

# 最高法院民事判決

111年度台上字第490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 張心悌

訴訟代理人 陳奕璇律師

被上訴人 桑緹亞股份有限公司

兼法定代理人 江漢彰

被上訴人 詹世雄

林峻輝（原名林家毅）

劉鈞浩

吳昀達

賴世文

上列當事人間請求損害賠償事件，上訴人對於中華民國110年8月31日臺灣高等法院臺中分院第二審判決（109年度金上字第5號），提起上訴，本院判決如下：

## 主 文

原判決關於駁回上訴人請求被上訴人桑緹亞股份有限公司、江漢彰、詹世雄、林峻輝、吳昀達、賴世文連帶給付之上訴，及各該訴訟費用部分廢棄，發回臺灣高等法院臺中分院。

其他上訴駁回。

第三審訴訟費用，關於駁回其他上訴部分，由上訴人負擔。

## 理 由

本件上訴人主張：被上訴人桑緹亞股份有限公司（下稱桑緹亞公司）係依證券交易法（下稱證交法）公開發行股票之公司，其負責人即被上訴人江漢彰因公司營運狀況不佳，欲進行增資，透過友

01 人介紹認識被上訴人林峻輝，為使對方能投資桑緹亞公司，並順  
02 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  
03 及被上訴人詹世雄任實際負責人之揚華科技股份有限公司（下稱  
04 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  
05 陸，客戶、金流及物流均由揚華公司安排，桑緹亞公司從中賺取  
06 約3%之價差利潤。江漢彰、林峻輝、詹世雄、林峻輝之助理即被  
07 上訴人劉鈞浩、霖揚開發股份有限公司（下稱霖揚公司）之負責  
08 人即被上訴人吳昀達、解散前湯淺國際貿易股份有限公司（下稱  
09 湯淺公司）之負責人即被上訴人賴世文以虛假交易之意思，由江  
10 漢彰指示公司人員配合劉鈞浩，接續自民國103年8月起至104年4  
11 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  
12 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  
13 稱揚華等公司）進貨後，分別銷貨予霖揚公司、湯淺公司、MEGA  
14 SEASON LIMITED、Timtech Opto-Electronic CO., Ltd. 及GREEN-  
15 TECH INC. 等公司（下合稱霖揚等公司），而開立不實之採購  
16 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  
17 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  
18 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，  
19 致該公司103年度營業收入虛增新臺幣（下同）2億0688萬5000  
20 元，104年1月至5月份營業收入虛增1億6053萬2000元；分別與更  
21 正後103年度、104年1月至5月營業收入，差異達-22.13%、-86.6  
22 4%，並上傳至公開資訊觀測站，刻意隱藏該公司實際營收趨勢，  
23 影響證券市場投資人之正確判斷。嗣經查核簽證會計師發覺上  
24 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  
25 相關營收資訊，公司股價即一路下跌，致第一審判決附表（下稱  
26 附表）3所示投資人楊桂維等864人受有求償金額欄所示損害。伊  
27 係依證券投資人及期貨交易人保護法設立之保護機構，受投資人  
28 授與訴訟實施權，依該法第28條規定，得以自己名義起訴等情。  
29 爰依證交法第20條之1第1項、第20條第3項，公司法第23條第2  
30 項，民法第28條、第184條第1項後段、第2項、第185條規定，求

01 為命被上訴人連帶給付附表3所列投資人4億9139萬3813元及加計  
02 法定遲延利息之判決。

03 桑緹亞公司、江漢彰則以：國際會計準則（即IAS）於103年4月  
04 間更易，桑緹亞公司採既往評價方式，致與會計師核查數額有差  
05 異，並非財報不實。上訴人所指不實資訊流入市場後，桑緹亞公  
06 司之股價反較之前為低，投資人應證明其因誤信該等不實財報而  
07 受有損害。現行證交法第20條之1已刪除董事長及總經理之絕對  
08 賠償責任，修法前之責任應基於同一法理而類推適用。自桑緹亞  
09 公司於104年5月5日公告更正營業收入，至105年2月16日終止興  
10 櫃，投資人未即時出脫，對損害之發生與有過失；投資人縱受有  
11 損失，應以買進股票之市價與當時真實價格之差額計算。詹世雄  
12 以：伊僅為揚華公司顧問，且於102年11月解除顧問乙職，非實  
13 際負責人。伊從未參與相關交易，亦不認識江漢彰，更不知桑緹  
14 亞公司帳列營收資訊不實。林峻輝以：揚華公司確有出貨予桑緹  
15 亞公司，並由桑緹亞公司銷售霖揚等公司。伊未參與桑緹亞公司  
16 營運決策或擔任財務會計人員，無確保該公司財務文件正確性之  
17 義務。上訴人應就投資人損害因果關係，負舉證責任。劉鈞浩  
18 以：伊僅為林峻輝之司機兼助理，受林峻輝指揮監督，無從知悉  
19 揚華公司與他公司間之交易是否虛偽不實。賴世文以：伊於98年  
20 間擬與訴外人陳建霖合作，由其全權負責以湯淺公司名義拓展業  
21 務，伊不認識揚華等公司及本案相關人員等語，資為抗辯。

22 原審以：詹世雄為鴻測公司實際負責人，並與林峻輝於101年間  
23 入主揚華公司，均為揚華公司之實際負責人。江漢彰自103年起  
24 擔任桑緹亞公司之負責人，因桑緹亞公司欲增資，經引介認識林  
25 峻輝。林峻輝以揚華公司LED晶片等產品銷予大陸客戶，因恐關  
26 係人交易為由，向江漢彰提議由桑緹亞公司任中間貿易商，貨物  
27 由揚華公司直送下游客戶，待該客戶付款後，桑緹亞公司再付款  
28 予揚華公司，從中賺取2%至3%之利潤。江漢彰因其毋庸負擔交易  
29 成本即可賺取利潤，而同意配合，遂以桑緹亞公司向揚華等公司  
30 進貨，再分別銷貨予霖揚等公司之方式進行虛假交易，桑緹亞公  
31 司並自103年8月至104年5月將之公告及申報為營業收入。嗣桑緹

01 亞公司於104年5月5日在公開資訊觀測站發布公告內容為：103年  
02 度公告合併營業額為11億4175萬元，與會計師查核數額9億3486  
03 萬5000元差異-22.13%，主要營收差異係桑緹亞公司銷售太陽能  
04 的LED產品以買賣方式交易，認列為營收獲利，會計師查核相關  
05 憑證後改以代理銷售佣金收入認列所致等語之訊息。同年7月3日  
06 再發布公告更正104年1月至5月自結合併營業額及累積合併營業  
07 額。桑緹亞公司103年8月至12月不實交易占全年度實際營業收入  
08 之22.13%，104年1月至4月不實交易占該年1月至5月實際營業收  
09 入之86.64%，幾為桑緹亞公司103年8月至104年4月間主要營業收  
10 入，江漢彰有意掩飾公司實際營收趨勢，以吸引他人投資，此段  
11 期間所申報及公告之不實財務業務文件，具有重大性。桑緹亞公  
12 司、江漢彰、詹世雄、林峻輝、霖揚公司之負責人吳昫達、湯淺  
13 公司之負責人賴世文均有參與或配合上開不實交易，劉鈞浩雖受  
14 林峻輝指示任揚華公司之窗口，但僅為工具及其手足之延伸，難  
15 認參與不實交易。桑緹亞公司於100年9月6日登錄興櫃公開發  
16 行，依證交法第36條第1項第3款規定，於每月10日前，應公告並  
17 申報上月份營運情形，其依規定應申報或公告之財務報表，有虛  
18 偽情事，違反證交法第20條第2項規定。桑緹亞公司應依103年4  
19 月已生效之IAS第18號，將收取固定比例3%且不承擔存貨風險之  
20 利潤，以佣金收入列帳；又依104年7月1日修正前之證交法第20  
21 條之1第2項規定，發行人之董事長應負無過失之損害賠償責任。  
22 桑緹亞公司、江漢彰抗辯係因會計評價基礎變動而致金額調整，  
23 及修法後已刪除董事長之絕對賠償責任，江漢彰無須負責云云，  
24 均無可採。桑緹亞公司、江漢彰因虛增公司交易，導致103年、1  
25 04年1月至5月營業收入部分內容不實，不論投資人有無閱讀上開  
26 文件，均應推定其係信賴此財務業務文件之不實資訊始為交易或  
27 繼續持有股票，上訴人毋庸證明交易因果關係存在，惟仍須證明  
28 所受損害及其金額與不實財報間有損害因果關係。依桑緹亞公司  
29 興櫃股票個股歷史行情、興櫃市場成交價量圖所示，桑緹亞公司  
30 於103年10月至104年4月間所申報且公告之營業收入雖有不實，  
31 然並未拉抬桑緹亞公司股票交易價格，反而持續下跌，於發布更

01 正訊息之際，其股票交易價格亦無明顯大幅下跌，桑緹亞公司虛  
02 增營收與其股價間無連動關係，上訴人復未舉證證明投資人確有  
03 受損害及損失之因果關係，上訴人依證交法第20條之1第1項、公  
04 司法第23條第2項及民法第28條規定，請求桑緹亞公司、江漢彰  
05 負連帶損害賠償之責，即屬無據。詹世雄、林峻輝、吳昀達、賴  
06 世文雖製作不實業務文件及填載不實會計憑證交付江漢彰，但無  
07 從得知或參與江漢彰取得後，究列為營業收入或佣金收入，難認  
08 違反證交法第20條第2項規定；又詹世雄、林峻輝、吳昀達、賴  
09 世文、劉鈞浩均非桑緹亞公司之發行人或負責人，亦未在該公司  
10 財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章，上訴人請求其等依證交  
11 法第20條之1第1項規定負賠償責任，即屬無據。再者，上訴人未  
12 證明投資人買入或繼續持有桑緹亞公司股票，與前開財務業務文  
13 件之公告或不實交易行為間，有相當因果關係存在，亦無法證明  
14 投資人確實因此受有損害，其依民法第184條第1項後段、第2項  
15 及第185條規定，請求被上訴人連帶負損害賠償責任，亦無理  
16 由。又被上訴人係涉犯違反證交法第20條第2項規定，與同條第1  
17 項有價證券之募集、發行、私募或買賣無關，上訴人依證交法第  
18 20條第3項規定，請求損害賠償，與構成要件不符，不應准許。  
19 綜上，上訴人依證交法第20條第3項、第20條之1第1項第1款、公  
20 司法第23條第2項、民法第28條、第184條第1項後段、第2項、第  
21 185條規定，請求被上訴人連帶給付附表3所示投資人如求償金額  
22 欄共計4億9139萬3813元本息，洵非正當，不應准許。爰維持第  
23 一審所為上訴人敗訴之判決，駁回其上訴。

24 關於廢棄發回部分（即上訴人請求桑緹亞公司、江漢彰、詹世  
25 雄、林峻輝、吳昀達、賴世文連帶給付部分）：

26 按發行公司之財務報告為投資人投資有價證券之主要參考依據，  
27 其內容倘有虛偽，勢將影響投資判斷及扭曲股價。不實資訊流入  
28 市場後，如始終於市場存在，在真實訊息進入市場前，其對股價  
29 之影響仍持續存在。在不實資訊揭露後，倘股價明顯下跌，善意  
30 投資人所受股價差額之損害與不實資訊間，難謂無損害因果關  
31 係。原審固認定桑緹亞公司於103年10月至104年4月間所申報且

01 公告之營業收入雖有不實，然此不實資訊未拉抬桑緹亞公司股票  
02 交易價格，反而持續下跌，於發布更正訊息之際，其股票交易價  
03 格亦無明顯大幅下跌，桑緹亞公司虛增營收與其股價間無連動關  
04 係等事實。然上訴人主張104年5月5日桑緹亞公司月營收虛增遭  
05 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  
06 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  
07 因果關係等語（見原審卷(二)第80至88頁），並提出證券櫃檯買賣  
08 中心公告、桑緹亞公司基本資料查詢為證（見一審卷(一)第84頁、  
09 原審卷(一)第59、385頁）。桑緹亞公司於104年5月5日當日成交均  
10 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  
11 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  
12 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  
13 每股2.18元，有桑緹亞公司興櫃市場成交價量圖、興櫃股票個股  
14 歷史行情可稽（見一審卷(一)第76、266至299頁）。則於104年5月  
15 5日桑緹亞公司第1次財務真實資訊揭露後，股價即下跌，能否謂  
16 投資人未受有股價下跌之差額損害？原審既認定江漢彰虛增營收  
17 係為掩飾公司實際營收趨勢，引吸他人投資等情，則在真實資訊  
18 進入市場前，不實資訊對股價自有影響，縱桑緹亞公司股價持續  
19 下跌另有因素，但此因素能否完全排除不實財報揭露之影響？原  
20 審就此未詳加研求，遽謂桑緹亞公司虛增營收與股價間無連動關  
21 係，認無損失因果關係，而為不利上訴人之認定，已嫌速斷。又  
22 按民事共同侵權行為，只須各行為人之行為合併主要侵權行為  
23 後，同為損害發生之原因為已足。倘投資人所受損害及其金額與  
24 不實財報間有損害因果關係，桑緹亞公司與江漢彰是否並無侵權  
25 行為責任？即非無疑。詹世雄、林峻輝、吳昫達、賴世文均參與  
26 或配合虛偽交易之事實，為原審所認定，其等是否無成立共同侵  
27 權行為之可能？原審未詳為推析，遽為不利上訴人之認定，並有  
28 可議。上訴論旨，指摘原判決此部分違背法令，求予廢棄，非無  
29 理由。

30 關於駁回上訴部分（即上訴人請求劉鈞浩連帶給付部分）：

01 關於上訴人請求劉鈞浩連帶給付4億9139萬3813元本息部分，原  
02 審維持第一審所為上訴人敗訴之判決，駁回其上訴，經核於法並  
03 無違誤。上訴論旨，指摘原判決此部分違背法令，求予廢棄，非  
04 有理由。

05 據上論結，本件上訴一部為有理由、一部為無理由。依民事訴訟  
06 法第477條第1項、第478條第2項、第481條、第449條第1項、第7  
07 8條，判決如主文。

08 中 華 民 國 112 年 8 月 4 日

09 最高法院民事第七庭

10 審判長法官 林 恩 山

11 法官 李 寶 堂

12 法官 謝 說 容

13 法官 許 紋 華

14 法官 吳 青 蓉

15 本件正本證明與原本無異

16 書 記 官 林 書 英

17 中 華 民 國 112 年 8 月 16 日