

臺灣高等法院臺中分院民事判決

112年度金上更一字第1號

上訴人 財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心

0000000000000000

0000000000000000

法定代理人 張心悌

訴訟代理人 李育儒律師

被上訴人 桑緹亞股份有限公司

0000000000000000

兼

法定代理人 江漢彰

0000000000000000

被上訴人 詹世雄

0000000000000000

0000000000000000

林峻輝即林家毅

0000000000000000

0000000000000000

吳昀達

賴世文

上列當事人間請求損害賠償事件，上訴人對於民國109年9月11日臺灣臺中地方法院105年度金字第18號第一審判決提起上訴，經最高法院第一次發回更審，本院於113年4月24日言詞辯論終結，判決如下：

主 文

原判決（除確定部分外）廢棄。

被上訴人應連帶給付上訴人如附表「授權人姓名」欄所示之訴訟實施權授與人各如附表「求償金額合計數」欄所示金額，及均自民國106年7月25日起至清償日止，按年息百分之5計算之利息，並由上訴人受領之。

第一、二審及發回前第三審訴訟費用（除確定部分外），由被上訴人連帶負擔。

本判決第二項所命給付，得假執行。但如被上訴人以新臺幣4億9139萬3,813元預供擔保後，得免為假執行。

事實及理由

壹、程序部分

一、上訴人之法定代理人於民國000年0月間已由邱欽庭變更為張心悌，並據張心悌具狀聲明承受訴訟，有承受訴訟狀及金融監督管理委員會函各一份在卷可稽（見前審卷一第243、245頁），核與民事訴訟法第170條、第175條第1項規定相符，應予准許。

二、按證券投資人及期貨交易人保護法（下稱投保法）第28條第1項前段規定：「保護機構為保護公益，於本法及其捐助章程所定目的範圍內，對於造成多數證券投資人或期貨交易人受損害之同一原因所引起之證券、期貨事件，得由20人以上證券投資人或期貨交易人授與仲裁或訴訟實施權後，以自己之名義，提付仲裁或起訴。」，本件上訴人為依投保法設立之保護機構，其起訴主張被上訴人桑緹亞股份有限公司（下稱桑緹亞公司）於103至104年間與訴外人揚華科技股份有限公司（下稱揚華公司）等公司進行虛假交易，虛增桑緹亞公司營收，違反證券交易法（下稱證交法）之規定，致於上開期間交易桑緹亞公司股票如附表所示楊桂維等864位授權投資人（下合稱系爭授權人）受有損害，伊經系爭授權人授與訴訟實施權，均包括受領款項之權等情，業據提出訴訟實施權授與同意書為憑（見原審卷一第85頁附件1及原審卷二第15-50頁附件4）。是依前揭規定，上訴人以自己名義提起本件訴訟，合於前揭規定，並有代系爭授權人受領給付之權限。

三、被上訴人桑緹亞公司、江漢彰、詹世雄、林峻輝即林家毅（下稱林峻輝）、吳昀達、賴世文等6人（以下均省略稱謂，或合稱被上訴人）經合法通知，均無正當理由未於最後

言詞辯論期日到場，核無民事訴訟法第386條所列各款情形，爰依上訴人之聲請，由其一造辯論而為判決。

貳、實體方面

一、上訴人主張：

桑緹亞公司於100年9月6日登錄股票興櫃交易，係依證券交易法（下稱證交法）公開發行股票之公司，其負責人江漢彰因公司營運狀況不佳，欲進行增資，透過友人介紹認識林峻輝，為使對方能投資桑緹亞公司，並順勢拉抬公司營業額及賺取利潤，乃同意桑緹亞公司擔任由林峻輝及詹世雄任實際負責人之揚華公司之中間貿易商，替揚華公司出口LED晶片等商品至大陸，相關客戶、金流及物流均由揚華公司安排，桑緹亞公司從中賺取約3%之價差利潤。江漢彰、林峻輝、詹世雄、霖揚開發股份有限公司（下稱霖揚公司）之負責人吳昀達、解散前湯淺國際貿易股份有限公司（下稱湯淺公司）之負責人賴世文以虛假交易之意思，由江漢彰指示公司人員配合林峻輝之助理劉鈞浩，接續自103年8月起至100年0月間，以桑緹亞公司臺中分公司之名義，分別向揚華公司、鴻測科技股份有限公司（下稱鴻測公司，詹世雄於97年間成立，下合稱揚華等公司）進貨後，分別銷貨予霖揚公司、湯淺公司、MEGASEASONLIMITED、TimtechOpto-ElectronicCO.,Ltd. 及GREEN-TECHINC. 等公司（下合稱霖揚等公司），而開立不實之採購單、出貨單、出口單等業務文件及統一發票等作成會計憑證，並將上開期間各月不實交易所生之營業收入，列入桑緹亞公司103年8月至104年5月所公告及申報之營業收入等財務業務文件（下稱系爭財報等文件）中，致該公司103年度營業收入虛增新臺幣（下同）2億0688萬5,000元，104年1月至5月份營業收入虛增1億6053萬2,000元；分別與更正後103年度、104年1月至5月營業收入，差異達-22.13%、-86.64%，並上傳至公開資訊觀測站，隱匿桑緹亞公司進銷貨交易為系爭虛偽交易之事實，掩飾該公司實際營收趨勢，而故意以背於善良風俗之不法行為誤導

認購人投資決定及判斷。嗣經查核簽證會計師發覺上情，桑緹亞公司於104年5月5日陸續在公開資訊觀測站公告更正相關營收資訊，公司股價即一路下跌，致系爭授權人因此受有附表求償金額欄所示損害。因江漢彰為桑緹亞公司之董事長兼總經理，依公司法第8條規定為公司之負責人，應依證券交易法第20條之1第1項，對不實資訊負無過失之損害賠償責任，爰對桑緹亞公司、江漢彰依104年7月1日修正前證第20條之1第1項、公司法第23條第2項、民法第28條規定，及對被上訴人依證交法第20條第3項、民法第184條第1項後段、第2項、第185條規定，擇一求為命被上訴人連帶給付如附表「授權人姓名」欄所示之投資人，各如「責任期間求償金額」欄所示之金額，合計4億9139萬3,813元，併加計法定遲延利息，由伊受領之判決等情。原審為上訴人全部敗訴之判決，上訴人聲明不服，提起上訴，並上訴聲明：(一)原判決廢棄。(二)被上訴人應連帶給付附表所列之系爭授權人合計4億9139萬3,813元，及自106年7月25日起至清償日止，按年息百分之5計算之利息，並由上訴人受領之。(三)請准依投保法第36條規定，免供擔保宣告假執行；如不能依該規定免供擔保宣告假執行，上訴人願提供等值之中央政府公債供擔保，請准宣告假執行（上訴人請求劉鈞浩連帶負損害賠償責任部分敗訴確定，非本院審理範圍，不予贅述）。

二、被上訴人之答辯：

(一)桑緹亞公司、江漢彰：

- 1.國際會計準則（即IAS）於000年0月間有所更易，同年0月間之交易因會計年度尚未結算，桑緹亞公司仍採既往之評價方式，惟公司委任之簽證會計師則依最新之會計評價方式，使桑緹亞公司營業額之「自結數額」與會計師「核查數額」有所差異，並非財報不實，亦未虛增營收。
- 2.投資人在不實資訊流入市場期間買進、賣出或繼續持有股票者，固不論該等投資人有無閱讀不實財務報告，均一律推定其係因信賴不實財報始為投資，然投資人仍須證明其因誤信

該等不實財報而受有損害，亦即就「交易之因果關係」雖不用舉證，但「損失之因果關係」仍應由上訴人加以證明。本件上訴人所指不實資訊流入期間係自103年9月起至104年4月底止，但桑緹亞公司之股價在此之前反而較不實資訊流入市場後為高，故桑緹亞公司之股價是否因不實資訊流入而使投資人進場投資，非無疑問。且桑緹亞公司於104年5月5日更正營業收入至10月28日止股價大漲，明顯超過上訴人所指不實資訊流入市場期間之最高股價，惟投資人仍未賣出股票，顯難認為投資人所受損失係被上訴人虛增營收所致。若認投資人受有損失，亦應以淨損差額法，即以投資人買進股票之市價與當時「真實價格」之差額計算之，方符合填補損害、回復應有狀態之精神。上訴人起訴時桑緹亞公司雖已無公開發行，然尚在營運，自應以股票面額每股10元之價格，或依公司實際淨值來估算公司之股價，不能僅以桑緹亞公司已終止興櫃交易，即以0元計算其股票之市值。另證交法業已於104年7月1日修正，現行之證交法第20條之1已刪除董事長及總經理就財報不實之絕對賠償責任，改採過失責任，就修法前之責任亦應基於同一法理而為類推適用，若認江漢彰確有虛增營收之情事，仍不宜課予絕對賠償責任。

- 3.縱桑緹亞公司股價確受不實資訊影響而於公告更正營業收入後下跌，然不實資訊流通後數月，股價即回復到市場行情；且自104年5月5日公告更正營業收入，迄桑緹亞公司終止興櫃之105年2月16日止，將近9個月之間可讓投資人出脫持股，投資人卻未即時出脫股票，渠等對損害之發生亦與有過失等語。

(二)詹世雄：

伊並非揚華公司之實際負責人，僅係揚華公司顧問，並於102年11月已解除顧問一職。本件以桑緹亞公司為中心而與其上、下游公司間之交易行為，均係林峻輝控制外圍公司，進行虛偽不實之交易所為，伊從未參與相關交易進行，且不

認識桑緹亞公司之負責人江漢彰，更不知該公司帳列營收資訊不實之問題等語。

(三)林峻輝：

揚華公司確實有出貨給桑緹亞公司，並由桑緹亞公司將貨物銷售給MEGASEASON、TIMTECH、GT等公司，該等公司均為境外公司，倘若沒有貨物，即不能辦理出口報關，此部分均有出口報單可證明貨物確有出口，故桑緹亞公司之交易均為真實交易。伊原任職於鴻測公司，嗣應詹世雄之託轉至金美克能公司（後改名為揚華公司）任職，並未參與桑緹亞公司之營運決策或擔任財務會計人員，並無確保桑緹亞公司財務文件正確性之義務。上訴人雖得依「詐欺市場理論」推定投資人信賴不實財報而有交易因果關係，但上訴人仍應就投資人所受損害乃因不實資訊所致，即就損害因果關係負舉證之責。且不實財報公告前買入股票，於不實財報影響期間繼續持有股票之人，不能依「詐欺市場理論」推定交易因果關係。上訴人仍應就該類持有之投資人，係因誤信不實財報而繼續持有股票之因果關係負舉證責任。另毛損益法之缺點在於無法將市場因素造成之損失與詐欺行為所造成之損失明確區分，本件應採淨損差額法計算損害較為合理等語。

(四)賴世文：

湯淺公司自成立以來，均係以汽車零件貿易為主業，並未涉入電子產品之商務。伊係於98年間，經訴外人陳建霖告知其熟悉股票操作、土地開發及電子商務等市場，擬相互合作，並由其全權負責以湯淺公司名義拓展業務，不料事後竟爆發本案。伊與揚華公司、鴻測公司及本案相關人等俱不認識，亦無往來，更無生意業務之接觸，完全係陳建霖一手所為，伊毫不知情等語。

(五)吳昀達：伊是被林峻輝當人頭等語。

三、得心證之理由

(一)上訴人主張依桑緹亞公司103年8月至104年5月所公告及申報之營業收入顯示，該公司自103年8月起至000年0月間，以該

公司台中分公司名義，分別向揚華公司、鴻測公司進貨後，再分別銷貨予霖揚、湯淺、MEGASEASON、TIMIECH、GT等公司，惟桑緹亞公司於104年5月5日在公開資訊觀測站承認上開交易應認列為佣金收入，其所公告之103年度合併營業額卻認列為營業收入，與會計師查核之數額出現差異，內容略為：桑緹亞公司原公告合併營業額為11億4,175萬0,000元，與會計師查核數9億3,486萬5,000元差異-22.13%，主要營收差異係桑緹亞公司銷售太陽能的LED產品以買賣方式交易，認列營收獲利，會計師查核相關憑證後改以代理銷售佣金收入認列所致。另於104年7月3日在公開資訊觀測站更正104年1月至5月自結合併營業額及累計合併營業額，內容內容略為：因104年1至4月LED交易，由收入總額調整為淨額認列，擬更正1至5月自結合併營業額及累計合併營業額。104年1月至5月營收淨額分別自9,416萬9,000元、7,357萬8,000元、8,069萬8,000元、5,025萬9,000元、4,710萬9,000元，分別更正為4,543萬8,000元、2,501萬6,000元、3,080萬4,000元、4,449萬1,000元、3,953萬2,000元，其中各月差異金額分別為4,873萬1,000元、4,856萬2,000元、4,989萬4,000元、576萬8,000元、757萬7,000元，累計差異金額共為1億6,053萬2,000元。嗣桑緹亞公司於105年2月16日經主管機關終止興櫃交易，105年4月21日停止公開發行，而系爭授權人購入桑緹亞公司股票之時間、張數、價格，出售時間、張數、價格，及迄今仍持有之股數，詳如附表所示等情，為被上訴人所不爭執（見前審卷一第270-271頁不爭執事項5.至9.），且有臺灣新北地方檢察署104年度偵字第12818號等起訴書（見原審卷一第34頁背面）、桑緹亞公司104年5月5日、104年7月3日重大訊息公告（見原審卷一第74-75頁）、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心105年2月1日公告（見原審卷一第84頁）江漢彰、賴世文及吳昀達之調查筆錄（見原審卷三第64頁、第70頁背面、第76頁）、桑緹亞公司與揚華公司、鴻測公司、霖揚等公司之相關交易資料

（見原審卷三第83頁背面-第269頁背面）、光碟（原審卷四證物袋）在卷可佐，堪信屬實。

(二)惟上訴人主張桑緹亞公司上開與揚華等公司進貨交易，及與霖揚等公司之銷貨交易，屬虛偽不實交易，系爭財報等文件有虛偽或隱匿等不實情事，致系爭授權人受有如附表所示損害，被上訴人應依首揭法律關係連帶賠償，則為被上訴人所爭執，並抗辯如前所述。是本件主要爭點為：1.系爭財報等文件內容是否有上開不實情事？如有，是否具有重大性？2.被上訴人是否為責任主體而應對系爭授權人負連帶損害賠償責任？3.系爭財報等文件內容與系爭授權人購買或繼續持有桑緹亞公司股票間，有無交易因果關係？4.系爭財報等文件內容是否致系爭授權人受損害？5.被上訴人之損害金額？6.被上訴人抗辯系爭授權人與有過失，是否可採？7.上訴人本件請求被上訴人連帶賠償損害4億9139萬3,813元本息，並由其代為受領，有無理由？

(三)系爭財報等文件內容有重大不實情事：

1.按刑事訴訟判決所認定之事實，固非當然有拘束民事訴訟判決之效力，但民事法院調查刑事訴訟原有之證據，而斟酌其結果以判斷事實之真偽，並於判決內記明其得心證之理由，即非法所不許（最高法院69年台上字第2674號判決先例意旨參照）。

(1)林峻輝有掌控揚華公司各大小事務之實權：

①詹世雄於97年3月4日成立鴻測公司後，即委由林峻輝擔任鴻測公司財務部及業務部經理（見前審卷一第72頁不爭執事項1.）。該公司原係經營LED產品之電子產業，有鴻測公司基本資料查詢可稽（見刑案偵33卷第59頁反面-60頁），詹世雄成立鴻測公司後，亟欲進入公開發行市場，募集更多資金挹注，以提升營運規模，遂與林峻輝一同商討評估可行性，並將目標鎖定已上市公開發行之金美克能公司，先於101年1月16日以林峻輝之配偶林美惠之名義成立氮晶公司，再以氮晶公司名義入股金美克能公司。嗣金美克能公司於101年3月

全面改選董監事，詹世雄、林峻輝取得經營權後，金美克能公司即更名為揚華公司，並轉型經營LED電子產業。此有證人林美惠於刑案偵訊及新北地院審理時之證述（見刑案偵8卷第48-50頁、偵18卷第67-69頁、新北地院卷28第149-150頁、第158-159頁、第165-169頁）及揚華公司之變更登記表、氮晶公司之公司及分公司基本資料1份（見刑案偵5卷第69-71頁、偵25卷第8-10頁反面、偵20卷第32-33頁）在卷可憑。

②詹世雄、林峻輝入主揚華公司後，雖以林峻輝之配偶林美惠擔任揚華公司之董事長，惟林峻輝實質掌管揚華公司各項事務包括財務部門，林美惠僅係形式上之負責人，亦據證人林美惠於刑事案件偵審時證述明確（見刑案偵8卷第45-46頁、新北地院卷28第152-154頁），核與林峻輝於偵訊時自承為揚華公司實際經營者一節相符（見前審卷二第110-112頁）。據上各情，林峻輝有掌控揚華公司各大小事務之實權，應可認定。

(2)詹世雄為揚華公司之實際負責人：

①詹世雄雖否認其為揚華公司之實際負責人，辯稱：僅擔任揚華公司之顧問，且於102年11、12月間即已離職云云。惟從前述揚華公司成立之始末可知，詹世雄係為突破鴻測公司之營運規模，始與林峻輝一同入主公開發行之金美克能公司（即後來的揚華公司），堪認揚華公司係其與林峻輝一同投資，並將揚華公司從原來之傳統產業轉型為電子產業，顯見其有心以揚華公司發展其所熟悉之LED產品市場，以求提昇營運規模，豈可能僅係單純入股而不問公司之經營決策。

②再據證人林美惠證稱：不管哪間公司，詹世雄是林峻輝的老闆。當初是詹世雄請林峻輝來跟我說，因為詹世雄官司纏身，要我擔任揚華公司的負責人，我因為林峻輝是詹世雄的員工，才會答應等語（見刑案新北地院卷28第164-165頁），顯然林美惠係因林峻輝向其轉述詹世雄之要求，因顧

慮林峻輝為詹世雄下屬之處境，因而同意擔任揚華公司之董事長。

- ③另參劉鈞浩於刑案偵訊中證稱：我進來公司時聽說詹世雄有擔任揚華公司的顧問，但沒有掛職位，後來漸漸就比較少在公司看到他，聽說他較早前算是揚華的大股東，偶爾會出現在公司討論事情、開會等語（見偵34卷第41頁反面）；於新北地院審理中證稱：揚華公司的實際負責人應該是詹世雄，我的認知詹世雄是董事長，林峻輝是執行長。在尾牙、餐會都有看過詹世雄。揚華公司內有一間詹世雄的辦公室，只是他比較少進公司，我只知道他是公司裡面最大的等語（見新北地院卷14第563-564頁）；及林峻輝於刑案偵訊中證稱：詹世雄係與我一同管理揚華公司業務，在揚華公司，我和詹世雄是合夥人，所以就揚華公司業務我們會一起商量。我承認我負責執行揚華公司事務，但沒詹世雄同意，沒人敢執行。只要是鴻測、揚華公司的生意，我都會事先跟詹世雄報告，沒有他核准就不可能做等語（見偵14卷第35頁反面、第37頁、偵19卷第233頁、偵46卷第73、77頁）。再佐之詹世雄與揚華公司財務部經理廖振淵間之LINE對話中（見偵18卷第93頁），詹世雄所稱之「會進揚華：21,545,745」、「應該沖一筆要付佳的貨款，數字應相同」等語，恰與佳營公司於000年0月間所開立與揚華公司之發票號碼為AS00000000之銷售額2,051萬9,757元、稅額102萬5,988元，兩者加總金額為2,154萬5,745元之數字（21,545,745）相符，有國稅局專案申請調檔查核清單1紙可參（見新北地院卷8第144頁）。且詹世雄於對話中亦明確指出付款對象為揚華公司向「佳」付款，亦洽與揚華公司有給付佳營公司貨款之情事吻合，可徵詹世雄於該對話中，即係告知廖振淵有筆2,154萬5,745元之金額已入揚華公司帳戶，要其以此筆金額沖揚華公司對佳營公司同筆數字之貨款，而廖振淵於對話中復稱「是」、「馬上處理」等語，可見廖振淵確有按照詹世雄指示辦理之意，則詹世雄對揚華公司之財務主管確實有指揮之權，此與

劉鈞浩、林俊輝前揭證述詹世雄為揚華公司高層管理之人相符，其二人之證詞應與事實相符而堪採信。

- ④基上所述，詹世雄雖於形式上離開揚華公司之顧問職務，惟實際上仍持續關心、掌控揚華公司之事務，且直接指示揚華公司財務主管處理公司業務，並可與另一主要負責人林峻輝協商而實際參與公司營運，則詹世雄亦為揚華公司之實際負責人，至為灼然。

(3)吳昀達為霖揚公司之負責人：

- ①吳昀達雖辯稱僅係林峻輝之人頭云云；然吳昀達就其成立霖揚公司之緣由，於刑事另案調詢及偵訊時陳稱：霖揚公司係於102年7、8月間設立，我係於102年3月至5月間在一場飯局上認識揚華公司執行長「林董」林峻輝，他於同年6、7月間向我表示他可以介紹上下游的電子零件訂單，可以居間賺取3至6%的差價，問我有無興趣，因為我對接單流程及訂單內容不熟悉，我才找林宇源來幫忙，爾後交易即由林峻輝和林宇源安排。上游出貨給霖揚公司時，錢會先匯給霖揚公司，我再匯款給下游廠商，錢是我親自匯的，要匯款至哪間廠商及金額多少，林峻輝的會計會跟我說等情明確（見偵47卷第43-44頁反面、第40-41頁反面、第47-49頁反面）。

- ②另據該案證人林宇源證稱：我曾掛名在霖揚公司任職，因為負責人吳昀達是我朋友，我們只是中間貿易商，不用保管貨物及物流。但我沒有實際參與霖揚公司的交易，吳昀達問我這生意能不能做，我說合約固定利潤、載明金額、可以收得到錢就做等情（見刑案原審卷20第277-280頁）。可見吳昀達於另案之陳述與事實相符，而堪採信。參以其與林峻輝104年5、6月間洽談擔任上、下訂單之中間商後，隨即於同年7、8月間成立霖揚公司之時序，吳昀達顯係貪圖可以透過林峻輝之管道拿到電子零件的訂單，從中賺取差價，才成立霖揚公司，而為霖揚公司之實際負責人，則其辯稱僅係林峻輝之人頭云云，自不可採。

2.揚華公司、鴻測公司銷貨予桑緹亞公司、桑緹亞公司再分別銷貨予霖揚、湯淺、MEGA SEASON、TIMTECH及GT等公司之交易係不實交易：

(1)江漢彰於刑事調查及偵訊時已自承：000年0月間當選董事長後，為了要彌補虧損，打算先辦理公司減資再增資，為尋找增資對象，經朋友介紹揚華公司執行長林峻輝，我後來也多次到揚華公司與林峻輝洽談增資事宜，洽談過程中林峻輝知道桑緹亞公司還有從事太陽能相關業務後，便表示揚華公司有產品要銷往大陸，但大陸客戶因為有退佣跟免用發票的問題，所以他在香港開設了幾間公司，專門收取大陸客戶的退佣款項，但因揚華公司及香港的公司都是林峻輝實際掌控的，怕關係人問題，所以揚華公司不方便直接出貨到香港，因此他問我是否願意成為中間的貿易商，並會給桑緹亞公司3%的利潤以符合相關法令規範。交易條件是桑緹亞公司向揚華、鴻測公司進貨時，以現金匯款方式支付，林峻輝所安排的下游客戶向桑緹亞公司進貨時則是以月結120天的條件支付貨款，但這僅是合約上之形式內容，我有要求桑緹亞公司不能負擔應收帳款的風險，必須由下游客戶將款項匯入桑緹亞公司帳戶後，桑緹亞公司才會付款予揚華及鴻測公司，因此桑緹亞公司帳上不會有該等交易的應收及應付帳款。後續執行細節我授權給訴外人即業務助理盧淑貞去進行，通常都是由劉鈞浩先以電子郵件通知盧淑貞，如何向下游客戶提供報價，包括品名、數量及價格等，及如何向揚華、鴻測公司下訂單，桑緹亞公司完全配合揚華公司的指示，貨物則由揚華、鴻測公司直接出貨到下游客戶，不經過桑緹亞公司，也無進行驗貨程序，金流則是劉鈞浩安排下游客戶將款項先匯到桑緹亞公司帳戶後，再通知盧淑貞去匯款給揚華公司及鴻測公司。林峻輝安排的下游客戶有TIMTECH、GT、MEGASEASON、霖揚、湯淺公司。桑緹亞公司受劉鈞浩指示報價給這5家公司時，劉鈞浩會告知對方的電子郵件信箱，或直接由其聯繫等語（見臺灣新北地方檢察署104年度偵字第

34465號卷(一)第140-143頁、104年度他字第5090號卷(三)第261-265頁、104年度偵字第33927號卷(一)第34-35頁)。

(2)詹世雄於刑案調查時除坦承GT公司為其掌控的公司之外(見臺灣新北地方檢察署104年度偵字第21391號卷(三)第63頁反面、第88頁反面、卷(四)第9頁反面、104年度偵字第33927號卷(一)第19頁)，於新北地院訊問中亦稱：桑緹亞公司有虛偽賣給GT公司部分我清楚，揚華跟鴻測公司賣給桑緹亞這部分是林峻輝安排的，我是於104年農曆年後才知情的，但我知情後也沒阻止他等語(見新北地院105年度金重訴字第1號卷(一)第372頁)。

(3)林峻輝於刑事案件偵查時陳稱：揚華公司一直想找規模比較大的代理商，桑緹亞公司是透過朋友介紹，我去拜訪對方，談合作細節，我覺得桑緹亞公司是當代理商的適合對象。桑緹亞公司在交易過程中，沒有墊款，是先收到境外公司錢後，才把錢付給揚華公司或鴻測公司，所以桑緹亞公司賺的價差應該是2%到3%。揚華公司賣給桑緹亞公司，桑緹亞出口給境外之TIMTECH公司、MEGASEASON公司及GT公司，湯淺跟霖揚公司我忘記了，我記得桑緹亞公司都是透過這3家境外公司出口比較多，最後貨都到深圳強森公司去。因為這幾家境外公司詹世雄色彩太重，會被認為是關係人交易，且都是紙上公司，所以詹世雄才會想找規模大的公司作代理商等語(見臺灣新北地方檢察署104年度偵字第12818號卷(八)第163反面-164頁反面)。嗣於104年12月7日偵訊時陳稱：揚華公司的國內客戶中，云捷科技股份有限公司(下稱云捷公司)、湯淺公司是沒有出貨給他們的，桑緹亞公司最後是出口，有貨物出去，但揚華公司是出給他下腳料，桑緹亞公司有沒有驗貨不清楚，鴻測公司也有生產，所以鴻測公司出給桑緹亞有些是真的，有些是假的，如果真的數量不夠，會參一些下腳料讓他湊足(見臺灣新北地方檢察署104年度偵字第26800號卷第309反面-310頁)。另於新北地院審理時亦自稱：我承認有參與桑緹亞公司此部分虛偽交易之事實等語

（見新北地院刑事庭105年度金重訴字第1號卷(一)第366頁）。

(4)另觀湯淺公司自揚華公司進貨後之銷貨對象（見刑案偵66卷第196-201頁，湯淺公司102年至104年之營業稅年度資料查詢進、銷項去路明細）：

- ①102年間僅有向揚華公司進貨1611萬5,000元，於同年則銷予綠能系統科技股份有限公司（下稱綠能公司）1216萬2,000元、強森公司408萬9,000元，合計1625萬1,000元。
- ②103年間分別向揚華公司進貨1億4176萬6,249元、鴻測公司進貨6320萬8,542元、瓷微科技股份有限公司（下稱瓷微公司）進貨5514萬9,002元、晶鴻公司進貨4480萬4,928元、桑緹亞公司台中分公司進貨2904萬6,000元、賽德醫藥科技股份有限公司（下稱賽德公司）進貨1990萬2,000元、云捷公司進貨1552萬2,694元、海立爾股份有限公司（下稱海立爾公司）進貨510萬元、翔駿國際有限公司（下稱翔駿公司）交易36萬4,515元，合計交易3億7486萬3,930元；於同年銷貨予強森公司1億1398萬4,213元、霖揚公司8196萬7,854元、晶鎂公司7548萬7,018元、安揚公司310萬9,312元，合計銷貨2億7454萬8,397元。
- ③104年度向揚華公司進貨4982萬081元、駿熠電子科技股份有限公司（下稱駿熠公司）進貨800萬600元、鴻測公司進貨586萬9,876元，合計進貨6369萬557元；於同年度銷貨予霖揚公司3126萬5,880元、強森公司2997萬7,058元，合計銷貨6124萬2,938元。
- ④由上開湯淺公司進銷情形，明顯可見湯淺公司於102年間向揚華公司進貨部分，係全數銷予揚華公司之關係人綠能公司、強森公司，核屬單純增加揚華公司營業額而非必要之交易，自非真實。另湯淺公司於103、104年間向揚華公司或其關係人公司或合作之公司，即鴻測公司、晶鴻公司、桑緹亞公司台中分公司、云捷公司、駿熠公司等，共進貨3億5803萬8,970元，其後亦銷貨予揚華公司之關係人公司，強森公

司、霖揚公司、晶鎂公司、安揚材料科技股份有限公司等，合計銷貨3億3579萬1,335元，進銷金額亦十分接近，顯見此部分亦均屬循環交易，而非實際之交易甚明。

- (5)由上所述，可知身為桑緹亞公司董事長之江漢彰因桑緹亞公司有增資計畫，在他人引介之下認識林峻輝，林峻輝則藉機以揚華公司LED晶片等產品在銷予大陸客戶中，會有退佣及免開發票的問題，其有幾間香港公司固然可以處理，但恐生關係人交易問題等為由，向江漢彰提議由桑緹亞公司擔任中間貿易商，貨物由揚華公司直送指定下游客戶，待指定下游客戶付款後桑緹亞公司再付款予揚華公司，而桑緹亞公司可從中賺取價差約2%至3%的利潤，江漢彰因認此交易其僅需配合，毋庸負擔自己規劃交易之成本即可賺取利潤，遂同意配合，而揚華公司亦因此增加規模較大之公開發行公司作為其銷貨對象，有助於增加揚華公司之營業額，並藉此分散銷售對象，增加揚華公司授信評分而便於融資，其等以上開方式與關係人等進行虛假交易之行為，洵堪認定。

3.系爭財報等文件不實具重大性：

- (1)依前述桑緹亞公司於104年5月5日在公開資訊觀測站發布之公告訊息內容，可知桑緹亞公司原公告合併營業額為11億4175萬0,000元，與會計師查核數9億3486萬5,000元差異-22.13%，其中之差額2億0688萬5,000元顯然來自桑緹亞公司於103年8月至12月間自揚華、鴻測公司進貨後銷貨予湯淺、霖揚、MEGA SEASON、TIMTECH及GT等公司交易後所申報之營業收入。再參前述桑緹亞公司於104年7月3日在公開資訊觀測站發布之公告內容，可見桑緹亞公司係將其104年1至4月有關LED交易之營業收入，分散於104年1至5月間申報，其後經會計師發覺有異方更正營業收入之認列方式甚明，是上述中間之差額即係其因前揭不實交易所申報之營業收入金額。
- (2)桑緹亞公司就103年8至12月因此部分不實交易所申報之營業收入2億0,688萬5,000元而言，此部分雖僅占公司全年營業

額之5個月期間，然依前開104年5月5日公告所示，此部分與會計師查核數差異已達-22.13%，相當於占全年實際營業收入之22.13%，顯然占極高之比例；另就桑緹亞公司於104年1月至5月所申報其104年1月至4月因不實交易之營業收入1億6053萬2,000元，與桑緹亞公司104年1月至5月實際營業收入1億8528萬1,000元，差異更達-86.64%（計算式： $160532 \div 185281 \times 100\% = 86.64\%$ ，小數點2位以下四捨五入，下同），可見桑緹亞公司於103年8月至104年4月期間，因此部分LED交易所申報之營業收入，幾乎為其當時之主要營業收入，所占比例甚高，因此桑緹亞公司嗣後亦將此部分之營業收入更正，當作重大訊息公告，投資人在觀看桑緹亞公司該期間之各月營運情形時，顯均可能誤以為桑緹亞公司營業收入有所提升。

(3)另江漢彰於刑事案件調查時自承其任桑緹亞公司董事長後，除經營原化妝品業務外，另持續處理原先合併前旭能公司之太陽能光電業務收尾工作。可見桑緹亞公司之本業應係化妝品業務，合併前旭能公司之太陽能光電業務係經公司高層決策欲終止營運之項目，惟桑緹亞公司卻自103年8月起至000年0月間與揚華公司合作經營LED貿易業務，違反該公司內部之決策方針及實際營運概況，可見江漢彰亦有意藉此掩飾桑緹亞公司實際營收趨勢，並達吸引他人投資桑緹亞公司之目的甚明。故綜合前開所述，桑緹亞公司每月所申報及公告之營業收入占實際營業收入之比例，及掩飾真實營收趨勢之目的，堪認桑緹亞公司此段期間所申辦及公告之系爭財報等文件不實內容，確實具重大性。

(4)至桑緹亞公司及江漢彰雖辯稱因IAS第18號依金融監督管理委員會所發布金管證審字第1030010325號函令，於000年0月間有所更易，而於同年0月間之交易因會計年度尚未結算，桑緹亞公司仍採既往之評價方式，惟於104年公司委任之簽證會計師則依最新之會計師評價方式，進而使桑緹亞公司營業額之自結數與會計師核查數額有所差異，並非虛增營收云

云。惟桑緹亞公司既自承IAS第18號依金融監督管理委員會所發布金管證審字第1030010325號函令，於000年0月間已有所更易，其於103年10月9日公告103年9月之營收資訊時，即應依當時已生效IAS第18號，將收取固定比例3%且不承擔存貨風險之利潤，以佣金收入帳列，而非以總額法列為營業收入，藉此墊高每月公告之營收資訊，遑論揚華公司、鴻測公司銷貨予桑緹亞公司、桑緹亞公司再分別銷貨予霖揚、湯淺、MEGASEASON、TIMTECH及GT等公司之交易根本為不實交易，桑緹亞公司能否以佣金收入帳列，亦有疑義。是江漢彰及桑緹亞公司辯稱本件營收不實係因會計評價基礎變動而致金額調整等語，顯與事實不符，自無足採。

(四)被上訴人均為責任主體而應對系爭授權人負連帶損害賠償責任：

- 1.按民事上之共同侵權行為（狹義的共同侵權行為，即加害行為）與刑事上之共同正犯，其構成要件並不完全相同，共同侵權行為人間不以有意思聯絡為必要，其行為係出於故意或過失，在所不問，雖僅其中一人為故意，他為過失，亦得成立，苟各行為人之故意或過失行為，均為其所生損害共同原因，即所謂「行為關連共同」，即足成立共同侵權行為，依民法第185條第1項前段規定，各行為人對於被害人應負全部損害之連帶賠償責任（最高法院66年台上字第2115號、67年台上字第1737號、83年度台上字第742號判決意旨參照）。是加害人於共同侵害權利之目的範圍內，各自分擔實行行為之一部，而互相利用他人之行為，以達其目的者，仍不失為共同侵權行為人，而應對於全部所發生之結果，連帶負損害賠償責任（最高法院78年度台上字第2479號判決意旨參照）。
- 2.桑緹亞公司、江漢彰、林峻輝、詹世雄、吳昀達、賴世文客觀上有配合及參與揚華公司銷貨予桑緹亞公司，桑緹亞公司再銷貨予霖揚、湯淺、MEGASEASON、TIMTECH及GT等公司之不實交易行為，已如前述。江漢彰雖辯稱其係基於對揚華公

司為上市公司之信任，故相信揚華公司不會安排假交易，一時不查而參與其中云云；惟查，桑緹亞公司在此交易鏈中，依江漢彰前揭所述，係由桑緹亞公司擔任揚華公司之中間貿易商，為揚華公司避開關係人交易及與大陸公司來往可能產生之退佣等問題，可知，江漢彰對於揚華公司可能欲出貨予揚華公司或林峻輝可得控制之下游公司有所認知，雖與關係人間之交易仍可能為真實交易，但變成循環交易之風險性亦顯然提升，衡情，本應額外留心，然江漢彰卻未為任何過濾，對於揚華公司突然新增鴻測公司作為桑緹亞公司之上游廠商，及湯淺公司、霖揚公司等國內公司作為桑緹亞公司之下游客戶，全未質疑關心，完全配合指示作業，且雖係安排由上游之揚華公司、鴻測公司直接出貨予指定之下游客戶，卻從未要求自己參與驗收或請下游客戶公司提出相關之驗收資料，足徵江漢彰毫不在意物流之真實性，顯無以桑緹亞公司為買賣之真意。佐以桑緹亞公司當時營運狀況欠佳、亟需資金之情況，堪認江漢彰係為了從此交易模式中提升桑緹亞公司之營業額及獲取利潤，而甘冒不法配合林峻輝所提議之生意模式等情甚明。

3. 詹世雄雖否認有參與虛偽之交易鏈，然查：

- (1) 桑緹亞公司銷貨對象，其中GT公司即為詹世雄所掌控之公司，而TIMTECH公司雖非詹世雄之公司，惟據證人顏維德、顏貫軒及馬滋憶證述可知，詹世雄曾向顏維德、顏貫軒商借TIMTECH公司使用，並由顏維德指示馬滋憶為TIMTECH公司之窗口協助揚華公司與桑緹亞公司進行交易作業，已可見詹世雄從中穿針引線之痕跡（參馬滋憶臺灣新北地方檢察署104年度偵字第26800號卷第147反面-148頁、第156反面-157頁反面之證述；顏維德同上偵查卷第75、144頁反面證述；顏貫軒同上偵查卷第242反面-243頁證述）。
- (2) 另亞微科技實業股份有限公司員工陳怡岑於103年9月30日曾轉寄主旨為「Fwd：9月份經銷採購規劃」之電子郵件予詹世雄，內容為「Dear詹博，附件是今日Greentech下單給桑緹

亞的文件，請知悉」，並以桑緹亞公司之客戶基本資料及有詹世雄英文名字簽名之GT公司採購單為附加檔案，有該電子郵件暨其附加檔案列印資料1份附卷可參（見刑案扣案物編號M-22檔案列印資料第117-122頁）。足以印證林峻輝前揭所述其有將桑緹亞公司告知詹世雄，詹世雄也想找個規模大的公司做代理商，他跟我說可以規劃以桑緹亞公司為中間廠商的交易，GT公司要付款給桑緹亞公司他不可能說他不知情等語，確屬實在。是以詹世雄否認有參與桑緹亞公司虛偽交易之安排，不足為採。

4. 吳昀達雖辯稱只是被林峻輝當人頭云云；然吳昀達就霖揚公司於103年8月向桑緹亞公司不實進貨，其有與詹世雄、林峻輝共同開立不實之業務文件及填製不實會計憑證等情，業於刑事案件審理中供認不諱（見新北地院言辯卷第212頁），且有證人林曉茹於偵訊中（見刑案偵21卷第149頁反面、第152頁），及證人游惠屏之證述（見刑案偵47卷第10頁-同頁反面、偵56卷第28-29頁）可憑，並有霖揚公司之公司及分公司基本資料列印、101年3月15日訂購單影本1紙（見刑案偵33卷第151頁）、另案刑事判決附表3-2「銷貨客戶5. 霖揚公司」、附表3-3「銷貨客戶16. 桑緹亞公司」編號2所示證據，以及霖揚公司102年銷項去路明細、103年進項來源明細等資料可參（見刑案偵66卷第204、208頁），足證其於刑案中之自白堪可採信，是其所辯洵無足採。

5. 賴世文固亦辯稱未參與上開虛偽交易云云，惟查：

(1) 賴世文於另案偵查中曾自承：102年10月至103年0月間我曾多次詢問陳建霖電子業生意的情況，他都跟我說有在接洽case、快成功了，但他在103年0月間向我表示，他信用有點瑕疵，所以他以湯淺公司名義接洽兩個LED買賣成功的案子。103年底時會計師有通知我公司庫存太多需要銷貨，我就質問陳建霖，後來才發現9月至12月間這3、4個月一直有進出口生意，卻都沒有錢進帳等語（見刑案偵47卷第54頁、第57頁反面），可見賴世文顯然知悉借用湯淺公司名義予信

用有瑕疵之陳建霖做買賣，過程中有累積過多庫存卻未真實獲利等異狀，當可知悉此相關交易買賣甚為可疑，然其仍配合為之。

- (2)又證人即為湯淺公司辦理記帳之記帳士陳美麗於刑案審理中亦證稱，其有提醒過賴世文，湯淺公司原為汽車零組件業，營業額不高，卻於102年有營業額暴增等可疑情事，但賴世文僅回應和陳建霖合作可賺錢等語（見新北地院卷26第448-449頁、第452頁），亦見賴世文經他人提醒有異常之後仍未停止前述交易模式，顯係刻意配合此反於常態之交易甚明。

- 6.復桑緹亞公司、江漢彰、林峻輝、詹世雄、吳昀達、賴世文均明知揚華公司、鴻測公司銷貨予桑緹亞公司，桑緹亞公司再分別銷貨予霖揚、湯淺、MEGASEASON、TIMTECH及GT等公司之交易為不實交易，桑緹亞公司、林峻輝、詹世雄、吳昀達、賴世文仍參與製作不實之採購單、出貨單、出口單等業務文件及開立不實之會計憑證；江漢彰則利用桑緹亞公司不知情之員工登載關於桑緹亞公司虛偽進、銷交易上之業務不實文書及開立不實發票，填製不實會計憑證或記入帳冊，並將之列入桑緹亞公司103年8月至104年5月所公告及申報之營業收入等財務業務文件中，而虛增桑緹亞公司之營業收入，被上訴人而以此故意背於善良風俗之方法，相互利用彼此之角色分工，形成一個共同詐欺市場之整體，並為造成系爭授權人受有損害之原因，且其等所生之損害與被上訴人之不法行為間，有因果關係（詳後述），均屬共同侵權行為責任主體，故對於本件系爭授權人，自應負全部損害之連帶賠償責任。

- (五)系爭財報等文件內容不實與系爭授權人購買或繼續持有桑緹亞公司股票間，有交易因果關係：

- 1.按當事人主張有利於己之事實者，就其事實有舉證之責任。但法律別有規定，或依其情形顯失公平者，不在此限，民事訴訟法第277條定有明文。惟按股票交易價格常以發行公司過往經營績效、公司資產負債、財務業務狀況等資訊揭露及

其他相關因素為依歸，俾使市場上理性投資人得以形成判斷。是公司發布不實資訊，不僅造成個別投資人受騙，抑且欺騙整體證券市場；個別投資人縱未取得特定資訊，亦因信賴市場而依市價買賣，自應推定其買賣與不實資訊間存有交易因果關係；請求權人原應證明因信賴不實財報而陷於錯誤，因此一誤信而為投資之決定（買進、賣出或持續持有），並因該投資決定而受有損害。關於買賣投資行為與不實財報間之因果關係，基於股票價值之認定與一般商品不同，無從依外觀認定其價值，往往須參酌公司過往經營績效、公司資產負債、市場狀況等資訊之揭露，使市場上理性之投資人得以形成判斷；於投資人買進或賣出時，此不實消息已有效反應於股價上，故依「詐欺市場理論」，不論投資人是否閱讀此不實財報均推定其信賴此財報而有交易因果關係，自無待舉證（最高法院104年度台上字第698號、104年度台上字第225號、108年度台上字第613號判決意旨參照）。

2. 查依證交法應公告或申報之財務報告及財務文件或依同法第36條第1項公告申報之財務報告，其主要內容有虛偽或隱匿之情事，有價證券之善意取得人、持有人就其因而所受之損害，得依同法第20條之1第1項至第3項規定，向應負賠償責任之發行人、負責人、曾於財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章之發行人職員請求賠償。實因公開股票市場，公司資訊為投資人所重視，屬影響股價之因素之一，合理之投資人會留意公司之營收、盈餘，資為投資判斷基礎。而信賴為公開證券市場之基石，證券市場賴以有效公平運作，投資人信賴市場股價為真實，進而買賣或繼續持有股票時，縱未直接閱覽資訊，但其對市場之信賴，間接信賴公開資訊，信賴資訊、股價會反映真實，而據以進行投資。再者，證交法第20條之1規定，不實資訊與交易間之因果關係，倘採嚴格標準，則投資人閱覽資訊時，未必有他人在場，且信賴資訊而

下投資判斷屬主觀意識，難以舉證，其結果將造成不實資訊橫行，投資人卻求償無門，而顯失公平。

3. 桑緹亞公司係興櫃公司，透過公開交易市場進行交易，交易市場會衡量公司之財務、營運狀況以決定買進或賣出，買進者多於賣出者，股價即為抬升，反之則股價下跌，可明公司之財務、營運狀況乃為股票價格形成依據之一，且系爭財報文件內容記載之資訊依證交法必須於公開資訊觀測站公告，具流通性，為維護交易市場之透明、公開及真實性，避免公司給予市場不實資訊，影響股價，資訊公開者應負有確保資訊正確性之嚴格法律義務，揆諸前揭說明，系爭授權人（包括善意取得人及善意持有人）既係信賴市場之價格未受不實資訊扭曲，其等取得、持有桑緹亞公司之股票，即應推定授權人對公司發布之重大資訊產生信賴，不實資訊與其等取得、持有桑緹亞公司股票間有因果關係，不以閱覽系爭財報為必要，方足以達成同法第1條規定為發展國民經濟，保障投資之目的，且符合資本市場以信賴為基礎之本質。本件桑緹亞公司以前揭方式虛增公司交易額，導致103年10月至104年4月營業收入部分內容不實，使投資人誤信每月申報並公告之財務業務等文件內容，而決定購入或繼續持有桑緹亞公司股票，參照上開說明，不論投資人有無閱讀上開不實財務業務等文件，均應推定其係信賴此財務業務等文件之不實資訊始為交易或繼續持有，而認有因果關係。

(六) 系爭財務業務等文件與系爭授權人所受損害有因果關係：

1. 按證交法就請求權人依該法第20條之1第1項、第3項規定，請求賠償財務報告之主要內容有虛偽情事，所致損害之範圍及數額計算，並無明文。而負損害賠償責任者，除法律另有規定或契約另有訂定外，應回復他方損害發生前之原狀。民法第213條第1項定有明文。再損害賠償之目的，在填補所生損害，其應回復者，並非原有狀態，而係應有狀態之損失。基此，上開請求權人請求賠償之損害額，自應限於財務報告內容虛偽情事因素，所導致之有價證券價格下跌損害，始為

法規範保護之範圍。至於非屬該因素之變動狀態，當無許其請求賠償之理。又證券市場法則，建立在企業內容公開之前提，此乃因股票之價值認定與一般商品不同，在一個有效率市場，往往參酌企業之營收、資產負債、財務業務狀況、事業發展、前瞻、景氣及永續經營能力等資訊，企業自應如實揭露，俾公開市場之投資人得以形成投資之判斷。倘企業經營管理者利用資訊上之優勢，製作不實財報公告流入市場，會影響投資人之投資判斷。而所有影響股價之資訊會被市場吸收，反映於股價上，在真實資訊進入市場前，不實資訊對股價之影響持續存在，直至遭揭露或更正後，股價明顯下跌或扭曲，善意投資人所受股價差額之損害與不實資訊間即有損失因果關係（最高法院110年度台上字第2717號、111年度台上字第308號判決意旨參照）。

2. 上訴人主張104年5月5日桑緹亞公司月營收虛增遭揭穿後，公司股價呈一路下跌態勢，嗣至105年2月16日終止興櫃交易，同年4月21日停止公開發行，終至停業迄今，足證有損失因果關係等情，業據提出證券櫃檯買賣中心公告、桑緹亞公司基本資料查詢為證（見原審卷一第84頁、第59、385頁）。而桑緹亞公司於104年5月5日當日成交均價為每股4.76元，真實資訊揭露後連續下跌5日至每股成交均價為3.72元；同年7月3日真實資訊揭露後，次一交易日每月成交均價雖為4.21元，但之後股價即呈下跌走勢，於同年8月24日甚達每股2.18元，亦有桑緹亞公司興櫃市場成交價量圖、興櫃股票個股歷史行情可稽（見原審卷一第76、266-299頁）。可見於104年5月5日桑緹亞公司第1次財務真實資訊揭露後，其股價即下跌，可見系爭財報不實內容已有效反映於股價，且破壞證券交易市場正確反映有價證券價格之機能，確實影響授權人善意信賴其內容而為取得或繼續持有之投資決定。又合理之投資人留意公司之營收、盈餘，資為投資判斷基礎，信賴為公開證券市場之基石，證券市場賴以有效公平運作，桑緹亞公司之系爭財報未揭露該公司有循環假交易

致虛增收益情形，勢將造成授權人無法從自系爭財報之內容獲悉桑緹亞公司之正常營收情形，而就投資之風險為錯誤判斷，是上訴人主張系爭授權人受有股價下跌之差額損害，與桑緹亞公司之不實財報間，有因果關係，應堪採信。

3.系爭授權人所受損害金額總計4億9139萬3,813元：

(1)按有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為；違反第1項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償責任，為證交法第20條第1項、第3項所明定。證交法就請求權人依上開規定請求賠償該虛偽不實行為所致損害之範圍，及其數額之計算，並無明文，惟依民事訴訟法第222條第2項規定，法院應審酌一切情況，依所得心證定其數額。就此，學說上有毛損益法、淨損差額法等二種計算方式。前者，有價證券之差額不論係虛偽不實行為引起或其他市場因素所造成，賠償義務人均應承受有價證券價格下跌之結果，負責賠償；後者，賠償義務人則僅賠償因虛偽不實行為造成之有價證券價格損失，至於市場因素造成之有價證券價格損失，不在賠償範圍。惟不論何一方法，均係以「請求權人之買價或賣價」與「有價證券現今價值」間之差額計算，差別僅在於「有價證券現今價值」如何判定（最高法院109年度台上字第417號判決意旨參照）。

(2)桑緹亞公司進行不實循環交易而虛增營收，自103年8月起至104年5月止之營收資訊有重大不實情形，經桑緹亞公司分別於104年5月5日盤後公告更正103年度營收資訊，該公司翌日股價即由成交均價4.75元跌至3.72元，而連續下跌5個交易日；復於104年7月3日盤後公告更正104年1至5月營收資訊，該公司股價自104年7月7日起至該公司於104年10月8日辦理104年減資換發前之舊股票最後交易日即由成交均價4.01元一路下滑，最低跌則至2.18元，已如前述，期間縱偶有小幅回升，亦無法與不實營收資訊遭揭露前之股價相較（見原審卷一第292-295頁）。又因桑緹亞公司之財務及經營狀況本

即不佳，在脫離上開不實循環交易後，該公司之營業狀況更是疲態盡顯、一蹶不振，進而造成推薦證券商國票綜合證券股份有限公司、華南永昌綜合證券股份有限公司分別向財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心辭任，經櫃買中心依證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則第40條第1項第3款規定，於105年2月16日終止桑緹亞公司興櫃交易（見原審卷一第84頁），是桑緹亞公司系爭不實資訊遭揭露而回復為真實之財務及經營狀況，造成股價下跌而致終止興櫃交易之結果。

(3)再桑緹亞公司自103年8月起至104年5月止之營收資訊有重大不實情形，以正常理性之投資人若知悉桑緹亞公司真實之財務狀況及經營實績疲弱不振，且有不實循環交易虛增營收情形，當無任何意願買受該公司股票；參以桑緹亞公司自系爭不實資訊於104年5月5日揭露後，直至105年2月16日終止興櫃交易期間，該公司並無發布其他影響股價之重大訊息，且興櫃市場亦無明顯波動，參以當時國內外政經情勢、金融局勢並無重大變動，堪認桑緹亞公司股價下跌並無受其他市場因素影響。

(4)桑緹亞公司因輔導證券商辭任而致該公司股票於105年2月16日起終止興櫃交易，已如上述，且於105年4月21日經主管機關核准停止公開發行，故桑緹亞公司股票並不存在客觀之市價可資憑算，而桑緹亞公司於102年1月15日、104年10月26日進行減資，該公司股東權益均為負數，此有桑緹亞股份有限公司及其子公司合併財務季報告附卷可查（見本院卷一第91-93頁），是上訴人主張現今桑緹亞公司股票對本件授權投資人而言，應認已無任何價值可言，而應以0計算，應屬可採。再者，因桑緹亞公司，分別於102年1月15日減資約57.17%（即1,000股換428.0000000股）；104年10月26日減資約74.29%（1,000股換257.0000000股），則本件授權投資人之持股數額，即因桑緹亞公司上開減資而有所變動，且依先進先出法順利配對（即減資前、後之股數需能相對應），並兼顧損害金額計算之一致性，乃將本件授權投資人

之股票交易數額及買賣價格還原回推至未曾經歷減資之狀態（即將投資人取得之原始股數除以減資轉換比例，即為調整後股數；將投資人買進成本除以調整後股數，即為調整後單價），再將上開經調整之股票交易數額及買賣價格，依先進先出法進行配對計算後，上訴人主張本件授權投資人共計864人，所受損害金額如附表所示，總計4億9139萬3,813元，洵屬有據，應堪採信。

(七)按法人對於其董事或其他有代表權之人因執行職務所加於他人之損害，與該行為人連帶負賠償之責任；故意以背於善良風俗之方法，加損害於他人者，負損害賠償責任；違反保護他人之法律，致生損害於他人者，負賠償責任；數人共同不法侵害他人之權利者，連帶負損害賠償責任。不能知其中孰為加害人者亦同，民法第28條、第184條第1項後段、第2項、第185條第1項分別定有明文。被上訴人所參與前述虛偽交易製造桑緹亞公司虛偽交易資訊，為造成系爭授權人受有損害之原因，且其等所生之損害與被上訴人之不法行為，有因果關係，是上訴人依民法第184條第1項後段、第185條規定，主張被上訴人應對系爭授權人所受之損害，應共同負侵權行為責任，連帶賠償所受損害應屬有據。則上訴人另依民法第184條第2項、證券交易法第20條之1第1項、公司法第23條第2項、民法第28條規定為同一聲明請求部分，不能獲致更有利之判決，即無庸再行審酌。

(八)至被上訴人辯稱系爭財報不實遭揭露後，已有合理機會賣出，卻仍決定繼續持有股票者，其就損失發生與擴大顯然與有過失云云。惟修正前證交法第20條所規定善意取得人、持有人損害賠償請求權之規範目的，即在於保障公司之不實資訊揭露後因股價急遽下跌，因恐慌性賣壓，急欲出脫其持股以減少損失之投資人，因股價爾後是否回升本不得而知，日後恐發生破產或結束營業等情，故投資人欲立即出脫持股固屬常情，惟事實上因此類公司遭掏空、財報不實等消息揭露後，公司之股價急遽下跌遭臺灣證券交易所下市，市場上鮮

有投資人願意買受其股票，其股票於公開交易市場賣壓沉重且成交量大幅萎縮，實難期待投資人能在不實資訊揭露後之特定期間內出脫其持股，且無任何規定要求受害之投資人有於一定期間出售持股之義務，況投資人事實上亦無從判斷何時出售，故僅需投資人係善意且受損害即受保護，不因未及時出售即減輕對其之保護。又本件桑緹亞公司於財報不實消息遭揭露後，其股價即持續下跌，被上訴人辯稱：系爭財報不實遭揭露後，已有合理機會賣出，卻仍決定繼續持有股票者，其就損失發生與擴大顯然與有過失云云。惟修正前證交法第20條所規定善意取得人、持有人損害賠償請求權之規範目的，即在於保障公司之不實資訊揭露後因股價急遽下跌，因恐慌性賣壓，急欲出脫其持股以減少損失之投資人，因股價爾後是否回升本不得而知，日後恐發生破產或結束營業等情，故投資人欲立即出脫持股固屬常情，惟事實上因此類公司遭掏空、財報不實等消息揭露後，公司之股價急遽下跌遭臺灣證券交易所下市，市場上鮮有投資人願意買受其股票，其股票於公開交易市場賣壓沉重且成交量大幅萎縮，實難期待投資人能在不實資訊揭露後之特定期間內出脫其持股，且無任何規定要求受害之投資人有於一定期間出售持股之義務，況投資人事實上亦無從判斷何時出售，故僅需投資人係善意且受損害即受保護，不因未及時出售即減輕對其之保護。被上訴人此部分所辯，無足憑採。

- (九)按給付有確定期限者，債務人自期限屆滿時起，負遲延責任。給付無確定期限者，債務人於債權人得請求給付時，經其催告而未為給付，自受催告時起，負遲延責任。其經債權人起訴而送達訴狀，或依督促程序送達支付命令，或為其他相類之行為者，與催告有同一之效力，民法第229條第1項、第2項定有明文。又遲延之債務，以支付金錢為標的者，債權人得請求依法定利率計算之遲延利息。但約定利率較高者，仍從其約定利率。應付利息之債務，其利率未經約定，亦無法律可據者，週年利率為百分之5，民法第233條第1

項、第203條亦有明文。查，上訴人原起訴請求被上訴人連帶給付4億6556萬4,324元（見原審卷一第4-23頁反面），嗣於106年6月20日提出民事變更訟之聲明狀，將請求金額變更為4億9139萬3,813元（見原審卷二第85頁背面、四第187頁），而賴世文、詹世雄、吳昀達、林峻輝均於106年6月20日收受上開書狀，有中華郵政掛號郵件收件回執附卷可查（見原審卷四第197-198頁背面），參以原審法院於106年7月25日行言詞辯論程序時，桑緹亞公司、江漢彰、林峻輝、賴世文均表示有收受上開書狀在案（見原審卷二第260頁），是最後桑緹亞公司、江漢彰至遲於106年7月25日前，即收受上開書狀，則上訴人併請求自106年7月25日起至清償日止，按年息百分之5計算之利息，洵屬有據，應予准許。

(十)綜上所述，上訴人依民法第184條第1項後段、第185條規定，請求被上訴人應連帶給付附表所示系爭授權人如求償金額合計數欄共4億9139萬3,813元，及自106年7月25日起至清償日止，按年息百分之5計算之利息，並由上訴人受領之，為有理由，應予准許。原審為上訴人敗訴之判決，自有未合。上訴意旨指摘原判決不當，求予廢棄改判，為有理由，爰予廢棄改判如主文第二項所示。

□未按「保護機構依第28條規定提起訴訟或上訴，釋明在判決確定前不為執行，恐受難以抵償或難以計算之損害者，法院應依其聲請宣告准予免供擔保之假執行」，投資人保護法第36條定有明文。上訴人依投資人保護法規定提起本件訴訟，具有公益性質，附表所示授權人因系爭財報不實之情事受到損害，其金額復為龐大，則上訴人主張於本件判決確定前不為執行，恐受難以抵償或難以計算之損害，應認已有相當之釋明，故就上訴人勝訴部分，准免供擔保假執行。又吳昀達雖未為免假執行之聲明，惟桑緹亞公司、江漢彰、林峻輝、賴世文、詹世雄5人均已陳明願供擔保請准宣告免為假執行，爰併依民事訴訟法第463條準用同法第392條第2項規定，酌定其等供相當擔保金額，得免為假執行。

□本件事證已臻明確，兩造其餘之攻擊或防禦方法及所用之證據，經本院斟酌後，認為均不足以影響本判決之結果，爰不逐一論列，附此敘明。

四、據上論結，本件上訴為有理由，爰判決如主文。

中 華 民 國 113 年 5 月 29 日
民事第六庭 審判長法官 楊熾光
法官 戴博誠
法官 莊宇馨

正本係照原本作成。

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，其未表明上訴理由者，應於提出上訴後20日內向本院補提理由書狀（均須按他造當事人之人數附繕本）。

上訴時應提出委任律師或具有律師資格之人之委任狀；委任有律師資格者，另應附具律師資格證書及釋明委任人與受任人有民事訴訟法第466條之1第1項但書或第2項所定關係之釋明文書影本。如委任律師提起上訴者，應一併繳納上訴審裁判費。

書記官 謝安青

中 華 民 國 113 年 5 月 30 日