

臺灣高等法院臺中分院民事判決

109年度金上字第5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 古鎮華律師

吳偉芳律師

被上訴人 桑緹亞股份有限公司

兼上一人

法定代理人 江漢彰

被上訴人 詹世雄

林峻輝(即林家毅)

劉鈞浩

吳昫達

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，本院於民國110年8月17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、程序部分

一、上訴人之法定代理人於民國110年1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(本院卷一第243、245頁)，合於規定，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

01 之名義，提付仲裁或起訴。」本件上訴人為依投保法設立之
02 保護機構，其提起訴訟主張被上訴人桑緹亞股份有限公司
03 （下稱桑緹亞公司）於103年至104年間與揚華科技股份有限
04 公司（下稱揚華公司）、鴻測科技股份有限公司（下稱鴻測
05 公司）進行虛假交易，虛增桑緹亞公司營收，違反證券交易
06 法之規定（下稱證交法），造成桑緹亞公司股票之買受人楊
07 桂維等864人受有損害，楊桂維等864人（下稱投資人）並已授
08 與上訴人訴訟實施權，有訴訟實施權授與同意書為證（見起
09 訴狀之附件1及原審卷二第15頁以下附件4），依上開規定，
10 上訴人自得以自己名義提起本件訴訟。

11 三、被上訴人桑緹亞公司、江漢彰、詹世雄、林峻輝、吳昀達、
12 賴世文等6人經合法通知，均無正當理由未於最後言詞辯論
13 期日到場，核無民事訴訟法第386條所列各款情形，爰依上
14 訴人之聲請，由其一造辯論而為判決。

15 貳、實體部分：

16 一、上訴人主張：

17 (一)詹世雄於97年間成立鴻測公司；林峻輝（原名林家毅，下稱
18 林峻輝）則應詹世雄之邀，擔任鴻測公司之管理部經理，並
19 於101年初以配偶林美惠名義成立氮晶科技有限公司（下稱
20 氮晶公司），同年3月間，再以氮晶公司名義與詹世雄一同
21 投資入主股票上櫃交易之揚華公司（原名：金美克能公司），
22 由林美惠擔任揚華公司董事長、林峻輝擔任揚華公司營運管
23 理處處長，並自104年6月起擔任揚華公司董事長，詹世雄則
24 擔任揚華公司顧問，詹世雄、林峻輝均為揚華公司之實際負
25 責人。被上訴人劉鈞浩為林峻輝之助理，負責揚華公司與下
26 游經銷商間之聯繫業務；吳昀達為霖揚開發股份有限公司
27 （下稱霖揚公司）之負責人；賴世文係解散前湯淺國際貿易
28 股份有限公司（下稱湯淺公司）之負責人。

29 (二)桑緹亞公司係依證交法公開發行股票之公司，為同法第5條
30 所定義之發行人，應依同法第36條第1項第3款之規定，於每
31 月10日以前，公告並申報上月份營運情形；江漢彰自103年

01 起擔任桑緹亞公司之董事長，綜理桑緹亞公司各項事務，為
02 公司法第8條第1項之公司負責人及商業會計法第4條所指之
03 商業負責人，並為證交法第179條所定之公司行為負責人。

04 (三)江漢彰因桑緹亞公司營運狀況不佳，欲進行增資，乃透過友
05 人介紹認識時任揚華公司營運管理處之林峻輝，林峻輝藉機
06 提議，由桑緹亞公司擔任揚華公司之中間貿易商，替揚華公
07 司出口LED晶片等商品至大陸，客戶、金流及物流均由揚華
08 公司安排，桑緹亞公司可從中賺取約3%之價差利潤，幫揚華
09 公司避開關係人交易等問題。江漢彰明知上開交易模式，恐
10 生循環交易及不實交易等疑慮，然為求對方能順利投資桑緹
11 亞公司，並順勢拉抬桑緹亞公司營業額及賺取利潤，遂允諾
12 之。江漢彰、林峻輝、詹世雄、劉鈞浩、吳昀達及賴世文即
13 以虛假交易之意思，由江漢彰指示公司人員配合劉鈞浩，接
14 續自103年8月起至104年4月間，以桑緹亞公司臺中分公司之
15 名義，分別向揚華公司、鴻測公司進貨後，再分別銷貨予霖
16 揚、湯淺、MEGA SEASON LIMITED（下稱MEGA SEASON公
17 司）、Timtech Opto-Electronic CO.,Ltd.（下稱TIMTECH
18 公司）及GREENTECH INC.（下稱GT公司）等公司，而開立不
19 實之採購單、出貨單、出口單等業務文件及統一發票等作成
20 會計憑證，並將上開期間各月不實交易所生之營業收入，列
21 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
22 等財務業務文件中，致桑緹亞公司103年度營業收入虛增新
23 臺幣(下同)2億0,688萬5,000元，104年1至5月份營業收入虛
24 增1億6,053萬2,000元；分別與更正後之103年度營業收入、
25 104年度1月至5月營業收入，差異達-22.13%、-86.64%，
26 並上傳至公開資訊觀測站，刻意隱藏桑緹亞公司實際營收趨
27 勢，影響證券市場投資人之正確判斷。嗣桑緹亞公司於104
28 年5月5日在公開資訊觀測站公告更正相關營業收入，該公司
29 股價即一路下跌，從而賣出或迄今仍繼續持有該公司股票之
30 投資人，因此蒙受股價下跌之價差損害。

31 (四)爰依104年7月1日修正前證交法第20條之1第1項、證交法第2

01 0條第3項、民法第184條第1項後段、第2項、第185條規定，
02 請求被上訴人對投資人負連帶損害賠償之責；又江漢彰為桑
03 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
04 負責人，另應依證券交易法第20條之1第1項，對不實資訊負
05 無過失之損害賠償責任、及依公司法第23條第2項、民法第2
06 8條規定，與桑緹亞公司連帶負責，並請求就前揭法律關係
07 擇一為有利於上訴人之判決。

08 (五)聲明：

09 1.被上訴人應連帶給付原判決附表3所列之投資人4億9,139
10 萬3,813元，及自106年7月25日起至清償日止，按年息5%
11 計算之利息，並由上訴人受領之。

12 2.請准依投保法第36條規定，免供擔保宣告假執行；如不能
13 依該規定免供擔保宣告假執行，上訴人願供擔保，請准宣
14 告假執行。

15 (六)原審為上訴人全部敗訴之判決，上訴人聲明不服，提起上
16 訴。並上訴聲明：

17 1.原判決廢棄。

18 2.被上訴人應連帶給付原判決附表3所列之投資人4億9,139
19 萬3,813元，及自106年7月25日起至清償日止，按年息5%
20 計算之利息，並由上訴人受領之。

21 3.請准依投保法第36條規定，免供擔保宣告假執行；如不能
22 依該規定免供擔保宣告假執行，上訴人願供擔保，請准宣
23 告假執行。

24 二、被上訴人方面：

25 (一)桑緹亞公司、江漢彰部分：

26 1.國際會計準則（即IAS）於103年4月間有所更易，同年9月
27 間之交易因會計年度尚未結算，桑緹亞公司仍採既往之評
28 價方式，惟公司委任之簽證會計師則依最新之會計評價方
29 式，使桑緹亞公司營業額之「自結數額」與會計師「核查
30 數額」有所差異，並非財報不實，亦未虛增營收。

31 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

01 票者，固不論該等投資人有無閱讀不實財務報告，均一律
02 推定其係因信賴不實財報始為投資，然投資人仍須證明其
03 因誤信該等不實財報而受有損害，亦即就「交易之因果關
04 係」雖不用舉證，但「損失之因果關係」仍應由上訴人加
05 以證明。本件上訴人所指不實資訊流入期間係自103年9月
06 起至104年4月底止，但桑緹亞公司之股價在此之前反而較
07 不實資訊流入市場後為高，故桑緹亞公司之股價是否因不
08 實資訊流入而使投資人進場投資，非無疑問。且桑緹亞公
09 司於104年5月5日更正營業收入至10月28日止股價大漲更
10 明顯超過上訴人所指不實資訊流入市場期間之最高股價，
11 惟投資人仍未賣出股票，顯難認為投資人所受損失係被上
12 訴人虛增營收所致。

- 13 3.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
14 已刪除董事長及總經理就財報不實之絕對賠償責任，改採
15 過失責任，就修法前之責任亦應基於同一法理而為類推適
16 用。故縱認江漢彰確有虛增營收之情事，仍不宜課予絕對
17 賠償責任。
- 18 4.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
19 入後下跌，然不實資訊流通後數月，股價即回復到市場行
20 情；且自104年5月5日公告更正營業收入，迄桑緹亞公司
21 終止興櫃之105年2月16日止，將近9個月之間可讓投資人
22 出脫持股，投資人卻未即時出脫股票，渠等對損害之發生
23 亦與有過失。
- 24 5.縱認投資人受有損失，亦應以淨損差額法，即以投資人買
25 進股票之市價與當時「真實價格」之差額計算之，方符合
26 填補損害、回復應有狀態之精神。上訴人以毛損益法計算
27 損害，自有不當。
- 28 6.上訴人起訴時桑緹亞公司雖已無公開發行，然尚在營運，
29 自應以股票面額每股10元之價格，或依公司實際淨值來估
30 算公司之股價。不能僅以桑緹亞公司已終止興櫃交易，即
31 以0元計算其股票之市值。

01 7.聲明：上訴駁回。

02 (二)詹世雄部分(於原審之抗辯)：

03 詹世雄並非揚華公司之實際負責人，僅係揚華公司顧問，並
04 於102年11月已解除顧問乙職。本件以桑緹亞公司為中心而
05 與其上、下游公司間之交易行為，均係林峻輝控制外圍公
06 司，進行虛偽不實之交易所為，詹世雄從未參與相關交易進
07 行，且不認識桑緹亞公司之負責人江漢彰，更不知該公司帳
08 列營收資訊不實之問題。

09 (三)林峻輝部分(於原審之抗辯)：

10 1.揚華公司確實有出貨給桑緹亞公司，並由桑緹亞公司將貨
11 物銷售給MEGA SEASON、TIMTECH、GT等公司，該等公司均
12 為境外公司，倘若沒有貨物，即不能辦理出口報關，此部
13 分均有出口報單可證明貨物確有出口，故桑緹亞公司之交
14 易均為真實交易。

15 2.林峻輝原任職於鴻測公司，嗣應詹世雄之託轉至金美克能
16 公司(後改名為揚華公司)任職，並未參與桑緹亞公司之
17 營運決策或擔任財務會計人員，並無確保桑緹亞公司財務
18 文件正確性之義務。

19 3.上訴人雖得依「詐欺市場理論」推定投資人信賴不實財報
20 而有交易因果關係，但上訴人仍應就投資人所受損害乃因
21 不實資訊所致，即就損害因果關係負舉證之責。且不實財
22 報公告「前」買入股票，於不實財報影響期間繼續持有股
23 票之人，不能依「詐欺市場理論」推定交易因果關係。上
24 訴人仍應就該類持有之投資人，係因誤信不實財報而繼續
25 持有股票之因果關係負舉證責任。

26 4.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
27 為所造成之損失明確區分，本件應採淨損差額法計算損害
28 較為合理。

29 (四)劉鈞浩部分：

30 1.劉鈞浩僅是林峻輝之司機兼助理，未曾於揚華公司之財務
31 報告或財務業務文件上簽名或蓋章，而其工作內容乃負責

01 揚華公司有關LED產品下游經銷商間之聯繫業務，並負責
02 幫林峻輝傳達揚華公司與其他公司之銷貨規格、數量、單
03 價及付款條件，劉鈞浩均係受林峻輝之指揮監督，並無自
04 主決定權，對於揚華公司與他公司間之交易是否虛偽不
05 實，亦無從知悉，自難僅以劉鈞浩曾接洽揚華公司之交易
06 廠商，即認定知悉此情。

07 2.聲明：上訴駁回。

08 (五)賴世文部分(於原審之抗辯)：

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

16 (六)被上訴人吳昀達於原審及本院言詞辯論均未到庭，亦未提出
17 書狀作何聲明或陳述。

18 三、本件爭執及不爭執事項：

19 (一)不爭執事項：

20 1.詹世雄於97年3月4日成立鴻測公司，為實際負責人；林峻
21 輝擔任鴻測公司之財務部、業務部經理至103年10月止。

22 2.詹世雄、林峻輝於101年間入主揚華公司(更名前為金美克
23 能公司)後，先以林峻輝之配偶林美惠擔任董事長，林峻
24 輝則擔任營運管理處處長、詹世雄擔任顧問(詹世雄是否
25 為揚華公司之實際負責人，兩造有爭執)。嗣於104年6月
26 改由林峻輝擔任董事長。被上訴人劉鈞浩則為林峻輝之助
27 理，負責揚華公司與下游經銷商間聯繫之業務。

28 3.吳昀達為霖揚公司之負責人；賴世文為湯淺公司之負責
29 人。

30 4.江漢彰自103年起擔任桑緹亞公司之負責人。

31 5.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

01 入顯示，該公司自103年8月起至104年4月間，以該公司台
02 中分公司名義，分別向揚華公司、鴻測公司進貨後，再分
03 別銷貨予霖揚、湯淺、MEGA SEASON、TIMIECH、GT等公
04 司。

05 6. 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
06 易應認列為佣金收入，其所公告之103年度合併營業額卻
07 認列為營業收入，與會計師查核之數額出現差異。內容略
08 為：桑緹亞公司原公告合併營業額為11億4,175萬0,000
09 元，與會計師查核數9億3,486萬5,000元差異-22.13%，
10 主要營收差異係桑緹亞公司銷售太陽能的LED產品以買賣
11 方式交易，認列營收獲利，會計師查核相關憑證後改以代
12 理銷售佣金收入認列所致。

13 7. 桑緹亞公司另於104年7月3日在公開資訊觀測站更正104年
14 1月至5月自結合併營業額及累計合併營業額。其公告訊息
15 內容內容略為：因104年1至4月LED交易，由收入總額調整
16 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
17 業額。104年1月至5月營收淨額分別自9,416萬9,000元、
18 7,357萬8,000元、8,069萬8,000元、5,025萬9,000元、4,
19 710萬9,000元，分別更正為4,543萬8,000元、2,501萬6,0
20 00元、3,080萬4,000元、4,449萬1,000元、3,953萬2,000
21 元，其中各月差異金額分別為4,873萬1,000元、4,856萬
22 2,000元、4,989萬4,000元、576萬8,000元、757萬7,000
23 元，累計差異金額共為1億6,053萬2,000元。

24 8. 桑緹亞公司於105年2月16日經主管機關終止興櫃交易；10
25 5年4月21日停止公開發行。

26 9. 授權上訴人實施本件訴訟之投資人，其等購入桑緹亞公司
27 股票之時間、張數、價格，出售時間、張數、價格，及迄
28 今仍持有之股數，詳如起訴狀附件二光碟內容(原審卷一
29 第85頁)及原審卷二第98~243頁所示。

30 10. 桑緹亞公司興櫃市場成交價量圖如原審卷一第76頁；個股
31 歷史行情，如原審卷一第266~299頁。

01 (二)本件爭點：

- 02 1.詹世雄是否為揚華公司之實際負責人？
- 03 2.不爭執事項第5點，是否為不實交易？
- 04 3.江漢彰、詹世雄、林峻輝、劉鈞浩、吳昀達、賴世文有無
- 05 參與或配合上開不實交易？
- 06 4.授權上訴人實施訴訟之投資人是否受有損害？與上開不實
- 07 交易有無因果關係？
- 08 5.投資人之損害應如何計算？
- 09 6.上訴人依修正前證券交易法第20條第3項、證券交易法第
- 10 20條之1第1項、民法第184條第1項後段、第2項、第
- 11 185條、第28條、公司法第23條第2項，請求被上訴人連
- 12 帶賠償，有無理由？

13 四、得心證之理由：

14 (一)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

15 決之效力，但民事法院調查刑事訴訟原有之證據，而斟酌其

16 結果以判斷事實之真偽，並於判決內記明其得心證之理由，

17 即非法所不許（最高法院69年台上字第2674號民事裁判意旨

18 參照）。

19 (二)林峻輝有掌控揚華公司各大小事務之實權：

- 20 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
- 21 鴻測公司財務部及業務部經理(不爭執事項第1.點)。該公
- 22 司原係經營LED產品之電子產業，有鴻測公司基本資料查
- 23 詢可稽(見刑案偵33卷第59頁反面～60頁)
- 24 2.詹世雄成立鴻測公司後，亟欲進入公開發行市場，募集更
- 25 多資金挹注，以提升營運規模，遂與林峻輝一同商討評估
- 26 可行性，並將目標鎖定已上市公開發行之金美克能公司，
- 27 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
- 28 公司，再以氮晶公司名義入股金美克能公司。嗣金美克能
- 29 公司於101年3月全面改選董監事，詹世雄、林峻輝取得經
- 30 營權後，金美克能公司即更名為揚華公司，並轉型經營LE
- 31 D電子產業。此有證人林美惠於刑案偵訊及新北地院審理

01 時之證述（見刑案偵8卷第48頁～50頁、偵18卷第67～69
02 頁、新北地院卷28第149～150 頁、第158～159 頁、第16
03 5～169頁）及揚華公司之變更登記表、氮晶公司之公司及
04 分公司基本資料1份（見刑案偵5卷第69頁～71頁、偵25卷
05 第8～10頁反面、偵20卷第32～33頁）在卷可憑。

06 3.詹世雄、林峻輝入主揚華公司後，雖以林峻輝之配偶林美
07 惠擔任揚華公司之董事長，惟林峻輝實質掌管揚華公司各
08 項事務包括財務部門，林美惠僅係形式上之負責人，亦據
09 證人林美惠於刑事案件偵審時證述屬實（見刑案偵8卷第4
10 5～46頁、新北地院卷28第152～154頁）。綜上，林峻輝
11 有掌控揚華公司各大小事務之實權，應可認定。

12 (三)詹世雄雖否認其亦為揚華公司之實際負責人，辯稱：僅擔任
13 揚華公司之顧問，且於102年11、12月間即已離職等語。惟
14 查：

15 1.從前述揚華公司成立之始末可知，詹世雄係為突破鴻測公
16 司之營運規模，始與林峻輝一同入主公開發行之金美克能
17 公司(即後來的揚華公司)，堪認揚華公司係其與林峻輝一
18 同投資，並將揚華公司從原來之傳統產業轉型為電子產
19 業，顯見其有心以揚華公司發展其所熟悉之LED產品市
20 場，以求提昇營運規模，豈可能僅係單純入股而不問公司
21 之經營決策。

22 2.證人林美惠證稱：不管哪間公司，詹世雄是林峻輝的老
23 闆。當初是詹世雄請林峻輝來跟我說，因為詹世雄官司纏
24 身，要我擔任揚華公司的負責人，我因為林峻輝是詹世雄
25 的員工，才會答應等語（見刑案新北地院卷28第164～165
26 頁），顯然林美惠係因林峻輝向其轉述詹世雄之要求，因
27 顧慮林峻輝為詹世雄下屬之處境，因而同意擔任揚華公司
28 之董事長。

29 3.劉鈞浩於刑案偵訊中以證人身分證稱：我進來公司時聽說
30 詹世雄有擔任揚華公司的顧問，但沒有掛職位，後來漸漸
31 就比較少在公司看到他，聽說他較早前算是揚華的大股

01 東，偶爾會出現在公司討論事情、開會等語（見偵34卷第
02 41頁反面）；於新北地院審理中證稱：揚華公司的實際負
03 責人應該是詹世雄，我的認知詹世雄是董事長，林峻輝是
04 執行長。在尾牙、餐會都有看過詹世雄。揚華公司內有一
05 間詹世雄的辦公室，只是他比較少進公司，我只知道他是
06 公司裡面最大的等語（見新北地院卷14第563～564
07 頁）。

08 4.林峻輝於刑案偵訊中以證人身分證稱：詹世雄係與我一同
09 管理揚華公司業務，在揚華公司，我和詹世雄是合夥人，
10 所以就揚華公司業務我們會一起商量。我承認我負責執行
11 揚華公司事務，但沒詹世雄同意，沒人敢執行。只要是鴻
12 測、揚華公司的生意，我都會事先跟詹世雄報告，沒有他
13 核准就不可能做等語（見偵14卷第35頁反面、第37頁、偵
14 19卷第233頁、偵46卷第73、77頁）。

15 5.詹世雄與揚華公司財務部經理廖振淵間之LINE對話中（見
16 偵18卷第93頁），詹世雄所稱之「會進揚華：21,545,74
17 5」、「應該沖一筆要付佳的貨款，數字應相同」等語，
18 恰與佳營公司於103年6月間所開立與揚華公司之發票號碼
19 為AS00000000之銷售額2,051萬9,757元、稅額102萬5,988
20 元，兩者加總金額為2,154萬5,745元之數字（21,545,74
21 5）相符，有國稅局專案申請調檔查核清單1紙可參（見
22 新北地院卷8第144頁）。且詹世雄於對話中亦明確指出付
23 款對象為揚華公司向「佳」付款，亦洽與揚華公司負有給
24 付佳營公司貨款之情事吻合，可徵詹世雄於該對話中，即
25 係告知廖振淵有筆2,154萬5,745元之金額已入揚華公司帳
26 戶，要其以此筆金額沖揚華公司對佳營公司同筆數字之貨
27 款，而廖振淵於對話中復稱「是」、「馬上處理」等語，
28 可見廖振淵確有按照詹世雄指示辦理之意。則詹世雄對揚
29 華公司之財務主管確實有指揮之權，亦堪認定。

30 6.綜上，詹世雄雖於形式上離開揚華公司之顧問職務，惟實
31 際上仍持續關心、掌控揚華公司之事務，且直接指示揚華

01 公司財務主管處理公司業務，並可與另一主要負責人林峻
02 輝協商而實際參與公司營運，則詹世雄亦為揚華公司之實
03 際負責人，至為灼然。

04 (四)揚華公司、鴻測公司銷貨予桑緹亞公司、桑緹亞公司再分別
05 銷貨予霖揚、湯淺、MEGA SEASON、TIMTECH 及GT等公司之
06 交易係不實交易：

07 1.江漢彰於刑事調查及偵訊時已自承：103年3月間當選董事
08 長後，為了要彌補虧損，打算先辦理公司減資再增資，為
09 尋找增資對象，經朋友介紹揚華公司執行長林峻輝，我後
10 來也多次到揚華公司與林峻輝洽談增資事宜，洽談過程中
11 林峻輝知道桑緹亞公司還有從事太陽能相關業務後，便表
12 示揚華公司有產品要銷往大陸，但大陸客戶因為有退佣跟
13 免用發票的問題，所以他在香港開設了幾間公司，專門收
14 取大陸客戶的退佣款項，但因揚華公司及香港的公司都是
15 林峻輝實際掌控的，怕關係人問題，所以揚華公司不方便
16 直接出貨到香港，因此他問我是否願意成為中間的貿易
17 商，並會給桑緹亞公司3%的利潤以符合相關法令規
18 範。... 交易條件是桑緹亞公司向揚華、鴻測公司進貨
19 時，以現金匯款方式支付，林峻輝所安排的下游客戶向桑
20 緹亞公司進貨時則是以月結120天的條件支付貨款，但這
21 僅是合約上之形式內容，我有要求桑緹亞公司不能負擔應
22 收帳款的風險，必須由下游客戶將款項匯入桑緹亞公司帳
23 戶後，桑緹亞公司才會付款予揚華及鴻測公司，因此桑緹
24 亞公司帳上不會有該等交易的應收及應付帳款。後續執行
25 細節我授權給訴外人即業務助理盧淑貞去進行，通常都是
26 由劉鈞浩先以電子郵件通知盧淑貞，如何向下游客戶提供
27 報價，包括品名、數量及價格等，及如何向揚華、鴻測公
28 司下訂單，桑緹亞公司完全配合揚華公司的指示，貨物則
29 由揚華、鴻測公司直接出貨到下游客戶，不經過桑緹亞公
30 司，也無進行驗貨程序，金流則是劉鈞浩安排下游客戶將
31 款項先匯到桑緹亞公司帳戶後，再通知盧淑貞去匯款給揚

01 華公司及鴻測公司。林峻輝安排的下游客戶有TIMTECH、G
02 T、MEGA SEASON、霖揚、湯淺公司。桑緹亞公司受劉鈞浩
03 指示報價給這5家公司時，劉鈞浩會告知對方的電子郵件
04 信箱，或直接由其聯繫等語（見臺灣新北地方檢察署104
05 年度偵字第34465號卷(一)第140~143頁、104年度他字第50
06 90號卷(三)第261~265頁、104年度偵字第33927號卷(一)第34
07 ~35頁）。

08 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
09 （見臺灣新北地方檢察署104年度偵字第21391號卷(三)第63
10 頁反面、第88頁反面、卷(四)第9 頁反面、104年度偵字第3
11 3927號卷(一)第19頁），於新北地院訊問中亦稱：桑緹亞公
12 司有虛偽賣給GT公司部分我清楚，揚華跟鴻測公司賣給桑
13 緹亞這部分是林峻輝安排的，我是於104 年農曆年後才知
14 情的，但我知情後也沒阻止他等語（見新北地院105年度
15 金重訴字第1號卷(一)第372頁）。

16 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
17 較大的代理商，桑緹亞公司是透過朋友介紹，我去拜訪對
18 方，談合作細節，我覺得桑緹亞公司是當代理商的適合對
19 象。桑緹亞公司在交易過程中，沒有墊款，是先收到境外
20 公司錢後，才把錢付給揚華公司或鴻測公司，所以桑緹亞
21 公司賺的價差應該是2%到3%。揚華公司賣給桑緹亞公司，
22 桑緹亞出口給境外之TIMTECH公司、MEGA SEASON公司及GT
23 公司，湯淺跟霖揚公司我忘記了，我記得桑緹亞公司都是
24 透過這3家境外公司出口比較多，最後貨都到深圳強森公
25 司去。因為這幾家境外公司詹世雄色彩太重，會被認為是
26 關係人交易，且都是紙上公司，所以詹世雄才會想找規模
27 大的公司作代理商等語（見臺灣新北地方檢察署104年度
28 偵字第12818號卷(八)第163反面~164頁反面）。嗣於104年
29 12月7日偵訊時陳稱：揚華公司的國內客戶中，云捷科技
30 股份有限公司（下稱云捷公司）、湯淺公司是沒有出貨給
31 他們的，桑緹亞公司最後是出口，有貨物出去，但揚華公

01 司是出給他下腳料，桑緹亞公司有沒有驗貨不清楚，鴻測
02 公司也有生產，所以鴻測公司出給桑緹亞有些是真的，有
03 些是假的，如果真的數量不夠，會參一些下腳料讓他湊足
04 （見臺灣新北地方檢察署104年度偵字第26800號卷第309
05 反面～310頁）。另於新北地院審理時亦自稱；我承認有
06 參與桑緹亞公司此部分虛偽交易之事實等語（見新北地院
07 刑事庭105年度金重訴字第1號卷(-)第366頁）。

08 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
09 卷第196～201頁，湯淺公司102年至104年之營業稅年度資
10 料查詢進、銷項去路明細）：

11 (1)102年間僅有向揚華公司進貨1,611萬5,000元，於同年
12 則銷予綠能系統科技股份有限公司（下稱綠能公司）1,
13 216萬2,000元、強森公司408萬9,000元，合計1,625萬
14 1,000元。

15 (2)103年間分別向揚華公司進貨1億4,176萬6,249元、鴻
16 測公司進貨6,320萬8,542元、瓷微科技股份有限公司
17 （下稱瓷微公司）進貨5,514萬9,002元、晶鴻公司進貨
18 4,480萬4,928元、桑緹亞公司台中分公司進貨2,904
19 萬6,000元、賽德醫藥科技股份有限公司（下稱賽德公
20 司）進貨1,990萬2,000元、云捷公司進貨1,552萬2,6
21 94元、海立爾股份有限公司（下稱海立爾公司）進貨5
22 10萬元、翔駿國際有限公司（下稱翔駿公司）交易36萬
23 4,515元，合計交易3億7,486萬3,930元；於同年銷貨予
24 強森公司1億1,398萬4,213元、霖揚公司8,196萬7,854
25 元、晶鎂公司7,548萬7,018元、安揚公司310萬9,312
26 元，合計銷貨2億7,454萬8,397元。

27 (3)104年度向揚華公司進貨4,982萬081元、駿熠電子科技
28 股份有限公司駿熠（下稱駿熠公司）進貨800萬600
29 元、鴻測公司進貨586萬9,876元，合計進貨6,369萬55
30 7元；於同年度銷貨予霖揚公司3,126萬5,880元、強森
31 公司2,997萬7,058元，合計銷貨6,124萬2,938元。

01 (4)由上開湯淺公司進銷情形，明顯可見湯淺公司於102年
02 間向揚華公司進貨部分，係全數銷予揚華公司之關係人
03 綠能公司、強森公司，核屬單純增加揚華公司營業額而
04 非必要之交易，自非真實。另湯淺公司於103、104年間
05 向揚華公司或其關係人公司或合作之公司，即鴻測公
06 司、晶鴻公司、桑緹亞公司台中分公司、云捷公司、駿
07 熠公司等，共進貨3億5,803萬8,970元，其後亦銷貨予
08 揚華公司之關係人公司，強森公司、霖揚公司、晶鎂公
09 司、安揚材料科技股份股份有限公司等，合計銷貨3億
10 3,579萬1,335元，進銷金額亦十分接近，顯見此部分亦
11 均屬循環交易，而非實際之交易甚明。

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

26 (五)桑緹亞公司公告之財務業務文件確為不實，且具重大性：

27 1. 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
28 訊息，內容略為：桑緹亞公司原公告合併營業額為1,141,
29 750,000元，與會計師查核數934,865,000元差異-22.1
30 3%，主要營收差異係桑緹亞公司銷售太陽能的LED產品以
31 買賣方式交易，認列營收獲利，會計師查核相關憑證後改

01 以代理銷售佣金收入認列所致等語，可見其中之差額206,
02 885,000元顯然來自桑緹亞公司於103年8月至12月間自揚
03 華、鴻測公司進貨後銷貨予湯淺、霖揚、MEGA SEASON、
04 TIMTECH 及GT等公司交易後所申報之營業收入。另依據桑
05 緹亞公司於104年7月3日在公開資訊觀測站發布之公告訊
06 息，內容略為：因104年1至4月LED交易，由收入總額調整
07 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
08 業額。104年1月至5月營收淨額分別自94,169,000元、73,
09 578,000元、80,698,000元、50,259,000元、47,109,000
10 元，分別更正為45,438,000元、25,016,000元、30,804,0
11 00元、44,491,000元、39,532,000元，其中各月差異金額
12 分別為48,731,000元、48,562,000元、49,894,000元、5,
13 768,000元、7,577,000元，累計差異金額共為160,532,00
14 0元。可見桑緹亞公司係將其104年1至4月有關LED交易
15 之營業收入，分散於104年1至5月間申報，其後經會計師
16 發覺有異方更正營業收入之認列方式甚明，是上述中間之
17 差額即係其因此不實交易所申報之營業收入金額。

18 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
19 營業收入2億0,688萬5,000元而言，此部分雖僅占公司全
20 年營業額之5個月期間，然依前開104年5月5日公告所示，
21 此部分與會計師查核數差異已達-22.13%，相當於占全年
22 實際營業收入之22.13%，顯然占極高之比例；另就桑緹
23 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
24 易之營業收入1億6,053萬2,000元，與桑緹亞公司104年1
25 月至5月實際營業收入1億8,528萬1,000元，差異更達-86.
26 64%（計算式： $160532 \div 185281 \times 100 \% = 86.64 \%$ ，小數
27 點2位以下四捨五入，下同），可見桑緹亞公司於103年8
28 月至104年4月期間，因此部分LED交易所申報之營業收
29 入，幾乎為其當時之主要營業收入，所占比例甚高，因此
30 桑緹亞公司嗣後亦將此部分之營業收入更正，當作重大訊
31 息公告，投資人在觀看桑緹亞公司該期間之各月營運情形

01 時，顯均誤以為桑緹亞公司營業收入有所提升，自屬影響
02 重大。

03 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
04 後，除經營原化妝品業務外，另持續處理原先合併前旭能
05 公司之太陽能光電業務收尾工作。可見桑緹亞公司之本業
06 應係化妝品業務，合併前旭能公司之太陽能光電業務係經
07 公司高層決策欲終止營運之項目，惟桑緹亞公司卻自103
08 年8月起至104年4月間與揚華公司合作經營LED貿易業務，
09 違反該公司內部之決策方針及實際營運概況，可見江漢彰
10 亦有意藉此掩飾桑緹亞公司實際營收趨勢，並達吸引他人
11 投資桑緹亞公司之目的甚明。

12 4.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
13 實際營業收入之比例及掩飾真實營收趨勢之目的，堪認桑
14 緹亞公司此段期間所申告及公告之不實財務業務文件，確
15 實具重大性。

16 (六)桑緹亞公司、江漢彰、詹世雄、林峻輝、吳昀達、賴世文有
17 參與或配合上開不實交易：

18 1.桑緹亞公司、江漢彰、林峻輝客觀上有配合及參與揚華公
19 司銷貨予桑緹亞公司，桑緹亞公司再銷貨予霖揚、湯淺、
20 MEGAS EASON、TIMTECH 及GT等公司之不實交易行為，已
21 如前述。

22 2.江漢彰固另辯稱其係基於對揚華公司為上市公司之信任，
23 故相信揚華公司不會安排假交易，一時不查而參與其中等
24 語。惟查：

25 (1)桑緹亞公司在此交易鏈中，依江漢彰前揭所述，係由桑
26 緹亞公司擔任揚華公司之中間貿易商，為揚華公司避開
27 關係人交易及與大陸公司來往可能產生之退佣等問題，
28 可知，江漢彰對於揚華公司可能欲出貨予揚華公司或林
29 峻輝可得控制之下游公司有所認知，雖與關係人間之交
30 易仍可能為真實交易，但變成循環交易之風險性亦顯然
31 提升，衡情，本應額外留心，然江漢彰卻未為任何過

01 濾，對於揚華公司突然新增鴻測公司作為桑緹亞公司之
02 上游廠商，及湯淺公司、霖揚公司等國內公司作為桑緹
03 亞公司之下游客戶，全未質疑關心，完全配合指示作
04 業，且雖係安排由上游之揚華公司、鴻測公司直接出貨
05 予指定之下游客戶，卻從未要求自己參與驗收或請下游
06 客戶公司提出相關之驗收資料，足徵江漢彰毫不在意物
07 流之真實性，顯無以桑緹亞公司為買賣之真意。

08 (2)佐以桑緹亞公司當時營運狀況欠佳、亟需資金之情況，
09 堪認江漢彰係為了從此交易模式中提升桑緹亞公司之營
10 業額及獲取利潤，而甘冒不法配合林峻輝所提議之生意
11 模式等情甚明。

12 3.詹世雄雖否認有參與虛偽之交易鏈等語。惟查：

13 (1)桑緹亞公司銷貨對象，其中GT公司即為詹世雄所掌控之
14 公司，而TIMTECH公司雖非詹世雄之公司，惟據證人顏
15 維德、顏貫軒及馬滋憶證述可知，詹世雄曾向顏維德、
16 顏貫軒商借TIMTECH公司使用，並由顏維德指示馬滋憶
17 為TIMTECH公司之窗口協助揚華公司與桑緹亞公司進行
18 交易作業，已可見詹世雄從中穿針引線之痕跡(參馬滋
19 憶臺灣新北地方檢察署104年度偵字第26800號卷第147
20 反面~148頁、第156反面~157頁反面之證述；顏維德
21 同上偵查卷第75、144頁反面證述；顏貫軒同上偵查卷
22 第242反面~243頁證述)。

23 (2)另亞微科研實業股份有限公司員工陳怡岑於103年9月30
24 日曾轉寄主旨為「Fwd：9月份經銷採購規劃」之電子郵件
25 予詹世雄，內容為「Dear詹博，附件是今日Greentec
26 h下單給桑緹亞的文件，請知悉」，並以桑緹亞公司之
27 客戶基本資料及有詹世雄英文名字簽名之GT公司採購單
28 為附加檔案，有該電子郵件暨其附加檔案列印資料1份
29 附卷可參(見刑案扣案物編號M-22檔案列印資料第117
30 ~122頁)。足以印證林峻輝前揭所述其有將桑緹亞公
31 司告知詹世雄，詹世雄也想找個規模大的公司做代理

01 商，他跟我說可以規劃以桑緹亞公司為中間廠商的交
02 易，GT公司要付款給桑緹亞公司他不可能說他不知情等
03 語，確屬實在。是以詹世雄否認有參與桑緹亞公司虛偽
04 交易之安排，不足為採。

05 4.吳昫達就霖揚公司於103年8月向桑緹亞公司不實進貨，其
06 有與詹世雄、林峻輝共同開立不實之業務文件及填製不實
07 會計憑證等情，業於刑事案件審理中供認不諱（見新北地
08 院言辯卷第212頁），且有證人林曉茹於偵訊中證稱其有
09 做過霖揚公司的採購（見刑案偵21卷第149頁反面、第152
10 頁），及證人游惠屏之證述（見刑案偵47卷第10頁～同頁
11 反面、偵56卷第28～29頁）可憑，並有霖揚公司之公司及
12 分公司基本資料列印、101年3月15日訂購單影本1紙（見
13 刑案偵33卷第151頁）、另案刑事判決附表3-2「銷貨客
14 戶5.霖揚公司」、附表3-3「銷貨客戶16.桑緹亞公司」
15 編號2所示證據，以及霖揚公司102年銷項去路明細、103
16 年進項來源明細等資料可參（見刑案偵66卷第204、208
17 頁），堪可採信。

18 5.賴世文固辯稱未參與上開虛偽交易，惟查：

19 (1)賴世文於另案偵查中曾自承：102年10月至103年9月間
20 我曾多次詢問陳建霖電子業生意的情況，他都跟我說有
21 在接洽case、快成功了，但他在103年9月間向我表示，
22 他信用有點瑕疵，所以他以湯淺公司名義接洽兩個LED
23 買賣成功的案子。103年底時會計師有通知我公司庫存
24 太多需要銷貨，我就質問陳建霖，後來才發現9月至12
25 月間這3、4個月一直有進出口生意，卻都沒有錢進帳
26 等語（見刑案偵47卷第54頁、第57頁反面），可見賴世
27 文顯然知悉借用湯淺公司名義予信用有瑕疵之陳建霖做
28 買賣，過程中有累積過多庫存卻未真實獲利等異狀，當
29 可知悉此相關交易買賣甚為可疑，然其仍配合為之。

30 (2)證人即為湯淺公司辦理記帳之記帳士陳美麗於刑案審理
31 中亦證稱，其有提醒過賴世文，湯淺公司原為汽車零組

01 件業，營業額不高，卻於102年有營業額暴增等可疑情
02 事，但賴世文僅回應和陳建霖合作可賺錢等語（見新北
03 地院卷26第448～449頁、第452 頁），亦見賴世文經他
04 人提醒有異常之後仍未停止前述交易模式，顯係刻意配
05 合此反於常態之交易甚明。

06 6.據上，桑緹亞公司、江漢彰、林峻輝、詹世雄、吳昫達、
07 賴世文均明知揚華公司、鴻測公司銷貨予桑緹亞公司，桑
08 緹亞公司再分別銷貨予霖揚、湯淺、MEGA SEASON、TIMT
09 ECH 及GT等公司之交易為不實交易，桑緹亞公司、林峻
10 輝、詹世雄、吳昫達、賴世文仍參與製作不實之採購單、
11 出貨單、出口單等業務文件及開立不實之會計憑證；江漢
12 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
13 偽進、銷交易上之業務不實文書及開立不實發票，填製不
14 實會計憑證或記入帳冊，並將之列入桑緹亞公司103年8
15 月至104年5月所公告及申報之營業收入等財務業務文件
16 中，而虛增桑緹亞公司之營業收入，應堪認定

17 (七)劉鈞浩僅係受林峻輝指示處理公司業務，無從認定因知情而
18 仍參與或配合上開不實交易之行為：

19 1.林峻輝於刑案審理中證稱：我交辦業務相關事項時，不會
20 告訴劉鈞浩來龍去脈，我和客戶談訂單時，他也不會參
21 與，也不會告知他是真實交易或虛偽交易，我在決定和某
22 間公司做生意時，也不會與他討論，沒有告訴他為何要跟
23 這間公司做生意、利潤多少等細節...他主要是做客戶端
24 的窗口聯繫等語（見新北地院卷25第149～153 頁）。可
25 知，劉鈞浩並未負責出貨事宜，自無從由揚華公司之出貨
26 與否或出貨內容而得悉揚華公司有不實銷貨之情形。

27 2.承上，劉鈞浩雖有受林峻輝之指示擔任揚華公司之窗口，
28 衡情只是林峻輝之工具及手足之延伸，自難僅以其受主管
29 交辦聯繫事宜，及擔任林峻輝之助理兼司機，即遽認其必
30 然知悉揚華公司交易之真偽，而有參與上開不實交易之行
31 為。

01 (八)上訴人依證交法第20條之1第1項規定，請求詹世雄、林峻
02 輝、吳昀達、賴世文、劉鈞浩等人對投資人之損害負賠償責
03 任，為無理由：

04 1.劉均浩僅係受林峻輝指示處理公司業務，無從認定有參與
05 或配合上開不實交易之行為，已如前述。

06 2.詹世雄、林峻輝、吳昀達、賴世文等人雖有製作不實業務
07 文件及填載不實會計憑證交付江漢彰，但江漢彰取得該等
08 不實業務文件及會計憑證後，是否將之列為營業收入，並
09 據以申報及公告財務業務文件，或僅列為佣金收入，使閱
10 覽該財務業務文件之投資人不至於誤解桑緹亞公司營運狀
11 況有所好轉，詹世雄、林峻輝、吳昀達、賴世文等人尚無
12 從得知，更未有所參與，自難認為渠等單純提供不實業務
13 文件及填載不實會計憑證予桑緹亞公司之行為已有違反證
14 交法第20條第2項，而應依同法第20條之1第1項規定負損
15 害賠償責任。

16 3.應依證交法第20條之1第1項負賠償責任者，限於發行人及
17 其負責人，或發行人之職員、或曾在財務報告或財務業務
18 文件上簽名或蓋章者。茲詹世雄、林峻輝、吳昀達、賴世
19 文、劉鈞浩等人均非桑緹亞公司之發行人或負責人，或曾
20 在桑緹亞公司之財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章者，
21 上訴人請求其等依證交法第20條之1第1項規定負賠償責
22 任，即屬無據。

23 (九)上訴人依證交法第20條之1第1項、公司法第23條第2項及民
24 法第28條等規定，向桑緹亞公司、江漢彰請求連帶賠償，為
25 無理由：

26 1.桑緹亞公司與江漢彰有違反證交法第20條第2項，依本法
27 規定申報或公告之財務報告及財務業務文件，其內容有虛
28 偽、隱匿之情事：

29 (1)按發行人依本法規定申報或公告之財務報告及財務業務
30 文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事；前條第2項之
31 財務報告及財務業務文件或依第36條第1項公告申報之

01 財務報告，其主要內容有虛偽或隱匿之情事，下列各款
02 之人，對於發行人所發行有價證券之善意取得人、出賣
03 人或持有人因而所受之損害，發行人及其負責人應負賠
04 償責任，證交法第20條第2項、第20條之1第1項第1款分
05 別定有明文。

06 (2) 桑緹亞公司於100年9月6日登錄為興櫃公司且於興櫃市
07 場公開發行，有桑緹亞公司103年度合併財務報告1份可
08 參（見新北地院105年度金重訴字第1 號財務報告卷第3
09 28之1頁），故桑緹亞公司為依證券交易法公開發行之
10 公司，且屬同法第5條所定發行人，並依同法第36條第1
11 項第3款之規定，於每月10日之前，應公告並申報上月
12 份營運情形。又江漢彰於103、104 年間為桑緹亞公司
13 之董事長，有桑緹亞公司之公司及分公司基本資料列印
14 附卷可佐（見新北地方檢察署104年度偵字第12818號卷
15 (五)第112頁正反面），綜理桑緹亞公司各項事務，為公
16 司法第8條第1 項之公司負責人。

17 (3) 江漢彰指示桑緹亞公司內部人員，配合揚華公司人員指
18 示作業，自103年8月起至104年4月間，以桑緹亞公司台
19 中分公司之名義，分別向揚華公司、鴻測公司進貨後，
20 再分別銷貨予霖揚、湯淺、MEGA SEASON、TIMTECH 及
21 GREEN-TECH 等公司，並將上開期間各月不實交易所生
22 之營業收入，接續列入103年8月至104年5月經申報及公
23 告之營業收入等財務業務文件中，虛增營業收入，業經
24 本院認定如前，足認桑緹亞公司依證交法規定申報或公
25 告之財務報表，確有虛偽之情事，而有違反證交法第20
26 條第2項規定自明。茲江漢彰既為公司實際負責人，就
27 桑緹亞公司申報及公告之營業收入數據失真乙節，亦顯
28 難卸責，若因此對於桑緹亞公司所發行股票之善意取得
29 人、出賣人或持有人造成損害，桑緹亞公司與江漢彰均
30 應依證交法第20條之1第1項第1款規定，負損害賠償之
31 責。

01 (4) 桑緹亞公司及江漢彰固辯稱因IAS第18號依金融監督管
02 理委員會所發布金管證審字第1030010325號函令，於10
03 3年4月間有所更易，而於同年9月間之交易因會計年度
04 尚未結算，桑緹亞公司仍採既往之評價方式，惟於104
05 年公司委任之簽證會計師則依最新之會計師評價方式，
06 進而使桑緹亞公司營業額之自結數與會計師核查數額有
07 所差異，並非虛增營收等語。惟桑緹亞公司既自承IAS
08 第18號依金融監督管理委員會所發布金管證審字第1030
09 010325號函令，於103年4月間已有所更易，其於103年
10 10月9日公告103年9月之營收資訊時，即應依當時已生
11 效IAS第18號，將收取固定比例3%且不承擔存貨風險之
12 利潤，以佣金收入帳列，而非以總額法列為營業收入，
13 藉此墊高每月公告之營收資訊，遑論揚華公司、鴻測公
14 司銷貨予桑緹亞公司、桑緹亞公司再分別銷貨予霖揚、
15 湯淺、MEGA SEASON、TIMTECH 及GT等公司之交易根本
16 為不實交易，桑緹亞公司能否以佣金收入帳列，亦有疑
17 義。是江漢彰及桑緹亞公司辯稱本件營收不實係因會計
18 評價基礎變動而致金額調整等語，顯與事實不符，自無
19 足採。

20 (5) 桑緹亞公司既有違反證券交易法第20條第2項規定之
21 情，依行為時即95年1月11日修正公布、96年1月1日施
22 行之證交法第20條之1第3項規定：「前項各款之人，除
23 發行人、發行人之董事長、總經理外，如能證明已盡相
24 當注意，且有正當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿
25 之情事者，免負賠償責任」，即應負無過失之損害賠償
26 責任。江漢彰辯稱104年7月1日修正公布之證交法已刪
27 除董事長之絕對賠償責任，其自無須負損害賠償責任云
28 云，不僅違反法律不溯及既往原則（桑緹亞公司申報並
29 公告不實營收訊息係發生於103年9月至104年5月），且
30 江漢彰亦未依修正後證交法第20條之1第2項規定舉證證
31 明已盡相當注意，且有正當理由可合理確信其內容無虛

01 偽或隱匿之情事，亦無從據以免責，是江漢彰此部之抗
02 辯，亦不能採憑。

03 2.上訴人毋庸就「交易之因果關係」負舉證責任：

04 (1)按股票交易價格常以發行公司過往經營績效、公司資產
05 負債、財務業務狀況等資訊揭露及其他相關因素為依
06 歸，俾使市場上理性投資人得以形成判斷。是公司發布
07 不實資訊，不僅造成個別投資人受騙，抑且欺騙整體證
08 券市場；個別投資人縱未取得特定資訊，亦因信賴市場
09 而依市價買賣，自應推定其買賣與不實資訊間存有交易
10 因果關係；請求權人原應證明因信賴不實財報而陷於錯
11 誤，因此一誤信而為投資之決定（買進、賣出或持續持
12 有），並因該投資決定而受有損害。關於買賣投資行為
13 與不實財報間之因果關係，基於股票價值之認定與一般
14 商品不同，無從依外觀認定其價值，往往須參酌公司過
15 往經營績效、公司資產負債、市場狀況等資訊之揭露，
16 使市場上理性之投資人得以形成判斷；於投資人買進或
17 賣出時，此不實消息已有效反應於股價上，故依「詐欺
18 市場理論」，不論投資人是否閱讀此不實財報均推定其
19 信賴此財報而有交易因果關係，自無待舉證（最高法院
20 104年度台上字第698號、104年度台上字第225號、108
21 年台上字第613號民事判決參照）。

22 (2)本件桑緹亞公司、江漢彰因虛增公司交易額，導致103
23 年度、104年1至5月營業收入部分內容不實，使投資人
24 誤信每月申報並公告之財務業務文件而購入或繼續持有
25 桑緹亞公司股票，參照上開說明，不論投資人有無閱讀
26 上開不實財務業務文件，均應推定其係信賴此財務業務
27 文件之不實資訊始為交易或繼續持有，是上訴人自毋須
28 證明「交易因果關係」存在。

29 3.上訴人仍須證明投資人所受損害及其金額與不實財報間之
30 「損害因果關係」：

31 (1)發行公司之投資人，不問係在公開市場買賣，或於公司

01 發行新股時向發行人認購，倘因信賴公司之不實財務報
02 告或公開說明書，而買入或認購公司股票，致受有損害
03 者，須證明其損害及金額與不實財務報告或公開說明書
04 間，有相當因果關係。.....損害賠償之目的在填補所
05 生之損害，其應回復者，並非原來狀態，而係應有狀
06 態，自應將非可歸責於債務人之變動狀態予以排除，僅
07 應有狀態之損失始與財報或公開說明書之不實資訊間有
08 因果關係(最高法院 108 年台上字第 1417 號民事判決
09 參照)。又股票投資人推定信賴自由市場之機制而有交
10 易因果關係，但投資人仍須證明其損害及金額與上揭人
11 為操縱股價行為間，具有損害因果關係，否則，不啻將
12 此項債務人賠償責任，轉化為填補債權人交易損失之投
13 資保險，尚非事理之平(最高法院 105 年台上字第 221
14 8 號民事判決參照)。準此，投資人仍須證明其因誤信
15 該等不實財務業務文件而因此受有損害，亦即就「損失
16 之因果關係」仍應由上訴人加以證明。

17 (2)經查：

18 ①桑緹亞公司固自103年8月起至104年4月間，配合
19 揚華公司、鴻測公司為前開虛偽不實交易，且將此部
20 分營收列入財務報告，並依證交法於每月10日前申報
21 上月份之營運狀況，而於103年9月起至104年5月
22 陸續公告前開虛增營業收入。然依桑緹亞公司、江漢
23 彰所提桑緹亞公司之興櫃股票個股歷史行情（見原審
24 卷二第266頁以下），桑緹亞公司股票之每股價格，
25 於不實營收資訊流入市場期間即自103年10月13日起
26 至104年5月5日止，在每月公告日前後之交易價格如
27 下：

28 ①103年10月13日(因103年10月10日~12日為假日，
29 故順延公告)之每股成交均價為14.09元，而次一交
30 易日即103年10月14日之成交均價14.02元，下跌0.
31 07元，跌幅為0.49%。

01 ②103年11月10日之每股成交均價為12.77元，而次一
02 交易日即103年11月11日之成交均價12.73元，下跌
03 0.04元，跌幅為0.31%。

04 ③103年12月10日之每股成交均價為9.52元，而次一
05 交易日即103年10月11日之成交均價9.43元，下跌
06 0.09元，跌幅為0.95%。

07 ④104年1月12日(因104年1月10日~11日為假日，故
08 順延公告)之每股成交均價為9.51元，而次一交易
09 日即104年1月13日之成交均價9.52元，上漲0.01
10 元，漲幅為0.11%。惟成交股數則由656,102股，
11 大幅減少為211,022股。

12 ⑤104年2月10日之每股成交均價為10.55元，而次一
13 交易日即104年2月11日之成交均價10.58元，上漲
14 0.03元，漲幅為0.28%。惟相較於前一日即104年2
15 月9日之每股成交價11.04元，則為下跌，且成交股
16 數亦由1,914,200股，萎縮至566,454股。

17 ⑥104年3月10日之每股成交均價為10.56元，而次一
18 交易日即104年3月11日之成交均價10.55元，下跌
19 0.01元，跌幅為0.09%。

20 ⑦104年4月10日之每股成交均價為6.89元，而次一交
21 易日即104年4月13日之成交均價7.16元，上漲0.27
22 元，漲幅為3.91%。惟成交股數則由3,575,115
23 股，減少為2,165,159股。

24 ②依上開交易資料可知，桑緹亞公司之股價，在每月訊
25 息公告之後，大部分係呈下跌走勢；即使上漲，成交
26 股數亦呈現萎縮現象，顯然桑緹公司所公告之不實利
27 多交易訊息，並未導致該公司股價上漲或交易轉呈熱
28 絡。

29 ③又桑緹亞公司嗣後分別於104年5月5日及104年7月3日
30 公告更正營收之訊息，經查：

31 ①104年5月5日公告重大訊息後，當日每股成交均價

01 為4.76元，較前一交易日即104年5月4日之成交均
02 價4.84元，下跌0.08元，跌幅為1.65%；而次一交
03 易日即104年5月6日每股成交均價則為4.75元，較
04 訊息公告日下跌0.01元，跌幅為0.21%。跌幅並無
05 擴大。

06 ②104年7月3日再次公布重大訊息，當日每股成交均
07 價為3.79元，較前一交易日即104年7月2日之成交
08 均價3.27元，反上漲0.52元，漲幅為15.9%，且成
09 交股數由304,001股增加為606,100股；而次一交易
10 日即104年7月4日每股成交均價為4.21元，亦上漲
11 0.42元，漲幅11.08%，且成交股數由606,100股增
12 加為1,993,100股。顯然該公司之股價，並未受公
13 告更正營收資訊而受不利之影響。

14 (3)再參諸上訴人所提出桑緹亞公司興櫃市場成交價量圖，
15 桑緹亞公司之股價早在申報並公告不實營收之前即已一
16 路下滑，於桑緹亞公司申報並公告不實營收後，股價未
17 見有所提升，仍呈現持續下滑之趨勢，即使桑緹亞公司
18 於104年5月5日公告更正營收，桑緹亞公司股價之下跌
19 幅度仍與更正前相同，並未有陡降之情形，反於104年7
20 月3日二度公告更正營收時，竟有上漲之現象(原審卷一
21 第76頁)。可見縱使桑緹亞公司發布不實之營收訊息，
22 該公司股票交易價格未有提升或持平，於桑緹亞公司發
23 布更正訊息，幾近揭露不實訊息之際，其股票交易價格
24 亦無明顯大幅下跌，甚至於104年7月3日公布重大訊息
25 後，桑緹亞公司股票交易價格竟有上漲之情形，則桑緹
26 亞公司之股票交易價格於不實營收流入市場期間持續下
27 跌應係另有原因，尚無從認定桑緹亞公司於該段期間申
28 報並公告之不實營收資訊對其公司之股價漲跌具有實質
29 影響力，即難認投資人誤信桑緹亞公司申報及公告之財
30 務業務文件而為投資行為後，確實受有損害。

31 4.綜上，桑緹亞公司於103年10月至104年4月間所申報且公

01 告之營業收入縱有不實，然此部分不實資訊既未能拉抬桑
02 緹亞公司股票交易價格，反於該期間持續下跌，益徵桑緹
03 亞公司虛增營收與其股價間並無連動關係。此外，上訴人
04 亦未舉出事證，足資認定投資人確實受有損害及損失之因
05 果關係，其主張投資人因誤信該部分財務業務文件而受有
06 損害，即難憑採。從而上訴人依證交法第20條之1第1項、
07 公司法第23條第2項及民法第28條等規定，向桑緹亞公
08 司、江漢彰請求負連帶損害賠償之責，即屬無據，不應准
09 許。

10 □上訴人依侵權行為之規定，請求被上訴人等7人連帶賠償，
11 亦無理由：

12 1.按損害賠償之債，以有損害之發生及有責任原因之事實，
13 並二者之間，有相當因果關係為其成立要件。故主張損害
14 賠償之債，如不合於此項成立要件，即難謂有損害賠償請
15 求權存在。

16 2.劉鈞浩並無參與不實交易之行為；其與詹世雄、林峻輝、
17 吳昫達、賴世文等亦未參與桑緹亞公司不實財務業務文件
18 之製作，已如前述。

19 3.至於桑緹亞公司、江漢彰雖有製作不實財務業務文件並據
20 以申報及公告；並與詹世雄、林峻輝、吳昫達、賴世文等
21 人共同參與不實交易之行為，但上訴人並未證明投資人買
22 入或繼續持有桑緹亞公司股票，與前開不實財務業務文件
23 之公告或不實交易行為間，有相當因果關係存在；且亦無
24 法證明投資人確實因此不實財務業務文件之公告及事後揭
25 露更正而受有損害。揆諸前揭說明，上訴人依民法第184
26 條第1項後段、第2項、及第185條之規定，請求被上訴人
27 連帶負損害賠償之責，亦無理由。

28 □上訴人依證交法第20條第1項、第3項規定，請求被上訴人賠
29 償，為無理由：

30 1.按證交法第20條第1項係規定「有價證券之募集、發行、
31 私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行

01 為。」違反者，依同條第3項，對於該有價證券之善意取
02 得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償責任。

03 2.本件被上訴人等所涉犯者，係證交法第20條第2項，對於
04 桑緹亞公司應申報或公告之財務報告及財務業務文件，內
05 容有虛偽或隱匿等情事，與有價證券之募集、發行、私募
06 或買賣無關，故上訴人依證交法第20條第3項規定，請求
07 損害賠償，自與構成要件不符，不應准許。

08 五、綜上所述，上訴人依證券交易法第20條第3項、第20條之1第
09 1項第1款、公司法第23條第2項、民法28條、第184條第1項
10 後段、第2項、第185條等規定，請求被上訴人應連帶給付原
11 判決附表3所示投資人如求償金額合計數欄共4億9,139萬3,8
12 13元，及自106年7月25日起至清償日止，按年息5%計算之利
13 息，並由上訴人受領之，為無理由，不應准許。從而原審為
14 上訴人敗訴之判決，並駁回其假執行之聲請，並無不合，上
15 訴意旨指摘原判決不當，求予廢棄改判，為無理由，應駁回
16 上訴。

17 六、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
18 據，經本院斟酌後，認為均不足以影響本判決之結果，爰不
19 逐一論列，附此敘明。

20 七、據上論結，本件上訴為無理由，爰判決如主文。

21 中 華 民 國 110 年 8 月 31 日

22 民事第七庭 審判長法官 王 銘

23 法官 張國華

24 法官 高英賓

25 正本係照原本作成。

26 如不服本判決，應於收受送達後二十日內向本院提出上訴書狀，
27 其未表明上訴理由者，應於提出上訴後二十日內向本院補提理由
28 書狀（均須按他造當事人之人數附繕本）。因疫情而遲誤不變期
29 間，得向法院聲請回復原狀。

30 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
31 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

01 訴訟法第四百六十六條之一第一項但書或第二項所定關係之釋明
02 文書影本。如委任律師提起上訴者，應一併繳納上訴裁判費。
03 因疫情而遲誤不變期間，得向法院聲請回復原狀。

04 書記官 吳伊婷

05 中 華 民 國 110 年 8 月 31 日