

臺灣高等法院臺中分院刑事判決

111年度金上訴字第1297號

上訴人 臺灣彰化地方檢察署檢察官

被告 陳東寶

選任辯護人 林見軍律師

上列上訴人因被告違反證券交易法案件，不服臺灣彰化地方法院109年度金訴字第54號中華民國111年4月29日第一審判決(起訴案號：臺灣彰化地方檢察署108年度偵字第3030號)，提起上訴，本院判決如下：

主 文

上訴駁回。

理 由

一、公訴意旨略以：

(一)被告陳東寶明知振發實業股份有限公司(下稱振發公司，股票代號：5426)為股票在財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心(下稱櫃買中心)公開發行之上櫃公司，對於在集中交易市場之有價證券，不得意圖抬高或壓低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；亦不得意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象，自行或以他人名義，連續委託買賣而相對成交。竟意圖抬高或壓低振發公司股票之交易價格及造成振發公司股票在集中交易市場交易活絡表象之單一犯意，接續於民國98年11月1日起至104年9月30日止之期間內，使用其不知情之長子陳○○設於華南永昌綜合證券股份有限公司(下稱華南永昌證券)彰化分公司帳號000000號帳戶、富邦綜合證券股份有限公司(下稱富邦證券)彰化分公司帳號000000號帳戶、群益金鼎證券股份有限公司(下稱群益金鼎證券)萬華分公司帳號000000號帳戶，其不知情次子陳○○設於富邦證

01 券彰化分公司帳號000000號帳戶、群益金鼎證券彰化分公司
02 帳號000000號帳戶、合作金庫證券股份有限公司(下稱合庫
03 證券)彰化分公司帳號000000號帳戶，及其不知情姪子陳○○
04 設於群益證券彰化分公司帳號000000號帳戶，委託前開各家
05 證券公司不知情之營業員，以他人名義連續高價買入或低價
06 賣出振發公司股票及連續以他人名義委託買賣振發公司股票
07 而相對成交之方式，非法操縱振發公司股票在證券交易市場
08 上之交易，而拉抬或壓低振發公司之股價，並造成該公司股票
09 交易活絡之假象，影響市場價格或市場秩序。

10 (二)被告陳東寶自98年11月1日起至104年9月30日止之期間內，
11 使用上開證券帳戶，連續以高價大量委託買進及連續以低價
12 大量委託賣出振發公司之股票，其中於99年1月7日、21日、
13 6月9日、8月5日、8月23日、11月3日、100年5月11日、12
14 日、16日、19日、23日、101年1月30日、8月20日、11月23
15 日、102年2月4日等15個交易日期，影響股價上漲3檔至11檔
16 (每檔新臺幣0.05元，下同)；於99年1月21日、99年11月3
17 日、101年1月30日、102年2月4日等4個交易日期，影響股價
18 下跌3檔至4檔，藉以拉抬或壓低振發公司之股票價格。且於
19 98年11月23日起至104年9月30日止之期間內，以上開他人名
20 義證券帳戶，連續委託買賣振發公司股票而相對成交共計63
21 08張股票，分占被告陳東寶總買進數量22.23%、總賣出數量
22 22.22%及占陳東寶總成交量0.81%。其中相對成交數量占當
23 日成交量20%以上者，共計有70個營業日期，並且於100年5
24 月16日、101年1月30日、2月22日、2月29日、5月29日、9月
25 26日、9月27日、10月8日、11月23日、11月26日、102年1月
26 9日、2月4日、2月26日、5月15日、5月16日、8月12日、103
27 年2月6日、12月12日、104年4月10日計19個交易日期，相對
28 成交數量占當日成交量5%以上且逾100張股票，被告陳東寶
29 藉此維持市場熱度，造成振發公司股票交易活絡之表象，吸
30 引投資人追價買進，已影響證券交易市場之公平交易秩序。

31 (三)因認被告陳東寶所為，係違反證券交易法第155條第1項第

01 4、5款規定，依同法第155條第2項準用同條第1項規定，應
02 依同法第171條第1項第1款規定處罰。

03 二、按：

04 (一)犯罪事實應依證據認定之，無證據不得認定犯罪事實。不能
05 證明被告犯罪者，應諭知無罪之判決。刑事訴訟法第154條
06 第2項、第301條第1項分別定有明文。此所謂認定犯罪事實
07 之證據，係指足以認定被告確有犯罪行為之積極證據而言，
08 該項證據自須適合於被告犯罪事實之認定，始得採為斷罪之
09 資料，如未能發現相當證據，或證據不足以證明，自不能以
10 推測或擬制之方法，以為裁判基礎。又檢察官就被告犯罪事
11 實應負舉證責任，並指出證明之方法，為刑事訴訟法第161
12 條第1項所明定。因此，檢察官對於起訴之犯罪事實，應負
13 實質之舉證責任。倘其所提出之證據，不足為被告有罪之積
14 極證明，或其闡明之證明方法，無從說服法院形成被告有罪
15 之心證，基於無罪推定之原則，自應為被告無罪之諭知。

16 (二)證券交易法第155條第1項第5款所禁止之「相對成交」行為
17 (即修法刪除前之「沖洗買賣」)，係指行為人自行或以他人
18 名義，於相近時間內以相當價格為相反方向之買賣而相對成
19 交，其外觀上雖有成交行為，但實質上，並未造成有價證券
20 所有權之實質移轉，而使得其他投資人誤信某種有價證券有
21 交易活絡之外觀，而進場從事交易。相對成交行為之可責性
22 在於意圖造成市場交易活絡之表象，行為人主觀上須有誘使
23 不知情之投資人跟進，以達拉抬特定股票價格之意圖；客觀
24 上應在密接時間內，為大量之高價委託買進及低價委託賣
25 出，且次數連續緊接頻繁，始有誘使不知情之投資人跟進以
26 抬高股價之可能，方能達成同一人鎖定買進賣出之沖洗買賣
27 (最高法院102年度台上字第3448號判決要旨)。又證券交易
28 法第155條第1項第4款、第5款規定在證券交易所上市之有價
29 證券，不得有「意圖」抬高或壓低交易價格，自行或以他人
30 名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出，而有
31 影響市場價格或市場秩序之虞，或「意圖」造成交易活絡之

01 表象，自行或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對
02 成交，其目的在於排除人為操縱、創造虛偽交易狀況與價格
03 假象，使投資大眾因錯誤交易資訊之誘導而遭受損害，以保
04 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。
05 上開規定所謂「意圖」，應以行為人主觀上有影響有價證券
06 交易價格、製造不真實或足令人誤解市場交易活絡之表象，
07 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
08 圖為必要。對於不法炒作行為之客觀構成要件，除「自行或
09 以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣
10 出」外，且須判斷行為人「連續以高價買入或以低價賣出」
11 的特定行為，是否已引起「足以使其他投資人誤解集中交易
12 市場某種有價證券之交易狀況」的危險結果，而加以認定
13 (最高法院106年度台上字第778號判決要旨)。

14 三、公訴意旨認被告涉有前揭罪嫌，係以：被告之供述、證人陳
15 ○○、陳○○、陳○○、陳○○、洪○○、王○○之證述、
16 櫃買中心108年4月30日證櫃視字第1080002516號函檢送投資
17 人相對成交買賣有價證券對應表、振發公司98年11月1日至
18 104年9月30日股票交易分析意見書、富邦證券107年11月15
19 日富證管發字第1070002652號函、108年12月12日富證管發
20 字第1080002488號函、109年1月7日富證管發字第109000004
21 2號函、華南永昌證券107年11月2日(107)華永營字第0686號
22 函、108年4月8日(108)華永營字第0192號函、108年10月14
23 日(108)華永營字第0594號函、群益金鼎證券107年11月5日
24 群法字第1070002304號函、108年12月17日群法字第1080002
25 520號函、109年1月3日群法字第1090000017號函、合庫證券
26 108年4月15日合證總經字第1080001778號函、臺灣彰化地方
27 檢察署計算被告融資交易振發公司股票(手續費+交易稅-折
28 讓)淨支付金額計算表，以及陳○○、陳○○、陳○○設於
29 群益金鼎證券、富邦證券、華南永昌證券、合庫證券等帳戶
30 之證券戶交易往來光碟資料等，為其主要論據。被告則坦承
31 有於起訴書所載期間使用陳○○、陳○○、陳○○上開證券

01 帳戶買賣振發公司股票之事實，但否認有違反證券交易法之
02 犯行，辯稱：當時因為融資維持率太低，帳戶要換來換去否
03 則會被斷頭，振發公司股票在市場上交易數量很少，不能用
04 交易數量來看，應該用振發公司總股本來計算，本案計算比
05 例我認為不公平，我進行相對成交的目的是為了維持率，並
06 不是要拉抬振發公司股票交易價格，而且我才投入1千多萬
07 元，拉抬不了價格，帳戶的維持率電腦或營業員會通知，盤
08 中如果維持率太低，營業員會詢問是否賣出或買進股票，相
09 對成交不可能會有獲利，須付出手續費，只是為了帳戶維持
10 率，避免被斷頭，我買進時是高價，後來股票一直下跌，陳
11 ○○的帳戶被追繳，我也有跟華南銀行信用貸款，目前還在
12 協商分期還款，我已經賠錢了，怎麼可能是炒作股票等語。

13 四、經查：

14 (一)陳○○設於華南永昌證券彰化分公司帳號000000號帳戶、富
15 邦證券彰化分公司帳號000000號帳戶、群益金鼎證券萬華分
16 公司帳號000000號帳戶、陳○○設於富邦證券彰化分公司帳
17 號000000號帳戶、群益金鼎證券彰化分公司帳號000000號帳
18 戶、合庫證券彰化分公司帳號000000號帳戶、陳○○設於群
19 益證券彰化分公司帳號000000號帳戶，自98年11月間起至10
20 4年9月30日止，有關上開帳戶內振發公司股票之買入或賣
21 出，均係由被告委託上開各家證券公司營業員所為等情，業
22 據被告坦認不諱，且經證人陳○○、陳○○、陳○○、證人
23 即證券公司營業員陳○○、洪○○、王○○等於偵查中證述
24 明確(偵卷一第283至289、329至332、341至350、467至470
25 、485至487頁、偵卷二第233至238頁)，並有陳○○於華南
26 永昌證券之開戶申請書、委託授權書、交易明細、於富邦證
27 券之開戶契約書、委任授權暨連帶保證書、交易明細、陳○
28 ○於群益金鼎證券之客戶基本資料、受任承諾代理買賣證券
29 授權書、於富邦證券之開戶契約書、委任授權暨連帶保證
30 書、交易明細、於合庫證券之客戶基本資料、交易明細、陳
31 ○○於群益金鼎證券之客戶基本資料、委託授權代理買賣證

01 券授權書、群益金鼎證券函送之陳○○、陳○○、陳○○帳
02 戶買賣種類資料等附卷可稽(偵卷一第111至277、291至327
03 、333至338、355至385、401至433頁、偵卷二第49至69、73
04 至213頁)，此部分事實堪認為真正。

05 (二)被告自98年11月間起至104年9月30日止，以前開帳戶買進或
06 賣出振發公司股票，其中於99年1月7日、21日、6月9日、8
07 月5日、8月23日、11月3日、100年5月11日、12日、16日、1
08 9日、23日、101年1月30日、8月20日、11月23日、102年2月
09 4日等15個交易日期，影響股價上漲3檔至11檔，於99年1月2
10 1日、99年11月3日、101年1月30日、102年2月4日等4個交易
11 日期，影響股價下跌3檔至4檔；且於98年11月23日起至104
12 年9月30日止，以前開帳戶委託買賣振發公司股票而相對成
13 交共計6308張股票，分別占被告總買進數量22.23%、總賣出
14 數量22.22%、總成交數量0.81%，其中相對成交數量占當日
15 成交量20%以上者，共計有70個交易日期，其中於100年5月1
16 6日、101年1月30日、2月22日、2月29日、5月29日、9月26
17 日、9月27日、10月8日、11月23日、11月26日、102年1月9
18 日、2月4日、2月26日、5月15日、5月16日、8月12日、103
19 年2月6日、12月12日、104年4月10日計19個交易日期，相對
20 成交數量占當日成交量5%以上且逾100張股票等情，亦據被
21 告供認屬實，並有櫃買中心108年4月30日證櫃視字第108000
22 2516號函送之投資人相對成交買賣有價證券對應表、振發公
23 司98年11月1日至104年9月30日股票交易分析意見書、華南
24 永昌證券、富邦證券函送之陳○○股票帳戶交易明細表、陳
25 ○○、陳○○、陳○○股票帳戶互為交易一覽表、群益金鼎
26 證券函送之陳○○、陳○○、陳○○股票帳戶買賣資料等在
27 卷可佐(偵卷一第125至131、187至204、233至277、315、32
28 5、327頁、偵卷二第15、49至69、73至213、328至372、474
29 至509頁、偵卷三第93至98、103至178頁)，此部分事實亦堪
30 認為真正。

31 (三)依櫃買中心函送之投資人相對成交買賣有價證券對應表及振

發公司98年11月1日至104年9月30日股票交易分析意見書所載，被告使用陳○○、陳○○、陳○○3人帳戶買進、賣出振發公司股票，於不法炒作查核部分，計有193個交易日之成交量佔當日成交量20%以上，其中影響股價上漲3檔至11檔有「99年1月7日、21日、6月9日、8月5日、8月23日、11月3日、100年5月11日、12日、16日、19日、23日、101年1月30日、8月20日、11月23日、102年2月4日」等15個交易日期，影響股價下跌3檔至4檔有「99年1月21日、11月3日、101年1月30日、102年2月4日」等4個交易日期；在相對成交分析上，計有70個交易日之成交量佔當日成交量20%以上，其中「100年5月16日、101年1月30日、2月22日、2月29日、5月29日、9月26日、9月27日、10月8日、11月23日、11月26日、102年1月9日、2月4日、2月26日、5月15日、5月16日、8月12日、103年2月6日、12月12日、104年4月10日」等19個交易日期，相對成交數量占當日成交量5%以上且逾100張股票。觀諸公訴意旨所稱不法炒作或相對成交之上述日期，對比本案查核期間自98年11月1日起至104年9月30日止長達將近6年，上述日期於此近6年期間所佔比例甚低，且日期多呈間斷而非連續，尤以上述影響股價上漲或下跌之交易日及相對成交數量5%以上且逾100張股票之交易日，更是零散且多半落在不同月份或年度，顯與證券交易法第155條第1項第4款、第5款所定之連續性要件不合。

(四)被告雖曾於98年11月1日至104年9月30日該段期間，使用陳○○、陳○○、陳○○3人帳戶買進、賣出振發公司股票，其中並有193個交易日之成交量佔當日成交量20%以上，然除「99年1月7日、21日、6月9日、8月5日、8月23日、11月3日、100年5月11日、12日、16日、19日、23日、101年1月30日、8月20日、11月23日、102年2月4日」等15個交易日期，有影響股價上漲3檔至11檔，「99年1月21日、11月3日、101年1月30日、102年2月4日」等4個交易日期，有影響股價下跌3檔至4檔外，其餘交易日究竟如何導致振發公司股票在市

場買賣競價上產生異常及影響股價異常，依現有卷證並無法看出，檢察官就此亦未舉證說明。且「99年1月7日、21日、6月9日、8月5日、8月23日、11月3日、100年5月11日、12日、16日、19日、23日、101年1月30日、8月20日、11月23日、102年2月4日」等15個影響股價上漲之交易日，及「99年1月21日、11月3日、101年1月30日、102年2月4日」等4個影響股價下跌之交易日，係分散於99至102年間，被告並非「連續」買進或賣出，已如前述。被告如有意抬高振發公司股票交易價格，誘使他人買賣，當於高價買進後於次一營業日接續高價買進，短時間反覆密集操作，始能維持先前拉抬之股價，否則股價在市場供需作用下，當會回歸基本面，無法營造出交易熱絡之假象，進而誘使不知情之投資人跟進，然被告交易期日甚為分散，顯與一般炒作股票之情形不符。另觀振發公司股票交易分析意見書，被告於上開影響股價上漲或下跌之交易日期，買進或賣出時段成交量佔該時段比重：99年1月7日為100.00、99年1月21日為83.96(賣出)、100.00(買進)、99年6月9日為100.00、88.50、99年8月5日為98.89、99年8月23日為94.90、99年11月3日為100.00(買進)、100.00(賣出)、100年5月11日為96.86、100年5月12日為100.00、100年5月16日為100.00、100年5月19日為100.00、100年5月23日為90.38、93.33、101年1月30日為100.00(買進)、100.00(賣出)、101年8月20日為100.00、101年11月23日為100.00、96.05、102年2月4日為100.00(賣出)、100.00(買進)，由此可知被告上開買進或賣出振發公司股票之時段，實際上少有投資人跟進，換言之，被告縱然以高於前一盤揭示價格買進或賣出振發公司股票，並不致於使投資大眾誤解振發公司股票於交易市場之狀況，因而盲從買進或賣出；況臺灣證券交易所係採取揭露當盤成交價格及未成交之最佳5檔買賣委託價量措施，供投資人判斷在其經濟利益及成交機會間取得平衡之委託價格，則除有證據可證明行為人有操縱股價之意圖或行為外，投資人在最佳5檔範圍內設定

01 委託價格，均屬合理，自不得因被告以高於揭示成交價之價
02 格委託買進、以低於揭示成交價之價格委託賣出，即謂被告
03 有操縱股價之意圖及行為。

04 (五)被告使用陳○○、陳○○、陳○○之證券帳戶，而為前述買
05 賣振發公司股票之行為，固該當於證券交易法第155條第1項
06 第5款「以他人名義」「委託買賣而相對成交」該部分客觀
07 構成要件。然如前述，被告並未於密接時間內為大量之高價
08 委託買進及低價委託賣出，相對成交之次數尚非緊接、頻
09 繁，即與該款所定之連續性要件不合；且參酌卷附振發公司
10 股票交易分析意見書，於本案查核期間振發公司股票之日均
11 量(日成交均量)僅有525仟股，對比該公司發行股數143800
12 仟股，明顯可知振發公司股票在股票交易市場之流通量不
13 大，抑且本案中被告為相對成交數量佔當日成交量20%以上
14 之交易日，除100年6月22日、101年2月22日、101年2月29
15 日、101年7月16日、102年2月4日、102年2月26日、102年5
16 月15日、102年5月16日、103年9月26日、103年12月12日、
17 104年3月11日等交易日外，其餘均未逾525仟股之日均量，
18 實難認定被告主觀上有藉此維持市場熱度，並誘使不知情投
19 資人跟進之意圖。再者，證券交易法第155條第1項第5款規
20 定所謂「交易市場活絡」，係不確定法律概念，蓋不同公司
21 之資本總額不同，其股份發行數往往差異甚大，自不得僅以
22 某有價證券買賣之張數作為判斷市場是否活絡之基準，而應
23 將各該公司發行之股份數納入考量，換言之，某有價證券交
24 易是否活絡，應以該有價證券之日週轉率為判斷之標準。所
25 謂日週轉率，係指以日成交總量除以該發行公司之實收資本
26 額所得之數值。申言之，日週轉率數值越大，表示該檔股票
27 該日之市場流動性越高，交易也越趨活絡。再依櫃買中心櫃
28 檯買賣公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第4條第1項
29 第7款規定：「本中心每日於交易時間結束後，即分析等
30 價、等殖成交系統有價證券之交易，發現有下列情形之一
31 時，公告其交易資訊(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)：七、最近一段期間之累積週轉率明顯過高者。」及櫃買中心買賣公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第4條第1項各款異常標準之詳細數據及除外情形第8條第1項規定：「作業要點第4條第1項第7款『有價證券最近一段期間之累積週轉率明顯過高者』，係指有價證券當日同時達下列各款情事者：一、最近六個營業日(含當日)之累積週轉率超過百分之八十，且其累積週轉率與全體有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在百分之五十以上。二、當日週轉率百分之五以上，且其週轉率與全體有價證券依本款規定計算之平均值的差幅在百分之三以上。」而振發公司於本案查核期間之日平均週轉率僅為0.36%，有上揭振發公司股票交易分析意見書可憑，自難認振發公司股票於查核期間，已達在集中交易市場交易活絡之情形，亦無法推斷被告主觀上有影響振發公司股票之交易價格、製造不實或令人誤解市場交易活絡之表象等意圖。

五、綜上，本件檢察官所舉之證據，尚不足以使法院形成被告有違反證券交易法第155條第1項第4、5款規定之確切心證，原審因此以不能證明被告犯罪，依刑事訴訟法第301條第1項規定諭知被告無罪之判決。經核原判決對於不能證明被告有檢察官所指違反證券交易法犯行，業已詳為調查審酌，並說明認定所憑之理由，且無違於證據法則，其認事用法均無不合。檢察官上訴意旨仍認應諭知被告有罪之判決，並不足採，其上訴為無理由，應予駁回。

據上論斷，應依刑事訴訟法第368條，判決如主文。

本案經檢察官陳宗元提起公訴，檢察官林子翔提起上訴，檢察官郭靜文到庭執行職務。

中 華 民 國 111 年 12 月 7 日
刑事第八庭 審判長法官 張靜琪
法官 簡婉倫
法官 黃小琴

01 以上正本證明與原本無異。

02 檢察官如不服本判決，應於收受送達後20日內向本院提出上訴書
03 狀，其未敘述上訴理由者，並得於提起上訴後20日內向本院補提
04 理由書(均須按他造當事人之人數附繕本)「切勿逕送上級法院」
05 。且除有刑事妥速審判法第9條第1項之事項外，不得上訴。

06 書記官 李宜珊

07 中 華 民 國 111 年 12 月 7 日

08 附錄法條：

09 刑事妥速審判法第9條

10 除前條情形外，第二審法院維持第一審所為無罪判決，提起上訴
11 之理由，以下列事項為限：

12 一、判決所適用之法令牴觸憲法。

13 二、判決違背司法院解釋。

14 三、判決違背判例。

15 刑事訴訟法第377條至第379條、第393條第1款之規定，於前項案
16 件之審理，不適用之。