12、13、14、15、16、19、20、29、30 日、8 月 3、4、5、19、20、23、24 日連續於開盤前大量以高價委託買入唐鋒公司股票（於開盤前高價委託買進數量占可成交委託數量 50% 以上有 8 日、40% 至 50% 間有 2 日、30% 至 40% 之間有 1 日、20% 至 30% 之間有 7 日、10% 以下有 4 日），致該股票價格於開盤時即跳空漲停（細節詳如判決附表 2、3 所示），而另案被告張世傑、蘇美蓉等人以連續高價委託買進唐鋒公司股價、連續委託買賣而相對成交及散布與唐鋒公司有關不實利多流言以抬高唐鋒公司股價之操縱股價行為，均如前述，則若另案被告張世傑、蘇美蓉未與公司方即被告周武賢方面間存有任何炒股協議，殊難想像擁有豐富炒股經驗之另案被告張世傑等人會於手中籌碼嚴重不足之情況下，即開始大張旗鼓對外從事如前所述之各種拉抬唐鋒公司股價之行為，且在炒作之一方並無任何股票之情形下，若無擁有大量股票之人配合買賣，縱使能順利拉高股價？在市場成交量本不大之情形下，實難立即取得足夠之操作籌碼，亦無從衝高成交量，吸引其他不知情之投資人投入市場，堪認另案被告張世傑、蘇美蓉透過另案被告王寶荳與被告周武賢談定炒

股協議，由公司方即被告周武賢方面負責籌措籌碼即唐鋒公司股票，配合另案被告張世傑等人共同意圖抬高唐鋒公司股票之交易價格並造成唐鋒公司股票交易活絡之表象，而連續於開盤前以漲停價、高於前日收盤價、開盤後以漲停價、高於前一盤成交價之高價委託買進唐鋒公司股票，及連續委託買賣而相對成交等行為為真。

肆、小結：

就本案確定判決認定之內容，法官採取綜合分析法之方式進行說明、以相對成交、拉尾盤之異常下單情形、個股漲跌幅、交易量背離同類股及大盤指數等情佐證被告具拉高股價意圖之結論值得肯定之理由，業詳細說明如第一節臺開案、第二節臺鳳案、第三節天剛案部分。再本案判決以開盤前以漲停價委託買進之異常下單方式、公司派與外部炒手達成炒股協議、合作散布不實利多消息等項佐證被告具拉高個股股價意圖之認定，開盤前以漲停價委託買進之下單方式，直接之影響為墊高當日開盤價，而以越低價購入，越可節省成本及擴大獲利空間，站在理智買方之立場，又豈會於尚不知盤勢之開盤前即貿然以漲停價掛出拉高股價而增加成本、減少獲利空間？另本件之共同被告張世傑本即為股市有名之炒作股票能手，本件公司派與張世傑等人達成炒股協議，待股價上升之一定程度時，由公司派出售持有成本極低之股票以獲利均分，並配合散布不實利多消息，均在在顯現被告具非法操縱股價抬高股價之意圖，是本文認同本案判決以開盤前以漲停價委託買進之異常下單方式、公司派與外部炒手達成炒股協議、合作散布不實利多消息等項佐證被告具拉高個股股價意圖之結論。

第五節 亞化案³²

壹、背景說明：

一、事實概要及法院判決經過：

葉斯應為亞化公司董事長，因民國 97 年 5 月 20 日以後，股市大盤往下走，葉斯應為鞏固其經營權而以所持有亞化公司股票設質借款並以融資方式買進部分亞化公司股票，若亞化公司股價持續下跌，將面臨債權人通知補提擔保品、出賣質物、融資追繳、斷頭等個人資金周轉困難之重大財務危機，葉斯應為解決其個人財務危機，遂於民國 97 年 7 月 29 日起至 97 年 9 月 29 日間，連續連高價抬高該股票當日之盤中價或收（尾）盤價之方式買入亞化公司股票；惟至民國 97 年 8、9 月間，因全球金融海嘯因素，股市面臨劇烈衝擊，亞化公司之股票亦因賣壓湧現而有股價大幅下跌之趨勢，葉斯應為增加亞化公司股票之買盤以持續穩定亞化公司股價並降低其個人重大財務危機之發生可能性，遂於民國 97 年 9 月下旬某日與其姊夫邱奕志乃基於共同連續以高價買入而以二人自行或以渠等控制之他人名義之帳戶，對亞化公司之股票連續以高價買入，使其維持一定價格於不墜之犯意聯絡，同時基於意圖抬高亞化公司股價於不墜而合謀，必要時則以約定價格於自己出售或購買有價證券時，使對方同時為購買或出售之相對行為之犯意聯絡及行為分擔，自民國 97 年 9 月 30 日起至 98 年 2 月 25 日止，在上市市場以約定價格，於葉斯應以其個人名義及其控制之證券帳戶出售，或購買亞化公司股票時，使邱奕志同時以其個人名義及其控制之證券帳戶為購買或出售亞化公司股票之行

³² 最高法院 105 年度臺上字第 2173 號刑事判決、臺灣高等法院 103 年度金上訴字第 14 號刑事判決

為，且連續以高價抬高該股票當日之盤中價或收（尾）盤價之方式買入，藉以抬高亞化公司股票於集中交易市場之交易價格或維持不墜，而有影響市場價格、市場秩序之虞。

葉斯應、邱奕志被訴共同操縱亞化公司股票股價，經臺灣臺北地方法院 100 年度金訴字第 23 號、臺灣高法院 103 年度金上訴字第 14 號判處有罪，最後經最高法院 105 年度臺上字第 2173 號駁回上訴而有罪確定，故本件將以臺灣高等法院 103 年度金上訴字第 14 號刑事判決認定有罪確定之內容為分析標的。

二、被告答辯要旨：

（一）葉斯應：

亞化股價因金融風暴而下跌，金管會有通知公司董監事要買回自家股票，伊乃大量買進，並找親友買股票，親友則係因專業判斷而買進，後來因融資到期，伊有調解一些給親友，但還是有買回，親友是左手賣右手，純粹是融資到期轉單或轉倉，沒有影響股價之意圖。

（二）邱奕志：

伊是看好亞化公司才逢低買進，並不知葉斯應亦於同時賣出股票，伊與葉斯應並未有通謀約定，伊是依當時五檔揭示價量限價委託買進，並無抬高、維持亞化公司股價之意圖，以本案相對成交之客觀結果，約僅伊該期間內成交亞化股票之 5 分之 1 上下，再按該期間相對成交占各該交易日 5% 以上之天數中，各該當日伊委託成交情況，經常與葉斯應委託時間、價格、數量均有不同，比重亦甚微，顯見並非刻意為之。

貳、法院在此案認定被告具連續交易主觀意圖要件之依據，經本文整

理歸納如下：

一、被告間成立於金融海嘯期間維持股價在一定價格之協議，股價亦確實維持在一定價格。

二、被告自白彼此間成立維持股價在一定價格之協議。

三、高比例日數有連續高價買進之情形：

相關控制帳戶在認定第二段認定連續交易期間（民國 97 年 9 月 30 日至 98 年 2 月 25 日共之 102 個營業日），有 69 個營業日有以高於前盤成交價或漲停價委買並成交並因而使股價上漲或維持與前盤成交價同一水平之情，其中 58 個營業日均有於尾盤以高於前盤成交價或漲停價大量委託買進而成交，致使股價因而上揚或維持在前盤成交價。

四、異常下單模式：

（一）被告間有相對委託之情況，經比對二集團被告間委託價格、委託時間、股數有高度重疊。

（二）相關控制帳戶間在第二段認定連續交易期間之 102 個營業日中，有 69 個營業日有相對成交，其中有 14 日相對成交數量達 100 仟股。

（三）相關控制帳戶在認定第二段認定連續交易期間 102 個營業日中有 58 個營業日均有於尾盤以高於前盤成交價或漲停價大量委託買進而成交，致使股價因而上揚或維持在前盤成交價。

五、與被告答辯之下單目的不合：

被告邱奕志於第二段認定連續交易期間有多日先掛賣單而於其後再以高於前盤成交價或漲停價購入之情形，其中更有數日出現委買價格高於委賣價格或以漲停價委買之情形，則當被告邱奕志於盤中或尾盤高價買進之時，若係基於看好亞化股票能使其獲利

之心態而願意以高價買進，實可將稍早掛賣而未成交之賣單取消，是其相對成交的投資決策顯與一般投資人以最大獲利為目的之投資行為有悖。

參、法院認定被告具連續交易意圖之詳細內容：

一、法院認定被告間有抬高股價之協議及相對委託行為之理由：

被告葉斯應、邱奕志有前揭共謀抬高亞化公司股價於一定價位之謀議，業經被告葉斯應於偵查中自白，被告邱奕志亦於偵查中復坦承被告葉斯應確實有找伊幫忙護盤等語，另葉斯應回答檢察官所稱：其與被告邱奕志有「對做」情節等語，依檢察官詢問之意旨及其回答之意旨，應認係自認其有與被告邱奕志「相對成交」之情形，證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款之構成要件所指「約定價格」，因實務上係依「價格優先，時間優先」之原則撮合成交，故買賣雙方委託之價格原不需係相同之價格，只要得依上開原則撮合成交，而達到操縱市場之目的即可；所謂「同時」，亦因實務上之作法係投資人於同一營業日之委託均屬有效之委託，故買賣雙方於同一營業日之委託時間雖有不同，如有成交之可能，而能達成上開操縱市場之目的，均可解為「同時」；另關於雙方委託買進、賣出之股票數量雖不相同，如有撮合成交之可能，而得以達成上開操縱市場之目的，仍得成立上開相對委託成交罪。本案被告邱奕志除於前揭被訴期間內購入亞化公司股票之外，亦有賣出亞化公司股票之情形，倘被告邱奕志在被告葉斯應提出前揭護盤之要求時，僅單純基於看好亞化公司，認值得投資而進場買亞化公司股票，應無可能有為數不少賣單，而依前揭電子檔所篩選出來之被告二人成交委託之情形以觀，本院認雙方於前揭被訴時間

固非全部交易均基於「相對委託」做成，然有部分應係基於相對委託成交：

- (一) 比對雙方委託之價格：判決附表 1 之 1、1 之 2 中僅有附表 1 之 1 編號 9、11、12、21、26、31、35、41、127-129、149-150 等 13 筆之委買委賣價格不相符，其餘交易之委買委賣價格均係完全相同。附表 1 之 2 以買方為葉斯應集團帳戶，賣方為邱奕志集團帳戶中亦有部分委買、委賣價格完全相同（相同部分為顏色較深部分）。
- (二) 比對雙方委託買賣之時間：判決附表 1 之 1 所示相對成交之委買、委賣張數 100 張以上，且委買及委賣價格、數量均相同的部分，分別為編號 2~6、39、40、58、75~79，將委買委賣成交資訊及委賣前一盤至委買成交之五檔揭示賣價及賣量彙整如判決附表 1 之 3。如判決附表 1 之 3 所示，除編號 2~6 之交易相差 7 分鐘外，其餘委買及委賣之時間均係極為相近，且除編號 78~79 之交易外，均係於委賣掛單前一盤五檔揭示賣價均無該價格之賣單，而於葉斯應控制之帳戶委賣後，邱奕志控制之帳戶便隨後將其買入。
- (三) 比對雙方委託買賣之股數：觀諸判決附表 1 之 3 委買、委賣價格、數量相同且達 100 張以上之部分，其中標示編號 39 部分，被告葉斯憲帳戶於民國 97 年 11 月 10 日、時間 12194012 以 11.05 元委賣 122 張，而被告邱奕志帳戶隨後於時間 12204490 亦以 11.05 元委買 122 張而相對成交，其委託張數非少，張數亦非整數，倘二人並無約定之事實，實難有此種巧合。

二、法院認定被告因股票設質、融資而有維持股價目的之理由：

再扣押物編號 9-1-2 內銀行員給葉斯應的傳真文件內容顯示，

銀行員黃佳珮於民國 97 年 9 月 23 日傳真告知葉斯應以前一天收盤價核算可續借 2,300 萬，並告知於 9 月 23 日至 12 月 22 日內亞化股價不要低於 13 元，更不能跌至 11 元，則要再提供股票設質或還款，若股價上升至 16 元以上，則可將動用金額再提升至 2,800 萬元（見扣押物編號 9-1-2 德信證券編號 1 信封袋），堪認亞化公司股價若持續下跌，被告葉斯應確有面臨債權人通知補提擔保品、出賣質物、融資追繳、斷頭之重大財務危機，而有抬高亞化公司股票交易價格之行為，而依大眾銀行於民國 103 年 8 月 26 日函覆本院略稱：「經查葉斯應於民國 97 年 9 月 23 日以亞化公司股票共 2731000 股質押向本行借款新臺幣 23000000 元，請查照」等語，適可證明被告前揭扣押物編號 9-1-2 之中關於被告葉斯應於民國 97 年 9 月 23 日確有以亞化公司股票質押借款 2300 萬元之前題事實存在，其餘關於注意股票價格應於哪一段時間維持於何種價位才不會被追繳之提醒等語，核與被告葉斯應之前揭白白內容相符，堪認係真實，本院認定被告構成同條第 3、4 款之情形，一則係以其與邱奕志相對委託部分，一則係以被告二人於被訴期間之委託下單買賣亞化股票之時間、價、量等經分析，應有控制股價之意圖等為據，此與被告葉斯應利用其持用之帳戶「相對成交」（即學理上之沖洗買賣）乙節無重要關聯，亦即倘被告葉斯應僅為了融資轉單而為相對成交行為，亦不影響本院認定其等有前揭控制股價之意圖。

三、法院認定被告具相對成交、連續交易行為之理由：

被告葉斯應、邱奕志有前揭共謀抬高亞化公司股價於一定價位之謀議，業經被告葉斯應於偵查中自白，被告邱奕志亦於偵查中復坦承被告葉斯應確實有找伊幫忙護盤等語，已如前述，且查：

被告葉斯應、邱奕志如判決附表 1 所示集團帳戶自民國 97 年 9 月 30 日至 98 年 2 月 25 日之期間內，於 9 月 30 日、10 月 1 日、10 月 6 日、10 月 7 日、10 月 8 日、10 月 13 日、10 月 22 日、10 月 24 日、10 月 27 日、10 月 28 日、10 月 29 日、10 月 30 日、11 月 3 日、11 月 4 日、11 月 5 日、11 月 6 日、11 月 7 日、11 月 10 日、11 月 11 日、11 月 12 日、11 月 13 日、11 月 14 日、11 月 17 日、11 月 18 日、11 月 19 日、11 月 20 日、11 月 21 日、11 月 24 日、11 月 25 日、11 月 26 日、11 月 27 日、11 月 28 日、12 月 1 日、12 月 2 日、12 月 3 日、12 月 5 日、12 月 8 日、12 月 9 日、12 月 10 日、12 月 11 日、12 月 12 日、12 月 15 日、12 月 16 日、12 月 17 日、12 月 18 日、12 月 19 日、12 月 23 日、12 月 25 日、12 月 26 日、12 月 29 日、12 月 30 日、98 年 1 月 5 日、1 月 6 日、1 月 8 日、1 月 13 日、1 月 15 日、1 月 19 日、1 月 21 日、2 月 2 日、2 月 3 日、2 月 4 日、2 月 6 日、2 月 12 日、2 月 13 日、2 月 17 日、2 月 18 日、2 月 19 日、2 月 20 日、2 月 25 日等交易日，均有以高於前盤成交價或漲停價委買並成交並因而使股價上漲或維持與前盤成交價同一水平之情事，其中於連續高價委託買進拉抬股價之同時，亦有相對成交情形，甚於 9 月 30 日、10 月 1 日、11 月 14 日、11 月 17 日、11 月 20 日、11 月 25 日、11 月 27 日、11 月 28 日、12 月 3 日、12 月 9 日、12 月 12 日、12 月 15 日、12 月 17 日、98 年 2 月 25 日等交易日，拉抬同時之相對成交量均達 100 張以上，並於民國 97 年 10 月 7 日、10 月 8 日、10 月 13 日、10 月 24 日、10 月 27 日、10 月 28 日、10 月 29 日、10 月 30 日、11 月 3 日、11 月 4 日、11 月 5 日、11 月 6 日、11 月 7 日、11 月 10 日、11 月 11 日、11 月 12 日、11 月 13 日、11 月 14 日、11 月 17

日、11月18日、11月19日、11月20日、11月21日、11月24日、11月25日、11月26日、11月27日、11月28日、12月1日、12月2日、12月9日、12月10日、12月11日、12月12日、12月15日、12月16日、12月18日、12月19日、12月23日、12月25日、12月26日、12月29日、12月30日、98年1月5日、1月8日、1月13日、1月21日、2月2日、2月3日、2月4日、2月6日、2月12日、2月13日、2月17日、2月18日、2月19日、2月20日、2月25日等交易日均有於尾盤以高於前盤成交價或漲停價大量委託買進而成交，致使股價因而上揚或維持在前盤成交價（如判決附表4編號32-100所示）。倘僅就被告邱奕志下單情形觀之，其中民國97年10月7日、10月13日、10月24日、10月27日、10月28日、10月29日、10月30日、11月3日、11月4日、11月5日、11月6日、11月7日、11月10日、11月11日、11月12日、11月13日、11月14日、11月17日、11月18日、11月19日、11月21日、11月24日、11月25日、11月26日、12月2日、98年1月5日、2月12日、2月13日、2月17日、2月18日、2月19日等31個營業日有於尾盤配合被告葉斯應或自行以漲停價或高於前盤成交價之價格委買大量張數（參見判決附表4之明細）之行為。

四、法院認定被告行為具影響市場價格及交易秩序之危險之理由：

被告邱奕志於民國97年10月8日、10月29日、10月30日、11月7日、11月10日、11月12日、11月17日、11月18日、11月20日、11月21日、11月25日、98年1月5日、2月12日、2月18日均有同日內先掛賣單而於其後再以高於前盤成交價或漲停價購入之情形（見判決附表4之交易明細），其中10月

29日、10月30日、11月10日、11月18日、11月21日、民國98年1月5日、2月18日均出現委買價格高於委賣價格或以漲停價委買之情形，則當被告邱奕志於盤中或尾盤高價買進之時，若係基於看好亞化股票能使其獲利之心態而願意以高價買進，實可將稍早掛賣而未成交之賣單取消，是其相對成交的投資決策顯與一般投資人以最大獲利為目的之投資行為有悖，足佐被告邱奕志確有與被告葉斯應共謀拉抬或維持亞化股價之意圖而自行或以他人名義連續高價買入，且被告二人既均為應付亞化股票下跌之勢而各有被訴期間之買賣亞化公司股票行為，而被告葉斯應於民國97年9月間金融海嘯發現亞化股票一直下跌經要求被告邱奕志進場後，亞化公司股票沒有一直下跌，有比較平穩，亦經被告葉斯應於偵查中自承不諱，而依判決附表所示之交易紀錄，顯見亞化公司於被告被訴期間成交價格大致均維持在10元以上，堪認其等二人行為均有足以影響市場價格及交易秩序之危險。

五、法院說明認定連續交易不以造成交易活絡表象而誘使他人買賣為要件，亦與是否達臺灣證券交易所列有注意股票或採取處置措施之標準、委託價格是否在五檔揭示範圍無必然關係：

然按證券交易法第155條第1項第3、4款之構成要件不論主觀或客觀要件均無「造成集中市場某種交易活絡之表象」之要件，顯見前開條款並不以被告有造成交易活絡表象之意圖或造成交易活絡表象之結果為必要（最高法院103年臺上字第3799號判決參照），且我國之證券交易法亦未如美、日立法例規定「以誘使他人買賣證券之目的」為構成要件，依證券交易法立法要旨，在自由市場中證券之交易係基於投資人對於該證券價值之體認，形成一定之供需關係，並在此供需關係下，決定其交易價格，倘若股票

本本應下跌，而以操縱方式使其不跌，本身即為抬高價格之行為，其破壞市場自由之機能與操縱股價無異，而臺灣證券交易所列有注意股票或採取處置措施之標準，目的係為提醒投資人注意交易及交割之安全，與該股票是否涉及炒作並無必然關係，辯護人依前開標準所列關於週轉率、與大盤、同類股之盤勢分析之數據所為之各項辯解，難遽予採認，而民國 104 年 7 月 1 日修正施行之證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款，亦僅增列「而有影響市場價格或市場秩序之虞」之要件，並未修正以上開公告處置標準為構成要件，是以辯護人所引證券交易所之前開分析意見中之各項數據僅顯示被告二人並無讓市場產生交易活絡之現象，難解免被告邱奕志意圖影響交易價格，連續高價買入及相對委託之刑責。再意圖操縱股價者原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，蓋基於集合競價之「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」撮合原則，幾乎可預見以何種價位委託買進較大數量，可使成交價上漲數檔，股價操縱者進而可利用該資訊，以連續逐步墊高股價至所欲抬高之價位，甚可達到等同於漲停價委託影響股價之效果。是依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，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，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，即使成交時未以委託之相對高價成交，但價格之漲跌仍將依委託者之預期方向逐檔移動，當股價未達當日漲停價時，不一定需選擇以漲

停價委託，是被告邱奕志是否均以五檔揭示價委託買入與其是否有抬高或維持亞化公司股價之意圖，誠屬二事。

肆、小結：

就本案確定判決認定之內容，法官採取綜合分析法之方式進行說明、以相對成交、拉尾盤之異常下單情形佐證被告具拉高股價意圖之結論值得肯定之理由，業已詳細說明如第二節臺鳳案部分。再本案判決以被告間成立維持股價協議佐證被告具拉高個股股價意圖之認定，本案發生在金融海嘯之際，當時系爭個股股價面臨強勁之下跌力道，而擔任系爭個股負責人之被告葉斯應因持有大量系爭個股股票有融資、設質之情形，將因系爭個股股價下跌而面臨斷頭、喪失公司經營權之重大後果，乃與外部人達成維持股價協議，目標係阻止系爭個股之股價下跌，反面來說，亦即其目標即為抬高系爭個股本應下跌之股價，是本案判決引之證明被告具拉高個股股價意圖之結論，應可贊同。另本案判決另提及連續交易不以造成交易活絡表象而誘使他人買賣為要件，無法以未達臺灣證券交易所列有注意股票或採取處置措施之標準、委託價格在五檔揭示範圍推論無抬高股價意圖部分，因我國證券交易法關於連續交易之規定，並未提及關於造成交易活絡表象而誘使他人買賣之要件，且人為刻意操縱股價扭曲價格形成機能之手段極多，非必然會造成交易活絡表象而誘使他人買賣，是本案判決上開之認定當可認同，亦為學者所贊同³³；另個股是否達證交所列注意及處置標準股票，並非連續交易之構成要件，未達注意處置標準並無法直接與無操縱股價意圖劃上等號，至於是否可以

³³ 同前註 25。

下單價格在最佳五檔揭示範圍內推論無操縱股價之意圖，因以最佳賣價以上（包含最佳賣價）之價格委買，即有推升成交價之效果，反之，以最佳買價（即委買五檔最高價，下稱最佳買價）以下（包含最佳買價）之價格委賣，即有壓低成交價之效果，並無法以下單在五檔揭示範圍內推論無操縱股價之意圖，是本文認同本案判決關於無法以未達臺灣證券交易所列有注意股票或採取處置措施之標準、委託價格在五檔揭示範圍推論無抬高股價意圖之結論。

第六節 民興案³⁴

壹、背景說明：

一、事實概要及法院判決經過：

陳居德係民興國際開發股份有限公司之董事長兼總經理及永泰營造股份有限公司之董事兼總經理，林榮發、劉祥宏均為民興公司之董事，楊新燕為永泰公司之財務部經理，亦為陳居德處理相關財務事項，於陳居德、林榮發、劉祥宏入主民興公司後，竟共同基於炒作民興公司股價之犯意聯絡，由陳居德、林榮發、劉祥宏提供人頭帳戶並決定買賣時機，再指示楊新燕下單，自民國 87 年 3 月 21 日至 87 年 4 月 24 日期間，於民國 87 年 3 月 21 日、同年月 24 日、同年月 25 日、同年月 26 日、同年月 27 日、同年月 31 日、同年 4 月 1 日、同年月 3 日、同年月 8 日、同年月 9 日、同年月 14 日、同年月 15 日、同年月 16 日、同年月 17 日、同年月 18 日、同年月 20 日、同年月 21 日、同年月 23 日，

³⁴ 最高法院 106 年度臺上字第 5 號刑事判決、臺灣高等法院 102 年度重金上更（四）字第 9 號刑事判決。

在集中交易市場連續以高價大量買賣民興股票，每一個營業日共同買進及賣出民興股票數量均占該股當日成交量 20%以上，除民國 87 年 3 月 21 日外，該期間每個營業日之集團相對成交數量均占該股當日成交量 5%以上，累計相對成交總量達 20495 仟股，占查核期間民興股票總成交量（61711 仟股）之 33.21%。並連續相對買賣民興股票，製造民興股票交易熱絡假象，且對民興股票成交價造成明顯之影響，。

陳居德、林榮發、劉祥宏、楊新燕被訴共同操縱民興公司股票股價，劉祥宏經臺灣臺北地方法院 92 年度訴字第 1075 號判處無罪，因檢察官未上訴而確定；楊新燕經臺灣臺北地方法院 92 年度訴字第 1075 號、臺灣高等法院 94 年度上訴字第 868 號判處有罪且宣告緩刑，因未上訴而確定；陳居德、林榮發因上訴、發回更審多次，除臺灣高等法院曾以 98 年度上更（二）89 號撤銷原審判決改判無罪外，其餘臺灣臺北地方法院 92 年度訴字第 1075 號、臺灣高等法院 94 年度上訴字第 868 號、96 年上更（一）字第 452 號、99 年度重金上更（三）字第 12 號、102 年度重金上更（四）字第 9 號均判處有罪，最後因最高法院 106 年臺上字第 5 號駁回上訴而有罪確定。就劉祥宏獲判無罪部分，判決係針對劉祥宏是否有參與予以認定，並未處理連續交易意圖主觀要件部分；就楊新燕經判決有罪確定部分，因判決時間為 96 年 4 月 9 日，時間早於證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款 104 年 7 月 1 日修正之前，故本文將以臺灣高等法院 102 年度重金上更（四）字第 9 號刑事判決認定有罪確定之內容為分析標的。

二、被告答辯要旨：

（一）陳居德：

否認該等交易為其所為，未有抬高股價之意圖，亦不符合連續交易之構成要件。

(二) 林榮發：

否認該等交易為其所為，未有抬高股價之意圖，亦不符合連續交易之構成要件。

貳、法院在此案認定被告具連續交易主觀意圖要件之依據，經本文整理歸納如下：

一、個股股價、交易量於查核期間較同期大盤、同類股變動劇烈，並與大盤、同類股走勢背離：

自期初（民國 87 年 3 月 21 日）開盤價 64 元一路攀升，於民國 87 年 3 月 25 日最低為 63.0 元，最高曾於同年 4 月 16 日達 75.5 元，並始終於 66 元上下，高低差幅達 19.84%；而同類股同期間之收盤價格高低差幅為 11.05%、集中交易市場（大盤）之同期間高低差幅更僅為 9.79%；於認定連續交易期間平均日量為 2285 仟股，最低日量也有 808 仟股，最高日量更達 5682 仟股；惟期間前 1 個月（即民國 87 年 2 月 21 日至同年 3 月 20 日止），平均日量為 1133 仟股，最低日量僅 184 仟股，最高日量則為 4158 仟股，前後 1 個月同股之交易量上漲 101.67%，惟同期間前後 1 個月同類股之交易量竟係萎縮下跌 29.67%，而大盤之交易量則亦係萎縮下跌 24.59%。

二、交易量大：

相關控制帳戶於認定連續交易期間（民國 87 年 3 月 21 日起至同年 4 月 24 日共 25 個營業日），每日均有進行買賣，其中 15 個營業日交易量占市場成交量 38.1%至 78.73%間。

三、高比例日數有連續高價買進、低價賣出之情形：

相關控制帳戶在認定連續交易期間之 25 個營業日，有 18 個營業日有連續多筆高價買進、低價賣出之情形。

四、異常下單情形：

- (一) 相關控制帳戶間在認定連續交易期間之 25 個營業日中，有 24 個營業日有相對成交量占當日成交量 5% 以上且張數超過 100 仟股之情況，共計相對成交量 20495 仟股，占認定連續交易期間總成交量 33.21%，其中更有 11 個營業日占當日市場成交量 33.21% 至 68.46% 之間，並有同時利用同一電話下單以漲停價委託買進及跌停價委託賣出之情形。
- (二) 相關控制帳戶在認定連續交易期間之 25 個營業日中，有 10 個營業日收盤前之數分鐘至 8 秒鐘間即大量掛單買進，且委買價格明顯高於前 1 筆成交價，被告集團上開於收盤前數分鐘至 8 秒鐘間之「買入」股票進而造成股價上升之行為，逕影響此部分各營業日之收盤價格。

參、法院認定被告具連續交易意圖之詳細內容：

一、法院認定個股股價波動係肇因人為炒作之理由：

民興公司股價、交易量於查核期間較同期大盤、同類股變動劇烈，並與大盤、同類股走勢背離：民興公司民國 87 年 1 月 1 日至同年 3 月中旬止，其收盤股價始終於 48.3 至 55.7 元附近盤旋，而自民國 87 年 3 月 16 日起至同年 3 月 20 日攀升至 64 元後，於被告陳居德、林榮發等人在民國 87 年 3 月 21 日介入後，該股收盤價則自此一路攀升，於民國 87 年 3 月 25 日最低為 63.0 元，最高曾於同年 4 月 16 日達 75.5 元，並始終於 66 元上下，高低差幅

達 19.84%；而同類股同期間之收盤價格高低差幅為 11.05%、集中交易市場（大盤）之同期間高低差幅更僅為 9.79%；至於期間內民興股票之最高收盤價、最低收盤價日期分別為民國 87 年 4 月 16 日、同年 3 月 25 日，而同類股暨大盤則分別為同年 4 月 7 日及 4 月 21 日；再民興股票於查核期間平均日量為 2285 仟股，最低日量也有 808 仟股，最高日量更達 5682 仟股；惟期間前 1 個月（即民國 87 年 2 月 21 日至同年 3 月 20 日止），平均日量為 1133 仟股，最低日量僅 184 仟股，最高日量則為 4158 仟股，前後 1 個月同股之交易量上漲 101.67%，惟同期間前後 1 個月同類股之交易量竟係萎縮下跌 29.67%，而大盤之交易量則亦係萎縮下跌 24.59%，由上揭同類股及大盤之價量變動情形分析，民興股票股價之波動於查核期間確實有人為炒作之情形至明。

二、被告相關控制帳戶買賣民興公司股票之異常情形：

- (一) 該期間內，每日買進、賣出民興股票數量，其中民國 87 年 3 月 21 日占 38.10%、3 月 24 日占 65.03%、3 月 26 日占 38.32%、4 月 1 日占 63.70%、4 月 3 日占 67.80%、4 月 8 日占 57.40%、4 月 9 日占 51.76%、4 月 14 日占 64.82%、4 月 15 日占 59.74%、4 月 16 日占 58.47%、4 月 17 日占 54.10%、4 月 18 日占 51.15%、4 月 20 日占 56.92%、4 月 21 日占 59.64%、4 月 23 日占 78.73%；另 3 月 24 日、3 月 25 日、3 月 26 日、3 月 31 日、4 月 1 日、4 月 23 日等 6 個營業日之買進，均占該股股票買進量之 70% 以上。
- (二) 相對成交之情形：除民國 87 年 3 月 21 日外，前開期間每 1 營業日均有相對成交數量占該股股票當日成交量 5% 以上，且超過 100 仟股之情形，總數量達 20495 仟股，占民興股票該期間

總成交量之 33.21%，其中 87 年 3 月 23 日占當日成交量（以下同）之 43.98%、3 月 24 日占 42.43%、3 月 26 日占 42.65%、3 月 27 日占 39.55%、3 月 31 日占 35.84%、4 月 1 日占 39.75%、4 月 3 日占 39.04%、4 月 14 日占 46.49%、4 月 22 日占 47.58%、4 月 23 日占 68.46%、4 月 24 日占 49.62%。

(三) 於民國 87 年 3 月 21 日、3 月 24 日、3 月 27 日、4 月 1 日、4 月 3 日、4 月 7 日、4 月 9 日、4 月 14 日、4 月 15 日、4 月 17 日、4 月 20 日等各日之買賣成交數量占該時段市場總成交數量比例竟高達 84.86% 以上，甚至 100%。且被告陳居德、林榮發等人亦有利用當日之漲停價委託買進，或跌停價委託賣出同一股票，並其買進、賣出均係同一電話中同時委託下單，其等間以同一集團同時買入、賣出股票已與常情相悖，且其等以高價買入、低價賣出之方式，如何彌補其間損失，亦生疑竇。參以集中交易市場股票之買賣，原則上委託買入或賣出之價格，不必然即為交易價格，而被告等以最高價大量委託買進股票，其目的欲大筆成交民興股票，乃以漲停價掛進，得以優先成交，以達交易暢旺之假象，即藉由漲停價以抬高成交股價，而異常提升民興股票交易價格，雖間或有正常、甚至「低價」掛單之情形，但多為製造交易熱絡之表象，藉資引誘他人買進或賣出，其欲炒作股票、抬高民興股票價格之主觀意圖，彰彰甚明。

三、法院認定被告連續交易具主觀意圖要件之說明：

被告交易影響股價買賣民興股票情形（細節詳如下列（一）至（一八）所示），被告集團於民國 87 年 3 月 24 日、同年 3 月 25 日、26 日、27 日、同年 4 月 1 日、3 日、15 日、20 日、21 日、23 日等各營業日收盤前之數分鐘即大量掛單買進，且委買價格明顯高

於前 1 筆成交價，再被告集團於此部分各營業日均有大量反覆之買進、賣出行為，相對成交之比重亦甚高，其等於該日買入股票動機顯非一般買股票之人單純因看好而投資而已，亦非為投資獲利可擬，被告集團上開於收盤前數分鐘至 8 秒鐘間之「買入」股票進而造成股價上升之行為，逕影響此部分各營業日之收盤價格，主觀上當係意在拉尾盤」抬高各該營業日之民興股票之收盤價；被告除上開「拉尾盤」外，其他於各該營業日之其他時段之「買入」股票以抬高股價行為，即民國 87 年 3 月 21 日、同年月 27 日、31 日、同年 4 月 1 日、3 日、8 日、9 日、14 日、15 日、16 日，雖非明顯係收盤前或甫開盤時之買賣，仍應違反上開證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款之禁止規定，至為灼然；又：

(一) 民國 87 年 3 月 21 日：

1. 集團成員蔡勵宗於 10:37:47，以 63.5 元之價格，委託賣出 50 仟股（於 10:38:39 減量 3 仟股），於 10:37:53 以 63.5 成交 47 仟股。於 10:39:07，以 63 元之價格，委託賣出 100 仟股（於 10:39:44 減量 20 仟股），於 10:39:11 以 63 元成交 80 仟股。集團成員黃世鐘於 10:40:23，以 62.5 元之價格，委託賣出 100 仟股（於 10:41:03 減量 20 仟股），於 10:40:29 以 62.5 元成交 80 仟股。上述共委託賣出 207 仟股，使當時成交價由 64 元下跌 3 檔至 62.5 元。
2. 集團成員黃益堂於 10:48:09，以漲停價 68 元之價格，委託買進 90 仟股，於 10:50:21 以 64 元成交 90 仟股。集團成員黃世鐘於 10:48:23，以漲停價 68 元之價格，委託買進 10 仟股（於 10:48:40 減量 4 仟股），於 10:50:21 以 64 元成交 6 仟股。集團成員陳幸妙於 10:49:02，以漲停價 68 元之價格，委託買進 4 仟

股，於 10:50:21 以 64 元成交 4 仟股。集團成員蔡勵宗於 10:51:18，以 65 元之價格，委託買進 100 仟股，於 10:51:39 以 64 元成交 100 仟股。集團成員蘇威駿於 10:51:26，以 65 元之價格，委託買進 100 仟股，於 10:51:39 以 64 元成交 37 仟股、10:51:45 以 65 元成交 63 仟股。★上述共委託買進 300 仟股，使當時成交價由 62 元上漲 6 檔至 65 元。

3. 集團成員陳幸妙於 10:53:22，以 64.5 元之價格，委託買進 100 仟股，於 10:55:06 以 64.5 元成交 13 仟股、10:57:04 以 64.5 元成交 52 仟股、10:57:09 以 64.5 元成交 2 仟股、10:59:30 以 64.5 元成交 33 仟股。集團成員楊新燕於 10:53:49，以 64.5 元之價格，委託買進 200 仟股，於 10:59:30 以 64.5 元成交 72 仟股、11:00:00 以 64.5 元成交 3 仟股。集團成員蘇威駿於 10:54:53，以 64 元之價格，委託買進 100 仟股，未成交。集團成員黃世鐘於 10:58:48，以漲停價 68 元之價格，委託買進 30 仟股，於 10:59:30 以 64.5 元成交 30 仟股。於 10:59:34，以漲停價 68 元之價格，委託買進 30 仟股，於 10:59:36 以 65 元成交 30 仟股。★上述共委託買進 235 仟股，使當時成交價由 63.5 元上漲 3 檔至 65 元。

4. 依據上述，1. 部分，該集團於是日 10:37:47、10:39:07、10:40:23，以 63.5 元、63 元、62.5 元，分別委賣 50 仟股、100 仟股、100 仟股，成交 207 仟股，造成股價下跌 3 檔（自 64 元跌至 62.5 元）。惟其等旋即於 2.、3. 部分，即同日 10:48:09、10:48:23、10:49:02、10:51:18、10:51:26、10:53:22、10:53:49、10:54:53、10:58:48、10:59:34，分別以 68 元（漲停價）、68 元（漲停價）、68 元（漲停價）、65 元、65 元、64.5 元、64.5 元、64 元、68

元（漲停價）、68 元（漲停價）委託買入，合計成交 535 仟股，造成股價於 10:50:21 至 10:51:45 上升 6 檔（自 62 元上升至 65 元）、於 10:55:06 至 10:59:36 上升 3 檔（自 63.5 元上升 65 元）。當日合計買入 649 仟股、賣出 1154 仟股，分別占當日市場總成交比例為 27.43%、48.77%。由此可知，被告集團於 87 年 3 月 21 日有檢察官所指之低價賣出再高價買入之影響股價行為，且被告集團於該日係反覆買入、賣出，並達相當數量。

（二）民國 87 年 3 月 24 日：

集團成員陳幸妙於 11:57:07，以漲停價 68 元之價格（前 1 筆 11:57:03 成交價為 63 元），委託買進 70 仟股，於 11:57:08 以 63.5 元成交 2 仟股、11:59:04 以 64.5 元成交 68 仟股。集團成員黃益堂於 11:57:39，以漲停價 68 元之價格（前 1 筆 11:57:08 成交價為 63.5 元），委託買進 30 仟股，於 11:59:04 以 64.5 元成交 30 仟股。集團成員黃世鐘於 11:57:50，以漲停價 68 元之價格（前 1 筆 11:57:08 成交價為 63.5 元），委託買進 100 仟股，於 11:59:04 以 64.5 元成交 100 仟股。★上述共委託買進 200 仟股，於 11:57:08 至 11:59:04 間均成交，使當時成交價由 63 元上漲 3 檔至 64.5 元。

依據上述，因被告集團於該交易日收盤前 11:57:07、11:57:39、11:57:50，以 68 元之漲停價，委買合計 200 仟股，其委買價格並明顯高於前 1 筆成交價 63 元、63.5 元，換言之，被告集團明知以高於 63.5 元之價格即可買到股票，竟以漲停價 68 元掛單買進，致股價上漲 3 檔（自 63 元升至 64.5 元），其欲影響當日收盤股價意圖至為明顯。再被告集團於該日合計買入 1533 仟股、賣出 1046 仟股，分別占當日市場總成交比例為 77.31%、

52.75%，相對成交高達 42.41%，由此可知，被告集團於 87 年 3 月 24 日股票交易，數量亦相當高，其等買入、賣出行為已占該日市場交易之 7 成 7、5 成 2，其買入股票動機顯非投資獲利而已，被告集團上開買入股票進而造成股價上升之行為，意在「拉尾盤」抬高當日收盤價甚明。

(三) 民國 87 年 3 月 25 日：

集團成員蘇威駿於 11:53:14，以 64 元之價格，委託買進 150 仟股，於 11:53:17 以 62.5 成交 26 仟股、11:55:06 以 63.5 成交 124 仟股。★上述委託買進，於 11:53:17 至 11:55:06 間均成交，使成交價由 62.5 元上升 2 檔至 63.5 元。

依據上述，因被告集團於該交易日之收盤前 11:53:14，以 64 元委託買入 150 仟股，其委買價格並明顯高於前 1 筆成交價 62.5 元，致股價上升 2 檔（自 62.5 元升至 63.5 元）。再被告集團於該日合計買入 1543 仟股、賣出 1087 仟股，分別占當日市場總成交比例為 72.31%、50.94%，相對成交高達 38.80%。同上理由之說明，被告集團於 87 年 3 月 25 日股票交易，數量亦相當高，其等於該日買入股票動機顯非投資獲利而已，被告集團上開於收盤前數分鐘買入股票進而造成股價上升之行為，意在「拉尾盤」抬高當日收盤價甚明。

(四) 民國 87 年 3 月 26 日：

集團成員蘇威駿於 11:46:36，以漲停價 67 元之價格（前 1 筆 11:45:45 成交價為 65.5 元），委託買進 100 仟股，於 11:47:13 以 65.5 元成交 100 仟股。集團成員蔡勵宗於 11:46:49，以漲停價 67 元之價格（前 1 筆 11:45:45 成交價為 65.5 元），委託買進 200 仟股，於 11:47:13 以 65.5 元成交 200 仟股。集團成員

楊新燕於 11:48:51，以漲停價 67 元之價格（前 1 筆 11:47:13 成交價為 65.5 元），委託買進 100 仟股，於 11:48:51 以 65.5 元成交 17 仟股、11:48:57 以 66.5 元成交 83 仟股。★上述共委託買進 400 仟股，於 11:47:13 至 11:48:57 間均成交，使當時成交價由 65.5 元上漲 2 檔至 66.5 元。

依據上述，因被告集團於該交易日之收盤前 11:46:36、11:46:49、11:48:51，分別以 67 元（漲停價）、67 元（漲停價）、67 元（漲停價）委託買入，合計 400 仟股，其委買價格並明顯高於前 1 筆成交價 65.5 元、65.5 元、65.5 元，致股價上升 2 檔（自 65.5 元升至 66.5 元）。再被告集團於該日合計買入 3727 仟股、賣出 2627 仟股，分別占當日市場總成交比例為 74.17%、52.28%，相對成交高達 42.65%。同上理由之說明，被告集團於 87 年 3 月 26 日股票交易，數量亦相當高，其等買入、賣出行為已占該日市場交易之 7 成 4、5 成 2，其等於該日買入股票動機顯非投資獲利而已，被告集團上開於收盤前數分鐘買入股票進而造成股價上升之行為，意在「拉尾盤」抬高當日收盤價甚明。

（五）民國 87 年 3 月 27 日：

1. 集團成員楊新燕於 11:05:01，以 66 元之價格，委託買進 30 仟股，於 11:05:42 以 66 元成交 30 仟股。集團成員黃益堂於 11:06:27，以 66 元之價格，委託買進 10 仟股，於 11:06:49 以 66 元成交 10 仟股。★上述共委託買進 40 仟股，使當時成交價由 65 元上漲 2 檔至 66 元。
2. 集團成員陳幸妙於 11:45:25，以 65.5 元之價格，委託買進 42 仟股，於 11:45:28 以 65.5 元成交 40 仟股、11:55:55 以 65.5 元成交 2 仟股。集團成員楊新燕於 11:46:31，以 66 元之價格，委託

買進 20 仟股，於 11:47:00 以 66 元成交 20 仟股。★上述共委託買進 62 仟股，使當時成交價由 65 元上漲 2 檔至 66 元。

3.集團成員楊新燕於 11:59:14，以 66 元之價格，委託買進 50 仟股，於 11:59:34 以 66 元成交 50 仟股。★上述委託買進，於 11:59:34 均成交，使當時成交價由 65 元上漲 2 檔至 66 元。

4.依據上述，1、2.部分，被告集團於該交易日 11:05:01、11:06:27、11:45:25、11:46:31，分別以高於前 1 筆成交價 65 元之委買價格 66 元、66 元、65.5 元、66 元，委託買入 102 仟股並均成交，造成上述股價上升之結果。再被告集團於該日合計買入 899 仟股、賣出 830 仟股，分別占當日市場總成交比例為 57.36%、52.95%，相對成交高達 39.55%；3.部分，被告集團於該交易日收盤前數 10 秒之 11:59:14，以 66 元委託買入 50 仟股，其委買價格高於前 1 筆成交價 65 元，致股價上升 2 檔（自 65 元升至 66 元）。由此可知被告 2 人於 87 年 3 月 27 日股票交易，數量亦相當高，其等買入、賣出行為已占該日市場交易之 5 成 7、5 成 2。同上理由之說明，其等於該日買入股票動機顯非投資獲利而已，被告集團上開復於於收盤前數 10 秒買入股票進而造成股價上升之行為，意在「拉尾盤」抬高當日收盤價甚明。

(六) 民國 87 年 3 月 31 日：

集團成員陳幸妙於 10:39:48，以 64.5 元之價格，委託買進 50 仟股，於 10:39:48 以 64.5 元成交 49 仟股、11:36:34 以 64.5 元成交 1 仟股。集團成員周玉曼於 10:40:44，以 65 元之價格，委託買進 20 仟股，於 10:41:34 以 65 元成交 20 仟股。★上述共委託買進 70 仟股，其中於 10:39:48 至 10:41:34 共成交 69 仟股，使當時成交價由 64 元上漲 2 檔至 65 元。

依據上述，被告集團於該交易日 10:39:48、10:40:44，分別以 64.5 元、65 元委託買入，合計 70 仟股，其委買價格均高於前 1 筆成交價 64 元、64.5 元，造成上述股價上升之結果（上升 2 檔，自 64 元上升至 65 元）。再被告集團於該日合計買入 773 仟股、賣出 524 仟股，分別占當日市場總成交比例為 70.31%、47.66%，相對成交高達 35.84%。由此可知，被告 2 人於 87 年 3 月 31 日有檢察官所指高價買入之影響股價行為，且被告集團於該日係反覆大量買入、大量賣出，高達 3 成 5 以上之比例係相對成交情形。

(七) 民國 87 年 4 月 1 日：

1. 集團成員周玉曼於 9:24:33，以 64 元之價格，委託買進 100 仟股（於 9:28:51 減量 52 仟股），於 9:25:00 以 64 元成交 48 仟股。集團成員蔡勵宗於 9:28:45，以 64.5 元之價格，委託買進 100 仟股（於 9:35:15 減量 36 仟股），於 9:29:45 以 64.5 元成交 59 仟股、9:33:11 以 64.5 元成交 4 仟股、9:34:44 以 64.5 元成交 1 仟股。集團成員黃世鐘於 9:35:04，以 65 元之價格，委託買進 100 仟股，於 9:35:56 以 65 元成交 100 仟股。集團成員陳幸妙於 9:37:27，以 65 元之價格，委託買進 40 仟股（於 9:39:41 減量 15 仟股），於 9:37:34 以 65 元成交 23 仟股、9:37:39 以 65 元成交 2 仟股。集團成員蘇威駿於 9:39:31，以 65.5 元之價格，委託買進 100 仟股，於 9:40:14 以 65.5 元成交 78 仟股、9:41:16 以 65.5 元成交 22 仟股。集團成員黃益堂於 9:42:38，以 65.5 元之價格，委託買進 30 仟股，於 9:42:40 以 65.5 元成交 4 仟股、9:50:05 以 65.5 元成交 7 仟股、9:51:32 以 65.5 元成交 5 仟股、9:52:35 以 65.5 元成交 2 仟股、9:53:47 以 65.5 元成交

12 仟股。集團成員蘇威駿於 9:43:53，以 66 元之價格，委託買進 30 仟股，於 9:44:03 以 66 元成交 30 仟股。★上述委託買進於 9:25:00 至 9:44:03 共成交 371 仟股，使當時成交價由 63.5 元上漲 5 檔至 66 元。

2. 集團成員蔡勵宗於 10:41:50，以 66.5 元之價格，委託買進 100 仟股（於 10:46:36 減量 33 仟股），於 10:42:30 以 66.5 元成交 64 仟股、10:43:47 以 66.5 元成交 1 仟股、10:46:22 以 66.5 元成交 2 仟股。集團成員蘇鳳珠於 10:43:14，以 67 元之價格，委託買進 20 仟股，於 10:43:42 以 67 元成交 20 仟股。★上述委託買進於 10:42:30 至 10:43:42 共成交 84 仟股，使當時成交價由 66 元上漲 2 檔至 67 元。

3. 集團成員于惠千於 11:57:35，以 66.5 元之價格（前 1 筆 11:56:56 成交價為 66 元），委託買進 100 仟股，於 11:58:55 以 66.5 元成交 63 仟股。集團成員周玉曼於 11:59:20，以 67 元之價格（前 1 筆 11:58:55 成交價為 66.5 元），委託買進 30 仟股，於 12:00:00 以 67 元成交 30 仟股。於 11:59:40，以 67 元之價格（前 1 筆 11:58:55 成交價為 66.5 元），委託買進 30 仟股，於 12:00:00 以 67 元成交 30 仟股。★上述共委託買進 160 仟股，於 11:58:55 至 12:00:00 共成交 123 仟股，使當時成交價由 66 元上漲 1 檔至 66.5 元。

4. 依據上述，1、2 部分，被告集團於該交易日 9:24:33、9:28:45、9:35:04、9:37:27、9:39:31、9:42:38、9:43:53、10:41:50、10:43:14，分別以 64 元、64.5 元、65 元、65 元、65.5 元、65.5 元、66 元、66.5 元、67 元之價格，委託買進並成交 455 仟股，其委託買價格均高於或相當前 1 筆成交價 63.5 元、64 元、64.5 元、65 元、65 元、

65.5 元、65.5 元、66 元、66.5 元，造成上述股價上升之結果（分別自 9:25:00 至 9:44:03 上升 5 檔自 63.5 元上升至 66 元，自 10:42:30 至 10:43:42 上升 2 檔自 66 元上升至 67 元）；3.部分，被告集團於該交易日 3 分鐘內之 11:57:35、11:59:20、11:59:40，分別以 66.5 元、67 元、67 元委託買入 123 仟股，其委買價格均高於前 1 筆成交價 66 元、66.5 元、66.5 元，致股價上升 1 檔（自 66 元升至 66.5 元），再被告集團於該日合計買入 1183 仟股、賣出 693 仟股，分別占當日市場總成交比例為 81.65%、47.83%，相對成交高達 39.75%。由此可知，被告 2 人於 87 年 4 月 1 日有檢察官所指高價買入之影響股價行為，且被告集團於該日係反覆大量買入、大量賣出，高達近 4 成之比例係相對成交情形，其等於該日買入股票動機顯非投資獲利而已，被告集團上開於收盤前 2 分多鐘至 20 秒間買入股票進而造成股價上升之行為，意在「拉尾盤」抬高當日收盤價甚明。

(八) 民國 87 年 4 月 3 日：

1. 集團成員蔡勵宗於 11:09:56，以 63.5 元之價格（前 1 筆 11:09:43 成交價為 64 元），委託賣出 100 仟股，於 11:10:46 以 63.5 元成交 100 仟股。於 11:12:03，以 63.5 元之價格（前 1 筆 11:11:53 成交價為 64 元），委託賣出 100 仟股，於 11:13:15 以 63.5 元成交 47 仟股、11:14:37 以 63.5 元成交 34 仟股、11:16:00 以 63.5 元成交 7 仟股、11:16:56 以 63.5 元成交 12 仟股。於 11:14:38，以 63 元之價格（前 1 筆 11:14:37 成交價為 63.5 元），委託賣出 200 仟股，於 11:14:42 以 63 元成交 200 仟股。★上述委託賣出於 11:10:46 至 11:14:42 共成交 381 仟股，使當時成交價由 64 元下跌 2 檔至 63 元。

- 2.集團成員楊新燕於 11:21:25，以 64 元之價格，委託買進 100 仟股，於 11:21:40 以 64 元成交 100 仟股。集團成員蔡勵宗於 11:23:46，以 64 元之價格，委託買進 30 仟股，於 11:24:56 以 64 元成交 6 仟股、11:39:25 以 64 元成交 1 仟股、11:40:26 以 64 元成交 10 仟股、11:41:33 以 64 元成交 5 仟股、11:44:13 以 64 元成交 1 仟股、11:47:16 以 64 元成交 7 仟股。於 11:29:47，以 64.5 元之價格，委託買進 20 仟股，於 11:30:09 以 64.5 元成交 20 仟股。★上述委託買進於 11:21:40 至 11:30:09 共成交 126 仟股，使當時成交價由 63.5 元上漲 2 檔至 64.5 元。
- 3.集團成員楊新燕於 11:48:52，以 64.5 元之價格(前 1 筆 11:47:16 成交價為 64 元)，委託買進 100 仟股，於 11:48:55 以 64.5 元成交 95 仟股、於 11:50:41 以 64.5 元成交 5 仟股。集團成員蔡勵宗於 11:50:12，以 64.5 元之價格(前 1 筆 11:48:55 成交價為 64.5 元)，委託買進 50 仟股，於 11:50:41 以 64.5 元成交 1 仟股、11:52:21 以 64.5 元成交 22 仟股、11:54:01 以 64.5 元成交 11 仟股、11:55:51 以 64.5 元成交 16 仟股。於 11:57:00，以 64.5 元之價格(前 1 筆 11:55:51 成交價為 64.5 元)，委託買進 100 仟股，於 11:57:46 以 64.5 元成交 16 仟股。集團成員黃世鐘於 11:57:49，以 65 元之價格(前 1 筆 11:57:46 成交價為 64.5 元)，委託買進 100 仟股，於 11:57:51 以 65 元成交 100 仟股。★上述共委託買進 350 仟股，於 11:48:55 至 11:57:51 間共成交 266 仟股，使當時成交價由 64 元上漲 2 檔至 65 元。
- 4.依據上述，1.部分，該集團於是日 11:09:56、11:12:03、11:14:38，以 63.5 元、63.5 元、63 元，分別委賣 100 仟股、100 仟股、200 仟股，成交 381 仟股，造成股價下跌 2 檔(自 64 元跌至

63 元)。惟其等旋即於 2.部分，即同日 11:21:25、11:23:46、11:29:47，分別以 64 元、64 元、64.5 元委託買入共成交 126 仟股，造成股價上升 2 檔（自 63.5 元上升至 64.5 元）。3.部分，該集團於是日收盤 12 分鐘至 3 分鐘內以 11:48:52、11:50:12、11:57:00、11:57:49，分別以 64.5 元、64.5 元、64.5 元、65 元委託買入成交 535 仟股，其中「11:48:52、11:57:49」之委買價格均高於前 1 筆成交價「64 元、64.5 元」，致股價上升 2 檔（自 64 元升至 65 元），再被告集團當日合計買入 861 仟股、賣出 1386 仟股，分別占當日市場總成交比例為 51.96%、83.64%，相對成交高達 39.04%。由此可知，被告 2 人於 87 年 4 月 3 日有檢察官所指高價買入之影響股價行為，且對被告集團於該日係反覆大量買入、大量賣出，且高達近 4 成之比例係相對成交情形其等於該日買入股票動機顯非投資獲利而已，被告集團上開於收盤前 12 分鐘至 3 分鐘內之買入股票進而造成股價上升之行為，意在「拉尾盤」抬高當日收盤價甚明。

(九) 民國 87 年 4 月 8 日：

1. 集團成員楊新燕於 9:22:51，以 67 元之價格，委託買進 50 仟股，於 9:23:20 以 66.5 元成交 7 仟股、9:23:25 以 67 元成交 43 仟股。★上述委託買進共成交 50 仟股，使當時成交價由 65.5 元上漲 3 檔至 67 元。
2. 集團成員黃世鐘於 9:25:55，以 66.5 元之價格，委託買進 50 仟股（於 9:38:02 減量 7 仟股），於 9:26:10 以 66.5 元成交 8 仟股、9:27:49 以 66.5 元成交 12 仟股、9:30:54 以 66.5 元成交 12 仟股、9:33:36 以 66.5 元成交 1 仟股、9:34:58 以 66.5 元成交 10 仟股。於 9:25:59，以 67 元之價格，委託買進 50 仟股，於

9:26:10 以 66.5 元成交 50 仟股。集團成員陳幸妙於 9:28:54，以 70 元之價格，委託買進 50 仟股，於 9:29:27 以 67 元成交 50 仟股。★上述委託買進於 9:26:10 至 9:29:27 共成交 120 仟股，使當時成交價由 66 元上漲 2 檔至 67 元。

3. 集團成員楊新燕於 9:36:10，以 67 元之價格，委託買進 50 仟股，於 9:36:31 以 67 元成交 17 仟股、9:42:55 以 67 元成交 7 仟股、9:48:03 以 67 元成交 9 仟股、9:49:15 以 67 元成交 17 仟股。集團成員蘇威駿於 9:37:40，以 67.5 元之價格，委託買進 100 仟股，於 9:38:10 以 67.5 元成交 100 仟股。★上述委託買進於 9:36:31 至 9:38:10 共成交 117 仟股，使當時成交價由 66.5 元上漲 2 檔至 67.5 元。

4. 集團成員蔡勵宗於 10:11:48，以 67.5 元之價格，委託買進 62 仟股（於 10:13:02 減量 51 仟股），於 10:12:28 以 67.5 元成交 11 仟股。集團成員黃益堂於 10:13:42，以 68 元之價格，委託買進 98 仟股，於 10:13:46 以 68 元成交 98 仟股。★上述委託買進於 10:12:28 至 10:13:46 共成交 109 仟股，使當時成交價由 67 元上漲 2 檔至 68 元。

5. 集團成員楊新燕於 11:17:36，以 65.5 元之價格，委託賣出 198 仟股，於 11:17:47 以 65.5 元成交 27 仟股、11:23:22 以 65.5 元成交 152 仟股、11:24:50 以 65.5 元成交 19 仟股。集團成員蘇鳳珠於 11:18:56，以 65 元之價格，委託賣出 119 仟股，於 11:19:15 以 65 元成交 119 仟股。集團成員于惠千於 11:19:06，以 65 元之價格，委託賣出 45 仟股，於 11:19:15 以 65 元成交 45 仟股。集團成員蔡勵宗於 11:19:30，以 65 元之價格，委託賣出 27 仟股，於 11:20:32 以 65 元成交 27 仟股。集團成員陳

幸妙於 11:19:48，以 65 元之價格，委託賣出 9 仟股，於 11:20:32 以 65 元成交 9 仟股。集團成員楊新燕於 11:20:26，以 65 元之價格，委託賣出 139 仟股，於 11:20:32 以 65 元成交 139 仟股。集團成員蘇威駿於 11:21:08，以 65 元之價格，委託賣出 62 仟股（於 11:22:10 減量 1 仟股），於 11:22:00 以 65 元成交 28 仟股、11:23:17 以 65 元成交 33 仟股。★上述委託賣出於 11:17:47 至 11:22:00 共成交 394 仟股，使當時成交價由 66 元下跌 2 檔至 65 元。

6. 集團成員黃益堂於 11:26:22，以 66 元之價格，委託買進 100 仟股（於 11:27:55 減量 45 仟股），於 11:26:27 以 66 元成交 55 仟股。集團成員于惠千於 11:27:40，以 66.5 元之價格，委託買進 100 仟股，於 11:27:49 以 66.5 元成交 76 仟股、11:24:54 以 66.5 元成交 5 仟股、11:30:29 以 66.5 元成交 19 仟股。集團成員蘇威駿於 11:29:10，以 67 元之價格，委託買進 20 仟股，於 11:29:16 以 67 元成交 20 仟股。★上述委託買進於 11:26:27 至 11:29:16 共成交 156 仟股，使當時成交價由 65.5 元上漲 3 檔至 67 元。

7. 依據上述，1. 至 4. 部分之買入行為，被告集團於該交易日 9:22:51、9:25:55、9:25:59、9:28:54、9:36:10、9:37:40、10:11:48、10:13:42，分別以 67 元、66.5 元、67 元、68 元、67 元、67.5 元、67.5 元、68 元委託買入並成交 396 仟股，其委買價格並明顯高於前 1 筆成交價 65.5 元、66 元、66 元、66.5 元、66.5 元、67 元、67 元、67.5 元，並造成上述之股價上升結果（分別上升 3 檔、2 檔、2 檔、2 檔如前述）。旋即於 5. 部分，即同日 11:17:36、11:18:56、11:19:06、11:19:30、11:19:48、11:20:26、11:21:08，分別以 65.5 元、65 元、65 元、65 元、65 元、65 元、65 元、65 元委託賣

出，合計成交 394 仟股，並造成股價下跌 2 檔如前述。再於 6. 部分，即同日 11:26:22、11:27:40、11:29:10，分別以 66 元、66.5 元、67 元委託買入，合計 156 仟股，其委買價格並明顯高於前 1 筆成交價 65.5 元、66 元、66.5 元，並造成股價上升 3 檔如前述。再被告集團於該日合計買入 1845 仟股、賣出 1784 仟股，分別占當日市場總成交比例為 58.36%、56.43%，相對成交高達 29.07%。由此可知，被告集團於 87 年 4 月 8 日有檢察官所指之上開賣出買入股票之影響股價行為，被告集團於該日係反覆大量買入、大量賣出，且高達近 3 成之比例係相對成交情形。

(十) 民國 87 年 4 月 9 日：

1. 集團成員楊新燕於 9:10:22，以 67.5 元之價格，委託買進 100 仟股，於 9:10:43 以 67.5 元成交 76 仟股、9:14:42 以 67.5 元成交 4 仟股、9:14:47 以 67.5 元成交 5 仟股、9:16:16 以 67.5 元成交 7 仟股、9:19:14 以 67.5 元成交 8 仟股。集團成員蘇威駿於 9:11:36，以 68 元之價格，委託買進 100 仟股，於 9:12:01 以 68 元成交 100 仟股。★上述委託買進於 9:10:43 至 9:12:01 共成交 176 仟股，使當時成交價由 66.5 元上漲 3 檔至 68 元。
2. 集團成員黃世鐘於 9:51:59，以 67 元之價格，委託買進 200 仟股，於 9:52:34 以 66.5 元成交 82 仟股、9:52:40 以 67 元成交 50 仟股、9:53:41 以 67 元成交 22 仟股、9:55:55 以 67 元成交 6 仟股、9:57:08 以 67 元成交 11 仟股、9:59:17 以 67 元成交 15 仟股、10:00:24 以 67 元成交 2 仟股、10:01:20 以 67 元成交 10 仟股、10:02:37 以 67 元成交 2 仟股。集團成員楊新燕於 9:58:02，以 67.5 元之價格，委託買進 30 仟股，於 9:58:05 以 67.5 元成

交 30 仟股。★上述委託買進於 9:52:34 至 9:58:05 共成交 201 仟股，使當時成交價由 66 元上漲 3 檔至 67.5 元。

3.集團成員蔡勵宗於 10:09:04，以 68.5 元之價格，委託買進 200 仟股，於 10:09:08 以 67.5 元成交 18 仟股、10:09:14 以 68.5 元成交 182 仟股。★上述委託買進共成交 200 仟股，使當時成交價由 68 元上漲 1 檔至 68.5 元。

4.集團成員黃益堂於 10:15:58，以 67.5 元之價格，委託賣出 30 仟股，於 10:16:15 以 67.5 元成交 7 仟股、10:19:57 以 67.5 元成交 1 仟股、10:27:50 以 67.5 元成交 22 仟股。集團成員陳幸妙於 10:22:50，以 67 元之價格，委託賣出 50 仟股，於 10:23:32 以 67 元成交 23 仟股、10:27:50 以 67.5 元成交 27 仟股。於 10:24:15，以 66.5 元之價格，委託賣出 50 仟股，於 10:25:00 以 66.5 元成交 28 仟股、10:27:45 以 66.5 元成交 22 仟股。集團成員于惠千於 10:25:53，以 66 元之價格，委託賣出 200 仟股，於 10:26:17 以 66 元成交 200 仟股。★上述委託賣出於 10:16:15 至 10:26:17 共成交 259 仟股，使當時成交價由 67 元下跌 2 檔至 66 元。

5.依據上述，1.至 3.部分，被告集團於該交易日 9:10:22、9:11:36、9:51:59、9:58:02、10:09:04，分別以 67.5 元、68 元、67 元、67.5 元、68.5 元委託買入共 577 仟股，其委買價格並明顯高於前 1 筆成交價 66.5 元、67.5 元、66 元、67 元、68 元，並造成上述之股價上升結果（分別上升 3 檔、3 檔、1 檔如前述）。旋即於 4.部分，即同日 10:15:58、10:22:50、10:24:15、10:25:53，分別以 67.5 元、67 元、66.5 元、66 元委託賣出，合計成交 259 仟股，並造成股價下跌 2 檔如前述。再被告集團於該日合計買

入 2008 仟股、賣出 1699 仟股，分別占當日市場總成交比例為 55.68%、47.11%，相對成交達 16.58%。由此可知，被告集團於 87 年 4 月 9 日有檢察官所指之上開賣出買入股票之影響股價行為，且被告集團於該日係反覆大量買入、大量賣出，且高達近 2 成之比例係相對成交情形。

(十一) 民國 87 年 4 月 14 日：

1. 集團成員黃益堂於 9:37:34，以 70.5 元之價格，委託買進 50 仟股，於 9:38:18 以 70.5 元成交 16 仟股、9:39:24 以 70.5 元成交 1 仟股、9:40:26 以 70.5 元成交 7 仟股、9:41:22 以 70.5 元成交 1 仟股、9:42:29 以 70.5 元成交 1 仟股、9:43:40 以 70.5 元成交 2 仟股、9:43:45 以 70.5 元成交 1 仟股、9:44:32 以 70.5 元成交 12 仟股、9:46:12 以 70.5 元成交 3 仟股、9:47:29 以 70.5 元成交 1 仟股、9:48:35 以 70.5 元成交 5 仟股。於 9:38:58，以 71 元之價格，委託買進 50 仟股，於 9:39:19 以 71 元成交 50 仟股)。

★上述委託買進於 9:38:18 至 9:39:19 共成交 66 仟股，使當時成交價由 69.5 元上漲 3 檔至 71 元。

2. 集團成員楊新燕於 10:00:30，以 70 元之價格，委託買進 50 仟股(於 10:16:27 減量 29 仟股)，於 10:01:16 以 70 元成交 16 仟股、10:01:21 以 70 元成交 5 仟股。集團成員陳幸妙於 10:01:59，以 70.5 元之價格，委託買進 50 仟股，於 10:02:54 以 70.5 元成交 33 仟股、10:04:15 以 70.5 元成交 14 仟股、10:10:07 以 70.5 元成交 3 仟股。集團成員蘇鳳珠於 10:04:31，以 71 元之價格，委託買進 50 仟股，於 10:05:07 以 71 元成交 31 仟股、10:06:18 以 71 元成交 4 仟股、10:06:23 以 71 元成交 2 仟股、10:07:30 以 71 元成交 6 仟股、10:09:10 以 71 元成交 6 仟股、10:10:02

以 71 元成交 1 仟股。集團成員蔡勵宗於 10:06:25，以 71.5 元之價格，委託買進 50 仟股，於 10:07:30 以 71 元成交 50 仟股。

★上述委託買進於 10:01:16 至 10:07:30 共成交 161 仟股，使當時成交價由 69.5 元上漲 3 檔至 71 元。

3.集團成員于惠千於 10:13:31，以 71.5 元之價格，委託買進 175 仟股（於 10:15:43 減量 90 仟股），於 10:13:45 以 71 元成交 2 仟股、10:13:50 以 71.5 元成交 82 仟股、10:14:51 以 71.5 元成交 1 仟股。集團成員陳幸妙於 10:14:39，以 72 元之價格，委託買進 100 仟股，於 10:14:46 以 72 元成交 100 仟股。★上述委託買進於 10:13:45 至 10:14:46 共成交 184 仟股，使當時成交價由 71.5 元上漲 1 檔至 72 元。

4.集團成員楊新燕於 10:24:17，以 73 元之價格，委託買進 102 仟股，於 10:24:23 以 73 元成交 102 仟股。★上述委託買進共成交 102 仟股，使當時成交價由 72 元上漲 2 檔至 73 元。

5.集團成員黃世鐘於 10:26:57，以 73 元之價格，委託買進 102 仟股（於 10:32:23 減量 15 仟股），於 10:27:12 以 72.5 元成交 24 仟股、10:27:17 以 73 元成交 4 仟股、10:28:13 以 73 元成交 59 仟股。集團成員蘇威駿於 10:28:14，以 73.5 元之價格，委託買進 102 仟股，於 10:28:18 以 73.5 元成交 102 仟股。★上述委託買進於 10:27:12 至 10:28:18 共成交 189 仟股，使當時成交價由 72.5 元上漲 2 檔至 73.5 元。

6.依據上述，被告集團於該交易日 9:37:34、9:38:58、10:00:30、10:01:59、10:04:31、10:06:25、10:13:31、10:14:39、10:24:17、10:26:57、10:28:14，分別以 70.5 元、71 元、70 元、70.5 元、71 元、71.5 元、71.5 元、72 元、73 元、73 元、73.5 元委託買

入，合計 702 仟股，其委買價格並明顯高於前 1 筆成交價 69.5 元、70.5 元、69.5 元、70 元、70.5 元、71 元、71.5 元、71.5 元、72 元、72.5 元、73 元，並造成上述之股價上升結果（分別上升 3 檔、3 檔、1 檔、2 檔、2 檔如前述，再被告集團於該日合計買入 2530 仟股、賣出 2210 仟股，分別占當日市場總成交比例為 69.20%、60.44%，相對成交達 46.49%。由此可知，被告 2 人於 87 年 4 月 14 日有檢察官所指高價買入之影響股價行為，且被告集團於該日係反覆大量買入、大量賣出，且高達 4 成 6 之比例係相對成交情形。

（十二）民國 87 年 4 月 15 日：

1. 集團成員楊新燕於 9:06:31，以 74 元之價格，委託買進 100 仟股（於 9:09:12 減量 50 仟股、9:28:59 減量 28 仟股），於 9:06:35 以 74 元成交 17 仟股、9:08:08 以 74 元成交 3 仟股、9:10:33 以 74 元成交 2 仟股。集團成員陳幸妙於 9:07:37，以 74.5 元之價格，委託買進 100 仟股，於 9:08:03 以 74.5 元成交 100 仟股。
★上述委託買進於 9:06:35 至 9:08:03 共成交 117 仟股，使當時成交價由 73 元上漲 3 檔至 74.5 元。
2. 集團成員黃益堂於 9:22:41，以 75 元之價格，委託買進 100 仟股（於 9:24:12 減量 50 仟股、9:28:33 減量 30 仟股），於 9:23:44 以 75 元成交 12 仟股、9:24:46 以 75 元成交 8 仟股。集團成員黃世鐘於 9:24:58，以 75.5 元之價格，委託買進 100 仟股，於 9:25:52 以 75.5 元成交 100 仟股。集團成員周玉曼於 9:27:28，以 75.5 元之價格，委託買進 100 仟股（於 9:27:56 減量 50 仟股、9:35:50 減量 10 仟股），於 9:27:30 以 75.5 元成交 35 仟股、9:33:04 以 75.5 元成交 5 仟股。於 9:28:19，以 76 元之價格，

委託買進 100 仟股，於 9:28:47 以 76 元成交 100 仟股。★上述委託買進於 9:23:44 至 9:28:47 共成交 255 仟股，使當時成交價由 74.5 元上漲 3 檔至 76 元。

3. 集團成員蘇鳳珠於 10:10:37，以 76.5 元之價格，委託買進 195 仟股，於 10:10:57 以 76.5 元成交 160 仟股、10:11:42 以 76.5 元成交 1 仟股、10:12:33 以 76.5 元成交 32 仟股、10:12:38 以 76.5 元成交 2 仟股。集團成員蘇威駿於 10:10:53，以 76.5 元之價格，委託買進 5 仟股，於 10:12:38 以 76.5 元成交 3 仟股。集團成員楊新燕於 10:13:12，以 77 元之價格，委託買進 78 仟股，於 10:13:35 以 77 元成交 78 仟股。集團成員蘇威駿於 10:13:35，以 77 元之價格，委託買進 22 仟股，於 10:13:40 以 77 元成交 22 仟股。★上述委託買進於 10:10:57 至 10:13:40 共成交 298 仟股，使當時成交價由 76 元上漲 2 檔至 77 元。
4. 集團成員陳幸妙於 11:58:34，以 78.5 元之價格，委託買進 30 仟股，於 11:59:51 以 74.5 元成交 30 仟股。集團成員周玉曼於 11:58:50，以 78.5 元之價格，委託買進 50 仟股，於 11:59:51 以 74.5 元成交 50 仟股。集團成員黃益堂於 11:59:23，以 78.5 元之價格，委託買進 50 仟股，於 11:59:51 以 74.5 元成交 35 仟股、11:59:56 以 75 元成交 15 仟股。集團成員蔡勵宗於 11:59:36，以 78.5 元之價格，委託買進 50 仟股，於 11:59:56 以 75 元成交 50 仟股。★上述共委託買進 180 仟股，於 11:59:51 至 11:59:56 間共成交 180 仟股，使當時成交價由 73.5 元上漲 3 檔至 75 元。
5. 依據上述，1. 至 3. 部分，被告集團於該交易日 9:06:31、9:07:37、9:22:41、9:24:58、9:27:28、9:28:19、10:10:37、10:10:53、10:13:12、10:13:35，分別以 74 元、74.5 元、75 元、75.5 元、75.5 元、76

元、76.5 元、76.5 元、77 元、77 元委託買入，合計 670 仟股，其委買價格並明顯高於前 1 筆成交價 73 元、74 元、74.5 元、75 元、75.5 元、75.5 元、71.5 元、76 元、76 元、76.5 元、77 元，並造成上述之股價上升結果（分別上升 3 檔、3 檔、2 檔如前述）。4.部分，該集團於是日收盤 1 分多鐘至 20 多秒間以 11:58:34、11:58:50、11:59:23、11:59:36，分別均以 78.5 元委託買入成交 180 仟股，且均明顯高於前 1 筆成交價 73.5 元，致股價上升 3 檔（自 73.5 元升至 75 元）。被告集團於該日合計買入 2271 仟股、賣出 2069 仟股，分別占當日市場總成交比例為 62.28%、56.74%，相對成交達 35.82%。由此可知，被告 2 人於 87 年 4 月 15 日有檢察官所指高價買入之影響股價行為，且被告集團於該日係反覆大量買入、大量賣出，且高達 3 成 5 之比例係相對成交情形，其等於該日買入股票動機顯非投資獲利而已，被告集團上開於收盤前 1 分多鐘至 20 多秒間之買入股票進而造成股價上升之行為，意在「拉尾盤」抬高當日收盤價甚明。

（十三）民國 87 年 4 月 16 日：

集團成員蘇威駿於 9:01:38，以 75.5 元之價格，委託買進 200 仟股，於 9:01:40 以 75 元成交 95 仟股、9:03:17 以 75.5 元成交 105 仟股。集團成員蔡勵宗於 9:04:45，以 75.5 元之價格，委託買進 100 仟股（於 9:10:11 減量 51 仟股），於 9:05:00 以 75.5 元成交 44 仟股、9:09:07 以 75.5 元成交 5 仟股。集團成員于惠千於 9:06:27，以 76 元之價格，委託買進 100 仟股，於 9:06:32 以 76 元成交 100 仟股。★上述共委託買進 349 仟股，於 9:01:40 至 9:06:32 共成交 344 仟股，使當時成

交價由 74.5 元上漲 3 檔至 76 元。

依據上述，被告集團於該交易日 9:01:38、9:04:45、9:06:27，分別以 75.5 元、75.5 元、76 元之價格委託買入 200、100（嗣經減量為 49 仟股）、100 仟股。上述共委託買進 349 仟股，於 9:01:40 至 9:06:32 間共成交 344 仟股，使當時成交價由 74.5 元上漲 3 檔至 76 元。再上開 3 筆之前 1 筆成交價為 74.5 元、75.5 元、75.5 元，嗣被告集團於 9:06:27 以後之 9:10:11 至 9:31:07 均仍持續買入約 600 餘仟股，於 9:33:33、9:33:35 有委賣 204 仟股、96 仟股；至 9:35:40 至 9:38:54 間復持續買入約 350 餘仟股；至 9:39:06、9:39:16，復委賣 300 仟股，至中午 12 時收盤時止，其集團即反覆為大量買入、再大量賣出之交易行為；再 87 年 4 月 16 日集團合計買入 2387 仟股、賣出 1787 仟股，分別占當日市場總成交比例為 67.69%、50.67%，是被告集團於 87 年 4 月 16 日之買入數量仍大於賣出數量，且有比重高達 33% 之相對成交情形。

（十四）民國 87 年 4 月 17 日：

1. 集團成員蘇威駿於 10:24:57，以跌停價 70.5 元之價格，委託賣出 201 仟股，於 10:24:59 以 71 元成交 15 仟股、10:26:06 以 70.5 元成交 84 仟股、10:27:13 以 70.5 元成交 19 仟股、10:28:09 以 70.5 元成交 50 仟股、10:29:11 以 70.5 元成交 30 仟股、10:30:23 以 70.5 元成交 3 仟股。★上述委託賣出均成交，使當時成交價由 71 元下降 1 檔至跌停價 70.5 元。
2. 集團成員黃益堂於 10:25:25，以跌停價 70.5 元之價格，委託賣出 191 仟股。於 10:32:46 至 11:04:20 間，委賣之 191 仟股陸續以 70.5 元全部成交。集團成員蘇威駿於 10:25:42，以跌停價

70.5 元之價格，委託賣出 200 仟股。於 11:04:20 至 11:13:39 間，委賣之 200 仟股陸續以 70.5 元全部成交。集團成員楊新燕於 10:25:44，以跌停價 70.5 元之價格，委託賣出 97 仟股（於 10:26:07 減量 1 仟股）。於 11:13:39 至 11:39:58 間，委賣之 96 仟股陸續以 70.5 元全部成交。★上述共委託賣出 487 仟股，均成交。

3. 集團成員蔡勵宗於 10:25:55，以跌停價 70.5 元之價格，委託賣出 181 仟股。於 11:52:10 至 11:59:40 間，委賣之 181 仟股陸續以 70.5 元全部成交。

4. 依據上述，該集團於是日 10:24:57、10:25:25、10:25:42、10:25:44、10:25:55，均以跌停價 70.5 元，分別委賣 201 仟股、191 仟股、200 仟股、97 仟股（於 10:26:07 減量 1 仟股）、181 仟股，成交 869 仟股，造成股價下跌 1 檔至跌停價 70.5 元。該集團於是日之賣出行為大於買入行為，另當日合計買入 838 仟股、賣出 1378 仟股，分別占當日市場總成交比例為 40.91%、67.28%，相對成交高達 30.95%。由此可知，被告 2 人於 87 年 4 月 17 日有檢察官所指低價賣出之影響股價行為，且被告集團於該日係反覆大量買入、大量賣出，且高達近 3 成 1 之比例係相對成交情形。

(十五) 民國 87 年 4 月 18 日：

1. 集團成員蘇威駿於 9:35:14，以跌停價 66 元之價格，委託賣出 100 仟股。於 10:45:17 至 11:27:36 間，委賣之 100 仟股陸續以 66 元全部成交。

2. 集團成員于惠千於 11:21:35，以跌停價 66 元之價格，委託賣出 200 仟股。於 11:36:50 至 11:38:17 間，委賣之 200 仟股陸續以

66 元全部成交。集團成員蘇威駿於 11:22:20，以跌停價 66 元之價格，委託賣出 100 仟股。於 11:38:17 至 11:41:58 間，委賣之 100 仟股陸續以 66 元全部成交。集團成員蔡勵宗於 11:22:29，以跌停價 66 元之價格，委託賣出 100 仟股。於 11:41:58 委賣之 100 仟股以 66 元全部成交。★上述共委託賣出 400 仟股均以跌停價 66 元成交。

3. 依據上述，該集團於是日 9:35:14、11:21:35、11:22:20、11:22:29，均以跌停價 66 元，分別委賣 100 仟股、200 仟股、100 仟股、100 仟股。被告集團於當日合計買入 1210 仟股、賣出 987 仟股，分別占當日市場總成交比例為 56.35%、45.96%，相對成交高達 32.64%。由此可知，被告 2 人於 87 年 4 月 18 日有檢察官所指低價賣出之影響股價行為，且被告集團於該日係反覆大量買入、大量賣出，且高達近 3 成 3 之比例係相對成交情形。

(十六) 民國 87 年 4 月 20 日：

集團成員蔡勵宗於 11:54:39，以 72 元之價格，委託買進 100 仟股。於 11:56:02 以 64.5 元成交 43 仟股、11:56:07 以 65.5 元成交 57 仟股。集團成員楊新燕於 11:56:38，以 72 元之價格，委託買進 100 仟股。於 11:57:44 以 65.5 元成交 98 仟股、11:57:49 以 66 元成交 2 仟股。★上述共委託買進 200 仟股，均成交，使當時成交價由 64.5 元上升 3 檔至 66 元。

依據上述，集團成員蔡勵宗於 11:54:39，以 72 元之價格，委託買進 100 仟股，前 1 筆 11:54:23 成交價為 64 元，於 11:56:02 以 64.5 元成交 43 仟股、11:56:07 以 65.5 元成交 57 仟股。集團成員楊新燕於 11:56:38，以 72 元之價格委託買進 100 仟股，前 1 筆 11:56:07 成交價為 65.5 元，於 11:57:44 以 65.5

元成交 98 仟股、11:57:49 以 66 元成交 2 仟股，上述共委託買進 200 仟股，均成交，使當時成交價由 64.5 元上升 3 檔至 66 元，被告集團於是日收盤前 1、2 分鐘以 11:58:15、11:59:05，分別均以 70.5 元委託買入成交 60 仟股，且均明顯高於前 1 筆成交價 63 元，致股價上升 3 檔（自 63 元升至 64.5 元）。再當日合計買入 578 仟股、賣出 439 仟股，分別占當日市場總成交比例為 67.79%、51.49%，相對成交比例高達 27.44%，其等於該日買入股票動機顯非投資獲利而已，被告集團上開於收盤前數分鐘之買入股票進而造成股價上升之行為，意在「拉尾盤」抬高當日收盤價甚明。

(十七) 民國 87 年 4 月 21 日：

集團成員楊新燕於 11:58:15，以 70.5 元之價格，委託買進 30 仟股。於 11:59:30 以 63.5 元成交 30 仟股。集團成員于惠千於 11:59:05，以 70.5 元之價格，委託買進 30 仟股。於 11:59:30 以 63.5 元成交 8 仟股、11:59:35 以 64.5 元成交 22 仟股。★上述共委託買進 60 仟股，於 11:59:30 至 11:59:35 間均成交，使當時成交價由 63 元上升 3 檔至 64.5 元。

依據上述，集團成員楊新燕於 11:58:15，以 70.5 元之價格委託買進 30 仟股，前 1 筆 11:57:34 成交價為 63 元，於 11:59:30 以 63.5 元成交 30 仟股。集團成員于惠千於 11:59:05，以 70.5 元之價格，委託買進 30 仟股，前 1 筆 11:57:34 成交價為 63 元，於 11:59:30 以 63.5 元成交 8 仟股、11:59:35 以 64.5 元成交 22 仟股。上述共委託買進 60 仟股，均成交，使當時成交價由 63 元上升 3 檔至 64.5 元。該集團於是日收盤前 1、2 分鐘以 11:58:15、11:59:05，分別均以 70.5 元委託買入成

交 60 仟股，且均明顯高於前 1 筆成交價 63 元，致股價上升 3 檔（自 63 元升至 64.5 元）。再當日合計買入 578 仟股、賣出 439 仟股，分別占當日市場總成交比例為 67.79%、51.49%，相對成交比例高達 27.44%，其等於該日買入股票動機顯非投資獲利而已，被告集團上開於收盤前數分鐘之買入股票進而造成股價上升之行為，意在「拉尾盤」抬高當日收盤價甚明。

（十八）民國 87 年 4 月 23 日：

集團成員蘇威駿於 11:55:54，以 64 元之價格，委託買進 20 仟股。於 11:57:04 以 64 元全部成交。集團成員楊新燕於 11:56:37，以 64 元之價格，委託買進 10 仟股，於 11:57:04 以 64 元全部成交。於 11:57:05，以 64 元之價格，委託買進 10 仟股，於 11:57:09 以 64 元全部成交。集團成員蘇鳳珠於 11:58:55，以 69 元之價格，委託買進 50 仟股，於 11:59:00 以 64 元成交 28 仟股、11:59:05 以 64.5 元成交 22 仟股。集團成員黃世鐘於 11:59:07，以 69 元之價格，委託買進 30 仟股，於 12:00:00 以 64.5 元成交 30 仟股。於 11:59:52，以 69 元之價格，委託買進 30 仟股，於 12:00:00 以 64.5 元成交 30 仟股。★上述共委託買進 150 仟股，於 11:57:04 至 12:00:00 間共成交 150 仟股，使當時成交價由 63 元上漲 3 檔至 64.5 元。

依據上述，該集團於是日收盤前數分鐘至 8 秒鐘之間以 11:55:54、11:56:37、11:57:05、11:58:55、11:59:07、11:59:52，分別以 64 元、64 元、64 元、69 元、69 元、69 元委託買入成交 150 仟股，除 11:57:05 之委買價，同前 1 筆成交價 64

元外，其餘各筆均高於前 1 筆成交價 63 元、63 元、64 元、64 元、64.5 元、64.5 元，致股價上升 3 檔（自 63 元升至 64.5 元）。再當日合計買入 821 仟股、賣出 727 仟股，分別占當日市場總成交比例為 83.51%、73.95%，相對成交比例高達 68.46%，其等於該日買入股票動機顯非投資獲利而已，被告集團上開於收盤前數分鐘至 8 秒鐘間之買入股票進而造成股價上升之行為，意在「拉尾盤」抬高當日收盤價甚明。

四、法院說明被告交易行為摻雜幾筆正常交易、連續交易行為目的為賺取價差或取得經營權均無礙於連續交易之認定：

另被告等人所委託之買單中，或有數筆為正常掛單價格，或有為達成交易熱絡情形而為之「低價」掛單，均不影響其「連續高價」以抬高價格之意圖及行為，被告等人此部分辯解，顯有誤會。再者，被告等人持續以上開掛單行為，連續以高價買入民興股票，間或有正常、甚或低價掛單之情形，目的當係在製造交易活絡之表象，藉以引誘他人買進，其等所為操縱行為，自己影響上開各營業日民興股票在集中市場之股價，具有抬高民興股票之交易價格之意圖，其等行為與不法意圖之間，顯然具有關聯性，至於被告等人該等行為背後之目的為何、實際上係為獲取股票價差之利益或為取得多數股權，以主導公司之經營管理等，可能之因素不一而足，然此並無礙於其等犯行之認定。

五、至於被告辯解以市價掛單部分，縱如證人楊新燕所證係其指示營業員以市價下單乙情屬實，因被告陳居德、林榮發等人之目的既係為使民興股票得以優先成交，則各該營業日之股票買賣細節為何，究係以市價或漲停價格下單，當非被告等人所重視，否則何以能夠達到被告等人所自稱之「優先成交」之目的，而細究使股

票優先成交之最終目的為何，無非係為藉此操縱行為，以製造交易活絡之表象，而意圖影響、拉抬民興股票在證券交易市場之交易價格，否則實難想像尚有何其他特殊意涵。

肆、小結：

就本案確定判決認定之內容，法官採取綜合分析法之方式進行說明、以相對成交、拉尾盤之異常下單情形佐證被告具拉高股價意圖、即便有參與經營之目的亦無法排除同時有操縱股價意圖之結論值得肯定之理由，及被告連續交易如何使成交價上漲幾檔部分，本文認為本案判決予以列出並引之為連續交易主觀意圖之認定依據有值得商榷之處之理由，業說明如第一節臺開案、第二節臺鳳案部分。再本案判決比較查核期間前後之價格波動狀況、交易量變化狀況以佐證個股股價波動異常而遭人為操縱部分，因個股股價及交易量之變動，在無特殊基本面或消息介入影響時，通常保持穩定，變動範圍不大，是本案判決之上開認定，應可認同。又本案判決另以雜有部分正常下單及以市價下單並無法推論無操縱意圖之認定，因雜有部分正常下單並無法反推全數下單無操縱意圖，且市價下單，與以五檔揭示範圍內下單，其本身即有影響價格變動之力量，亦難以推論無操縱意圖，是本文對於本案判決所得上開結論亦為認同。

第七節 金雨案³⁵

壹、背景說明：

顧景陽為金雨公司之總經理，民國 93 年間因新聞媒體報導行政院金融監督管理委員會（下稱金管會）擬研議推出上市（上

³⁵ 最高法院 106 年度臺上字第 9 號刑事判決、臺灣高等法院臺中分院 103 年度金上訴字第 1801 號刑事判決。

櫃) 公司股票退場機制【即規定上市(上櫃)公司股票之股價或淨值低於一定價格,或是交易量不足之股票將強制下市(下櫃)】,而金雨公司股票自上櫃後每日成交量甚低,且自92年1月至93年底股價均在每股新臺幣(下同)6至14元,顧景陽乃基於抬高、壓低金雨公司股價、造成交易活絡表象之意圖,自民國94年1月3日起至94年6月30日止,連續於民國94年1月3日、4日、5日、6日、7日、10日、11日、12日、13日、14日、17日、18日、19日、20日、21日、24日、25日、26日、27日、28日、31日(以上為一月份)、2月1日、2日、3日、14日、15日、16日、17日、18日、21日、22日、23日、24日、25日(以上為二月份)、3月1日、2日、3日、4日、7日、8日、9日、10日、11日、14日、15日、16日、17日、18日、21日、22日、23日、24日、25日、28日、29日、30日、31日(以上為三月份)、4月1日、4日、6日、7日、8日、11日、12日、13日、14日、15日、18日、19日、20日、21日、22日、25日、26日、27日、28日、29日(以上為四月份)、5月3日、4日、5日、6日、9日、10日、11日、12日、13日、16日、17日、18日、19日、20日、23日、24日、25日、26日、27日、30日、31日(以上為五月份)、6月1日、2日、3日、6日、7日、8日、9日、10日、17日、22日、24日、27日、29日、30日(以上為六月份)等112個營業日,連續以高價買入或連續以低價賣出金雨公司股票,造成抬高或壓低金雨公司股票於店頭交易市場之交易價格,且利用人頭證券帳戶,於密切接近之同一時段內以相同之價格,連續委託買、賣而相對成交金雨公司股票造成金雨公司股票交易活絡之表象,引誘一般散戶投資人介入買賣,而有操縱金雨公司

股票在店頭交易市場上之交易價格情形。

顧景陽被訴共同操縱金雨公司股票股價，經臺灣臺中地方法院 101 年度金重訴字第 899 號、臺灣高等法院臺中分院 102 年度金上訴字第 1801 號判處有罪，最後經最高法院以 106 年度臺上字第 9 號判決駁回上訴而確定，故就本件將以臺灣高等法院臺中分院 103 年度金上訴字第 1801 號刑事判決認定有罪確定之內容為分析標的。

二、被告答辯要旨：

伊因擔心交易量太少被強制下市，始會進行相對成交以活絡股票交易量，並無抬高、壓低之意圖，而除民國 94 年 3 月 25 日外，其餘委託價均在五檔揭示範圍內，而在查核期間尚有丙種業者黃瑞珍等人炒作股票，於民國 94 年 6 月 8 日當日股票收盤價為 15.30 元，較期初 94 年 1 月 3 日股價 12.45 元，漲幅僅為 22.89%（94 年 1 月 3 日至 94 年 6 月 8 日此期間將近 155 日），相較之下，民國 94 年 6 月 30 日股價為 18.75 元，較期初股價 12.45 元，漲幅為 50.6%，從民國 94 年 6 月 9 日至 94 年 6 月 30 日短短二十幾天，股價漲幅高達 22.89%，顯見民國 94 年 6 月 9 日至 94 年 6 月 30 日，金雨公司股價急速暴漲，與被告無關。另被告買賣股票之數量差異（買超或賣超）大多與股票漲跌相反，自民國 94 年 1 月 3 日至 94 年 6 月 20 日金雨公司股價走勢與大盤及同類股股價走勢相較差異不大，尚難謂有明顯背離情形。

貳、法院在此案認定被告具連續交易主觀意圖要件之依據，經本文整理歸納如下：

一、被告自白有維持股價以免下市目的。

二、個股漲跌幅於認定連續交易期間遠高於同期大盤、同類股：

自民國 94 年 1 月 3 日至 94 年 6 月 30 日期間，金兩公司股價期初收市價 12.45 元，期末收市價 18.75 元，漲幅達 50.6%，漲幅明顯。而同期間同類股（電機機械類股）跌幅 7.52%，大盤（櫃檯買賣市場）漲幅 6.77%。

三、交易量大：

相關控制帳戶於認定連續交易期間之 122 個營業日，買進 31,635.021 仟股（占總成交量 20.28%），賣出 34,791.242 仟股（占總成交量 22.30%），且計有 94 年 1 月 7 日至 94 年 6 月 10 日間中 74 個營業日成交買進或賣出之成交量占當日成交量 20% 以上（其中有 28 個營業日占當日成交量 20% 至 30%，有 21 個營業日占當日成交量 30% 至 40%，有 14 個營業日占當日成交量 40% 至 50%，有 11 個營業日占當日成交量 50% 以上）。

四、高比例日數有連續高價買進、低價賣出之情形：

相關控制帳戶在認定連續交易期間之 122 個營業日，有 112 個營業日連續以高價買入或連續以低價賣出之情形。

五、異常下單情形：

- （一）相關控制帳戶間在認定連續交易期間之 122 個營業日中，有 83 個營業日有相對成交之情形，相對成交數量共計 11,295 仟股，分占其買進數量 35.70%、賣出數量 32.46 及總成交量 7.23%；又有 39 個營業日中，相對成交數量占當日成交量 5% 以上且超過 100 仟股，有 16 個營業日之相對成交數量占該股票當日成交量 5% 至 10%，有 11 個營業日相對成交數量占該股票當日成交量 10% 至 20%，有 8 個營業日相對成交數量占該股票當日成交量 20% 至 30%，有 4 個營業日相對成交數量占該股

票當日成交量 30%以上。

參、法院認定被告具連續交易意圖之詳細內容：

一、法院認定被告行為成立相對成交：

被告供述為恐遭下次而進行相對成交活絡交易，而依據客觀價量資料，民國 94 年 1 月 3 日至同年 6 月 30 日間有 83 個營業日有相對成交之情形，其中有 40 日成交買進與賣出之成交量占當日成交量 20% 以上，相對成交數量共計 11,295 仟股，分占其買進數量 35.70%、賣出數量 32.46 及總成交量 7.23%；又有 39 個營業日中，相對成交數量占當日成交量 5% 以上且超過 100 仟股，有 16 個營業日之相對成交數量占該股票當日成交量 5% 至 10%，有 11 個營業日相對成交數量占該股票當日成交量 10% 至 20%，有 8 個營業日相對成交數量占該股票當日成交量 20% 至 30%，有 4 個營業日相對成交數量占該股票當日成交量 30% 以上，被告確有意圖製造活絡股市交易表象而為相對成交。

二、法院認定被告具異常下單情形而佐證具連續交易主觀意圖要件之說明：

按行為人是否有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」操縱股票之有力證據。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（買進及賣出各計算一次）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表象，引誘一般散戶投資人介入買賣，使其得以順利拉抬股價。觀諸被告買賣金雨公司股票，自民國 94 年 1 月 3 日至同年 6 月 30 日期間計有 83 個營業日有相對成交之情形，其中有 39 個營業日相對成交數量占當日成交量 5% 以上且超過 100 仟股，有 16 個營業日相對成交數量占該股票當日成交量 5% 至 10%，有 11 個營業日相對成交數量占該股票當日成交量 10% 至 20%，有 8 個營業日相對成交數量占該股票當日成交量 20% 至 30%，有 4 個營業日相對成交數量占該股票當日成交量 30% 以上；另再參酌前述被告自承擔心金雨公司因為股票成交量太少遭金管會強制下市而有活絡交易之行為，而依報載金管會退場機制不僅針對交易量太少之股票，股價或淨值低於一定價格之股票，亦為強制下市之目標，是被告自承有活絡金雨公司股票成交量之行為，其藉此方式操縱金雨公司股價的「意圖」亦至為明顯。

三、法院認定個股股價漲幅背離大盤及同類股數肇因於被告之連續交易行為：

按價格之形成，應由供需決定，供給不變，需求增加，價格自然上漲；需求增加而價格上揚，此時供給者又提高產能以獲取更高利潤，而因需求增加引發之價格上升最終又因供給之增加而使價格下降達到平衡，然股票乃公司資本之表徵，其總量原則上係固定，與產品或勞務可依供需隨時增減不同，股票價格於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，是

若個股於特定營業日買賣超過市場成交量 20% 以上，自可能對市場造成一定的影響，此際若行為人再搭配以抬高或壓低股價等舉措，造成店頭市場某股票交易活絡及其股價跳檔向上移動之趨勢，自可吸引其他投資人一同購買該特定股票，而促使該向上趨勢更加明顯，進而影響該股票在該等市場之價格。又依據客觀價量資料，自民國 94 年 1 月 3 日至 94 年 6 月 30 日期間，金雨公司股價期初收市價 12.45 元，期末收市價 18.75 元，漲幅達 50.6%，漲幅明顯。而同期間同類股（電機機械類股）跌幅 7.52%，大盤（櫃檯買賣市場）漲幅 6.77%，足見金雨公司股價於此段期間其股價漲幅遠高於大盤及同類股指數，而民國 94 年 1 月 3 日至 94 年 6 月 30 日期間，被告買進金雨公司股票 31,635.021 仟股（占總成交量 20.28%），賣出 34,791.242 仟股（占總成交量 22.30%），且計有民國 94 年 1 月 7 日至 94 年 6 月 10 日間中 74 個營業日成交買進或賣出之成交量占當日成交量 20% 以上【其中有 28 個營業日占當日成交量 20% 至 30%，有 21 個營業日占當日成交量 30% 至 40%，有 14 個營業日占當日成交量 40% 至 50%，有 11 個營業日占當日成交量 50% 以上】，若非被告連續於上開期間，於盤中密集以高於上一檔股價之方式，大量買進金雨公司之股票，其股價豈能於如此短暫時間大幅上漲。

四、法院認定被告連續交易具主觀意圖要件之說明：

被告買賣金雨公司股票，自民國 94 年 1 月 3 日至 94 年 6 月 30 日期間，計有 6 個營業日即 94 年 1 月 20 日（2 次）、94 年 3 月 24 日（1 次）、94 年 4 月 19 日（1 次）、94 年 4 月 26 日（1 次）、94 年 4 月 29 日（1 次）影響股價向上；計有 3 個營業日即 94 年 3 月 25 日（2 次）、94 年 4 月 13 日（2 次）、94 年 6 月 8 日（2

次) 影響股價同時向上及向下(細節詳如下列(一)至(九)), 雖經被告辯稱: 被告係參考電腦揭示最佳五檔之價、量資訊而下單委託買賣金雨公司股票, 並非以漲停價格或跌停價格委託買進或賣出, 並無壓低或抬高金雨公司股票價格之意圖及事實, 且本案查核期間自民國 94 年 1 月 3 日至 94 年 6 月 30 日, 交易分析意見書認定影響股價者僅有 9 個營業日, 所占比例極低, 並無「逐日」交易之情形, 自不構成「連續」之要件, 然投證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款所規定之違法「以高價買入」行為, 重點係在於行為人之出價與市場買價相比較是否為「高價」, 故被告於上開時段之出價是否合於證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款所規定之違法以「高價」買入, 應觀察是否為當時市場買方之高價, 而非與當時市場之賣價相比較, 自不待言; 「以低價賣出」行為, 則係在於行為人之出價與市場賣價相比較是否為「低價」, 而不在於其出價與市場之買價相比較是否為「低價」。依當時揭示制度, 被告既明知如下所示各日得以較低價格委託買進金雨公司股票或以較高價格委託賣出金雨公司股票, 卻反其道而行以高價買進、低價賣出; 縱然被告辯稱其僅為增加金雨公司之交易量而為買賣, 惟被告亦應考量成本, 況以高於當時所揭示成交價之價格下單買進股票或以低於當時所揭示成交價之價格下單賣出股票, 依現行證券交易制度及實務, 固能取得優先成交次序, 惟其實際操作結果亦甚易產生投資人所未預期之過高或過低價格成交之風險。此係因證券市場之股票成交價格, 尚須視各該盤搓和交易時之買賣盤強弱勢而決定, 且股票交易市場瞬息萬變, 此乃眾所周知之事, 是以連續、多次高於當時所揭示成交價之價格下單買進股票或低於當時所揭示成交價下單賣出股票, 對該投資人而言, 實有難以控制買

進成本或賣出所得，亦即易發生因買進成交價格過高而被套牢或賣出成交價格過低而虧損之風險。再者，在現行價格優先之證券交易制度下，若大量以高於當時所揭示之成交價格委買股票或以低於當時所揭示之成交價格委賣股票，顯有使原本能以較低價格買進、較高價賣出之股票，因該投資人所為之前揭大量高價委買單或大量低價委賣單而被推升成交價或殺低成交價，使其投資成本大幅增加抑或獲利大幅減少。是除非有抬高或壓低該特定個股股價之意圖，否則對以賺取股票交易或投資利潤為本質及最終目的之股市投資人而言，大量、連續多次之高價委買或低價委賣交易顯對其不利，乃屬當然。

(一) 於民國 94 年 1 月 20 日：

1. 以蘇儻名義於 10 時 33 分 26.75 秒至 10 時 35 分 10.32 秒以高於最佳五檔揭示買價 12.9 元，委託買進 6 仟股，於 10 時 33 分 40.43 秒至 10 時 35 分 10.43 秒成交 6 仟股（該等連續委託價雖在檔五揭示範圍內，惟連續委託之成交數量占同時段該股票市場成交量比 100%，影響成交價上漲 6 檔）。
2. 以黃謝秋煌名義於 13 時 18 分 17.96 秒至 13 時 19 分 16.51 秒以高於最佳五檔揭示買價 12.7 至 12.75 元，委託買進 30 仟股，於 13 時 18 分 40.44 秒至 13 時 19 分 40.44 秒成交 28 仟股（該等連續委託價雖在五檔揭示範圍內，惟連續委託之成交數量占同時段該股票市場成交量比 100%，影響成交價上漲 3 檔）。

(二) 於民國 94 年 3 月 24 日：

以楊蘇玉娥名義於 9 時 53 分 31.51 秒以高於最佳五檔揭示買價 15.4 元，委託買進 8 仟股，於 9 時 54 分 0.65 秒成交 8 仟股（該等連續委託價雖在檔五揭示範圍內，惟連續委託之成交數

量占同時段該股票市場成交量比 100%，影響成交價上漲 6 檔)。

(三) 於民國 94 年 3 月 25 日：

1. 以長昇投資有限公司名義於 13 時 0 分 22.43 秒以低於最佳五檔揭示賣價 15.1 元，委託賣出 300 仟股，於 13 時 0 分 50.57 秒成交 300 仟股(該等連續委託之成交數量占同時段該股票市場成交量比 100%)。
2. 以長昇投資有限公司名義於 13 時 0 分 05.17 秒以漲停價 16.5 元委託買進 300 仟股，於 13 時 1 分 20.61 秒成交 300 仟股(該等連續委託之成交數量占同時段該股票市場成交量比 99.67%)。

(四) 於民國 94 年 4 月 13 日：

1. 以呂彩珠名義於 11 時 46 分 26.87 秒以低於最佳五檔揭示賣價 14.5 元，委託賣出 105 仟股，於 11 時 46 分 40.59 秒成交 105 仟股(該等連續委託價雖在檔五揭示範圍內，惟連續委託之成交數量占同時段該股票市場成交量比 51.22%，影響成交價下跌 4 檔)。
2. 以維鈞投資有限公司、李麗香名義於 11 時 47 分 48.67 秒至 11 時 53 分 08.44 秒以高於最佳五檔揭示買價 14.7 至 14.85 元，委託買進 70 仟股，於 11 時 48 分 10.62 秒至 11 時 53 分 10.62 秒成交 66 仟股(該等連續委託價雖在五檔揭示範圍內，惟連續委託之成交數量占同時段該股票市場成交量比重 91.67%，影響成交價上漲 7 檔)。

(五) 於民國 94 年 4 月 19 日：

以維鈞投資有限公司名義於 9 時 01 分 02.85 秒以高於最佳五檔揭示買價 15 元，委託買進 30 仟股，於 9 時 01 分 30.68 秒成交 30 仟股(該等連續委託價雖在檔五揭示範圍內，惟連續

委託之成交數量占同時段該股票市場成交量比 100%，影響成交價上漲 12 檔)。

(六) 於民國 94 年 4 月 26 日：

以楊蘇玉娥名義於 12 時 19 分 32.18 秒至 12 時 21 分 53.46 秒以高於最佳五檔揭示買價 16.3 至 16.6 元，委託買進 20 仟股，於 12 時 20 分 0.83 秒至 12 時 22 分 0.83 秒成交 20 仟股(該等連續委託價雖在五檔揭示範圍內，惟連續委託之成交數量占同時段該股票市場成交量比重 64.52%，影響成交價上漲 10 檔)。

(七) 於民國 94 年 4 月 29 日：

以李麗香名義於 9 時 38 分 29.91 秒以高於最佳五檔揭示買價 16.3 元，委託買進 10 仟股，於 9 時 38 分 30.60 秒成交 10 仟股(該等連續委託價雖在檔五揭示範圍內，惟連續委託之成交數量占同時段該股票市場成交量比 90.91%，影響成交價上漲 5 檔)。

(八) 於民國 94 年 5 月 12 日：

以長昇投資有限公司名義於 9 時 0 分 42.05 秒以高於最佳五檔揭示買價 15.6 元，委託買進 20 仟股，於 9 時 0 分 45.46 秒成交 20 仟股(該等連續委託價雖在檔五揭示範圍內，惟連續委託之成交數量占同時段該股票市場成交量比 90.91%，影響成交價上漲 6 檔)。

(九) 於民國 94 年 6 月 8 日：

1. 以吳彩鳳名義於 9 時 49 分 54.74 秒以高於最佳五檔揭示買價 15.3 元，委託買進 5 仟股，於 9 時 50 分 05.70 秒成交 5 仟股(該等連續委託價雖在檔五揭示範圍內，惟連續委託之成交數量占同時段該股票市場成交量比 100%，影響成交價上漲 6 檔)。

2.以呂彩珠名義於 9 時 58 分 48.30 秒以低於最佳五檔揭示賣價 15.1 元，委託賣出 20 仟股，於 9 時 59 分 05.72 秒成交 20 仟股（該等連續委託價雖在檔五揭示範圍內，惟連續委託之成交數量占同時段該股票市場成交量比 100%，影響成交價下跌 5 檔）。

肆、小結：

就本案確定判決認定之內容，法官採取綜合分析法之方式進行說明、以相對成交之異常下單情形、被告有維持股價之目的、個股漲幅高於同類股及大盤指數佐證被告具拉高股價意圖之結論值得肯定之理由，及被告連續交易如何使成交價上漲幾檔部分，本文認為本案判決予以列出並引之為連續交易主觀意圖之認定依據有值得商榷之處之理由，業已詳細說明如第一節臺開案、第二節臺鳳案、第五節亞化案部分。再本案判決詳列連續交易完成成交量占該時段之比例佐證被告具拉高個股股價意圖之認定，因市場上各該時段參與交易之人數不一，亦非公開資訊而可事先得知，連續交易成交量占各該時段成交量比例高低並無明確之指向意義，是連續交易成交量占各該時段成交量之比例，實難認與是否有拉高股價之意圖有關，本判決引之作為認定依據之一，容或有所誤會。

第八節 恩德案³⁶

壹、背景說明：

一、事實概要及法院判決經過：

³⁶ 最高法院 106 年度臺上字第 70 號刑事判決、臺灣高等法院臺中分院 103 年度金上訴字第 1860 號刑事判決、臺灣苗栗地方法院 102 年度金訴字第 1 號刑事判決。

(一) 經法院判決有罪部分：

王福萬原未曾買進恩德公司股票，於民國 100 年 4 月 11 日起大量買賣恩德公司股票，「以高於成交價幾檔的價格掛虛的賣單」讓散戶誤以為有賣壓而低價釋出持股，或「以王福萬帳戶掛跌停價格賣出恩德公司股票，再由黃圓帳戶同一時間以相對漲停價格買進」賣低買高之相對成交方式拉抬操縱恩德公司股票，自民國 100 年 4 月 11 日至 100 年 5 月 24 日止，連續 31 個營業日有買賣恩德公司股票交易紀錄，總計買進恩德公司股票 3 萬 7,870 仟股，賣出 1 萬 6,223 仟股，買進與賣出分別占分析期間（即民國 100 年 3 月 17 日至 100 年 5 月 30 日）恩德公司股票總成交量 10 萬 5,870 仟股之 35.77% 及 15.32%，其中計有 19 天買進、5 天賣出比率達 20% 以上。王福萬並於民國 100 年 4 月 11 日至 5 月 23 日計有 11 日買進張數占當日集中交易市場恩德公司股票成交量超過 50%，另有於同年 4 月 14、20、21、22、25、27、29 日、同年 5 月 4、5、6、9、11、12、16、18、19、20 日共 17 個交易日計 56 次連續以高價委託買進或以低價委託賣出恩德公司股票，且對恩德公司股票成交價有明顯影響（計有 23 次委託之成交數量占該時段 85.10% 至 100%，造成成交價下跌 3 至 6 檔、上漲 3 至 11 檔），藉以製造市場交易活絡之表象，以吸引市場人氣追價買進。然王福萬於民國 100 年 5 月以後因囿於其配偶黃圓為大股東身分，不得短線交易賣出股票，為持續作量活絡交易，遂以王福萬與黃圓前述設於金興證券之證券帳戶互為賣出及買入，分別於民國 100 年 5 月 12、13、18、19、20 日共 5 個交易日進行相對成交之委託買賣，相對成交股數分別

為 6,242 仟股、400 仟股、535 仟股、3,473 仟股、1,877 仟股，合計 12,527 仟股，占該期間恩德公司股票總成交量之 11.83%。致使恩德公司股票收盤價由期初民國 100 年 3 月 17 日每股為新臺幣（下同）14.15 元，上漲至期末民國 100 年 5 月 30 日每股為 18.75 元，該期間收盤價計上漲 4.6 元，漲幅 32.50%、震幅 49.82%

（二）經法院判決無罪及不另為無罪諭知部分：

謝子仁為恩德公司董事長及哲名投資股份有限公司之實際負責人，盛海天為恩德公司董事、財務長及發言人，王贊雄為謝子仁外甥女婿，負責受謝子仁指示買賣恩德公司股票，謝子仁與王福德於民國 100 年 5 月 6 日協議，欲使恩德公司每股股價在 21 元時，以鎖單之方式，配合同案被告王福萬炒作恩德公司股票，並承諾王福萬將恩德公司每股股價炒作至 45 元後，接手王福萬持有之恩德公司股票，與王福德共同於民國 100 年 4 月 11 日起至同年 5 月 24 日共謀操縱恩德公司股票，而由王福德為上開連續交易及相對成交行為；謝子仁更於恩德公司民國 99 年 7 月 25 日發行第 2 次可轉換公司債（簡稱：恩德二公司債）前，要求盛海天以他人名義貸款 1.2 億元購買恩德二公司債，並為造成恩德公司股票交易活絡表象，另指示被告王贊雄以哲名公司等證券交易帳戶，於民國 99 年 7 月 5 日起連續 12 個營業日相對成交 1,481 仟股，占該 12 個營業日恩德公司總成交量 12.16%，嗣恩德二公司債於民國 99 年 7 月 26 日發行後，謝子仁等人復於民國 100 年 3 月 17 日至 4 月 11 日期間，有 9 日於市場大量買進恩德公司股票，買近張數占當日集中交易市場恩德公司股票成交量 23.26 至 43.81%，並於民國

100年3月17日等11個營業日有相對成交行為，其中100年3月25日相對成交數量39仟股，占該日總成交量比率達7.14%。

王福萬另被起訴與謝子仁等人共同於上開發行恩德二公司債（即民國99年5月1日起至99年7月31日）及民國100年3月17日起至100年4月10日共同為操縱恩德公司股價之行為。

- (三) 謝子仁、盛海天、王贊雄、王福萬被訴共同操縱恩德公司股票股價，謝子仁、盛海天、王贊雄經臺灣苗栗地方法院102年度金訴字第1號判處無罪，因檢察官未上訴而確定；王福萬經臺灣苗栗地方法院102年度金訴字第1號、臺灣高等法院臺中分院103年度金上訴字第1860號部分判決有罪，部分（即民國99年、100年4月10日以前被訴共同操縱恩德公司股票部分）判決不另為無罪之諭知，最後經最高法院以106年度臺上字第70號駁回王福萬之上訴而部分有罪確定，而王福德經判決不另為無罪諭知部分（即民國99年、100年4月10日以前被訴共同操縱恩德公司股票部分），係因王福德控制帳戶於民國100年4月11日起始開始買賣恩德公司股票、謝子仁等人亦稱係於民國100年5月6日起才第一次見到王福萬，並未配合王福萬炒作股票、檢察官未就王福德有參與民國99年及100年4月10日以前操縱股價行為提出舉證，該部分法院判決並無就連續交易意圖要件部分加以描述，另就謝子仁、盛海天、王贊雄被訴與王福萬共同於民國100年4月11日起至100年5月24日共同操縱股價部分，因起訴犯罪事實未敘及謝子仁、盛海天、王贊雄具體行為為何，與王福萬有何犯意聯絡及行為分擔，而無從認定謝子仁、盛海天、王贊雄有罪，亦未就連續交易意

圖要件部分予以說明，故本件將以臺灣苗栗地方法院 102 年度金訴字第 1 號認定謝子仁、盛海天、王贊雄關於被訴民國 99 年、100 年 4 月 10 日以前行為無罪確定部分、臺灣高等法院臺中分院 103 年度金上訴字第 1860 號判決王福萬有罪確定之判決內容為分析標的。。

二、被告答辯要旨：

(一) 謝子仁、盛海天、王贊雄：

均否認犯罪，但判決書中僅敘及其等否認配合王福萬部分，並未敘及其等對民國 99 年、100 年 4 月 10 日以前行為之答辯。

(二) 王福萬：

伊係要真正投資恩德公司，沒有要炒股票，是因之前在大陸差點病死，才把股票轉到太太名下，之後亦未移回，恩德公司於民國 100 年第 1 季之每股盈餘為 0.35 元，較之前年同季之 0.19 元，幾成倍數成長，因股價反應業績，故恩德公司之股價應聲上揚，自為常態，恩德公司股票於查核期間之上漲與王福萬買賣股票不具關連性，王福萬買進三萬多張，僅因需錢花用而虧錢賣出 3000 多張，可證確係要長期持有。

貳、法院在此案認定被告有無連續交易主觀意圖要件之依據，經本文整理歸納如下：

一、被告王福萬有罪部分：

(一) 被告與營業員在認定連續交易期間 4 通討論如何操縱股價下單之錄音譯文。

(二) 個股漲跌幅於認定連續交易期間遠高於同期大盤、同類股：

恩德公司股票收盤價由期初民國 100 年 3 月 17 日每股為

14.15 元，上漲至期末民國 100 年 5 月 30 日每股為 18.75 元，該期間收盤價計上漲 4.6 元，漲幅 32.50%、震幅 49.82%，同類股漲幅 20.36%、震幅 24.23%，大盤漲幅 6.53%、震幅 9.25%，該股票漲幅及震幅均大於同類股及大盤。

(三) 交易量大：

相關控制帳戶於認定連續交易期間（即民國 100 年 3 月 17 日至同年 5 月 30 日合計 50 個營業日）總計買進 37,870 仟股，賣出 16,223 仟股，各占該股票市場總成交量 105,870 仟股之 35.77% 及 15.32%；成交買進或賣出達各該日該市場成交量 20% 以上者，計有民國 100 年 4 月 11 日等 19 個營業日，其中民國 100 年 5 月 12、13、18、19、20 日等 5 日係買進及賣出均超過 20%。

(四) 高比例日數有連續高價買進、低價賣出之情形：

相關控制帳戶在認定連續交易期間之 50 個營業日，有 17 個營業日，計 56 次連續以高價委託買進或低價委託賣出該股票且對成交價有明顯影響者，其中 33 次之委託價（高價買進）未落於最佳 5 檔揭示範圍內，其餘 23 次之委託價（高價買進、低價賣出）落於最佳 5 檔揭示範圍內，惟該 23 次委託之成交數量占同時段恩德股票市場成交量比率甚高，介於 85.10% 至 100% 之間，並造成成交價下跌 3 至 6 檔、上漲 3 至 11 檔之影響。

(五) 異常下單情形：

1. 在認定連續交易期間相對成交 12,527 仟股，占該期間該市場總成交量之 11.83%。王福萬所辯為保障配偶而將股票相對成交售至配偶帳戶云云，經法院以配偶帳戶雖取得股票，但現金亦

減少，無從保障配偶生活，且相對成交之標的僅限於系爭股票，況夫妻贈與無須繳納證券交易稅，何以卻要於公開市場買賣，不僅買或賣之交易價格無法掌握，還要繳交證券交易稅及手續費，顯不合常理為由認定並非正當理由所為之相對成交。

二、其餘被告無罪部分：

(一) 檢察官未舉證其餘被告（為公司派）有抬高壓低股價之意圖，亦無證據證明其餘被告與經認定操縱股價之被告王福萬有犯意聯絡行為分擔。

(二) 其餘被告與經認定操縱股價之被告王福萬見面時為被告王福萬炒股之高點，之後該股股價未繼續上漲，反呈下跌趨勢，顯見其餘被告並未與王福萬達成炒股協議。

(三) 交易量小：

其餘被告相關控制帳戶於查核期間 50 個營業日中，計有民國 100 年 3 月 17 日等 42 個營業日買賣恩德股票，總計買進 3,112 仟股、賣出 3,284 仟股，買進與賣出分別占分析期間恩德股票總成交量 105,870 仟股之 2.93% 及 3.10% 買進與賣出分別占分析期間恩德股票總成交量 105,870 仟股之 2.93% 及 3.10%，其中計有 100 年 3 月 17 日等 9 個營業日成交買進或賣出恩德股票數量占當日市場恩德股票成交量比率較高，介於 23.26% 至 43.81% 之間。

(四) 其餘被告相關控制帳戶於查核期間，雖有部分以高於揭示成交價委託買進、低於揭示成交價委託賣出，惟成交後尚未發現有明顯影響股價情事。

(五) 異常下單情形不明顯：

1. 其餘被告相關控制帳戶於認定連續交易期間 50 個營業日中該，

有 11 個營業日有相對成交情形，總計相對成交 171 仟股，占該期間恩德股票總成交量之 0.16%、占自身買入量 5.4% ($171/3112=0.054$)及占自身賣出量 5.2% ($171/3284=0.052$)，各日相對成交數量占各該日總成交量比率介於 0.16% 至 7.14% 之間，數量介於 3 仟股至 39 仟股，其中除民國 100 年 3 月 25 日相對成交數量 39 仟股、占該日總成交量比率達 7.14% 較高之外，其餘相對成交之數量及比率均不大。

參、法院認定王福萬具連續交易意圖之詳細內容：

一、法院認定被告連續交易具主觀意圖要件之說明：

依分析意見書所載之客觀買賣價量資料，恩德公司股票收盤價由期初民國 100 年 3 月 17 日每股為 14.15 元，上漲至期末民國 100 年 5 月 30 日每股為 18.75 元，該期間收盤價計上漲 4.6 元，漲幅 32.50%、震幅 49.82%，同類股漲幅 20.36%、震幅 24.23%，大盤漲幅 6.53%、震幅 9.25%，該股票漲幅及震幅均大於同類股及大盤，而王福萬、黃圓帳戶於分析期間總計買進 37,870 仟股，賣出 16,223 仟股，各占分析期間該股票總成交量 105,870 仟股之 35.77% 及 15.32%；成交買進或賣出達各該日該股票市場成交量 20% 以上者，計有民國 100 年 4 月 11 日等 19 個營業日，其中民國 100 年 5 月 12、13、18、19、20 日等 5 日係買進及賣出均超過 20%；相對成交有 12,527 仟股，占該期間該股票市場總成交量之 11.83%；渠等共有民國 100 年 4 月 14、20、21、22、25、27、29 日及 100 年 5 月 4、5、6、9、11、12、16、18、19、20 日等 17 個營業日，計 56 次連續以高價委託買進或低價委託賣出該股票且對成交價有明顯影響者，其中有 33 次之委託價（高價

買進)未落於最佳 5 檔揭示範圍內，其餘 23 次之委託價(高價買進、低價賣出)落於最佳 5 檔揭示範圍內，惟該 23 次委託之成交數量占同時段恩德股票市場成交量比率甚高，介於 85.10%至 100%之間，並造成成交價下跌 3 至 6 檔、上漲 3 至 11 檔之影響，認定有連續高價買進、低價賣出以操縱股價、相對成交以造成股市交易活絡表象之行為。

二、法院以被告與業務員間電話下單譯文佐證被告具連續交易主觀意圖要件：

依下列王福萬與吳明勳(營業員)間之電話下單譯文(如下(一)至(四))，再佐以吳明勳於審理時證稱：王福萬說「那掛假的，你不可以真的給我賣掉喔」，王福萬不想有人來搶買他的股票，所以王福萬就故意掛很多單子掛在那邊賣，因為揭示器，會揭示最近 5 檔股票，所謂最近 5 檔就是現在的成交價譬如說是 18 塊，18 塊 1、18 塊 2、18 塊 3、18 塊 4、18 塊 5，這 5 檔股票買賣的張數也會顯示出來，只顯示這 5 檔，然後往下賣的一樣也是顯示 5 檔，17 塊 9、17 塊 8、17 塊 6...，也是會往下揭示 5 檔，就上下 5 檔買賣的單子的成交量會顯示出來以外，其他的就不會顯示出來，那如果他要給人看到說這個股票好像賣壓很多的話，那他可能就會在 18 塊 5 那個地方，就第 5 檔那上面，他可能就掛個 100 張要在那邊賣，那可能也是人家看那邊那麼多人賣，他可能就不會進去買他想要買到那個股票。融券可能是一股未來的買盤力量，如果在平盤上掛很多賣單的話，或是像一般這個股價賣壓很重，投資大眾可能就不會那麼快的進行買也有可能。掛虛的賣單，有可能是想要多買一點，他不要讓太多人來跟他搶買他的股票。譬如說他現在要買的張數，他自己說要買的張數還不夠

的話，他可能不要讓其他人來跟他搶價格高，這樣他的成本會變高，他有可能這樣子做，之前在調查局的時候作證說，王福萬以相對成交的方式來買賣恩德公司的股票，造成交易市場熱絡的假象，也是一個事實等語，足見王福萬主觀上確有意圖操縱而拉抬恩德公司股票之股價及意圖製造交易活絡表象而為相對成交之犯意，並非僅為單純長期投資恩德公司。且被告王福萬除以現金購買恩德公司股票外，尚有以融資之方式購買恩德公司股票，倘被告王福萬果真為長期投資恩德公司股票，理應不會使用融資之方式購買，更不應於民國 101 年 4 月 11 日本案搜索前仍一直賣出恩德公司之股票，是王福萬上開所辯購買恩德公司股票係為長期投資云云，自不足採信：

(一) 檔名：「DCRS49502011429080.420」(即民國 100 年 4 月 29 日上午 8 時 4 分 20 秒) 之下單譯文：

證人吳明勳撥打電話給被告王福萬，被告王福萬在電話中告知證人吳明勳：「1528(即恩德公司股票代號)我掛一些假的要賣的，讓他們烏雲罩頂...」、「我就是融券不要讓他們回補...，昨天只有 300 多張放空，結果就放了 230 多張。我今天要給他們大放就對了。」、「這開盤前趴下去，我不讓他們回補就對了。」、「我今天 17 塊 6，明天 17 塊 2，他那個正月初 4 那一波不就從 17 塊到半落下來，所以這邊壓力，你不能掛 17 塊到半哦，如果要掛嚇人的話，...掛 18 元、18.5 元...」、「掛那個人家按出來看得到的才可以哦。」、「5 檔、3 檔之內看得到...一下子他們看到哇賣壓這麼重，能快放空就放。」、「17.4 那些也沒關係，那一些我都全收，十幾張不是問題。我就是不要讓融券放空回補，明後兩天還有一群會跟我買就對了。」、「我現在把他

控制在這邊，每天推一次，每天推一次推上去，不能推太多哦，推太多會嚇到人家，阿一檔一檔都壓力區麻，1 天推個 5cent，推到讓融券都夠了，融資就會降低，不然像昨天一跌，融資就跑出來了，有人在撿。昨天讓我拉漲了齣，融資就減了 4 百多張。阿我今天就是融資要讓他減，融券要讓他進來，我後面有人準備 100 張啦或多少的，準備要撿了!」、「阿恩德 1528 這一支是掛假的你知道吧。」、「要掛來嚇人的。這樣量我才吃的出來。你看那個 3 千 5 百多張，讓我吃了快 2 千 7 。」

(二) 檔名：「DCRS49502011505081.527」(即民國 100 年 5 月 5 日上午 8 時 15 分 27 秒) 之下單譯文：

被告王福萬撥打電話給證人吳明勳，被告王福萬在電話中告知證人吳明勳：「今天早上齣，1688 張漲停買進，掛進去。(吳明勳：一開始齣。)對要把它鎖死，鎖死之後，我那個 9 點半到 10 點要開放給他，裡面跟他宣布，這支股票是亞德客集團在收購的，我本身亞德客集團你知道齣？亞德客集團在收購，現在已經幾萬張了，等一下宣布，9 點半到 10 點開完給人家買，要不然沒機會了。(吳明勳：...好開盤前就先?)開盤前就給我丟進去啦。」

(三) 檔名：「DCRS49502011506080.755」(即民國 100 年 5 月 6 日上午 8 時 7 分 55 秒) 之下單譯文：

證人吳明勳撥打電話給被告王福萬，被告王福萬在電話中告知證人吳明勳：「今天開盤 660 張漲停買進，我昨天開是 1 路發發，收盤是 1888，怎樣夠不夠力，昨天被我洗 1 萬 5,000 張出來，融券放空的不敢放，嚇到了，我今天還要再拉，我後龍一般朋友很多喔，都搶著要收，就叫我今天準備開門讓他們買，

沒有，我沒有在開門的...以前叫他們買不趕快買...那如果這樣的話我看可以開我再開一點，因為我這個盤就是不能開，開的話我的氣勢就弱了...他們臺中到處搶著要這 張股票。明天我叫記者，去請他們記者團，跟他們講，散布這個消息，亞德客集團 airtech 的王二哥從市場收購，全力收購股票，已經超過多少，拿下恩德的經營權，引起股權爭奪戰，這樣就可以了。

(吳明勳：昨天融券多了六百多)四百多。(吳明勳：不止喔)...六千多張，我前天那一筆被我洗掉了...這個氣勢被我做起來了。

(吳明勳：...昨天我們盤中上手沒有去動)我都沒有動...。(吳明勳：到最後還滾出 1 萬張的量來)後龍那邊...還有人跑去...玩股票的地方...亞 德客賣多少...你的股票怎麼賣不完，我要準備子彈阿，他們就知道我就亞德客，亞德客的人...。(吳明勳：...你不是今天就要過大陸)沒有阿，我這個盤這麼重要...，給他飆的話比較重要阿...。」

(四)檔名：「DCRS49502011519081.736」(即民國 100 年 5 月 19 日上午 8 時 17 分 36 秒)之下單譯文：

證人吳明勳撥打電話給被告王福萬，被告王福萬在電話中告知證人吳明勳：「(吳明勳：我們準備幾張?)一個 80、一個 100 這樣夠了。(吳明勳：黃太太的)他買進 100 張，丫我的融資賣出 80 張，從融資先賣完，我就開始賣現股。」

三、被告所提進行正當相對成交之答辯並不可採之理由：

另就王福萬辯解及吳明勳所述王福萬因差點病死為保障其配偶而相對成交與其配偶云云，被告王福萬在股票集中交易市場將恩德公司股票交易至其配偶黃圓名下，相對下，圓證券帳戶搭配之金融帳戶亦須於 2 日後轉帳繳付股款，直言之，黃圓固取得股

票，然現金卻減少，是實質上並無法達成被告王福萬所述欲保障黃圓生活之目的，且被告王福萬之配偶黃圓名下之證券帳戶，於民國 100 年 3 月 17 日起至同年 5 月 30 日止，僅有買賣恩德公司股票，並無其他公司之股票，是證人吳明勳此部分所述，顯與黃圓名下股票進出狀況不符。又王福萬要將股票轉讓予其配偶黃圓，有買賣與贈與兩種方式，且夫妻間贈與股票無須繳交證券交易稅，此有財政部中區國稅局民國 103 年 03 月 31 日中區國稅三字第 1031002169 號函說明：「按有價證券因繼承或贈與而取得者，非屬交易行為，應免課徵證券交易稅。證券發行公司於前項證券持有人申請轉讓登記及辦理分派股利時，應免提示完稅證明，為證券交易稅條例實施注意事項第 3 點所明定」可佐，而臺灣證券交易所民國 103 年 4 月 2 日臺證密字第 1030005780 號函亦說明：「丈夫要將名下證券帳戶內之上市公司股票贈與其妻子，是否只能在公開市場交易等疑義，按贈與非屬公開市場之交易，故無須繳納證券交易稅及手續費，至丈夫如為上市公司持股逾 10% 之大股東，將所持有之上市公司股票贈與妻子，須於贈與前依證券交易法第 22 條之 2 第 1 項第 3 款規定辦理事前轉讓申報，其贈與方式並無不同」等語（見原審卷(四)第 232 頁）。則王福萬為何不以贈與之方式，卻要於公開市場買賣，不僅買或賣之交易價格無法掌握，還要繳交證券交易稅及手續費，顯不合常理。而依上開說明，被告王福萬與黃圓之證券帳戶間只針對恩德公司股票為相對成交，黃圓之證券帳戶並無買賣其他公司之股票，及被告王福萬於原審審理時自承：名下尚有亞德客集團股票、苗栗縣後龍鎮還有不動產及金融機構內尚有 1 千萬餘元資金等語（見原審卷(五)第 179 頁），益徵被告王福萬辯稱為給黃圓保障而將恩德公司股票

轉讓予黃圓云云，委不足採。

肆、法院認定謝子仁、盛海天、王贊雄不具連續交易意圖之依據

一、檢察官未舉證證明謝子仁、盛海天、王贊雄有抬高、壓低股價之意圖，亦無證據證明渠等與王福萬有共同操縱股價之犯意聯絡。

二、起訴書雖引用臺灣證交所股票交易分析意見書（分析期間 民國 99 年 5 月 1 日至 99 年 7 月 31 日、100 年 3 月 17 日至 100 年 5 月 30 日）為證，然觀之該等證據之內容並無法證明謝子仁、盛海天及王贊雄等人此部份買賣恩德公司股票之行為「有明顯影響股價」之情事存在，且檢察官亦未說明何以該等證據可資證明被告等人此部份買賣恩德公司股票之行為「客觀上已有致恩德公司股票價格，不能在自由市場因供需競價而產生之情形存在」乙情。

三、再徵諸恩德公司民國 100 年 5 月之股價，收盤價最高為民國 100 年 5 月 6 日之 21.20 元，盤中最高價係同日 22.10 元，開盤價最高亦係 5 月 6 日 21.90 元，足證恩德股價，無論是開盤價、收盤價或盤中最高價，在民國 100 年 5 月 6 日當日被告謝子仁與同案被告王福萬見面前已達到最高點，5 月 6 日被告謝子仁與同案被告王福萬見面後，恩德公司股價未再繼續上漲，反呈下跌趨勢，益足反證被告謝子仁未有與同案被告王福萬協議將恩德公司股價炒作至 45 元之事，否則何以恩德公司股價不漲反跌。

四、分析意見書（分析期間民國 100 年 3 月 17 日至 100 年 5 月 30 日）雖載明：「群組 B（按即：楊天柱、吳怡明、哲名投資（股）、饒菊美、張翠文、楊月華等 6 名）1、該群組於分析期間共 50 個營業日中，計有 100 年 3 月 17 日等 42 個營業日買賣恩德股票，總計買進 3,112 仟股、平均買價 18.15 元，共賣出 3,284 仟股、

平均賣價 18.93 元，買進與賣出分別占分析期間恩德股票總成交量 105,870 仟股之 2.93% 及 3.10%，其中計有民國 100 年 3 月 17 日等 9 個營業日成交買進或賣出恩德股票數量占當日市場恩德股票成交量比率較高，介於 23.26% 至 43.81% 之間。2、該群組於分析期間計有民國 100 年 3 月 17 日等 11 個營業日有相對成交情形（相對成交係指成交之買賣雙方為同一人或同一群組成員），總計相對成交 171 仟股，占該期間恩德股票總成交量之 0.16%，各日相對成交數量占各該日總成交量比率介於 0.16% 至 7.14% 之間，數量介於 3 仟股至 39 仟股（一審判決書此處記載 3 萬 9 仟股，經確認或為 39 仟股之誤載），其中除 100 年 3 月 25 日相對成交數量 39 仟股（一審判決書此處記載 3 萬 9 仟股，經確認或為 39 仟股之誤載）、占該日總成交量比率達 7.14% 較高之外，其餘相對成交之數量及比率均不大。3、分析該群組各日委託買賣情形，雖有部分以高於揭示成交價委託買進、低於揭示成交價委託賣出，惟成交後尚未發現有明顯影響股價情事。」，是群組 B 就恩德公司股票買賣交易行為雖有相對成交行為，惟數量及比例均不大，而未有明顯影響股價情事。

五、起訴書犯罪雖認被告謝子仁、盛海天、王贊雄與被告王福萬為共同正犯，然其所載內容並未敘及被告謝子仁、盛海天、王贊雄 3 人有何具體之行為，與被告王福萬有何犯意聯絡或行為分擔之行為？難以認定被告謝子仁、盛海天、王贊雄有此部分之犯行。

伍、小結：

就本案確定判決認定之內容，法官採取綜合分析法之方式進行說明、以相對成交之異常下單情形、个股漲跌幅背離同類股、

大盤指數等項佐證被告具拉高股價意圖之結論值得肯定之理由，及被告連續交易如何使成交價上漲、下跌幾檔部分，本文認為本案判決予以列出並引之為連續交易主觀意圖之認定依據有值得商榷之處之理由，業已詳細說明如第一節臺開案、第二節臺鳳案、第三節天剛案部分。再本案出現極為特殊之證據資料即於案發時被告與下單營業員電話聯絡下單之錄音資料，一般而言，券商接受下單之管道增加，為減少手續費之支出，部分之投資人會採用網路下單之方式，使用電話下單之投資人相形之下已大幅減少，又錄音資料保存期間不長，通常到案件偵查階段，早已無相關錄音資料保存，況錄音資料能真實反應被告下單之際之動機及目的，若案件審理中出現可顯現被告具抬高股價之意圖之電話下單錄音資料，對於法官有罪心證之形成堪認有極大之影響力。又本案判決以王福萬以外其他被告與王福萬間無操縱股價之犯意聯絡及行為分擔而將本案被告切分二集團分別論斷，且以王福萬以外其他被告雖交易量大但無異常下單情形或證據資料顯示有拉高、壓低股價之意圖而為無罪認定部分，因被告共同控制帳戶之多寡，關乎渠等對於市場交易之影響力大小，雖無法以使用人頭帳戶眾多即推論被告有操縱股價之意圖，然案件中數共同被告之間之關連一旦遭切斷（即經法院認為非共犯關係），則經切分之數集團對市場之影響力必定下降，或可下降至法院認定無操縱意圖之程度，以本案而言，王福萬以外之其他被告因經法院認定切斷與王福萬之關連後，王福萬以外之其他被告之異常下單情形即因而淡化至使法院形成無罪之心證；另基於我國證券流通市場之交易制度設計，投資人因看多或看空某個股為達大量買進、賣出之目的，大量以相對高價或低價買賣個股股票，本即會使股價因而波動起

伏，除非尚有其他佐證，尚無法僅單由交易量大即推得被告有操縱股價之意圖，是本文認同本案判決以王福萬以外之被告雖交易量大但無異常下單情形及證據資料顯示有操縱股價之意圖而為無罪認定之結論。

第九節 佳大案³⁷

壹、背景說明：

一、事實概要及法院判決經過：

李朝茂為佳大世界公司副董事長及豪富投資股份有限公司之董事長，陳柏成為豪富公司之員工，謝忠全為元大證券之營業員，三人共同基於意圖抬高、壓低佳大世界公司股價之犯意聯絡，共同利用前揭黃武傑、林庠鎡、林水卯、莊萬益、張龍仁、吳□杉、李庭芳、花秉逸、郭楊麗卿、葉源鳳、蕭林蓮珠、精威科技公司、陳英銘、王曉玲、曾國顯、莊惠真共 16 人之股票交易帳戶對佳大世界公司股票連續以高價買入或低價賣出且對成交價有明顯影響之行為，自民國 97 年 6 月 16 日起至 97 年 8 月 13 日止間總計買進 14,437 仟股，賣出 4,704 仟股，買進及賣出總金額分別為 2 億 8 千 6 百 08 萬 9 千元及 9 千 9 百 02 萬 2 千元，平均每股買進單價 19.81 元、賣出單價 21.05 元，使佳大世界公司股價自民國 97 年 6 月 16 日 15.8 元上漲至 97 年 8 月 13 日（期末）收盤價 24.6 元。

李朝茂、陳柏成、謝忠全被訴共同操縱佳大世界公司股票股價，經臺灣臺南地方法院 99 年度金訴字第 1 號、臺灣高等法院

³⁷ 最高法院 106 年度臺上字第 205 號刑事判決、臺灣高等法院臺南分院 103 年度金上訴字第 137 號刑事判決。

臺南分院 103 年度金上訴字第 137 號判處有罪，最後經最高法院 106 年度臺上字第 205 號判決駁回上訴而確定，故本件將以臺灣高等法院臺南分院 103 年度金上訴字第 137 號刑事判決認定有罪確定之內容為分析標的。

二、被告答辯要旨：

李朝茂並未委請謝忠全買賣佳大世界公司股票，謝忠全是看好佳大世界公司股票才下單買賣，主觀上亦無抬高股價之意圖，復無連續交易之行為；李朝茂指示陳柏成買進佳大公司股票目的是在確保董事席次，並非意圖拉高股價，主觀上無抬高或壓低股價之意圖。

貳、法院在此案認定被告具連續交易主觀意圖要件之依據，經本文整理歸納如下：

- 一、被告李朝茂、陳柏成於偵查中供稱：李朝茂自 97 年初起即指示被告陳柏成處理及顧好佳大世界公司股票，被告謝忠全於偵查中供稱：證券交易所佳大世界公司股票交易分析意見書之分析期間即民國 97 年 6 月 16 日起至 97 年 8 月 13 日止是被告李朝茂指示以漲停板價格墊高佳大世界公司股票，且伊買進佳大世界公司股票但不得賣出，以便物以稀為「貴」，日後墊高佳大世界公司的股價出售獲利等語，再綜合考量觀察前揭被告三人所使用他人股票帳戶在認定連續交易民國 97 年 6 月 16 日起至 97 年 8 月 13 日期間，以及民國 97 年 8 月 13 日以後買賣佳大世界公司股票之數量及價格之變動情形，依據相關帳戶於上開期間之買賣價量資料（判決內容將查核期間各使用帳戶買進、賣出數量、價格列出，並以往前追溯期間民國 97 年 1 月 1 日起至 97 年 6 月 15 日、往

後追溯期間民國 97 年 8 月 14 日起至 97 年 10 月 9 日之買賣加入計算，列出各該帳戶買進、賣出股數及平均買價、平均賣價)，均有陸續而大量賣出所持有佳大世界公司股票以獲利行為甚明，核與前揭被告李朝茂、陳柏成、謝忠全所述被告李朝茂指示被告陳柏成、謝忠全以前揭之人股票帳戶配合以漲停板價格墊高佳大世界公司股價，且買進佳大世界公司股票但不得賣出，以便物以稀為「貴」，日後墊高佳大世界公司的股價，目的在炒高佳大世界公司股價後再賣出持股等情亦相符。

二、被告李朝茂辯稱為董監改選而提高持股比例、被告謝忠全辯稱因單純投資而長期持有部分，因於認定連續交易期間亦有賣出獲利了結情形，均無法採信。

三、個股漲跌幅、振幅背離認定連續交易期間同期大盤、同類股走勢：

佳大股票在這段期間是上漲了 55.70%，同類股鋼鐵股是下跌 3.18%，加權股價指數是下跌 10.74%，在振幅方面，佳大是 59.81%，同類股指數是 23.18%，加權股價指數是 18.45%，所以從這裡可以看得出來，佳大股票它是呈現上漲走勢，跟同類股、大盤是相反的，振幅它較同類股跟大盤都很明顯大很多漲幅達到 38.29%，當時的同類股，同期間跌幅 15.99%，所以是有悖離的現象。佳大股票在分析期間有民國 97 年 6 月 17 日這 12 個營業日，達到盤中的漲跌幅超過 6%，臺灣的交易方式在每天的漲跌幅其實只有 7%，所以它盤中漲跌幅總共有 12 天超過 6%，其中在 6 月 20 日跟 23 日它的振幅還超過 9%，分別有 11%到 12%左右，所以渠等認為這就是一個成交價異常的現象。

四、交易量大：

相關控制帳戶在認定連續交易期間共計 43 個營業日，每日都有

買賣系爭股票，總共買進 14437 仟股，賣出 4707 仟股，分別占總成交量 55345 仟股的 26.08% 跟 8.49%，成交買進或賣出達當日成交量百分之 20 以上的總共有 29 個營業日。

五、高比例日數有連續高價買進、低價賣出之情形：

相關控制帳戶在認定連續交易期間之 43 個營業日，有 11 個營業日有連續以高價委託買進或低價委託賣出該股票且對成交價有明顯影響，並占各該時段市場交易量之 60.42% 至 100%。

參、法院認定被告具連續交易意圖之詳細內容：

一、法院認定被告連續交易具主觀意圖要件之說明：

被告李朝茂、陳柏成於偵查中供稱：李朝茂自民國 97 年初起即指示被告陳柏成處理及顧好佳大世界公司股票，被告謝忠全於偵查中供稱：證券交易所佳大世界公司股票交易分析意見書之分析期間即民國 97 年 6 月 16 日起至 97 年 8 月 13 日止是被告李朝茂指示以漲停板價格墊高佳大世界公司股價，且伊買進佳大世界公司股票但不得賣出，以便物以稀為「貴」，日後墊高佳大世界公司的股價以獲利了結等語，是審酌被告李朝茂、陳柏成、謝忠全是否有炒作佳大世界公司股價之意圖及行為，除被告三人前揭所述外，再綜合考量觀察前揭被告三人所使用他人股票帳戶在民國 97 年 6 月 16 日起至 97 年 8 月 13 日期間，以及民國 97 年 8 月 13 日以後買賣佳大世界公司股票之數量及價格之變動情形，依據相關帳戶於上開期間之買賣價量資料（判決內容將查核期間各使用帳戶買進、賣出數量、價格列出，並以往前追溯期間民國 97 年 1 月 1 日起至 97 年 6 月 15 日、往後追溯期間民國 97 年 8 月 14 日起至 97 年 10 月 9 日之買賣加入計算，列出各該帳戶買進、

賣出股數及平均買價、平均賣價)，均有陸續而大量賣出所持有佳大世界公司股票以獲利行為甚明，核與前揭被告李朝茂、陳柏成、謝忠全所述被告李朝茂指示被告陳柏成、謝忠全以前揭之人股票帳戶配合以漲停板價格墊高佳大世界公司股票，且買進佳大世界公司股票但不得賣出，以便物以稀為「貴」，日後墊高佳大世界公司的股價，目的在炒高佳大世界公司股票後再賣出持股等情亦相符。另依據卷內證據資料，說明其中與謝忠全所述鎖單有關之帳戶買入後未賣出係因單純投資而長期持有之辯解不可採；又李朝茂所控制之上開帳戶與買進股票後亦有賣出獲利情事，可見為董監改選而提高李朝茂持股比例之辯解不可採。

二、依據判決之內容，雖就連續交易之主觀意圖要件認定說明如上開一、部分，但另列一段說明有連續交易操縱股價之行為，其內容包含：

詳列各該帳戶連續以高價（低價）委託買進（賣出）股票而對成交價之影響情況（如下（一）至（九）所示），再佐以證交所製作分析意見書人員之證詞（包含①佳大股票在這段期間是上漲了55.70%，同類股鋼鐵股是下跌23.18%，加權股價指數是下跌10.74%，在振幅方面，佳大是59.81%，同類股指數是23.18%，加權股價指數是18.45%，所以從這裡可以看得出來，佳大股票它是呈現上漲走勢，跟同類股、大盤是相反的，振幅它較同類股跟大盤都很明顯大很多漲幅達到38.29%，當時的同類股，同期間跌幅15.99%，所以是有悖離的現象、②佳大股票在分析期間有民國97年6月17日這12個營業日，它達到盤中的漲跌幅超過百分之6，臺灣的交易方式在每天的漲跌幅其實只有7%，所以它盤中漲跌幅總共有12天超過6%，其中在6月20日跟23日它的振幅

還超過 9%，分別有 11% 到 12% 左右，所以渠等認為這就是一個成交價異常的現象、③這 16 個人在分析期間，每天都有買賣佳大股票，總共買進 14437 仟股，賣出了 4707 仟股，分別占了分析期間佳大股票市場總成交量的 55345 仟股的 26.08% 跟 8.49%，這個關聯戶群組，他們成交買進或賣出達到這個股票當日成交量 20% 以上的總共有 29 天、④高價為高於當時市場成交價)。

(一) 李朝茂指示陳柏成利用黃武傑帳戶炒作部分：

1. 民國 97 年 6 月 23 日 9 時 5 分 19 秒以 16.00 元 (高於當時揭示成交價 15.50 元) 委託買進 50 仟股，成交 50 仟股，使成交價由 15.50 元上漲至 16.00 元 (上漲 10 檔)，占同時段市場成交量 55 仟股之 90.90%。12 時 33 分 44 秒以 16.35 元 (高於當時揭示成交價 16.20 元) 委託買進 111 仟股，成交 102 仟股，使成交價由 16.20 元上漲至 16.35 元 (上漲 3 檔)，占同時段市場成交量 102 仟股之 100%。
2. 民國 97 年 6 月 27 日 13 時 5 分 58 秒至 13 時 10 分 1 秒以 16.60 元、16.65 元、16.70 元、16.80 元 (高於當時揭示成交價 16.55 元、16.60 元、16.65 元、16.70 元) 分 5 筆合計委託買進 119 仟股，成交 80 仟股，使成交價由 16.55 元上漲至 16.80 元 (上漲 5 檔)，占同時段市場成交量 80 仟股之 100%。

(二) 李朝茂指示陳柏成利用林庠鉉帳戶炒作部分：

1. 民國 97 年 7 月 1 日 13 時 27 分 19 秒以漲停價 18.05 元 (高於當時揭示成交價 16.05 元) 委託買進 50 仟股全部成交，使成交價由 16.05 元上漲至 16.45 元 (上漲 8 檔)，占同時段市場成交量 60 仟股之 83.33%。
2. 民國 97 年 8 月 7 日 9 時 28 分 4 秒以跌停價 20.90 元 (低於

當時揭示成交價 23.45 元)委託賣出 100 仟股，上述跌停價委託賣出全部成交，使成交價由 23.45 元下跌至 23.00 元(下跌 9 檔)，占同時段市場成交量 100 仟股之 100%。

(三) 李朝茂指示陳柏成利用林水卯帳戶炒作部分：

民國 97 年 7 月 3 日 10 時 16 分 8 秒以 17.30 元(高於當時揭示成交價 17.05 元)委託買進 100 仟股，成交 58 仟股，使成交價由 17.05 元上漲至 17.30 元(上漲 5 檔)，占同時段市場成交量 60 仟股之 96.66%。

(四) 李朝茂指示陳柏成利用莊萬益帳戶炒作部分：

民國 97 年 7 月 16 日 9 時 2 分 4 秒至 9 時 3 分 29 秒以 21.40 元、21.45 元(高於或等於當時揭示成交價 21.20 元及 21.40 元)，分 3 筆委託買進 70 仟股，成交 55 仟股，使成交價由 21.20 元上漲至 21.45 元(上漲 5 檔)，占同時段市場成交量 61 仟股之 90.16%。

(五) 李朝茂指示陳柏成利用張龍仁帳戶炒作部分：

民國 97 年 7 月 18 日 11 時 19 分 18 秒至 11 時 20 分 48 秒以 22.35 元、22.40 元、22.50 元、22.55 元(高於當時揭示成交價 22.30 元、22.35 元、22.40 元、22.50 元)分 4 筆委託買進 205 仟股，成交 35 仟股，使成交價由 22.30 元上漲至 22.55 元(上漲 5 檔)，占同時段市場成交量 38 仟股之 92.10%。

(六) 李朝茂指示陳柏成利用張龍仁帳戶、及指示謝忠全利用葉源鳳帳戶炒作部分：

民國 97 年 7 月 17 日 8 時 53 分 36 秒、8 時 54 分 35 秒、9 時 01 分 22 秒，由陳柏成利用張龍仁帳戶以 20.55 元、20.60 元、20.70 元(高於前一營業日收盤價 20.45 元及當時揭示成

交價 20.55 元、20.60 元、20.65 元) 分 3 筆即 32 仟股、18 仟股、50 仟股，委託買進 100 仟股，成交 78 仟股；同日 9 時 00 分 33 秒、9 時 00 分 50 秒，由謝忠全利用葉源鳳帳戶以 20.60 元、20.65 元(高於前一營業日收盤價 20.45 元及當時揭示成交價 20.60 元、20.65 元) 分 2 筆即 20 仟股、20 仟股，委託買進 40 仟股，成交 39 仟股，使成交價由前一營業日收盤價 20.45 元上漲至 20.70 元(上漲 5 檔)，占同時段市場成交量 126 仟股之 92.85%。

(七) 李朝茂指示謝忠全利用蕭林蓮珠帳戶炒作部分：

- 1.民國 97 年 7 月 3 日 10 時 51 分 42 秒以 17.70 元(高於當時揭示成交價 17.00 元) 委託買進 30 仟股，全部成交，使成交價由 17.00 元上漲至 17.40 元(上漲 8 檔)，占同時段市場成交量 30 仟股之 100%。
- 2.民國 97 年 7 月 16 日 11 時 41 分 37 秒以 21.00 元(高於當時揭示成交價 20.35 元) 委託買進 60 仟股，全部成交，使成交價由 20.35 元上漲至 20.85 元(上漲 10 檔)，占同時段市場成交量 60 仟股之 100%。
- 3.民國 97 年 7 月 18 日 12 時 19 分 50 秒以 22.70 元(高於當時揭示成交價 22.40 元) 委託買進 50 仟股，全部成交，使成交價由 22.40 元上漲至 22.65 元(上漲 5 檔)，占同時段市場成交量 50 仟股之 100%。
- 4.民國 97 年 7 月 31 日 13 時 5 分 53 秒以 21.60 元(高於當時揭示成交價 21.30 元) 委託買進 50 仟股，全部成交，使成交價由 21.30 元上漲至 21.60 元(上漲 6 檔)，占同時段市場成交量 50 仟股之 100%。

(八) 李朝茂指示謝忠全利用精威科技公司帳戶炒作部分：

民國 97 年 7 月 8 日 8 時 35 分 16 秒至 8 時 35 分 27 秒以漲停價 21.45 元 (高於前一營業日收盤價 20.05 元)，分 3 筆委託買進 374 仟股。(前開委託量占開盤前市場所有漲停價委託量 600 仟股之 62.33%)，上述漲停價委託買進於開盤時全部成交，使成交價以 20.90 元開盤 (較前一營業日收盤價上漲 17 檔)，占開盤市場成交量 619 仟股之 60.42%。

(九) 李朝茂指示謝忠全利用陳英銘帳戶炒作部分：

民國 97 年 7 月 21 日 9 時 48 分 33 秒及 9 時 49 分 12 秒以 23.50 元、23.70 元 (高於當時揭示成交價 23.40 元、23.50 元) 分 2 筆委託買進 55 仟股，成交 50 仟股，使成交價由 23.40 元上漲至 23.65 元 (上漲 5 檔)，占同時段市場成交量 53 仟股之 94.33%。

肆、小結：

就本案確定判決認定之內容，法官採取綜合分析法之方式進行說明、以個股漲幅背離同類股及大盤指數佐證被告具拉高股價意圖之結論值得肯定之理由，及被告連續交易如何使成交價上漲幾檔、連續交易成交量占該時段成交量之比例部分，本文認為本案判決予以列出並引之為連續交易主觀意圖之認定依據有值得商榷之處之理由，業已詳細說明如第一節臺開案、第三節天剛案、第七節金雨案部分。再本案判決較為特殊之處係未就被告是否有異常下單情形進行說明，未加以說明之原因為何，不得而知，然未說明亦不等於本案無異常下單情形，本文認為在法院處理相關案件時宜就被告是否有異常下單情形予以考究以利心證之形成。

第十節 南港輪胎案³⁸

壹、背景說明：

一、事實概要及法院判決經過：

林爭輝為南港輪胎公司大陸廠秘書室主任，詹美年為南港輪胎公司法務組課長，陳光男為南港輪胎公司監察人陳威陶之父親，共同基於影響南港輪胎公司股票價量俱揚之效果及交易活絡之表象，且意圖抬高或壓低集中交易市場南港輪胎公司股票之交易價格，於民國 96 年 7 月 1 日至 97 年 2 月 26 日間，由陳光男提供炒作資金 4-5 億元，林爭輝下達買賣指令與詹美年，再由詹美年連續以高價、低價下單委託買進、賣出，共計於民國 96 年 7 月 11 日、同年 10 月 15 日、同年 10 月 16 日、17 日、19 日、24 日、26 日、同年 11 月 1 日、民國 97 年 1 月 14 日、同年 1 月 15 日、17 日、18 日、23 日共 14 個營業日明顯影響南港輪胎公司股價。

林爭輝、詹美年、陳光男被訴共同操縱南港輪胎公司股票股價，經多次上訴、更審，陳光男經臺灣臺北地方法院 98 年度金重訴字第 36 號、臺灣高等法院 105 年度金上重更（三）字第 13 號判處無罪，因檢察官未再上訴而無罪確定；林爭輝、詹美年經臺灣臺北地方法院 98 年度金重訴字第 36 號、臺灣高等法院 106 年度金上重更（四）字第 13 號判處無罪，因檢察官未再上訴而確定，另陳光男部分經上開法院認定無罪之依據為檢察官未舉證證明陳光男確有借貸炒股資金與林爭輝、陳光男控制帳戶買賣南港輪胎公司股票與林爭輝有關，並未就不具連續交易之主觀意圖要

³⁸ 最高法院 106 年度臺上字第 2184 號刑事判決、臺灣高等法院 106 年度重金上更（四）字第 13 號刑事判決

件予以說明，故就本件將以臺灣高等法院 106 年度重金上更(四) 字第 13 號刑事判決認定林爭輝、詹美年無罪確定之內容為分析標的。

本件檢察官起訴，所提出之證據資料為被告之陳述、營業員、開戶名義人之證言、相關控制帳戶客觀價量、匯款資料、分析意見書。

二、被告答辯要旨：

(一) 林爭輝：

其買賣股票係按照證交所所示最佳 5 檔作為決定買賣數量及價格，並無炒作股票之主觀意圖；其相關下單買賣行為，並未達證交所所定之異常標準；起訴書主張之第 1 個交易日與第 2 個交易日時間相差 3 個月以上，不符合連續性要件；南港輪胎公司於查核期間內之股價趨勢與大盤指數、同類股指數相符。

(二) 詹美年：

其是單純依林爭輝指示之價格及數量，參考盤中證交所提供之電腦揭示最佳 5 檔之價、量，以合理之價格及數量替被告林爭輝向營業員下單，買賣南港輪胎公司股票，並無影響南港輪胎公司股票交易價格之意圖。

貳、法院在此案認定被告不具連續交易主觀意圖要件之依據，經本文整理歸納如下：

一、健全的證券市場價格決定，本質上就是人為影響的結果，任何在證券市場上買進或賣出股票的行為，或多或少均會干預到股票價格的形成；又基於我國市場價格優先、漲、跌幅限制，投資人本

於理財決策，為取得優先成交機會而以漲、跌停板價格申報，本身無可課責性，縱使股價因其正當、連續大量高買低賣而漲跌，係交易制度所致，以此處罰投資人，有欠公平，故規定所謂「意圖」，應以行為人主觀上有影響有價證券交易價格、製造不真實或足令人誤解市場交易活絡之表象，引誘投資大眾買入或賣出股票，利用價差謀取不法利益的意圖為必要；對能證明其連續買進或賣出的交易有正當理由與必要者，應排除在上開規定禁止行為之外，以免阻礙正當投資意願，影響經濟活動。

二、個股漲跌幅與大盤走勢差距不大，與同類型股票相關度更為密切：

在分析期間共計 144 個營業日內，共有 14 個營業日之買進或賣出數量達該股票當日市場成交量 20% 以上，然其中僅 10 個營業日日被臺灣證券交易所認為有明顯影響股價之情形，但依據上開 10 個營業日之個股、同類股、加權股價指數漲跌幅，個股漲跌幅與大盤走勢差距不大，與同類型股票相關度更為密切。

三、本件依照證交所之監視標準並未篩出，在依調查局要求去瞭解本件交易情形時，亦不符合證交所篩選標準。

四、相關控制帳戶之買賣無明顯影響股價之情形：

(一) 相關控制帳戶於民國 96 年 7 月 11 日起至同年 8 月 10 日止，多採買進之策略；自同年 8 月 31 日起至同年 11 月 7 日止，多採取賣出之策略；自 97 年 1 月 14 日起至 1 月 24 日止，則再度改採買進之動作。

(二) 民國 96 年 7 月 11 日起至同年 8 月 10 日止買進之行為：相關控制帳戶在此段期間買進之行為，期間漲跌互見，並無明顯上漲之趨勢，而在停止買進後，亦無明顯下跌之態樣。

(三) 民國 96 年 8 月 31 日起至同年 11 月 7 日止賣出之行為：相關

控制帳戶在此段期間開始賣出之際，股價並未隨之下跌，反而小幅上漲，之後仍維持在一定區間，最後始緩步下跌，而在相關控制帳戶停止賣出行為後，股價並未因此停止下跌，反而繼續下跌，甚至跌勢加劇，而於此 2 個月餘之期間，相關控制帳戶並無趁低價大舉買進之行為，由此觀之，相關控制帳戶本段賣出期間，該公司股價緩步下跌，實係時段之趨勢，尚難由其間觀察得有何操縱股價之痕跡。

- (四) 民國 97 年 1 月 14 日起至 1 月 24 日止買進之行為：在系爭控制帳戶在此段買進行為之前，該公司股票已有止跌回升之趨勢，此並非因其等買進股票之行為所致，而相關控制帳戶此段買進期間，該期間股價漲跌互見，並無明顯爬升走向。反而於相關控制帳戶停止買進後，股價逐步上漲，由此前後對照可發現，此段買進時期，股價雖有緩步爬升，然其趨勢並非明顯，而於停止買進後之 4 個多月期間，該公司股價上揚力道反而加劇，整體觀察之，股價自民國 96 年 12 月底谷底之後，便成上漲格局，直至 97 年 3 月底止，均呈走強趨勢，相關控制帳戶買進股票僅占該上漲曲線之前段 9 個營業日，尚難由其間觀察得致其等買進股票之行為有何操縱股價之痕跡。

五、無異常下單情形：

- (一) 相關控制帳戶於分析期間均無相對成交紀錄。
- (二) 相關控制帳戶交易量達當日市場成交量 20% 以上之 14 個營業日，其中僅有民國 97 年 1 月 14 日 1 天符於臺灣證券交易所訂立之成交價異常標準(盤中漲跌幅超過 6%)，其餘並無因為盤中漲跌幅超過 6%，或振幅超過 9%，而被認定成交價異常之現象；然而民國 97 年 1 月 14 日相關控制帳戶係先後以高於當

時揭示成交價 4 檔至 5 檔之價格委託買進，僅微幅高於揭示成交價，與該日漲停價相距甚遠，衡情尚屬合理之買進價位，尚難認有影響或操縱市場行情之效果；況民國 97 年 1 月 14 日南港輪胎公司股票漲幅雖高達 6.94%，然當日同類股漲幅亦有 4.35%，較當日加權股價指數之漲幅 1.79% 高出甚多，因此南港輪胎公司股票於該日之漲幅雖較平日為高，容難排除係因當日該類型股票均有相當幅度上漲所帶動，未可因此現象而遽將被告下單買進行為，評價為具有影響或操縱股票市場行情，造成交易活絡表象，對市場供需之自然形成加以干擾，藉資引誘他人買進或賣出，以利用股價落差謀利之意圖。

(三)分析意見書雖記載，相關控制帳戶於分析期間 144 個營業日中，共有 43 個營業日有成交紀錄，其中 96 年 7 月 11 日、10 月 15 日、16 日、17 日、19 日、24 日、26 日、30 日、11 月 1 日、97 年 1 月 14 日、15 日、17 日、18 日、23 日等 14 個營業日明顯影響南港輪胎公司股價，然無論被告買進或賣出之價位均至多為當日當時揭示成交價 7 檔，與當日系爭股票漲跌幅之限制相距甚遠，其買進、賣出委託價位並非離於常情。

(四)相關控制帳戶各日最委託下單時間之分佈，大多在當日 13 時以前，超過 13 時者，僅有 2 次，最遲在 13 時 12 分 45 秒，其時距收盤尚有 17 分 15 秒，中間還有多次撮合機會，顯難稱為係拉尾盤之手法。

參、法院認定被告不具連續交易意圖之詳細內容：

一、健全的證券市場價格決定，本質上就是人為影響的結果，任何在證券市場上買進或賣出股票的行為，或多或少均會干預到股票價

格的形成，因此理論上證券市場投資人除為「價格之接受者」外，在某一程度上而言，亦有「價格之決定者」的成分存在。但此投資者決定價格之情形，既屬證券市場合理之運作特徵之一，其行為即難謂具有何違法性可言，當非屬於證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款操縱行為之範疇。因此，如何將上述無違法性之價格決定行為，與前揭條文所禁止之操縱行為加以區分，應為本案之首要關鍵。按（修正後）證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款規定在證券交易所上市之有價證券，不得有「意圖」抬高或壓低交易價格，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，而有影響市場價格或市場秩序之虞，其目的在於排除人為操縱、創造虛偽交易狀況與價格假象，使投資大眾因錯誤交易資訊之誘導而遭受損害，以保護證券市場機能的健全及投資人公平從事證券交易的機會。

二、法院說明認定連續交易主觀意圖要件需考量之因素：

又我國證券交易市場電腦撮合採用價格優先原則，並有漲、跌停幅之限制，投資人倘無操縱價格的意圖，本於理財決策，為取得優先成交機會而以漲、跌停板價格申報，本身無可課責性，縱使股價因其正當、連續大量高買低賣而漲跌，係交易制度所致，以此處罰投資人，有欠公平。故上開規定所謂「意圖」，應以行為人主觀上有影響有價證券交易價格、製造不真實或足令人誤解市場交易活絡之表象，引誘投資大眾買入或賣出股票，利用價差謀取不法利益的意圖為必要；對能證明其連續買進或賣出的交易有正當理由與必要者，應排除在上開規定禁止行為之外，以免阻礙正當投資意願，影響經濟活動。又對於不法炒作行為之客觀構成要件，除「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」外，且須判斷行為人「連續以高價買入或以低價賣出」的特定行為，是否已引起「足以使其他投資人誤解集中交易市場某種有價證券之交易狀況」的危險結果，而加以認定。是以，是否操縱股價的認定，應跳脫「高價」、「低價」的範疇，從行為人的買賣行為是否合乎常理、股價是否因其行為出現不正常的波動、是否有不當的意圖及是否有影響市場交易秩序等方面來判斷，方符立法意旨（最高法院 106 年度臺上字第 778 號判決意旨參照）。是只要投資人並無「影響或操縱股票市場行情，以謀取不法利益」、「造成交易活絡表象，對市場供需之自然形成加以干擾，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，縱使股價因其正當連續大量高買低賣而漲跌，亦係交易制度所致，並無扭曲市場價格機能，造成虛偽之交易情狀與價格假象，使投資人受損之危害，即應排除在本款禁止行為之外，以免阻礙正當投資意願，影響經濟活動。

三、法院認定被告不具連續交易主觀意圖要件之說明：

依分析意見書所載，南港輪胎公司於分析期間 144 個營業（民國 96 年 7 月 1 日至 97 年 1 月 23 日）盤中漲跌幅逾 6% 或振幅逾 9% 或最近 6 個營業日累計收盤漲跌幅逾 25% 之情形共有 15 個營業日，僅有民國 96 年 8 月 30 日、民國 97 年 1 月 14 日、15 日、18 日、23 日，共 5 日被告林爭輝所屬群組有買賣成交紀錄，其餘無買賣成交紀錄，而被告林爭輝用以買賣南港輪胎公司股票帳戶於前揭分析期間，計有民國 96 年 8 月 9 日、9 月 13 日、19 日、10 月 15 日、16 日、17 日、18 日、19 日、24 日、26 日、30 日、11 月 1 日及 97 年 1 月 14 日、17 日等 14 個營業日之買進或賣出數量達該股票當日市場成交量 20% 以上；該群組於分析期間無相

對成交紀錄，其中僅有 97 年 1 月 14 日 1 天符於臺灣證券交易所訂立之成交價異常標準（盤中漲跌幅超過 6%），其餘被告林爭輝指示被告詹美年下單買進或賣出南港輪胎公司股票數量達該股票當日市場成交量 20% 以上之日，並無因為盤中漲跌幅超過 6%，或振幅超過 9%，而被認定成交價異常之現象。此於上開分析意見書所追蹤之 144 個營業日中，僅占 1 日。又細究該日之下單情形，民國 97 年 1 月 14 日相關帳戶共計買進 10035 仟股，雖占市場成交量 23114 仟股之買進 43.41%，然而當日上開帳戶係先後以高於當時揭示成交價 4 檔至 5 檔之價格委託買進。因此上開帳戶於前述該日下單買進之價位，僅微幅高於揭示成交價，與該日漲停價相距甚遠，衡情尚屬合理之買進價位，尚難認有影響或操縱市場行情之效果。況民國 97 年 1 月 14 日南港輪胎公司股票漲幅雖高達 6.94%，然當日同類股漲幅亦有 4.35%，較當日加權股價指數之漲幅 1.79%（見本院卷二第 117 頁）高出甚多，因此南港輪胎公司股票於該日之漲幅雖較平日為高，容難排除係因當日該類型股票均有相當幅度上漲所帶動，未可因此現象而遽將被告林爭輝、詹美年之下單買進行為，評價為具有影響或操縱股票市場行情，造成交易活絡表象，對市場供需之自然形成加以干擾，藉資引誘他人買進或賣出，以利用股價落差謀利之意圖。

四、法院認定被告不具異常相對成交之下單情形而佐證其不具連續交易主觀意圖要件之說明：

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，亦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。蓋此種在當盤

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之委託方式，在證券交易所採「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（買進及賣出各計算一次）及證券交易稅（賣方繳納）之額外不必要成本，倘一再反覆出現，甚至在同一交易日之密接時段內反覆為之，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，並額外支付手續費及證券交易稅），顯不合理，究其所為目的，無非想製造交易活絡的假象，引誘一般投資人盲從搶進，進而遂其操縱、影響股價並從中獲利（最高法院 107 年度臺上字第 3336 號判決意旨參照），本件被告林爭輝所屬之群組於分析期間無相對成交紀錄，已如上述，亦難認被告林爭輝有操縱、影響股價並從中獲利之行為。

五、法院說明交易量大與操縱股價之認定無必然關係：

至於分析意見書所謂「買進或賣出數量達該股票當日市場成交量 20% 以上」之交易行為，亦非必然造成影響或操縱股價，對市場供需之自然形成加以干擾，藉資引誘他人買進或賣出之結果。蓋任何人皆可自由在集中市場買賣股票，我國關於證券交易之法令除每日有法定漲、跌停板限制及部分特殊規定外，並未規定每人每日在各股所能買賣之數量及價格之規定，且在有價證券集中交易市場中，股票價格係受供給與需求平衡與否之影響，若需求大於供給或需求小於供給，必然造成價格之變動，尤其是資金豐裕之投資者，若欲於相當期日內將資金投入或抽出而大量買進、

賣出股票，其資金效應勢必明顯反映於揭示成交價格上，此為證券交易市場機制上之必然，是即便價格上有劇烈變動，亦不能率認其中涉及不法情事。更何況此分析期間 144 營業日中，被告林爭輝、詹美年下單買進或賣出數量達南港輪胎公司股票當日市場成交量 20% 以上僅有 14 個營業日，其中亦僅民國 97 年 1 月 14 日出現盤中漲跌幅超過 6% 之情形，其餘成交價均無異常之處，益難遽指被告 2 人有炒作南港輪胎公司股票之情形。且證人陳啟華亦於原審審理時證稱：在調查局來函前，依照臺灣證券交易所所設定的監視標準，尚未篩選出，在依照調查局的公函去瞭解本案的交易情形、撰寫分析意見書時，也還沒有達到篩選標準等語（見原審卷三第 144 頁反面），顯然縱富有監視集中市場交易價格變動經驗之臺灣證券交易所，亦未認為被告林爭輝、詹美年，於該期間就南港輪胎公司股票所為之交易行為有所異常而篩選追蹤之。故被告林爭輝、詹美年於該期間分別下單買賣南港輪胎公司股票，並非能單以期間部分交易日之交易數量占當日市場成交量 20% 以上之事實，而認其等違反證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款之規定。

六、法院認定被告不具異常下單情形：

又公訴人雖以被告 2 人連續以高於或低於當時成交價的價格委託買進、賣出南港輪胎公司股票，或於將收盤之際急速、大量以漲停板價格或高於當時成交價價格，委託買進的拉尾盤方式，買進南港輪胎公司股票，或是在將收盤之際，急速、大量以低於當時成交價價格委託賣出南港輪胎公司股票，而非單純以當時揭示成交價進行委託買賣....，其等目的無非是要影響股票的價格，而且被告等影響股票的價格，在起訴書所載的期間，不是占總成

成交量之百分之百，就是高達百分之 96 點多以上，認為被告林爭輝、詹美年均構成證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款之罪云云，然：

- (一) 分析意見書雖記載，被告林爭輝、詹美年之元瑞投資公司、智凱投資公司於分析期間 144 個營業日中，共有 43 個營業日有成交紀錄，其中民國 96 年 7 月 11 日、10 月 15 日、16 日、17 日、19 日、24 日、26 日、30 日、11 月 1 日、97 年 1 月 14 日、15 日、17 日、18 日、23 日等 14 個營業日明顯影響南港輪胎公司股價等語，然觀之該分析意見書，民國 96 年 7 月 11 日元瑞投資公司係以高於當時揭示成交價 4 檔及 1 檔，分 2 筆委託買進；同年 10 月 15 日元瑞投資公司係以低於當時揭示成交價 7 檔及 4 檔，分 3 筆委託賣出；同年 10 月 16 日智凱投資公司係以低於當時揭示成交價 4 檔及 3 檔，分 4 筆委託賣出；同年 10 月 17 日智凱投資公司與元瑞投資公司係以低於當時揭示成交價 3 檔，分 4 筆委託賣出；同年 10 月 19 日元瑞投資公司係以低於當時揭示成交價 3 至 6 檔，分 10 筆委託賣出；同年 10 月 24 日智凱投資公司係以低於當時揭示成交價 3 至 4 檔，分 7 筆委託賣出；同年 10 月 26 日智凱投資公司係以低於當時揭示成交價 4 至 7 檔，分 3 筆委託賣出；同年 10 月 30 日智凱投資公司係以低於當時揭示成交價 4 至 6 檔，分 3 筆委託賣出；同年 11 月 1 日元瑞投資公司係以低於當時揭示成交價 3 至 6 檔，分 6 筆委託賣出；97 年 1 月 14 日元瑞投資公司及智凱投資公司係以高於當時揭示成交價 4 至 5 檔，分 12 筆委託買進；同年 1 月 15 日元瑞投資公司係以高於當時揭示成交價 6 檔，分 2 筆委託買進；同年 1 月 17 日智凱投資公司、元瑞投資公

司係以高於當時揭示成交價 6 至 3 檔，分 8 筆委託買進；同年 1 月 18 日元瑞投資公司、智凱投資公司係以高於當時揭示成交價 3 至 5 檔，分 10 筆委託買進；同年 1 月 23 日元瑞投資公司係以高於當時揭示成交價 4 至 6 檔，分 2 筆委託買進。依現行股價 10 元至 50 元，每檔 0.05 元，50 元至 100 元，每檔 0.10 元之設定，以 96 年 7 月 11 日為例，南港輪胎公司於前一營業日之收盤價為 65.20 元，當天漲跌幅之限制分別為 69.70 元、60.70 元，則該公司股價須較前一日收盤價高 45 檔或低 45 檔（每檔 0.10 元），始能達到當日漲停及跌停之價位；另以 96 年 10 月 15 日為例，南港輪胎公司於前一營業日之收盤價為 47.50 元，當天漲跌幅之限制分別為 50.80 元、44.2 元，則該公司股價須較前一日收盤價高 66 檔或低 66 檔（每檔 0.05 元），始能達到當日漲停及跌停之價位。上述紀錄可知，無論被告林爭輝、詹美年，其買進或賣出之價位均至多為當日當時揭示成交價 7 檔，與當日南港輪胎公司股票漲跌幅之限制相距甚遠，其買進、賣出委託價位並非離於常情。故被告林爭輝、詹美年雖有以高價買進、低價賣出之形式外觀，然其與當時揭示成交價既相差不遠，即難以此認定其等有操縱該股票價格之情形。

(二) 再依分析意見書所示，被告林爭輝、詹美年以元瑞投資公司、智凱投資公司於民國 96 年 7 月 11 日委託買進之最後時間為 10 時 42 分 22 秒；同年 10 月 15 日委託賣出之最後時間為 11 時 26 分 23 秒；同年 10 月 16 日委託賣出之最後時間為 11 時 42 分 42 秒；同年 10 月 17 日委託賣出之最後時間為 12 時 53 分 03 秒；同年 10 月 19 日委託賣出之最後時間為 11 時 36 分 39 秒；同年 10 月 24 日委託賣出之最後時間為 13 時 12 分 45

秒；同年 10 月 26 日委託賣出之最後時間為 11 時 22 分 21 秒；同年 10 月 30 日委託賣出之最後時間為 9 時 54 分 49 秒；同年 11 月 1 日委託賣出之最後時間為 12 時 45 分 46 秒；97 年 1 月 14 日委託買進之最後時間為 12 時 28 分 51 秒；同年 1 月 15 日委託買進之最後時間為 10 時 24 分 32 秒；同年 1 月 17 日委託買進之最後時間為 10 時 08 分 18 秒；同年 1 月 18 日委託買進之最後時間為 13 時 08 分 01 秒；同年 1 月 23 日委託買進之最後時間為 11 時 11 分 25 秒。而臺灣證券交易所就有價證券集中交易市場收盤價之形成，已於民國 91 年 7 月 1 日起改為自 13 時 25 分起至 13 時 30 分止，電腦持續接受買賣申報之輸入、變更及取消而不執行撮合，至 13 時 30 分以漲跌停範圍內可滿足最大成交量之價格決定收盤價，而所謂拉尾盤之行為，通常係指在接近收盤時，有明顯較大數量之委託買進或賣出，對其收盤價有影響上漲、下跌之情形，且其占該盤百分比之比例較高而言，其目的無非在於大幅影響或操縱股價，使同時間合理價位之委託買賣下單者，來不及讓股價即時回復合理價位，造成行為人有機會掌控該股票收盤價之結果。惟觀察上開被告林爭輝、詹美年最後委託下單時間之分佈，大多在當日 13 時以前，超過 13 時者，僅有 2 次，最遲在 13 時 12 分 45 秒，其時距收盤尚有 17 分 15 秒，中間還有多次撮合機會，顯難稱為係拉尾盤之手法。公訴人以被告等人有於將收盤之際急速、大量以漲停板價格或高於當時成交價價格，委託買進的拉尾盤方式，買進南港輪胎公司股票，或是在將收盤之際，急速、大量以低於當時成交價價格委託賣出南港輪胎公司股票，以操縱該公司股價云云，並無所據。

(三) 另依分析意見書所示，被告林爭輝、詹美年委託買進或賣出南港輪胎公司股票時，雖有動輒占該時段成交量 87.39% 至 100% 之情事，然「有關交易分析意見書所載『一盤』定義為何、時間多久，經查本案分析期間當時之集中交易市場買賣係採電腦自動交易，其作業採循環撮合，即將全部上市有價證券以每組 8 至 10 種有價證券輪流循環撮合，個股間隔約 25 秒撮合一次，撮合一次即一般所稱之『一盤』」，此有臺灣證券交易所民國 107 年 3 月 28 日臺證密字第 1070005036 號函可憑，上開數據僅係指當次撮合期間之成交量，而有價證券集中交易市場每次撮合之期間既僅約 25 秒，投資人下單買賣之時間與數量，亦不可能平均分佈於當日之每盤交易，因此被告等人委託下單之際適逢較少投資人進場交易之時段，是而占該時段成交量之百分比極大，並非必然屬於異常狀況。若欲釐清特定投資人買賣股票是否異常，當應由該日之全日市場成交量加以觀察，否則必將失之偏頗。本案被告等雖如前開分析意見書所述，於共計 144 個營業日之分析期間內，共有民國 96 年 8 月 9 日、9 月 13 日、19 日、10 月 15 日、16 日、17 日、18 日、19 日、24 日、26 日、30 日、11 月 1 日及 97 年 1 月 14 日、17 日等 14 個營業日之買進或賣出數量達該股票當日市場成交量 20% 以上，然其中僅民國 96 年 10 月 15 日、16 日、17 日、19 日、24 日、26 日、30 日、11 月 1 日、97 年 1 月 14 日、17 日等 10 個交易日被臺灣證券交易所認為有明顯影響股價之情形，但其中 96 年 10 月 15 日南港輪胎公司股票之跌幅為 2.73%，同類股跌幅則為 0.33%，加權股價指數漲幅為 0.23%；民國 96 年 10 月 16 日南港輪胎公司股票之漲幅為 0.54%，同類股跌幅則

為 1.78%，加權股價指數漲幅為 0.77%；民國 96 年 10 月 17 日南港輪胎公司股票之漲幅為 1.61%，同類股跌幅則為 1.61%，加權股價指數跌幅為 0.31%；民國 96 年 10 月 19 日南港輪胎公司股票之跌幅為 1.39%，同類股跌幅則為 0.92%，加權股價指數跌幅為 0.26%；民國 96 年 10 月 24 日南港輪胎公司股票之跌幅為 1.74%，同類股跌幅則為 0.19%，加權股價指數跌幅為 0.62%；民國 96 年 10 月 26 日南港輪胎公司股票之跌幅為 0.88%，同類股跌幅則為 1.34%，加權股價指數漲幅為 0.66%；民國 96 年 10 月 30 日南港輪胎公司股票之跌幅為 1.94%，同類股跌幅則為 0.40%，加權股價指數跌幅為 0.52%；民國 96 年 11 月 1 日南港輪胎公司股票之跌幅為 1.52%，同類股跌幅則為 3.80%，加權股價指數跌幅為 1.16%；民國 97 年 1 月 14 日南港輪胎公司股票之漲幅為 6.94%，同類股漲幅則為 4.35%，加權股價指數漲幅為 1.79%；民國 97 年 1 月 17 日南港輪胎公司股票之漲幅為 1.76%，同類股跌幅則為 3.08%，加權股價指數跌幅為 0.95%。由上可知，南港輪胎公司於上述各日之漲跌幅與大盤走勢差距不大，與同類型股票相關度更為密切。而在該 10 個交易日中，僅民國 97 年 1 月 14 日南港輪胎公司股票出現超過 5% 之漲幅，然該日同類型股及加權股價指數亦同為大幅上漲之局面，則難認該公司於上述日之漲幅係出於有意操縱所致。因此縱被告等人於該等日期買進或賣出數量達該股票當日市場成交量 20% 以上，亦無明顯操縱股票市場行情，造成交易活絡表象，對市場供需之自然形成加以干擾，藉資引誘他人買進或賣出之情形。公訴人以被告等人於該期間買賣南港輪胎公司股票之數量過巨，因認有炒作該公司股價之行為云云，

並非可採。

(四) 另被告林爭輝、詹美年買賣南港輪胎公司股票部分，其等自民國 96 年 7 月 11 日起至同年 8 月 10 日止，多採買進之策略；自同年 8 月 31 日起至同年 11 月 7 日止，多採取賣出之策略；自民國 97 年 1 月 14 日起至 1 月 24 日止，則再度改採買進之動作。而對照有臺灣證券交易所 99 年 5 月 4 日臺證密字第 0990011399 號函所附南港輪胎公司「行情表」與「南港各股價量走勢圖」觀察：

1. 民國 96 年 7 月 11 日起至同年 8 月 10 日止買進之行為：

該公司股價於民國 96 年 6 月 15 日即站穩 60 元以上之價位，同年 7 月 3 日至 7 月 10 日間，股價均在 64 元至 65 元間徘徊，元瑞投資公司、智凱投資公司於 7 月 11 日開始買進南港輪胎公司股票後，該公司股價亦在該區間漲跌，最高係民國 96 年 7 月 25 日之 68.20 元，最低則係同年 8 月 6 日之 61.80 元，期間漲跌互見，並無明顯上漲之趨勢，而該二投資公司停止買進後，民國 96 年 8 月 13 日至同年 8 月 17 日間，除 8 月 16 日之收盤價為 58.10 元外，其餘日數亦維持在 63.8 元至 60.5 元間，並無明顯下跌之態樣。嗣後南港輪胎公司股票自 96 年 8 月 20 日因除權、除息急速下跌至 41.85 元，並於該週 5 日維持在 41.50 元至 42.60 元之間的價位，該期間前後 1 週之營業日，元瑞投資公司、智凱投資公司均無任何買進或賣出南港輪胎公司股票之動作。按操縱股價之行為人會用「連續以高價買入」特定股票之手法，目的在於為了藉機拉抬股價後，而順勢賣出牟利，通常會在某一時間，同時大量買入再大量賣出，藉以吸引散戶入場，若是已間隔數個月，市場上散戶早已出場，便無獲

利之機會。然該二投資公司自民國 96 年 7 月 11 日起至同年 8 月 10 日止之買進行為後，並無再大量賣出之舉動，基於炒作股價大多係為牟取利益之常態，難由此情形得致被告林爭輝、詹美年有操縱股價意圖之結論。

2. 民國 96 年 8 月 31 日起至同年 11 月 7 日止賣出之行為：

南港輪胎公司之股價自民國 96 年 8 月 14 日起，即由收盤價 63.80 元開始逐步下滑，至同年 8 月 21 日止，已跌至 41.50 元，此後緩步上漲至同年 8 月 30 日之 49.90 元。於被告林爭輝、詹美年民國 96 年 8 月 31 日開始賣出之日起，該公司股價並未隨之下跌，反而小幅上漲，至 96 年 10 月 9 日為止，均保持在 49 元至 53 元之區間價位。於民國 96 年 10 月 11 日以後，始緩步下跌，至同年 11 月 7 日止，收盤價下滑至 44.35 元，然被告林爭輝、詹美年停止賣出南港輪胎公司股票後，該公司股票並未因此停止下跌，反而繼續下滑至同年 11 月 12 日之 39.50 元價位，此後除同年 11 月 15 日稍回復至 44.50 元外，直至民國 97 年 1 月 14 日為止，未曾超過 44 元，並長期震盪於 30 餘元之價位，甚至跌至 33.55 元（民國 97 年 12 月 21 日）。是南港輪胎公司股價並未因為被告林爭輝、詹美年停止賣出股票而停止原本緩慢下跌之趨勢，反之，仍延續逐步下滑，甚至跌勢加劇，而於此 2 個月餘之期間，元瑞投資公司、智凱投資公司均無任何賣出南港輪胎公司股票之動作，亦無趁低價大舉買進之行為。由此觀之，被告林爭輝、詹美年賣出南港輪胎公司股票時期，該公司股價緩步下跌，實係前揭時段之趨勢，尚難由其間觀察得致被告林爭輝、詹美年賣出股票之行為有何操縱股價之痕跡，即無從認定其等有證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款

之行為。

3. 民國 97 年 1 月 14 日起至 1 月 24 日止買進之行為：

該公司股價於民國 96 年 12 月 28 日起至 97 年 1 月 14 日之期間，即已由谷底回復至 38 元至 41 元之區間徘徊，停止跌勢，並自民國 97 年 1 月 14 日起逐步上漲，顯然在被告林爭輝、詹美年開始買進南港輪胎公司股票前，該公司股票已有止跌回升之趨勢，此並非因其等買進股票之行為所致。而被告林爭輝、詹美年自民國 97 年 1 月 14 日起至 1 月 24 日買進股票之 9 個營業日間，該公司股價雖曾於民國 97 年 1 月 18 日上漲至 48.3 元之價位，惟隨後復下跌至同年 1 月 23 日之 42.00 元價位，整體而言，該期間股價多在 44 元至 46 元間漲跌互見，並無明顯爬升走向。反而於民國 97 年 1 月 25 日以後元瑞投資公司、智凱投資公司停止買進後，南港輪胎公司之股價逐步上漲，至同年 2 月 1 日後站穩 47 元價位，同年 2 月 22 日以後攻上 50 元價位，此後至民國 97 年 5 月 29 日為止，該公司之股價未曾跌落 50 元以下，最高甚至曾經到達 59.5 元之水準（民國 97 年 3 月 24 日），由此前後對照可發現，被告林爭輝、詹美年買進南港輪胎公司股票時期，股價雖有緩步爬升，然其趨勢並非明顯，而於停止買進後之 4 個多月期間，該公司股價上揚力道反而加劇，整體觀察之，南港輪胎公司股價自民國 96 年 12 月底谷底之後，便成上漲格局，直至民國 97 年 3 月底止，均呈走強趨勢，被告林爭輝、詹美年買進股票僅占該上漲曲線之前段 9 個營業日，尚難由其間觀察得致其等買進股票之行為有何操縱股價之痕跡。公訴人認為被告林爭輝、詹美年有炒作南港輪胎公司股票之嫌云云，實與上開股價趨勢所呈現之客觀情狀不

符。

肆、小結：

就本案確定判決認定之內容，法官採取綜合分析法之方式進行說明，本文認為值得肯定。又本案判決以被告雖交易量大但無異常相對成交、拉尾盤、價格異常情形、個股漲跌幅未背離同類股及無證據資料證明有操縱股價之意圖而為無罪之認定，其值得認同之理由，已詳細說明見第八節恩德案部分，本案判決值得讚許之處，係法官就被告無異常下情形為逐項詳加說明，且相較於恩德案，本案被告交易量更大，相較之下，更得以確認無法單以連續大量相對高價買進、相對低價賣出之行為推論被告具操縱股價意圖之結論。不過本案被告均為該個股公司之內部人員，層級非低，何以會在特定時機大量買賣個股股票，是否為單純合理之投資行為，不得而知，本案檢調偵辦方向或許該考量是否有內線交易之可能。

第十一節 環電案³⁹

壹、背景說明：

一、事實概要及法院判決經過：

李金龍原為統一綜合證券股份有限公司業務副總經理，於民國 95 年 11 月 21 日起至 96 年 1 月 31 日止，由李金龍使用親友等 50 個證券帳戶下單買賣環隆電氣公司股票，連續於開盤前以漲停價、高於前一日收盤價、於開盤後以漲停價、高於前一盤成交價、於尾盤以漲停價，高於前一盤成交價之高價委託，買入環

³⁹ 最高法院 106 年度臺上字第 778 號刑事判決、臺灣高等法院 104 年度金上訴字第 55 號刑事判決

電公司股票，及以連續委託買賣而相對成交等方式，以買單吸引投資人買進、影響環電公司股價向上、造成環電公司股票交易活絡之表象，使環電公司股價自民國 95 年 11 月 20 日每股收盤價新臺幣（下同）16.8 元，上漲至民國 95 年 11 月 27 日最高每股成交價 19.95 元，嗣股價則於每股收盤價 16.3 元至 19.2 元波動，而有影響市場價格或市場秩序之虞，李金龍控制證券帳戶於民國 95 年 11 月 21 日至 96 年 1 月 31 日共計買進 68 萬 1,625 仟股（占總成交量 30.07%），賣出 675,318 仟股（占總成交量 29.79%），買進總金額達 120 億 6,720 萬 1,000 元，賣出總金額達 119 億 4,872 萬 2,050 元，證券交易稅及買賣手續費為 7,006 萬 8,856 元。另依據檢察官起訴書之記載：（一）集中度分析：買進 681,625 仟股（占總成交量 30.07%）、賣出 675,318 仟股（占總成交量 29.79%），計有：民國 95 年 11 月 27、28、29、30 日、95 年 12 月 5、6、7、8、11、12、13、14、15、18、19、20、22、25、26、27、28、29 日等日，成交買進或賣出的成交量，各占當日市場成交量的 20% 以上。（二）相對成交分析：民國 95 年 11 月 23、27、28、29、30 日、12 月 4、5、6、7、8、11、12、13、14、15、18、19、20、21、22、25、26、27、28、29 日、96 年 1 月 2、3、5、8、9、11、15、17、18、19、23、25、26、29、31 日等 42 日，相對成交環電股票，其中民國 95 年 11 月 28、29、30 日、12 月 6、7、8、11、13、14、15、18、19、20、22、25、26、27、28、29 日、民國 96 年 1 月 2、3、5、29、31 日等 24 日成交買進或賣出的成交量，各占當日市場成交量 20% 以上，共計相對成交 439,777 仟股，占民國 95 年 11 月 21 日至 96 年 1 月 31 日區間環電公司股票市場總成交量的 19.39%。（三）影響股價分析計有：

民國 95 年 12 月 12 日以跌停價或低於揭示成交價委託賣出，且影響環電公司股票盤中成交價下跌新臺幣(下同)0.25 元(5 檔)；民國 95 年 11 月 27 日、28 日、民國 95 年 12 月 6 日、7 日、8 日、12 日等日以漲停價或高於揭示成交價委託買進，且影響環電公司股票成交價上漲 0.15 元至 0.35 元(3 檔至 7 檔)。

李金龍被訴操縱環電公司股票股價，經臺灣臺北地方法院 103 年度金訴字第 1 號判處有罪，經臺灣高等法院以 104 金上訴字第 55 號撤銷原審判決改判無罪，最後經最高法院以 106 年度臺上字 778 號刑事判決駁回檢察官上訴而無罪確定，故本件將以臺灣高等法院 104 年度金上訴字第 55 號刑事判決認定無罪確定之內容為分析標的。

二、被告答辯要旨：

伊是一般投資人，參考媒體消息、公司基本面有利多消息才會買，當時環電公司是日月光公司之子公司，而傳出有凱雷投資集團要併購日月光公司之消息，是因為看好環電公司會上漲才投資買進。且投資標的多樣化，並非僅限於環電。又以民國 95 年間環電公司股票獲利狀況來看，環電公司民國 95 年度前三季每股獲利 (EPS) 達 1.66 元，以本益比 10 倍，約 20 元上下價格投資環電公司股票，並無悖於環電公司股票合理本益比範圍所設算的價格區間；且該期間環電公司股價，較同類生產主機板的華碩、技嘉、微星等公司的股價，並無明顯上漲或悖離，而有逾越它所表彰的合理投資價值情事。

至於相對成交部分，係因資金不足，需向金主借款，必須依金主限期賣出要求處理，金主才會繼續調借資金，使用之證券帳

戶為自己帳戶，而非使用金主之證券帳戶，因環電公司股價偏低，我想要繼續持有，才會因金主上開要求而有一買一賣之情形，亦即進行相對成交後會再 T+2 之上午取得出售交割款，我就將出售交割款還給金主，金主再把錢借給我，讓我將錢分配到各證券帳戶以支應買進交割款。

貳、法院在此案認定被告不具連續交易主觀意圖要件之依據，經本文整理歸納如下：

一、因我國市場採價格優先原則，而買賣報價又有漲、跌停板的限制，且委託申報需採限價申報，禁止市價申報，致理性投資人本於正當理財決策，如想要取得優先買進或賣出成交的機會，即需以漲、跌停板價格申報，此已成為證券交易市場上的交易習慣，本身並無可課責性可言。是以，投資人基於合理經濟性因素，認有價證券價格因基本面、技術面或消息面等因素即將上漲或下跌，為確保優先成交而為連續買賣行為，如不審酌、探究行為人是否有「造成虛偽交易活絡表象，藉資引誘他人買進賣出，利用股價落差圖謀不法利益」的意圖，而逕以買賣數量、所占比率高，推論臆測並課予行為人違反不法炒作股價的罪責，不僅損及參與證券市場投資活動者的經濟人權，且可能使證券市場投資人因動輒得咎而對市場卻步，阻斷市場繁榮。又投資人如想要於下盤買賣，應參考揭示當盤已經委託但尚未成交的價量資訊，即最佳 5 檔價量資訊，而非當盤的揭示成交價。臺灣證交所建議投資人參考者，是最佳 5 檔價量資訊，而非揭示成交價，其意在此。是以，最佳 5 檔是市場上已經存在，且最合乎投資人經濟利益及成交機會的買賣價量，投資人委託價格在最佳 5 檔範圍內，均屬合理，除非

有其他證據可資佐證行為人確有操縱股價的意圖或行為，尚不得認是屬證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款所稱的「高價」或「低價」；

二、被告買進系爭股票，是基於个股未來併購前景、基本面、獲利狀況及技術分析等因素而為交易，具有合理經濟性因素及正當投資目的，並無抬高交易價格的主觀意圖：

(一) 以國內投資人投資股價採行的本益比概念觀之，被告於 95 年 11 月 21 日買進環電公司股票의 收盤價為 17.95 元，以全年每股獲利 2 元計算，其本益比不到 10 倍 ($17.95 \div 2 = 9.97$)，且被告之投資標的經查亦種類繁多遍及上市櫃公司，是被告辯稱係因 95 年是公司近幾年來營運獲利狀況最佳的年度，適逢每年第四季電子業旺季，如以合理營運狀況預估，公司 95 年度全年獲利狀況將創下 5 年來新高，EPS 將可以超過 2 元，就該公司營運及獲利狀況觀之，該公司實深具投資價值，以臺灣證券電子股本益比動輒高達 20、30 倍的狀況而言，於環電公司收盤價在 16.3 元至 19.2 元波動的價格區間買賣，並無悖於環電公司股票的合理本益比範圍。等情，即非全然無據。

(二) 在被告開始投資買進系爭股票之前，系爭股票股價已有上漲及交易量放大之情況，且个股之母公司亦傳出有國際私募基金將以每股 39 元價格現金公開收購股份，這一收購價格較母公司股票 30 日平均價溢價幅度達 23.5%，顯見个股股價變化是受市場供需及利多消息影響所致。

(三) 被告與券商有約定每交易 1 億元即可退佣 12 萬元，且另與券商家事先簽約保證買賣股票交易量達一定標準並事先取得簽約金，被告有在約定期限內達成股票成交量標準的承諾及責任，

據此，被告辯稱基於個股具備良好基本面及併購題材、為履行約定達到承諾的交易量，加上與金主間往來是採先償還借款後再續為借款的模式，為繼續持有股票，在資金需求及運用考量下，才會將帳戶庫存個股股票賣出，轉由其他帳戶買進等情，即屬有據。

(四) 被告雖於從事個股買賣時，有多次以 499 張大單掛單委買，旋即取消委託的情況。據此，由前述接單業務員的證述，可知因為從事的是短線交易，為了賺價差獲利，被告平時即常有以 499 張大單買進，卻因短線價格波動過大而隨即取消下單的情況。又以本件個股為例，事發時該股票每股價格介於 16 至 19 元間，以一張股票約 19,000 元計算，單筆買進 499 張股票約計 900 餘萬元。是以被告辯稱因投資上市櫃有價證券部位較大，基於股市交易期間便利計算相關帳戶額度，以避免超過投資上限衍生違約的風險，都會以帳戶的信用交易上限即 1,000 萬元為控管基準，也就是說，他通知營業員以 499 張買進個股股票，此舉單純為了避免在股價瞬息萬變的盤中，還要針對各帳戶買進狀況計算所剩下額度餘額的困擾，並非藉由所謂 499 張的大量拉抬、影響環電公司股價等情，也屬有據。

三、個股股價變化情形，相較母公司及同類生產主機板公司(即華碩、技嘉、微星等公司)的股價，並無明顯上漲或悖離而有逾越它所表彰的合理投資價值情事。

參、法院認定被告不具連續交易意圖之詳細內容：

一、法院說明認定連續交易主觀意圖要件需考量之因素：

因目前我國集中交易市場電腦撮合採用價格優先原則，而買

賣報價又有漲、跌停板的限制，且委託申報需採限價申報，禁止市價申報，致理性投資人本於正當理財決策，如想要取得優先買進或賣出成交的機會，即需以漲、跌停板價格申報，此已成為證券交易市場上的交易習慣，本身並無可課責性可言，亦即只要投資人並無操縱價格的意圖，縱使股價因其正當、連續大量高買低賣而漲跌，也是交易制度所致，並非投資人的本意，以此予以處罰，即有欠公平。不法炒作行為為具體危險犯，法官應在具體個案中，判斷行為人「連續以高價買入或以低價賣出」的特定行為，是否已引起「足以使其他投資人誤解集中交易市場某種有價證券之交易狀況」的危險結果，而加以認定。至於如何判斷行為人有抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格之意圖，應綜合：第一，股票價、量變化是否背離集中市場或同類股票走勢；第二，行為人是否有以高於平均買價方式買入股票，復利用拉抬後股價賣出牟利；第三，行為人介入期間曾否以漲停價收盤；第四，有無變態交易等客觀情形判斷之（最高法院 100 年度臺上第 597 號判決意旨可資參照）。是以，投資人基於合理經濟性因素，認有價證券價格因基本面、技術面或消息面等因素即將上漲或下跌，為確保優先成交而為連續買賣行為，如不審酌、探究行為人是否有「造成虛偽交易活絡表象，藉資引誘他人買進賣出，利用股價落差圖謀不法利益」的意圖，而逕以買賣數量大、所占比率高，推論臆測並課予行為人違反不法炒作股價的罪責，不僅損及參與證券市場投資活動者的經濟人權，且可能使證券市場投資人因動輒得咎而對市場卻步，阻斷市場繁榮。何況現行電腦撮合是採「價格優先」原則，為想優先成交買進最好採用「漲停價」買進，為想優先賣出，當然要採用「跌停價」委託賣出，如過分強調「高價」、

「低價」，即有可能將本法所要規範的操縱行為予以排除在外，而違反立法意旨。是以，是否操縱股價的認定，應跳脫「高價」、「低價」的範疇，從行為人的買賣行為是否合乎常理、股價是否因其行為出現不正常的波動、是否有不當的意圖及是否有影響市場交易秩序等方面來判斷，方符立法意旨。投資人如想要於下盤買賣，應參考揭示當盤已經委託但尚未成交的價量資訊，即最佳 5 檔價量資訊，而非當盤的揭示成交價。臺灣證交所建議投資人參考者，是最佳 5 檔價量資訊，而非揭示成交價，其意在此。是以，最佳 5 檔是市場上已經存在，且最合乎投資人經濟利益及成交機會的買賣價量，投資人委託價格在最佳 5 檔範圍內，均屬合理，除非有其他證據可資佐證行為人確有操縱股價的意圖或行為，尚不得認是屬證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款所稱的「高價」或「低價」；至於揭示成交價並無參考價值，不得因投資人以高於揭示成交價的價格委託買進、以低於揭示成交價的價格委託賣出，即謂有操縱股價之意圖及行為。又證券商以漲停價或跌停價作為委託價格，可謂常態，自不得僅因投資人間或以漲停價買進，即謂有操縱股價的意圖及行為。

二、被告買入環電公司公司股票，是基於環電公司未來併購前景、基本面、獲利狀況及技術分析等因素而為交易，具有合理經濟性因素及正當投資目的，並無抬高交易價格的主觀意圖：

(一) 環電公司是世界最大 IC 封裝測試廠日月光公司的子公司，生產產品遍及電腦暨周邊、視訊、通訊、網路儲存暨伺服器、工業暨汽車電子等等。環電公司年度營運獲利狀況，民國 91 年度 EPS 為 0.41 元、92 年度 EPS 為 1.16 元、93 年度 EPS 為 1.47 元、94 年度 EPS 為 0.92 元；95 年度營運獲利狀況，第一

季 EPS 為 0.51 元、第二季為 0.53 元、第三季為 0.62 元，截至李金龍買進環電公司股票之民國 95 年 11 月 21 日前，該公司前三季 EPS 已達 1.66 元，且毛利率維持在 11% 以上。以國內投資人投資股價採行的本益比概念觀之，李金龍於民國 95 年 11 月 21 日買進環電公司股票的收盤價為 17.95 元，以全年每股獲利 2 元計算，其本益比不到 10 倍 ($17.95 \div 2 = 9.97$)，且李金龍之投資標的經查亦種類繁多遍及上市櫃公司，是李金龍辯稱係因 95 年是環電公司近幾年來營運獲利狀況最佳的年度，適逢每年第四季電子業旺季，如以合理營運狀況預估，環電公司民國 95 年度全年獲利狀況將創下 5 年來新高，EPS 將可以超過 2 元，就該公司營運及獲利狀況觀之，該公司實深具投資價值，以臺灣證券電子股本益比動輒高達 20、30 倍的狀況而言，於環電公司收盤價在 16.3 元至 19.2 元波動的價格區間買賣，並無悖於環電公司股票的合理本益比範圍等情，即非全然無據。是以，李金龍買賣環電公司股票既然是基於合理經濟性因素，參照前述規定及說明所示，他主觀上是否不顧該公司股票實際表彰的價值，基於抬高股價引誘他人買賣的意圖而購買環電公司股票，即非無疑。

(二) 李金龍於民國 95 年 11 月 21 日投資買進環電公司股票前，該公司股價於 11 月 14 日上漲到收盤價 14.9 元，成交量由前一交易日的 8,789 張，放大到 4 萬 1,714 張；11 月 15 日收盤價 15.9 元，成交量繼續擴大到 7 萬 5,594 張；11 月 16 日收盤價 16.65 元，成交量增至 8 萬 1,990 張；11 月 17 日收盤價 16.75 元，成交量 5 萬 8,632 張；11 月 20 日收盤價 16.8 元，成交量 38,906 張；而環電公司的母公司日月光公司，於民國 95 年 11

月 24 日（星期五）公告影響股價及投資人判斷的重大訊息，表示：國際私募基金凱雷將以每股 39 元價格現金公開收購日月光公司股份，這一收購價格較日月光公司股票 30 日平均價溢價幅度達 23.5%，日月光公司被併購的利多重大消息在媒體大幅報導下，導致日月光公司股價連續上漲，連帶影響子公司環電公司股價於訊息公告後連續 3 個交易日 11 月 27、28、29 日上漲，最高價到達 19.95 元，是李金龍辯稱：由環電公司股價於 11 月 14 日價、量齊揚的交易狀況，表徵環電公司股價在 11 月 14 日突破 13-14 元間平臺整理後，持續在 16.5 元以上量縮整理，且股價持續強勢；而日月光公司即將被併購、影響股價的重大消息公開後，足以吸引大眾青睞而參與交易，進而影響供需，顯見環電公司股價變化是受市場供需及利多消息影響所致等情，即屬有據，則檢察官逕以李金龍買賣數量、所占比率高，而認定他具有操縱股價的意圖，自有違誤。

- (三) 某價證券是否曾經臺灣證交所列為注意或處置股票，雖非證券交易法第 155 條操縱股價的構成要件，參照最高法院 100 年度臺上第 597 號判決所揭諸：「綜合股票價、量變化是否背離集中市場或同類股票走勢、行為人是否有以高於平均買價方式買入股票，復利用拉抬後股價賣出牟利、行為人介入期間曾否以漲停價收盤、有無變態交易等客觀情形判斷」的意旨，仍得作為行為人有無操縱股價的情況證據。然而，依環電公司股價走勢圖及同類股股價變化整理表所示，顯見民國 95 年 11 月 21 日起至 96 年 1 月 31 日止的期間，環電公司股價變化情形，相較母公司日月光及同類生產主機板公司（即華碩、技嘉、微星等公司）的股價，並無明顯上漲或悖離而有逾越它所表彰的合

理投資價值情事。何況自民國 95 年 11 月 20 日起至同月 27 日止主機板類股相關公司股價均呈現上漲，甚至微星公司股票價格上漲幅度高達 25%，明顯大於環電公司的 18% 漲幅，顯見民國 95 年 11 月 20 日至 27 日的期間，並非僅有環電公司股價上漲，而是所有主機板類股公司股價均呈上漲趨勢，也就是環電公司股價變化並無悖於相同類股，自不能因為環電公司股票於民國 95 年 11 月 21 日、22 日等 2 營業日被臺灣證券交易所公告為「注意股票」，遽謂是李金龍操縱扭曲買賣所致。

- (四) 李金龍與券商有約定每交易 1 億元即可退佣 12 萬元，且另與券商事先簽約保證買賣股票交易量達一定標準並事先取得簽約金（按依據證人之證言，簽約金是給營業員的薪資，負責接李金龍單的營業員會將此筆簽約金轉給李金龍），而就證券商立場而言，透過鉅額簽約金支付爭取李金龍下單，可達成營業據點業績增加、市占率提升的經營策略；就李金龍而言，則因為取得高額簽約金結合高比例手續費退佣的優渥條件，將使得下單買賣股票的成本大幅下降，同樣的，因為李金龍就各證券商專屬營業員的業績負有連帶保證責任，李金龍即有在約定期限內達成股票成交量標準的承諾及責任。據此，李金龍辯稱基於環電公司具備良好基本面及併購題材，他基於環電公司基本面等經濟性因素的判斷、為履行約定達到承諾的交易量，加上與金主間往來是採先償還借款後再續為借款的模式（詳如下所述），為繼續持有股票，在資金需求及運用考量下，才會將帳戶庫存環電公司股票賣出，轉由其他帳戶買進等情，即屬有據。
- (五) 李金龍雖於從事本件環電公司股票買賣時，有多次以 499 張大單掛單委買，旋即取消委託的情況。據此，由前述證人（即接

單業務員)的證述,可知因為從事的是短線交易,為了賺價差獲利,李金龍平時即常有以499張大單買進,卻因短線價格波動過大而隨即取消下單的情況。又以本件環電公司股票為例,事發時該股票每股價格介於16至19元間,以一張股票約19,000元計算,單筆買進499張股票約計900餘萬元。是以李金龍辯稱他因投資上市櫃有價證券部位較大,基於股市交易期間便利計算相關帳戶額度,以避免超過投資上限衍生違約的風險,都會以帳戶的信用交易上限即1,000萬元為控管基準,也就是說,他通知營業員以499張買進環電公司股票,此舉單純為了避免在股價瞬息萬變的盤中,還要針對各帳戶買進狀況計算所剩下額度餘額的困擾,並非藉由所謂499的大量拉抬、影響環電公司股價等情,也屬有據。

(六)依據證人之證言(包含營業員、金主),李金龍是為依循本件發生前與鄭宏鐘、王金龍、張景儒等借款、還款模式的前例,為繼續持有環電公司股票,遂於民國95年11月21日起至96年1月31日期間止,常以一賣一買的方式,藉由賣出股票取得資金以為清償;買進股票則以續借方式取得資金再為交割,進而達到繼續持有環電公司股票的目的,這是基於借新還舊模式所為資金調度、運用的考量,始有於同一交易日對環電公司股票為一買一賣的情形。李金龍既然單純是因金主要求,本意在於繼續持有股票,即無製造交易活絡表象、引誘他人買賣股票的不法意圖。

肆、小結：

就本案確定判決認定之內容,法官採取綜合分析法之方式進

行說明，本文認為值得肯定。又本案判決以被告雖交易量大但無異常相對成交、下單在價格在五檔揭示範圍內非屬價格異常、個股漲跌幅未背離同類股及無證據資料證明有操縱股價之意圖而為無罪之認定，其值得認同之理由，已詳細說明見第五節亞化案、第八節恩德案部分。但本案判決以被告與券商簽有衝高業績合約、與金主間往來是採先償還借款後再續為借款的模式而認定被告之相對成交非屬異常下單，又被告多次以 499 張大單掛單委買，旋即取消委託的情況，係平時基於便於控管帳戶額度而無須在盤中計算餘額，乃常以 499 張大單掛出，事後因短線價格波動始取消委託，並非異常部分，則為本文所不認同，因即便與券商簽有衝高業績之合約，亦可以正常買賣各種股票來達成，何需使用增加稅費支出之相對成交方式完成？又簽有衝高業績之合約，亦不能排除同時存在以相對成交方式操控個股價格意圖之可能，況依被告所述金主要求與金主間往來是採先償還借款後再續為借款的模式，執行並非容易，是否真有其事，實有疑問，且若真係如此，理應有明確之資金往來、結算過程之證據資料可供勾稽比對才對，但在本案判決中卻未見有相關資料提出；再被告本件下 499 張之大單之取消是否均肇因於短期價格波動，尚須比對取消時之價格變動狀況，以營業員所述偶而發生幾次之情況而推論全數之情況均係如此，似稍嫌速斷。

第十二節 合機案⁴⁰

壹、背景說明：

⁴⁰ 最高法院 106 年度臺上字第 3111 號刑事判決、臺灣高等法院臺中分院 103 年度重金上更（二）第 11 號刑事判決。

一、事實概要及法院判決經過：

楊愷悌為合機公司之董事長，余素緣為合機公司財務主管，袁淑錦為合機公司子公司之員工，負責總務，受余素緣指示處理公司事務，張世傑為股市炒手，馮垂青為記者，傅崑萁為立委，廖昌禧為傅崑萁之友人。楊愷悌、余素緣、袁淑錦先於民國 92 年 9 月 1 日至同年 10 月 23 日，意圖抬高合機公司股票，以現股換融資之方式，連續高價買入合機公司股票，因拉抬股價不力，余素緣遂經由友人間接與傅崑萁聯繫，委由傅崑萁負責操縱合機公司股價，公司派再伺高價出售股票獲利，傅崑萁乃指示馮垂青負責與余素緣聯繫，並召集廖昌禧、張世傑共謀操縱合機公司股價，由張世傑利用報章雜誌、電視節目、投顧公司管道對外大力宣傳合機公司利多消息，再由張世傑、廖昌禧分別使用大量證券帳戶連續高價買進全機公司股票，使合機公司股價由 92 年 10 月 30 日開盤價每股 15.5 元開始一路起漲，上漲至民國 93 年 1 月 14 日之收盤價 40.6 元，期間因市場融券餘額（即借股票賣出，俗稱放空）由民國 92 年 11 月 18 日之 1757000 股，一路增加至民國 92 年 12 月 9 日之 16189000 股，且居高不下，致合機公司股價在張世傑等人拉抬之空檔，自民國 92 年 12 月 9 日開盤價 31.2 元跌落至 92 年 12 月 18 日之開盤價每股 26.4 元，傅崑萁乃召集馮垂青、張世傑、廖昌禧商議後因依法召開股東會前 2 個月停止過戶且於停止過戶後第 6 營業日為融券之強制回補日，使放空者需追高回補以達股價不跌反漲之目標，乃透過馮垂青要求公司派提前召開股東會，合機公司亦確於民國 93 年 1 月 13 日召開董事會決議提前於民國 93 年 4 月 23 日召開股東會，且於消息公布後，使合機股票融券餘額持續減少。

楊愷悌、余素緣、袁淑錦、張世傑、馮垂青、傅崑萁、廖昌禧被訴共同操縱合機公司股票股價，張世傑認罪經臺灣臺中地方法院 94 年度金重訴字第 3586 號判處有罪確定，袁淑錦否認犯罪經臺灣臺中地方法院 94 年度金重訴字第 3586 號、臺灣高等法院臺中分院以 97 金上訴字第 975、976 號判處有罪緩刑確定，楊愷悌、余素緣、馮垂青、傅崑萁、廖昌禧經臺灣臺中地方法院 94 年度金重訴字第 3586 號、臺灣高等法院臺中分院以 97 金上訴字第 975、976 號、100 年度金上更(一)字第 26 號、103 年度重金上更(二)第 11 號判處有罪，馮垂青因獲判緩刑而未再上訴即確定，其餘四人上訴經最高法院以 106 年度臺上字第 3111 號判決駁回上訴而確定，故本件將以臺灣高等法院臺中分院 103 年度重金上更(二)字第 11 號刑事判決認定有罪確定之內容為分析標的。

二、被告答辯要旨：

(一) 傅崑萁：

否認犯罪，否認有與公司派、張世傑共同操縱股價，否認控制相關帳戶，主要爭執各種證據之證明力。

(二) 楊愷悌、余素緣：

均否認犯罪，否認有操縱股價，辯稱第一段賣出股票係為借款他人連同借款人所有股票一同乃以現股換融資方式買進股票（即原持有現股 6000 張，換融資 12000 張後，6000 張仍為楊愷悌等人所有，餘 6000 張為借款人所有，出售現股 6000 張之股款則為借款金額，借款人原持有現股 4000 張，則換為融資 8000 張），第二段則借款人欲出售上開融資 12000 張及借款人自行持有之融資 8000 張，乃透過馮垂青尋得買主後，與

買主達成以每股 15 元之價格成交，交易價高於 15 元部分由買主取得，交易價不足 15 元部分由買主補齊 15 元與賣方，並按買主指示時機出售上開融資 20000 張股票，超過 15 元部分均已交與馮垂青或其指定之人，渠等並未獲得第二段操縱股價之利益，並無意圖抬高股價之意圖，亦未與其他人有共同炒股之犯意聯絡及行為分擔。若有抬高股價之意圖，第一段時是買進出售現股二倍數量之融資股，應該會使股價向上，但實際上合機公司股價上升狀況在 2 元之間，漲幅 7.53%，與加權股價指數漲幅 4.58% 比較，並無明顯差距。另依據證交所之意見書，在查核期間之空單來自張世傑、傅崑萁等人，並無可能要求公司提前召開股東會之可能，再召開股東會之日期本已在計畫中，並未提早召開。

(三) 馮垂青：

當時為前開借款人尋得買主張世傑，伊只是單純介紹人。

(四) 廖昌禧：

否認犯罪，未參與犯意聯絡及行為分擔。部分帳戶非其所操縱買賣合機股票，亦未參與傅崑萁召開處理放空量多之會議。

貳、法院在此案認定被告具連續交易主觀意圖要件之依據，經本文整理歸納如下：

一、第一段部分（民國 92 年 9 月 1 日至同年 10 月 23 日）：

(一) 高比例日數有連續高價買進之情形：

相關控制帳戶在認定連續交易民國 92 年 9 月 1 日至同年 10 月 23 日期間共 37 個營業日中，有 10 個營業日有連續以高價委託買進，並明顯影響當時成交價 3 檔至 6 檔不等之情形，且以

漲停價委託買進量占當日漲停價委託買進總量 42.61%至 100%；另其中 9 個營業日於開盤前或收盤後（似為收盤前之誤繕），大多以漲停價委託買進股票明顯影響開盤價或收盤價之情形。

(二) 交易量大：相關控制帳戶在認定連續交易共 37 個營業日中，有 10 個營業日買進、賣出量超過當日市場量之 20%。

(三) 被告辯解因他人欲以現股換融資進行借款等情，經法院審酌證據資料認定並不存在，難認連續高價買進有合理投資、經濟上之目的。

(四) 異常下單情形：

1. 相關控制帳戶於認定連續交易期間共 37 個營業日中，其中 9 個營業日於開盤前或收盤後（似為收盤前之誤繕），大多以漲停價委託買進個股股票明顯影響開盤價或收盤價之情形。

2. 相關控制帳戶於認定連續交易期間共 37 個營業日中，其中 10 個營業日相對成交量占當日市場成交量 3.9%至 24.12%。

二、第二段部分（民國 92 年 10 月 30 日至 93 年 1 月 14 日）：

(一) 高比例日數有連續高價買進之情形：

相關控制帳戶在認定連續交易民國 92 年 10 月 30 日至 93 年 1 月 14 日期間共 54 個營業日中，有 19 個營業日有連續以高價委託買進，而有影響成交價變動及漲價，相關控制帳戶以漲停板委託買進量占當日以漲停價委託買進量 5.47%至 65.21%之間。

(二) 個股漲幅明顯超過同期大盤、同類股。

(三) 交易量大：

相關控制帳戶在認定連續交易共 37 個營業日中，有 17 個營業日買進量占當日市場量 2.81%至 26.33%、賣出量占當日市場

量 2.62%至 36.4%。

(四) 異常下單情形及及同時搭配其他操縱股價之不法手段：

1. 相對成交：相關控制帳戶間在認定連續交易期間之 54 個營業日中，有 15 個營業日有相對成交之情形，各日相對成交量占當日市場成交量 0.29%至 17.36%之間。
2. 另依據卷內之證人陳述、證物資料認定張世傑確有於上開期間，在其主持之財經節目、報章雜誌、說明會、投資講座等場合，密集宣傳合機公司股票及散布該公司之利多消息，吸引市場不知情之投資人跟進，張世傑同時推薦合機公司股票買賣價位資料予其經營之投顧公司會員，以供彼等投資人進場買賣合機公司股票等情，另傅崑其有邀同馮垂青負責居中聯繫張世傑、余素緣，或余素緣指派之袁淑錦，從事合機公司股票之下單事宜，馮垂青、廖昌禧均知悉且有參與聯繫炒作合機公司股票之事，且炒作方法係由張世傑通知馮垂青下單之價位及張數，馮垂青再轉告余素緣或袁淑錦，俟股票成交，當日即算出傅崑其、張世傑應得之價差，楊愷悌、余素緣即依約交付價差款項等情。此外，依據相關人證、物證資料予以勾稽，亦認定合機公司有配合提早召開股東會。

參、法院認定被告具連續交易意圖之詳細內容：

一、第一段部分（民國 92 年 9 月 1 日至同年 10 月 23 日）

(一) 法院說明認定連續交易主觀意圖要件需考量之因素：

證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款規定，對於在證券交易所上市之有價證券，不得有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之行為，其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，影響市場自由、公開決定價格之秩序。倘行為人於一定期間內，就該特定之有價證券連續以高價買進或以低價賣出之行為，致集中交易市場行情有發生異常變動而影響市場秩序之危險者，復無其他合理之投資、經濟上目的（例如因應市場上之經濟或非經濟因素，基於合理投資判斷而大量高價買進、低價賣出），即得據以認定其主觀上有拉抬或壓抑交易市場上特定有價證券之意圖。具體而言，判斷行為人是否有影響或操縱市場以抬高或壓低某種有價證券價格之主觀意圖，除考量行為人之屬性、交易動機、交易前後之狀況、交易型態、交易占有率以及是否違反投資效率等客觀情形因素外，行為人之高買、低賣行為，是否意在創造錯誤或使人誤信之交易熱絡表象、誘使投資大眾跟進買賣或圖謀不法利益，固亦為重要之判斷因素，但究非本條成罪與否之主觀構成要件要素。蓋行為人高買、低賣行為之目的不一，誘使投資大眾跟進買賣以圖謀不法利益固為多數炒作者之主要動機；然基於其他各種特定目的，例如為避免供擔保之有價證券價格滑落致遭斷頭，或為締造公司經營榮景以招徠投資，或為順利取得銀行資金奧援，而維持特定有價證券於一定價格之護盤行為，同係以人為操縱方式維持價格於不墜，具有抬高價格之實質效果，致集中交易市場行情有發生異常變動而影響市場秩序之危險。此雖與「拉高倒貨」、「殺低進貨」之炒作目的有異，行為人在主觀上不一定有「坑殺」（指損害利益而言）投資人之意圖，但破壞決定價格之市場自由機制，則無二致，亦屬上開規定所禁止之高買證券違法炒作行為（最高法院 105 年

度臺上字第 2173 號刑事判決參照)。

(二) 法院認定被告連續交易具主觀意圖要件之說明：

依據上開(一)之說明，再參諸楊愷悌等人使用帳戶之客觀價量資料，於民國 92 年 9 月 1 日至 92 年 10 月 23 日之期間買賣合機公司股票，經分析發現渠等於 92 年 9 月 1、2、3、5、16、18、92 年 10 月 3、9、13、23 日等 10 個營業日有連續以高價委託買進，並明顯影響當時成交價 3 檔至 6 檔不等，且其中民國 92 年 9 月 1、2、3、5、16、18、92 年 10 月 3、9、23 日等 9 個營業日於開盤前或收盤後(似為收盤前之誤繕)，大多以漲停價委託買進合機股票明顯影響開盤價或收盤價之情形，且無其他合理之投資、經濟上目的(渠等 2 人所辯係陳文有欲以現股換融資進行借款等情，經法院審酌證據資料認定陳文有借款而以現股換融資之事實並不存在。)揆諸前揭說明，已可認定渠等主觀上有拉抬交易市場上該檔個股之意圖。且被告楊愷悌、余素緣刻意以渠等所控制之人頭戶高價買進合機公司股票，顯然足以抬高該公司股票之交易價格，並製造市場活絡之假象，使不知情之投資大眾誤判個股走勢及未來前景，而盲目跟進買賣合機公司股票，此與自由經濟市場透過供需關係而反映交易標的實際價值之機能已然有所悖離，自屬法所不許之高買證券違法炒作行為。且楊愷悌、余素緣此部分之不法犯行，雖未必係逐日為之且不曾間斷，然上開證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款所稱之「連續」以高價買進行為，僅須於一定期間內多次出現高買證券之情形即可，毋須至連續多日且毫無間斷之極端程度，自不影響於渠等 2 人前揭犯行之認定。

(三) 另經整理判決附表 1 之內容：

1. 相關控制帳戶在認定連續交易民國 92 年 9 月 1 日至同年 10 月 23 日期間共 37 個營業日中，有 10 個營業日有連續以高價委託買進，並明顯影響當時成交價 3 檔至 6 檔不等之情形，且以漲停價委託買進量占當日漲停價委託買進總量 42.61% 至 100%，又買進、賣出量超過當日市場量之 20%。

2. 相關控制帳戶於認定連續交易期間共 37 個營業日中，其中 10 個營業日相對成交量占當日市場成交量 3.9% 至 24.12%。

二、第二段部分（民國 92 年 10 月 30 日至 93 年 1 月 14 日）

（一）法院認定個股股價於查核期間之變化係肇因於人為炒作之理由：

依據客觀之價量資料，相關帳戶於民國 92 年 10 月 30 日起至 93 年 1 月 14 日期間，確有於民國 92 年 10 月 30 日、11 月 14、19、20、21、24、26 日、12 月 1、3、8、17、24、25、30 日、93 年 1 月 5、6、7、13、14 日，連續以高價委託買進，而有影響成交價變動及漲價等情，且由該期間之密集及影響成交價之情形（依據法院之認定內容係比較合機股價當日漲幅明顯超過加權股價指數漲幅與同類股漲幅、該群組買進、賣出數量占市場成交量達 2.62% 至 36.4% 之間、該群組以漲停板委託買進量占當日以漲停價委託買進量 65.21% 至 5.47% 之間、該群組相對成交 15 個營業日，占該日市場成交量 0.29% 至 17.36%），可推知上開人頭證券帳戶買進合機公司股票，確有抬高合機公司股票之交易價格之意圖甚明。另由證交所提出之「合機股票、電器電纜同類股暨加權股價指數三合一走勢圖」可知，相較於電器電纜同類股之走勢、大盤指數之走勢，合機公司股票之成交價明顯異常，成交價走勢與同類股、大盤指數明顯背離，再由同類股指數變動情形分析，該股票股價之波動，並無

證據顯示係受到國內政經等因素之影響甚明，是合機公司股票於該期間確實有人為炒作之情形。

(二) 法院認定被告間具有炒股協議之理由：

另依據卷內之證人陳述、證物資料認定張世傑確有於上開期間，在其主持之財經節目、報章雜誌、說明會、投資講座等場合，密集宣傳合機公司股票及散布該公司之利多消息，吸引市場不知情之投資人跟進，張世傑同時推薦合機公司股票買賣價位資料予其經營之投顧公司會員，以供彼等投資人進場買賣合機公司股票等情，另傅崑其有邀同馮垂青負責居中聯繫張世傑、余素緣，或余素緣指派之袁淑錦，從事合機公司股票之下單事宜，馮垂青、廖昌禧均知悉且有參與聯繫炒作合機公司股票之事，且炒作方法係由張世傑通知馮垂青下單之價位及張數，馮垂青再轉告余素緣或袁淑錦，俟股票成交，當日即算出傅崑其、張世傑應得之價差，楊愷悌、余素緣即依約交付價差款項等情。此外，依據相關人證、物證資料予以勾稽，亦認定合機公司有配合提早召開股東會。

(三) 另經整理判決附表 1 之內容：

1. 相關控制帳戶在認定連續交易民國 92 年 10 月 30 日至 93 年 1 月 14 日期間共 54 個營業日中，有 19 個營業日有連續以高價委託買進，而有影響成交價變動及漲價，相關控制帳戶以漲停板委託買進量占當日以漲停價委託買進量 5.47% 至 65.21% 之間。

相關控制帳戶在認定連續交易共 37 個營業日中，有 17 個營業日買進量占當日市場量 2.81% 至 26.33%、賣出量占當日市場量 2.62% 至 36.4%。

2.相關控制帳戶間在認定連續交易期間之 54 個營業日中，有 15 個營業日有相對成交之情形，各日相對成交量占當日市場成交量 0.29%至 17.36%之間。

肆、小結：

就本案確定判決認定之內容，法官採取綜合分析法之方式進行說明、以相對成交、拉尾盤、開盤前墊高開盤價之異常下單情形及個股漲幅背離同類股及大盤指數以佐證被告具拉高股價意圖之結論值得肯定之理由，及被告連續交易如何使成交價上漲幾檔部分，本文認為本案判決予以列出並引之為連續交易主觀意圖之認定依據有值得商榷之處之理由，業已詳細說明如第一節臺開案、第二節臺鳳案、第三節天剛案、第四節唐鋒案部分。本案中較為特殊之處在於被告結合公司派之力量，利用公司法中關於召開股東會前 2 個月停止過戶且於停止過戶後第 6 營業日為融券強制回補日之規定，使放空者需追高回補以達股價不跌反漲之目標，被告具有抬高股價之意圖，甚為明顯，本文認同本案判決以之佐證被告具操縱股價意圖認定之結論。

第十三節 信音案⁴¹

壹、背景說明：

一、事實概要及法院判決經過：

甘信男為信音公司之董事長；吳昌恒、周仕昌則為伯明翰公司員工；被告闕逸祥則有資金可供動用，渠等均有多數證券市場買賣股票之經驗，皆為與證券交易有關之專業人士，均明知依 93

⁴¹ 最高法院 107 年度臺上字第 2482 號刑事判決、臺灣高等法院 103 年度金上重訴字第 43 號刑事判決。

年間施行之證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款、第 4 款、第 6 款，依同條第 2 項準用之規定，對於在證券商營業處所買賣之有價證券不得有「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」、「直接或間接從事其他影響集中交易市場某種有價證券交易價格之操縱行為」等行為規定。亦均明知對於在公開交易市場交易之上市、櫃有價證券，不得有「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」、「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」等操縱行為，詎甘信男為吸引社會大眾投資購買信音公司即將發行之 5 億元無擔保可轉換公司債，以使轉換價格達成 35 元以上之目標，並利用知悉信音公司重要股東魏木港、莊進茂有意出售信音公司股票及伯明翰公司之被告吳德賢、徐桂森、林宗堯有意入主信音公司取得經營權之際，且伯明翰公司擁有大量代客操作之帳戶及資金等訊息，而與被告吳德賢、林宗堯、徐桂森共同基於炒作、操縱信音公司股價之犯意聯絡，分別使用如起訴書附表 1、2 所示之自己及不知情人頭之證券帳戶，被告周仕昌並藉由將伯明翰公司炒作信音公司股票之訊息透露予群益證券股份有限公司（下稱群益證券）大安分公司營業員張念祖，使張念祖使用其母張陳惠貞設於群益證券大安分公司及長城證券股份有限公司城中分公司之帳戶承接信音公司股票，俾利渠等出脫信音公司股票。（起訴書附表 1：吳德賢、林宗堯、徐桂森、吳昌恒、周仕昌、闕逸祥所屬有關之成員或人頭戶，下稱集團一；起訴書附表 2：甘信男所屬有關之成員或人頭

戶，下稱集團二)，自民國 95 年 7 月 26 日起至 96 年 1 月 20 日止，在不詳處所，以電話或網路方式向如起訴書附表 1、2 所示之不知情營業員下單，接續買賣信音公司股票，致信音公司股票由民國 95 年 7 月 26 日之每股收盤價 26.3 元，拉抬至民國 96 年 1 月 20 日之每股 66.6 元，漲幅高達 153.23% ，情形略以：

(一) 集團一以相對成交、大量買超鎖定籌碼以及在股價下跌時買進撐盤之方式拉升股價：

1. 集中度分析 (引用偵卷交易分析意見書之表格一) : 買進 20,562.8 仟股 (占總成交量 16.41%)、賣出 13,670.64 仟股 (占總成交量 10.91%)，計有：民國 95 年 7 月 26 日、95 年 8 月 1 日、95 年 8 月 2 日、95 年 8 月 3 日、95 年 8 月 4 日、95 年 8 月 9 日、95 年 8 月 10 日、95 年 8 月 11 日、95 年 8 月 21 日、95 年 8 月 22 日、95 年 8 月 25 日、95 年 8 月 28 日、95 年 9 月 4 日、95 年 9 月 5 日、95 年 9 月 11 日、95 年 9 月 12 日、95 年 9 月 14 日、95 年 9 月 15 日、95 年 9 月 20 日、95 年 9 月 21 日、95 年 9 月 26 日、95 年 9 月 27 日、95 年 9 月 28 日、95 年 9 月 29 日、95 年 10 月 2 日、95 年 10 月 11 日、95 年 10 月 12 日、95 年 10 月 17 日、95 年 10 月 23 日、95 年 10 月 24 日、95 年 10 月 25 日、95 年 10 月 26 日、95 年 10 月 30 日、95 年 11 月 7 日、95 年 11 月 15 日、95 年 11 月 17 日、95 年 12 月 6 日、95 年 12 月 11 日、95 年 12 月 14 日、95 年 12 月 25 日、95 年 12 月 28 日、96 年 1 月 2 日、96 年 1 月 4 日、96 年 1 月 8 日、96 年 1 月 9 日、96 年 1 月 11 日、96 年 1 月 12 日、96 年 1 月 15 日、96 年 1 月 16 日、96 年 1 月 17 日、96 年 1 月 18 日等 51 日成交買進或賣

出之成交量占當日成交量 20% 以上，其中有 29 日介於 20% 至 30% ，有 16 日介於 30% 至 40% ，有 5 日介於 40% 至 50% ，有 1 日高於 50% 。

2.相對成交分析計有(引用偵卷交易分析意見書之表格二):民國 95 年 8 月 1 日、95 年 8 月 2 日、95 年 8 月 11 日、95 年 9 月 11 日、95 年 9 月 12 日、95 年 9 月 14 日、95 年 9 月 20 日、95 年 9 月 28 日、95 年 10 月 2 日、95 年 10 月 17 日、95 年 11 月 17 日、95 年 12 月 25 日、96 年 1 月 4 日、96 年 1 月 8 日等 14 日成交買進與賣出之成交量占當日成交量 20% 以上，且相對成交共計 4,299 仟股，分占其買進數量 20.90%、賣出數量 31.44%及占總成交量 3.43% 。

3.影響股價分析計有(引用偵卷交易分析意見書之表格三):民國 95 年 7 月 27 日(2 次)、95 年 7 月 28 日(1 次)、95 年 8 月 1 日(2 次)、95 年 8 月 7 日(2 次)、95 年 8 月 9 日(1 次)、95 年 8 月 10 日(2 次)、95 年 8 月 15 日(1 次)、95 年 8 月 16 日(1 次)、95 年 8 月 28 日(1 次)、95 年 8 月 29 日(1 次)、95 年 8 月 30 日(1 次)、95 年 9 月 4 日(1 次)、95 年 9 月 5 日(2 次)、95 年 9 月 15 日(2 次)、95 年 9 月 18 日(2 次)、95 年 9 月 19 日(2 次)、95 年 9 月 20 日(2 次)、95 年 10 月 2 日(2 次)、95 年 10 月 14 日(3 次)、95 年 10 月 19 日(1 次)、95 年 10 月 20 日(2 次)、95 年 10 月 24 日(2 次)、95 年 10 月 25 日(2 次)、95 年 10 月 31 日(1 次)、95 年 12 月 5 日(2 次)、95 年 12 月 22 日(2 次)、95 年 12 月 25 日(2 次)、96 年 1 月 3 日(2 次)、96 年 1 月 4 日(2 次)、96 年 1 月 8 日(2 次)等 30 日影響股

價向上；民國 95 年 10 月 18 日（2 次）、96 年 1 月 9 日（1 次）、96 年 1 月 12 日（2 次）、96 年 1 月 15 日（2 次）、96 年 1 月 18 日（2 次）等 5 日影響股價向下；民國 95 年 7 月 31 日（2 次）、95 年 9 月 11 日（2 次）、95 年 9 月 12 日（2 次）、95 年 9 月 14 日（2 次）、95 年 9 月 28 日（2 次）、95 年 9 月 29 日（2 次）、95 年 10 月 17 日（3 次）、95 年 11 月 17 日（4 次）、95 年 12 月 11 日（2 次）等 9 日影響股價同時向上及向下。

（二）集團二

- 1.集中度分析（引用偵卷交易分析意見書之表格四）：於查核期間買進信音公司股票買進 3,045 仟股（占總成交量 2.43%）、賣出 3,277.031 仟股（占總成交量 2.61%），計有：民國 95 年 8 月 3 日、95 年 9 月 21 日、95 年 9 月 29 日、95 年 10 月 5 日、95 年 10 月 13 日、95 年 10 月 18 日等 6 日成交買進或賣出之成交量占當日成交量 20% 以上，其中有 3 日介於 20% 至 30%，有 2 日介於 30% 至 40%，有 1 日介於 40% 至 50%。
- 2.相對成交分析（引用偵卷交易分析意見書之表格五）：民國 95 年 9 月 21 日、95 年 10 月 13 日等 2 日成交買進與賣出之成交量占當日成交量 20% 以上，且相對成交共計 623 仟股，分占其買進數量 20.45%、賣出數量 19.01% 及占總成交量 0.49%。
- 3.影響股價分析（引用偵卷交易分析意見書之表格六）：民國 95 年 9 月 28 日（1 次）、95 年 9 月 29 日（2 次）、95 年 10 月 14 日（2 次）、95 年 10 月 16 日（2 次）、95 年 11 月 24 日（1 次）等 5 日影響股價向上；95 年 8 月 24 日（1 次）、95 年 10 月 5 日（2 次）、96 年 1 月 15 日（1 次）等 3 日影響股價向

下；民國 95 年 10 月 13 日（4 次）等 1 日影響股價同時向上及向下。

(三) 在上開查核期間，信音公司股票在價格之比較方面，由民國 95 年 7 月 26 日之每股收盤價 26.3 元，拉抬至民國 96 年 1 月 20 日之每股 66.6 元，漲幅高達 153.23% ，期間最高收盤價為 96 年 1 月 2 日之 92.2 元，最低收盤價為 95 年 7 月 26 日之 26.3 元，振幅為 250.57%，而同類電子工業類股其期初期末收盤價之漲幅為 29.08% ，最高收盤價與最低收盤價之振幅為 31.6% ，而櫃檯買賣市場之期初期末收盤價漲跌幅為 27.76%，最高收盤價與最低收盤價之振幅為 30.23%。在量之比較方面，於分析期間之日均量為 1,002 仟股，與前一月（即民國 95 年 6 月 1 日至同年月 30 日）日均量 179 仟股相較，增減差幅為+459.77%，而同類電子工業類股之增減差幅為+59.34% ，而櫃檯買賣市場為+55.79% ，顯見於查核期間信音公司之股票成交量明顯異常，振幅亦明顯高於同類股及大盤指數。

吳德賢、徐桂森、吳昌恒、周仕昌、闕逸祥、甘信男、林宗堯被訴共同操縱信音公司股票股價，吳昌恒、周仕昌、闕逸祥、甘信男經臺灣臺北法院以 102 年度金重訴字第 4 號、臺灣高等法院 103 年度金上重訴字第 43 號刑事判決認定無罪確定；吳德賢、徐桂森、林宗堯經臺灣臺北法院以 102 年度金重訴字第 4 號判決無罪、臺灣高等法院 103 年度金上重訴字第 43 號廢棄原審判決改判有罪，再經最高法院 107 年度臺上字第 2482 號廢棄判決發回二審更審，尚未確定，故本件將以臺灣高等法院 103 年度金上重訴字第 43 號刑事判決認定吳昌恒、周仕昌、闕逸祥、甘信男無罪確定之內容為分析標的。

本件檢察官提起公訴，除引用櫃買中心分析意見書、市調處製作之資金流向表、集團投資人銀行帳戶資料外，另就各被告引用資料說明如下：

- (一) 甘信男：甘信男、林宗堯之供述、證人甘偉人、甘正男之證述，信音公司發行可轉債之發行時機與條件，推論被告甘信男借款予林宗堯於公開市場購買信音公司股票，應係基於炒作之犯意聯絡所為。
- (二) 周仕昌、闕逸祥：周仕昌、闕逸祥，證人闕壯棋、闕逸芃、闕美玲、證人張念祖之證述，及群益證券股份有限公司民國 98 年 6 月 11 日群大安字第 0980004087 號函張陳惠貞證券開戶資料（含委託買賣受託契約、股票交易紀錄）。
- (三) 吳昌恆：證人即提供起訴書附表 1 所示帳戶予伯明翰公司代操之客戶。

二、被告答辯要旨：

- (一) 吳昌恆：

伊在伯明翰公司負責股票分析，經分析始推薦信音公司為投資標的，伊亦因看好而下單買賣並持有 25 張，伊從未聽聞或參與炒作信音股票及進行相對成交，分析意見書中提到之拉高股價、相對成交純係因合理投資造成之偶然現象。

- (二) 周仕昌：

伊在伯明翰公司任職係擔任業務開發，負責招攬客戶，雖曾依徐桂森指示下單買賣股票，但次數極少，且單純機械式聽從指示，記憶中並無買進信音公司股票，伊並不知道伯明翰公司高層炒作信音股票及相對成交之行為，伊有介紹闕逸祥提供資金及帳戶供伯明翰公司使用，並由伯明翰公司支付利息，伊

並不知道闕逸祥提供之帳戶內資金係如何操作，由吳德賢、徐桂森決定下單標的、時間，伊無決定權。另伊之帳戶會與闕逸祥提供帳戶相對成交，係因信音公司除權前要將股票轉至伊之帳戶，待除權完後再轉回闕逸祥提供之帳戶，伯明翰公司遇到類似情形，均如此處理，並非意圖造成股票交易活絡。

(三) 闕逸祥：

伊有借錢給周仕昌，並提供相關 5 帳戶給周仕昌使用，帳戶內之股票係作為借款擔保之用，均由周仕昌下單，伊不知下單交易之詳情。且伊仍保管相關帳戶之存摺、印章以防止遭周仕昌盜賣股票及盜領帳戶內之款項；後來於 95 年 8 月間，因相關股票要進行除權，為避免遭受課稅，伊有要求周仕昌將股票全數出售，周仕昌乃將包含信音在內之股票全數以相對成交之方式轉至周仕昌持有之其他帳戶，伊對此並不知情。

(四) 甘信男：

檢察官所指部分帳戶非其使用，而與伊有關之帳戶，在長達 1 年 6 月之查核期間，僅 20 日有影響成交價，且相隔甚久而不連續，至於相對成交部分，僅 2 交易日，其中之一係因帳戶持有人身體不好乃移至另一人名下，另一則係因振群公司要擔任監察人而需增加持股，故將其他帳戶之股票移轉至振群公司名下。伊與吳德賢、徐桂森、林宗堯並無犯意聯絡及行為分擔。

貳、法院在此案認定被告不具連續交易主觀意圖要件之依據，經本文整理歸納如下：

一、被告吳昌恆、周仕昌、闕逸祥部分，確定判決主要係認定未參加

炒股之犯意聯絡及行為分擔，未就不具連續交易主觀意圖要件加以指明。

二、被告甘信男部分：

(一) 本件無法認定被告甘信男與被告吳德賢、徐桂森、林宗堯間有炒股協議之犯意聯絡及行為分擔：

1. 被告甘信男相關控制帳戶於分析期間平均平均單價 44.63 元，平均賣出單價 44.65 元，若有參加，何以不在個股股票拉至高價時始出售？
2. 自民國 96 年 1 月 4 日起，股價已反轉向下，被告甘信男於民國 96 年 1 月 4 日至 96 年 6 月 30 日之區間，僅買入 50 張信音公司股票，其餘均為賣出之交易，合計賣出 705 張，自其買股、賣股之日期間隔甚遠觀之，亦難認其有何炒股犯意。
3. 公司於 95 年 8 月 22 日經董事會決議發行、於同年 9 月 14 日公告公司債內容，其發行日期係自民國 95 年 10 月 25 日發行，惟被告吳德賢、徐桂森、林宗堯高買、低賣之時期，則落於民國 95 年 7 月 27 日至 96 年 1 月 3 日之區間，倘被告甘信男確與被告吳德賢、徐桂森、林宗堯間有高買、低賣炒作信音公司股票之犯意，應先發行信音公司可轉換公司債以後，再為炒作，以放大獲利，當不至於先行投入資金炒作，反而抵銷發行可轉換公司債所可獲得之上揭利差；或藉信音公司題材前景，提早於低價時發行可轉換公司債，易放大獲利。
4. 被告吳德賢、徐桂森、林宗堯均否認犯行，亦粹為不利被告甘信男之陳述。

(二) 相關控制帳戶僅其中 1 日有數筆高買、低賣之情形，難認有連續高買行為：

被告甘信男於分析期間(即民國 95 年 7 月 27 日至 96 年 1 月 3 日間共計 112 個營業日)，相關控制帳戶買賣系爭股票日期僅其中 19 個營業日，其中固確有數筆高買低賣而影響信音公司股價之交易紀錄，惟此等情形均集中在民國 95 年在 10 月 13 日，尚難認係連續高買犯行。

(三) 無異常下單情形：

1. 相對成交僅發生在 112 個營業日中之 2 日，其中 1 日係因要移轉股份增加公司監察人持股，客觀上難認有製造股票交易熱絡表象之效果，主觀上難認有不法意圖。

參、法院認定被告不具連續交易意圖之詳細內容：

一、吳昌恆：

據伯明翰公司人員證言，伯明翰公司自行及為客戶(包含周仕昌招攬之闕逸祥提供帳戶)代操下單之時機、價格、標的均由吳德賢、徐桂森決定，其他人員係機械式依吳德賢、徐桂森指示下單，吳昌恆並無決定權，且若有操縱之犯意聯絡及行為分擔，何以吳昌恆之證券帳戶買賣信音股票張數微乎其微，僅曾於民國 96 年 6 月 4 日以 54.7 元買入 10 張，截至民國 96 年 6 月 30 日尚未賣出，應為有利吳昌恆之認定。

二、周仕昌：

依據伯明翰公司人員證言，伯明翰公司自行及為客戶(包含周仕昌招攬之闕逸祥提供帳戶)代操下單之時機、價格、標的均由吳德賢、徐桂森決定，其他人員係機械式依吳德賢、徐桂森指示下單，周仕昌並無決定權，且周仕昌自己使用之帳戶亦有在查核期間購買信音公司股票共 53 張，出售受有約 40 萬元之虧損，

若有參與操縱之犯意聯絡及行為分擔，何以未獲利反受害？另闕逸祥帳戶之相對成交係因闕逸祥不願參加除權而進行，有相關證人包含伯明翰公司其他客戶、闕逸祥證券帳戶之營業員證詞可證，難認周仕昌所為構成連續交易及相對成交。

三、闕逸祥：

依據周仕昌、伯明翰公司人員、闕逸祥證券帳戶之營業員證言之證言，闕逸祥係借款、提供帳戶供伯明翰公司之 JOINT ACCOUNT，由徐桂森下單及決定時機，闕逸祥並未參與，檢察官並未提出其他證據資料證明有參與操縱。

四、甘信男：

(一) 於起訴之民國 95 年 7 月 27 日至 96 年 1 月 3 日區間，甘信男買賣信音公司股票日期為民國 95 年 8 月 3 日、8 月 4 日、9 月 6 日、9 月 21 日、9 月 29 日、10 月 3 日、10 月 5 日、10 月 12 日、10 月 13 日、10 月 14 日、10 月 16 日、10 月 18 日、10 月 24 日、10 月 25 日、10 月 26 日、10 月 27 日、11 月 2 日、11 月 10 日、11 月 24 日，固確有數筆高買低賣而影響信音公司股價之交易紀錄，惟此等情形均集中在 10 月 13 日，尚難認係連續高買犯行。

(二) 至相對成交部分，但亦僅二日。其中一日甘信男則辯稱係因移轉股權至新成立之振群投資公司，就此，被告則辯稱存有正當事由，略以：「振群投資帳戶不是我在使用，股票買賣跟我沒有關係，只有一次我委託振群投資把張錦瀾手上信音公司股票買過來。」(問：也就是在 95 年 10 月 13 日振群投資大華證券帳戶及張錦瀾的大華證券帳戶有多筆相對成交，是否就是你說的情形?) 是。一買一賣。」是張錦瀾的股票全部要轉到振群

公司，因為振群公司要擔任監察人所以要增加基本的持股，所以把我的股票轉給振群公司。」等語，所辯事由，亦非全然無據。況僅一、二日之相對成交，客觀上實難認得有製造信音公司股票交易熱絡表象之效果，主觀上亦難認有此不法意圖。

(三) 另甘信男於民國 95 年 7 月 27 日至 96 年 1 月 3 日區間平均買入單價 44.63 元，平均賣出單價 44.65 元，若其與吳德賢、徐桂森、林宗堯等有炒作信音公司股票股價之犯意聯絡，自應於信音股票位於高價時始售出信音股票，又何需於自己資金短缺之時，向銀行借貸將資金借予林宗堯？何不將資金使用於自己可掌控之帳戶以購入信音公司股票，將獲利留存於己，方符常情。

(四) 自民國 96 年 1 月 4 日起，信音公司股票之股價已反轉向下，甘信男於事實欄所示即民國 96 年 1 月 4 日至 96 年 6 月 30 日之區間，僅買入 50 張信音公司股票，其餘均為賣出之交易，合計賣出 705 張，自其買股、賣股之日期間隔甚遠觀之，亦難認其有何炒股犯意。

(五) 按發行可轉換公司債係公司籌資方式之一，相較於向銀行借款、現金增資、公司債，發行可轉換公司債因發行時為債務，通常無庸支付利息；經依轉換價格轉為股票後，公司即無須償還債務，但股本增加，具有稀釋股東權益之效果。此種籌資管道乃因應高利率時代而生，藉以降低公司籌資成本。實務上藉由發行可轉換公司債，亦常見弊端，藉由詢價圈購程序，出售予特定人（常見為公司大股東之人頭帳戶），再由持有者藉以套利，於發行可轉換公司債之後，增加融券，再拉高股價，嗣則執行換股賺取價差，行為人於炒股獲利外，更得藉可轉換公司債上

開操作以放大其獲利。上開公司債之利得之擴大，乃以發行可轉換公司債前壓低股價，發行後股價揚升，其間之價差越大，獲利越鉅。查信音公司於 95 年間第一次發行國內可轉換公司債，於民國 95 年 8 月 22 日董事會決議發行、9 月 14 日公告公司債內容，其發行條件略以：(1)發行總額：發行總額 5 億元，每張面額為 10 萬元，依票面額十足發行，以無實體方式發行。(2)發行期間：發行期間 5 年，自民國 95 年 10 月 25 日發行，至民國 100 年 10 月 24 日到期。(3)轉換期間：債權人得於上開可轉換公司債發行之日起滿 1 個月之次日（民國 95 年 11 月 25 日），至到期日前 10 日（民國 100 年 10 月 14 日）止，除依法暫停過戶期間及自本公司向櫃買中心洽辦無償配股停止過戶除權公告日、現金股息停止過戶除息公告日或現金增資認股停止過戶除權公告日前 3 個營業日起，至權利分派基準日止之期間外，得隨時向本公司請求依規定將所持有之轉換公司債轉換為本公司新發行之普通股。(4)轉換價格：以民國 95 年 10 月 17 日為訂價基準日，依此計算發行時之轉換價格為 44.5 元。(5)帳務認列方式：債券持有人行使轉換權利時，將負債組成要素之帳面價值轉銷作為普通股股本入帳基礎，轉銷金額超過普通股股本面額部分，則列為資本公積，有公開說明書可按（本院卷外放證物袋）。惟吳德賢、徐桂森、林宗堯高買、低賣之時期，則落於民國 95 年 7 月 27 日至 96 年 1 月 3 日之區間。倘甘信男確與被告吳德賢、徐桂森、林宗堯間有高買、低賣炒作信音公司股票之犯意，應先發行信音公司可轉換公司債以後，再為炒作，以放大獲利，當不至於先行投入資金炒作，反而抵銷發行可轉換公司債所可獲得之上揭利差；或藉信音公

司題材前景，提早於低價時發行可轉換公司債，易放大獲利。況共同正犯均否認犯行，亦未為不利甘信男之指述，且依卷內客觀事證，尚不能謂已有充分證據可以支持公訴人前引論證，仍有合理懷疑之存立空間，應為有利甘信男之認定。

肆、小結：

就本案確定判決認定之內容，法官採取綜合分析法之方式進行說明、被告無異常下單情形或證據資料顯示有拉高、壓低股價之意圖而為無罪認定之結論值得肯定之理由，業已詳細說明如第八節恩德案部分。又本案判決以為避免除權課稅、增加監察人持股比例為由而認定相關相對成交非屬異常下單情形部分，因相關股權變動經過，確實符合避免除權課稅、增加監察人持股比例之理由，且因除權課稅、增加監察人持股比例進行相對成交後，即無再次進行相對成交之行為，堪認確屬正當之理由，本文亦認同對於本案判決之上開結論。

第十四節 科風案⁴²

壹、背景說明：

一、事實概要及法院判決經過：

鄒興華、練成瑜、史金生、陳平及陳美珊明知於集中市場買賣股票時不得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低價賣出之行為，竟基於共同之犯意聯絡，利用公小穎、王美舫、周秋芳、周愛貞、游文彬、余金霞、余美蕙、陳美貞、岳朝俊等

⁴² 最高法院 107 年度臺上字第 273 號刑事判決、臺灣高等法院 105 年度金上重訴字第 3 號刑事判決。

人證券帳戶，透過被告陳美珊及不知情之營業員鄭斯聰等人，連續以高價買入在證券交易所上市之科風公司股票，意圖抬高該公司股價。而上揭之運作，係由被告練成瑜主控，負責有關協調、調度事宜，被告史金生、陳平負責所需款項運作決策之事宜，至於操作，則分別委由被告鄒興華、陳美珊進行操盤。被告練成瑜、鄒興華、陳美珊、史金生及陳平乃根據市場交易情形，決定買賣科風公司股票之價與量，再按既定之時間、價格，分別下單買進、賣出或相對買賣科風公司股票，藉此分散買賣、分散買氣之方式，規避證期局查核及市場投資人注意，製造科風公司股票交易熱絡之假象，並以將該股票之價格限制於不跌破 50 元為原則，見科風公司之股價有下跌時，則意圖影響市場之行情，拉抬科風公司股票之交易價格，以前揭人頭戶之名義，在各證券商處，連續以高價買入或低價賣出，而影響科風公司股票之市場交易秩序。而於民國 94 年 11 月 14 日、15 日、16 日、17 日、28 日、12 月 21 日、28 日、30 日、95 年 1 月 3 日、11 日、13 日、17 日、18 日、23 日、24 日、25 日、2 月 3 日、6 日、14 日、15 日、17 日、21 日、3 月 1 日、3 日、13 日、15 日、16 日、23 日、28 日、29 日、31 日、4 月 3 日、6 日、7 日、10 日、11 日、12 日共計 37 日，買進或賣出科風公司股票數量占當日該股票市場成交總量之比例達 20% 至 46% 之間，意圖以大量買進之方式影響股價，又當中華民國 94 年 11 月 18 日、12 月 12 日、13 日、29 日、95 年 1 月 25 日、2 月 3 日、3 月 10 日、15 日、17 日、28 日、31 日等 11 個營業日其連續以高價買入科風公司股票，已抬高並直接影響該股票於之股價（細節見起訴書）；又於民國 94 年 12 月 28 日、95 年 1 月 3 日、13 日、25 日、2 月 14 日、15 日、3 月 13 日、28

日、29日、31日、4月3日、7日、10日、12日等14天，使用前揭人頭帳戶，以委買價格高於或等於委賣價格、既委託買進又委託賣出之委託方式，亦即買進委託所相對成交之賣出委託，係該人頭戶群組之某一人頭戶或群組之其他人頭戶，此種相對成交情形，用以製造交易活絡假象，於各該日買進、賣出科風股票數量占當日該股票市場成交總量之比例高達20%至46%之間，且彼此間相對成交數量占該股票當日總成交量之比例亦高達7%至32%之間。

鄒興華、練成瑜、史金生、陳平、陳美珊被訴共同操縱科風公司股票股價，鄒興華經臺灣臺北法院以96年度重訴字第92號、臺灣高等法院105年度金上重訴字第3號刑事判決認定有罪，經最高法院107年度臺上字第273號刑事判決廢棄原審判決而發回更審，再經臺灣高等法院以107年度金上重更一字第13號廢棄原審判決而改判無罪，經檢察官上訴，現仍繫屬最高法院，尚未確定；另練成瑜、史金生、陳平、陳美珊經臺灣臺北法院以96年度重訴字第92號、臺灣高等法院105年度金上重訴字第3號刑事判決認定無罪確定，故本件將以臺灣高等法院105年度金上重訴字第3號認定無罪確定之內容為分析標的。

二、被告答辯要旨：

(一) 練成瑜：

伊有買科風公司股票，但是因為請陳平墊款所以使用陳平之證券帳戶，伊也有自有資金，陳平是借款給伊，並非與伊合資買賣股票，鄒興華曾向陳平轉告伊所為之下單指示，但鄒興華、史金生不會幫伊下單。

(二) 史金生：

伊有買賣科風公司股票，係因市場利多之訊息，且為個人投資判斷，與練成瑜無關。

(三) 陳平：

伊相關帳戶中科風公司股票都是練成瑜買的，史金生曾向伊借款 500 萬元，隔天就還，史金生並未向伊借款買科風公司股票，伊不認識陳美珊。

(四) 陳美珊：

鄒興華有透過伊買賣股票，但所有交易細節都是鄒興華決定，伊只有幫忙找證券帳戶、資金，伊幫鄒興華買的股票資金與練成瑜無關，史金生亦不是伊客戶，與史金生之間無資金往來，亦未借用帳戶，不認識陳平，在為鄒興華買賣股票期間，並未與陳平有何接觸。

貳、法院在此案認定被告不具連續交易主觀意圖要件之依據，經本文整理歸納如下：

一、陳美珊部分，確定判決主要係認定被告陳美珊並未參與被告鄒興華操縱、相對成交之犯意聯絡及行為分擔，未就不具連續交易主觀意圖要件加以指明。

二、練成瑜、史金生、陳平部分：

(一) 本件無法認定被告練成瑜、史金生、陳平有與被告鄒興華間有操縱股價之犯意聯絡及行為分擔：

1. 二群組之相關控制帳戶之下單模式不同。
2. 被告練成瑜、史金生、陳平、鄒興華之陳述，彼此間並無共同操縱科風公司股價之聯絡。
3. 監聽譯文中並無相關操縱股價協議之內容。

(二) 無異常下單情形：

相關控制帳戶於民國 94 年 11 月 14 日起至 95 年 4 月 12 日共計 102 個營業日分析期間，被告練成瑜群組帳戶之相對成交係於科風股票除權交易日前所進行，僅發生一次 60 張；被告史金生群組帳戶之相對成交共計 2 筆、22 張，比重甚低，不致誤導行情。

(三) 無連續交易影響股價之情形：

1. 被告練成瑜群組帳戶於分析期間內有買進紀錄之日期為民國 94 年 11 月 3 日、4 日、7 日、8 日、22 日、95 年 1 月 4 日等 6 日，賣出紀錄為 94 年 11 月 22 日、95 年 1 月 5 日、9 日、2 月 16 日、17 日、20 日、3 月 3 日、9 日、10 日、4 月 21 日等 10 日，因交易頻率不高，不認有連續交易影響股價之情形。
2. 史金生群組帳戶，雖可見於民國 94 年 10 月 17 日起有頻繁交易之情形，惟因其並無大量且持續相對成交之情形，且於 95 年 1 月 4 日後即無大量買進之情形且持續出售持股。

參、法院認定被告不具連續交易意圖之詳細內容：

一、練成瑜、史金生、陳平：

依據買賣股票之價量資料，練成瑜群組帳戶、史金生群組帳戶與鄒興華群組帳戶之交易模式不同（被告鄒興華群組委買成交之 52,446 仟股中，以高價委託買進之 40,445 仟股之比重最高，占總買入股數 77.12 %，占總高價委買股數 67.43 %，可知鄒興華群組帳戶買進模式主要為高價委託快速買進股票，此種買進模式於買進數量小時自有逐步墊高股價之效果，而低價委買之 52,539 仟股中，以委買減單之 34,187 仟股比重最高，占總委買量

65.07%，低價委託買本需股價下跌方可能成交，若股價未下跌亦不需特地取消委託，可因時間優先待股價下跌時取得優先成交順位，然依被告鄒興華群組之低價委託買單有近三分之二取消，是其群組並不著重以較低價格買進股票，及有避免於股價下跌時買進股票之傾向；然相較之下，練成瑜群組買進 3,210 仟股中，以高價委託買進之 1,433 仟股之比重最高，占總買入股數 44.64%，惟低價委託買成交之 1,117 仟股亦占總買進股數 34.8%，可知練成瑜群組並非強調高價委託買快速取得股票，其買進科風股票之交易模式與鄒興華群組有顯著差異；再者，練成瑜群組帳戶於分析期間內有買進紀錄之日期為民國 94 年 11 月 3 日、4 日、7 日、8 日、22 日、95 年 1 月 4 日等 6 日，賣出紀錄為 94 年 11 月 22 日、95 年 1 月 5 日、9 日、2 月 16 日、17 日、20 日、3 月 3 日、9 日、10 日、4 月 21 日等 10 日，因交易頻率不高，不認有連續交易影響股價之情形，至史金生群組帳戶，雖可見於民國 94 年 10 月 17 日起有頻繁交易之情形，惟因其並無大量且持續相對成交之情形，且於民國 95 年 1 月 4 日後即無大量買進之情形且持續出售持股，與鄒興華群組頻繁買賣至 5 月中旬之情形大不相同，再被告史金生群組帳戶自民國 94 年 10 月 17 日至 95 年 4 月 21 日期間合計買進科風公司股票 2,576,200 股、賣出 2,765,600 股，分別占該期間內科風公司總交易量 365,333,234 股 0.71% 及 0.75%，該交易比重亦難認有影響市場交易秩序之虞），再依據練成瑜、史金生、陳平、鄒興華之陳述，彼此間並無共同操縱科風公司股價之聯絡，監聽譯文中之內容僅有欲共同將持有科風公司股票轉售立委林明義之討論，並無上開當事人間有共同操縱股價之聯絡之內容，應認彼此間並非同一群組，另練成瑜群組帳戶之相對成交

係於科風股票除權交易日前所進行，僅發生一次 60 張，史金生群組帳戶之相對成交共計 2 筆、22 張，比重甚低，不致誤導行情，無法認定練成瑜、史金生、陳平有參與操縱科風股票及相對成交之犯行及犯意。

二、陳美珊：

鄒興華被認定操縱所使用之證券帳戶（9 個），除其中 1 個為鄒興華自行使用，其他均為陳美珊找金主及下單，實際下單時機均為鄒興華決定，陳美珊並無決定權，陳美珊僅取得營業員之薪資、佣金，並未因鄒興華之操縱行為獲取利益，監聽譯文亦無可證明陳美珊參與操縱、相對成交之犯意聯絡，無法認定陳美珊為共犯。

肆、小結：

就本案確定判決認定之內容，法官採取綜合分析法之方式進行說明、被告無異常下單情形或證據資料顯示有拉高、壓低股價之意圖而為無罪認定之結論值得肯定之理由，業已詳細說明如第八節恩德案部分。又本案判決以相對成交之次數極少、量極少為由而認定相關相對成交非屬異常下單情形部分，因本案相關相對成交之次數及數量確實僅分別為 2 次、1 次、60 張、2 張、22 張，次數、張數確實極少，對於市場、價格、其他投資人之影響幅度甚小，是本文亦認同本案判決之上開結論。不過，本文認為本案判決以業務員陳美珊僅係經手部分下單、未決定下單時機而認定陳美珊非屬共犯之結論，值得商榷，因依案例事實所示，陳美珊負責代為下單之帳戶已占鄒興華使用帳戶之大部分，且陳美珊為熟稔股市交易行情之接單營業員，對於其經手之下單固無決定權，

但對於其代為喊單所生之影響及效果應有認知之可能，是其所為是否毫無可罰性，尚有待斟酌。

第十五節 康聯案⁴³

壹、背景說明：

一、事實概要及法院判決經過：

鍾瑋驛係股市專業作手；李欣係股票上市交易之康聯控股有限公司（下稱康聯公司）之實際負責人，擔任董事兼總經理，亦兼任執行長及發言人；黃麗蓉係李欣之配偶，負責管理李欣及其本人名下金融帳戶之資金；鄭清棋（綽號：小寶）係康聯公司之投資長；王子元為鍾瑋驛僱用之司機，並應鍾瑋驛指示下單買賣股票及協助鍾瑋驛與金主對帳、存提匯款、彙整成交報表及交付股票買賣明細等事宜；黃川睿係與鍾瑋驛合作，以自有資金配合鍾瑋驛指令下單並約定獲利均分，以遂行鍾瑋驛炒作股票目的之友人。

因於民國 100 年 10 月 5 日，康聯公司掛牌上市首日，股票即跌破每股承銷價 87 元，以 65.5 元作收，後連續 2 日跌價至每股僅剩 62.5 元，李欣因而遭受來自投資人之巨大壓力，又為免自家公司股價繼續下跌，造成公司市值縮水，便指示鄭清棋尋求市場投資人進場買賣康聯公司股票，避免因恐慌性賣壓而使股價再度重挫，進而穩定康聯公司股價。而股市作手鍾瑋驛於康聯公司初次發行股票（IPO）時，即以每股（含手續費）89 至 90 元價格，透過金主曾建浩提供之人頭戶圈購 3、400 仟股，因股票上

⁴³ 最高法院 107 年度臺上字第 509 號刑事判決、臺灣臺北地方法院 104 年度金訴字第 29 號刑事判決。

市股價大跌遭受損失心有不甘，遂積極透過承銷券商與康聯公司
公司派聯繫，希冀公司派能設法「穩定操作」股價。嗣鄭清棋及
鍾瑋驛經共同券商友人鄭雅文介紹認識，鄭清棋委請鍾瑋驛負責
將康聯公司股價操作並維持於圈購價格 87 元，鍾瑋驛表達於公
司派大股東出資供其買賣、操縱股價之情況下，願意進場操盤，
清棋轉告李欣上情，李欣即指示鄭清棋偕同黃麗蓉於民國 100 年
10 月 5 日至同年月 10 日之間某日，與鍾瑋驛相約於臺北市大安
區敦化南路之香格里拉臺北遠東國際大飯店（下稱遠企飯店）洽
談合作事宜，雙方協議由康聯公司公司派挹注大部分資金，買進
康聯公司股票約 2、3000 張，再由鍾瑋驛負責進場拉抬股價，預
計操作時間約 3 個月，其餘不足之投資款，由鍾瑋驛自行籌措，
末由鍾瑋驛尋覓投信或法人承接退場，鍾瑋驛可從中賺取股票對
作之價差及券商之退佣等，並將操縱目標價訂在 100 元，以彌平
圈購股票損失，進而牟取價差暴利。鄭清棋、黃麗蓉轉知李欣上
開協議，李欣表示同意，又因李欣身為康聯公司實際負責人及執
行長，為免與股市作手鍾瑋驛直接接觸，令外界察覺其操縱股價
之舉，故於操縱股價期間，全權委由黃麗蓉、鄭清棋出面與鍾瑋
驛洽商，並指示黃麗蓉擔任對帳及依鍾瑋驛指示注資之責，鄭清
棋則應負責黃麗蓉與鍾瑋驛間之聯繫，另應報告拉抬股價進度；
鍾瑋驛又委請王子元提供金融及證券帳戶供其於操縱股價期間
使用，且協助其下單、彙整及轉交成交報表等；另又委請黃川睿
使用其自有資金或鍾瑋驛交付之資金，以黃川睿所使用、掌控之
證券帳戶，依鍾瑋驛指示買賣康聯公司股票，以利鍾瑋驛操縱股
價，並約定獲利均分。是以，鍾瑋驛、李欣、黃麗蓉、鄭清棋、
王子元及黃川睿等人，明知康聯公司股票係在公開交易市場交易

之上市有價證券，對該公司股票不得有「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」、「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」之非法操縱股價行為，然其等為防止康聯公司股價繼續下跌，並拉抬股價維護投資人信心，鍾瑋驛、黃川睿、王子元另為以操縱股價方式獲取不當利益，竟共同基於高買、低賣及製造康聯公司證券交易活絡表象之犯意聯絡，自民國 100 年 10 月 11 日起至 101 年 3 月 14 日止之間計 105 個營業日（下稱分析期間），合謀不法操縱康聯公司股價，總計李欣、黃麗蓉、鄭清棋等公司派與鍾瑋驛、黃川睿、王子元等市場派間，於分析期間，共計使用 49 名親友名下合計 81 個證券帳戶（詳見判決附表 2），先後買進康聯公司股票 36,726 仟股、賣出 36,006 仟股（詳附表 1「集團買進股數」、「集團賣出股數」之「合計」欄），分占該股票同期間總成交量 54,970 仟股之 66.81 %、65.50 %，除 100 年 10 月 11 外，其餘 104 個營業日成交買進或賣出數量均占該檔股票各該日市場成交量 20% 以上（詳判決附表 1「集團買進占當日成交量%」、「集團賣出占當日成交量%」欄），另又意圖抬高、壓低康聯公司於集中交易市場之交易價格，連續於民國 100 年 10 月 17、18、20、21、24、26 日；100 年 11 月 2、8、9、10、14、15、16、18、22、24、28、29、30 日；100 年 12 月 5、6、7、9、12、14、16、20、21、23、29、30 日；101 年 1 月 9、11、17、18、31 日；101 年 2 月 1、2、3、4、6、7、8、9、13、14、16、23 日；101 年 3 月 6 日等 49 個營業日（即判決附表 3：被告集團影響康聯公司股價分析表之「日

期」欄之各日)，計 60 次以高（低）價委託買進（賣出）康聯公司股票，致影響該檔股票開盤成交價上漲 3 檔至 13 檔共 3 次、下跌 3 至 26 檔共 26 次（該 29 次委託之成交數量，占該盤市場成交量比率，介於 63.30 %至 100 %之間）；影響盤中成交價上漲 6 檔至 37 檔共 12 次、下跌 7 至 14 檔共 9 次（該 21 次委託之成交數量，占同時段該檔股票市場成交量比率，介於 92.72 %至 100 %之間）；影響收盤成交價上漲 3 檔至 9 檔共 10 次（該 10 次委託之成交數量，占該盤股票市場成交量比率，介於 89.28 %至 100 %之間）（詳判決附表 3：被告集團影響康聯公司股價分析表「成交情形」之「占同時段市場成交」、「影響情形」之「成交價影響檔數」、「影響時段」欄所示），期間亦逢高賣出部分持股影響股價向下，除籌措繼續炒股資金，並藉此誘使不知情投資人拋售持股，渠等再趁機買進，減少市場流動籌碼（即洗盤）；另又意圖造成康聯公司於集中交易市場交易活絡之假象，計有民國 100 年 10 月 11 日等 97 個營業日（詳見判決附表 4：被告集團相對成交明細彙總表之「成交日期」欄所示各日期），鍾瑋驛等違反一般理性投資人低買高賣、賺取利差並節省交易成本之習慣，利用前開金主提供之人頭帳戶、外圍友人之同一或不同帳戶，以彼此間委買價格等於委賣價格，既委託買進又委託賣出之方式反覆操作，總計相對成交 25,043 仟股（詳判決附表 4 相對成交總合計部分），占分析期間該股票總成交量之 45.55%（=25,043/54,970），該相對成交數量又分占其等分析期間買進、賣出總數量之 68.18 %（=25,043/36,726）及 69.55 %（=25,043/36,006），製造該股交易活絡之市場表象，吸引不知情的投資人進場追價追量，致使康聯公司股票日成交量從期初民國 100 年 10 月 11 日之 728 仟

股，增至期末民國 101 年 3 月 14 日之 1,044 仟股，最高達 1,753 仟股，並使股票收盤價，由期初每股 69.7 元，上漲至期末每股 100 元，漲幅達 43.47%，明顯異於同類股(生技醫療類)漲幅 19.30%、大盤漲幅 9.81% 之走勢，使康聯公司股票個股漲跌幅與各該日同類股及大盤漲跌幅明顯悖離，已嚴重破壞股票市場交易秩序，扭曲市場自由交易價格機能、損害投資大眾權益。

鍾瑋驛、李欣、黃麗蓉、鄭清棋、王子元被訴共同操縱康聯公司股價，李欣、黃麗蓉、鄭清棋、王子元經臺灣臺北地方法院 104 年度金訴字第 29 號刑事判決判處有罪確定；鍾瑋驛經臺灣臺北地方法院 104 年度金訴字第 29 號、臺灣高等法院 106 年度金上訴字第 1 號判決有罪，經最高法院 107 年度臺上字第 509 號刑事判決廢棄原審判決發回二審，現尚未確定，故本件將以臺灣臺北地方法院 104 年度金訴字第 29 號認定李欣、黃麗蓉、鄭清棋、王子元有罪確定之內容為分析標的。

二、被告答辯要旨：

李欣、黃麗蓉、鄭清棋、王子元均分別承認犯罪及自白犯罪事實，僅鍾瑋驛否認犯罪。

貳、法院在此案認定被告具連續交易主觀意圖要件之依據，經本文整理歸納如下：

- 一、被告李欣、黃麗蓉、鄭清棋、王子元認罪且自白。
- 二、被告間有維持股價在圈購價格範圍之協議。
- 三、交易量大：

相關控制帳戶在民國 100 年 10 月 11 日起至 101 年 3 月 14 日止之間計 105 個營業日，先後買進康聯公司股票 36,726 仟股、

賣出 36,006 仟股，分占該股票同期間總成交量 54,970 仟股之 66.81 %、65.50 %，除 100 年 10 月 11 日外，其餘 104 個營業日成交買進或賣出數量均占該檔股票各該日市場成交量 20% 以上。

四、高比例日數有連續高價買進、低價賣出之情形：

相關控制帳戶在認定連續交易期間之 105 個營業日，有 49 個營業日計 60 次有連續以高價委託買進或低價委託賣出該股票，致影響股價上漲 3 檔至 13 檔共 3 次、下跌 3 至 26 檔共 26 次（該 29 次委託之成交數量，占該盤市場成交量比率，介於 63.30 % 至 100 % 之間）；影響盤中成交價上漲 6 檔至 37 檔共 12 次、下跌 7 至 14 檔共 9 次（該 21 次委託之成交數量，占同時段該檔股票市場成交量比率，介於 92.72 % 至 100 % 之間）；影響收盤成交價上漲 3 檔至 9 檔共 10 次（該 10 次委託之成交數量，占該盤股票市場成交量比率，介於 89.28 % 至 100 % 之間）致成交價上漲且對成交價有明顯影響，並占各該時段市場交易量之 63.3% 至 100%。

五、個股漲幅明顯異於同類股、大盤：

股票收盤價，由期初每股 69.7 元，上漲至期末每股 100 元，漲幅達 43.47%，明顯異於同類股（生技醫療類）漲幅 19.30%、大盤漲幅 9.81% 之走勢，使個股漲跌幅與各該日同類股及大盤漲跌幅明顯悖離。

六、異常下單情形：

- （一）期間逢高賣出部分持股影響股價向下，除籌措繼續炒股資金，並藉此誘使不知情投資人拋售持股，渠等再趁機買進，減少市場流動籌碼（即洗盤）。

- (二) 相關控制帳戶在認定連續交易期間之 105 個營業日，有 97 個營業日進行相對成交，總計相對成交 25,043 仟股，占認定連續交易期間總成交量之 45.55 %，該相對成交數量又分占其自身買進、賣出總數量之 68.18 % 及 69.55 %。
- (三) 相關控制帳戶之下單情形可見先以一個不能立即成交之高價先行掛出委賣單後，再以相同價位掛出委買單之方式，以「虛賣虛買」之相對成交方式將股價墊高之情形，其等利用「虛掛」「跳檔」之高價賣單，在掛同價位買單吃掉賣單之方式，達到迅速墊高股價之結果。

參、法院認定被告具連續交易意圖之詳細內容：

一、法院認定被告間具維持股價協議之理由：

依據李欣、黃麗蓉、鄭清棋、王子元、鍾瑋驛、黃川睿之證言，足認本件各人操縱股票之動機，確係因康聯公司上市後，股價跌幅甚深，李欣基於負責人身分，因有來自投資人之壓力，遂由投資長鄭清棋找尋投資人進場穩定股價，嗣與鍾瑋驛接觸後，同意由公司派出資讓鍾瑋驛操作，將康聯公司股價維持在圈購價格，總計鍾瑋驛收受公司派之資金共 8 千多萬；操縱期間由黃麗蓉負責金流及提供人頭帳戶，鄭清棋負責聯繫亦提供人頭帳戶，聽從鍾瑋驛指示下單買賣股票，其餘由被告鍾瑋驛找尋三種金主墊款、提供人頭帳戶，或要求友人以自有資金依其指示之時間、價量買賣，鍾瑋驛另再委請黃川睿與其配合買賣，又再託由王子元提供人頭帳戶，或於個人辦公室依照其之指示於各人頭帳戶間下單、存、匯款，另匯整成交報表供鍾瑋驛核對。故鍾瑋驛、李欣、黃麗蓉、鄭清棋、王子元及黃川睿等人，均明知將康聯公司之股價

維持在圈購價格範圍，係以人為操縱方式為之，扭曲證券交易之價格與數量，而非依循證券交易市場自由機能。鍾瑋驛縱不知悉黃麗蓉之真實身分，抑或對於鄭清棋於案發時已擔任康聯公司投資長一職，均無礙於其知悉所收受之資金來自於公司派，且收受資金之目的係欲用以操縱康聯公司股價，將之上漲並維持在圈購價格範圍之事實。

二、法院認定被告控制帳戶範圍之理由：

另依據各帳戶名義人、丙種墊款金主、丙種墊款金主所用帳戶之營業員、受鍾瑋驛請託一起入場買賣股票外圍友人之證言，足徵被告鍾瑋驛與李欣、黃麗蓉、鄭清棋達成操縱康聯公司股價、護盤之協議後，李欣、黃麗蓉及鄭清棋為利鍾瑋驛操作，亦提供相關證券帳戶，依鍾瑋驛指示之價量下單買賣康聯公司股票；鍾瑋驛又向丙種金主墊款，於金主所提供之證券帳戶內，委由金主或自行指示經金主授權之業務員，依其指示之價量下單；另又邀同外圍友人以自有資金依其指示價量下單，並回報成交狀況，以掌控籌碼，並利操作，總計被告鍾瑋驛於本案掌控之證券帳戶達 81 戶。

三、法院由卷內證據資料認定被告連續交易具主觀意圖要件之說明：

扣案鍾瑋驛所有之電腦內之鍾瑋驛與黃麗蓉、鄭清棋、黃川睿、王子元等人之 SKYPE 之通訊內容，足證鍾瑋驛明知其收受來自康聯公司之公司派、主事者所支付之資金，用以操縱股價，此並不因鍾瑋驛不知黃麗蓉之真實身分或未曾與李欣見面而有不同。而鍾瑋驛收受公司派支付資金之目的，係欲將康聯公司股價向上拉抬，並要求黃麗蓉、鄭清棋依其指示匯款、下單，亦說明其操盤重點；同時鍾瑋驛亦委請黃川睿、劉三寶進場共同操作，更

指揮王子元依其指令下單。且於鍾瑋驛操作過程中，亦有以他人名義連續高買、低賣康聯公司股票，意圖抬高、壓低康聯公司股票在集中交易市場之交易價格，亦有意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象，而以他人名義連續委託買賣或申報買賣而相對成交之行為。

四、法院由客觀價量資料認定被告連續交易具主觀意圖要件之說明：

依據客觀之相關帳戶價量資料，李欣、黃麗蓉、鄭清棋等公司派與鍾瑋驛、黃川睿、王子元等市場派間，於分析期間，共計使用 49 名親友名下合計 81 個證券帳戶，先後買進康聯公司股票 36,726 仟股、賣出 36,006 仟股，分占該股票同期間總成交量 54,970 仟股之 66.81 %、65.50 %，除民國 100 年 10 月 11 日外，其餘 104 個營業日成交買進或賣出數量均占該檔股票各該日市場成交量 20 % 以上，另鍾瑋驛之操作手法，係意圖抬高、壓低康聯公司於集中交易市場之交易價格，連續於民國 100 年 10 月 17、18、20、21、24、26 日；100 年 11 月 2、8、9、10、14、15、16、18、22、24、28、29、30 日；100 年 12 月 5、6、7、9、12、14、16、20、21、23、29、30 日；101 年 1 月 9、11、17、18、31 日；101 年 2 月 1、2、3、4、6、7、8、9、13、14、16、23 日；101 年 3 月 6 日等 49 個營業日，計 60 次以高（低）價委託買進（賣出）康聯公司股票，致影響該檔股票開盤成交價上漲 3 檔至 13 檔共 3 次、下跌 3 至 26 檔共 26 次（該 29 次委託之成交數量，占該盤市場成交量比率，介於 63.30 % 至 100 % 之間）；影響盤中成交價上漲 6 檔至 37 檔共 12 次、下跌 7 至 14 檔共 9 次（該 21 次委託之成交數量，占同時段該檔股票市場成交量比率，介於 92.72 % 至 100 % 之間）；影響收盤成交價上漲 3 檔至 9 檔共 10

次(該 10 次委託之成交數量，占該盤股票市場成交量比率，介於 89.28 %至 100 %之間)，期間亦逢高賣出部分持股影響股價向下，除籌措繼續炒股資金，並藉此誘使不知情投資人拋售持股，渠等再趁機買進，減少市場流動籌碼(即洗盤)；另又意圖造成康聯公司於集中交易市場交易活絡之假象，計有民國 100 年 10 月 11 日等 97 個營業日，鍾瑋驛等違反一般理性投資人低買高賣、賺取利差並節省交易成本之習慣，利用前開金主提供之人頭帳戶、外圍友人之同一或不同帳戶，以彼此間委買價格等於委賣價格，既委託買進又委託賣出之方式反覆操作，總計相對成交 25,043 仟股，占分析期間該股票總成交量之 45.55 %，該相對成交數量又分占其等分析期間買進、賣出總數量之 68.18 % (=25,043/36,726) 及 69.55 % (=25,043/36,006)，製造該股交易活絡之市場表象，吸引不知情的投資人進場追價追量，致使康聯公司股票日成交量從期初民國 100 年 10 月 11 日之 728 仟股，增至期末民國 101 年 3 月 14 日之 1,044 仟股，最高達 1,753 仟股，並使股票收盤價，由期初每股 69.7 元，上漲至期末每股 100 元，漲幅達 43.47%，明顯異於同類股(生技醫療類)漲幅 19.30%、大盤漲幅 9.81% 之走勢，使康聯公司股票個股漲跌幅與各該日同類股及大盤漲跌幅明顯悖離，已嚴重破壞股票市場交易秩序，扭曲市場自由交易價格機能、損害投資大眾權益。

五、法院認定被告具異常下單情形而佐證具連續交易主觀意圖要件之說明：

至於鍾瑋驛主張股票價格「跳檔」之情形乃正常市場交易機制撮合產生部分，但上開股價跳檔係鍾瑋驛下單以「連續」且「高價」之委託態樣買進、或以「連續」且「低價」之委託態樣賣出，

致而造成股價受到人為操縱而異於市場供需而形成，已如前述。另交易人於委託買進時，因無法知悉其他交易人同時參與市場之情形，僅能依揭示價量資訊（五檔價量）判斷委託價格，故在不考慮其他交易人新增減之委託買賣交易前提下，交易人在依五檔價量判斷下，確定可以買進一張之委買價最高為漲停價，最低為委賣五檔最低價（即「最佳賣價」，以下均稱最佳賣價），惟不論係以漲停價或最佳賣價委買，成交價均為接近當市最近一次成交價格

【按集合競價成交價格之決定原則：(1)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。(2)決定價格之買進申報與賣出申報至少一方須全部滿足。(3)合乎前二款原則之價位有二個以上時，採接近當市最近一次成交價格之價位，如當市尚無成交價格者，採接近當市開盤競價基準之價位】，亦即最佳賣價以上之委買價，對市場價格之影響均相同，所不同者為當委買的數量變大，而委託的價格越高時，在前開滿足市場最大成交量成交之原則下，有使成交價一次向上增加數檔之效果，惟分數批委託單分次以最佳委賣價以上（含最佳委賣價）之各檔價位逐檔買進，亦能對市場價格之影響有相同之結果，且逐檔分次買進因不需一次成交在最高價位，更為節省成本【舉例說明如下，假設最佳五檔委賣價量分別為 10 元 1 張、10.05 元 1 張、10.10 元 1 張、10.15 元 1 張、10.20 元 1 張，若有一交易人直接以 10 元或 10.20 元，甚至直接以漲停價委託買進一張，在不考慮其他交易人新增減之委託買賣交易前提下，成交價格均為 10 元，不因委託之價格係賣出五檔最佳揭示價以上之哪個價位而受影響；而當該交易人委託之數量變為 5 張時，全部一次以 10.20 元委託買進，其成交情形將全部成交在 10.20 元 5 張，而若該交

易人改分批以 10 元、10.05 元、10.10 元、10.15 元、10.20 元依序委託 1 張買進，其成交情形將成交在 10 元、10.05 元、10.10 元、10.15 元、10.20 元各 1 張，前者總進成本為 51 元(=10.20*5)，後者之總買進成本則為 50.5 元(=10+10.05+10.10+ 10.15+10.20)】，換言之，以最佳賣價以上(包含最佳賣價)之價格委買，即有推升成交價之效果，反之，以最佳買價(即委買五檔最高價，下稱最佳買價)以下(包含最佳買價)之價格委賣，即有壓低成交價之效果，是故縱然鍾瑋驛係以五檔揭示價買賣內委託買賣，亦能達成抬高股價或壓低股價之目的，其理自明，況且，由附表 3 之價格影響表中，可見被告鍾瑋驛利用連續高價下單買進逐檔墊高成交價或者利用連續低價賣出逐檔壓低成交價之情形甚為頻繁，造成股價之上沖下洗，顯然已有影響市場之虞，使市場供需之自然形成受到人為干擾，無法反映股市之真實合理價格。更甚者，由鍾瑋驛高價買進拉升股價過程中，甚至可見鍾瑋驛先以一個不能立即成交之高價先行掛出委賣單後，再以相同價位掛出委買單之方式，以「虛賣虛買」之相對成交方式將股價墊高之情形，其等利用「虛掛」「跳檔」之高價賣單，在掛同價位買單吃掉賣單之方式，達到迅速墊高股價之結果，更證鍾瑋驛是有目的有計畫的誘使或誤導他人對於股市價格之判斷，其操縱股價之意圖甚明。綜上，鍾瑋驛主張其均係以五檔揭示範圍內買賣、跳檔乃市場自然形成，其絕無操縱股價等語，並不可採。

肆、小結：

就本案確定判決認定之內容，法官採取綜合分析法之方式進行說明、以被告具相對成交之異常下單情形、個股漲幅背離同類

股及大盤指數佐證被告具拉高股價意圖之結論值得肯定之理由，及被告連續交易如何使成交價上漲幾檔、連續交易成交量占該時段成交量之比例部分，本文認為本案判決予以列出並引之為連續交易主觀意圖之認定依據有值得商榷之處之理由，業已詳細說明如第一節臺開案、第二節臺鳳案、第三節天剛案、第七節金雨案部分。再本案較為特殊之情況為除單一被告否認犯罪外，其餘公司派與上開被告達成維持股價協議之數位被告均認罪，且有彼此間討論之通訊軟體內容浮現，如同第八節恩德案之被告與下單營業員於案發時電話聯絡下單之錄音資料一般，其餘被告之認罪及通訊軟體之內容，對於法官有罪心證之形成有極大之影響力。

第十六節 旭軟案⁴⁴

壹、背景說明：

一、事實概要及法院判決經過：

陳明福被訴自民國 99 年 8 月 11 日起至同年 9 月 27 日止操縱旭軟股票股價，經臺灣臺北法院以 101 年度金訴字第 24 號、臺灣高等法院 102 年度金上訴字第 40 號、104 年度金上更（一）字第 4 號、105 年度重金上更（二）字第 4 號刑事判決認定有罪，最後經最高法院 107 年度臺上字第 4187 號刑事判決駁回上訴而確定，故本件將以臺灣高等法院 105 年度重金上更（二）字第 4 號認定有罪確定之內容為分析標的。

二、被告答辯要旨：

伊是看好旭軟公司業績獲利良好，且旭軟公司股價與嘉聯益、

⁴⁴ 最高法院 107 年度臺上字第 4187 號刑事判決、臺灣高等法院 105 年度重金上更（二）字第 4 號。

臺郡股價上漲情狀並未悖離，旭軟公司往上漲是因為產業趨勢發展向上的關係，不是因為伊炒作，伊是在法律規定範圍內進行買賣，著重投資利益，並無大幅拉高、大幅下殺情形，有參加 100 年的除權除息，也準備參與董事改選以參與公司經營，係長期投資之意，另伊係因控制融資融卷及融資期限之關係，才會用相對成交之方式讓融資維持率維持在相對高檔，且讓融資期限往後延長。

貳、法院在此案認定被告具連續交易主觀意圖要件之依據，經本文整理歸納如下：

一、交易量大：

相關控制帳戶在認定連續交易民國 99 年 8 月 11 日起至同年 9 月 27 日期間共計 33 個營業日，共買入 1 萬 5444 張、賣出 1 萬 2001 張，分占該期間市場成交總量 35.4%、27.51%，除 1 營業日買進、賣出量均少於市場總成交量 20% 外，其餘 32 日買進量或賣出量均大於市場總成交量 20%。

二、高比例日數連續高價買進：

相關控制帳戶在認定連續交易期間共計 33 個營業日，每日交易日均分別有連續於開盤前以漲停價、高於前一日收盤價、於開盤後以漲停價、高於前一盤成交價、於尾盤以漲停價、高於前一盤成交價之高價委託買入旭軟公司股票之行為，其中被告於期間每一交易日，更在尾盤均以漲停價之高價委託買入旭軟公司股票，自 99 年 8 月 11 日起至同年 9 月 27 日之連續高價委託買入量合計為 1 萬 1392 張、連續高價成交買入量合計為 1 萬 988 張，分別占期間委買總量之 17.56%、期間成交總量之 25.18%。

三、經比較被告開始買賣個股前後之個股交易量、股價，被告開始買賣後，個股之交易量、委買量、委賣量均放大，股價也有明顯之攀升，個股股價確實因被告行為而抬高。

四、異常下單情形：

(一) 證人即接單營業員證稱：被告會按前一盤外盤價（即最佳五檔賣盤部分）、量委託買入、盤中於短時間內連續逐筆以數張至數十張之方式委託買入、尾盤則會以漲停價委託買入等語，與相關控制帳戶實際下單方式相符，堪認被告係刻意以連續高價買入個股股票以拉抬股價。

(二) 相關控制帳戶在認定連續交易共 33 個營業日，除其中 6 個營業日外，其餘交易日均有相對成交之情況，共計相對成交量 7231 張，占期間市場成交總量 16.57%、占自身買入總量 46.82%、占自身賣出總量 60.25%，被告連續委託買賣而相對成交量占當日成交總量 10% 以下者，僅有 99 年 8 月 17 日、同年 8 月 24 日、同年 9 月 2 日、同年 9 月 16 日，其餘交易日則為百分之 12.09% 至 49.47% 之間，可知被告使用相關控制帳戶連續委託買賣而相對成交占各該交易日之市場交易總量非少。另被告連續委託買賣而相對成交量占當日被告自身成交買入量 10% 以下者，僅有 99 年 8 月 24 日、同年 9 月 16 日，其餘交易日則為 25.17% 至 87.69% 之間；被告連續委託買賣而相對成交量占當日被告自身成交賣出量並無低於 10% 以下之交易日，百分比則為 11.99% 至 100%，可知被告於民國 99 年 8 月 13 日起至同年 9 月 27 日間之各交易日成交買入量、成交賣出量，大部分均來自於自身使用帳戶間之相對成交所致。

(三) 相關控制帳戶在認定連續交易共 33 個營業日，每一交易日，

更在尾盤均以漲停價之高價委託買入旭軟公司股票。

五、被告所辯合理投資與事實不符：股票價格於集中交易市場、店頭市場係依供需決定價格，買單多則上漲，賣壓沉重則下跌，合理投資人若看好某種股票之未來股價，為達降低持股成本及增加獲利空間之目的，當係以不造成股價波動向上之方式悄悄以相對低價委託之方式買入該股票，但被告於 99 年 8 月 11 日開始買入個股之際，即為抬高旭軟公司股價而刻意以按前一盤外盤價（即最佳五檔賣盤部分）、量委託買入、盤中於短時間連續逐筆數張至數十張方式委託買入、尾盤以漲停價委託買入等方式連續高價買入旭軟公司股票，被告所為基於人為抬高個股股價之非法意圖而連續高價買入，甚為明確。

參、法院認定被告具連續交易意圖之詳細內容：

一、法院說明認定連續交易主觀意圖要件需考量之因素：

行為人主觀上是否具有上開意圖，應綜合行為人於買賣股票期間：(1)股票之價、量變化是否背離集中市場走勢？(2)股票之價、量變化是否背離同類股股票走勢？(3)行為人是否有以高於平均買價、接近最高買價或以漲停價委託或以拉尾盤方式買入股票？(4)行為人有無利用拉抬後之股票價格賣出系爭股票獲得鉅額利益？(5)行為人介入期間，曾否以漲停價收盤？(6)有無變態交易之情形？等客觀之事實，予以判斷之（最高法院 100 年度臺上字第 597 號判決意旨參照）。再按價格之形成，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；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，經法院整理陳明福使用上開帳戶委託買進、成交買進股票之價量資料，比較各交易日被告連續高價委託買入量與當日委買總量、被告連續高價成交買入量與當日成交總量之關係，被告連續高價委託買入量占當日委買總量 10% 以下者，僅有民國 99 年 9 月 2 日、同年 7 日、同年 23 日，其餘交易日則為 10.09% 至 51.17% 之間；被告連續高價成交買入量占當日成交總量 10% 以下者，僅有 99 年 9 月 2 日、同年 23 日，其餘交易日則為 10.97% 至 68.84% 之間，可知被告連續高價委託買入量、連續高價成交買入量均分占各該交易日之市場委買總量及成交總量比例非小，而具有強力推升旭軟公司股價之動能，並有因而影響市場價格、市場秩序之情形。

二、法院由客觀價量資料認定被告連續交易具主觀意圖要件之說明：

依據客觀價量資料，本件被告於 99 年 8 月 11 日起至 99 年 9 月 27 日使用判決附表 1 所示證券帳戶買賣旭軟公司股票，共成交買入 1 萬 5444 張（占此期間該股票成交總量 35.4%）、共成交賣出 1 萬 2001 張（占此期間該股票成交總量 27.51%），而於上開期間合計 33 日交易日內，判決附表 1 所示證券帳戶成交買賣旭軟公司股票之情況，除於 99 年 9 月 2 日之成交買入量及成交賣出量均少於當日成交總量 20% 外，其餘 32 日交易日之成交買入量或成交賣出量均達各該當日成交總量 20% 以上，且於 99 年 8 月 27 日，判決附表 1 所示證券帳戶成交買入量、成交賣出量更分別占當日成交總量之 80.84%、53.89%（上開成交買賣統計、百分比計算之細節詳判決附表 4 所示）；另於上開期間合計 33 日交易日內，判決附表 1 所示證券帳戶成交買賣旭軟公司股票之情狀，除於 99 年

8月11日、同年月12日、同年月18日、同年月19日、同年月25日及同年月31日均無連續委託買賣而相對成交之情況外，其餘27日之交易日均有連續委託買賣而相對成交之情況，自99年8月11日起至同年9月27日之相對成交量合計為7231張，占上開期間成交總量之16.57%（上開相對成交統計、百分比計算之細節詳見判決附表3之1）、占判決附表1所示證券帳戶成交買入總量之46.82%、占判決附表1所示證券帳戶成交賣出總量之60.25%；又於上開期間合計33日交易日內，判決附表1所示證券帳戶成交買賣旭軟公司股票之情狀，每一交易日均分別有連續於開盤前以漲停價、高於前一日收盤價、於開盤後以漲停價、高於前一盤成交價、於尾盤以漲停價、高於前一盤成交價之高價委託買入旭軟公司股票之行為（各交易日連續高價買入之細節詳判決附表2之2至附表2之3、4所示），其中被告於期間每一交易日，更在尾盤均以漲停價之高價委託買入旭軟公司股票，自99年8月11日起至同年9月27日之連續高價委託買入量合計為1萬1392張、連續高價成交買入量合計為1萬988張，分別占期間委買總量之17.56%、期間成交總量之25.18%⁸（前開連續高價買入量統計、百分比計算之細節詳見判決附表2之1）等情，依據前開規定及說明，被告於99年8月11日起至99年9月27日使用判決附表1所示證券帳戶委託下單買賣旭軟公司股票，確有連續高價買入及連續委託買賣而相對成交之客觀行為，造成旭軟公司股票交易活絡之表象，影響旭軟公司股價，而依被告前揭所述於開盤前以漲停價、高於前一日收盤價、於開盤後以漲停價、高於前一盤成交價、於尾盤以漲停價、高於前一盤成交價之高價委託買入旭軟公司股票之交易行為，影響旭軟公司之成交價，其主觀上顯然在

拉抬旭軟公司股票，而有影響市場價格、市場秩序之情形。

三、法院由卷內證據資料認定被告連續交易具主觀意圖要件之說明：

證人即部分陳明福使用帳戶買賣旭軟股票之營業員證稱：陳明福買旭軟時，偶爾會要求把外盤賣量全部買下來，這樣價格就會往上；另也會要求我不論價格，連續每次以 5 張至 10 張方式買進；尾盤時則會請我幫忙收 5 張至 10 張以漲停價買進，讓尾盤可以鎖住，這樣 K 線看起來比較漂亮，有上漲機會等語，再以陳明福連續高價委託買入之內容比對各交易日每盤最佳五檔揭示資料，確有證人所述按前一盤外盤價（即最佳五檔賣盤部分）、量委託買入、盤中於短時間內連續逐筆以數張至數十張之方式委託買入、尾盤則會以漲停價委託買入之情狀，堪認被告確係刻意連續高價買入旭軟公司股票以抬高旭軟公司股價。

四、法院認定被告具異常下單情形而佐證具連續交易主觀意圖要件之說明：

分析被告連續委託買賣而相對成交之交易內容，除民國 99 年 8 月 11 日、同年月 12 日、同年月 18 日、同年月 19 日、同年月 25 日、同年月 31 日未進行連續委託買賣而相對成交外，其餘交易日均有相對成交之情況。經比較各交易日陳明福使用帳戶連續委託買賣而相對成交之成交量與當日成交總量、當日陳明福使用帳戶成交買入量、賣出量，被告連續委託買賣而相對成交量占當日成交總量 10% 以下者，僅有民國 99 年 8 月 17 日、同年月 24 日、同年 9 月 2 日、同年月 16 日，其餘交易日則為 12.09% 至 49.47% 之間，可知被告使用如判決附表 1 所示證券帳戶連續委託買賣而相對成交占各該交易日之市場交易總量非少。另被告連續委託買賣而相對成交量占當日被告自身成交買入量百分之 10

以下者，僅有民國 99 年 8 月 24 日、同年 9 月 16 日，其餘交易日則為 25.17%至 87.69%之間；被告連續委託買賣而相對成交量占當日被告自身成交賣出量並無低於 10%以下之交易日，百分比則為 11.99%至 100%，可知陳明福於民國 99 年 8 月 13 日起至同年 9 月 27 日間之各交易日成交買入量、成交賣出量，大部分均來自於自身使用帳戶間之相對成交所致。再觀諸被告逐日進行連續委託買賣而相對成交之細節，發生相對成交之委託買入及委託賣出之時間、數量、價大部分均一致或接近，部分則係以漲停價委託買入而又以跌停價委託賣出，顯見被告係刻意大量連續委託買賣而相對成交甚為明確。又參以旭軟公司股票自民國 99 年 6 月 1 日起至同年 9 月 27 日之各交易日當日成交量、當日委買總量、當日委賣總量資料，於民國 99 年 6 月 1 日起至同年 8 月 10 日止（即陳明福尚未開始買賣旭軟公司股票之前），旭軟公司股票每日交易日之成交總量僅在 33 張至 547 張之間、委買總量僅在 116 張至 998 張之間、委賣總量僅在 91 張至 994 張之間。於民國 99 年 8 月 11 日起至同年 9 月 27 日止（即陳明福開始買賣旭軟公司股票期間），旭軟公司股票每交易日之成交總量，有半數交易日之交易總量低於 1 千張而於 311 張至 988 張之間，其餘半數交易日之交易總量則在 1044 張至 3633 張之間（其中每交易日之委買總量，有十日交易日之委買總量低於 1 千張而於 471 張至 986 張之間，其餘交易日之委買總量則在 1133 張至 8302 張之間；每交易日之委賣總量，有三日交易日之委賣總量低於 1 千張而於 617 張至 976 張之間，其餘交易日之委賣總量則在 1006 張至 5469 張之間），而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

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。蓋所謂相對成交，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。

五、法院由個股價格變化狀況而佐證被告具連續交易主觀意圖要件之說明：

參以旭軟公司股票自民國99年6月1日起至同年9月27日之各交易日收盤價波動狀況，於民國99年6月1日起至同年8月10日止（即被告尚未開始買入旭軟公司股票之前），旭軟公司股票收盤價除於99年6月3日至同年8月8日止達每股33元以上（上開期間收盤價於每股33點2元至每股34點2元之間），其餘各交易日收盤價則係在每股29點5元（即民國99年7月27日之收盤價）至每股32點8元（即99年6月17日、同年8月22日之收盤價）之間波動，而於民國99年8月11日起至同年9月27日止（即被告開始買入旭軟公司股票期間），旭軟公司股票收盤價則自

每股 31 點 8 元（即民國 99 年 8 月 11 日之收盤價）開始向上攀升至每股 39 點 45 元（即民國 99 年 9 月 14 日之收盤價），迄於民國 99 年 9 月 27 日之收盤價仍高達每股 38 點 8 元，旭軟公司股價確因被告自民國 99 年 8 月 11 日起開始連續高價買入及大量連續委託買賣而相對成交之行為而抬高。本案被告係意圖非法抬高旭軟公司股票之交易價格而為上開連續高價買入旭軟公司股票之行為（即按前一盤外盤價【即最佳五檔賣盤部分】、量委託買入、盤中於短時間內連續逐筆以數張至數十張之方式委託買入、尾盤則會以漲停價委託買入），影響旭軟公司之成交價，其主觀上顯然在拉抬旭軟公司股票，而有影響市場價格、市場秩序之情形，應堪認定。

六、被告所提合理投資答辯不可採之理由：

旭軟公司業績獲利良好及嘉聯益、臺郡等公司股票上漲等客觀情狀，並無法直接排除陳明福非法炒作旭軟公司股價之主觀意圖，況股票價格於集中交易市場、店頭市場係依供需決定價格，買單多則上漲，賣壓沉重則下跌，則為眾所周知之理，合理投資人若看好某種股票之未來股價，為達降低持股成本及增加獲利空間之目的，當係以不造成股價波動向上之方式悄悄以相對低價委託之方式買入該股票，亦即投資人看好之某種股票賣壓越沉重、股價下跌越多，越為合理投資人進場買入該種股票之好時機，但陳明福於民國 99 年 8 月 11 日開始買入旭軟公司股票之際，即為抬高旭軟公司股價而刻意以按前一盤外盤價（即最佳五檔賣盤部分）、量委託買入、盤中於短時間連續逐筆數張至數十張方式委託買入、尾盤以漲停價委託買入等方式連續高價買入旭軟公司股票，陳明福係基於人為抬高旭軟公司股價之非法意圖而連續高價買入

旭軟公司股票之行為，甚為明確。

肆、小結：

就本案確定判決認定之內容，法官採取綜合分析法之方式進行說明、以相對成交、拉尾盤、開盤前以漲停價墊高開盤價之異常下單情形佐證被告具拉高股價意圖之結論值得肯定之理由，業已詳細說明如第二節臺鳳案、第四節唐鋒案部分。至於被告以個股獲利良好、同類股股價上揚為由答辯其合理投資之理由，然個股獲利良好、同類股股價上揚或許僅可說明以相對高價甚至漲停價委託買進之正當理由，然被告在本案所顯現之下單卻有大量相對成交、開盤前掛漲停價墊高開盤價、拉尾盤之情形，被告所持上開事由並無法合理解釋其為何進行相對成交，亦無法合理解釋何以在開盤前或收盤前以漲停價墊高開盤價、收盤價及翌日開盤價而使其無端增加持有成本並降低獲利空間，是本文贊同本案判決不採被告上開辯解之結論。

第十七節 吉祥全球、佳必琪案⁴⁵

壹、背景說明：

一、事實概要及法院判決經過：

鄭光育、翁秋南、方翔立、余世欽、黃錦章、楊繼昌、辛美娟、曾潔慧、李藍雪紅被訴共同操縱吉祥全球、佳必琪股票股價，鄭光育、翁秋南、方翔立、余世欽及黃錦章經臺灣臺北法院以 100 年度金重訴字第 5 號、臺灣高等法院 103 年度金上重訴字第 38 號刑事判決認定有罪，最後經最高法院 107 年度臺上字第 1564

⁴⁵ 最高法院 107 年度臺上字第 1564 號刑事判決、臺灣高等法院 103 年度金上重訴字第 38 號刑事判決。

號刑事判決廢棄原審判決而發回更審，現尚未確定，另楊繼昌、辛美娟、曾潔慧、李藍雪紅經臺灣臺北法院以 100 年度金重訴字第 5 號、臺灣高等法院 103 年度金上重訴字第 38 號刑事判決認定無罪，最後經最高法院 107 年度臺上字第 1564 號刑事判決駁回檢察官之上訴而無罪確定，故本件將以臺灣高等法院 103 年度金上重訴字第 38 號認定無罪確定之內容為分析標的。

本件檢察官起訴楊繼昌、辛美娟、曾潔慧、李藍雪紅所引用之證據資料：

(一) 楊繼昌：

楊繼昌與鄭光育之通訊監察譯文、楊繼昌買賣吉祥全球、佳必琪股票之價量資料。

(二) 辛美娟：

辛美娟與翁秋南、鄭光育之通訊監察譯文、辛美娟買賣吉祥全球、佳必琪股票之價量資料。

(三) 曾潔慧：

曾潔慧提供人頭帳戶與鄭光育使用，且依曾潔慧與他人之通訊監察譯文，其得悉鄭光育等人共同炒作股票之行為而仍提繼續提供帳戶供鄭光育使用。

(四) 李藍雪紅：

李藍雪紅為羅福助之姪女，且擔任宏遠證券業務員，由其與羅福助及他人之通訊監察譯文，可知其知悉羅福助有操縱吉祥全球股價之行為而仍協助下單。

二、被告答辯要旨：

(一) 楊繼昌：

使用他人帳戶係因證券商融資額度限制之故，其買賣吉祥

全球及佳必琪股票係基於利多消息及股價漲跌狀況考量下單買賣，且交易數量甚少，無法影響股價，亦無相對成交、掛單取消之行為，監聽內容為其與鄭光育閒聊股票盤勢之內容，並未涉及任何操縱股價構成要件行為，亦無討論如何炒作股票之行動方式與細節，與其他共同被告間之交易行為、資金來源、使用帳戶、營業員均無配合關連。

(二) 辛美娟：

其下單買賣股票係參考電視頭顧老師之分析、每日公開市場五分盤決定買賣之時間、價格，其每次買賣數量僅 10 張至 50 張不等，數量甚少，亦無刻意相對成交，依據分析意見書亦僅有一筆相對成交，可能是忘記有掛賣單，沒銷掉或掛錯單所致，其與翁秋南係不同營業員，不知為何 97 年 7 月 23 日的下單委託單編號與翁秋南之下單連號，且連號之下單細節亦均不相同，對於其他被告之交易細節均不清楚，亦未與其他被告有操縱股價、相對成交之犯意聯絡及行為分擔。

(三) 曾潔慧：

其為丙種墊款之金主，帳戶中之股票所有權、交易細節決定權均為借款人，其僅認識鄭光育，其他人均不認識，亦無任何炒作股票及相對成交之犯意聯絡及行為分擔。

(四) 李藍雪紅：

其為業務員，不會留心下單買賣者之真正用意，接羅福助電話是接受羅福助傳達委託買賣之價量，無關炒股計畫之遂行，且羅福助之成交量不高，其無法由接受委託下單而得悉羅福助是否有意炒作股票，另翁秋南等人是在嘉義下單，其無法得悉翁秋南等人是否有炒股計畫。

貳、法院在此案認定被告不具連續交易主觀意圖要件之依據，經本文整理歸納如下：

一、曾潔慧、李藍雪紅部分：確定判決認定內容主要係與是否有參與共犯之犯意聯絡及行為分擔為主，並未就不具連續交易主觀意圖要件進行說明。

二、楊繼昌部分：

(一)本件證據資料無法認定被告楊繼昌有參與其他被告之操縱股價之犯意聯絡及行為分擔。

(二)無異常下單情形：

1.第一段、第二段期間對於吉祥全球股票並無相對成交，佳必琪股票第一、二段期間分別各有1日相對成交11張、39張，相對成交數量即為少數。

2.於密接時間內以相同價格委託買進之情況，第二段期間僅針對佳必琪股票約有3日，分別係民國97年9月1日、2日及3日，別無其他，在第一段期間亦僅針對吉祥全球股票約有3日有此情形。惟究其實，其發生此等不合理交易之日數甚少，來回買賣次數亦不多，所涉張數亦不大，亦即情形尚屬輕微，顯與慣於藉此等手法營造交易活絡表象之行為人有其固定行為模式，迥然不同，不能排除其係因在當下看壞走勢或欲以更低成本買進以獲取更高利潤，方有事後取消買單或再以不同價格委買之情形。是尚難單憑有此零星之不合理交易情形，即推論其確有操縱股價之犯意及行為。

(三)相關控制帳戶在第一段、第二段期間固均有大量連續高價委託之行為，然以高價下單為市場採價格優先要優先搶進之必然方

法，且依據分析意見書記載，相關控制帳戶之相關下單情形實際於民國 96、97 年度影響吉祥全球、佳必琪股票股價之日數分別為 4/164、0/147、1/214、6/146，顯見相關控制帳戶影響股價日數少、交易數量低，幾無相對成交，倘無其他證據佐證行為人當時主觀心態確係基於炒作、拉抬之操縱股價意圖，亦不能倒果為因，僅以成交價上漲之結果反推行為人主觀上確有操縱股價之意圖。

三、辛美娟部分：

(一) 本件證據資料無法認定被告辛美娟有參與其他被告之操縱股價之犯意聯絡及行為分擔。

(二) 第二段期間：

1. 相關控制帳戶並無任何相對成交及前述「低價委買後，於市價下跌時取消買單，或併於密接時間內以相同價格委託買進」等顯然不合理或甚為變態之買賣吉祥全球或佳必琪股票之行為。

2. 由客觀交易資料固顯示，相關控制帳戶有幾筆下單似乎有以「連續高買」及「以漲停價拉抬尾盤」之手段操縱股價之嫌疑，且與其他共犯下單委託序號相連、時間相近，然相關控制帳戶購買數量不多，並無像其他被告大舉、連續、密接委託買進，程度尚屬輕微，且由監聽譯文亦無法認定辛美娟有積極參與炒股之協議，不排除係辛美娟得悉他人有炒作股價之準備後，欲利用渠等炒作乘機「搭便車」小賺一筆，是難單憑此等交易即論其確有其他共犯有共同操縱股價之犯意。

(三) 第一段期間、第三段期間：

1. 在第一段期間，相關控制帳戶於民國 96 年 10 月 2 日相對成交 8 張吉祥全球公司股票，且僅占當日該股票成交量比率 0.07%，

無其他相對成交；另第三段期間並無任何相對成交行為之紀錄。

2.由客觀交易資料固顯示偶然出現幾筆疑似炒作股價行為，並有疑似「連續高買」、藉此委託買進後取消委託，又再以相同價格委託買進，又再取消委託之行為，但相關控制帳戶買進張數並非甚鉅，且無持續不間斷之密接連續高買行為，上漲幅度也很小，影響程度甚輕微，此與慣於使用追價手段拉抬股價者，經常係大舉、密接、連續不斷以越來越高之價格追價買進，方能順利達成大幅拉抬股價目的之行為模式，顯然不同，不能排除係因看好後勢，故欲掛高價買進之合理心態使然；再無證據顯示係長期、固定、密集使用此等手法操縱股價，可見應屬偶發性交易，而與慣於使用此等手段營造交易活絡表象之炒股者有其固定行為模式，有所不同，是亦難單憑此筆偶然交易即論其有炒股意圖及行為。

參、法院認定被告不具連續交易意圖之詳細內容：

一、楊繼昌：

(一)法院說明無法認定被告與其他被告有共同炒股之犯意聯絡及行為分擔之理由：

由監聽譯文觀之，幾乎都是鄭光育主動宣稱自己要「人為控制」、要炒作股價，而楊繼昌均僅被動接受訊息而已，並未發現楊繼昌有與之特別積極參與具體炒股計畫之討論或擬定。楊繼昌甚有勸誡鄭光育，或以戲謔態度揭穿鄭光育人為操縱計畫之言詞，只可看出楊繼昌知悉鄭光育有操縱股價之犯意及行為，但無法認定楊繼昌有積極參與且與之共同炒作股價之行為及意圖。

(二) 法院認定被告不具連續交易主觀意圖要件之說明：

另檢察官提出楊繼昌買賣股票之價量資料，僅有非常少數之「相對成交」(第一段、第二段期間，對吉祥全球並無相對成交之變態交易，佳必琪第一、二段期間分別各有 1 日相對成交 11 張、39 張)及「低價委買後取消買單，又於密接時間內以相同價格委託買進」之顯然不合理或變態交易(第二段期間僅針對佳必琪股票約有 3 日，分別係民國 97 年 9 月 1 日、2 日及 3 日，別無其他。在第一段期間亦僅針對吉祥全球股票約有 3 日有此情形。舉其較為明顯之交易情形，一為在第二段期間之民國 97 年 9 月 2 日，針對佳必琪股票，楊繼昌在當日上午 9 時 9 分至上午 9 時 28 分、10 時 53 分 4 秒、11 時 10 分 13 秒、11 時 10 分 49 秒間，均有掛 200 張以上之買單，且均有事後取消委買，又再以相同價格委託買進之舉；二為在第一段期間之民國 96 年 8 月 3 日，針對吉祥全球股票，在當日：上午 11 時 0 分 52 秒，以 15.55 元委託買進 100 張，嗣於下午 1 時 16 分 7 秒取消委買；接著於下午 1 時 17 分 45 分又以 15.55 元委託買進 100 張，而於下午 1 時 27 分 5 秒取消委買 50 張，其餘 50 張至收盤止均未成交)，楊繼昌似有藉此方式營造交易活絡表象之意圖及行為。惟究其實，其發生此等不合理交易之日數甚少，來回買賣次數亦不多，所涉張數亦不大，亦即情形尚屬輕微，顯與慣於藉此等手法營造交易活絡表象之行為人有其固定行為模式，迥然不同。復參以前述楊繼昌之通訊監察譯文，亦未發現其曾對好友鄭光育或他人提及欲藉此手段操縱股價之言詞，且乏其他變態或甚不合理交易情形可資佐證其主觀上確有操縱股價犯意，亦不能排除其係因在當下看壞走勢或欲以

更低成本買進以獲取更高利潤，方有事後取消買單或再以不同價格委買之情形。是尚難單憑有此零星之不合理交易情形，即推論其確有操縱股價之犯意及行為。

(三) 法院認定被告不具連續交易主觀意圖要件之說明：

在檢察官主張之第一段及第二段期間內，楊繼昌確有大量連續以高價委託買進之交易，舉其較為明顯可疑者，例示如下：

1. 第一段期間，針對吉祥全股價，民國 96 年 4 月 27 日交易，楊繼昌於甫開盤之際 09:23:34 以漲停價 7.02 元委託買進 10 仟股，以 6.42 元全部成交。復於 10:03:35 以漲停價 7.02 元委託買進 10 仟股，以 6.37 元全部成交，成交比為 100%，使成交價由 6.36 元上漲至 6.37 元，上漲 1 檔。當日總成交量 3,553 張。
2. 第一段期間，針對吉祥全球股價，在民國 96 年 8 月 2 日將至尾盤之際之下午 1 時 19 分 39 秒至 1 時 26 分 11 秒間，以越來越高之價格自 15.80 至 15.85 元、15.90 元、15.95 元委託買進，成交價亦自 15.17 元上漲至 15.90 元，上漲 3 檔。
3. 第一段期間，針對吉祥全球股價，楊繼昌在民國 96 年 9 月 19 日下午 1 時 7 分 29 秒至 1 時 16 分 10 秒期間，連續以漲停價 32.60 元委託買進，且全部成交，成交價亦自 29 元上漲至期間最高之 29.40 元，上漲 8 檔。
4. 第一段期間，針對佳必琪股價，楊繼昌在民國 96 年 6 月 6 日接近尾盤收盤之下午 1 時 17 分 16 秒至下午 1 時 18 分 35 秒之間，均以漲停價 130 元買進，隨後又於下午 1 時 25 分 7 秒以跌停價賣出所買進之 20 張佳必琪股票。
5. 第二段期間，針對吉祥全球股價，楊繼昌在民國 97 年 8 月 15

日上午 9 時 48 分 7 秒起至 9 時 57 分 22 秒間，以漲停價 19.6 元連續委託買進 80 張，成交價由 17.35 元上漲至 17.85 元，共上漲 10 檔。又於同日上午 10 時 8 分 21 秒起至 10 時 15 分 38 秒間，以漲停價 19.6 元連續委託買進 70 張，成交價由 17.45 元上漲至 17.85 元，共上漲 8 檔。

6.第二段期間，針對佳必琪股價，楊繼昌在民國 97 年 9 月 1 日中午 12 時 17 分 53 秒至 12 時 18 分 39 秒間，以高價 67.5 元、68.0 元連續委託買進 54 張，成交價由 67.4 元上漲至 68.0 元，共上漲 6 檔。又於同日中午 12 時 28 分 23 秒起至 12 時 48 分 58 秒間，以漲停價格 75.40 元連續委託買進 47 張，成交價由 68.10 元上漲至 69.60 元，共上漲 5 檔。

7.第二段期間，針對佳必琪股價，楊繼昌在民國 97 年 9 月 4 日下午 1 時 20 分 35 秒起至 1 時 27 分 37 秒間，以漲停價格 75.60 元連續委託買進 290 張，成交價由 73.50 元上漲至 75.0 元，上漲共 15 檔。

上開各筆連續以高價委託買進之交易，單就形式上觀之，確有「拉抬股價」之嫌疑。然而，目前集中交易市場係採取「時間優先、價格優先」之交易撮合模式，倘投資人因看好後勢而欲較其他投資人更為優先地搶進該檔股票，自會利用此「價格優先」撮合機制而以高於前盤揭示賣價甚或漲停價委託買進，甚至連續、密接地以高價委託買進，此等情形所在多有，亦難認與股市交易常規常情相違。再者根據分析意見書，楊繼昌就本案之吉祥全球部分，96 年度影響股價營業日數：4/164、相對成交：無，97 年度影響股價營業日數：0/147、相對成交：無；佳必琪部分，96 年度影響股價營業日數：1/214、相對成交：

11 仟股，97 年度影響股價營業日數：6/146、相對成交：39 仟股。顯見楊繼昌影響股價日數少、交易數量低、幾無相對成交，並有變態的狀況至於成交價因此上漲，亦為投資人連續以高價委託買進之必然結果。倘無其他證據佐證行為人當時主觀心態確係基於炒作、拉抬之操縱股價意圖（例如行為人與他人對話中自承其炒作股價之意圖及具體行為，或行為人另有諸多且具固定模式之顯然不合理或變態交易行為，如前述大量「相對成交」或「委託買進後取消買單，卻於密接時間再以相同價格委託買進」），亦不能倒果為因，僅以成交價上漲之結果反推行為人主觀上確有操縱股價之意圖。

（四）結論：

依前述檢察官所掌握之楊繼昌與鄭光育間通訊監察譯文，至多僅能看出楊繼昌有被動經鄭光育告知要炒作股價之訊息及計畫，但無法看出楊繼昌有與之謀議共同炒作股價之相關內容，更無法看出楊繼昌有意藉由連續高買追價之手段以拉抬操縱股價。此外亦未發現楊繼昌有何具固定模式且大量之諸如「相對成交」、「委買後取消買單，又於密接時間內以相同價格再掛買單」等至為不合理或變態交易，此亦如前述。綜此而言，即便其確有多筆連續以高價甚或漲停價委託買進之行為，亦不能排除其係為藉由「價格優先」之優勢搶進股票之目的，方為此等交易行為之可能性。即使因此導致成交價被拉抬上漲，亦係其高買搶進股票之必然結果。無論如何，尚難單憑其有固定之連續高買行為，即認其主觀上確有操縱股價之犯意及行為。

二、辛美娟：

（一）依據辛美娟與他人之通聯譯文，僅能看出辛美娟憑恃伊與翁秋

南間情誼，而屢次自翁秋南處得悉其與鄭光育、方翔立等人將共同炒股之計畫內容，並有利用該等計畫「搭順風車」謀求利益之意，然無法顯示辛美娟有積極參與其等炒股計畫之具體謀議商討過程。

(二) 第二段期間：

1. 未發現辛美娟有進行任何證券交易法第 155 條第 1 項第 5 款之相對成交行為，亦無任何前述「低價委買後，於市價下跌時取消買單，或併於密接時間內以相同價格委託買進」等顯然不合理或甚為變態之買賣吉祥全球或佳必琪股票之行為。
2. 至於檢察官所提交易資料中較為明顯可疑之交易：針對佳必琪股價，辛美娟於民國 97 年 8 月 7 日下午 1 時 3 分 17 秒以 84.40 元之高價委託買進，使成交價由 84.30 元上漲至 84.40 元，上漲 1 檔。在民國 97 年 9 月 4 日，先後於下午 1 時 26 分 27 秒及下午 1 時 26 分 30 秒之尾盤期間，均以漲停價 75.60 元之高價委託買進 20 張，成交價亦由 74.50 元上漲至 75.00 元，共上漲 5 檔。針對吉祥全球部分，辛美娟與翁秋南之證券帳戶，於民國 97 年 3 月 12 日上午 10 時 17 分 25 秒起至 10 時 29 分 38 秒間，先後以 14.35、14.40、14.45 及 14.45 之高價委託買進，成交價亦由 14.30 元上漲至 14.50 元，上漲 4 檔，其中有部分與翁秋南之委託序號相連，委託時間亦相近，委託價格亦相同；民國 97 年 7 月 14 日，辛美娟自上午 9 時 12 分 49 秒起至 9 時 14 分 27 秒之間，以漲停價 14 元之高價委託買進 20 張及 20 張後，再由翁秋南以漲停價 14 元之高價委託買進 100 張及 100 張，成交價亦由 13.90 元上漲至 14.00 元，上漲 2 檔；而翁秋南又於上午 9 時 15 分 0 秒至 9 時 15 分連續下 4 筆各 499 張之

大單，此與前述辛美娟所下漲停買單委託序號相連。以此觀之，辛美娟似乎有以「連續高買」及「以漲停價拉抬尾盤」之手段操縱佳必琪股價之嫌疑，辛美娟似有與翁秋南共同合謀炒作吉祥全球股價之犯意聯絡及行為，然辛美娟購買之數量不多，亦無如同前述被告鄭光育及翁秋南之大舉、連續、密接委託買進，程度尚屬輕微，參以前述通訊監察譯文，辛美娟實際上並無任何與翁秋南、鄭光育等人共同謀議、計畫將以何種方式炒作股價之商討，而係被動接收翁秋南主動陳稱將要炒股之資訊等情，亦無法自前述通訊監察譯文看出其有藉此偶然性之交易操縱股價之意圖，實不能排除此係辛美娟得悉翁秋南等人有炒作股價之準備後，欲利用渠等炒作乘機「搭便車」小賺一筆，是難單憑此等交易即論其確有與翁秋南共同操縱股價之犯意。更何況對照上開辛美娟與翁秋南之通聯譯文，其中翁秋南屢次向辛美娟提及準備在民國 97 年 7 月 21 日「發動」、民國 97 年 8 月 5 日要在「平盤以下全面掃貨」等情，亦即準備在該 2 日有拉抬炒作股價之準備。但觀諸有關辛美娟及其掌控證券帳戶之交易明細表，並未發現辛美娟在此 2 日有任何顯違常理或特別積極拉抬股價之之交易行為。

(三) 第一段期間、第三段期間：

1. 在第一段期間，辛美娟曾於民國 96 年 10 月 2 日相對成交 8 張吉祥全球公司股票，且僅占當日該股票成交量比率 0.07%，無其他相對成交；另辛美娟於第三段期間並無任何相對成交行為之紀錄，辛美娟顯與慣於使用「相對成交」手法之炒股者有其固定行為模式者，顯然不同。
2. 辛美娟亦偶然出現幾筆疑似炒作股價之交易行為，但均難以此

據認確有與翁秋南等人共同炒作股價之犯意聯絡及行為，針對吉祥全球公司股價，於民國 96 年 6 月 20 日，辛美娟曾以高價 12.05 元委託買進 100 張，成交價則由 12 元上漲至 12.05 元，上漲 1 檔；同日上午 9 時 33 分 12 秒又以高價 11.85 元委託買進 100 張，成交價則由 11.80 元上漲至 11.85 元，亦上漲 1 檔。在民國 96 年 9 月 29 日，辛美娟以其證券帳戶於中午 12 時 13 分 16 秒，以即時不可能成交之 30.55 元委託買進 50 張後，於中午 12 時 37 分 34 秒取消委買，但又於 12 時 37 分 34 秒以相同價格委託買進 50 張，又再次於 12 時 51 分 14 秒取消委買；針對佳必琪股票，於民國 98 年 10 月 15 日，辛美娟於上午 11 時 19 分 38 秒至 11 時 12 分 43 秒，連續以高價委託買進 20 張、20 張及 20 張，成交價亦由 52.40 元上漲至 53.10 元，共上漲 7 檔，於 98 年 10 月 15 日，辛美娟於下午 1 時 25 分 37 秒至 1 時 29 分 20 秒將收盤之際，以漲停價 75.50 元（前盤揭示價為 73.50 元）連續委託買進 20 張、20 張及 20 張；然最終收盤價為 73.40 元，並無任何拉抬股價之效果。此似有「連續高買」、藉此委託買進後取消委託，又再以相同價格委託買進，又再取消委託之反覆操作手段，以營造交易活絡表象之嫌。但辛美娟買進張數並非甚鉅，且無持續不間斷之密接連續高買行為，上漲幅度也很小，影響程度甚輕微，此與慣於使用追價手段拉抬股價者，經常係大舉、密接、連續不斷以越來越高之價格追價買進，方能順利達成大幅拉抬股價目的之行為模式，顯然不同，不能排除係因辛美娟看好後勢，故欲掛高價買進之合理心態使然；再無證據顯示係長期、固定、密集使用此等手法操縱股價，可見應屬偶發性交易，而與慣於使用此等手段營造交易

活絡表象之炒股者有其固定行為模式，有所不同，是亦難單憑此筆偶然交易即論其有炒股意圖及行為。

- 3.此二段期間並無任何通訊監察譯文顯示辛美娟有與翁秋南或任何他人有炒股之謀議及具體計畫，至上開第二段期間之通訊監察譯文，亦僅能看出辛美娟係被動自翁秋南處得知翁秋南等人謀議炒股之計畫，而未能明確顯示其有積極參與炒股計畫之具體擬定或謀議，是無法憑藉第二段期間之通訊監察譯文推論辛美娟於第一段及第三段期間之上開交易確係出於炒作拉抬股價之目的而為。

三、曾潔慧：

- (一)依檢察官所提被告曾潔慧之通訊監察譯文，其中均為曾潔慧與王志仁、陳育慎等人之通聯內容，並無曾潔慧與鄭光育或與翁秋南、楊繼昌、余世欽、方翔立等人之通聯，且監聽內容部分缺乏均乏其他明確脈絡可明確辨識其內容真意，難認與本案之關聯性，部分僅顯示曾潔慧「自行」操作或猜測他人之交易行為而已，部分至多僅能認定曾潔慧因從事丙墊業者之故，而能藉由與股市中實戶或金主之交流閒聊，而得知他人有拉抬股價之資訊，進而基於「搭便車」之心態自行判斷、尋找買賣時機而獲取利潤，並無法看出其有與鄭光育或翁秋南等人共同操縱股價之跡象
- (二)另有證人證稱亦有利用曾潔慧丙種墊款之帳戶購買吉祥全球、佳必琪之股票，且丙種墊款業者係取得借款利息，亦與鄭光育等人向其墊款炒股而獲得利益無直接利害關係，且亦無法證明曾潔慧瞭解鄭光育等人請其墊款買賣之真正目的，難認曾潔慧必與之有共同操縱股價之犯意聯絡及行為分擔。

四、李藍雪紅：

(一)由監聽譯文，當羅福助欲進一步告知李藍雪紅此等操作之目的時，李藍雪紅因害怕「會有事情」，故迅速以「我知道」等語帶過，而不欲聽聞羅福助進一步敘述如此操作之真正目的固堪認定李藍雪紅主觀上對羅福助如此操作應係出於不足為外人道或不欲為人知之目的而心生懷疑，但由其應答內容，可知其根本無意甚且拒絕瞭解羅福助之真正目的，即使涉及任何不法亦無意參與其中；至多僅願以羅福助之親屬晚輩及證券營業員之身分，在無法拒絕羅福助具體下單要求之情形下，依照羅福助之指示下單。以此而言，尚難僅憑此段對話，即認李藍雪紅主觀上必然知悉羅福助有藉此操縱吉祥全球股價之事實，更難認其與羅福助間有何犯意聯絡。再李藍雪紅於 97 年間多次與他人通聯中敘及「一買一賣」部分，部分未指明何檔股票，部分提及與吉祥全球股票無關之其他股票，部分提及吉祥全球部分，亦非指要對吉祥全球股票一買一賣，難以此推論李藍雪紅主觀上知悉羅福助之「相對成交」係對吉祥全球股票而為。更何況上揭通聯均出現於民國 97 年 5 月至 8 月間，並非檢察官指控李藍雪紅之民國 96 年或 98 年間，亦無法以民國 97 年之上開通聯即認定李藍雪紅於 96 年、98 年亦均知悉羅福助有對吉祥全球相對成交。

(二)至於檢察官提羅福助買賣吉祥全球股票相對成交之資料，然「相對成交」除係出於最典型之製造交易活絡表象目的外，以一名非親身參與相對成交之「證券營業員」角度而言，主觀上亦可能認知此係出於其他諸如「融資轉現股」、「現股轉融資」、「融資到期轉單」等其他目的。是倘無其他事證顯示證券營業員等

第三人對「相對成交」行為人正係出於炒作股價或製造活絡表象之不法目的已有認知，尚難遽認其主觀上必知此相對成交背後必有不法目的。李藍雪紅固坦認擔任宏遠證券公司營業員長達 20 餘年，可見經驗甚為豐富。然李藍雪紅之客戶非僅羅福助一人，接獲客戶委託下單後又須即時處理，以此甚為忙碌之情形而言，倘無親身參與炒股計畫之謀議討論，亦非必定瞭解或能清楚區分是否使用何人帳戶進行相對成交。而且依前揭其與羅福助之譯文內容，其根本不願意接觸、瞭解羅福助對於吉祥全球股票「一天買一張」之背後真正目的，可見其僅係立基於羅福助姪女之晚輩親屬角色，在無法拒絕羅福助指示下，縱覺可能有異，但仍不願意深究羅福助使用人頭帳戶「一天買一張」之真正意圖，更遑論與「一天買一張」毫無關係之「相對成交」之真正意圖為何，李藍雪紅亦應採取相同之不願意深究之態度，而未能洞悉。

肆、小結：

就本案確定判決認定之內容，法官採取綜合分析法之方式進行說明、以被告雖連續相對高價之價格買進但無異常下單情形或證據資料顯示有拉高、壓低股價之意圖而為無罪認定值得認同之理由，業經詳細說明如第八節恩德案、第十節南港輪胎案部分。不過，就本件案例事實出現之跟單行為，即被告辛美娟得悉他人炒股計畫而跟單部分，雖確實不應繩以連續交易之刑責，但是否構成內線交易，尚有進一步討論之空間。

第十八節 翔昇案⁴⁶

壹、背景說明：

一、事實概要及法院判決經過：

洪永義、陳鴻仙、譚清連、林志樺被訴共同操縱翔昇股票股價，陳鴻仙已死亡而經判決不受理確定，譚清連經通緝而無相關判決，洪永義、林志樺經臺灣臺北法院以 95 年度訴字第 390 號、臺灣高等法院 99 年度金上重訴字第 47 號、102 年度金上重更（一）字第 6 號、105 年度金上重更（二）字第 3 號刑事判決認定有罪，最後經最高法院 107 年度臺上字第 3336 號刑事判決駁回上訴而有罪確定，故本件將以臺灣高等法院 105 年度金上重更（二）字第 3 號認定有罪確定之判決內容為分析標的。

二、被告答辯要旨：

（一）洪永義：

其係金主，借款給陳鴻仙，並提供帳戶供陳鴻仙下單買賣股票，陳鴻仙自負盈虧，其對於陳鴻仙、林志樺下單買賣及合意炒股內容均不知情；至於帳戶之交易狀況，查核期間有數日是同時存在高買及低賣之相互矛盾情形，且部分委託下單買價均為參考前盤價格，民國 93 年 10 月並無拉尾盤，其盒期間亦有多日並無在尾盤拉抬股價，甚至下跌或對於股價無影響，民國 93 年 11 月只有交易一筆，部分帳戶於民國 93 年 11 月 6 日後之交易並非其下單，翔昇股票價格從民國 93 年 10 月 29 日 15.7 元飆漲至 93 年 12 月 24 日之 33.3 元，顯非洪永義所為；另其並未於民國 94 年 1 月初翔昇股價高點賣出，而係遲至民

⁴⁶ 最高法院 107 年度臺上字第 3336 號刑事判決、臺灣高等法院 105 年度金上重更（二）字第 3 號刑事判決。

國 94 年 1 月 26 日至同年月 28 日因資金短缺始不得已低價出售，受有巨大損失。

(二) 林志樺：

其僅係借款給洪永義之金主，並提供帳戶給洪永義使用下單，其並不知悉洪永義等人使用相關帳戶下單之狀況及內容，其與洪永義等人並無炒作股票之犯意聯絡及行為分擔，至於查核期間之股價波動並非其交易行為所致。

貳、法院在此案認定被告具連續交易主觀意圖要件之依據，經本文整理歸納如下：

一、個股公司營運有於認定連續交易期間（即民國 93 年第 3 季）與前一年度同期相比淨利減少 40.38% 之獲利衰退情形，其股價走勢亦明顯與同類股、大盤走勢及公司基本面悖離，亦有交易量大幅增加之情：

個股於民國 93 年 8 月 2 日以 9.85 元收盤，至民國 93 年 12 月 31 日以 34.50 元收盤，共計上漲 24.65 元，漲幅達 250.25%，期間最高價為民國 93 年 12 月 23 日之 35.20 元，最低價為民國 93 年 8 月 17 日之 9.75 元，高低差幅為 258.38%，同期間電子工業同類股類股指數漲幅為 17.18%，大盤漲幅為 12.08%。

二、交易量大：

相關控制至戶在認定連續交易期間民國 93 年 8 月 2 日至同年 12 月 31 日共計 109 個營業日，買進 68,687 仟股，賣出 54,490 仟股，分占市場總成交量 134, 213 仟股之 51.18%、40.60%，並於其中 78 個營業日成交買進或賣出之成交量占當日成交量達 20% 以上。

三、高比例日數連續高價買、低價賣出：

相關控制帳戶在認定連續交易期間之 109 個營業日中，有 33 個營業日連續以漲停板價、高於當時成交價之價格委託買進，以跌停板價、低於當時成交價之價格委託賣出該公司股票；有 40 個營業日在尾盤以漲停價格委託買進該公司股票。

四、異常下單情形：

- (一) 相關控制帳戶在認定連續交易期間之 109 個營業日中，有 4 日進行相對成交，共計相對成交 1,733 仟股，占相關控制帳戶於認定連續交易期間買進數量之 20.9%，賣出數量 60.15%。
- (二) 相關控制帳戶在認定連續交易期間之 109 個營業日中，有 40 個營業日在尾盤以漲停價格委託買進該公司股票。

參、法院認定被告具連續交易意圖之詳細內容：

一、法院認定個股走勢異常之理由：

依據翔昇公司於查核期間（即民國 93 年第 3 季）與前一年度同期相比淨利減少 40.38%、查核期間之股價變化情形（於民國 93 年 8 月 2 日以 9.85 元收盤，至民國 93 年 12 月 31 日以 34.50 元收盤，共計上漲 24.65 元，漲幅達 250.25%，查核期間（民國 93 年 8 月 2 日至 93 年 12 月 31 日）該股票最高價為民國 93 年 12 月 23 日之 35.20 元，最低價為民國 93 年 8 月 17 日之 9.75 元，高低差幅為 258.38%）、與同期間電子工業同類股類股指數漲幅為 17.18%，大盤漲幅為 12.08% 相比，認定翔昇公司股價與同類股及大盤比較有明顯之變化。另再比較查核期間與前一個月之股票平均成交量（查核期間股票平均成交量為 1,266 仟股，民國 93 年 7 月 1 日至 7 月 30 日日均量 178 仟股）之交易量大幅增加之情形，認定翔昇公司股票於查核期間即民國 93 年 8 月 2 日至 93 年 12 月 31

日有悖離同類股及大盤走勢之情，其股價顯有異常變化，且當時翔昇公司之營運有如前所述獲利衰退之情形，其股價走勢亦明顯與公司基本面悖離。

二、法院說明認定連續交易主觀意圖要件需考量之因素：

證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款關於連續交易之規定，應以其行為因而有影響市場價格或市場秩序之虞為要件，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，而有影響市場價格或秩序之危險及可能，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，亦不論行為人是否因而獲得炒作股價之利益，均屬違反該規定，構成同法第 155 條第 1 項第 4 款之高買或低賣證券違法炒作罪。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均屬之。是行為人連續多次之拉抬及壓低交易價格行為，自應予以綜合觀察。且行為人主觀上有影響股市交易價格及秩序之認識，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，而以上開交易手段操縱，縱另有其操縱股價之反射利益，但其欠缺法律依據而以拉高倒貨、殺低進貨之手段，破壞決定價格之市場自由機制，則無二致，應認亦屬上開規定所禁止之高買證券違法炒作行為。而「相對成交」之行為之所以禁止，是因行為人藉此虛偽交易，反覆作價，虛構成交量值之紀錄，製造交易活絡假象，易使投資大眾對於證券市場交易實況產生錯誤判斷，利用一般投資人盲從搶

進心理，達到人為操縱股價，進而從中獲利的目的。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，亦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，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，蓋此種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之委託方式，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（買進及賣出各計算一次）及證券交易稅（賣方繳納）之額外不必要成本，倘一再反覆出現，甚至在同一交易日之密接時段內反覆為之，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，並額外支付手續費及證券交易稅），顯不合理，究其所為目的，無非想製造交易活絡的假象，引誘一般投資人盲從搶進，進而遂其操縱、影響股價並從中獲利。

三、法院認定被告連續交易具主觀意圖要件之說明：

再以上開二、之說明內容，分析本件相關帳戶下單委託買進、賣出翔昇公司股票之行為（查核期間買進翔昇公司股票 68,687 仟股，賣出該股票 54,490 仟股，分占查核期間翔昇公司股票總成交量 134, 213 仟股之 51.18%、40.60%，共計有（一）民國 93 年 8 月 2 日等 78 營業日成交買進或賣出之成交量占當日成交量達 20% 以上之情形；（二）民國 93 年 8 月 26 日等 33 個營業日，連續以漲停板價、高於當時成交價之價格委託買進，以跌停板價、低

於當時成交價之價格委託賣出該公司股票(詳見判決附表2之1);

(三)民國93年8月23日等40個營業日,在尾盤以漲停價格委託買進該公司股票(詳見判決附表2之2);(四)民國93年11月26日、30日、12月3日、14日以林志樺、張玉□、陸銘和、林紀彩雲、紀張秀琴等證券帳戶合計買進8,238仟股,分別於93年11月26日、30日、12月3日、14日各相對成交968仟股、37仟股、131仟股、597仟股,共計相對成交1,733仟股,占其等於該段時間買進數量之20.9%,賣出數量60.15%,造成翔昇公司股票交易活絡之表象;(五)民國93年12月24日、12月27日、12月29日、12月30日等營業日連續多次委託買進(賣出)價格高(低)於成交價等,對於成交價格有明顯之影響(見判決附表4),致翔昇公司股票股價於查核期間自每股9.85元上漲至34.50元,漲幅達250.25%,高低差幅為258.38%,明顯悖離同期間同類股指數漲幅17.18%及大盤指數漲幅12.08%,且斯時翔昇公司營運有獲利衰退情形,其股價上漲亦明顯與公司營運基本面不合,其股價上漲顯非市場機制而係洪永義等人人為操縱所致,業已該當於查核期間操縱股價之行為。

肆、小結：

就本案確定判決認定之內容,法官採取綜合分析法之方式進行說明、以相對成交、拉尾盤之異常下單情形、个股漲幅、交易量背離同類股及大盤指數、个股基本面不佳佐證被告具拉高股價意圖之結論值得肯定之理由,業已詳細說明如第二節臺鳳案、第三節天剛案部分。

第十九節 正峰案⁴⁷

壹、背景說明：

一、事實概要及法院判決經過：

鍾明甫原為正峰工業股份有限公司董事長（於民國 100 年 8 月卸任）；鍾黃玉華係鍾明甫之配偶；張嘉元（於民國 104 年 2 月 24 日死亡，經原審判決公訴不受理確定）曾擔任證券商營業員，嗣後分別擔任正峰公司之發言人、董事長特別助理。民國 90 年 11 月間，時任正峰公司董事長之鍾明甫與鍾黃玉華、時任中信證券營業員張嘉元等人，明知在櫃檯買賣市場（即在證券營業商營業處所交易股票，又稱為「店頭交易」）買賣股票，應由店頭交易市場依買賣數量、價格自然形成交易價格，不得自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出，亦不得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等人為方式影響有價證券交易價格之操縱行為，竟共同基於意圖抬高正峰公司股價，而於櫃檯買賣市場操縱影響該公司股價之犯意聯絡，先由鍾明甫與張嘉元議定炒股後，再由鍾黃玉華以不知情之正峰公司員工或友人之帳戶作為買賣正峰公司股票之人頭戶，張嘉元以其不知情之親友帳戶作為人頭戶，即自民國 90 年 11 月 16 日起，而連續以高價買入或連續以低價賣出正峰公司股票，造成抬高或壓低正峰公司股票於店頭交易市場之交易價格，且於密切接近之同一時段內以相同之價格，連續委託買、賣而相對成交正峰公司股票，以造成正峰公司股票交易活絡之表象，引誘一般散戶投資人介入

⁴⁷ 最高法院 108 年度臺上字第 786 號刑事判決、臺灣高等法院臺中分院 105 年度金上訴字第 845 號刑事判決。

買賣，而有操縱正峰公司股票在店頭交易市場上之交易價格情形。鍾明甫、鍾黃玉華、張嘉元等人即以前開方式，使正峰公司股票自民國 90 年 11 月 16 日起之收盤價每股新臺幣（下同）18.0 元起，至民國 91 年 1 月 31 日止最高曾於 90 年 12 月 4 日上漲至 24.9 元，價差 6.9 元，漲幅達 38.33%；而人頭戶總計有 8 日於尾盤影響價格向上情形，相對成交共 2854 仟股，其中有 11 日相對成交量在 100 仟股以上且占當日成交量達 5% 以上，而操縱正峰公司之股價，嚴重影響股票公開市場之自由買賣機能。

鍾明甫、鍾黃玉華、張世傑、張嘉元、蔡漢凱被訴共同操縱正峰股票股價，張嘉元因死亡而經判決不受理確定、蔡漢凱因追訴時效完成而判決免訴確定、張世傑原經臺灣高等法院臺中分院 105 年度金上訴字第 845 號刑事判決認曾經前案判決確定範圍而判決免訴，但經最高法院以 108 年度臺上字第 786 號撤銷發回，現仍審理中；鍾明甫、鍾王玉華經臺灣臺北臺中法院以 101 年度金訴更字第 6 號、臺灣高等法院臺中分院 105 年度金上訴字第 845 號刑事判決認定有罪，並經最高法院 108 年度臺上字第 786 號刑事判決駁回上訴而有罪確定，故本件將以臺灣高等法院臺中分院 105 年度金上訴字第 845 號認定鍾明甫、鍾黃玉華連續交易有罪確定之判決內容（期間為民國 90 年 11 月 16 日至 91 年 1 月 31 日）為分析標的。

二、被告答辯要旨：

（一）鍾明甫：

否認犯罪，民國 90 至 91 年間其未授意也不知道被告鍾黃玉華使用何人帳戶買賣正峰股票，其不可能於民國 90 年間與張嘉元共同炒股，那時還沒有認識張嘉元，從來沒有買賣過股

票，錢都是交給太太，且同案被告張嘉元在地檢署亦從來沒有講過其有委託他炒作股票。

(二) 鍾黃玉華：

其於民國 90 年間並不認識張嘉元，亦未交付人頭帳戶予張嘉元買賣股票，而相關帳戶有些並非由其使用，其他的也是其個人自行決定買賣股票的價格及數量，是個人理財行為。

貳、法院在此案認定被告具連續交易主觀意圖要件之依據，經本文整理歸納如下：

一、被告於偵查中陳述為了吸引外資、法人投資而使用人頭帳戶進行交易做量及相對成交易。

二、交易量大：

相關控制帳戶總計買進 1 萬 2803 仟股、總買進金額 2 億 8306 萬 2000 元，總計賣出 1 萬 7489 仟股、總賣出金額 3 億 9262 萬 1000 元，在認定連續交易期間共計 54 個營業日中，有 37 個營業日成交買進或賣出數量占個股各該日市場成交量之比率有逾 20% 以上偏高之情形。

三、相關控制帳戶在認定連續交易期間有 8 日於尾盤影響價格向上，有 3 日影響價格向下之情形，經分析上開 8 日中分別有 2 日、6 日係在個股股價上升期、下跌期；又相關控制帳戶自民國 90 年 11 月 20 日至 12 月 12 日累計賣超由 179 仟股增加至 4,754 仟股，且同時具影響力定價向上情形有 7 個交易日，有支撐股價及同時賣出股票之情形，被告等上開所為，當然會造成股票交易活絡之表象，及股價跳檔向上之趨勢，進而影響該股票在該等市場之價格，被告透過上開方式操控正峰公司股票股價，與一般低買、高賣之

投資常理不符。

四、異常下單情形：

- (一) 相關控制帳戶於認定連續交易期間相對成交數量達 2854 仟股，占自身買進量 22.29% ($2854/12803=0.2229$)、自身賣出量 16.31% ($2854/17489=0.1631$)，有 11 日相對成交數量超過 100 仟股，且占當日成交量 5% 以上（其中有 4 日在 10%~20% 間，1 日超過 20%）。

參、法院認定被告具連續交易意圖之詳細內容：

一、法院說明認定連續交易主觀意圖要件需考量之因素：

就證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款於民國 104 年 7 月 1 日修正增列「而有影響市場價格或市場秩序之虞」部分加以說明該規定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，影響市場自由、公開決定價格之秩序，並說明就連續交易主觀意圖之認定，需考慮行為人之屬性、交易動機、交易前後之狀況、交易型態、交易占有率以及是否違反投資效率等客觀情形因素，行為人之高買、低賣行為，是否意在創造錯誤或使人誤信之交易熱絡表象、誘使投資大眾跟進買賣或圖謀不法利益；另基於其他各種特定目的，例如為避免供擔保之有價證券價格滑落致遭斷頭，或為締造公司經營榮景以招徠投資，或利用海外原股與臺灣存託憑證之價差，而維持特定有價證券於一定價格之護盤或跨國間之套利行為，同係以人為操縱方式維持價格於不墜，具有抬高價格之實質效果，致集中交易市場行情有發生異常變動而影響市場秩序之危險，此雖與拉高倒貨、殺低進貨之炒作目的有異，行為人在主觀上不一定有坑殺其他投資人之意圖，但破壞決定價

格之市場自由機制，則無二致，亦屬上開規定所禁止之高買證券違法炒作行為；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，蓋所謂相對成交，係指群組成員於同一營業日部分成交買進之委託所相對成交賣出之委託，屬同一人或群組成員之一所作之委託，且委買價格均高於或等於委賣價格，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，反而需繳納證券商手續費（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（蓋一般投資人若為同一營業日獲取短線差價利益，大多趁低價買進、高價賣出以賺取差價獲利，因此通常會採取「低價委託買進、高價委託賣出」之委託方式，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。如為期能優先成交，或可能以「高價委託買進」或「低價委託賣出」之方式委託下單，惟仍不應造成相對成交之價格），與為賺取差價利益之目的相違背。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。

二、法院認定被告連續交易具主觀意圖要件之說明：

被告鍾黃玉華：當時鍾明甫說公司交易量少，叫伊借帳戶給張嘉元做量，張嘉元會帶外資、投顧來看公司營運、生產，其會依

張嘉元指示匯款至帳戶，由張嘉元操作等語；被告張嘉元陳稱：鍾黃玉華有交些人頭帳戶給伊，當時外資、法人有投資意願，但認為量太小，伊向鍾明甫報告後，鍾明甫說要問鍾黃玉華意見，鍾黃玉華就授權伊去處理，目的要做量，有部分是以相對交易方式為之，讓法人可以順利投資，伊並未負責交割資金等語，另依上開一、之說明內容為基礎，分析本件相關帳戶下單委託買進、賣出正峰公司股票之行為，相關控制帳戶於民國 90 年 11 月 16 日至 91 年 1 月 31 日止，總計買進 1 萬 2803 仟股、總買進金額 2 億 8306 萬 2000 元，總計賣出 1 萬 7489 仟股、總賣出金額 3 億 9262 萬 1000 元，有 37 個營業日成交買進或賣出數量占正峰公司股票各該日市場成交量之比率有逾 20% 以上偏高之情形。另於上開期間，相對成交數量達 2854 仟股，有 11 日相對成交數量超過 100 仟股，且占當日成交量 5% 以上（其中有 4 日在 10%~20% 間，1 日超過 20%），又自民國 90 年 11 月 16 日起迄 91 年 1 月 31 日止，相關控制帳戶有 8 日於尾盤影響價格向上，有 3 日影響價格向下之情形，經分析上開 8 日中分別有 2 日、6 日係在個股股價上升期、下跌期；又相關控制帳戶自民國 90 年 11 月 20 日至 12 月 12 日累計賣超由 179 仟股增加至 4,754 仟股，且同時具影響力定價向上情形有 7 個交易日，有支撐股價及同時賣出股票之情形，被告鍾黃玉華、張嘉元利用所支配控制帳戶連續多筆對正峰公司股票以高價買入，致有影響正峰公司股票成交價格上漲之情事，且其成交數量占同時段市場成交比率甚高，致有影響股價上漲之情事，被告鍾黃玉華及同案被告張嘉元使用控制帳戶，確有相對成交、高價買入及低價賣出等明顯影響正峰公司股票股價之事實。按價格之形成，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本係依據供需決定價格，買單多則上漲，賣壓沉重則下跌。被告等上開所為，當然會造成正峰公司股票交易活絡之表象，及股價跳檔向上之趨勢，進而影響該股票在該等市場之價格。從而，被告鍾明甫、鍾黃玉華透過上開方式操控正峰公司股票股價，與一般低買、高賣之投資常理不符。目的在製造交易活絡之假象，誘使其他投資人參與買賣，以謀不法之利益，其等主觀上確有拉抬或壓抑集中交易市場上正峰公司股票股價之意圖，至為明確。

肆、小結：

就本案確定判決認定之內容，法官採取綜合分析法之方式進行說明、以相對成交之異常下單情形佐證被告具拉高股價意圖之結論值得肯定之理由，及被告連續交易如何使成交價上漲幾檔部分，本文認為本案判決予以列出並引之為連續交易主觀意圖之認定依據有值得商榷之處之理由，業已詳細說明如第一節臺開案、第二節臺鳳案部分。

第二十節 聯明案⁴⁸

壹、背景說明：

一、事實概要及法院判決經過：

⁴⁸ 最高法院 108 年度臺上字第 1177 號刑事判決、臺灣高等法院 103 年度金上重訴字第 14 號、臺灣高等法院 107 年度重金上更（一）字第 2 號刑事判決。

許豐暘、楊詠淇、王明松被訴共同連續交易聯明公司股票，三人經臺灣臺北地方法院以 101 年度金重訴字第 7 號、101 年度金訴字第 29 號、101 年度金訴字第 49 號刑事判決、臺灣高等法院 103 年度金上重訴字第 14 號刑事判決認定有罪，其中許豐暘、楊詠淇因最高法院 106 年度臺上 1333 號刑事判決駁回上訴而有罪確定，王明松經最高法院撤銷高院判決發回更審後，再經臺灣高等法院 107 年度重金上更（一）字第 2 號刑事判決有罪，並經最高法院 108 年度臺上字第 1177 號刑事判決駁回上訴而有罪確定，故本件將以臺灣高等法院 103 年度金上重訴字第 14 號、臺灣高等法院 107 年度重金上更（一）字第 2 號刑事判決認定有罪確定內容為分析標的。

二、被告答辯要旨：

（一）許豐暘：

不否認其以相關帳戶下單買賣聯明公司股票之客觀事實，但連續交易是否成立應由法院認定。

（二）楊詠淇：

不否認以相關帳戶買賣聯明公司股票之客觀事實，但不知悉許豐暘下單買賣上開股票，亦不參與許豐暘下單之決策，僅為許豐暘的工具。

（三）王明松：

不否認其以相關帳戶下單買賣聯明公司股票，且認罪，請求從輕量刑。

貳、法院在此案認定被告具連續交易主觀意圖要件之依據，經本文整理歸納如下：

- 一、被告與訴外人間有炒股協議。
- 二、部分被告認罪。
- 三、相關控制帳戶於認定連續交易期間有大量、多筆之連續高價買進、低價賣出行為。
- 四、個股 97 年度財務狀況不理想，營業淨利、稅前淨利均為負數，每股盈餘為負.35 元，股價卻由被告民國 97 年 10 月間炒作之始之購入價為 5.03 元，截至民國 98 年 6 月 30 時止，最高收盤價為民國 98 年 6 月 3 日之 11.3 元，同年 6 月 26 日為圖套現而大量高價買入及相對成交，當日之收盤價為 10.65 元，較諸炒作之始呈倍數之增加，且於民國 98 年 5 月 12 日至同年 6 月 30 日期間，同類股之漲幅僅為 25.5%，大盤漲幅僅為 6.17%。
- 五、異常下單情形：

確定判決逐筆羅列自民國 98 年 1 月起至 98 年 6 月下旬止之下單情形，相關控制帳戶有以較大量顯不可能成交之委買下單（判決中記載為每筆委託 50 張至 499 張，先後數筆下單委買均未成交，判斷應係指無大量委買而顯不可能成交）、下單大量買進隨即取消、待即將成交時取消掛單、大量買進、賣出相同之張數、相對成交之異常下單情形。

參、法院認定被告具連續交易意圖之詳細內容：

一、法院認定被告與訴外人間有炒股協議之理由：

依據許豐暘之陳述與證人殷駿光、姜秉旭之證言、殷駿光開立證券帳戶資料、姜秉旭匯款資料認定許豐暘與殷駿光、姜秉旭於民國 97 年 10 月起達成由姜出資金、由許豐暘負責炒作聯明公司股票、許豐暘保證本金可取回並可每月獲利 10%，若超過 10%，

由雙方均分，若不足 10% 由許豐暘負責墊付之合意。

二、法院認定被告連續交易具主觀意圖要件之說明：

分析本案買賣聯明股票之帳戶委託下單買賣資料，判決逐筆羅列自民國 98 年 1 月起至 98 年 6 月下旬止，以較大量顯不可能成交之委買下單（判決中記載為每筆委託 50 張至 499 張，先後數筆下單委買均未成交，判斷應係指無大量委買而顯不可能成交）、下單大量買進隨即取消、待即將成交時取消掛單、大量買進、賣出相同之張數之方式以製造熱絡買象；以連續高價買進、低價賣出、買單及賣單多次相對成交、接近收盤時以高價買進以拉抬收盤價。

三、聯明公司民國 97 年度財務狀況不理想，營業淨利、稅前淨利均為負數，每股盈餘為負 1.35 元。

四、聯明股票股價，許豐暘於民國 97 年 10 月間炒作之始之購入價為 5.03 元，隨著許豐暘等人放大交易量及上開二、之交易手法操作，迄至民國 98 年 6 月 30 日時止，最高收盤價為民國 98 年 6 月 3 日之 11.3 元，而同年 6 月 26 日為圖套現而大量高價買入及相對成交，當日之收盤價為 10.65 元，較諸炒作之始呈倍數之增加，且於民國 98 年 5 月 12 日至同年 6 月 30 日期間，同類股之漲幅僅為 25.5%，大盤漲幅僅為 6.17%。

五、中央社於民國 98 年 5 月 12 日刊登與事實不符之聯明公司利多消息，而同案被告許豐暘自同年 5 月 12 日起買賣聯明股票較諸之前明顯積極，下單及成交量明顯增多（聯明股票交易民國 98 年 4 月為 591 張、5 月上旬為 649 張、5 月 12 日至 6 月 29 日為 2052 張），再觀諸民國 98 年 7 月扣除 7 月 1 日群益大興分公司處分違約交割之股票，民國 98 年 7 月 2 日至 7 月 31 日之均量為 1047

張、民國 98 年 8 月之月均量為 865 張，益證許豐暘之人為操作對於聯明股票之成交量有明顯直接之關連。

六、判決綜合前開狀況，認定許豐暘等人有抬高或壓低聯明股票股價之意圖。

肆、小結：

就本案確定判決認定之內容，法官採取綜合分析法之方式進行說明、以相對成交之異常下單情形佐證被告具拉高股價意圖之結論值得肯定之理由，及被告連續交易如何使成交價上漲幾檔部分，本文認為本案判決予以列出並引之為連續交易主觀意圖之認定依據有值得商榷之處之理由，業已詳細說明如第一節臺開案、第二節臺鳳案部分。

第五章 實務認定連續交易主觀意圖要件之特徵與討論

本文已於前章逐節逐案列出及歸納近 5 年司法確定判決認定被告具有或不具連續交易主觀意圖要件之依據，且說明本文對於司法判決採認相關因素之看法，經綜合前章各節所列確定判決之認定依據，可知司法判決均係採綜合分析法判斷行為人是否具有連續交易之主觀意圖要件，亦即綜合參酌具體個案出現之多項客觀特徵進行判斷，以下將於第一節中說明司法判決採綜合分析法所考慮之因素有哪些，另於第二節中列表整理各司法判決採認之因素，並就各因素之量化及關連性提出本文之看法及說明。

第一節 司法確定判決考量之因素

綜合前章各確定判決之認定依據，得出司法確定判決以綜合分析法採認行為人是否具有連續交易主觀意圖要件時，會考慮下列因素：

壹、相關控制帳戶在查核期間內交易量之大小。

貳、相關控制帳戶在查核期間內連續高價買進、低價賣出之下單頻繁程度、交易量大小及影響價格程度。

參、個股在查核期間內漲跌幅度、振幅、交易量與同類股、大盤相關變化之關連程度，包含個股在查核期間內是否曾因異常達證交所、櫃買中心所定之公告提醒標準、處置作業標準。

肆、相關控制帳戶在期間有無異常下單模式或行為人有無搭配其他操縱股價之不法手段：

一、相對成交：相關控制帳戶間是否有無正當理由之大量、頻繁相對成交狀況。

二、相關控制帳戶之下單情形可見先以一個不能立即成交之高價先行

- 掛出委賣單後，再以相同價位掛出委買單之方式，以「虛賣虛買」之相對成交方式將股價墊高之情形，其等利用「虛掛」「跳檔」之高價賣單，在掛同價位買單吃掉賣單之方式，達到迅速墊高股價之結果，例如前章第一節之臺開案、前章第十五節之康聯案。
- 三、相關控制帳戶間交互下單委託頻繁，委託時間相近，並多有委託序號相近情事，以利用股票價格撮合之「時間優先」及「價格優先」原則，逐步拉個股股價，例如前章第一節之臺開案。
- 四、拉尾盤：在接近交易尾盤時間，以大量漲停價或高於當時揭示價委託買入，使個股成交價於當日尾盤時上漲墊高隔日開盤價格，例如前章第二節臺鳳案、前章第五節之亞化案、前章第六節之民興案、前章第十二節之合機案、前章第十八節之翔昇案。
- 五、相關控制帳戶在查核期間內是否連續多日於開盤前大量以高價委託買入個股股票，致該股票價格於開盤時即跳空漲停，例如前章第四節唐鋒案、前章第十二節合機案。
- 六、相關控制帳戶在查核期間內逢高賣出部分持股影響股價向下，除籌措繼續炒股資金，並藉此誘使不知情投資人拋售持股，渠等再趁機買進，減少市場流動籌碼（即洗盤），例如前章第十五節之康聯案。
- 七、相關控制帳戶以較大量顯不可能成交之委買下單，隨即或待將成交時取消掛單，例如前章第二十節之聯明案。
- 八、行為人同時有操縱股價之不法行為，包含散佈不實消息、提前召開股東會以利用法定融券之強制回補日，使放空者需追高回補以達股價不跌反漲之目標及降低融券餘額，例如前章第四節之唐鋒案、前章第十二節之合機案第二段部分。
- 伍、行為人是否有合理正常之投資目的。

- 一、行為人所辯投資目的是否合理正當。
 - 二、個股在查核期間內之基本面、消息面不佳，例如前章第三節之天剛案、前章第十八節翔昇案、前章第二十節之聯明案。
 - 三、行為人間是否另有達成炒股、護盤、維持股價之協議或目的：例如前章第四節之唐鋒案、前章第五節之亞化案、前章第七節之金雨案、前章第十九節之正峰案、前章第二十節聯明案。
- 陸、其他特殊證據資料：
- 一、行為人是否自白犯罪或供述部分犯罪事實。
 - 二、行為人與業務員間討論如何操縱股價下單之錄音譯文，例如前章第八節之恩德案。

第二節 司法確定判決考量因素之量化及關連性

就上開所列司法確定判決認定連續交易主觀意圖要件之各項因素，本文前已整理並標示如表 2 所示，且就其中主要可量化表示之因素抽出另整理表 3 如下所示：

表3. 司法確定判決採認因素量化表

判決結果 編號	有罪										無罪																
	1	2	3	4	5	6	7	8-1	9	12	15	16	18	19	20	8-2	10	11	13	14	17						
案名	壹開業	壹開業	天明業	唐鋒業	亞化業	民興業	金和業	恩德業有罪	佳大業	合機業 第一段	合機業 第二段	盧盛盛	盧盛盛	鉤昇業	正偉業	聯明業	恩德業無罪	香港輪船業	環電業	倍音業	科風業	吉祥全球佳 必開業 楊顯昌					
壹、交易量大	買進占市場 67.99% 賣出占市場 62.24%	4253、 22253營業日 買進超過市 場50%、 80% 營業日賣出 超過市場 50%、80%	47/64營業日 占當日成交 量20%	買31.01% 賣32%		15.25營業日 占市場 38.1%~ 78.73%	74/122營業 日占當日成 交量20%	買35.77% 賣15.22%	買26.08% 賣8.49%		17/54營業日 買進、賣 出量占市 場2.81%~ 26.33%、 2.62~ 36.4%	買66.81% 賣65.5%	買35.4% 賣27.51%	買51.18% 賣40.60%	買12803件 股 賣17489件 股			9/50營業日 買進或賣出 占市場 25.26%~ 43.81%	2.93% 賣3.1%								
貳、高比例日數連 續高買低賣	40/53 (75%) 營業日	47/181 (25%)	30/64 (46%)	19/42 (45%)	69/102 (67%)	18/25 (72%)	112/122 (91%)	17/50 (34%)	11/43 (25%)	10/37 (27%)	19/54 (35%)	49/105 (46%)	32/33營業日 占當日成交 量20%	78/109營業 日占當日成 交量20%	33/109 (30%)	63/121 (52%)	14/144 (9.7%)	14/144 (9.7%)		1/112 (0.8%)	×	×					
肆、一、異常相對 成交	16/53 (30%) 營業日	122/181 (67%)	19/64 (23%)	12/42 (28%) 營業日占當 日5%以上 且超過100 仟股	69/102 (67%) 其中11營業 日占當日 5%以上且 超過100 仟股	24/25 (96%) 營業日占當 日5%以上 且超過100 仟股	83/122 (68%) 39/72營業 日占當日 5%以上且 超過100 仟股			10/37 (27%)	15/54 (25%)	97/105 (92%)	27/32 (34%)	4/109 (3.6%)	11/54 (20%) 營業日占當 日5%以上 且超過100 仟股	37/121 (30%)	11/50 (22%)	×	×	2/112 (1.7%)	2/102 (1.9%)	1/ 1/	0.07%				
	每日相對成 交占市場 16.22%~ 8.4%	0.01%~ 15.89%								3.9%~ 24.12%	0.29%~ 17.36%	23.33營業日 占當日市場 12.09%~ 49.47%	共相對成交 25043件股 占自買 68.18%、自 賣69.55%、 總量45.52% 總量16.57%	共相對成交 2854件股 占自買 20.9%、自 賣22.29%、 總量16.31%	共相對成交 1733件股 占自買 46.82%、自 賣60.25%、 總量16.57%	共相對成交 171件股占 自買5.4%、 自賣5.2%、 總量0.16%											

說明1：有標註文字之內容來自判決，空白部分為判決未提及部分。
說明2：編號部分係對應表1，亦為本文第4章所對應之各節編號

參考前章各節所列司法確定判決所列內容，並佐以表 2 所列載確定判決之採認因素及表 3 量化之內容，本文可歸納獲得下列結論：

壹、第陸項特殊證據資料對司法有罪確定判決之認定有較大之影響力：

第陸項特殊證據資料，包含行為人之部分或全部自白犯罪、錄音譯文等證據資料，因錄音譯文之證據資料出現之機率甚低，且通常具有明確反應行為人於行為當時主觀意念之特殊性，一般而言，錄音譯文的內容只要顯現行為人有抬高或壓低個股股價之意圖，對於法院認定有罪具有非小之影響力，例如前章第八節恩德案有罪部分；另就行為人自白部分，因我國證券交易法就連續交易規定處以最低刑期三年有期徒刑之刑事處罰，自白在案件出現之機率非高，通常行為人認罪均係以請求法院為緩刑宣告為目標，雖不得以被告自白為唯一證據資料，為刑事訴訟法之基本原理原則，但不可諱言，法院在行為人自白之情況下，對於連續交易之主觀意圖要件之認定亦常較為簡便而未清楚描寫，綜合上述，基於此項證據資料之特殊性，本文在分析法院認定連續交易主觀意圖要件之採認因素時，自應將此項排除。

貳、司法確定判決認定行為人有連續交易之主觀意圖要件，客觀上必定具備高比例日數之連續高買低賣行為：

因連續交易之客觀構成要件，包含連續高買低賣之行為在內，個案判決在認定時，本即會針對連續高買低賣行為部分加以認定，且司法實務亦有認為：「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。」⁴⁹，是何種特徵之下單行為會被認為符合連續高買低賣行為且具有主觀意圖要件，即為吾人應深究之關鍵。

經本文參考表 3 就該項因素所列出之量化內容，因各該司法判決

⁴⁹ 同前註 11。

僅就其個案是否符合連續交易之要件進行認定，並未就底線加以表態，雖無從具體特定符合連續高比例日數高買低賣因素之界線究竟為何，但以表 2 中所列認定有罪之最低數值正峰案觀之，可知當相關控制帳戶連續高買低賣日數占查核期間日數達 20% 時，亦即只要相關控制帳戶平均每五營業日有一營業日進行高買低賣行為，即有可能被法院認定符合此項要件；另以獲判無罪確定之南港輪胎案為例，相關控制帳戶連續高買低賣日數占查核期間日數 9.7% 且影響股價在 7 檔以內（下單價格距漲跌停價 66 檔遠），法院即有可能會認為不符合此項因素。不過，關於連續交易查核期間起迄之選定，實務上並無固定之標準，在前開司法確定判決中亦未見相關討論及說明，且囿於前開司法確定判決揭露之資訊並不完整，本文亦無從歸納獲致結論，是前開關於高比例日數連續高買低賣行為關於比例部分之說明，尚會牽涉查核期間起迄及長短之不確定因素需考慮。

參、司法確定判決認定行為人有連續交易之主觀意圖要件，除必須具備高比例日數之連續高買低賣行為外，仍需搭配其他採認因素，其中第壹項交易量大、第參項背離走勢、處置標準僅為輔助因素；至於第肆項異常下單情形或第伍項特殊協議、目的則為必須因素：

依據前章所列之判決內容，可知基於我國市場所設定「價格優先、時間優先」、每日有漲跌幅上限及每單數量設有上限之交易制度，投資人若看好或看壞個股而要優先大量買進或賣出該個股時，勢必需以多筆高價或低價（甚至漲停價或跌停價）掛出，始能優先成交，是單單相關控制帳戶所顯示之高比例日數之連續高買低賣行為，並不足以使法院形成行為人有罪之心證，尚須搭配其他採認因素。

而依據表 2 所列出各項採認因素之情況來看，以第壹項交易量大、

第參項背離同類股、大盤走勢或達公告、處置標準之因素而言，在臺鳳案、亞化案中，法院均未提及上開因素，聯明案中，法院則未提及交易量大之因素，雖判決未指出該項因素，並無法與該案不具備該因素直接劃上等號，但在其他如亞化案、南港輪胎案、環電案判決中亦指出交易量大、達公告、處置標準並非當然構成連續交易之犯行，是上開第壹項、第參項因素，僅可解釋為法院認定時之輔助參考因素之一，而非法院認定連續交易主觀意圖要件之重要必須因素。

再以表 2 所列第肆項異常下單情形、第伍項行為人有無合理投資目的而言，司法有罪確定判決採認時，除民興案、恩德案僅有搭配第肆項因素、佳大案僅有搭配第伍項因素外，其餘各案均包含第肆項、第伍項因素中子項之一項或多項，是可合理推知司法確定判決認定行為人有連續交易之主觀意圖要件，除必須具備高比例日數之連續高買低賣行為外，仍需相關控制帳戶具備第肆項或第伍項等因素之一項或多項，上開第肆項、第伍項因素，應可解釋為法院認定連續交易主觀意圖要件之重要必須因素。

肆、第肆、一、異常相對成交之認定需考量相關控制帳戶進行相對成交之頻率、相對成交量及其與市場量、自身買進量、自身賣出量之比例：

至於第肆、一項之異常相對成交部分，除屬連續交易是否具備主觀意圖要件認定之搭配認定因素外，亦為證券交易法第 155 條第 1 項第 5 款所明定禁止之操縱行為，是前章所列 20 件案件中，除佳大案完全未討論相對成交外，其餘案件均有相關說明及認定可供本文進一步分析。

而由表 3 所列計與相對成交有關之量化內容，法院切入觀察之角

度有三：一、相關控制帳戶進行相對成交之頻率，亦即相關控制帳戶進行相對成交日數占查核期間日數之比例。二、相關控制帳戶在進行相對交易當日之相對成交量占當日市場成交量之比例。三、相關控制帳戶在查核期間進行相對成交之總量、占自身買進量、自身賣出量、市場總交易量之比例。

再由表 3 所列上開三項量化因素之內容進行觀察，發現當相關控制帳戶進行相對成交頻率達到 20%（亦即在查核期間平均每五日進行一日相對成交行為）之際，除恩德案（22%）經法院判決無罪、翔昇案（3.6%）經法院判決有罪（此二案之說明詳如後述）外，其餘進行相對成交頻率大於等於 20% 之案件，包含臺開案（30%）、臺鳳案（67%）、唐鋒案（28%）、亞化案（67%）、民興案（96%）、金雨案（68%）、合機案（27%、25%）、康聯案（92%）、旭軟案（34%）、正峰案（20%）、聯明案（30%），均經法院認定有罪，其餘進行相對成交平率小於 20% 案件，包含信音案（1.7%）、科風案（1.9%），均經法院認定無罪；至於恩德案無罪、翔昇案有罪部分，經參考個案相對成交量及與市場當日量、總量、自身買進量、自身賣出量之比例，恩德案僅相對成交 171 仟股、占市場當日量 0.16% 至 7.14%、占市場總量 0.16%、占自身買進量 5.4% 及占自身賣出量 5.2%，翔昇案則相對成交 1733 仟股、占自身買進量 20.9%、占自身賣出量 60.15%，可知恩德案無罪部分，雖進行相對成交之頻率非低，但因相對成交量相對於市場總量而言甚小，乃經法院認定非異常相對成交行為，翔昇案部分，雖進行相對成交之頻率不高，但因相對成交量相對於市場總量、自身買進量、自身賣出量而言非小，始經法院認定為異常相對成交行為。

綜合上開所述，可知法院認定異常相對成交之主要因素當為對於

參與市場交易之深度，當相關控制帳戶高頻率進行大量相對成交時，法院有極高可能認定屬於異常相對成交行為，反之，當相關控制帳戶低頻率進行小量相對成交時，法院通常會認定僅為偶然發生而非屬異常相對成交行為，至於頻率高低與相對成交量大小間之交互影響，會使法院形成如何之心證，牽涉因素極多，僅能約略得出進行相對成交日數占查核期間日數 20% 為一可能的標準，由前章所列判決內容尚無從確知更具體之標準及上開各項子因素間交互影響之具體關係，仍有待司法在其他案件再為表態及進一步觀察。不過，關於相對成交頻率部分，與前開關於高比例日數連續高買低賣行為關於比例部分之說明相同，均需考慮擇定查核期間起迄及長短之不確定因素。

伍、小結：

對於前開經本文整理歸納司法確定判決所獲之結論，因我國證券交易法關於連續交易之法條文字，係使用「連續」之用語，而非使用「每日」之文字，以法條文義解釋來說，本即不應解釋為需每日進行高買低賣交易始與構成要件相符，況若真採取需「每日」進行之見解，行為人只要以隔日進行之方式即可輕易迴避刑責，亦非吾人樂見，但進行連續交易頻率之界線究竟為何，從本文蒐集之司法實務判決，僅勉強可獲得連續高買低賣日數占查核期間日數達 20% 有極大可能使法院形成有罪心證之結論，經考慮對於市場之影響力發散範圍，本文認為上開比例尚屬合理。

再投資人因看好或看壞個股未來走勢乃連續、大量以相對高價買進、相對低價賣出之行為，為交易制度設計使然，不當然具有操縱股價之意圖，是司法判決認為行為人有連續交易之主觀意圖要件，仍需搭配其他採認因素，其中第壹項交易量大、第參項背離走勢、處置標

準僅為輔助因素；至於第肆項異常下單情形或第伍項特殊協議、目的則為必須因素之結論，本文亦表贊同，並已於前章各節分別敘明本文認同之理由。

至於相對成交之部分，對於法院綜合相關控制帳戶在查核期間進行相對成交日數之頻率、每日相對成交量占當日市場成交量之比例、相關控制帳戶在查核期間進行相對成交之總量、占自身買進量、自身賣出量、市場總交易量之比例等項，以判斷各該案例之相對成交情形是否屬異常下單，本文認為可以認同，然考量相對成交之不法性較為明顯且具體，本文認為相關控制帳戶在查核期間進行相對成交日數之頻率超過 10% 時，除非每日相對成交量占當日市場成交量之比例、相關控制帳戶在查核期間進行相對成交之總量、占自身買進量、自身賣出量、市場總交易量之比例極低，或有例如避免除權課稅、增加監察人持股（詳細說明詳第四章第十三節信音案部分）之正當理由，否則均應認為其屬異常下單情形。

不過，關於連續交易查核期間起迄及長短之選定，基於前開所述無固定標準、未見判決討論及說明，且囿於判決揭露之資訊不完整等原因，本文並無從歸納獲致結論，是前開關於高比例日數連續高買低賣行為比例及查核期間進行相對成交日數之頻率部分，均仍涉有查核期間起迄及長短之不確定因素需考慮，附此敘明。

第六章 結論

在現今商業社會之運作下，企業與一般投資大眾間藉由證券發行市場及證券流通市場之設計，讓彼此間之資金得以流通並達各取所需之目的。而證券流通市場之個股股價變化與波動，本即取決於供需之間之消長及相互影響，但與一般商品交易供需法則不同之處，在於證券流通市場之個股股票之發行供給量固定，除非企業經過一定法定程序運作後始能增加或減少個股股票之數量，並非短期之間所能改變，基於上開證券流通市場之特殊性，導致證券流通市場之個股價格更易遭人為刻意操縱而扭曲價格之形成，且因證券流通市場係廣對一般投資大眾開放，原則上並無進入之限制，若證券流通市場之個股價格遭人為刻意操縱扭曲，影響之層面及損害投資大眾之權益非小，故我國證券交易法第 155 條、第 171 條乃就操縱股價行為科處最低法定本刑為有期徒刑三年之刑事處罰。

觀諸證券交易法第 155 條第 1 項所列舉禁止之具體操縱行為類型，相對委託、相對成交、散布不實消息等項，其不法之外觀較為具體而明顯；至於連續交易，因採取「時間優先、價格優先」、每筆交易設有上限之交易制度，投資人看好個股時，若要大量搶先買進個股，勢必需連續多筆以相對高價之價格委託買進，但因證券流通市場之個股股票供給量固定，只要投資人連續多筆以相對高價委託買進，個股股價自然會隨之上揚，反之亦然，投資人基於合理投資或非法操縱股價之理由所為之連續交易行為，就外觀上而言並無明顯差別，要區辨投資人之連續交易行為屬合理投資行為或非法操縱股價行為，關鍵點即在於投資人主觀上是否具有抬高、壓低股價之意圖。

而投資人主觀意圖究竟為何，並非外人所能知悉，本文經由民國 104 年到 108 年間相關刑事確定判決之內容，就相關主觀意圖要件

之採認因素進行歸納及整理，得悉司法確定判決就審理連續交易案件是否具備主觀意圖要件時，會就相關控制帳戶之交易量大小、連續高買低賣交易之頻繁度、交易量、影響股價程度、個股漲跌幅度、振福、交易量與同類股、大盤變化之關連度、是否曾達公告提醒標準、處置作業標準、有無異常下單情形（包含相對成交、虛買虛賣、拉尾盤、影響開盤價、洗盤等）、是否同時有其他操縱股價之不法行為、行為人是否有合理正常之投資目的等項進行審認，而司法判決認定構成連續交易主觀意圖要件時，除相關控制帳戶必須具備高比例日數之連續高買低賣行為外，仍需搭配其他採認因素，其中第壹項交易量大、第參項背離走勢、處置標準僅為輔助因素；至於第肆項異常下單情形或第伍項特殊協議、目的則為必須因素，雖因各司法判決僅就個案表示意見而未就界線提出明確之標準，然綜合多篇判決來看，亦可就相關控制帳戶如何之連續高買低賣行為、相對成交行為提出較為具體之判斷基準，有助於用以判斷區分合理投資與非法炒作股票，至於其他標準較為模糊之因素，則有待司法實務判決在未來其他案件中表明態度並進一步釐清。

參考文獻

一、 中文資料

(一) 專書 (依姓氏筆劃順序排列)

1. 林國全，證券交易法研究，元照，2000年9月初版一刷。
2. 余雪明，證券交易法，中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2003年4月四版。
3. 劉連煜，現代證券交易法實例演習，元照，2019年9月增訂16版第1刷。
4. 賴英照，股市遊戲規則最新證券交易法解析，元照，2006年8月初版3刷。
5. 羅傳賢，立法程序與技術，五南，2012年7月第6版。

(二) 期刊論文 (依姓氏筆劃順序排列)

1. 吳克昌，證券交易法反操縱條款之研究 (上)，證交資料 483 期，2002 年 7 月。
2. 何曜琛，護盤與操縱行為—簡評最高法院九五年臺上字第二三一八號判決，臺灣法學雜誌，第 107 期，2008 年 6 月。
3. 林克仁，2015 年公司法與證券交易法發展回顧，國立臺灣大學法學論叢，45 卷特刊，2016 年 11 月。
4. 林國全，從日本法之規定檢視我國證交法第一五五條反操縱條款，政大法學評論，第 49 期，1993 年 12 月。
5. 陳俊仁，論證券交易法操縱行為禁止之理論基礎與規範缺失—以沖洗買賣觀察，月旦民商法雜誌第 19 期，2008 年 3 月。

(三) 立法院文書

1. 立法院公報 56 卷 4 期 10 冊。
2. 立法院第 8 屆第 7 會期第 13 次會議議案院總第 727 號委員提案

第 17779 號關係文書。

(四) 司法案例解釋判決 (按引用順序排列)

1. 司法院大法官釋字第 521 號解釋。
2. 最高法院 93 年度臺上字第 5152 號刑事判決。
3. 最高法院 95 年度臺上字第 5487 號刑事判決。
4. 最高法院 98 年度臺上字第 6816 號刑事判決。
5. 最高法院 97 年度臺上字第 2171 號刑事判決。
6. 最高法院 93 年度臺上字第 6507 號刑事判決。
7. 最高法院 96 年度臺上字第 1044 號刑事判決。
8. 最高法院 95 年臺上字第 4978 號刑事判決。
9. 最高法院 104 年度台上字第 36 號刑事判決、臺灣高等法院 96 年度上訴字第 5112 號、103 年度重金上更(二)字第 1 號刑事判決。
10. 最高法院 104 年度台上字第 2617 號刑事判決、臺灣高等法院 100 年度金上重更(二)字第 7 號刑事判決。
11. 最高法院 105 年度台上字第 1288 號刑事判決、臺灣高等法院 102 年度金上訴字第 13 號刑事判決。
12. 最高法院 105 年度台上字第 1596 號、105 年度台上字第 663 號刑事判決、臺灣高等法院 103 年度金上重訴字第 18 號、102 年度金上重訴字第 18 號刑事判決。
13. 最高法院 105 年度台上字第 2173 號刑事判決、臺灣高等法院 103 年度金上訴字第 14 號刑事判決。
14. 最高法院 106 年度台上字第 5 號刑事判決、臺灣高等法院 102 年度重金上更(四)字第 9 號刑事判決。
15. 最高法院 106 年度台上字第 9 號刑事判決、臺灣高等法院臺中分院 103 年度金上訴字第 1801 號刑事判決。

- 16.最高法院 106 年度台上字第 70 號刑事判決、臺灣高等法院臺中分院 103 年度金上訴字第 1860 號刑事判決、臺灣苗栗地方法院 102 年度金訴字第 1 號刑事判決。
- 17.最高法院 106 年度台上字第 205 號刑事判決、臺灣高等法院臺南分院 103 年度金上訴字第 137 號刑事判決。
- 18.最高法院 106 年度台上字第 2184 號刑事判決、臺灣高等法院 106 年度重金上更（四）字第 13 號刑事判決。
- 19.最高法院 106 年度台上字第 778 號刑事判決、臺灣高等法院 104 年度金上訴字第 55 號刑事判決。
- 20.最高法院 106 年度台上字第 3111 號刑事判決、臺灣高等法院台中分院 103 年度重金上更（二）第 11 號刑事判決。
- 21.最高法院 107 年度台上字第 2482 號刑事判決、臺灣高等法院 103 年度金上重訴字第 43 號刑事判決。
- 22.最高法院 107 年度台上字第 273 號刑事判決、臺灣高等法院 105 年度金上重訴字第 3 號刑事判決。
- 23.最高法院 107 年度台上字第 509 號刑事判決、臺灣臺北地方法院 104 年度金訴字第 29 號刑事判決。
- 24.最高法院 107 年度台上字第 4187 號刑事判決、臺灣高等法院 105 年度重金上更（二）字第 4 號。
- 25.最高法院 107 年度台上字第 1564 號刑事判決、臺灣高等法院 103 年度金上重訴字第 38 號刑事判決。
- 26.最高法院 107 年度台上字第 3336 號刑事判決、臺灣高等法院 105 年度金上重更（二）字第 3 號刑事判決。
- 27.最高法院 108 年度台上字第 786 號刑事判決、臺灣高等法院台中分院 105 年度金上訴字第 845 號刑事判決。

28.最高法院 108 年度台上字第 1177 號刑事判決、臺灣高等法院 103 年度金上重訴字第 14 號、臺灣高等法院 107 年度重金上更（一）字第 2 號刑事判決。

二、外文資料（按英文字母順序排列）

- 1.Merritt B. Fox , Lawrence R.Glosten & Gabriel V.Rauterberg , Stock Market Manipulation and Its Regulation , 35 Yale J. on REG.67 , 126(2018).
- 2.Norman Poser , Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions , 40 U.Miami L. REV 671 , 735(1986).
- 3.Rex v. De Berenger , 3 Maule & S.67 , 70 , 105 Eng. (K.B.1814) .

三、網路資源

1. 司法院法學資料檢索系統 (<https://law.judicial.gov.tw/>)
2. 全國法規資料庫 (<http://law.moj.gov.tw/>)
3. 立法院全球資訊網國會圖書館
(<https://npl.ly.gov.tw/do/www/homePage>)