

【專題二】

證券市場散布流言或不實資料之認定—以 臺灣高等法院 103 年度金上重訴 字第 38 號刑事判決為例

張益輔（證交所專員）

壹、前言

「資訊公開」是證券市場健全的基石。美國聯邦最高法院大法官布蘭迪斯（Louis Brandies）最常被引用的名言「公開是救治現代社會及工業弊病的最佳良藥，陽光是最好的防腐劑，燈光是最有效的警察」，一語道盡「資訊公開」對於證券市場的重要性。

資訊揭露固然有助於促使資本市場成為效率市場，使證券價格反映所有資訊，引導投資人作出最佳判斷。但就如丹麥諺語所言：「有陽光的地方，就有陰影」，德國劇作家歌德（Johann Wolfgang von Goethe）也說：「陽光越是強烈的地方，陰影就越是深邃」。資訊公開立意良善，但反而有可能成為不法行為人用以從事掏空舞弊或操縱證券價格的工具。

就操縱市場論，操縱者利用投資大眾對資訊的渴求，故意散布虛偽不實或未經證實、足以引人錯誤的資訊，類此情形時有所見，上市公司董事長誇大宣傳營收獲利和願景者有之，媒體記者發布不實新聞報導者有之，投顧老師吹噓上市公司業績與股價者有之，券商分析師發布足致誤導之投資評等報告者有之，鄉民網友道聽塗說者亦有之。

有人形容「網路是沒有守門員的言論場」，人人匿名而平等，上市公司內部人或熟

知內情的專業人士匿名爆料，養成一般網友姑妄信之的追逐心態，甚至轉傳分享、加油添醋，助長不實消息的擴散；此外，我國證券市場屬高散戶比例之市場結構，散戶或因無暇理財，或蒐集分析資訊之能力有限，是以聽信股市名嘴、加入股友社，便成為國內特有的「明牌文化」，然而部分不肖投顧老師、媒體從業人員協助公司大股東及主力拉抬出貨，坑殺散戶，不僅時有所聞，近年來更有判決有罪的實務案例。

上述藉由發布不實資訊影響證券價格之手法，又稱「資訊型」操縱行為。過去影響我國證券市場最頻繁的流言，首推「鄧小平死亡」之消息。據統計，民國（以下同）86年2月19日鄧小平逝世前10年間，有關其死亡之消息在我國股市共傳了360次，平均每年36次，每次造謠股市大多應聲下跌，然後又漲¹。姑且不論散布流言者是否有藉機放空或逢低買進有價證券之行為，但若能證實其等確有影響證券價格之意圖，且上開未經證實之傳言亦有影響市場秩序之事實，自有加以處罰之必要²。

我國證券交易法第155條第1項第6款明定，對於在證券交易所上市或在證券商營業處所買賣之有價證券，不得有「意圖影響有價證券交易價格，而散布流言或不實資料」之行為。然查實務上適用本款定罪之實例極少，本款禁止散布流言或不實資料之預期功能似未充分發揮，究其原因，在客觀行為上，行為人所散布之消息是否與客觀事實相符，在判斷上已經有一定程度之困難，再加上表達方式的多樣性，使判斷之複雜度更為增加；在主觀意識上，人的內在心理是相當錯綜複雜的世界，必須藉由客觀事物之觀察，藉以判斷其主觀意思，在判斷過程中產生落差在所難免，因而造成司法機關在證明及定罪上更具困難，實有深入探討之必要。

以下謹就臺灣高等法院103年度金上重訴字第38號刑事判決進行案例介紹與評析，惟應先予聲明者，筆者尊重法官對個案事實認定及依法獨立審判之職權，本文³係依判決書內容整理案例事實及法院見解，並補充市場監視實務經驗與觀點；又上開內容係個人研究心得，不代表服務機關立場。

- 1 林勝安，證券交易法，書泉，2005年3月，頁369；轉引自許展榕，媒體新聞自由與股市操縱行為分際之研究—以散布流言與不實資料為中心，銘傳大學法律學系碩士班碩士論文，2009年6月，頁36。
- 2 張益輔、黃韻禎，證券交易市場操縱行為態樣之探討，臺灣證券交易所99年度專題研究報告，2010年12月，頁255。
- 3 本文內容主要係摘述自張益輔，論資訊型市場操縱—以散布流言或不實資料之實務案例為核心，臺灣證券交易所104年度專題研究報告。

貳、案例事實

本案被告鄭光育、方翔立時任「啟發證券投資顧問股份有限公司」之證券投資分析人員，余世欽係「顧德證券投資顧問股份有限公司」之證券投資分析人員，三人平日均以「證券分析老師」之名義，對外廣招會員，並隨時提供會員有關股票買賣時點及價位之建議；翁秋南係專職從事股票買賣投資之人，且係鄭光育之會員；黃錦章則為鉅富營造有限公司董事，平日亦從事股票之買賣投資。渠等涉嫌聯合操縱佳必琪（佳必琪國際股份有限公司，下稱佳必琪公司）股票和吉祥全（原名訊碟科技股份有限公司，96年間更名為吉祥全球實業股份有限公司，下稱吉祥全公司）股票價格，案經檢察官提起公訴⁴後，第一審⁵及第二審⁶法院判決被告等分別違反證券交易法第155條第1項第4、5、6、7款規定，全案經最高法院撤銷第二審判決，發回臺灣高等法院更審中⁷。

茲因第一審及第二審法院均認定被告等共計2段期間操縱吉祥全股價，另有3段期間操縱佳必琪股價，以下僅就渠等於「佳必琪第三段（98年9月30日起至99年9月1日）期間」違反證券交易法第155條第1項第6款之相關事實經過摘述如下：

一、經查佳必琪股票於上開期間起始日之開盤參考價45.7元，終了日收盤價為113元，漲幅147.26%。該期間該股票價格、同類股指數及加權股價指數走勢如下：



- 4 最高法院檢察署特別偵查組99年度特偵字第11號及第16號、100年度特偵字第1號及第3號起訴書。
- 5 臺灣臺北地方法院100年度金重訴字第5號刑事判決。
- 6 臺灣高等法院103年度金上重訴字第38號刑事判決。
- 7 最高法院107年度台上字第1564號刑事判決。

二、被告等違反證券交易法第 155 條第 1 項各款之違法態樣列表如下：

款次	不法行為人	操縱態樣釋例
第 4 款	鄭光育、翁秋南、方翔立	連續以高於或等於前盤最低揭示賣價乃至漲停價買進佳必琪股票。
第 5 款	鄭光育	連續以相對成交方式製造佳必琪股票在集中交易市場交易活絡之表象。
第 7 款	鄭光育、翁秋南	以「以低價或漲停價委買後，取消買單」或併「立即再以相同價格委買，卻又陸續取消買單」等方式間接影響佳必琪股價。
第 6 款	方翔立、鄭光育	方翔立依與鄭光育討論之結果，在全球財經台「股市吉翔」、「多空大謀略」之節目中，宣講、散布下列有關佳必琪股價及 EPS 故意誇大不實之流言。

三、茲將前述方翔立散布佳必琪股價及每股盈餘（EPS）流言之事實經過列表摘述如下：

日期	散布媒介	訊息內容
99/8/20	全球財經台 「股市吉翔」節目	<p>1. (19:31:16-)：「...我為什麼敢帶我的會員去做買進的一個動作，為什麼我們就是鎖定佳必琪，我們有三支股票佳必琪、中鋼、鴻海，但是我就是一直告訴你我們的主力部隊全部放在佳必琪身上，...」。</p> <p>2. (19:32:34-)：「...這是在香港已經上市開賣的三星，就是三星，為什麼特別提三星，因為三星跟佳必琪有合作嘛！...為什麼在去年初的時候那個三星告訴佳必琪說你要幫我備料！人家早就準備好了，所以我說今天佳必琪的東西他根本不需要自己去做甚麼推銷的動作，他只要他的廠商需要就跟他拿，他沒有品牌，可是他的關鍵零組件確是很重要！...所以你說他是不是一個專利？是不是一個技術？當三星起來的過程當中，這一台電視在香港大概是港幣 68000 元合台幣約 240000 至 270000 元左右。現在單價還高不普及化，這就跟早期電腦很貴同樣的道理，現在電腦四核心的比比皆是，所以東西在貴的時候就代表還沒有量產，中間的價差，我說的價差是股</p>

日期	散布媒介	訊息內容
		<p>價的價差，那就是你要的東西了！... 不要等到已經成熟了... 再來想到甚麼樣的產業、產品或公司是跟 LED TV 有關的，那就太慢了！是現在你就要開始行動！你或許不欣賞佳必琪...，只要我告訴你我去選擇佳必琪不去選擇其他的，... 在台灣做這種 LED 的精密廠就有多少家？技術真的可以和韓、日比嗎？還略遜一籌！還必須要得到國外的技術授權，那每一年在權利金的支付就占了營收的很大負擔，... 我會去找佳必琪的原因，就是因為他這些技術他自己本身有的，...」。</p> <p>3. (19:39:44)：「...所以我們是不是可以假設一件事情，今天三星為什麼要跟佳必琪去訂購這樣的零組件，有沒有可能這一款電視的遙控器其實背後的最大功臣，不管是技術的支援、甚至於合作，有沒有可能是從佳必琪這裡取得的，各位要去思考這件事情，對商業界而言絕對是機密，..」。</p> <p>4. (19:46:07)：「...有人說我就只有 10 萬元，了不起買一張佳必琪，可是你有沒有去想過一件事，如果有一天你的 10 萬元變成 100 萬元，那就是你的第一步起飛阿！...」。</p> <p>5. (19:55:36)：「... 但是我們講說塞翁失馬焉知非福，他失去了這一塊的利潤空間，卻創造更大更龐大的商機，因為他割捨掉了最不賺錢的手機連接線那一塊，轉進到未來能夠幫佳必琪上世界高峰的連韓系、日系都開始在分析的獨有技術，超薄型的排線跟遙控器的專精技術，所以我告訴家等待確實是辛苦的，但是當你看到七大產業，佳必琪的七大產業，未來的七大產業一個一個冒出頭來，正在萌芽茁壯的時候，你就會知道最後你的豐收絕對是甜美的，這也是為什麼我在此時此刻除完權之後居然能告訴我的部分會員這個地方開始做佈局的動作，我說過會輸</p>

日期	散布媒介	訊息內容
99/9/1	全球財經台 「股市吉翔」節目	<p>的仗我們雄師不會打。...」。</p> <p>1. (19:31:01-19:33:23)：「...我之前告訴你倒數 5 天那就是倒數 5 天，我沒有帶任何一個會員上車，但是我告訴你第一階段從這個禮拜三到下個禮拜三開始〈即 9 月 1 日至 9 月 8 日〉，是我們雄師軍團雙獅計畫的第一階段，只要在平盤以下，我們就是 call 訊會出去 ...」。</p> <p>2. (19:33:50-19:34:40)：「...第一階段的策略就是現在，在走的策略，他每天不要給你漲多，就是 1 塊 5、2 塊這樣的漲，每天給你漲 1 塊錢，一個月、兩個月以後〈60 天以後〉，他漲了六十塊錢，所以你這樣去想一件事情，就是最簡單的第一個步驟這個策略當中，兩個月時候他能漲六十塊錢，那我當時會告訴大家的，節目當中不能講的、你們打電話去問的，我相信大家都心知肚明，你們覺得那樣會很困難嗎？」。</p> <p>3. 〈19:55:40-19:56:49〉：「... 一個活生生血淋淋在我旁邊，現在是某一家投顧的老闆，活生生血淋淋的讓我看到一支股票，讓他幾倍幾倍的賺，從原本一個要開計程車的，到現在是一家投顧的老闆身價上億，二、三億的增加，一個大波段的崛起，改變一個人的一生，這就是我們要的，所以我們是將近 3 年多以來，我們一直堅持佳必琪 ... 你今天叫我隨便跟你找一支股票宏達電，我跟你說宏達電可以讓我們翻身致富？你殺了我好了，我怎麼講？他有甚麼可以讓我們翻身致富？沒有！佳必琪有沒有？這七大產業，他現在都是問號，會不會成功？會不會成功？會不會成功？會不會成功？因為都是問號，所以未來會成為驚嘆號，你會有驚訝！因為有了驚訝，股價才會有亮麗的表現，這就是我們要的，11 月 17 日我們會再見面的。」。</p>

參、法院見解與本案評析：

我國股市一直是以散戶為主體的交易市場。近年來隨著外資資金匯入，以及投資理財工具愈趨多元化，本國自然人占集中交易市場成交比重雖逐年下滑，但散戶對市場交易仍具有舉足輕重的影響。考量散戶或無暇理財，或不具專業知識，因此傳播媒體或專業研究機構發布之推薦資訊，往往成為其投資決策之重要參考依據。

依據證券投資信託及顧問法第4條第1項之規定，證券投資顧問係指為獲取報酬，對有價證券之投資或交易事項，提供分析意見或推介建議者，是以證券投資顧問事業具有引導理性投資、提供個人化資產管理服務等功能。尤以電視媒體的時效性、便捷性與普及性，更使證券分析人員（即俗稱之投顧老師）在電視投資理財節目之推薦資訊，對散戶投資人乃至於證券交易市場，具有一定之影響力。

有關本案投顧分析師散布流言或不實資料之不法行為態樣暨第二審法院見解，茲分項評析如下：

一、「市場操作流言」是否應受本款「禁止散布流言或不實資料」之規範？

長期觀察本案涉及散布流言之投顧分析師鄭光育、方翔立，渠等在電視投資理財節目之言論，應具有以下特徵：

（一）長期僅推介特定股票

在節目中從頭到尾僅推介特定個股，期間長達數年，且僅推介買進，從未建議賣出。

（二）僅負責喊進，但欠缺分析

證券投資顧問之本質，在於提供有價證券價值分析及投資判斷建議，舉凡基本面、技術面、籌碼面、產業面、消息面均屬之。惟被告節目充斥「勸誘觀眾加入會員」、「勸誘會員買進」種種內容空洞之話術，例如：「乾脆你們全部賣，我全部收」、「當你買進去這檔股票之後，有人在暗中保護你，好像你的護身符、保護神一樣，遇到逆境時，我們雄師軍團出現保護你，讓你睡得安穩、抱得安穩」。

（三）充斥情緒性之煽動口吻

承（二），既然分析師言論缺乏具說服力之客觀分析內容，故僅能以情

緒性之煽動口吻取信群眾依其指示操作。例如，鄭光育、方翔立曾在節目宣稱「吉祥全沒漲就將證照撕掉」；另外，鄭光育曾指示方翔立在 97 年 8 月 4 日節目中向會員宣誓，將在次日（8 月 5 日）「平盤以下全面掃貨」、「反攻」，甚且不惜使方翔立對觀眾宣誓「如失敗則方翔立離開投顧業下台」等語，即為一例。

值得思考的問題是，會員及觀眾為什麼要採信投顧分析師之推介建議？質言之，「誘發投機」應係一種可能的原因。當受推介個股漲勢凌厲、且與分析師推介內容有若干相符時，即可能誘發投資人誤信能藉助主力、會員乃至於投資大眾之力量，賺取波段價差，結果淪為作手及投顧分析師之抬轎者。

本案被告鄭光育、方翔立以「雄師軍團」為號召，一再暗示將結合會員力量共同拉抬股價，例如在特定時點指示會員「雄師軍團，平盤以下全面收貨」，再佐以個股漲勢，勸誘會員及觀眾基於投機心理，盲從跟進。在此情況下，會員及觀眾無從判斷訊息真假，若誤信市場行情如此容易被少數人公然操控及把持，將徒增大眾對證券交易市場價格自由形成機制之不信任；即便分析師所言屬實，確實有主力或會員對該股票介入操作，而影響股價上漲，但因上開操作訊息本身即具有操縱市場之危險，對於市場交易秩序之破壞，並不亞於公司營收或每股盈餘之類的流言。

爰此，本案第一審及第二審法院認定，上開投顧分析師散布「證券行情將因特定人操作而變動」之「市場操作流言」，已違反證券交易法第 155 條第 1 項第 6 款之禁止規定。

二、「軟性資訊」或「意見表達」是否應受本款「流言或不實資料」之規範？

茲如前述，「軟性資訊 (soft information)」係指規劃 (projection)、預測 (forecast)、計畫 (plan) 等預測性陳述，或主觀估計和評價而具有形容性之陳述。與「硬性資訊 (hard information)」之差別在於，「硬性資訊」係指已發生之歷史事實，通常稱作事實或事件，例如公司編製之財務報表；「軟性資訊」則具有推測性質，例如公司未來的營運計畫與目標。「硬性資訊」具有客觀可驗證之特色，「軟性資訊」通常需要經過一段時間才能證明，但後者與投資人之決策具有更高度之相關性⁸。

「軟性資訊」通常包括以下五種類型內容⁹：

8 王麒能，論資訊型證券詐欺與操縱股價－以前瞻性資訊為中心，中央大學產業經濟研究所碩士論文，2012 年 6 月，頁 11。

9 See Securities Act of 1933 § 27A(i)(1)(A)-(D); Securities Exchange Act of 1934 § 21E(i)(1)(A)-(D). 轉引自王麒能，論資訊型證券詐欺與操縱股價－以前瞻性資訊為中心，中央大學產業經濟研究所碩士論文，2012 年 6 月，頁 11。

- (一) 對於利潤、收入、每股盈利、股利、資金結構或其他財務事項之預測陳述；
- (二) 對於公司未來營運計畫與目標之陳述，包括產品或服務之計畫與目標；
- (三) 對於未來經濟事項之陳述，包括對財務狀態之分析與討論中之陳述；
- (四) 任何對上述事項所依據之假設前提及其相關事項之陳述；
- (五) 任何證券管理機構要求對上述事項之預測陳述。

既然買股票買的是未來，投顧分析師之推介分析內容自以「軟性資訊」為主，舉凡判讀股價及指數之未來趨勢（技術面）、從公司歷史財務資訊預測未來營收及每股盈餘（基本面）、評價新技術或新商機之產業前景（產業面）、推測公司訂單狀況及營運計畫（消息面）等，均屬「軟性資訊」之範疇。

復因「軟性資訊」係對未來之預測或主觀評價，故實務上即有多名外資證券商分析師推介同一檔股票但多空看法不一、目標價亦差距甚大之情形¹⁰。對此，有學者¹¹認為本款所稱「流言」，應不及於發行公司營運計畫目標、財務預測或股價變化預測等之「意見表達」；而本案被告方翔立於一審時亦主張其分析及推估係「預測性質」之「意見表達」，並非對未來之事實陳述，是其所散布者，並非毫無事實根據之「流言」。二審法官對此逐一駁斥，茲將被告方翔立之辯詞與第二審法院判決見解列表如下：

被告方翔立之辯詞	本案爭點	二審判決見解
被告方翔立之辯護人對其宣講內容均辯稱： 1. 吉祥全球公司轉投資之旭能光電公司擁有日本伊藤忠商社技術支援，並發展薄膜太陽能為次世代產業。	被告之推介分析是否具有依據及其合理性？	1. 依被告所辯，吉祥全球公司無非僅有「發展薄膜太陽能」之初步計畫而已，且連年虧損，公司資金困窘甚為嚴重，是否具有發展所謂「薄膜太陽能」之關鍵技術、人才、資金挹注，均屬不明，更無看好之合理依據。更遑論太陽能產業技術門檻極高，國內外競爭更為激烈，絕不能僅因其有「確有發展太陽能產業」之初步計畫，即罔顧其他負面、不

10 根據 2009 年 3 月 4 日鉅亨網報導，在聯發科上調首季財測後，八家外資證券商之評等從買進、中立、賣出均有，調整後目標價從 199 元到 406 元，相差更超過一倍。

11 林國全，以散布流言或不實資料方法操縱價格—台灣高等法院 92 年度金上重訴字第 9 號判決評析，月旦民商法雜誌，第 7 期，2005 年 3 月，頁 153-154。

被告方翔立之辯詞	本案爭點	二審判決見解
<p>2. 佳必琪公司取得美國微軟公司認證官方遙控器供應商，以搭配微軟公司 VISTA 作業系統電腦，且因微軟 VISTA 作業系統電腦預估出貨量大增，連帶將使佳必琪公司之 VISTA 遙控器產業具有驚人之發展潛力。</p>		<p>確定變數而一味看好。</p> <p>2. 佳必琪公司生產之 VISTA 遙控器充其量無非僅取得微軟公司之「認證」而已，並非具備或取得電子產業最重要之何等重要專利技術，更遑論微軟公司 VISTA 作業系統電腦之銷售獲利情形如何、微軟公司所謂「認證」是否具有獨占性及競爭情形如何等節，均與佳必琪公司得否藉由此「VISTA 遙控器」獲取鉅額營收甚為攸關，然卻均在未定之天且變數甚高。亦即，被告所稱之看好基礎本質上不具有任何高獲利之特殊性。</p>
<p>3. 因佳必琪公司投資之璽榮科技公司前景看好，且佳必琪公司於 96 年 10 月間又擬增資璽榮科技公司 2 億元，預估璽榮科技營收將可為佳必琪公司帶來極大收益。</p>		<p>3. 即使璽榮科技公司前景甚為看好，然此無非佳必琪公司投資之子公司營收；且觀諸佳必琪公司 96 年度流通在外股數為 106,461,216 股，及 96 年 10 月預計發行股數 8 百萬股，合計為 114,461,216 股，璽榮科技公司預計 97 年至 101 年對佳必琪公司之 EPS 挹注金額亦不過分別僅 0.21、0.34、0.55、0.82、1.13 元，挹注甚為有限，絕無可能如被告所言，僅因璽榮科技公司之前景看好即能使佳必琪公司之 EPS 高達誇張之 30 至 75 元。</p>
<p>「預測性質」之「意見表達」，並非對未來之事實陳述，是被告所散布者，並非毫無事實根據之「流言」。</p>	<p>「流言」是否包括「預測性質」之「意見表達」？</p>	<p>證券交易市場上常見之由「證券分析師」所提供、宣講之「財務預測」或「營運計畫」等「軟性資訊」，因係以證券分析師名義對外散布，且大抵仍會以一定之事實為預測基礎，故與一般理</p>

被告方翔立之辯詞	本案爭點	二審判決見解
		<p>性投資人一望即知之單純誇大「樂觀陳述」完全不同；前者通常會對一般理性投資人具有參考判斷上之重要性，反之後者幾乎不會有任何理性投資人願意作為自己交易決策之判斷基礎。</p> <p>亦即，「財務預測」或「營運計畫」等「軟性資訊」，決不能因其並非有客觀事實可資比對查考之歷史事件，即一概認為不屬於本罪規範範圍，否則有意操縱股價之行為人均可利用一般投資大眾對於自己身分地位之信任，對外信口開河甚或惡意欺瞞而恣意發布「軟性資訊」，藉以達成自己操縱股價之目的，最終卻能以「只是針對該公司未來潛力及發展所為之預估」為藉口而脫免於本法禁止操縱股價規範外，此與本罪之構成要件及預設之立法目的顯然相違。</p> <p>進言之，行為人所散布之「財務預測」或「營運計畫」等「軟性資訊」，縱然不能以「事後諸葛」之態度而單以「事後經證明為不實」即予科責，但倘行為人於散布時主觀上即有故意誇大、掩飾客觀事實、甚且故意憑空捏造預估數據等行為者，所散布之「軟性資訊」亦在本罪「流言」或「不實資料」之射程範圍內，不因該等資訊本質上係具有「預測」、「或有」之不確定性質而有異。</p>

上述二審法院見解頗值贊同。按，投資顧問事業提供之投資分析與推介建議之所以能取信於投資大眾之原因，不外乎投資人相信投顧分析師「具專業分析能力」、「基於

善意」且「具有合理基礎」。倘投顧分析師出於操縱證券價格之不法意圖，泯於事實，行虛偽不實或足致誤解之表示，致投資大眾陷於投資風險與操縱風險，顯已侵害證券交易法所欲保護之法益，自不能以「投資人應認知其目標或推論未必能達成」即予免責。

質言之，投顧分析師之投資分析或推介建議若係基於善意且具合理基礎者，即便內容與嗣後事實不符，亦不應論斷為流言或不實資料；反之，若出於操縱市場之惡意，罔顧客觀事實基礎者，則應依本法論處，不因其為意見表達得以免責。

惟應注意者，所稱「意見表達」屬「流言」射程範圍之情形，應以財務預測、股價走勢分析、營運目標等具體且有合理基礎之資訊為限。若無須具體合理基礎之單純個人意見，如本案投顧分析師在節目上說「張舒眉（佳必琪公司負責人）可能成為未來的郭台銘」，類此言論既然不影響正當投資人之投資決定，自不構成「流言」，以避免過度箝制言論自由，或造成濫訴。

三、「通訊監察」對於偵辦證券不法操縱案件之重要性

近年來我國證券市場操縱案件已由單純「拉尾盤」、「沖洗買賣」等手法，演變為結合上市公司、傳媒記者、投顧老師、新金融商品或投信基金等複雜型態。面對操縱集團可能存在精細而龐大之人員分工（可能包括作手、金主、人頭帳戶、證券公司營業員、投顧老師、股友社會員、投信基金經理人、傳媒記者、上市公司內部人及職員等），證券監理單位基於職權可查知委託買賣之投資人、推薦個股之投顧分析師及其會員名單等，惟如何推定渠等確有影響股價之意圖？又如何勾串彼此間之犯意聯絡？過去僅依賴證券交易所或櫃檯買賣中心出具之交易分析意見書來歸納投資人關聯戶群組並分析異常交易、甚至據以推定行為人主觀不法意圖之作法，面對新型態操縱行為恐有未逮。

本案件具有犯罪期間長、成員分工精細且彼此間密集聯絡等特性，檢調機關在吉祥全、佳必琪股票價量異常初期即鎖定特定成員掛線監聽，故由通訊監察譯文掌握炒作集團成員主觀意圖及彼此間之犯意聯絡。茲摘錄並表列如下：

不法行為人	主觀意圖 / 犯意聯絡	通訊監察譯文摘錄
鄭光育	散布流言之主觀意圖	<ul style="list-style-type: none"> • 「小琪（指佳必琪）（營收）一定很爛的啦」 • 「要再來錄節目騙他們」 • 「管他的，反正多一張買盤算一張買盤，騙他們好了」 • 「總比再跌好吧，一定要人為干預」

不法行為人	主觀意圖 / 犯意聯絡	通訊監察譯文摘錄
		<p>一下，我們用口水護盤啊，其實口水護盤，比你實質買盤 1、200 張有效」</p> <p>鄭光育早已知悉佳必琪業績不佳之事實：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 「小琪連接器部分已經漸漸被禾昌幹掉了」 • 「不然以小琪這種業績，它這種價位是守不住的」 • 「小琪現在大家都知道……業績不會好了」
鄭光育	拉抬股價之主觀意圖	<ul style="list-style-type: none"> • 「12 點以後我們來拉尾盤」、「我們搞尾盤嘛」 • 「到收盤才真正鎖起來……那都是我搞的啊」 • 「尾盤我會去拉」 • 「結合會員搞上去」 • 「這兩天下面買盤都是我去弄的啊」 • 「尾盤幾乎都是我買的」、「我就是給它守平盤啊」 • 「明天小琪沒有錯的話應該會漲停啦」、「因為尾盤我準備大概 1,000 張要去敲它」、「讓它除權前鎖起來」、「我要讓棄權的人後悔」
鄭光育、翁秋南	藉投顧分析師散布流言以操縱股價之意圖及犯意聯絡	<p>鄭光育將預備交由方翔立在節目中對觀眾宣講之佳必琪股價分析報告，向翁秋南逐字逐句朗讀，並尋求翁秋南意見反饋。翁秋南建議：「不能這樣子講，這樣子 120 塊，投資人沒有夢。會覺得只有 120 而已」、「我們應該說是一支賺 200」、「當然我們要算多，那個想像空間嘛」</p>

不法行為人	主觀意圖 / 犯意聯絡	通訊監察譯文摘錄
鄭光育、方翔立	藉投顧分析師散布流言以操縱股價之意圖及犯意聯絡	鄭光育指示方翔立發 call 訊建議會員「12 點以後買進」、「自低價逐步買高」
鄭光育、余世欽	藉投顧分析師散布流言以操縱股價之意圖及犯意聯絡	<ul style="list-style-type: none"> 鄭光育指示余世欽「盡量買小琪，尾盤我會去拉，讓我減少一點賣壓」，並要余世欽發 call 訊給會員，宣稱、號召「行情會很好」、「反正你就想辦法讓人家進去買就對了，這個時候我要守到尾盤……等一下我會市價去收，放心」等語 鄭光育指示余世欽發 call 訊「小琪你 call 59 塊附近，尾盤的時候再改市價」、「你就 call 啦，你就說這行情會很好，反正你就想辦法讓人家進去買就對了」，待余世欽發 call 訊後，鄭光育即倒貨給會員套利

本案檢調機關利用通訊監察，長期掛線監聽之作法，應可作為未來偵辦重大操縱案件、掌握炒作集團成員主觀意圖及犯意聯絡之參考。主要效益有三¹²：

- (一) 操縱案件具有犯罪期間長、成員分工精細且彼此間密集聯絡等特性，如果檢調機關在個股價量異常初期即能掌握炒作跡象，及早立案，鎖定特定成員長期掛線監聽、閱卷分析，俾釐清炒作集團之關鍵人（作手、金主、證券商營業員、公司內部人等）、地（作帳中心）、物（待取得犯罪事證），待蒐證成熟再發動大規模搜索，應可收事半功倍之效。
- (二) 大規模、有計畫之操縱案件，炒作集團必然以大量人頭帳戶遂行操縱行為，或鼓吹眾多投顧會員以螞蟻雄兵方式買進，藉以拉抬股價，增加證券監理單位於歸納關聯戶群組進行交易分析之難度。檢調機關若能先期調查，將可疑之證券帳戶名單提供證券監理單位進行分析，再依分析結果過濾、鎖定對象，藉由監視查核與偵查作為之同步進行與密切合作，有助於蒐證與起訴之

12 張益輔、黃韻禎，證券交易市場操縱行為態樣之探討，臺灣證券交易所 99 年度專題研究報告，2010 年 12 月，頁 250。

效果。

(三) 我國集中交易市場有漲跌幅度限制，過去操縱案件中，炒作集團為達標的股票價格之滿足點，通常需要持續相當之犯罪期間；又依實務經驗發現，操縱行為人基於對特定個股股性之瞭解，可能有反覆炒作該股票之情形，類此均可能造成操縱行為之犯罪期間長達數月或間續超過一年之情形。檢調單位若能及早啟動調查，及早發動搜索與起訴，應可抑止操縱行為及個股價量異常情形之持續擴大。

肆、結論

軟性資訊係指具有推測性質之規劃、預測、計畫等預測性陳述，或係主觀估計和評價而具有形容性之陳述，例如意見 (opinion)、動機 (motive)、目標 (intention) 等主觀分析，而證券分析師提供之投資分析與推介建議即多屬軟性資訊之範疇。

雖有學者認為證券交易法第 155 條第 1 項第 6 款所稱「流言」，應不及於發行公司營運計畫目標、財務預測或股價變化預測等「意見表達」，然證券分析師若以此為藉口，意圖利用一般投資大眾對於自己身分地位之信任，對外信口開河甚或惡意欺瞞而恣意發布軟性資訊，藉以達成自己操縱股價之目的，自不應脫免於本款規範之外。

準此，本案第一審及第二審法院見解頗值贊同，應可作為相關法院判決之參採，俾維護證券市場交易秩序，保障投資大眾權益。

~ 投資權證小提醒 ~

認購 (售) 權證具有存續期間，不能享有股票特定的權利，它的高槓桿功能及以小博大的特性，風險較高，投資人投資前應先瞭解權證的商品特性及相關風險。

補助汰舊換新 顧空氣 也顧生計！

大型柴油車排放污染改善精進方案

6項措施

- 補助汰舊換車
- 汰舊換新貨物稅最高減徵40萬元
- 貸款信用保證及利息補貼
- 補助調修或加裝防污設備
- 汰舊換新零組件免關稅
- 輔導污染改善

行政院
Executive Yuan

政策廣告 歡迎轉貼



資料來源：行政院環境保護署

