

【裁判字號】106,金上,1

【裁判日期】1070621

【裁判案由】侵權行為損害賠償

【裁判全文】

臺灣高等法院臺南分院民事判決 106年度金上字第1號

上訴人 財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心

法定代理人 邱欽庭

訴訟代理人 吳涵晴律師

陳威勳律師

被上訴人 黃坤欖

訴訟代理人 李永裕律師

複代理人 江俊傑律師

被上訴人 日揚科技股份有限公司

兼上一人

法定代理人 吳明田

被上訴人 昇大實業有限公司

法定代理人 吳昇憲

被上訴人 吳佳柔

吳吉祥

郭成

寇崇善

林澤祥

楊坤元

邱慶耀

羅定卿

蔡志誠

楊添文

李永裕

徐瑞隆

黃俊育

楊鴻津

簡哲雄

上十八人共同

訴訟代理人 江俊傑律師

被上訴人 勤業眾信聯合會計師事務所

法定代理人 賴冠仲

被上訴人 黃李松

林卉娟

李季珍

廖鴻儒

上五人共同

訴訟代理人 張書瑋律師

上列當事人間請求侵權行為損害賠償事件，上訴人對於中華民國105年11月16日臺灣臺南地方法院第一審判決（100年度金字第7號）提起上訴，本院於107年6月5日言詞辯論終結，判決如下：

主 文

上訴駁回。

第二審訴訟費用由上訴人負擔。

事實及理由

壹、程序方面：

按當事人喪失訴訟能力或法定代理人死亡或其代理權消滅者，訴訟程序在有法定代理人或取得訴訟能力之本人，承受其訴訟以前當然停止；惟有訴訟代理人者不適用之；另承受訴訟人，於得承受時，應即為承受之聲明；民事訴訟法第170條、第173條及第175條第1項分別定有明文。查本件被上訴人昇大實業有限公司（下稱昇大公司）之法定代理人原為吳佳柔，於訴訟繫屬中變更為吳昇憲；被上訴人勤業眾信聯合會計師事務所之法定代理人原為郭政弘，於訴訟繫屬中變更為賴冠仲。吳昇憲、賴冠仲並均具狀聲明承受訴訟，有民事聲明承受訴訟狀2件在卷可稽，核無不合，應予准許。

貳、實體方面：

一、上訴人主張：

（一）上訴人主張其係依證券投資人及期貨交易人保護法（下稱投保法）設立之保護機構，經如原判決附表一、二（下稱附表一、附表二）所示買受被上訴人日揚科技股份有限公司（下稱日揚公司）股票而受有損害之投資人（下稱本件授權人）授與訴訟實施權，依投保法第28條第1項規定，以自己名義提起訴訟。本件授權人包括：

1. 善意買受人：為自民國96年8月31日（即96年第2季不實合併財務報告公告之次日）起至100年1月19日【即日揚公司於公開資訊觀測站公告負責人黃坤欝遭檢察官起訴（下稱系爭消息）之日】止期間買入日揚公司股票，且於100年1月20日後始賣出或迄今仍持有之善意投資人（詳附表一）。
2. 善意持有人：為自95年1月13日【即證券交易法（下稱證交法）第20條之1增訂日期】起至96年8月30日（即96年第2季不實合併財務報告公告前）止期間買入日揚公司股票，於該公司不實財報期間仍繼續持有，且於100年1月20日後始賣出或迄今仍持有該公司股票之投資人（詳附表二）。

(二)被上訴人黃坤檳之不法及日揚公司財報不實情形：

1.黃坤檳自88年起至98年6月16日前擔任日揚公司董事兼總經理，卸任總經理後仍持續擔任日揚公司董事，直至99年12月23日因轉讓持股而當然解任其董事職務。其另於95年8月28日至99年6月25日間，擔任日揚公司在中國大陸地區100%持股之重要子公司日揚電子科技（上海）有限公司（下稱上海日揚公司）之董事長兼總經理。黃坤檳利用上海日揚公司購買機器設備時，以下列手法套取溢價差，並將買賣差額侵占挪作他用，致日揚公司受溢付買賣價金美金77,820.70元、日幣5,568萬元之損害，另其合計獲有新臺幣（以下如未特別註記幣別，即為新臺幣）18,580,939元之不法所得。嗣後其再以記載不實買賣價金之會計憑證交由該公司會計人員製作財務報表，隱匿前述不法之掏空背信行為並虛增該機器設備等固定資產之價值，造成自96年8月30日起至100年1月19日止，日揚公司對外公告96年第2季至99年第3季之歷屆財務報告及母子公司合併財務報表（下稱系爭財報）關於「長期股權投資」、「固定資產」、「應收帳款」等會計科目有虛偽不實之不法情事；又日揚公司相關財務報告附註部分亦未揭露該公司負責人黃坤檳有掏空公司海外資產之重大背信行為，亦有財報不實之不法情事。黃坤檳所涉刑事案件，經最高法院105年度台上字第2368號刑事判決判處罪刑確定。

2.黃坤檳所涉使日揚公司財報不實之行為，係下列2筆交易（下稱系爭2筆交易）：

(1)黃坤檳於95年底至96年間，藉上海日揚公司購買立式綜合加工機之機會，先與喬福機械工業股份有限公司（下稱喬福公司）達成前述設備之買賣合意，並約定出貨於第三人Neochip公司。再透過第三人Neochip公司將前述設備以較高價格轉賣上海日揚公司，虛增該設備購買價金，套取價差利益美金77,820.70元，並使上海日揚公司之財務報表虛列固定資產之價值，造成系爭財報有虛偽不實之情事。

(2)黃坤檳於96年7月2日另利用為上海日揚公司採購第五世代LCD彩色濾光片玻璃表面處理設備之機會，向Time chain CO.Ltd.（時捷有限公司，下稱時捷公司）負責人劉文貴約定以低報高之方式購買日本SHINWA Industry所生產之前述設備，套取價差利益日幣5,568萬元，並使上海日揚公司之財務報表虛列固定資產之價值，造成系爭財報有虛偽不實之情事。

(三)本件有推定交易因果關係之適用。本件善意買受人均依詐欺市場理論推定交易因果關係，善意持有人亦適用推定交易因

果關係。依證交法第20條之1第1項規定，善意持有人係指自95年1月13日證交法第20條之1規定公布生效，立法明定有價證券之善意持有人就不實財報有損害賠償請求權，故於95年1月13日起至96年8月30日（即系爭財報公告之日）止期間，買入日揚公司股票之投資人，因受系爭財報之誤導，而於系爭財報公告後繼續持有日揚公司股票，且於日揚公司於100年1月19日於公開資訊觀測站公告財報不實之資訊後，始賣出或仍繼續持有該公司股票之投資人，考量證券詐欺事件之特性而得推定交易因果關係。

(四)本件具有損失因果關係。上訴人就損害賠償之計算方式，係採「毛損益法」，核心概念在回復原狀，並依此概念推演而得出市場風險應由加害人負擔之結論。依毛損益法，即以「投資人購入股票之價差損失為損害數額」；即以「依上訴人買進股票所支出之金額」與「日後賣出股票得款項之金額（未賣出者則為持股價格）」核算其差額，作為上訴人所受之損害金額。故在毛損益法之採擇下，應無須特別探究損失因果關係此一損害範圍之問題。縱認損失因果關係應由上訴人負舉證責任，茲說明如下：日揚公司之股價應類推適用證交法第157之1條之意旨，以10日交易日為觀察，系爭消息日當天日揚公司之收盤價為每股15.75元，自當天起算第10個營業日為100年2月9日，該日收盤價為每股14.5元，由此算得其跌幅約為7.9%。同期間櫃買指數（俗稱大盤）自同年1月19日之145.85微幅下跌至同年2月9日之144.26，下跌幅度約為1%。另同期間電子零組件業的類股指數則自同年1月19日之90.97下跌至同年2月9日之90.35，下跌幅度約為0.6%。日揚公司股價明顯受到系爭消息之衝擊，而大幅偏離市場走勢，則本件損失因果關係已得證立。且系爭財報不實亦具有重大性。

(五)日揚公司董事吳明田、吳吉祥、簡哲雄、郭成、寇崇善、林澤祥、楊坤元、邱慶耀、羅定卿（下稱本件董事被上訴人）：

本件董事被上訴人於系爭財報期間，身為日揚公司之董事，負有確保財務報告正確性之法定義務，其等未盡其內部管控監督義務，以發現、阻止黃坤楨上開掏空公司之不法行為並於系爭財報附註中予以揭露，造成日揚公司對外公告之系爭財報有虛偽隱匿之不法情事。核其等所為，係違背公司負責人之善良管理人義務之重大過失，致使本件授權人誤信日揚公司財務、業務狀況健全，公司治理情形無重大缺失，因而買進或繼續持有該公司股票，受有股票價格下跌之損害。

- (六)日揚公司監察人吳佳柔、蔡志誠、楊添文、徐瑞隆、黃俊育、李永裕（下稱本件監察人被上訴人）及昇大公司：
本件監察人被上訴人爲系爭財報期間之監察人，事前未盡其監督義務，以發現、阻止黃坤楨本件掏空公司之不法行爲。事後亦未盡其查核帳簿表冊之監督義務，造成日揚公司對外公告之系爭財報有虛偽隱匿之情事。有違公司負責人之善良管理人義務之重大過失，致使本件授權人誤信日揚公司財務、業務狀況健全，公司治理情形無重大缺失，因而買進或繼續持有該公司股票，嗣後於消息爆發後受有股票價格下跌之損害。另被上訴人昇大公司，爲日揚公司監察人所代表之法人，自應與其所指派之代表人依民法第28條規定，與其指派之董事、監察人負連帶賠償責任。
- (七)簽證會計師黃李松、林卉娟、李季珍、廖鴻儒（下稱本件會計師被上訴人）及勤業眾信聯合會計師事務所：
日揚公司爲依證交法發行有價證券之公司，本件會計師被上訴人爲勤業眾信聯合會計師事務所之合夥會計師，負責系爭財報之查核簽證，其等應確保日揚公司對外公告之財務報告遵循一般公認會計原則編製。惟日揚公司對外公告之系爭財報有虛偽不實之不法情事，致使本件授權人誤信該財務報告，而受有損害。另本件會計師被上訴人於查核簽證系爭財報時，係勤業眾信聯合會計師事務所之會計師，該事務所應類推適用民法第28條之規定，對本件授權人負連帶損害賠償責任。
- (八)被上訴人楊鴻津（即日揚公司之會計主管）：
楊鴻津負責系爭財報之編製，且係在該財報簽章之人，對於日揚公司公告之系爭財報縱未具故意，亦有重大過失，依附件所示之請求權基礎，對本件授權人負損害賠償責任。
- (九)本件持有人之時效起算基準，若依證交法第21條前段規定，因本件日揚公司發生財報不實之不法情事，於100年1月19日始於公開資訊觀測站揭露，故該時點始可能爲投資人知悉之時點，而開始起算二年時效，而上訴人於100年10月5日即向原審提起本件訴訟，故本件持有人之請求權並未罹於時效。
- (十)綜上，本件授權人均因日揚公司公告之系爭財報而受有損害，被上訴人之故意或過失行爲，均爲造成附表一或附表二之本件授權人損害之原因，則被上訴人應就日揚公司財務報告不實造成授權人損害乙事，對本件授權人共同負公司法第23條第2項、民法第28條、第185條、類推適用民法第28條等之連帶賠償責任。本件請求權基礎及各被上訴人於本案中之地位如附件所示，請求擇一爲有利上訴人之判決（原審爲上訴

人敗訴之判決，上訴人聲明不服，提起上訴）。

(十一)上訴聲明：1.原判決廢棄。2.被上訴人應連帶給付附表一、附表二所示之本件授權人如附表一、附表二求償金額欄所示之金額，及自起訴狀繕本送達翌日起至清償日止，按週年利率百分之5計算之利息，並由上訴人受領之。3.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，上訴人願供擔保，請准宣告假執行。

二、被上訴人黃坤楨、日揚公司、吳明田、昇大公司、吳佳柔、吳吉祥、郭成、寇崇善、林澤祥、楊坤元、邱慶耀、羅定卿、蔡志誠、楊添文、李永裕、徐瑞隆、黃俊育、楊鴻津、簡哲雄答辯：

(一)本件無推定交易因果關係之適用。我國證券櫃買市場並非一效率市場，上訴人主張之美國法「詐欺市場理論」於本件並無適用餘地。本件系爭不實財報並未有效反應於股價上，難認得推定有「交易因果關係」之存在。

(二)上訴人未證明本件損失因果關係。依證交法第20條之1之民事損害賠償成立要件，投資人仍須證明損害及其金額與系爭財報間之因果關係，並非不用負任何舉證責任。系爭財報並未有效反應於股價上，日揚公司亦無利用不實交易財報美化或促成交易拉抬股價等情事。系爭不實資訊揭露後，日揚公司股價未明顯下跌或大幅變動，走勢與大盤及同類股指數均一致，投資人未因此受有損害，本件欠缺損失因果關係。日揚公司股價在不實資訊揭露後第1、2日僅係微幅下跌，至第3、4日則已止跌，且走勢與大盤及同類股指數之走勢相當一致（均呈現微幅下跌之格局）。上訴人雖主張以不實資訊揭露後「10個營業日」為日揚公司股價有無下跌之觀察基準云云，惟其所稱「10個營業日」係引用對內線交易之特別規定，並非財報不實之規定，且為最高法院所不採，上訴人所稱並無所據。日揚公司現今股價，遠高於上訴人起訴主張之「持股價格」甚多，投資人未實際受損。附表一、二之投資人仍持有股票，上訴人主張持股價格為15.17元，惟日揚公司迄至106年9月20日股價已上漲至25.25元。依實務見解，股票投資人之損害發生與否，須待股票實際賣出之時點及價格，而本件附表一、二所示投資人絕大部分均仍持有日揚公司股票，並未實際賣出，且日揚公司股價現為30多元，遠高於系爭不實資訊揭露翌日股價15.45元，以及本件起訴前一個月股價均價18.13元，更難認投資人受有實際之損害。

(三)系爭財報不實不具重大性。系爭財報不實部分並非「主要內容」，僅有固定資產項下「機械設備」金額有出入，並非完

全不實，如以日揚公司96年上半年度申報之合併資產負債表所載資產總計價值約24億6,999萬元比較之，本件系爭機械設備價值之價差金額為1,858萬餘元，換算結果，系爭財務報表之資產負債表固定資產項下之機械設備之金額不實部分，僅占日揚公司全體資產之比例僅有0.7%，難認具有重大性。且不實部分經更正稅後損益金額，尚未達原決算營業收入淨額百分之1或實收資本額百分之5以上，依法亦毋需重編財務報告並重行公告，即不構成證交法第20條之1第1項之「主要內容」不實。上訴人未能證明授權人受有損害及與不實財報間之因果關係存在，其本件請求並無理由。

(四)有關上訴人本件主張請求損害之基準點暨計算方式，亦不合理。本件投資人未出售股票之持股價值，應以被上訴人在原審起訴前1個月（即100年9月）日揚公司股票平均收盤價格「18.13元」為基準。上訴人主張附表一、二所示投資人絕大部分均仍持有日揚公司股票，未實際賣出，且日揚公司股價已漲到30多元，遠高於系爭不實資訊揭露翌日股價15.45元，及本件起訴前一個月之股價均價18.13元，今上訴人主張以15.17元為持股價值，亦屬無據。上訴人所舉「毛損益法」之法院判決均非最高法院見解，其損害計算方式未扣除與不實財報無關之股價下跌，亦非合理。系爭不實財報公告前（即96年8月30日前）與系爭不實資訊揭露前（100年1月19日前）日揚公司股價下跌，均與系爭不實財報無關，不應納入作為本件損害賠償之計算基礎。

(五)董事、監察人個人責任之抗辯：

依最高法院最新之105年度台上字第50號判決意旨，另案刑事判決已認定黃坤楨係利用不知情之日揚公司會計人員，將不實之財務事項，列入日揚公司96年上半年度及97年第1季合併財報固定資產項下，則未擔任管理階層之日揚公司董事、監察人（包含昇大公司、李永裕等人），自難以察覺，不應責令渠等負連帶賠償責任。依另案刑事判決認定系爭財報，其中97年第1季合併財報依法並非由董事會編造、通過及監察人查核、承認之範圍，上訴人主張該期間擔任董事、監察人應就上揭財報負推定過失責任云云，洵屬誤會。

(六)有關時效及其他抗辯：

- 1.上訴人提出之附表二多數投資人係於95年間買進日揚公司股票，迄上訴人於100年10月4日起訴為止，已逾5年，已罹於證交法第21條規定之損害賠償請求權消滅時效。
- 2.依證交法第20條之1第5項就財報不實之民事賠償責任係「依其責任比例，負賠償責任」（即採『比例責任』制），上訴

人請求被上訴人之董事、監察人及職員應負「全部連帶賠償責任」云云，並無所據。

3. 證交法第20條第1項之適用僅限故意行為，不包括過失，黃坤檳除外之其他日揚公司及其董事長、董事及監察人、會計主管等人，並無故意行為致使系爭財務報告發生不實之結果，上訴人主張依證交法第20條第1、3項請求被上訴人負賠償責任云云，並非可採。另上訴人就日揚公司董事、監察人等自然人主張其請求權基礎包括民法第28條云云，亦屬謬誤。

(七)答辯聲明：1.上訴駁回。2.如受不利判決，願供擔保請准免予假執行。

三、被上訴人黃李松、林卉娟、李季珍、廖鴻儒（即本件會計師被上訴人）、勤業眾信聯合會計師事務所答辯：

(一)上訴人指摘本件會計師被上訴人「於日揚公司財務報告出具不實意見」云云，顯與事實不符。會計師於查核公司報表時，由於會計師僅係基於重大性考量執行抽查，並非逐一稽查受查公司所有的交易事項，查核的方法又僅限於函證（詢問第三者以核對交易事實）、觀察、比較、分析等審計方法，非如檢調單位，並無強制處分之公權力或犯罪偵防的資源，因此審計準則公報43號對於公司之舞弊，清楚指出會計師仍僅是針對財務報表重大方面有無不實部分負查核責任，並非要求會計師針對「舞弊之揭露」負查核責任，且查核會計師僅是審計專業，故查核人員對於舞弊是否確實發生，不負法律判定之責任。因此縱使會計師已依一般公認審計準則規劃並執行查核工作，仍可能存有無法查出財務報表重大不實表達之風險。本件會計師被上訴人實已依會計師法、會計師查核簽證財務報表規則，辦理日揚公司96年度至99年前三季財務報表查核、核閱業務，並無不正當行為或廢弛其業務上應盡義務之情事，上訴人本件請求並無理由。

(二)上訴人並未舉證證明日揚公司之股價，有因系爭財報公告後而有任何上漲，或因不實消息揭露而致大幅跌價，則其主張本件授權人所受之損失，明顯欠缺因果關係。其餘答辯內容引用黃坤檳等人上開答辯。

(三)答辯聲明：1.上訴駁回。2.如受不利判決，願供擔保請准免予假執行。

四、兩造不爭執事項：

(一)被上訴人日揚公司為依證交法規定公開發行股票之公司，股票上櫃日期為91年12月23日，為證交法第5條所規定之發行人。

(二)上訴人為依投保法規定所設立之保護機構，依該法第28條規

定，由授權人洪靜如等226人授與本件訴訟實施權後，就其所受損害提起本件團體訴訟。本件授權人包括：附表一96年8月31日起至100年1月19日買進日揚公司股票，於100年1月20日後賣出或至今仍持有之投資人名單；附表二95年1月13日起至96年8月30日買進日揚公司股票，於100年1月20日後賣出或至今仍持有之投資人名單（見原審卷(一)第18-19頁；訴訟及仲裁實施權與同意書；授權人洪靜如等人之交易明細表等資料共226件）。

(三)日揚公司公告96年度第2季至99年度第3季歷次財務報告及合併財務報表期間（即96年8月31日起至100年1月6日，下稱系爭財報公告期間）之董事、監察人任職情形如下：

1. 被上訴人吳明田於系爭財報公告期間內擔任董事長，並於98年6月16日至99年8月30日兼任總經理職務。
2. 被上訴人黃坤欝於系爭財報公告期間內擔任董事，並於98年3月31日之前兼任總經理職務。
3. 被上訴人郭成、簡哲雄、寇崇善三人於系爭財報公告期間內均擔任董事。
4. 被上訴人林澤祥於95年6月28日經選任為董事，惟於97年4月15日即辭任之。
5. 被上訴人楊坤元、邱慶耀於97年6月13日經補選為董事，被上訴人黃坤元並於99年8月30日起兼任總經理職務。
6. 被上訴人吳吉祥、羅定卿於98年6月16日經補選為董事（原審卷(三)第187頁）。
7. 被上訴人昇大公司於系爭財報公告期間內擔任法人監察人，並由被上訴人吳佳柔於96年10月25日前擔任法人監察人之代表人，被上訴人蔡志誠則自96年10月26日起擔任法人監察人之代表人。
8. 被上訴人黃俊育、李永裕二人於97年6月13日經補選為監察人（原審卷(二)第194頁）。
9. 被上訴人楊添文於95年6月28日經選任為監察人，於97年4月11日辭任之。
10. 被上訴人徐瑞隆於95年6月28日經選任為監察人，於97年4月7日辭任監察人（原審卷(二)第48-49頁）。

(四)被上訴人楊鴻津為日揚科技公司之會計主管，未擔任董事、監察人之職務。

(五)日揚公司於100年1月19日，在公開資訊觀測站公告如下：「…(1)本公司前副董事長黃坤欝被訴違反證交法案件，業經臺灣臺中地方法院檢察署（下稱臺中地檢署）提起公訴，目前繫屬於臺灣臺中地方法院（下稱臺中地院）審理中。(2)依該

起訴書之認定，本公司前副董事長違反證交法第171條第1項第1款至第3款；本公司前副董事長於偵查中業已向財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心自動繳交全數不法所得18,580,939元，並經檢察官於起訴書理由欄載明「請依證交法第171條第4項規定減輕其刑」…」等語（原審卷(一)第159頁）。

(六)被上訴人黃坤楨因違反證交法案件經臺中地檢署檢察官以99年度偵字第10106、27729號提起公訴，經臺中地院以100年度金訴字第1號判決以黃坤楨犯證券交易法第171條第1項第1款之申報公告不實罪，判處有期徒刑1年8月，緩刑4年。經檢察官提起上訴，經臺灣高等法院臺中分院（下稱臺中高分院）判決，最高法院發二次發回更審，嗣經臺中高分院102年度金上更(二)字第71號撤銷原判決，判處黃坤楨法人之行爲負責人(1)犯證交法第171條第1項第1款之申報公告不實罪，處有期徒刑1年6月。(2)又犯證交法第171條第1項第3款之違背職務罪，處有期徒刑2年。應執行有期徒刑3年。經最高法院以105年度台上字第2368號判決駁回上訴確定。

(七)日揚公司股票價格，於96年8月30日公告96年上半年度合併財務報表之次日（即96年8月31日）收盤價爲27.05元，嗣於97年11月間因金融海嘯全球不景氣跌至月收盤平均價9.26元，於98、99年度則維持在每股13至14元之間。於100年1月19日日揚公司於公開資訊觀測站公告黃坤楨因違反證交法第171條第1款至第3款經檢察官提起公訴等重大訊息之當日股票收盤價爲15.75元，隔日（即100年1月20日）收盤價爲15.45元，其後至1月底爲止之股票收盤價格均維持於15.25元以上。100年2月9日收盤價14.9元，100年2月25日股價收盤價16.35元（原審卷(二)第173、175-176頁）。

(八)日揚公司於96、97年度之財務結構、償債能力、經營能力、獲利能力及現金流量等各方面表現均如原審卷(三)第182頁所載。

(九)日揚公司對外公告之96年度第2季至99年度第3季之歷次財務報告及母子公司合併財務報表形式上均爲真正。

(十)本件不實資訊揭露日期爲100年1月19日（原審卷(九)第5頁）。

(十一)日揚公司100年1月及2月之股價表見原審卷(八)第233-234頁；100年1月及2月之櫃買指數表見原審卷(八)第235-236頁；100年1月及2月之上櫃類股指數表見原審卷(八)第237-238頁；100年1月、2月電子零組件指數資訊見原審卷(九)第99-120頁；日揚公司股價走勢、櫃買大盤指數走勢、同類股（電子零組件

) 指數走勢合併觀察圖見原審卷(九)第121頁。

五、兩造爭執要點：

- (一) 上訴人之投資損失與被上訴人日揚公司之系爭財務報告間，是否有相當因果關係？
- (二) 上訴人依證交法第20條第1、2、3項、第20條之1第1項第1款、第2款、第2項、第3項，民法第184條第1項後段、公司法第23條第2項、民法第28條、第185條、會計師法第41條、第42條、類推適用民法第28條等規定【上訴人主張對各被上訴人之請求權基礎，詳如附件「請求權基礎列表」所示，見本院卷(四)第452-455頁】，請求被上訴人賠償附表一、附表二所示投資人求償金額欄所示之金額，有無理由？

六、得心證之理由：

- (一) 本件授權人之投資損失與日揚公司之系爭財務報告間是否具有交易因果關係？

1. 按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、出賣人或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項之規定，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及簽證會計師請求賠償，其性質為侵權行為損害賠償。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，固無待舉證；但投資人仍須證明損害及其金額與不實財報間之因果關係（最高法院104年度台上字第225號判決參考）。

2. 查本件被上訴人黃坤檳自88年起至98年6月16日前擔任日揚公司董事兼總經理，卸任總經理後仍擔任日揚公司董事直至99年12月23日因轉讓持股而當然解任其董事職務。又其另於95年8月28日起至99年6月25日間擔任日揚公司在中國大陸地區100%控股子公司上海日揚公司之董事長兼總經理。黃坤檳利用上海日揚公司購買機器設備之際，將買賣差額侵占挪作他用，致使日揚公司遭受溢付買賣價金美金77,820.70元、

日幣5,568萬元之損害，由日揚公司分別於96年8月30日向櫃買中心申報內容不實之96年上半年度合併財務報表，及由日揚公司於97年5月15日向櫃買中心申報內容不實之97年第1季合併財務報表，並均上傳輸入至櫃買中心之公開資訊觀測站公告之事實，為兩造所不爭執，黃坤楨並因此被判處罪刑確定（詳兩造不爭執事項(六)）。日揚公司於100年1月19日，在公開資訊觀測站公告黃坤楨被訴違反證交法，經檢察官提起公訴之資訊（詳兩造不爭執事項(五)），是本件不實資訊揭露日期為100年1月19日，應堪認定。

3. 上訴人主張附表一之本件授權人為自96年8月31日起至100年1月19日買進日揚公司股票，於100年1月20日後賣出或至今仍持有之投資人；附表二之本件授權人為自95年1月13日起至96年8月30日買進日揚公司股票，於100年1月20日後賣出或至今仍持有之投資人，為被上訴人所不爭執（詳兩造不爭執事項(二)）。則依上開說明及詐欺市場理論，附表一、二所示之本件授權人，不論其等實際上是否閱讀系爭不實財報，均推定其等信賴系爭不實財報而有交易因果關係，被上訴人辯稱本件無交易因果關係云云，不足採信。

(二) 本件授權人之投資損失與日揚公司之系爭財務報告間是否具有損失因果關係？

1. 上訴人主張日揚公司之股價，類推適用證交法第157條之1之意旨，在不實資訊揭露日為100年1月19日後，以10個交易日為觀察，日揚公司股價受到系爭消息之衝擊，已大幅偏離市場走勢，則本件損失因果關係已得證立云云；惟為被上訴人所否認。經查證交法第157條之1第3項所定之「10個營業日」係針對內線交易者（即違反證交法第157條之1第1項、第2項規定者）規範應「對於當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後10個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任」，此觀證交法第157條之1第1項至第3項規定即明。而本件被上訴人黃坤楨所涉，並非內線交易，證交法亦無明定以證交法第157條之1第3項所定之10個營業日股價之漲跌，作為不實財報賠償計算之基礎；且內線交易之性質與財報資訊不實之情形不同，則上訴人主張以100年1月19日不實資訊揭露日後10個交易日為觀察，日揚公司股價大幅偏離市場走勢，本件具有損失因果關係云云，已失其立論基礎，並不可採。

2. 上訴人主張日揚公司之股價，於不實資訊揭露日後大幅偏離市場走勢，係以日揚公司之股價於100年1月19日之收盤價為15.75元，及自當天起算第10個營業日之同年2月9日之收盤

價14.5元作為比較之基礎，主張跌幅為-7.9%【計算式： $(14.5 - 15.75) \div 15.75 = -7.9\%$ 】，同時期大盤跌幅為-1%，類股跌幅為-0.6%（按上訴人原主張-0.06%，嗣更正為-0.6%）（以上見本院卷(六)第208至209頁，本院卷(四)第389頁）。惟查：本件被上訴人黃坤楨所涉者為不實財報，並非內線交易，上訴人以日揚公司100年1月19日之收盤價15.75元，及自當天起算第10個營業日之同年2月9日之收盤價14.5元，作為比較之基礎，於法無據，已無可採。況查證交法第157條之1第3項規定「違反第一項或前項規定者，對於當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後10個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任」，亦係以「善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格」，與「消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額」作為損害賠償之計算基準，上開規定是以「收盤平均價格」之差額為計算基準，顯非逕以「消息揭露當日」與「自當天起算第10個營業日」二者作為比較之基準。本件日揚公司100年1月19日之收盤價15.75元、同年2月20日之收盤價15.45元、同年2月21日之收盤價15.25元、同年2月24日之收盤價15.55元、同年2月25日之收盤價15.45元，上訴人忽略100年1月19日之後，日揚公司股價有漲跌互見之變化，遽以100年1月19日與同年2月9日之股價作為論述基礎，主張本件具有損失因果關係云云，自不可採。

3. 本件被上訴人黃坤楨所為系爭不實財報為96年上半年度及97年第1季；惟日揚公司自96年8月1日起，其股價即已出現連續下跌之現象（自96年8月1日收盤之33.6元跌至96年8月29日之26.75元，見原審卷(三)第156頁），於96年8月30日日揚公司公布系爭96年上半年度合併財務報表後，股價亦未見有大幅上漲之情形（96年8月30日收盤為26.75元，維持平盤，至96年8月31日收盤為27.05元），其後96年底及97年間，日揚公司之股價持續下跌，自96年1月之收市平均價32.60元跌至96年12月收市平均價21.49元，再自97年1月之收市平均價17.84元跌至97年11月收市平均價9.26元，此有日揚公司96年8月至97年11月止之月平均收盤價格明細可參（見原審卷(三)第178-179頁）。足見日揚公司分別於96年8月30日向櫃買中心申報內容不實之系爭96年上半年度合併財務報表，及由日揚公司於97年5月15日向櫃買中心申報內容不實之系爭97年第1季合併財務報表，並均上傳輸入至櫃買中心之公開資訊觀測站公告，並未造成日揚公司股價大漲之情。故日揚公司96年上半年及97年第1季財務報告內容雖有不實之處，但

其不實之訊息並未影響股價，或致日揚公司股價產生灌水效果。上訴人雖另主張：系爭98年至99年第3季之財務報告亦有不實云云。惟查日揚公司96年11月公告96年第3季財務報告、97年5月公告96年度財務報告、97年9月公告97年上半年財務報告、97年11月公告97年第3季財務報告、98年5月公告97年度及第98年第1季財務報告、98年9月公告98年上半年財務報告、98年11月公告98年第3季財務報告、99年5月公告98年度及99年第1季財務報告、99年8月31日公告99年上半年財務報告，99年11月公告99年第3季財務報告，上開各期之財務報告公告後，日揚公司股價均未見有明顯變動或上漲（96年11月股價約維持在22、23元左右、97年5月股價約維持在17、18元左右、97年9月股價約維持在10至12元左右、97年11月股價約維持在8至10元左右、98年5月股價約維持在9元左右、98年9月股價約維持在10、11元左右、98年11月股價約維持在11至13元左右、99年5月股價約維持在11至13元間、99年9月股價約維持在12至14元左右、99年11月股價約維持在12、13元左右），股價並無灌水大漲之情，有各該時期日揚公司股票成交資訊可稽（見原審卷(八)第115-133頁），可見上開財務報告並未因此導致日揚公司股價上漲。

4. 本件不實資訊揭露日即100年1月19日，當日股價僅微幅下跌0.1元（自前一日之15.85元跌至15.75元），往後至同年1月26日之5個交易日，其股價亦出現漲跌互見，有2日上漲（分別為同年1月24日、1月26日），3日下跌，且漲跌金額為0.3至-0.3元（見原審卷(九)第93-94頁），跌幅不大，至同年2月之14個交易日亦有7日股價係上漲（同年2月8日、2月10日、2月15日、2月18日、2月21日、2月23日、2月25日），3日平盤（同年2月11日、2月14日、2月24日），4日下跌，且漲跌金額為1.05元至-1元，股價穩定維持在15元上下，此有日揚公司100年1月、2月股價成交資訊可稽（見原審卷(九)第93-95頁）。足見本件不實資訊揭露後，並未影響股價而導致投資人受有股價下跌之損害，此由日揚公司此段期間之股價漲跌互見，甚至多日均呈現上漲或維持平盤之勢即明。
5. 再者，日揚公司股價在此段期間內之走勢，與同時期櫃買大盤指數走勢及同類股（電子零組件）指數走勢甚為一致（均呈現先於100年2月中旬間微幅下跌，之後再上漲），此有走勢合併觀察圖可資比對（見原審卷(九)第121頁），是以系爭不實財報資訊揭露後，日揚公司股價走勢並未悖離櫃買大盤指數走勢及同類股（電子零組件）指數走勢，而出現一路巨幅下跌之情，即難認投資人受有股價下跌之損害。上訴人主

張100年1月19日後，日揚公司受不實資訊揭露之影響導致股價下跌，大幅偏離市場走勢云云，自不可採。

6. 本件系爭不實財報由日揚公司上傳輸入至櫃買中心之公開資訊觀測站公告，並未造成該公司股價（灌水）大漲之情，在不實資訊揭露日即100年1月19日後，日揚公司之股價亦未大幅下跌，則本件尚難認系爭不實財報與本件授權人間有損失因果關係。

(三)另依日揚公司96、97年度之財務狀況，其財務結構、償債能力、經營能力、獲利能力等各方面均為正數，且每股均有盈餘，並無虧損之情形，此有財務分析資料可稽（見原審卷(三)第182頁）；再由之後日揚公司98、99、100年情形觀之，除98年償債能力項中之利息保障倍數、獲利能力項中之資產報酬率、股東權益報酬率、稅前純益佔實收資本比率、純益率、每股盈餘項為負數外，其餘項目均為正數，又其99、100年之財務結構償債能力、經營能力、獲利能力等各項，均為正數，亦有日揚公司98、99、100年之財務資料分析可稽（見原審卷(十)第97頁），可知長期以來，日揚公司之財務狀況尚佳，足見系爭不實財報並非日揚公司為求美化帳面掩飾虧損，蓄意造成股價灌水大漲而為。再者，系爭財務報表係於固定資產之機器設備記載之金額與實情不符，惟所影響者僅為2筆機器設備價差美金77,820.70元、日幣5,568萬元（合計約為新臺幣18,580,939元）；而日揚公司95年及96年固定資產價值仍達24億6千餘萬元（見原審卷(三)第153頁），上開差價僅占日揚公司資產之一小部分，影響之程度洵屬有限，不僅不足以改變評估日揚公司未來價值之依據，亦不影響日揚公司營業收入與淨值、稅後盈餘等項。由上可知，系爭財務報告關於日揚公司固定資產項下之機器設備金額固與真實價值雖有未符，但與其他日揚公司經營績效相關之公開資訊（例如營業收入淨額、營業成本、營業毛利、營業淨利、每股盈餘等）合併觀察，專業及一般理性投資人應不至於評估認為系爭財務報告內容虛偽部分表示日揚公司之營運績效將因此大幅提升，而爭相購入，造成股價大漲之情。故上訴人主張日揚公司係藉由美化財報以虛增固定資產價值，並致其股價因此上漲，投資人因此誤信系爭財報內容而買進日揚公司股票，造成損失云云，不足採信。

(四)此外，如附表一所示之本件授權人吳介文、顧庭柏、吳淑椿、吳淑芬、吳陳麗娟、黃美華、黃麗娟、林一萍、羅德欽、張世宗、廖芳德、張俊男、許丁月、李麗惠、王洲清、鄭麗娟、林信伊、劉振忠、陳建泰、曾煥勝、蔡仁成、張瓊文、

黃柏仁及附表二所示之本件授權人許英華、林佳樺、楊智玉、郭林惠玲、蔡秋粉等人，於日揚公司系爭不實財報揭露之100年1月19日以後仍有購買日揚公司股票，有兩造不爭之投資人統計表可稽（見原審卷(三)第73-77頁），足見系爭不實財報並未影響日揚公司之股價；否則上開授權人理應會急於賣出日揚公司股票，自不可能干冒財產損失之風險而再度進場購買日揚公司之股票。

七、綜上所述，上訴人既無法證明所主張如附表一、二所示之本件授權人之投資損失與日揚公司之系爭財務報告間有損失因果關係存在，則上訴人主張依附件所示請求權基礎欄之法律規定，請求被上訴人連帶給付如附表一、二所示之本件授人如附表一、二求償金額欄所示之金額，及自起訴狀繕本送達翌日起至清償日止，按週年利率百分之5計算之利息，並由上訴人受領，非屬正當，不應准許。從而，原審所為上訴人敗訴之判決，並無不合。上訴意旨指摘原判決不當，求予廢棄改判，為無理由，應駁回其上訴。

八、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。

九、據上論結，本件上訴為無理由，依民事訴訟法第449條第1項、第78條，判決如主文。

中 華 民 國 107 年 6 月 21 日
民事第一庭 審判長法 官 蘇清恭

法 官 張世展

法 官 翁金緞

上為正本係照原本作成。

上訴人如不服本判決，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日內向本院補提出理由書狀（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（詳附註）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。

被上訴人不得上訴。

中 華 民 國 107 年 6 月 21 日

書記官 劉紀君

【附註】

民事訴訟法第466條之1：

- (1)對於第二審判決上訴，上訴人應委任律師為訴訟代理人。但上訴人或其法定代理人具有律師資格者，不在此限。
- (2)上訴人之配偶、三親等內之血親、二親等內之姻親，或上訴人為法人、中央或地方機關時，其所屬專任人員具有律師資格並經法院認為適當者，亦得為第三審訴訟代理人。

民事訴訟法第466條之2第1項：

上訴人無資力委任訴訟代理人者，得依訴訟救助之規定，聲請第三審法院為之選任律師為其訴訟代理人。

附件

上訴人主張之請求權基礎				
編號	被上訴人	請求權基礎	負連帶賠償責任之 條文	被上訴人在 本件之地位
01	日揚公司	1. 證交法第20條第1、3項 2. 證交法第20條第2項、第20條之1第1項第1款及第2項	公司法第23條第2項、民法第28條、第185條	證券發行人
02	黃坤楨	1. 證交法第20條第1、3項及第20條之1 2. 證交法第20條第2項、第20條之1第1項第1、2款及第2項 3. 民法第184條第1項後段	公司法第23條第2項、民法第28條、第185條	日揚公司董事兼總經理
03	吳明田	1. 證交法第20條第1、3項及第20條之1 2. 證交法第20條第2項、第20條之1第1項第1款及第2項	公司法第23條第2項、民法第28條、第185條	日揚公司董事長

04	吳吉祥	1. 證交法第20條第1 、3項及第20條之1 2. 證交法第20條第2 項、第20條之1第1 項第1款及第2項	公司法第23條第2 項、民法第28條、 第185條	日揚公司董 事
05	簡哲雄	1. 證交法第20條第1 、3項及第20條之1 2. 證交法第20條第2 項、第20條之1第1 項第1款及第2項	公司法第23條第2 項、民法第28條、 第185條	同上
06	郭成	1. 證交法第20條第1 、3項及第20條之1 2. 證交法第20條第2 項、第20條之1第1 項第1款及第2項	公司法第23條第2 項、民法第28條、 第185條	同上
07	寇崇善	1. 證交法第20條第1 、3項及第20條之1 2. 證交法第20條第2 項、第20條之1第1 項第1款及第2項	公司法第23條第2 項、民法第28條、 第185條	同上
08	林澤祥	1. 證交法第20條第1 、3項及第20條之1 2. 證交法第20條第2 項、第20條之1第1 項第1款及第2項	公司法第23條第2 項、民法第28條、 第185條	同上
09	楊坤元	1. 證交法第20條第1 、3項及第20條之1 2. 證交法第20條第2 項、第20條之1第1 項第1款及第2項	公司法第23條第2 項、民法第28條、 第185條	同上
10	邱慶耀	1. 證交法第20條第1 、3項及第20條之1 2. 證交法第20條第2	公司法第23條第2 項、民法第28條、 第185條	同上

		項、第20條之1第1 項第1款及第2項		
11	羅定卿	1. 證交法第20條第1 、3項及第20條之1 2. 證交法第20條第2 項、第20條之1第1 項第1款及第2項	公司法第23條第2 項、民法第28條、 第185條	同上
12	吳佳柔	1. 證交法第20條第1 、3項及第20條之1 2. 證交法第20條第2 項、第20條之1第1 項第1款及第2項	公司法第23條第2 項、民法第28條、 第185條	日揚公司監 察人
13	蔡志誠	1. 證交法第20條第1 、3項及第20條之1 2. 證交法第20條第2 項、第20條之1第1 項第1款及第2項	公司法第23條第2 項、民法第28條、 第185條	同上
14	楊添文	1. 證交法第20條第1 、3項及第20條之1 2. 證交法第20條第2 項、第20條之1第1 項第1款及第2項	公司法第23條第2 項、民法第28條、 第185條	同上
15	徐瑞隆	1. 證交法第20條第1 、3項及第20條之1 2. 證交法第20條第2 項、第20條之1第1 項第1款及第2項	公司法第23條第2 項、民法第28條、 第185條	同上
16	黃俊育	1. 證交法第20條第1 、3項及第20條之1 2. 證交法第20條第2 項、第20條之1第1 項第1款及第2項	公司法第23條第2 項、民法第28條、 第185條	同上

17	李永裕	1. 證交法第20條第1、3項及第20條之1 2. 證交法第20條第2項、第20條之1第1項第1款及第2項	公司法第23條第2項、民法第28條、第185條	同上
18	黃李松	1. 證交法第20條第1、3項 2. 證交法第20條之1第1項第2款及第3項 3. 會計師法第41條、第42條第1項	民法第185條	簽證會計師
19	林卉娟	1. 證交法第20條第1、3項 2. 證交法第20條之1第1項第2款及第3項 3. 會計師法第41條、第42條第1項	民法第185條	同上
20	李季珍	1. 證交法第20條第1、3項 2. 證交法第20條之1第1項第2款及第3項 3. 會計師法第41條、第42條第1項	民法第185條	同上
21	廖鴻儒	1. 證交法第20條第1、3項 2. 證交法第20條之1第1項第2款及第3項 3. 會計師法第41條、第42條第1項	民法第185條	同上
22	勤業眾信聯	類推適用民法第28	類推適用民法第28	簽證會計師

	合會計師事 務所	條	條	所隸屬之會 計師事務所
23	昇大公司	民法第28條	民法第28條	吳佳柔、蔡志誠以昇大公司代表名義當選日揚公司監察人
24	楊鴻津	1. 證交法第20條第1、3項 2. 證交法第20條第2項、第20條之1第1項第1、2款及第2項	公司法第23條第2項、民法第185條	日揚公司之會計主管