

臺灣臺北地方法院民事判決

106年度金字第78號

原告 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 林煒倫律師

被告 李岳霖（即復興航空運輸股份有限公司之破產管
理人）

賴麗真（即復興航空運輸股份有限公司之破產管
理人）

林明昇

劉東明

共同

訴訟代理人 吳至格律師

陳毓芬律師

王志鈞律師

陳信瑩律師

上列當事人間請求損害賠償事件，經臺灣士林地方法院以106年
度金字第4號裁定移送前來，本院於民國109年4月9日言詞辯論
終結，判決如下：

主文

被告李岳霖（即復興航空運輸股份有限公司之破產管理人）、賴
麗真（即復興航空運輸股份有限公司之破產管理人）、林明昇、
劉東明應連帶給付附表所列訴訟實施權授與人各如附表「本院判
決金額」欄所示之金額，及被告李岳霖（即復興航空運輸股份有
限公司之破產管理人）、賴麗真（即復興航空運輸股份有限公司
之破產管理人）自民國一百零六年六月六日起至清償日止，被告

01 林明昇自民國一百零六年六月七日起至清償日止，被告劉東明自
02 民國一百零六年六月八日起至清償日止，均按週年利率百分之五
03 計算之利息，並由原告受領之。

04 訴訟費用由被告李岳霖（即復興航空運輸股份有限公司之破產管
05 理人）、賴麗真（即復興航空運輸股份有限公司之破產管理
06 人）、林明昇、劉東明連帶負擔。

07 本判決所命給付得假執行。但被告李岳霖（即復興航空運輸股份
08 有限公司之破產管理人）、賴麗真（即復興航空運輸股份有限公
09 司之破產管理人）、林明昇、劉東明如各以附表「本院判決金
10 額」欄所示金額分別為原告預供擔保，得免為假執行。

11 事實及理由

12 壹、程序方面：

13 一、按訴訟，由被告住所地之法院管轄；因侵權行為涉訟者，得
14 由行為地之法院管轄；共同訴訟之被告數人，其住所不在一
15 法院管轄區域內者，各該住所地之法院俱有管轄權。但依第
16 4 條至前條規定有共同管轄法院者，由該法院管轄，民事訴
17 訟法第1 條第1 項前段、第15條第1 項、第20條分別定有明
18 文。關於共同訴訟之普通審判籍，僅於無民事訴訟法第20條
19 但書規定之共同特別審判籍適用餘地時，方有其適用，若有
20 共同特別審判籍存在時，原告自應向該共同特別審判籍所在
21 地之法院起訴。經查，本件原告所主張之原因事實，係基於
22 復興航空運輸股份有限公司（下稱復興航空）於民國105 年
23 11月17日簽訂對公司財務或業務有重大影響之信託契約（下
24 稱系爭信託契約），被告等卻未遵期公告而違反證券交易法
25 （下稱證交法）第36條之規定，並於105 年11月21日在臺灣
26 證券交易所所屬之公開資訊觀測站上公告不實之訊息致證券
27 投資人受有損害，依侵權行為訴請被告等人連帶負損害賠償
28 責任，因此，本件不作為或作為之侵權行為地為臺灣證券交
29 易所，證券投資人亦於證券交易市場買賣復興航空之有價證
30 券，侵權行為結果地亦為臺灣證券交易所，是堪認臺灣證券
31 交易所所在地（設臺北市○○區○○路0 段0 號）之法院為

01 本件訴訟特別審判籍之法院。又復興航空設於臺灣士林地方
02 法院（下稱士林地院）轄區，被告林明昇及劉東明之住所地
03 分別為臺北市中山區、松山區，均位於本院之轄區，依前揭
04 說明，本件訴訟自應由侵權行為地之特別審判籍共同管轄法
05 院即本院為管轄法院，合先敘明。

06 二、次按保護機構為保護公益，於本法及其捐助章程所定目的範
07 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
08 原因所引起之證券、期貨事件，得由20人以上證券投資人或
09 期貨交易人授與訴訟實施權後，以自己之名義起訴，證券投
10 資人及期貨交易人保護法（下稱投保法）第28條第1項前段
11 定有明文。本件原告係依上開規定設立之保護機構，並提出
12 126位投資人出具之「訟訴及仲裁實施權授與同意書」表明
13 授與訴訟實施權（見士林地院106年度金字第4號卷【下稱
14 士院卷】，卷一第57頁至第182頁），依前揭規定，原告以
15 自己名義提起本件訴訟，於法並無不合。

16 三、又按當事人受破產之宣告者，關於破產財團之訴訟程序，在
17 依破產法有承受訴訟人或破產程序終結以前當然停止。第
18 168條至第172條及前條所定之承受訴訟人，於得為承受
19 時，應即為承受之聲明，民事訴訟法第174條第1項、第
20 175條第1項分別定有明文。經查，復興航空業經聲請破產
21 宣告，經士林地院於107年6月29日以106年度破字第21
22 號、第28號裁定宣告復興航空公司破產，並於同日裁定選任
23 李岳霖律師、賴麗真會計師、林敏浩律師為該公司之破產管
24 理人（見本院卷三第76頁至第77頁），且李岳霖律師、賴麗
25 真會計師、林敏浩律師於108年1月11日具狀聲明承受訴訟
26 （見本院卷三第75頁），嗣林敏浩律師經士林地院以107年
27 度執字第8號裁定解任破產管理人職位（見本院卷三第145頁
28 至第146頁），故本件復興航空之破產管理人現為李岳霖律
29 師、賴麗真會計師。

30 四、再按訴狀送達後，原告不得將原訴變更或追加他訴。但請求
31 之基礎事實同一者、擴張或減縮應受判決事項之聲明者，不

01 在此限，民事訴訟法第255條第1項第2款、第7款分別定
02 有明文。本件原告起訴時原以證交法第20條第3項、第20條
03 之1、民法第184條第1項後段、第2項及第185條規定為
04 請求權基礎，聲明為：(一)、被告復興航空、林明昇、劉東明
05 應連帶給付附表所示之訴訟實施權授與人各如附表求償金額
06 欄所示之金額，及自起訴狀繕本送達翌日起至清償日止，按
07 週年利率5%計算之利息，並由原告受領之。(二)、請准依證
08 券投資人及期貨交易人保護法第36條規定，免供擔保宣告假
09 執行；如不能依該規定免供擔保宣告假執行，原告願供擔
10 保，請准宣告假執行（見士院卷一第11頁）。嗣於本院106
11 年12月18日準備程序期日追加請求權基礎為證交法第20條第
12 3項、第20條之1、第23條第2項、民法第184條第1項後段、
13 第2項及第185條（見本院卷一第112頁反面、第199至200
14 頁），再於109年4月1日變更聲明如後述，經核原告所為訴
15 之變更係基於同一法律事實所為擴張或減縮應受判決事項之
16 聲明，又其訴之追加，亦屬基於同一基礎事實，在證據資料
17 之利用上具有一體性，依訴訟經濟原則，自宜利用同一訴訟
18 程序審理，藉以一次解決本件之紛爭，均應予准許。

19 貳、實體方面：

20 一、原告主張：

21 (一)復興航空於105年11月17日由董事長即被告林明昇代表與訴
22 外人葉大殷律師簽訂系爭信託契約，信託目的為「消費者退
23 票、退款」、「員工薪資、資遣費及退休金等」，同日並移
24 轉信託財產新臺幣（下同）12億元予信託財產專戶。前開系
25 爭信託契約之內容及信託金額顯對復興航空之財務、業務及
26 股東權益有重大影響，復興航空卻遲至同年月22日方於公開
27 資訊觀測站公告部分資產交付信託事宜，未敘明信託目的與
28 內容，明顯違反證交法第36條應於事實發生之日起二日內公
29 告之規定，前揭事實業經金融監督管理委員會（下稱金管
30 會）於同年12月7日以復興航空公司違反證交法第36條第3項
31 第2款及同法施行細則第7條第8款，裁罰負責人林明昇240萬

01 元。電子媒體於同年11月21日盤中發布復興航空即將停業之
02 相關報導，復興航空旋於同日13時24分29秒發布重大訊息否
03 認該報導後，再於同日晚間發布次日（22日）將停航之重大
04 訊息。嗣於同年月22日暫停交易1日外，並召開臨時董事會
05 通過解散公司、召開106年第1次股東臨時會等議案，追認前
06 揭資產交付信託之一事。又復興航空普通股（證券代碼：
07 6702）於105年11月22日董事會決議解散後，股價即一路下
08 跌，於恢復交易後10個營業日，股價由同年月21日收盤價
09 5.2元，下跌至同年12月6日收盤價2.25元，跌幅達
10 56.73%；翌年即106年1月最後一個交易日（24日）收盤價
11 更跌至0.69元。而其於103年10月9日發行國內第1次無擔保
12 可轉換公司債（證券代碼：67021），發行總額為10億元，
13 截至105年9月30日止，尚未轉換金額為18億400萬元；而該
14 可轉換公司債於105年11月21日收盤價為96.4元，同年12月6
15 日收盤價為41.25元，跌幅達38.64%。復興航空除隱匿簽訂
16 系爭信託契約之訊息，更於同年月21日發布否認停業之虛偽
17 重大訊息，顯已致投資人未能及時接收正確資訊而誤認公司
18 仍正常營運中。

19 (二)復興航空於公開資料觀測站所公告之訊息與財務報告同屬投
20 資人買賣股票之重要參考依據，復興航空隱匿其將停航停業
21 之消息，甚至公告虛偽之重大訊息誤導市場上之投資人，致
22 投資人因誤信公司仍將繼續經營而買進復興航空股票或可轉
23 換公司債，其未及時發布重大訊息與發布虛偽重大訊息之行
24 為，與投資人買進復興航空股票或可轉換公司債間有因果關
25 係，此部分可由復興航空公告次日將停航之訊息後，次一交
26 易日（即105年11月23日）之股價及可轉換公司債成交價一
27 路下跌可見，顯見其隱匿將停航、停業資訊之行為與投資人
28 間所受損害確有因果關係存在。

29 (三)被告林明昇及劉東明於105年間即本件復興航空隱匿重大資
30 訊期間，分別為復興航空之董事長及總經理，依臺灣臺北地
31 方檢察署106年度偵字第11384號、第11654號起訴書可知，

01 林明昇早於105年11月16日即與律師討論如何辦理復興航空
02 清算，翌日更存入2筆各6億元之信託基金，作為復興航空員
03 工資遣費及機票退款之用，林明昇顯然至遲於105年11月17
04 日即已決定解散復興航空；而劉東明至遲應於同年月19日主
05 管會議討論解散之後續配套措施時，亦已知復興航空即將解
06 散。又依證交法第20條第2項之規定，其所謂「依本法規定
07 申報或公告」，應包含積極作為及消極不作為，以確保資訊
08 之真實完整，而系爭信託契約之簽訂及金額係屬同法第36條
09 應及時公告之內容，如未公告即可能誤導投資人的決策判
10 斷，隱匿應公告訊息之消極不作為與公告虛偽資訊之積極作
11 為等價，故被告等人之行為顯已違反公司法第20條第2項之
12 規定，需依同法第20條之1負損害賠償責任，而該條除將董
13 事長、總經理列為法定賠償義務人外，更規範董事長、總經
14 理所負者為推定過失責任，故於被告舉反證推翻前，已推定
15 林明昇及劉東明就復興航空遲延公告及虛偽公告二事具有過
16 失。

17 (四)綜上，被告等人前揭行為致投資人受有損害，爰依證交法第
18 20條第3項、第20條之1第1項、第23條第2項、民法第184條
19 第1項後段、第2項及第185條之法律關係提起本件訴訟等
20 語。並聲明：1.被告李岳霖（即復興航空之破產管理人）、
21 賴麗真（即復興航空之破產管理人）、林明昇、劉東明應連
22 帶給付附表所示之訴訟實施權授與人各如附表求償金額欄所
23 示之金額，及自起訴狀繕本送達翌日起至清償日止，按週年
24 利率5%計算之利息，並由原告受領之。2.請准依證券投資
25 人及期貨交易人保護法第36條規定，免供擔保宣告假執行；
26 如不能依該規定免供擔保宣告假執行，原告願供擔保，請准
27 宣告假執行。

28 二、被告則以：

29 (一)證交法第20條所規範「虛偽、詐欺、隱匿」之行為態樣，均
30 指故意行為而言，而林明昇及劉東明業經臺北地檢署檢察官
31 為不起訴處分認定並無違反證交法第20條規定犯行之故意，

01 足認林東昇、劉東明並無刻意隱匿公司將停航停業等重大訊
02 息之違法行為可言。又復興航空於105年11月22日始確定停
03 業，並即刻發布重大訊息，在此之前並無隱匿或為否認停
04 業、刻意發布虛偽重大訊息之情事，顯見原告所主張之事實
05 並不存在，本件與證交法第20條規定之要件不符，原告自無
06 從依同條第3項之規定請求賠償，被告行為亦不構成民法第
07 184條第1項後段、第2項，或第185條共同侵權行為。

08 (二)證交法第20條第2項及第20條之1第1項之規定，係針對發行
09 人或負責人等，於財務報告及財務業務文件，或依第36條第
10 1項公告申報之財務報告，其主要內容有虛偽或隱匿之情形
11 為規範，條文所稱財務報告，係指發行人依法令規定應定期
12 編送主管機關之財務報告。相關內容、適用範圍、作業程
13 序、編制及其他應遵行事項之準則，由主管機關定之（證交
14 法第14條第1項、第2項規定參照）。主管機關據此訂頒之
15 「證券發行人財務報告編製準則」第4條第1項則明訂財務報
16 告係指「財務報表、重要會計項目明細表及其他有助於使用
17 人決策之揭露事項及說明」，故公司是否依證交法第36條第
18 3項，於事實發生之日起2日內公告申報重大訊息，根本不在
19 規範之列，自無證交法第20條第2項及第20條之1第1項所規
20 範財報不實民事賠償責任之適用。況依據臺北地檢署所認定
21 之事實，系爭信託契約於簽訂當時，復興航空是否停業仍屬
22 未定，且系爭信託契約之內容並未涉及公司資產之實質變
23 動，又可因資金到位而隨時終止，故如輕率對外發布，反易
24 引起外界誤會及市場恐慌，造成公司資產於確定停業前即嚴
25 重貶損，其應非投資人所樂見。

26 (三)再者，系爭信託契約所涉復興航空之資產，皆係用於支付復
27 興航空原依法應付給消費者之退票款，或勞工之薪資等款
28 項，為復興航空原應履行之法律義務作準備，並未實質改變
29 復興航空之資產狀態，故系爭信託契約之簽定並非屬對復興
30 航空財務或業務有影響之重要契約，自無證交法第36條第3
31 項第2款規定之適用。且縱復興航空予以公告，投資人對該

01 消息之反應與其自公開市場購入復興航空股票，乃係各投資
02 人之主觀判斷，二者間並無因果關係。另依原告所提成交資
03 料，縱認內容為真，則授權原告提起本件損害賠償訴訟之投
04 資人，買進復興航空股票或可轉換公司債之交易時間大多數
05 落在105年11月21日13時24分29秒以前，而復興航空係於同
06 日13時24分29秒始對外發布否認停業之重大訊息，足徵訴訟
07 實施權授權人進行股票或可轉換公司債之交易行為，完全出
08 於個人獨立之投資判斷，與復興航空發布否認停業之重大訊
09 息無關，兩者間不論交易因果關係或損害因果關係，均有明
10 顯欠缺，故原告所述，投資人因此遭致損害，並不可採。

11 (四)退萬步言，縱認被告需負連帶賠償責任，但原告所主張之
12 「真實價格之擬制」並不足採，且授權原告實施訴訟之投資
13 人未能在復興航空股票或可轉換公司債停止交易前設法出
14 售，對於損害之發生亦屬與有過失，應減輕被告之賠償責任
15 等語，資為抗辯。並聲明：1.原告之訴及假執行之聲請駁
16 回。2.如受不利判決，被告願供擔保請准宣告免於假執行。

17 三、經本院於108年6月14日協同兩造整理本件之不爭執事項如下
18 (見本院卷三第111頁背面)：

19 (一)復興航空於105年11月18日由董事長林明昇代表與葉大殷律
20 師簽訂2紙系爭信託契約，信託目的為「消費者退票、退
21 款」、「員工薪資、資遣費及退休金等」，同日並移轉信託
22 財產12億元予信託財產專戶(每份信託契約6億元)。

23 (二)105年11月21日盤中電子媒體報導復興航空即將停業之相關
24 報導，復興航空於同日13時24分29秒發布重大訊息稱：「本
25 公司對於今日網路對於營運流言，予以鄭重否認，絕無此
26 事」，否認電子媒體之報導。

27 (三)復興航空嗣於105年11月21日20時16分44秒許發布重大訊
28 息：「公告本公司11月22日停航一天」；再於105年11月22
29 日召開第23屆第6次董事會，擬議共商解決方案，並通過追
30 認105年11月17日與葉大殷律師簽訂信託契約。後於同日第
31 23屆第7次董事會議擬決議解散案、擬選任清算人案，及授

01 權董事長或其指定之人依法代表復興航空公司對外協商及處
02 理解雇員工之一切事宜，後於同日15時41分42秒發布「本公
03 司董事會決議通過解散案」之重大訊息。之後於106年年初
04 召開106年第1次股東臨時會決議。

05 (四)本件原告之授權人分別於附表所載時間，買進復興航空普通
06 股股票及可轉換公司債。

07 (五)林明昇及劉東明於前開期間分別擔任復興航空之董事長及總
08 經理。

09 四、經與兩造協議簡化爭點如下（見本院卷三第111頁背面至第
10 112頁）：

11 (一)本件復興航空已於107年6月29日經臺灣士林地方法院以106
12 年度破字第21號、第28號裁定破產，並選任李岳霖、賴麗真
13 及林敏浩為破產管理人，原告未依破產程序，而對復興航空
14 提起本件訴訟，是否有權利保護必要？

15 (二)本件原告是否有經投資人合法授與訴訟實施權，對被告林明
16 昇、劉東明提起本件訴訟？

17 (三)被告等人未將105年11月17日復興航空與葉大殷律師簽立12
18 億元系爭信託契約在同年月19日前公告，是否有違反證交法
19 第20條第2項？

20 (四)被告等人於105年11月21日13時24分29秒發布重大訊息：
21 「本公司對於今日網路對於營運流言，予以鄭重否認，絕無
22 此事」，是否有違反證交法第20條第2項？

23 (五)原告依證交法第20條第3項、第20條之1、民法第184條第1項
24 後段、第2項、第185條及公司法第23條第2項，請求被告等
25 連帶對起訴狀附表所示之人負損害賠償責任，是否有理由？

26 (六)若被告等人應負損害賠償責任，則應賠償之數額為何？

27 五、得心證之理由：

28 (一)本件原告對復興航空公司提起本件訴訟，仍有權利保護必
29 要：

30 1、法院依破產法第125條第2項對於破產債權之加入或數額有異
31 議所為之裁定，並無實體法上確定債權及其數額之效力，且

01 認當事人對於該裁定之債權及其數額如有爭執，得另行起訴
02 請求確定，以否認該裁定之效力，並非謂未經法院依破產法
03 第125條所定之裁定程序，當事人不得起訴請求確定債權或請
04 求破產管理人給付其應受分配之金額，原審援用本院56年台
05 抗字第58號判例，認上訴人未經該條所定裁定程序，不得起
06 訴，殊有誤會，最高法院66年度台上字第1091號判決意旨可
07 資參照。

08 2、被告抗辯本件依破產法第99條：「破產債權，非依破產程
09 序，不得行使」之規定，認原告不得提起本件訴訟等語，惟
10 查，當事人受破產之宣告者，關於破產財團之訴訟程序，在
11 依破產法有承受訴訟人或破產程序終結以前當然停止，民事
12 訴訟法第174條第1項定有明文，其意係指對於破產財團提起
13 或進行訴訟，並非不合法，僅在於破產管理人承受訴訟前，
14 或破產管理人未及承受訴訟，破產程序已經終結前，訴訟程
15 序停止而已。且破產程序為裁定程序，並無實體上確定債權
16 及其數額之效力，破產程序中倘對於破產債權之存在與否發
17 生實體上爭執，仍必須另以訴訟確定之。申言之，破產債權
18 存否之確定，有實際上之訴訟需求，並無禁止其訴訟之正當
19 基礎，且在法理上，亦無將已在進行中之訴訟，僅因當事人
20 破產之故，即認為不合法，卻另准許兩造重啟訴訟之必要。
21 如此，除必須另行徵收訴訟費用造成當事人不必要負擔外，
22 也可能造成後訴是否已罹於時效之爭議，明顯勞民傷財，卻
23 無任何實益，自非妥適。是依前揭說明，應認當事人得於破
24 產程序外，仍得起訴請求，破產法第99條之規定，在解釋
25 上，應予目的性限縮，排除確定破產債權爭議之訴訟，為其
26 適用範圍。且本件兩造對於原告破產債權之存否，仍有爭
27 議，在此情況下，如何依破產程序行使債權，即有疑義，是
28 本院認本件原告提起本件訴訟，仍有權利保護之必要，被告
29 所辯，難認有理。

30 (二)本件原告有經投資人合法授與訴訟實施權，對被告林明昇、
31 劉東明提起本件訴訟：

01 1、本件被告抗辯投資人所立之訴訟及仲裁實施權授與同意書
02 上，僅記載對於復興航空訴訟部分授與訴訟實施權，並未指
03 明林明昇、劉東明部分，故此部分難認原告有合法授權等
04 語，然查，本件參附表所示投資人所立之訴訟及仲裁實施權
05 授與同意書上記載：「本人因復興航空運輸股份有限公司
06 （股票代號：6702）於105年間涉有虛偽、隱匿重大財務業
07 務資訊及相關證券詐欺事件，所涉違反證券交易法之情事，
08 使投資人受有損害乙案，謹依證券投資人及期貨交易人保護
09 法第28條之規定，將本件之訴訟及仲裁實施權授與財團法人
10 證券投資人及期貨交易人保護中心（下稱『投保中心』）」
11 （見士院卷一第57頁至第182頁），從前開同意書之內容可
12 知，投資人所授與原告之訴訟實施權，為復興航空因違反證
13 交法情事，使投資人受有損害一案，其意為因此事項受有損
14 害，授權原告向應負賠償責任之人請求賠償，是凡依該事件
15 應負責之人俱為授權人之授權範圍，不以一一列明被告名稱
16 為必要，自應包括依公司法第23條第2項、證交法第20條、第
17 20條之1等規定，應負連帶賠償責任之人，故被告抗辯就林明
18 昇與劉東明部分未經授予訴訟實施權等語，難認有理。

19 2、至被告抗辯原告未就訴訟及仲裁實施權授與同意書之形式真
20 正負舉證責任等語，按投保法第28條第4項規定仲裁或訴訟實
21 施權之授與，應以書面為之，但未以該書面應由授權人親自
22 書寫為要件，而依民事訴訟法第358條規定，私文書經本人或
23 其代理人簽名、蓋章或按指印者，推定為真正。依此，原告
24 所提授與同意書，自得由代理人代為簽名、用印或填寫身分
25 證字號、日期、地址等內容，非以授權人親自簽名、用印或
26 填寫內容為必要。查附表所列授權人於授權原告訴訟實施權
27 之際，業已提出身分證正、反面影本供原告留存；法人授權
28 人除提供公司變更登記表外，另提出法定代理人身分證正、
29 反面影本供原告留存，上開資料並經本院核對無誤（見本院
30 卷甲，授權人身份證影本一冊外放），而身分證影本係個人
31 重要證件，非經本人或公司提出，原告難以取得，應堪認附

01 表所列授權人確有將其證件提出予原告並授權原告提起本件
02 訴訟之意，被告要求需就簽立方式、傳喚其中數人以證明授
03 權書之真正，實無必要，此部分被告所辯，難認有理。

04 (三)被告等未將105年11月17日復興航空公司與葉大殷律師簽立
05 12億元之系爭信託契約在同年月19日前公告，違反證交法第
06 36條第3項第2款及第20條第2項之規定：

07 1、按證交法第20條第2項規定：「發行人依本法規定申報或公告
08 之財務報告及財務業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情
09 事。」為確保財務預測資訊之真實完整，雖法令未明定應予
10 揭露的具體事項，如未揭露可能產生誤導投資人之決策判斷
11 者，仍應揭露，且其性質屬於上開規定所稱之「財務業務文
12 件」…。又按證交法第36條之1規定：「公開發行公司取得或
13 處分資產、從事衍生性商品交易、資金貸與他人、為他人背
14 書或提供保證及揭露財務預測資訊等重大財務業務行為，其
15 適用範圍、作業程序、應公告、申報及其他應遵行事項之處
16 理準則，由主管機關定之。」…又我國財務預測揭露制度以
17 自願性為原則，因此公司自願揭露簡式財務預測後，復評估
18 基本假設已發生變動，對簡式財務預測結果造成影響，並自
19 主性決定有更新簡式財務預測之必要時，即負有更新義務，
20 否則構成「隱匿財務業務文件」，以免簡式財務預測成為公
21 司操弄投資人投資判斷之工具，故意怠於更新後再藉詞財務
22 預測具有不確定性而免責，臺灣高等法院106年度金上字第17
23 號判決意旨可資參照。又依證交法發行有價證券之公司有下列
24 情事之一者，應於事實發生之日起二日內公告並向主管機
25 關申報：…二、發生對股東權益或證券價格有重大影響之事
26 項。又前開所指發生對股東權益或證券價格有重大影響之事
27 項，其中包括其他業務合作計畫或重要契約之簽訂，此參證
28 交法第36條第3項第2款、證交法施行細則第7條第8款規定自
29 明。依前揭判決及法條意旨，證交法第20條第2項所稱「依本
30 法規定」應做廣義解釋，舉凡依證交法或主管機關依該法命
31 令製作均屬之，而所謂「財務業務文件」範圍廣泛，包括各

01 種有關發行人財務、業務、對股東權益或證券價格有重大影
02 響之文件，均應屬之。

03 2、本件復興航空於105年11月17日由董事長林明昇代表，與葉大
04 般律師簽訂系爭信託契約2份，信託目的為「消費者退票、退
05 款」及「員工薪資、資遣費及退休金等」，並隨即移轉信託
06 財產12億元予信託財產專戶，此為兩造所不爭執，而從系爭
07 信託契約之目的觀之，提及「資遣」、「消費者退票、退
08 款」等用語，顯見斯時簽立系爭信託契約之目的，即在於為
09 復興航空停業解散後所為之準備，不論嗣後董事會是否決議
10 解散，從系爭信託契約之簽立目的、金額以觀，涉及復興航
11 空未來是否繼續營運及重大資產變動狀況，自應屬影響投資
12 人權益及決策之重要財務業務資訊，而為前揭所稱「發生對
13 股東權益或證券價格有重大影響之事項」，自應為證交法第
14 20條第2項規定所應公告之「財務業務文件」。被告未依規定
15 在事實發生之日起2日內公告，自屬隱匿依證交法規定應公告
16 之財務業務文件，顯係違反證交法第20條第2項之規定。

17 3、另參金管會因復興航空遲未申報系爭信託契約，嚴重影響投
18 資人權益，亦認林明昇於105年11月17日代表復興航空簽訂系
19 爭信託契約，信託財產之金額相較復興航空當時財務狀況之
20 比例甚重，且信託財產於簽訂系爭信託契約當日即已移轉完
21 畢，信託目的係用以處理已購買復興航空機票消費者退票款
22 及員工資遣、支付薪資之款項，並非一般公司經營業務之作
23 為，而係作為復興航空因應停止營業或解散之預備處理措
24 施，屬證交法施行細則第7條第8款所定對公司、業務及股東
25 權益有重大影響之重要契約簽訂，而林明昇為復興航空未依
26 規定公告申報行為之負責人，依行為時證交法第178條第1項
27 第4款及第179條第1項之規定，處林明昇罰鍰96萬元等情，有
28 金融監督管理委員會裁處書、行政院院臺訴字第1080176829
29 號行政院訴願決定書各1份在卷可參（見本院卷三第102頁至
30 第103頁、第117頁至第122頁背面），顯見就訂立系爭信託契
31 約一事，確屬應予公告之重要事項，被告未依規定公告，自

01 應對未知悉此一訊息而買進復興航空有價證券之投資人，負
02 損害賠償責任。

03 4、至劉東明部分，其為復興航空之總經理，依證交法第20條之1
04 第1項第1款，為依法有公告財務業務文件之負責人。而參林
05 明昇於105年11月14日復興航空第23屆第5次董事會議中，就
06 105年第3季財務報告與出席董監事進行討論，確認復興航空
07 第3季之虧損情形仍未見改善，預見即使償還105年11月29日
08 到期之ECB，仍無法有效改善復興航空經營不善之體質，遂於
09 105年11月15日晚間，向林孝信表達，其已無法繼續經營復興
10 航空，獲林孝信認可後，於105年11月16日決定不再繼續經營
11 復興航空，及不動撥臺灣工銀貸款，旋於同日上午與理律律師
12 事務所吳至格律師、李耀中律師、陳信瑩律師、寰瀛律師
13 事務所葉大殷律師及陳嘉盈等人共同討論如何處理復興航空
14 清算及重整等問題，並於同日下午指示財務長楊炫儀通知復
15 興航空董監事，將於105年11月21日下午召開臨時董事會，並
16 旋於105年11月17日上午與葉大殷律師簽訂系爭信託契約後，
17 委由葉大殷律師至玉山商業銀行（下稱玉山銀行）仁愛分行
18 開立戶名「葉大殷受託信託財產專戶」0000000000000號活期
19 存款帳戶，存入兩筆各為6億元合計12億元信託基金，作為復
20 興航空員工資遣費及機票退款之用。林明昇復於105年11月18
21 日下午指示秘書吳佳蓉通知母公司國產建材實業股份有限公司
22 （下稱國產實業）總執行長兼駐復興航空法人董事徐蘭
23 英、復興航空總經理劉東明、企劃處主管陳賢錦、財務長楊
24 炫儀、日本業務處協理江許賢、發言人陳逸潔、兩岸事務室
25 劉忠繼、人資主管呂自鳴、行政副總兼法務長方修忠、大陸
26 業務主管何榮錦、董事長特助赫連柏菁及復興航空轉投資之
27 龍騰旅行社股份有限公司（下稱龍騰旅行社）董事長朱漢光
28 等人，於105年11月19日14時至17時許及翌日15時至17時30
29 分，至該公司總部臺北市○○區○○路0段00號B1會議室召
30 開主管會議，討論重整、解散之後續配套措施。會中雖有將
31 繼續經營之增資方案列為選項之一，然林明昇早於16日已與

01 律師討論如何辦理清算重整，並於17日開立信託財產專戶存
02 入12億元信託基金作為員工資遣及票務退款等費用，而19、
03 20日之主管會議決議「取消105年11月22日全線航班」，目的
04 係避免臨時董事會做出重整、解散等決議後，影響機組員情
05 緒，引發飛安風險等情，有另案即本院106年度金訴字第15號
06 案件判決在卷可參，並經本院調閱刑事卷宗查核無誤。從前
07 開內容可知，林明昇於105年11月16日，主觀上業已決定不再
08 繼續經營，故而於105年11月17日簽立系爭信託契約，並通知
09 相關主管於105年11月19日、20日召開相關會議以為因應，劉
10 東明至遲於105年11月19日開會時，即已知悉林明昇有不再經
11 營復興航空之意，且亦知悉林明昇前於105年11月17日簽立系
12 爭信託契約，劉東明既知悉此事，基於證交法亦負有即時公
13 告資訊之義務，卻未依規定公告，自應對投資人因誤認公司
14 仍正常營運，而買進復興航空有價證券所受之損害，負連帶
15 賠償之責。

16 5、至被告抗辯就系爭信託契約簽訂之重大訊息，並非證交法第
17 20條第2項所訂「發行人依本法規定申報或公告之財務報告及
18 敗務業務文件」，不在該條規範之列，被告自無證交法第20
19 條第2項及第20條之1第1項賠償責任之適用等語，按證交法第
20 20條第2項規定：「發行人依本法規定申報或公告之財務報告
21 及財務業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。」為確
22 保財務預測資訊之真實完整，雖法令未明定應予揭露之具體
23 事項，然如未揭露可能產生誤導投資人之決策判斷者，仍應
24 揭露，且其性質屬於上開規定所稱之「財務業務文件」，臺
25 灣高等法院106年度金上字第17號判決意旨可參。依此，本件
26 被告於105年11月17日以「消費者退票、退款」及「員工薪
27 資、資遣費及退休金等」為信託目的簽署系爭信託契約，且
28 信託財產金額高達12億元，系爭信託契約之內容及金額對於
29 復興航空之財務、業務及股東權益有重大影響，自屬證交法
30 第20條第2項所稱應公告之財務業務文件，而依同法第36條第
31 3項規定，應於事實發生之日起2日內公告申報，被告未依規

01 定申報，自應對投資人負賠償責任，應可認定，被告所辯，
02 難認有理。

03 6、被告另辯稱，簽訂系爭信託契約僅係作為公司營運所需資金
04 如未即時到位，為確保對員工及旅客權益保障，所安排之預
05 備因應措施，倘能取得資金挹注，系爭信託契約得隨時終
06 止，並無影響公司財務或業務之問題可言，且若斯時將系爭
07 信託契約公告，反將造成市場動盪等語，然證交法第20條及
08 第36條之規定，係以確保證券市場資訊透明為意旨，依前開
09 規定，被告所負之義務，為公告簽約之事實，並揭露信託目
10 的及信託金額等客觀事實，其餘即由投資人自行判斷該資
11 訊。本件觀之系爭信託契約簽訂當日，復興航空成交股數有
12 30萬7309股，成交金額173萬7,456元，收盤價5.65元。而復
13 興航空於105年11月22日董事會決議解散，並於同日晚間發布
14 解散及將資產交付信託之重大訊息後，股價即一路走跌，於
15 105年11月22日當日停止交易1日，恢復交易後10個營業日，
16 股價由105年11月21日收盤價5.2元，下跌至105年12月6日收
17 盤價2.25元，跌幅達56.73%，106年1月最後一個交易日即
18 106年1月24日，收盤價更跌至0.69元，有臺灣證交所個股日
19 成立資訊資料1份在卷可佐（見士院卷一第47頁至第48頁）。
20 再參復興航空於103年10月9日發行國內第1次無擔保可轉換公
21 司債，發行總額10億元，截至105年9月30日止，尚未轉換金
22 為1億8,040萬元，於105年11月21日收盤價為96.4元，105年
23 12月6日收盤價為41.25元，跌幅達38.64%，有可轉債／交換
24 債／附認股權公司債交易日成交資訊表在卷足佐（見士院卷
25 一第49頁至第52頁），顯見復興航空未將105年11月17日簽訂
26 系爭信託契約一事公告，刻意隱瞞公司可能停航解散，致投
27 資人未能及時接收正確資訊而誤認公司仍正常營運，嚴重影
28 響大眾投資人權益，無論被告等人簽訂系爭信託契約之動
29 機、考量為何，均不影響復興航空、林明昇、劉東明未依規
30 定公告，刻意隱匿即將停業之消息，是被告等人此一隱匿行
31 為造成原告之授權人受有損害，自應負損害賠償責任。

- 01 7、劉東明抗辯，縱劉東明於105年11月19日主管會議知悉簽訂系
02 爭信託契約，亦已逾公告及申報期限，無隱匿行為等語，然
03 本件被告等人應公告卻未公告之不作為侵權行為，係指於履
04 行公告義務前皆屬因不作為而構成侵權行為，否則豈非過了
05 法文所規定之2日期限，被告等人便無公告義務、其等之不作為
06 便無可歸責？本件劉東明至遲已於105年11月19日主管會議
07 知悉復興航空高達12億資產交付信託一事，倘劉東明若能依
08 證交法之規定於知悉當天或翌日即同年月20日即依法揭露此
09 一重大訊息，則投資人便得於105年11月21日星期一開盤時，
10 依正確之資訊作成正確之投資決策，不致於同年月21日開盤
11 時誤信復興航空仍持續營業，而誤買進復興航空之有價證券
12 致受有損害，此與是否已逾公告及申報期限無涉。本件因被
13 告等人未依規定公告相關資訊，影響投資人知悉公司訊息之
14 即時性及對稱性，致投資人因不知復興航空狀況而錯誤作成
15 買進有價證券之決定而受有損害，被告等人負作為義務卻不
16 作為，顯已違反證交法第20條第2項之規定，被告此部分所
17 辯，尚難採信。
- 18 8、被告抗辯不論林明昇是否繼續經營復興航空，復興航空為一
19 上市之法人公司，是否停業、解散、要非董事長一人即可決
20 定，故被告並非於105年11月17日簽訂系爭信託契約時，即可
21 認已確定停業等語。然查，本件認定被告等人有將105年11月
22 17日簽訂系爭信託契約此一重大事項依法公告之義務，重點
23 在於公司營運之重大資訊應透明化，使投資大眾知悉此事，
24 進而決定是否繼續購買復興航空之有價證券，與嗣後復興航
25 空是否真正決定停業，實屬二事。不論復興航空於105年11月
26 22日董事會決議結果為何，是否決議停業，此等皆不影響被
27 告等人依法有將105年11月17日簽訂系爭信託契約一事公告之
28 義務，被告此部分辯稱，難認有據。
- 29 9、被告抗辯，縱認被告未及時發布105年11月17日簽訂系爭信託
30 契約一事，然此一「消極事實」斷不可能引起投資人之「誤
31 信」而於同年月21日購入股票或可轉換公司債，亦即難認投

01 資人於同年月21日購入復興航空股票或可轉換公司債所受之
02 損害有何因果關係等語，然就證交法與投資人觀點而言，因
03 股票之價值認定，與一般商品不同，無從依外觀以認定其價
04 值，在一個有效率市場下，須參酌公司過往經營績效、公司
05 資產負債、市場狀況等，而藉由企業內容資訊之揭露，提供
06 市場上的理性投資人得形成自己投資的判斷；如企業未揭露
07 及時性，正確性、完全的資訊，理論上即影響投資人因信賴
08 不實資訊而形成之買賣行為判斷。…因此只要股票善意持有
09 人能證明行為人有虛偽不實陳述或隱匿應公告之資訊，並受
10 有損害，則於「市場詐欺理論」之適用下，原告自無須再個
11 別證明其係因信賴行為人之虛偽、不實資訊而受有損害，臺
12 灣高等法院臺中分院98年度金上更一字第1號判決意旨可參。
13 依此可知，在市場詐欺理論之適用下，因認只要股票善意持
14 有人能證明行為人有虛偽不實陳述或隱匿應公告之資訊，並
15 受有損害，則原告自無須再個別證明其係因信賴行為人之虛
16 偽、不實資訊而受有損害。且在集團訴訟之案件，若仍要求
17 每個原告須就其個人確因知悉或不知悉某一重大訊息而買受
18 股票之「信賴關係」加以證明，則集團訴訟之目的將全然被
19 破壞，對投資人之保護亦嫌不足，更非證交法之本意。故本
20 院認為，投資人所負之舉證責任不在於證明是否因信賴不實
21 公告（包括應公告而未公告之資訊）而買進股票，而是基於
22 某項消息若在投資買進或賣出之時點可有效率被反映在價格
23 上，投資人能證明若此一不實訊息或遭隱匿之訊息若被揭露
24 後，股價確有跌落之事實，則不論投資人是否曾經閱讀相關
25 資訊皆已不重要，投資人無庸再舉證證明投資所受損害，確
26 因閱讀不實公告或未知悉遭隱匿之公告而購入之因果關係，
27 以免違背證交法第20條、第20條之1立法保護投資人之原意。
28 此部分，原告已舉證證明若被告等人依法揭露簽立系爭信託
29 契約一事，讓投資人無法知悉復興航空有可能決議停業解散
30 一事，進而於105年11月21日買進復興航空有價證券，而復興
31 航空於105年11月22日公告此事後，於105年11月23日起股價

01 即下滑，顯見此部分被告等人隱匿重大訊息之行為，已有效
02 被反映在價格上，從而應認就因果關係部分已經確定，故被
03 告抗辯「消極事實」斷不可能引起投資人之「誤信」而購入
04 有價證券造成損害等語，難認可採。

05 10、綜合上述，本件從復興航空簽訂系爭信託契約，其內容、金
06 額對於判斷復興航空營運狀況之重要性，以及對於投資大眾
07 理性判斷是否購入復興航空有價證券之影響程度觀之，被告
08 等人未將105年11月17日復興航空公司與葉大殷律師簽立12
09 億元之系爭信託契約依法公告，違反證交法第36條第3項第2
10 款及第20條第2項之規定，應可認定。

11 (四)被告等於105年11月21日13時24分29秒發布重大訊息：「本
12 公司對於今(21)日網路對於營運流言，予以鄭重否認，絕無
13 此事」，並無違反證交法第20條第2項情事：

14 1、公司法第316條規定，股東會對於公司解散、合併或分割之決
15 議，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東之出席，以
16 出席股東表決權過半數以上之同意行之，具見公司董事會所
17 為合併之決議，尚須經其股東會之特別決議後，始得成為公
18 司之意思決定並據以執行，最高法院94年度台抗字第156號裁
19 定意旨可資參照。

20 2、經查，復興航空於105年11月17日簽訂系爭信託契約並移轉信
21 託財產時，已知悉公司可能於同年月22日董事會決議停航解
22 散，已於前述，然於105年11月21日，當時因董事會尚未召
23 開，且縱認董事會決議解散，仍須經股東會特別決議後，始
24 得成為公司之意思決定並據以執行，故停航解散一事於105年
25 11月21日尚未經正式確立，故斯時復興航空針對網路流傳公
26 司即將停業一事，發布「對於營運流言，予以鄭重否認」之
27 重大訊息，與事實情況並不相違。且林明昇於105年11月22日
28 召開董事會前，仍繼續尋找可能入主復興航空之投資人，洽
29 商一直持續至同年月21日因投資人之資金仍未能到位，故復
30 興航空在105年11月22日以後之情形，包括是否有新的投資人
31 入主、抑或公司解散，仍須等到同年月22日臨時董事會開會

01 決議後始能確定，且復興航空係被動回應媒體而對外發布，
02 依當時客觀情況，復興航空內部僅決定105年11月22日停飛1
03 天，並非全面停航，有臺灣臺北地方檢察署106年度偵字第
04 11653號、第11654號不起訴處分書在卷可參（見本院卷一第
05 13頁至第16頁），從而復興航空於105年11月21日在公開資訊
06 觀測站上所公布之前揭內容，難認有發布不實訊息情事。

07 3、至原告主張，另案即本院106年度金訴字第15號判決認定，林
08 明昇於105年11月14日復興航空第23屆第5次董事會議中，就
09 105年第3季財務報告與出席董監事進行討論，確認復興航空
10 第3季之虧損情形仍未見改善，預見即使償還105年11月29日
11 到期之ECB，仍無法有效改善復興航空經營不善之體質，遂於
12 105年11月15日晚間，向林孝信表達，渠已無法繼續經營復興
13 航空，獲林孝信認可後，於105年11月16日決定不再繼續經營
14 復興航空，及不動撥臺灣工銀貸款，足認林明昇於105年11月
15 16日，業已決定不再繼續經營，亦即復興航空不再繼續經營
16 之重大消息業於105年11月16日已確立，然被告確仍於105年
17 11月21日發布前開否認停業之不實訊息，顯已違反證交法第
18 20條第2項規定等語，然從前開判決可知，林明昇確實於105
19 年11月16日，主觀上已認定將不再繼續經營復興航空，然實
20 際上復興航空是否停業、解散，必須等董事會決議、股東會
21 特別決議後始能成立，而105年11月21日之網路流言，主要係
22 在指「復興航空停業、解散」一事，並非在指林明昇主觀上
23 是否繼續要經營復興航空，既然斯時董事會、股東會尚未正
24 式決議停業、解散，故復興航空發布否認已決議停業、解散
25 之訊息，自難認有何不實之情形。

26 4、原告另主張，復興航空董事會從其成員，其中三席為國產實
27 業，而國產實業負責人為林明昇之父林孝信，另席董事林建
28 涵除亦為國產實業之董事外，林建涵所代表之法人建驛投資
29 有限公司地址，與林明昇家族企業中興保全所擁有之國興保
30 全公司位於同處，可見前開董事均為林明昇所可掌控，是非
31 須待董事會決議始知是否停業等語，然此部分純屬原告之推

01 測之詞，並未舉出何事證證明林明昇確有實際掌握董事會之
02 運作，且能確保於105年11月22日所召開之董事會皆為林明昇
03 所掌控、必能通過決議解散復興航空一事，是此部分尚難以
04 董事會之成員，為林明昇家人或親近之人，即遽論本件毋庸
05 待董事會召開，即可認定復興航空必將解散一事，原告主
06 張，難認有理。

07 5、綜合上述，復興航空於105年11月21日，尚未經董事會、股東
08 會決議停業解散，是復興航空於105年105年11月21日13時24
09 分29秒發布重大訊息：「本公司對於今(21)日網路對於營運
10 流言，予以鄭重否認，絕無此事」，並無違反證交法第20條
11 第2項情事。

12 (五)原告依證交法第20條第3項、第20條之1、民法第184條第1項
13 後段、第2項、第185條及公司法第23條第2項，請求被告等
14 連帶對起訴狀附表所示之人負損害賠償責任，為有理由：

15 1、證交法第20條之1規定：「前條（第20條）第2項之財務報告
16 及財務業務文件或依第36條第1項公告申報之財務報告，其
17 主要內容有虛偽或隱匿之情事，下列各款之人，對於發行人
18 所發行有價證券之善意取得人、出賣人或持有人因而所受之
19 損害，應負賠償責任：1.發行人及其負責人。2.發行人之職
20 員，曾在財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章者（第1
21 項）。前項各款之人，除發行人、發行人之董事長、總經理
22 外，如能證明已盡相當注意，且有正當理由可合理確信其內
23 容無虛偽或隱匿之情事者，免負賠償責任（第2項）。」上
24 開規定係95年1月11日修法時所增定，就證交法第20條第2
25 項之責任主體明文化，而不僅限於「發行人」，此適足以說
26 明證券交易法第20條之責任主體應解釋為不限於「發行人
27 人」，而應包含直接或間接參與募集、發行或買賣之人。且
28 其立法理由考量「發行人等與投資人間，其對於財務資訊之
29 內涵及取得往往存在不對等之狀態，在財務報告不實之民事
30 求償案件中，若責令投資人就第1項所規定之發行人等其故
31 意、過失負舉證之責，無異阻斷投資人求償之途徑」，故在

01 「歸責事由」方面，採取對於發行人、發行人之董事長、總
02 經理應負推定過失之結果責任。另參證交法第1條明定其立法
03 目的為保障投資，同法第20條第3項、第20條之1亦賦予因信
04 賴虛偽不實財務報告及財務業務文件而買賣有價證券受有損
05 害之善意投資人損害賠償請求權，故證交法自屬保護投資人之
06 法律。被告等人消極未公告簽約事宜及發布虛偽訊息，造
07 成原告授權人誤信而於市場買進復興航空有價證券，致受損
08 害，被告自應依民法第184條第2項對授權人負賠償責任。

09 2、本件復興航空為證交法第5條所稱發行該公司有價證券之發
10 行人，林明昇係復興航空法定代理人，劉東明係復興航空總
11 經理，均屬依證交法第20條之1、第36條之規定，有義務將應
12 予公告之重大訊息公開之人。其等知悉復興航空於105年11月
13 17日已簽立系爭信託契約，屬證交法施行細則第7條第8款所
14 訂對股東權益或證券價格有重大影響之事項，應於事實發生
15 之日起2日內為公告，卻隱匿該簽約資訊，其所為自屬證交法
16 第20條第2項所稱「依本法規定申報或公告之財務業務文件內
17 容虛偽或隱匿」之情，導致投資人因誤信復興航空仍持續經
18 營而購入有價證券或可轉債，被告等人自應就投資人因而所
19 受之損害，依證交法第20條第3項負賠償之責。又此一重大訊
20 息依規定至遲應於105年11月19日公告，而105年11月19日為
21 星期六，股市休市，若復興航空未隱匿此一重大契約簽訂之
22 事實，而依規定至遲於105年11月19日發布在公開資訊觀測站
23 上，投資人於知悉此事後，當可自由決定於105年11月21日星
24 期一開盤後是否買進復興航空公司或可轉換公司債，是本院
25 認被告等人違法，未依規定將復興航空於105年11月17日簽訂
26 系爭信託契約一事，就此一隱匿之行為，導致投資人因未獲
27 知此一重大訊息，誤信復興航空仍正常營運，而於105年11月
28 21日開盤後買進復興航空之有價證券，因此所受之損害，與
29 被告等人隱匿簽訂信託一事有因果關係。故原告依證交法第
30 20條第3項、第20條之1、民法第184條第1項後段、第2項、第
31 185條及公司法第23條第2項，請求被告等連帶對起訴狀附表

01 所示之人負損害賠償責任，為有理由。

02 3、至被告辯稱就林明昇、劉東明部分，業經臺灣臺北地方檢察
03 署檢察官為不起訴處分，顯見證交法第20條只限故意情形等
04 語，然查，證交法第20條所規範民事賠償之責任型態，不以
05 故意為限，尚包含過失行為，此參95年1月11日修正證交法
06 第20條之立法理由略以：「三、財務報告及有關財務業務文
07 件內容有虛偽、隱匿情事，相關人員所應負擔之賠償責任有
08 其特殊性，且與第一項所規範之行為主體不同，爰修正第三
09 項，將有關財務報告或財務業務文件不實所應負之民事賠償
10 責任規定移列至第20條之1另予規範」，業已明示修正後之
11 證交法第20條第3項僅規範同條第1項之民事責任，至於同
12 條第2項民事責任改增訂於同法第20條之1。而同日增訂證
13 交法第20條之1第2項明定：「前項各款之人，除發行人、發
14 行人之董事長、總經理外，如能證明已盡相當注意，且有正
15 當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿之情事者，免負賠償
16 責任」，觀其立法意旨略以：「三、第1項所規定之發行人
17 等與投資人間，其對於財務資訊之內涵及取得往往存在不對
18 等之狀態，在財務報告不實之民事求償案件中，若責令投資
19 人就第1項所規定之發行人等其故意、過失負舉證之責，無
20 異阻斷投資人求償之途徑，爰參考本法第32條、美國證券法
21 第11條、日本證券交易法第21條之規定，對發行人、發行人
22 之董事長、總經理採結果責任主義，縱無故意或過失亦應負
23 賠償責任，至其他應負賠償責任之人，則採取過失推定之立
24 法體例，須由其負舉證之責，證明其已盡相當注意且有正當
25 理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿之情事」，已明確釐清
26 第20條第3項舉證責任之歸屬，發行人及發行人之負責人，
27 其中關於董事長、總經理採結果責任主義（無過失主義），
28 課其縱無故意或過失，亦應負賠償責任，其他應負賠償責任
29 之發行人負責人即公司法第8條所稱之董事、監察人、經理
30 人，則採過失推定主義。惟證交法第20條之1第2項復於104
31 年7月1日修正，刪除原條文之「發行人之董事長、總經

01 理」之文字，其刪除理由略謂：「美國證券交易法第18條與
02 日本證券交易法第24條之4 及第24條之5 對於財務報告之虛
03 偽或隱匿係規定，發行人之董事長與總經理僅負推定過失責
04 任，而非絕對賠償責任。顯見我國證券交易法第20條之1 有
05 關財報不實之規定，對於董事長與總經理之責任顯然過重，
06 而有礙企業之用才」、「為避免過苛之賠償責任降低優秀人
07 才出任董事長及總經理等高階職位之意願而有礙國家經濟發
08 展，爰提案將董事長與總經理之絕對賠償責任修正為推定過
09 失責任」，故104年7月1 日修法已改為除發行人採結果責任
10 主義外，發行人之董事長、總經理、董事、監察人均應負推
11 定過失責任。依此，被告辯稱就證交法第20條第2項部分，僅
12 應以「故意」不法行為致財報不實者為限等語，亦非可採。
13 而前開不起訴處分係針對林明昇、劉東明是否應負刑事責任
14 做認定，無涉民事賠償部分，被告並未舉證證明有何應予免
15 責之情形，是此部分林明昇、劉東明自應就未依規定公告簽
16 訂系爭信託契約及發布否認停業之不實訊息部分，對善意取
17 得有價證券之人負損害賠償責任。

18 4、至被告抗辯無法證明附表所示之人所受之損害，與原告主張
19 未公告簽立系爭信託契約有何因果關係等語，經查：

20 (1)按損害賠償請求權係由責任成立與責任範圍所構成。責任的
21 成立，須侵害行為與侵害權益之間有因果關係，是為「責任
22 成立因果關係」。責任的範圍，其所受損害與權益受侵害之
23 間亦須有因果關係，是為「責任範圍因果關係」。所謂權益
24 侵害，指人格權（身體、健康等）、所有權、以及權利以外
25 的經濟利益受到侵害。…次按股票交易價格常以發行公司過
26 往經營績效、公司資產負債、財務業務狀況等資訊揭露及其
27 他相關因素為依歸，俾使市場上理性投資人得以形成判斷。
28 是公司發布不實資訊，不僅造成個別投資人受騙，抑且欺騙
29 整體證券市場；個別投資人不論是否閱讀此不實報表，均應
30 推定其信賴此財務報表而有交易因果關係。但投資人仍須證
31 明損害及其金額與不實財務報表之因果關係（最高法院102年

01 度台上字第73號、104年度台上字第698號、104年度台上字第
02 225號、105年度台上字第2145號判決意旨參照)。再按當事
03 人主張有利於己之事實者，就其事實有舉證之責任。但法律
04 別有規定，或依其情形顯失公平者，不在此限，民事訴訟法
05 第277條亦定有明文。在公開股票市場，公司資訊為投資人所
06 重視，屬影響股價之重要因素之一。合理之投資人會留意公
07 司之營收、盈餘，資為投資判斷基礎。信賴為公開證券市場
08 之基石，證券市場賴以有效公平運作。投資人信賴市場股價
09 為真實，進而買賣或繼續持有股票時，縱未直接閱覽資訊，
10 但其對市場之信賴，間接信賴公開資訊，信賴資訊、股價會
11 反映真實，而據以進行投資。證交法第20條之1規定，不實資
12 訊與交易間之因果關係，倘採嚴格標準，則投資人閱覽資訊
13 時，未必有他人在場，且信賴資訊而下投資判斷屬主觀意
14 識，難以舉證，其結果將造成不實資訊橫行，投資人卻求償
15 無門，而顯失公平。故有依民事訴訟法第277條但書規定，減
16 輕投資人舉證責任必要。準此，透過市場信賴關係，推定投
17 資人對公司發布之重大資訊產生信賴，不實資訊與交易間有
18 因果關係（最高法院106年度台上字第1246號判決意旨參
19 照）。從而投資人依證交法第20條之1第1項規定，請求發行人
20 及其負責人賠償損害者，就責任成立因果關係部分，投資人
21 首先應舉證證明證交法第20條第2項規定之「財務業務文
22 件」有虛偽或隱匿情事。其次就該等財務業務文件之虛偽或
23 隱匿情事與投資人善意交易行為間之因果關係，雖經推定成
24 立而無庸投資人舉證證明，但發行人及其負責人仍得反證推
25 翻之。再者投資人仍應舉證證明其善意交易行為與其經濟利
26 益受侵害間有因果關係。至於責任範圍因果關係部分，則因
27 經濟利益受侵害時，其損害即為純粹經濟上損失，故責任成
28 立因果關係與責任範圍因果關係形同合一。從而在證券投資
29 人請求損害賠償之情形，投資人僅須證明責任成立因果關
30 係，合先敘明。…次按我國證交法第20條之1之規定繼受自美
31 國1934年證券交易法第10b-5條規定（參見余雪明，比較證券

01 法，第690頁，105年5版；賴英照，最新證券交易法解析，第
02 715至716頁，），則關於責任成立因果關係之認定，即有參
03 考美國法之必要。而美國法所謂「交易因果關係」，係指投
04 資人因信賴不實之財務報表而為交易；所謂「損失因果關
05 係」，係指影響市場價格的不實揭露造成純粹經濟上損失。
06 在現代證券交易市場中，此一信賴要件不可能建立在投資人
07 親自閱讀財務報表等資料獲得知其具體內容，並據以為交
08 易，蓋絕大多數之投資人均無法滿足該項要求。因此美國法
09 出現「詐欺市場理論」，以市場價格為媒介，將信賴財務報
10 表轉移為信賴市價價格。…比較美國法與前述我國最高法院
11 判決意旨，應認為我國法業已繼受美國法之「詐欺市場理
12 論」，從而投資人若得證明下列事項，即可推定具有責任成
13 立因果關係：①發行人之不實揭露已公開且具有重大性（對
14 股價產生衝擊），進而推定該不實揭露影響股票價格。②投
15 資人在股票價格受影響期間內有交易行為，進而推定投資人
16 信賴發行人之不實揭露，臺灣高等法院106年度金上字第17號
17 判決意旨可參。

18 (2)依前揭說明，本件就復興航空於105年11月17日所簽訂之系爭
19 信託契約，確屬對復興航空股價會產生衝擊而具有重大性，
20 而復興航空早於簽立系爭信託契約前，林明昇即已內部確認
21 公司可能經董事會決議後停業解散，復興航空於105年11月22
22 日董事會決議解散並發布消息後，股價一路下跌，倘若復興
23 航空依規定至遲於105年11月19日前將系爭信託契約予以公
24 告，投資人自當可從公告之內容，知悉復興航空有可能會於
25 105年11月22日董事會決議後停業解散一事；而於105年11月
26 21日當日買入復興航空股票之投資人而言，係因不知復興航
27 空已於同年月17日簽立系爭信託契約，並移轉高達12億元之
28 信託財產，信託目的為辦理員工資遣、消費者退票退款之
29 用，且有經董事會決議解散之可能，導致其等無法依循正常
30 管道在證券交易市場有決定購買或不購買復興航空有價證券
31 之可能，本件原告之授權人為善意投資人，本可透過法定公

01 開機制，直接或間接獲悉復興航空之營業狀況，卻因被告等
02 人隱匿簽立信託契約一事，導致發生錯誤投資決策，進而產
03 生有價證券差價之損失，故授權人所受之損害自與被告等人
04 前開之行為間有相當因果關係，應認附表所示之人於105年11
05 月21日購買復興航空有價證券所受之損害，與被告等人前揭
06 違反證交法第20條第2項規定之行為間具有損失因果關係，
07 殆屬無疑，被告所辯，難認有理。

08 6、綜合上述，復興航空為發行該公司有價證券之公司，屬於證
09 交法第5條所稱之發行人，而該公司隱匿簽署系爭信託契約
10 一事，業經認定如前，故如因此致原告之授權人在交易市場
11 善意買入有價證券而受有損害，即應負發行人損害賠償責
12 任。至林明昇、劉東明於前開期間分別擔任復興航空之董事
13 長及總經理，核屬證交法第20條之1第1項第1款所定之負
14 責人，其等知悉復興航空於105年11月17日簽立系爭信託契
15 約，卻未依法公告，誤導投資人，其等違背證交法20條之1第
16 1項規定，屬違反保護他人法律，該當民法第184條第2項規
17 定，應對原告之授權人負賠償責任，並依公司法第23條第2
18 項及民法第28條規定與復興航空負連帶損害賠償責任，應可
19 認定。

20 (六)若被告等人應負損害賠償責任，則應賠償之數額為何？

21 1、按當事人已證明受有損害而不能證明其數額或證明顯有重大
22 困難者，法院應審酌一切情況，依所得心證定其數額。民事
23 訴訟法第222條第2項定有明文。又按財務報告不實所生股
24 票交易差額之損害，究應如何計算，證券交易法並無明文規
25 定，僅於同法第157條之1就「內線交易」所生之損害賠償
26 額計算方式為明文規範，故學說及實務莫衷一是。惟所謂賠
27 償權利人的損害，主要為股價下跌之損失。此種損失，有由
28 於詐欺因素（例如不實資訊及財報）所造成者；有由於詐欺
29 以外的因素（例如市場走勢、政治事件、經濟環境等）所造
30 成者。美國法院實務上大致有兩種不同的計算方法：一為毛
31 損益法（gross income loss；即謂不論該差額係因不實財

01 報所引起，或其他市場因素所造成，被告均應承受跌價的結
02 果），一為淨損差額法（out-of-pocket method；即謂被告
03 僅賠償因詐欺因素所造成的損失，亦即證券的「真實價格」
04 與「買價或賣價」之間的差額，其餘部分係因詐欺以外之因
05 素所造成，被告不負賠償責任）。本院審酌淨損差額法，意
06 指原告買賣時之市價與標的股票真實或實際之差額。此項計
07 算之方法之目的，在於限縮損害的因果關係，使原告的損害
08 侷限於與被告不實財報行為有因果關係的損害，若非被告不
09 實財報行為所致之損害，如由市場因素或其他系統性風險所
10 造成的股價下跌，被告無庸負責。因此淨損差額法原則較能
11 避免原告藉由證券訴訟之提起，將所有投資損失之風險，全
12 部移轉給被告承擔。是依民事訴訟法第222條第2項之規
13 定，本院基於全辯論意旨及調查證據結果，認本件就投資人
14 因被告等人隱匿應予公告之財務業務文件，致投資而受之損
15 害，其損害賠償之計算方式，應採淨損差額法為適當。

16 2、次按違反證交法第20條第2項，依同法第20條之1，對於發行人
17 所發行有價證券之善意取得人、出賣人或持有人因而所受
18 之損害，應負賠償責任，然此部分就民事責任之損害賠償範
19 圍並無明文規定，惟其性質上與侵權行為的賠償請求權類
20 似，自應依侵權行為所定損害賠償方法填補債權人所受損害
21 及所失利益。又淨損差額法需求得標的股票之真實價值，並
22 據以計算請求權人買賣時市價與真實價值之差額。而此真實
23 價值應係指倘當初財報如實公告時，市場對於標的股票之交
24 易價格。顯然，此一交易價格根本從未為真實存在過，僅能
25 以人為方式模擬求得其存在。本件復興航空應於105年11月17
26 日簽訂系爭信託契約之事實發生之日起2日內公告其簽訂重大
27 契約之重大訊息卻隱匿之，致復興航空之有價證券於市場上
28 之價格遭扭曲而未如實反映其應有之價格，即復興航空之股
29 價及可轉換公司債價格於105年11月21日係扭曲、失真，被告
30 於105年11月22日公布復興航空為因應停業解散，故而將財產
31 信託一事後，自105年11月23日起10個營業日（105年11月23

01 日至同年12月6日) 收盤平均價格為3.383元(見士院卷一第
02 47頁至第48頁), 前開期間可轉讓公司債僅11月29日、11月
03 30日及12月6日有成交紀錄, 而有成交紀錄之3日收盤平均價
04 為57.866元(見士院卷一第49頁至第52頁), 以此作為擬制之
05 真實價格, 係建立在市場對於財報不實更正之消息, 需要一
06 定時間加以傳遞、消化及沈澱之事實前提, 固應經一定固定
07 期間之平均股價, 始能顯現其價值, 故原告主張以此推估股
08 價之真實價值, 應屬可採。故本件原告之授權人受應公告而
09 未公告之不實資訊影響, 致於105年11月21日以高於真實價格
10 買進復興航空股票及可轉換公司債, 是授權人以遭失真之不
11 實價格影響買入股票時, 損害應已發生, 則其所受損害之計
12 算方式, 即以「投資人買入價格與不實財務資訊期間內系爭
13 股票真實價格之差額」為據, 故以授權人於105年11月21日買
14 入復興航空股票及可轉換公司債之「買進價格」, 減去「真
15 實價值」計算其所受之損害。準此, 被告共同不法行為致原
16 告受有如附表「所受損害暨求償金額欄」所示金額之損害,
17 依前開規定, 原告之授權人分別請求上開被告連帶賠償如附
18 表「本院判決金額」欄所示之金額, 自屬有據(其計算式詳
19 見士院卷一第183頁至第405頁、本院卷一第225頁至第304
20 頁)。

21 3、至被告抗辯縱認被告應負連帶賠償責任, 但授權原告實施訴
22 訟之投資人未能在復興航空股票或可轉債停止交易前設法出
23 售, 對於損害之發生亦屬與有過失, 應減輕被告之賠償責任
24 等語, 然查, 證交法第20條之1請求損害賠償之投資人, 其所
25 指善意取得人、持有人損害賠償請求權之規範目的, 即在於
26 保障公司因不實資訊揭露後、或因揭露正確資訊後, 因股價
27 急遽下跌, 因恐慌性賣壓, 急欲出脫其持股以減少損失之投
28 資人, 因股價爾後是否回升本不得而知, 日後恐發生破產或
29 結束營業等情, 故投資人欲立即出脫持股固屬常情, 且事實
30 上若公司已發布可能即將停業之消息, 市場上鮮有投資人願
31 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

01 幅萎縮，實難期待投資人能在此情況下仍出脫其持股，且如
02 課予投資人適時出售其持股之義務，亦將導致不法者得因市
03 場之自然風險而享免除或減輕責任之不公平現象，又在無任
04 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
05 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
06 受損害即受保護，不因未及時出售即減輕對其之保護，從
07 而，被告辯稱授權人未於合理期間出售股票以減少損失，應
08 負與有過失責任等語，即無可採。

09 六、綜上所述，原告依證交法第20條第3項、第20條之1第1項
10 第1款、民法第184條、第185條及公司法第23條第2項，
11 請求被告等人連帶賠償為有理由，爰判決如主文第一項所
12 示，即被告等人應連帶給付如附表各訴訟實施權授權人如
13 「本院判決金額」欄所示之金額，合計499萬2,149元，及自
14 被告等人收受起訴狀繕本送達（復興航空部分係於106年6月
15 5日收送繕本，林明昇係於同年月6日收受，劉東明係於同年
16 月7日收受，送達回證見士院卷二第12頁至第14頁）翌日，
17 即被告李岳霖（即復興航空運輸股份有限公司之破產管理
18 人）、賴麗真（即復興航空運輸股份有限公司之破產管理
19 人）自106年6月6日起、林明昇自106年6月7日起、劉東明自
20 106年6月8日起，均至清償日止，均按週年利率5%計算之利
21 息，並由原告受領之。

22 七、又保護機構依第28條規定提起訴訟或上訴，釋明在判決確定
23 前不為執行，恐受難以抵償或難以計算之損害者，法院應依
24 其聲請宣告准予免供擔保之假執行，為投保法第36條所明
25 定。經查，本件應負賠償責任之被告製作不實之財務報表，
26 誤導投資大眾，致投資大眾損失金額龐大，嚴重擾亂社會金
27 融秩序，原告主張渠等於本件判決確定前不為執行，恐受難
28 以抵償或難以計算之損害，應認已有相當之釋明，爰依投保
29 法第36條規定，准予免供擔保為假執行，而被告等人亦酌定
30 相當擔保金額，予以宣告免為假執行。

31 八、本件事證已臻明確，至於兩造其餘之攻擊或防禦方法及所提

01 出之證據，經本院斟酌後，認為均不足以影響本判決之結果
02 自無一一詳予論駁之必要，併此敘明。

03 九、訴訟費用負擔之依據：民事訴訟法第78條、第85條第2項。

04 中 華 民 國 109 年 4 月 30 日

05 民事第一庭 法官 賴淑萍

06 以上正本係照原本作成。

07 如對本判決上訴，須於判決送達後20日內向本院提出上訴狀。如

08 委任律師提起上訴者，應一併繳納上訴審裁判費。

09 中 華 民 國 109 年 4 月 30 日

10 書記官 黃怜瑄