

臺灣臺北地方法院刑事判決

110年度金重訴字第6號

公 訴 人 臺灣臺北地方檢察署檢察官
被 告 林桂馨

0000000000000000

0000000000000000

0000000000000000

(現另案於法務部○○○○○○○○○○執行中)

選任辯護人 張簡勵如律師
游正曄律師

上列被告因違反證券交易法案件，經檢察官提起公訴（108年度偵字第13168號、108年度偵字第15576號、109年度偵字第305號），本院判決如下：

主 文

林桂馨共同犯證券交易法第一百七十一條第一項第一款之高買證券罪，處有期徒刑肆年。

事 實

一、林桂馨前曾在群益金鼎證券股份有限公司（下稱群益證券）擔任營業員，後擔任國寶集團實際負責人朱國榮之助理，長年受朱國榮指示綜理國寶集團旗下各公司（包含：松崗公司、喜旺公司、振創公司、福座公司、碁和公司、國寶服務公司等公司）之證券帳戶，以及掌控其弟媳林玉枝（亦為國寶集團員工，另為不起訴處分）、松崗公司監察人林郁芬（另為不起訴處分）、喜旺公司股東李勁節（另為不起訴處分）、朱國榮前妻劉慶珠（另為不起訴處分）、朱國榮之友人鄧永平、張輝明等人之證券帳戶，熟知股票市場運作模式，且多次與朱國榮共同操縱上市公司股價，而遭判刑（臺灣高等法院以108年度金上重訴字第35號判決判處林桂馨應執行有期徒刑10年之案件，於113年9月11日經最高法院以112年台上字3395號駁回上訴確定）。

01 二、緣松崗公司長年處於營運基本面不佳之狀態，營業收入自民
02 國104年起逐年下滑，各年度結算虧損持續擴大，加上松崗
03 公司股票籌碼集中、流通量低，致該公司股票每日成交量多
04 在10張（仟股）以內，甚至經常有單日「零」成交量之情
05 形，於000年0月間，每股價格約為新臺幣（下同）20餘元。
06 嗣於000年0月間，朱國榮（本院另行通緝）為求以高價賣出
07 松崗公司股票牟利，遂指示林桂馨以特定之證券帳戶（詳後
08 述）買賣松崗公司股票，渠等均明知於證券商營業處所買賣
09 有價證券，不得有意圖抬高交易價格、自行或以他人名義連
10 續高價買入、自行或以他人名義連續委託買賣等行為，竟仍
11 共同基於意圖抬高松崗公司股價之犯意聯絡，利用松崗公司
12 於公開市場流通籌碼稀少、容易拉抬之特性，由朱國榮指示
13 林桂馨為下列操縱及活絡松崗公司股價之行為，以利高價賣
14 出松崗公司股票而牟利：

15 (一)林桂馨於107年2月中旬以前，先向群益證券營業員張純義
16 （另為不起訴處分）表明要活絡松崗公司股價，遂向其商借
17 人頭帳戶，惟經張純義認為有所不妥而婉拒後，林桂馨即使
18 用其向群益證券前同事葉麗鳳（另為不起訴處分）借用之群
19 益證券南京分公司205463號證券帳戶進行交易。林桂馨於
20 107年2月21日上午10時5分，利用葉麗鳳設於群益證券上開
21 證券帳戶，透過營業員張純義以漲停價每股29.95元委託買
22 進4仟股，成交於漲停價，當日漲幅9.9%，成交僅7仟股，
23 占總成交量近57%。當日松崗公司股票開盤價每股28.5元，
24 收盤價每股29.95元。

25 (二)林桂馨接續於107年2月22日，開盤前利用弟媳林玉枝設於國
26 泰綜合證券股份有限公司（下稱國泰券）松江分公司之證券
27 帳戶（88982號），以接近當日漲停價每股32.85元及漲停價
28 每股32.9元分別委託買進1仟股，致開盤成交於近漲停價每
29 股32.85元後，盤中分別於同日上午9時3分、9時24分、10時
30 15分再連續以漲停價每股32.9元各委託買進1仟股，成交共
31 計5仟股，當日漲幅9.84%，成交僅8仟股，占總成交量

01 62.5%。當日松崗公司股票開盤價每股32.85元，收盤價每
02 股32.9元。

03 (三)林桂馨接續於107年2月23日上午9時5分（第一盤），利用國
04 寶服務公司第一金證券股份有限公司（下稱第一金證券）經
05 紀部60858號證券帳戶，以接近漲停價每股35.95元委託買進
06 1仟股成交，成功拉高股價後，為製造股票交易活絡表象，
07 於同日上午9時5分23秒以每股32.15元委託買進1仟股，旋即
08 於7秒內取消，再於同日上午9時5分34秒以每股35.15元委託
09 買進1仟股，旋於36秒內取消，致該檔股票呈現許多委託單
10 買進且交易活絡之表象，續於同日上午9時6分以漲停價每股
11 36.15元委託買進1仟股，將松崗公司股價拉至當日漲停價；
12 接近尾盤，於同日下午1時13分再以漲停價委託買進1仟股，
13 於同日下午1時27分續以漲停價委託買進1仟股，至此鎖死漲
14 停，成交共計3仟股，占當日總成交12仟股之25%（漲幅
15 9.87%）。當日松崗公司股票開盤價每股35.95元，收盤價
16 每股36.15元。

17 (四)林桂馨接續於107年2月26日上午9時8分32秒，利用葉麗鳳設
18 於群益證券南京分公司之證券帳戶（205463號），以每股
19 39.6元委託買進1仟股成交，於同日上午9時8分53秒復以每
20 股39元委託買進1仟股成交，於同日上午9時9分4秒以每股37
21 元委託買進1仟股未成交，於同日上午9時9分20秒以每股38
22 元委託買進1仟股未成交；再於同日上午9時20分41秒以每股
23 39.6元委託買進1仟股成交、同日上午9時21分51秒以每股39
24 元委託買進1仟股未成交、同日上午9時37分45秒以每股39.7
25 元委託買進1仟股成交、同日上午9時41分28秒以每股39.7元
26 委託買進1仟股成交，成交共計5仟股，占當日總成交量20仟
27 股之25%，迄至該日止，松崗公司股票價格已上漲至每股
28 39.75元，相較於拉抬股價前，已有每股12.5元之價差，且
29 造成該檔股票於證券商營業處所交易活絡之表象，林桂馨與
30 朱國榮共同因犯罪獲取之財產上利益為49,603,588元（此部
31 分法律上衡量本案犯罪規模之金額；但尚乏事實證明此等不

01 法所有由林桂馨所實際控制支配)誘使其他投資人買賣松
02 崗公司股票，並吸引鄭光育(本院另行通緝)對松崗公司股
03 價之關注(尚無證據具體認定林桂馨、朱國榮與鄭光育有犯
04 意聯絡、行為分擔)。

05 (五)朱國榮、林桂馨以前揭手法成功抬高松崗公司股價後，造成
06 股票市場投資人陸續追高松崗公司股價，至107年3月2日，
07 已達每股51.9元，林桂馨遂於同日將松崗公司監察人林郁芬
08 之持股申報逐筆鉅額交易3,500仟股(後於107年3月6日變更
09 轉讓方式為「一般交易」)。嗣於107年3月5日起至107年4
10 月20日止，林桂馨即陸續以每股53元以上之高價，自福座公
11 司、國寶服務公司、振創公司、碁和公司、喜旺公司、劉慶
12 珠、李勁節、鄧永平、張輝明、林郁芬等人之證券帳戶，大
13 量轉手賣出松崗公司股票共3,968仟股(占總成交量
14 28.61%)，其中107年3月5日、3月9日、3月12日、3月13
15 日、3月14日、3月15日、3月16日、3月23日、3月30日、3月
16 31日及4月16日等11個營業日成交買進或賣出之成交量占當
17 日成交量20%以上，因此部分主要係由鄭光育等人(鄭光育
18 由本院另行通緝，沈振東、鄧裕璋、林雅惠、廖嫻蓁等人由
19 本院另行審結)操縱使股價持續上漲，故尚不計入林桂馨、
20 朱國榮因本案犯罪獲取之利益。

21 三、案經法務部調查局新北市調查處移送臺灣臺北地方檢察署檢 22 察官偵查起訴

23 理 由

24 壹、證據能力

25 以下引用被告林桂馨以外之人於審判外所為陳述之供述證
26 據，迄本院言詞辯論終結前，檢察官、被告、辯護人就該等
27 證據之證據能力均未聲明異議，本院審酌該等證據製作時之
28 情況，並無違法不當或證明力明顯過低之瑕疵，以之作為證
29 據應屬適當，依刑事訴訟法第159條之5第2項之規定，認為
30 均得作為證據。其餘認定本案犯罪事實之非供述證據，復無
31 違反法定程序取得之情形，亦得作為證據。至被告之辯護人

01 固爭執證券櫃檯買賣中心出具之松崗公司股票交易分析意見
02 書「分析意見」之證據能力，惟本院認定被告有罪之理由，
03 僅援引上開分析意見書之「客觀交易紀錄」，並未直接以分
04 析意見作為有罪認定之依據，附此敘明。

05 貳、犯罪事實之認定

06 一、訊據被告林桂馨固坦承其有管理持有松崗公司股票之帳戶，
07 且確有買賣松崗公司股票之行為，惟矢口否認有何與同案被
08 告朱國榮共同操縱股價之犯行，辯稱：松崗公司股票我們持
09 有非常久的時間，我負責管理股票帳戶，林郁芬也是松崗公
10 司的大股東，她持有松崗公司股票數量非常多，我只是負責
11 管理這些帳戶。朱國榮會依照當天松崗公司股價，告知松崗
12 公司股價不錯，可以賣了，我僅係聽從朱國榮之指示辦理云
13 云（見B1卷第440頁；甲3卷第358頁）。被告之選任辯護人
14 為其辯護稱：被告林桂馨僅有向林玉枝借用第一金帳戶，林
15 玉枝其餘帳戶均為其自行使用。本案相關群組帳戶持有松崗
16 公司股票已經有若干年之時間，朱國榮遂約莫於000年0月
17 間，建議被告林桂馨得視松崗公司股價狀況，若有較佳之價
18 格得賣出了結換取現金。是以，被告林桂馨在聽取朱國榮的
19 建議後，回顧松崗公司股價在107年1月初前後，股價較無太
20 大波動而呈現盤整狀態，然107年2月12日有以漲停價27.25
21 元成交收盤，故被告林桂馨依照自己過往投資經驗，認為松
22 崗公司股價在歷經多個月盤整階段，應有緩步起漲之趨勢。
23 基於合理投資判斷，遂使用部分證券帳戶在農曆年節後開
24 盤，試探性少量買進松崗公司股票，期待後續股價上漲後一
25 併出賣獲利了結。而後續松崗公司股價，確實因市場投資人
26 交易而陸續有所上漲，且有突破松崗公司股價之歷史新高，
27 因此被告林桂馨於此時尋求出售松崗公司股票之機會，尤其
28 是在107年3月5日，被告林桂馨因觀察到市場上有大量委買
29 交易量，故使用相關證券帳戶委託賣出成交將近2,905仟
30 股，後續交易日也是一再端視市場上委買交易量進行賣出，
31 藉此賣出了結換取現金，為適度之資金調節操作，一切均是

01 因應市場上當時之五檔揭示價量資訊，進行合理投資交易，
02 無任何不法犯意，更無任何客觀操縱股價犯行存在云云（見
03 甲1卷第283至286頁）。

04 二、經查：

05 (一)被告林桂馨受同案被告朱國榮之指示自107年2月12日起至
06 107年4月20日，使用福座開發股份有限公司、國寶服務股份
07 有限公司、振創股份有限公司、碁和不動產管理股份有限公
08 司、喜旺投資股份有限公司、劉慶珠、李勁節、鄧永平、張
09 輝明、林郁芬、葉麗鳳等人之證券帳戶買賣松崗公司股票，
10 由被告依照當天盤勢自行決定買入或賣出之價格、張數等
11 情，業經證人李勁節（見B2卷第309至310頁、第327至328
12 頁）、林郁芬（見B2卷第343至345頁、第350至354頁）、劉
13 慶珠（見B3卷第271至272頁、第280至282頁）、鄧永平（見
14 B3卷第299至302頁、第310至311頁）、張輝明（見B4卷第60
15 至61頁、第66至67頁）、葉麗鳳（見B2卷第390至397頁、第
16 414至418頁、甲4卷第437至445頁）分別於調詢、偵查及本
17 院審理中之證述甚明，並有櫃買中心檢附之特定證券揭示價
18 量查詢表（見甲5-5卷第9至102頁）、等價投資人成交檔及
19 委託檔（見甲5-5卷第501至595頁）等在卷足稽，此部分之
20 事實復為被告林桂馨所是認（見B1卷第458至466頁），堪予
21 採信。是被告林桂馨自107年2月12日至107年4月20日有受同
22 案被告朱國榮之指示使用福座開發股份有限公司等證券帳戶
23 買賣松崗公司股票。

24 (二)本件確有高價委買松崗公司股票後再賣出之客觀交易行為：

25 1.自107年2月12日起至107年4月20日，松崗公司股票期初收市
26 價27.25元，期末收市價73.8元，漲幅170.83%，振幅
27 226.97%，日均量338仟股，較前一個月之日均量1仟股增加
28 33700%，同期間同類股漲幅17.76%，大盤指數漲幅
29 8.57%。松崗股票自107年2月12日起至107年4月20日之日平
30 均週轉率為1.46%，有松崗公司股票分析意見書之價量變化
31 比較表在卷可按（見A3卷第255頁）。另該股票於上開期間

計有107年2月23日、2月26日、2月27日、3月1日、3月2日、3月5日、3月6日、3月7日、3月8日、3月9日、3月26日、3月27日、3月28日、3月29日等14日經櫃買中心公布注意交易資訊；107年2月27日、3月5日、3月8日、3月29日等4日經櫃買中心公布處置，有財團法人中華民國證券櫃臺買賣中心111年5月25日證櫃字第1110058793號函檢附之上櫃公布注意股票資訊在卷可查（見甲5-5卷第645至646、649頁）。

2.而松崗股票自107年1月25日至2月9日共計12個交易日成交量均為0，自2月12日開始至3月7日有多日股價連續大幅上漲，自期初收市價27.25元上漲至3月7日收68.3元，後3月8日至3月22日期間股價約於60元至66元之間，自3月23日開始亦有明顯漲幅，至3月28日收最高89.1元，後股價約維持於70元至80元左右，有松崗公司股票成交價量表在卷可按（見A3卷第299至305頁）；期間因有多日經櫃買中心公布為注意交易資訊股票並採取處置措施，3月1日至3月14日為約5分鐘撮合1次、3月6日至3月19日為約20分鐘撮合1次、3月30日至4月16日為約20分鐘撮合1次等情，亦有上櫃處置有價證券資訊在卷可按（見甲5-5卷第649至650頁）。

3.107年2月21日至同年2月26日（連續四個交易日）漲幅較大期間每日交易如下（見特定證券揭示價量查詢表、投資人委託成交對應表，甲5-5卷第9至12、381至382頁）：

(1)於107年2月21日（星期三）被告林桂馨以葉麗鳳之群益證券南京分公司205463號證券帳戶以漲停價29.95元委託買進4仟股，當日上午10時5分成交於漲停價，當日漲幅9.9%、成交7仟股，占總成交量近57%。當日松崗公司股票開盤價每股28.5元，收盤價每股29.95元。

(2)於107年2月22日（星期四），被告林桂馨利用不知情之林玉枝以國泰綜合證券股份有限公司松江分公司88982號證券帳戶於開盤前以接近當日漲停價每股32.85元及漲停價每股32.9元，分別委託各買進1仟股，開盤成交於32.85元，盤中於同日上午9時3分、9時24分、10時15分再連續以漲停價

01 每股32.9元各委託買進1 仟股，成交共計5 仟股，當日漲幅
02 9.84%，成交8 仟股，占總成交量62.5%。當日松崗公司股
03 票開盤價每股32.85元，收盤價每股32.9元。

04 (3)於107年2月23日（星期五）上午9時5分，被告林桂馨以國寶
05 服務公司之第一金證券股份有限公司經紀部60858號證券帳
06 戶，以接近漲停價每股35.95元委託買進1仟股成交；再於同
07 日上午9時5分23秒以每股32.15元委託買進1 仟股，旋即於7
08 秒內（即9時5分30秒）取消，再於同日上午9時5分34秒以每
09 股35.15元委託買進1仟股，旋於36秒內（即9時6分12秒）取
10 消，續於同日上午9時6分17秒以漲停價每股36.15元委託買
11 進1仟股成交，將松崗公司股價拉至當日漲停價36.15元；接
12 近尾盤，於同日下午1時13分18秒再以漲停價36.15元委託買
13 進1仟股成交，於同日下午1時27分27秒續以漲停價36.15 元
14 委託買進2仟股未成交，成交共計3仟股，占當日總成交12仟
15 股之25%（漲幅9.87%）。當日松崗公司股票開盤價每股
16 35.95元，收盤價每股36.15元。

17 (4)於107年2月26日（星期一）上午9時8分32秒，被告林桂馨以
18 葉麗鳳之群益證券南京分公司205463號證券帳戶，以每股
19 39.6元委託買進1仟股成交，於同日上午9時8分53秒復以每
20 股39元委託買進1仟股成交，於同日上午9時9分4秒以每股37
21 元委託買進1仟股未成交，於同日上午9時9分20秒以每股38
22 元委託買進1仟股未成交；再於同日上午9時20分41秒以每股
23 39.6元委託買進1仟股成交、同日上午9時21分51秒以每股39
24 元委託買進1仟股未成交、同日上午9時37分45秒以每股39.7
25 元委託買進1仟股成交、同日上午9時41分28秒以每股39.7元
26 委託買進1仟股成交，成交共計5仟股（起訴書誤載為成交8
27 仟股），占當日總成交量20仟股之25%。迄至該日止，松崗
28 公司股票價格已上漲至每股39.75元。

29 (三)被告於107年2月21日至同年月26日交易行為應構成證券交易
30 法第155條第1項第4款「連續以高價買入」：

31 1.按證券交易法第155條第1項第4款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，影響市場秩序。故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，足以生影響到交易價格及交易秩序之虞，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，均屬違反該規定，構成同法第171條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固均屬之，甚至基於各種特定目的，例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，其人為操縱使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（最高法院98年度台上字第6816號、105年度台上字第2173號、105年度台上字第2674號等判決意旨參照）。易言之，在人為拉抬股價之情形，行為人在某特定期間連續多次委託以高價買入，縱非逐日為之，或其間偶有間斷，只要能夠顯示行為人之多次高價買入行為，係基於其為達成在該特定期間將股價人為拉升之目的而反覆為之者，即符合「連續」定義。

2. 復按證券交易法第155條第1項第4款高買證券之禁止規定，旨在防止人為操控有價證券之價格，導致上市或上櫃之有價證券，行情發生異常變動，影響市場秩序。是以漲停價、接近漲停價等絕對高價買入者，固屬該款規定所稱之「以高價買入」，倘行為人基於特定目的，而以各種交易手段操縱、使特定有價證券維持一定價格，不論其買入價格是否屬於絕

對高價，既足使該有價證券維持在一定價位，即具抬高價格之實質效果，並已破壞決定價格之市場自由機制，同屬上開規定所禁止之違法炒作行為，因此，以當日最高價格、高於平均買價、高於前盤揭示價格等「相對高價」買入者，自亦合於前揭規定所稱「以高價買入」之情形（最高法院112 年度台上字第3 、5 號判決意旨參照）。是以「高價」之認定，既不限於以漲停價、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，只要為達特定操縱股價目的而為之交易價格即謂之。亦即所謂「高價」，則專注在行為人委託買入股票之特定時點，該股票市場價格之「相對高價」為何，只要足以藉由股價揭示而引誘市場投資人競價追高或不壓低殺出之價格，即屬「高價」。是以漲停價委託買入固毋庸論，即以高於前一盤揭示成交價之價格或任何足以「維持股價不墜」、「護盤」之價格委託買進，均屬本款所稱之「高價」。至於行為人以漲停價或以高於前盤揭示成交價、但在最佳五檔範圍內之「高價」委託買進，其意圖究係法所不罰之「為優先成交」，或係為法所禁止之「為操縱股價」，則屬行為人主觀意圖問題，須綜合各方事證判斷，但並非謂只要是在最佳五檔揭示範圍內之委買價格，即非屬「高價」，否則無異承認炒股者得以「較前盤成交價稍高」之價格分拆多筆委託買進，引誘投資人競價成交而逐步墊高股價，但仍得以逸脫「以連續高買炒股」之禁止規範（臺灣高等法院107 年度金上重訴字第29號判決亦同此見解）。又按我國股票交易撮合係採「集合競價」方式，而成交價格決定原則為「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，且決定價格之買進申報與賣出申報至少一方須全部滿足」者，並訂有「五檔揭示制度」，於每盤撮合成交後，揭露未成交最高五檔買進及最低五檔賣出之申報價格與其張數，提供投資人更充分的資訊作為買賣決策參考，而「揭示委賣最低價」（即所謂外盤價）係指經撮合後在無其他新增之市場交易人下，市場上願

01 意委賣之最低價格，而「揭示委買最高價」（即所謂內盤
02 價），則係指經撮合後在無其他新增之市場交易人下，市場
03 上願意委買之最高價格，換言之，當新增之市場交易人以
04 「揭示委賣最低價」（含）以上之價格委買，將使股價進而
05 成交在外盤價（含）以上，而有推升成交價造成盤勢上漲之
06 效果，反之，當新增之市場交易人以「揭示委買最高價」
07 （含）以下之價格委賣，將使股價成交在內盤價（含）以
08 下，而有壓低成交價造成盤勢走跌之效果，故投資人縱以五
09 檔揭示價內之價格委託買賣，亦能達成抬高、壓低股價之目
10 的（最高法院109 年度台上字第5332號判決意旨參照）。

11 3.是以，被告於107年2月21日、2月22日、2月23日、2月26日
12 等連續4 個營業日（2月24、25日為星期六、日）逐日所為
13 之高價委買行為，已符合一定期間內連續多次之謂，而符合
14 「連續」之構成要件。而本案被告之操作方式係以前開所示
15 以「揭示委賣最低價」以上之價格逐日進行委買之方式，進
16 而影響各日之收盤價向上，使107年2月21日、2月22日、2
17 月23日、2月26日等連續4日之收盤價均比當日開盤價高（見
18 甲5-5卷第9至12、381至382頁），自符合「高價」委買之構
19 成要件。且107年2月23日被告林桂馨以國寶服務公司第一金
20 證券帳戶，於上午9時6分17秒以漲停價每股36.15元委託買
21 進1仟股成交，將松崗公司股價拉至當日漲停價36.15元，接
22 近尾盤於同日下午1時13分再以漲停價36.15元委託買進1仟
23 股成交，再於同日下午1時27分續以漲停價36.15元委託買進
24 2仟股未成交（見甲5-5卷第9、381頁），被告林桂馨於相當
25 接近收盤始進行下單，意味尾盤最後5分鐘間所欲進行集合
26 競價之買賣交易人幾近完成委託，委託資訊可能產生之變動
27 幅度降低，被告林桂馨藉由參考當下所揭露之模擬成交價
28 格、成交張數及最佳5檔申報買賣價格、申報買賣張數等交
29 易資訊，做好價量安排，便可近乎完全掌控收盤價格，此際
30 林桂馨只須透過以外盤價以上之「高價」委買單，即可使收
31 盤價符合預期，向上爬升。而107年2月23日松崗公司股票開

01 盤價每股35.95元，收盤價亦確實爬升為每股36.15元（A3卷
02 第301頁）。故被告林桂馨上開交易方式及態樣，顯然係經
03 過刻意安排，而非僅單純之基於投資、經濟上之目的。綜
04 上，被告林桂馨之證券交易行為，符合「連續高買」之客觀
05 交易行為要件，應可認定，被告辯稱委託買進時均參考五檔
06 揭示價進行委託，各日委託買價均在最佳五檔揭示範圍內，
07 自不構成「高價」云云，並不足採。

08 (四)被告具有抬高松崗公司股票價格之「意圖」：

09 1.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
10 價證券，不得有「意圖」抬高或壓低交易價格，自行或以他
11 人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出，而
12 有影響市場價格或市場秩序之虞，其目的在於排除人為操
13 縱、創造虛偽交易狀況與價格假象，使投資大眾因錯誤交易
14 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
15 人公平從事證券交易的機會。又我國證券交易市場電腦撮合
16 採用價格優先原則，較高買進委託優先於較低買進委託，較
17 低賣出委託優先於較高賣出委託，買賣申報價格並有漲、跌
18 停幅之限制，投資人倘無操縱價格的意圖，本於理財決策，
19 為取得優先成交機會而以漲、跌停板價格申報，本身無可課
20 責性，縱使股價因其正當、連續大量高買低賣而漲跌，係交
21 易制度所致，以此處罰投資人，有欠公平。故上開規定所謂
22 「意圖」，應以行為人主觀上有影響有價證券交易價格、製
23 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
24 買入或賣出股票，利用價差謀取不法利益的意圖為必要；對
25 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
26 除在上開規定禁止行為之外，以免阻礙正當投資意願，影響
27 經濟活動。又對於不法炒作行為之客觀構成要件，除「自行
28 或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣
29 出」外，且須判斷行為人「連續以高價買入或以低價賣出」
30 的特定行為，是否已引起「足以使其他投資人誤解集中交易
31 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年度台上字第778號判決意旨參照）。

2.此外，行為人主觀上是否具有上開操縱股價之意圖，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年度台上字第597號判決意旨亦同。其中所謂「變態交易」手法甚多，具體言之包括大量、連續「相對成交」（僅反覆發生「證券交易稅」及「手續費」之額外成本但無任何獲利），及「低價委買後，於價格下跌時取消委託」、「取消委託後立即再以相同價格委買」或以此「取消後委買、委買後再取消、嗣又再次委買」之手法反覆操作（徒然一再喪失「時間優先」之委買優勢）等手段；此等極端不合理且根本無法提出合理解釋之交易行為，自可作為推論行為人主觀上確有操縱股價意圖之重要情況證據。此外，行為人於偵審中自白犯罪，或行為人與他人通訊對話中自承、供述其有操縱股價之行為、謀議、計畫或結果等供述內容，亦得與前述「變態交易」或「不合理交易」等其他直接或間接證據交互補強，作為認定行為人主觀上確有人為操縱股價意圖之重要證據，亦不待言。

3.觀之被告於偵訊時供稱：「（朱國榮有無指示你以林郁芬、李勁節、劉慶珠、鄧永平、張輝明、葉麗鳳的股票交易帳戶賣出松崗公司股票？）朱國榮有指示我，但他都是講一個大概的價格。我回想起來確實有以林郁芬的股票交易帳戶賣出松崗公司股票。朱國榮會看當天松崗公司的股價，告知我

『松崗公司股票不錯，可以賣了』，會告訴我大概的價格，但我現在已經忘記他跟我講的價格了。我便在盤中以李勁節及劉慶珠的股票交易帳戶，以『掛限價賣單』的方式賣出，因為鄧永平、林郁芬是大股東，買賣松崗公司股票要提前3天或5天向櫃臺買賣中心申報欲賣出的數量，申報後的一個月為限，且有限制每天的成交量只能是資本額的千分之二，以松崗公司來說，就是大股東每天只能買或賣46張，所以我以鄧永平、林郁芬的股票交易帳戶賣出松崗公司股票，都是每天在盤中以『掛限價賣單』賣出各46張。」、「（你有無向葉麗鳳借股票交易帳戶來買賣松崗公司股票？係那一個證券公司帳戶？為何你手頭上已經有許多股票交易帳戶，仍要再多借一個股票交易帳戶？）有，我有跟葉麗鳳借他的群益股票交易帳戶來買賣松崗公司股票，借的時間我忘記了，我主動打電話給她約見面，請她借我一個股票交易帳戶，葉麗鳳不久後便拿了一個她現有的群益證券股票交易帳戶的交割銀行存摺、集保存摺及印章給我，交給我使用，我就叫張純義用葉麗鳳的帳戶幫我下單買賣松崗公司股票至於借用葉麗鳳的股票交易帳戶原因，是因為朱國榮要求我再多借一個股票交易帳戶，朱國榮沒有跟我多說什麼，我向葉麗鳳借到此股票交易帳戶後，後來朱國榮便指示我用此帳戶買進及賣出松崗公司的股票。」、「（你有無想要跟張純義借帳戶買賣松崗公司的股票？）有。我有跟他借過，但是他沒有借我。」、「（林玉枝為何會買進松崗公司股票？）是我跟林玉枝說的，我跟林玉枝說『松崗公司股票可以買』，然後她就買進了。因為是自己家人，所以報名牌給他。」等語（見B1卷第455至463頁）；再參以證人即同案被告朱國榮於偵查中陳稱：「（你有無於000年0月間出脫松崗公司股票？）有的，我是看到當時松崗股票的股價不錯，我就指示秘書林桂馨轉告財務部可以出脫松崗公司股票，沒有特殊目的，只是單純財務操作。」、「（你有無要求林桂馨以何價位出脫松崗公司股票？）基本上只要每股股價達30幾塊以上，都可以

01 出售，並沒有要求林桂馨一定要將股票賣在何種價位。」、
02 「（你前述你指示林桂馨轉國寶服務公司及福座公司財務部
03 出脫松崗公司股票，該些公司股票係自何人股票帳戶出
04 售？）只要是那段期間國寶服務公司及福座公司等出脫之松
05 崗公司股票，就是我指示林桂馨辦理的，另外我們有出脫劉
06 慶珠名下松崗公司股票，因為劉慶珠的名下股票也是國寶服
07 務公司及福座公司的財務部管理，只是登記在劉慶珠名
08 下。」、「我之前的確有跟林桂馨講，松崗公司股票如果達
09 到30幾塊，就可以出售了，只是我於107年2、3月間指示林
10 桂馨出售松崗公司股票，我有查詢股價，發現價格不錯，所
11 以就指示林桂馨出脫松崗公司股票。」等語（見B1卷第407
12 至409頁）。是以，被告有代管理如附表1所示登記在林郁
13 芬、李勁節、劉慶珠、鄧永平、張輝明、葉麗鳳等帳戶中松
14 崗公司股票，並依據同案被告朱國榮指示，在107年2、3月
15 間賣出股票。

- 16 4.再據證人張純義於偵查中證稱：「（106年後你有無自行或
17 協助交易過松崗公司的股票？）我自己本身從來沒有交易過
18 松崗公司的股票，我印象中106年後唯一交易松崗股票這件
19 事情是某一天早上林桂馨用LINE請我直接到國寶集團10樓的
20 辦公室去找她，但我忘記是哪一天了，我到公司後，林桂馨
21 就向我表示她們集團的松崗公司股票一直都沒有量，當時一
22 天的交易量大概都只有十幾二十張左右，林桂馨說要活絡這
23 支股票，並問我有無人頭帳戶可以讓她們下單進行買賣，我
24 當時因為她們是我的客戶，不方便當場拒絕，所以當場向林
25 桂馨表示我回去想想看，回去之後我自己覺得不妥，所以就
26 婉拒了林桂馨的請求，大約過了一禮拜左右，林桂馨就LINE
27 我向我表示關於人頭帳戶她找了葉麗鳳來幫忙，由葉麗鳳提
28 供人頭帳戶進行交易，要我跟葉麗鳳連繫，因為要用葉麗鳳
29 的帳戶進行交易並活絡松崗公司這檔股票，所以必須要葉麗
30 鳳提供給我她的身分證字號、帳戶及密碼，我再下載群益下
31 單軟體，並在下單軟體上建立葉麗鳳的證券帳戶資料方便下

單，所以葉麗鳳就用LINE將這些資訊包括密碼交給我。我處理好葉麗鳳的下單證券證戶後，都是由林桂馨打LINE電話給我，一開始是告訴我要用多少價格及多少數量以葉麗鳳的帳戶去買進松崗公司的股票，後來等到要出脫松崗公司的股票時，林桂馨就是直接用打電話給我下單的方式，要我用喜旺公司賣出大股東的松崗公司股票部位，並告訴我要用多少價錢及多少數量做賣出，因為喜旺公司是國寶集團正常開戶的公司，因為屬於比較正常的交易，因為屬於正常交易，所以不怕證券下單交易時電話錄音，所以林桂馨才敢直接電話打我證券公司的電話給我，就會有下單交易的錄音了，不像林桂馨找了葉麗鳳人頭帳戶來買賣松崗公司的股票，這屬於不是很正常的交易，所以都是打LINE給我請下單。我106年後就只有依照林桂馨的指示，使用葉麗鳳的人頭帳戶及喜旺公司的帳戶進行松崗公司的股票交易，此外都沒有再交易過松崗公司的股票了。」、「我忘記當時林桂馨當時要我用多少價格買進松崗公司的股票，若貴處查到是漲停價，那應該就是漲停價，而林桂馨一開始就只有跟我說要松崗公司是國寶集團下的子公司，交易量一直都很少，所以希望活絡松崗公司股票，具體要做什麼事情並沒有特別跟我說，我也不方便去細問，當我用人頭帳戶去交易不是很對勁，若是正常交易直接用國寶集團旗下公司下單交易即可，而林桂馨一開始要我用葉麗鳳的帳戶交易松崗公司股票，都是以買進為主，後期價格上來之後才將葉麗鳳帳戶內的松崗公司賣出，另外林桂馨要我用喜旺公司的帳戶交易松崗公司股票則只有賣出交易，並沒有買進交易。」、「（經本處調查107年2月12日過年後之次一交易日2月21日，係由你透過IP位址101.10.83.44使用葉麗鳳設於群益證券南京分公司205463號證券帳戶，且係以當日漲停價29.95元網路下單買進4張松崗公司股票，致當日股價自每股28.5元上漲至29.95迄收盤；影響了當日松崗公司股票的價格，直接以漲停板作收，此外，在107年2月26日當天陸續以接近漲停的39.6左右價格買

01 進8000股的松崗公司股票，當日松崗公司股票也是跳空收高
02 在漲停價39.75元，為何要如此操作松崗公司的股票？）基
03 基本上如我前述，當初林桂馨說要活絡松崗公司的股票，至於
04 這些價格跟數量都是林桂馨打LINE電話給我要我依照她給的
05 數量價格去下單，每一次買進賣出都是依照她的指示去做下
06 單買賣。」等語（見B2卷第365至374頁）。是證人張純義於
07 偵查中明確證稱被告林桂馨為「活絡」松崗公司股票，而在
08 106年間即向其借用人頭帳戶，其因覺得不妥而拒絕之，嗣
09 後被告林桂馨表明已找到葉麗鳳借用帳戶。

10 5.至於證人張純義固於本院審判中證稱：活絡這個字眼就是所
11 謂的交易，並不代表什麼意思等語（見甲4卷第422頁），然
12 證人張純義同時本院審理時證稱：「（剛才檢察官提示的筆
13 錄，你說你不太確定活絡是誰講的，在你們對談當中還有其
14 他人在場嗎？）我記得就我們兩個。」、「（所以現在檢察
15 官提示給你你在偵查中所講的筆錄，提到說林桂馨要活絡這
16 支股票，這句話是正確的？）我也忘記到底是誰講的。」、「
17 「（不是林桂馨講的就是你講的？）對。」、「（是你講的
18 還是林桂馨講的？）好像是林桂馨講的吧。」等語（見甲4
19 卷第423頁）。則證人張純義於本院審理時，針對其偵查中
20 已明確陳明被告林桂馨有向其稱要活絡松崗公司股票一情，
21 先推說已經忘記是誰講的，經再次向其確認後才證稱當時並
22 無其他人在場，應該是被告林桂馨所說，足見其於審理中不
23 無迴護被告林桂馨之意。況且，證人張純義於本院審理時亦
24 證稱：「（當時你跟檢察官說『大概過了一個禮拜左右，林
25 桂馨就LINE我，向我表示關於人頭帳戶他找了葉麗鳳來幫
26 忙，由葉麗鳳提供人頭帳戶進行交易，要我跟葉麗鳳聯
27 繫』，這件事情是否屬實？）屬實。」、「（能否說明當時
28 情形為何？）林桂馨就是跟我說葉麗鳳的帳戶丟給我，然後
29 叫我跟他聯絡葉麗鳳的帳密，然後他會從這邊下載，用LINE
30 下載。」、「（當時你說『我處理好葉麗鳳的下單證券之
31 後，每次都是由林桂馨打LINE電話給我，一開始是告訴我用

多少價格及多少數量，以葉麗鳳的帳戶去買進松崗公司的股票，後來等到要出脫松崗公司股票時，林桂馨就是直接用LINE電話打給我下單的方式，要我用喜旺投資股份有限公司賣出大股東的松崗公司股票部分，並告訴我要用多少價格及多少數量做賣出，因為喜旺公司是國寶集團正常開戶的公司，屬於比較正常的交易，因為屬於正常交易，所以不怕證券下單交易時電話錄音，所以林桂馨才敢直接電話打我證券公司的電話給我，就會有下單交易的錄音，不像林桂馨找了葉麗鳳人頭帳戶來買賣松崗公司的股票，這屬於不是很正常的交易，所以都是打LINE給我請下單』，這是你於偵查中所述，是否屬實？）是的。」等語（見甲4卷第424至425頁）。則證人張純義於本院審理時亦證稱被告林桂馨要以葉麗鳳之帳戶下單時，因為並非正常交易，都是打LINE電話請其下單。綜此，堪認被告林桂馨為「活絡」松崗公司股票，始向葉麗鳳借用帳戶，且因非屬正常交易，在請證人張純義下單時都是使用LINE電話。

6.再徵之證人葉麗鳳於偵查及本院審理中證稱：我在群益證券任職期間認識客戶林桂馨，因為她幫我介紹很多客戶，讓我增加業績，算是很照顧我，我和她算是熟識的朋友，在我離職之後一直保持聯絡，有一次林桂馨向我表示她想要用他人帳戶購買松崗公司股票，我想說就把我的帳戶借給林桂馨使用，後來的股票交易買賣並非由我本人操作，但林桂馨曾向我表示因為我借帳戶，林桂馨的老闆想要給我一個紅包致謝，被我婉拒了等語（見B2卷第414至417頁；甲4卷第437至440頁）。上開借用帳戶之過程，經核與被告林桂馨所述相符（見B1卷第442頁），再綜合證人張純義前揭證述，堪認被告林桂馨為買賣松崗公司股票，先向張純義借用帳戶未果，復向葉麗鳳借用其帳戶。

7.是以，被告林桂馨雖辯稱係同案被告朱國榮告知可以賣股票之時間，其即將所管理之股票賣出云云，同案被告朱國榮則辯稱其是看到當時松崗股票的股價不錯，就指示被告林桂馨

轉告財務部可以出脫松崗公司股票，沒有特殊目的，只是單純財務操作云云。然而，於松崗公司股票自107年1月25日至2月9日共計12個交易日成交量均為0，且股價僅27.25元，其後之交易日即107年2月21日起至107年2月26日，被告林桂馨以葉麗鳳之群益證券南京分公司205463號證券帳戶、利用不知情之林玉枝以國泰綜合證券股份有限公司松江分公司88982號證券帳戶、以國寶服務公司之第一金證券股份有限公司經紀部60858號證券帳戶，分別以漲停價或接近漲停價委託買進並成交，逐日拉抬股價，至107年2月26日松崗公司股票價格已上漲至每股39.75元，如前所述，則同案被告朱國榮所謂松崗公司「股價不錯」、「可以賣」，乃係被告林桂馨及朱國榮利用松崗公司幾無交易量之狀態，而以人頭帳戶高價委託買入少量股票，使松崗公司股價達到大幅提高所致。否則，松崗公司股票在107年2月21日前，已經計12個交易日成交量均為0，且按櫃買中心松崗公司交易分析意見書所載，松崗公司股價於分析期間（107年2月12日至107年4月20日）漲幅為170.83%，遠高於同類股之漲幅17.76%，以及櫃買市場指數漲幅8.57%（見A3卷第255頁），松崗公司股價亦與同類股走勢相異。另被告林桂馨雖辯稱係同案被告朱國榮告知松崗公司股價不錯，可以賣了，其並無操縱股價犯意云云，惟同案被告朱國榮究竟對被告如何指示，被告並無法提出相關文件、對話錄音或通訊軟體對話記錄等積極證據加以證明，故被告上開辯稱其都是聽從同案被告朱國榮之指示，並無操縱股價犯意乙節，自有疑義。又即便是如被告所述朱國榮確有指示松崗股價不錯可以出售，然被告於接獲朱國榮之指示後卻未即刻進行出售松崗公司股票，反而先以上開「連續高價委買」之抬高松崗公司股價行為後，再於107年3月5日至000年0月00日間利用其所控制之福座開發股份有限公司等11個證券帳戶出售松崗公司股票，顯見被告與同案被告朱國榮並非僅係單純出售松崗公司股票，而是意圖以高價大量賣出松崗公司股票牟利，先利用葉麗鳳、國寶服

01 務公司等頭帳戶連續以高價買入松崗公司股票，以造成該
02 股票交易活絡之表象，待成功拉高股價後再賣出原本即大量
03 持有之松崗公司股票以牟利，堪認被告林桂馨應有意圖抬高
04 股價之主觀犯意甚明。

05 8.末被告林桂馨雖辯稱：「（國寶服務公司於107年3月5日前
06 持有九百多張松崗公司股票，且朱國榮已於000年0月間指示
07 你開始將松崗公司股票賣出，為何你於107年2月23日要以接
08 近當天松崗公司股票漲停之價格購買3張松崗公司股票？原
09 因為何？）我當時是參考松崗公司買賣盤的五檔揭示價格及
10 數量來決定買進，我也看好松崗公司未來的發展，至於確切
11 的買進原因我已經不記得了。」云云（見A1卷369頁）。然
12 查，依臺灣集中保管結算所股份有限公司112年1月11日保結
13 他字第1110025839號函附件所示（甲3卷第335頁），林桂馨
14 所管理之帳戶，於107年2月12日持有松崗公司股票狀況為：
15 喜旺投資股份有限公司5,300,000股、鄧永平4,019,367股、
16 林郁芬4,500,000股，國寶服務（股）933,134股（含融資
17 100,000股）、葉麗鳳129,000股、李勁節23,576股、振創股
18 份有786,673股、張輝明230,250股、碁和投資股份有限
19 122,130股、福座開發股份有限490,000股、劉慶珠26,524
20 股，合計11名內部人掌控持股為16,551,654股，佔總發行股
21 數23,098,370股（A3卷第251頁）之71.66%。上開帳戶既均
22 係被告林桂馨管理，且經同案被告朱國榮指示應予出售，難
23 認被告林桂馨何以需要繼續少量以漲停價或接近漲停價委
24 買。更徵被告林桂馨本案確有抬高松崗公司股票價格之「意
25 圖」無訛。況被告林桂馨對證人葉麗鳳稱因其出借帳戶，故
26 林桂馨之老闆要包紅包答謝證人葉麗鳳，此經證人葉麗鳳證
27 述在卷，被告林桂馨卻又稱「葉麗鳳群益證券帳戶的松崗公
28 司股票是屬於我本人所有」（見A1卷第371頁），如葉麗鳳
29 帳戶股票確係被告林桂馨所有，何必由被告林桂馨之老闆即
30 同案被告朱國榮包紅包給葉麗鳳作為答謝？且證人葉麗鳳於
31 偵查中亦證稱：「該次他們把松崗股票出售後，林桂馨有打

01 電話給我說他們公司會計會跟我會合請我去銀行把中信銀行
02 帳戶內的錢領出來開銀行支票交給他們公司會計，我記得當
03 時是把帳戶內的錢都領出來，整數的部分是開銀行支票而零
04 頭部分則是現金都交給他們公司的會計，我是先到忠孝西路
05 一段50號10樓外的會客室等該公司會計，我只知道那裡是國
06 寶集團，但我不曉得那裡是集團內的那個公司，我就是在那
07 邊和他們公司會計會合，我應該還有打電話跟林桂馨確認那
08 是他們公司會計後才出發領錢，領完錢後我還陪該公司會計
09 回到忠孝西路一段50號10樓看鑲會計進去他們公司後我才離
10 開，因為我也怕弄錯，到時候我賠不起。」等語（見B2卷第
11 416頁）。是證人葉麗鳳最後將帳戶內出售股票款項領出，
12 係交給國寶集團之公司會計，亦非直接轉入被告林桂馨私人
13 帳戶，更徵被告林桂馨前後所述與證人不合，其所述之真實
14 性無足採信。

15 (五)被告於此本案分析期間之股票交易行為，確有影響市場價格
16 或市場秩序之虞：

17 1.證券交易法第155條第4款違法炒作股票罪之成立，除應考量
18 上開法條所定構成要件外，對於行為人連續以高價買入或低
19 價賣出特定有價證券行為，客觀上是否有致使該特定有價證
20 券之價格，不能在自由市場供需競價下產生之情形，亦應一
21 併考量。亦即本罪之成立，固不以該特定有價證券價格是否
22 產生急遽變化之結果，或實質上是否達到所預期之高價或低
23 價為必要。但仍須考量其行為客觀上是否有致該特定有價證
24 券之價格，不能在自由市場因供需競價而產生之情形存在，
25 始符合本罪之規範目的。是行為人是否成立本罪，自應就其
26 連續以高價買入或低價賣出特定股票行為，如何導致該股票
27 在市場買賣競價上產生異常及影響股價異常（如盤中成交價
28 振幅、成交價漲跌百分比、盤中週轉率、成交量、收盤價漲
29 跌比等），就其判斷標準，予以說明（最高法院106年度台
30 上字第2184號判決意旨參照）。

31 2.經查，依本案被告於操縱股價期間之交易行為觀之，被告之

買進數量占總成交量比重甚高，於本案所認定連續高價拉抬之4日中，107年2月21日以葉麗鳳之證券帳戶成交共計4仟股，占總成交量7仟股之57%，當日松崗公司股票開盤價每股28.5元，收盤價每股29.95元（甲5-5卷第9、381頁）；107年2月22日利用不知情之林玉枝買入松崗公司股票成交共計5仟股，占總成交量8仟股之62.5%，當日松崗公司股票開盤價每股32.85元，收盤價每股32.9元（甲5-5卷第9、381頁）；107年2月23日以國寶服務公司之證券帳戶成交共計3仟股，占總成交量12仟股之25%，當日松崗公司股票開盤價每股35.95元，收盤價每股36.15元，此外另有當日上午9時5分23秒以每股32.15元委託買進1仟股，旋即於7秒內取消，再於同日上午9時5分34秒以每股35.15元委託買進1仟股，旋於36秒內取消，續於同日上午9時6分以漲停價每股36.15元委託買進1仟股成交，將松崗公司股價拉至當日漲停價之行為（甲5-5卷第9、381頁）；107年2月26日以葉麗鳳之證券帳戶成交共計5仟股，占總成交量20仟股之25%，當日松崗公司股票開盤價每股39.6元，收盤價每股39.75元（甲5-5卷第9至12、381至382頁）；換言之，上開4日尾盤收盤價格之產生及決定，應可認係由被告之高價委託交易所影響，顯然被告上開行為已足以讓松崗公司股票在價格上創造維持不墜之穩固支撐，致使松崗公司股票價格，無法在自由市場供需競價下產生之情形。亦即被告連續高買之交易行為，顯足使投資人誤解松崗公司股票交易狀況，並影響、干擾松崗公司股價依市場公開資訊自然形成價格機能之可能性，是「有影響松崗公司股價或市場秩序之虞」，至堪認定。

3.107年2月21日上午被告林桂馨以葉麗鳳之證券帳戶以漲停價29.95元委託買進4仟股成交，業如前述，又松崗公司股票於當日即107年2月21日9時23分及10時3分因前盤成交價均為28.5元，而當盤試算成交價均為29.95元，價格偏離百分比為0.05%，經櫃買中心採取盤中瞬間暫停措施等情，有

櫃買中心盤中瞬間暫停措施紀錄1份在卷足參（見甲5之5卷第651至653頁），亦徵被告之行為有影響松崗公司股價市場之虞甚明。

- 4.再者，松崗公司股票於107年2月12日至4月20日間計有2月23日、2月26日、2月27日、3月1日、3月2日、3月5日、3月6日、3月7日、3月8日、3月9日、3月26日、3月27日、3月28日及3月29日等14日經櫃買中心公布注意交易資訊；107年2月27日、3月5日、3月8日、3月29日等4日經櫃買中心公布處置等情，有櫃買中心製作之松崗公司股票交易分析意見書乙份在卷足稽。本案所認定連續高價拉抬之4日中107年2月23日經櫃買中心公布注意交易資訊「收盤價36.15元。最近六個營業日（含當日）累積之最後成交價漲幅達39.48 %（第一款）」、107年2月26日經櫃買中心公布注意交易資訊「收盤價39.75元。最近六個營業日（含當日）累積之最後成交價漲幅達49.43%（第一款）」，且107年2月26日之翌日即107年2月27日經櫃買中心公布注意交易資訊「收盤價43.7元。最近六個營業日（含當日）累積之最後成交價漲幅達59.36%（第一款）」，並經櫃買中心公布處置「因連續3個營業日（107年2月23、26、27日）達本中心作業要點第4條第1項第1款經本中心公布注意交易資訊，爰自107年3月1日起10個營業日（107年3月1日至107年3月14日，如遇休市、有價證券停止買賣、全日暫停交易則順延執行）改以人工管制之撮合終端機執行撮合作業（約每5分鐘撮合1次），各證券商於投資人每日委託買賣該有價證券數量單筆10交易單位或多筆累積達30交易單位以上時，應就其當日已委託之買賣，向該投資人收取全部之買進價金或賣出證券。信用交易部分，則收足融資自備款或融券保證金。但信用交易了結及違約專戶委託買賣該有價證券時，不在此限」等情，有櫃買中心上櫃公布注意股票資訊及上櫃處置有價證券資訊1份在卷足參（見甲5之5卷第646、650 頁），亦徵被告前開連續高價委託交易之行為，確實已有影響市場價格或市

場秩序之虞情形。

(六)又被告雖辯稱其若係炒作股票，不會僅有委買少量張數，顯見並無影響松崗公司股票價格之行為及意圖云云，然因松崗公司股票於107年2月21日前每日成交量多在10張以內，甚至經常有單日「零」成交量之情形，交易量甚少，被告只要利用少量高價委託交易便可影響松崗公司股票價格，但此與證券市場應係一個自由、公開之交易市場，其價格應係依據證券市場上供給與需求之關係而自然形成，若藉由人為操作之外力，干預市場的供給面或需求面，勢必將間接影響證券市場之交易價格，破壞市場價格與供需平衡法則之形成關係，與證券市場之設計目的相悖，自應予以非難，此觀最高法院105年度台上字第2173號判決即指出「按證券交易法第一百五十五條第一項第四款規定，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」，亦為相同見解之認定即明。基上，被告為求以高價賣出松崗公司股票牟利，乃於107年2月21、22、23、26日連續4日（24、25日為星期六、日）逐日以「連續高價委買」之影響股價方式，意在影響松崗公司股價，客觀上亦使松崗公司股價從107年2月21日逐日上漲至107年2月26日收盤價每股39.75元，短短4個交易日即讓松崗公司股價上漲12.5元，確有影響松崗公司股價市場之虞，是被告應有證券交易法第155條第1項第4款之連續高買犯行，應可認定。

01 (七)本案因犯罪獲取之財物或財產上利益之說明：

02 1.被告林桂馨於上開107年2月21日至同年2月26日連續高買松
03 崗公司股票後，成功活絡並拉抬原本無交易量之松崗公司股
04 價，將松崗公司股價自107年2月12日收盤價27.25元拉抬至
05 107年2月26日收盤價39.75元。被告林桂馨雖未於該段時間
06 出售松崗公司持股，然操作價格之行為人於價格成功拉抬後
07 高價倒貨給市場以實現獲利，為行為人操縱價格之主要目
08 的，更是炒作之重要步驟，多屬操作行為之一部分，故被告
09 操作股票期間認應截至將持有之單位數多數賣出之主要賣出
10 日末日（臺灣高等法院110年度金上重訴字第23號判決）。
11 又因本案另有同案被告鄭光育等人以「RedDragon」群組炒
12 作松崗公司股票，在缺乏確切證據足以證明107年2月26日之
13 後股票上漲與被告林桂馨亦有關聯之情形下，應僅以107年2
14 月21日至同年2月26日股票上漲之價差作為認定炒作之獲
15 利。

16 2.又被告林桂馨及同案被告朱國榮實質掌控之11個帳戶，合計
17 持股16,551,654股，如將全數持股併予計入本案因犯罪獲取
18 之財物或財產上利益，因市場未必有足夠之委買量，恐與實
19 際真正獲利情形相距甚大，而未切實際。是本院認應以被告
20 林桂馨及同案被告朱國榮實質掌控之11個帳戶內於該段炒作
21 交易期間出售之股票數量（即107年3月5日至107年4月17
22 日），乘上在107年2月21日至同年2月26日股價上漲之差額
23 （即12.5元），即為其等因犯罪獲取之財物或財產上利益，
24 合計49,603,588元（計算方式如附表2所示）。

25 (八)綜上所述，被告林桂馨上開意圖抬高松崗公司股價，而自行
26 或以他人名義對該股票連續以高價買入，足以影響市場秩序
27 犯行，事證明確，洵堪認定，應予依法論處。

28 參、論罪科刑

29 一、核被告林桂馨所為，係違反證券交易法第155條第1項第4款
30 之對於在證交所上市之有價證券，不得意圖抬高、壓低集中
31 交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對

01 該有價證券，連續以高價買入及以低價賣出，而有影響市場
02 價格或市場秩序之虞；然其因犯罪獲取之財物未達1億元，
03 應依同法第171條第1項第1款規定論處。上開犯行，被告林
04 桂馨及同案被告朱國榮有犯意聯絡及行為分擔，應論以共同
05 正犯。被告林桂馨利用不知情之林玉枝實行本件犯行，為間
06 接正犯。

07 二、又按證券交易法第155條第1項第4款所規定之操縱行為，本
08 以行為人須有多次意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證
09 券之交易價格，連續高買低賣某種上市有價證券之交易價
10 格，始符合各該犯罪之構成要件。而且，因集中市場流通機
11 制，股價操縱不易，常非以單一買入或售出行為所能操縱，
12 而須接續一段時間以高比例大量交易始能完成。被告林桂馨
13 於其炒作松崗公司股票期間，主觀上係基於單一操縱同一公
14 司股價之犯意，在分析期間內之所有交易行為，旨在促成其
15 等非法操縱股價犯行之一部分，多次交易舉動之時間密接，
16 犯罪構成要件相同，各舉動之獨立性薄弱，依一般社會通念
17 難以強行分離，其就松崗公司所為多次高買低賣操縱股價行
18 為，應各包括於一罪評價論以接續犯。

19 三、爰以行為人之責任為基礎，審酌被告林桂馨為謀取私利，依
20 照同案被告朱國榮之指示，與之共同以連續高買股票等方
21 式，操縱松崗公司股價，製造該股交易活絡之假象，引誘不
22 知情之投資大眾買進交易，破壞證券市場交易機制，混淆投
23 資人判斷及市場供需價格，所為應予非難；被告炒作股價行
24 為，致松崗公司股價大幅上漲，被告管理之帳戶因而獲致犯
25 罪所得共計4,960餘萬元，對股票公開交易市場秩序及投資
26 人對公平交易市場之信心，已生相當嚴重之危害；並斟酌被
27 告於本案偵查及審理階段，對於操縱股價犯行，均矢口否認
28 犯行且飾詞推諉，均未見有任何悔意；暨斟酌被告自陳學歷
29 為五專畢業，擔任過證券公司營業員，亦曾任職國寶集團，
30 目前已經退休沒有收入，用過去存款投資股票維生，無需要
31 扶養的家人之家庭生活狀況等一切情狀，量處如主文所示之

刑。

四、起訴意旨認為被告另涉犯證券交易法第155條第1項第5款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部分，然被告係共同以連續高買股票方式，操縱松崗公司股價，業如前述，本案尚乏證據證明被告另有相對成交之操縱行為，然此部分如果成立犯罪，核與前揭經論罪科刑之操縱股價罪部分，有實質上一罪之關係，是本院就此部分，不另為無罪之諭知。

五、不予沒收之說明

被告林桂馨於偵查中陳稱：松崗公司股票之買賣都是由朱國榮下指示給我，我再交代帳戶的受任人執行下單動作，我只是管理等語（見B1卷第457至462頁），經核與同案被告朱國榮所述大致相符（見B1卷第392至411頁），是本案炒作松崗公司股票所獲得利益，應非被告林桂馨所實際控制支配，且依卷內事證亦無積極證據足認被告林桂馨有因本件操縱股價犯行，而實際獲得任何不法利益，本院自無從宣告沒收，附此敘明。

據上論斷，應依刑事訴訟法第299條第1項前段，判決如主文。

本案經檢察官林俊廷提起公訴，檢察官王正皓到庭執行職務。

中 華 民 國 113 年 9 月 12 日

刑事第十九庭 審判長法官 江俊彥

法官 何孟璉

法官 許芳瑜

上正本證明與原本無異。

如不服本判決應於收受送達後20日內向本院提出上訴書狀，並應敘述具體理由；其未敘述上訴理由者，應於上訴期間屆滿後20日內向本院補提理由書（均須按他造當事人之人數附繕本）「切勿逕送上級法院」。

書記官 呂欣穎

中 華 民 國 113 年 9 月 13 日

01 附表1 松崗公司內部人107年2月12日持有股數整理表

02 附表2 林桂馨管理帳戶107年3至4月出售持股情形

03 附件：本案卷宗代號對照表

04		
05	代號	案號
06		
07	A1	108年度偵字第13168號
08		
09	A2	108年度偵字第15576號
10		
11	A3	109年度偵字第305號（卷一）
12		
13	A4	109年度偵字第305號（卷二）
14		
15	B1	108年度他字第1504號（卷一）
16		
17	B2	108年度他字第1504號（卷二）
18		
19	B3	108年度他字第1504號（卷三）
20		
21	B4	108年度他字第1504號（卷四）
22		
23	C1	109年度查扣字第410號
24		
25	C2	109年度查扣字第416號
26		
27	C3	109年度查扣字第693號
28		
29	C4	108年度警聲扣字第12號

01		
02	C5	108年度聲他字第1399號
03		
04	C6	109年度限出聲一字第22號
05		
06	C7	109年度限出延一字第12號
07		
08	D1	108年度聲扣字第14號
09		
10	D2	臺灣高等法院108年度抗字第990號
11		
12	D3	109年度聲字第1970號
13		
14	D4	109年度聲羈字第343號
15		
16	D5	109年度聲他字第2127號
17		
18	D6	110年度聲他字第24號
19		
20	D7	110年度聲他字第106號
21		
22	D8	110年度聲他字第162號
23		
24	D9	110年度聲他字第592號
25		
26	D10	110年度聲他字第638號
27		
28	D11	110年度聲他字第167號
29		
30	D12	110年度聲他字第866號
31		

01	D13	扣押物編號B39-1顏雅蕙電子郵件
02		
03	D14	扣押物編號 L2-13 陳淑嫻 line 與 reddragon
04		聊天記錄
05		
06	D15	扣押物編號B-37開戶紀錄表
07		
08	甲1	110年度金重訴字第6號卷一
09		
10	甲2	110年度金重訴字第6號卷二
11		
12	甲3	110年度金重訴字第6號卷三
13		
14	甲4	110年度金重訴字第6號卷四
15		
16	甲5	110年度金重訴字第6號卷五
17		
18	甲5-1	櫃買中心函附件一
19		
20	甲5-2	櫃買中心函附件二
21		
22	甲5-3	證交所函附件一
23		
24	甲5-4	證交所函附件二
25		
26	甲5-5	櫃買中心函附件三
27		
28	甲6	110年度金重訴字第6號卷六
29		

01 附錄本案論罪科刑法條全文：

02 證券交易法第155條

03 對於在證券交易所上市之有價證券，不得有下列各款之行爲：

04 一、在集中交易市場委託買賣或申報買賣，業經成交而不履行交
05 割，足以影響市場秩序。

06 二、（刪除）

07 三、意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，與
08 他人通謀，以約定價格於自己出售，或購買有價證券時，使
09 約定人同時為購買或出售之相對行為。

10 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
11 行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價
12 賣出，而有影響市場價格或市場秩序之虞。

13 五、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
14 或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對成交。

15 六、意圖影響集中交易市場有價證券交易價格，而散布流言或不
16 實資料。

17 七、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
18 操縱行為。

19 前項規定，於證券商營業處所買賣有價證券準用之。

20 違反前二項規定者，對於善意買入或賣出有價證券之人所受之損
21 害，應負賠償責任。

22 第二十條第四項規定，於前項準用之。

23 證券交易法第171條

24 有下列情事之一者，處3年以上10年以下有期徒刑，得併科新臺
25 幣1千萬元以上2億元以下罰金：

26 一、違反第20條第1項、第2項、第155條第1項、第2項、第157
27 條之1第1項或第2項規定。

28 二、已依本法發行有價證券公司之董事、監察人、經理人或受僱
29 人，以直接或間接方式，使公司為不利益之交易，且不合營
30 業常規，致公司遭受重大損害。

01 三、已依本法發行有價證券公司之董事、監察人或經理人，意圖
02 為自己或第三人之利益，而為違背其職務之行為或侵占公司
03 資產，致公司遭受損害達新臺幣5百萬元。

04 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1
05 億元以上者，處7年以上有期徒刑，得併科新臺幣2千5百萬元以
06 上5億元以下罰金。

07 有第1項第3款之行為，致公司遭受損害未達新臺幣5百萬元者，
08 依刑法第336條及第342條規定處罰。

09 犯前3項之罪，於犯罪後自首，如自動繳交全部犯罪所得者，減
10 輕或免除其刑；並因而查獲其他正犯或共犯者，免除其刑。

11 犯第1項至第3項之罪，在偵查中自白，如自動繳交全部犯罪所得
12 者，減輕其刑；並因而查獲其他正犯或共犯者，減輕其刑至2分
13 之1。

14 犯第1項或第2項之罪，其因犯罪獲取之財物或財產上利益超過罰
15 金最高額時，得於犯罪獲取之財物或財產上利益之範圍內加重罰
16 金；如損及證券市場穩定者，加重其刑至2分之1。

17 犯第1項至第3項之罪，犯罪所得屬犯罪行為人或其以外之自然
18 人、法人或非法人團體因刑法第38條之1第2項所列情形取得者，
19 除應發還被害人、第三人或得請求損害賠償之人外，沒收之。

20 違反第165條之1或第165條之2準用第20條第1項、第2項、第155
21 條第1項、第2項、第157條之1第1項或第2項規定者，依第1項第1
22 款及第2項至前項規定處罰。

23 第1項第2款、第3款及第2項至第7項規定，於外國公司之董事、
24 監察人、經理人或受僱人適用之。