

最高法院民事判決

108年度台上字第613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 林宜家律師

被上訴人 鄭珮榆（原名鄭秋月）

訴訟代理人 劉慧君律師

鄧依仁律師

陳怡君律師

被上訴人 飛雅高科技股份有限公司

法定代理人 林瑞成律師（臨時管理人）

許雅芬律師（臨時管理人）

被上訴人 黃益煌

上列當事人間請求損害賠償事件，上訴人對於中華民國107年11月21日臺灣高等法院第二審更審判決（105年度金上更（一）字第3號），提起上訴，本院判決如下：

主 文

原判決廢棄，發回臺灣高等法院。

理 由

本件上訴人主張：被上訴人黃益煌原任被上訴人飛雅高科技股份有限公司（下稱飛雅公司）董事長，於民國92年間為降低該公司呆帳比例，避免銀行降低對該公司之授信額度，明知該公司於當年實際上係收取訴外人IBM股份有限公司（下稱IBM公司）等支付之款項，竟指示被上訴人即飛雅公司財務長鄭珮榆、第一審共同被告即出納主管何惠蘭、出納人員高慧雯（下合稱鄭珮榆等3人），共同製作不實之繳款單沖銷對其他公司之應收帳款，自同年

2月間至同年12月底沖銷金額計新臺幣（下同）1億1499萬1761元（下稱不法行為一）。黃益煌為掩飾上情，續於94年間以出售上開已經沖銷而不存在債權之方式製造沖銷應收帳款假象（下稱不法行為二）。使飛雅公司93年度財務報告（下稱財報）至97年第1季財報（下合稱系爭財報）內容虛偽不實，致如原判決附表（下稱附表）1至6所示投資人（下稱授與人）分別於各該附表所示期間買入飛雅公司股票而受有「原始請求金額」欄所示損害，扣除上訴人與何惠蘭、高慧雯達成訴訟外和解賠償之60萬元，仍受有如附表1至6「本院請求金額」欄所示損害。授與人業依證券投資人及期貨交易人保護法第28條第1項規定，授與伊訴訟實施權。爰依95年1月11日修正前證券交易法（下稱修正前證交法）第20條第3項、同日修正後證券交易法（下稱修正後證交法）第20條之1第1項、民法第184條、第185條規定，並於原審對鄭佩榆追加依公司法第23條第2項、民法第28條等規定，求為命被上訴人連帶賠償授與人如附表1至6「本院請求金額」欄所示金額本息，並由伊代為受領之判決（未繫屬本院部分，不另贅述）。

鄭佩榆則以：飛雅公司採2年提列100%呆帳政策，影響金額將逐年下降，94年度財報及其後各期報表已將「不法行為一」全數提列呆帳，對投資人之投資決策不生影響。且「不法行為一」最遲於95年半年報已全部更正完畢，如附表4至6所示投資人之投資損失與「不法行為一」無涉。伊未參與「不法行為二」，且該部分已經會計師查出、轉回，亦未致飛雅公司財報發生不實。飛雅公司之股價於93年8月7日因媒體披露而暴跌後，陸續發生存款不足跳票、財務困難聲請重整、緊急處分、股票禁止轉讓等對交易市場具重大影響之事件，會計師亦一再出具繼續經營有疑慮意見，又「不法行為一」、「不法行為二」發生後，股價仍持續下跌，該等行為顯然不具重大性，對投資人決策應無影響。況授與人均未閱覽飛雅公司財務報告，明知該公司經營不善仍買進股票，顯非正常交易，無詐欺市場理論之適用，上訴人復未舉證證明本件具損失之因果關係。上訴人已取得何惠蘭、高慧雯賠償之和解金60萬元，依民法第274條規定，伊可免除全部賠償責任等語，資

01 為抗辯。

02 原審維持第一審所為上訴人敗訴之判決，駁回其上訴，並駁回其
03 追加之訴，係以：黃益煌擔任飛雅公司董事長期間，為降低應收
04 帳款呆帳比例，避免銀行降低對該公司授信額度，指示財務長鄭
05 珮榆、出納主管何惠蘭及出納人員高慧雯，製作不實繳款單及不
06 實傳票，分別於(一)92年2月14日將IBM公司支付之帳款2774萬3206
07 元，沖銷訴外人日眾有限公司（下稱日眾公司）等22家客戶之應
08 收帳款；(二)同年3月25日將訴外人臺灣岱凱系統股份有限公司（
09 下稱岱凱公司）支付之帳款1547萬5035元，沖銷訴外人士電衛星
10 網路股份有限公司等7家應收帳款；(三)同年7月1日，將訴外人高
11 雄第二信用合作社（下稱高雄二信）支付之帳款1996萬元，沖銷
12 訴外人卡加達企業有限公司等9家應收帳款；(四)同年12月31日，
13 將耐特普羅資訊股份有限公司、亞太數位菁英股份有限公司、嘉
14 福資訊股份有限公司（下稱嘉福公司）及三容資訊股份有限公司
15 （下稱三容公司）所支付之帳款沖銷IBM公司、嘉福公司、高雄
16 二信前述帳款（上開沖銷行為即「不法行為一」）。飛雅公司確
17 以上開新收帳款沖銷帳齡較長之帳款，以降低呆帳比例。惟依證
18 人即查核飛雅公司財報之會計師張德君所證、黃益煌出具之說明
19 書、飛雅公司之傳票及存摺影本所載，飛雅公司之應收帳款提列
20 政策為帳齡2年以上者提列100%，而不法行為一最後一筆交易為
21 92年12月31日發生，故上開錯帳最晚於95年12月即已更正完畢，
22 應認飛雅公司95年度以後之財報，已無因「不法行為一」而存在
23 錯誤，附表4至6之授與人已無須審究。又黃益煌明知飛雅公司利
24 用「不法行為一」之沖銷舊帳手法後，飛雅公司帳上所載三容公
25 司、風林育樂開發股份有限公司、遠雄海洋公園股份有限公司（
26 原名花蓮海洋公園股份有限公司，下稱花蓮海洋公司）及岱凱公
27 司（下合稱三容公司等4公司）共計3040萬元之應收帳款，實際
28 上並不存在。竟於94年3月20日，將該等帳款列為債權，以2180
29 萬元售予訴外人鼎勝商務經紀有限公司（下稱鼎勝公司），鼎勝
30 公司實際負責人即訴外人蔡國寶依黃益煌之指示，分別以三容公
31 司等4公司名義，匯款計2180萬元至飛雅公司帳戶，黃益煌指示

01 不知情之會計人員登載於轉帳傳票，沖銷三容公司等 4 公司之應
02 收帳款。嗣蔡國寶於同年4月1日自飛雅公司帳戶提領現金2240萬
03 元，黃益煌又指示會計人員，在轉帳傳票上，不實登載為支付訴
04 外人三稽國際股份有限公司之遊戲權利金暫付款2240萬元（上述
05 沖銷行為即「不法行為二」）。黃益煌確曾製作不實會計憑證，
06 惟依證人張德君之證述、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（
07 下稱櫃買中心）94年4月15日證櫃字第0000000000號（下稱00000
08 00000號）函文及張德君、廖婉希會計師94年4月22日94信綜字第
09 0000號（下稱0000號）、94年5月9日94信綜字第0000號（下稱00
10 00號）函文，飛雅公司於同年5月2日即將上開不實情形更正，故
11 無證據足認「不法行為二」對飛雅公司對外公布之財報產生不實
12 影響，難認授與人投資飛雅公司股票之損失與「不法行為二」有
13 關。再者，「不法行為一」造成飛雅公司95年度以前之財報有認
14 列呆帳內容不實之錯誤，雖應降低上訴人就附表1至3所示授與人
15 購買飛雅公司股票之交易因果關係之舉證責任，惟「詐欺市場理
16 論」推定之交易因果關係，如能證明買賣時，投資人基於其他原
17 因買賣股票，仍得據以推翻該因果關係之認定。酌以授與人杜國
18 安、簡啟源、陳瑞珍、王理桂購買飛雅公司股票前，未閱讀該公
19 司財務報告，杜國安、簡啟源、王理桂係見飛雅公司股價低而購
20 入。且在授與人購買飛雅公司股票前，該公司已屢屢公告營運狀
21 況不佳之重大訊息，會計師並就公司財務報表出具「繼續經營有
22 疑慮」之查核意見。再觀察飛雅公司各年度財報所載，93年度營
23 業收入為 5億971萬3000元，另虧損金額2億7959萬9000元，占實
24 收資本額64.38%，依該公司之呆帳提列政策計算，該期年報因「
25 不法行為一」少提列備抵呆帳金額為 4753萬9275元；94年度第1
26 、2 季營業收入1億4977萬3000元，另虧損金額1億8839萬7000元
27 ，占實收資本額43.38%，該期半年報因「不法行為一」少提列備
28 抵呆帳金額2590萬6759元。以此等少提列備抵呆帳之錯帳金額與
29 該公司之虧損金額相較，金額非高，無論列為應收帳款、備抵呆
30 帳，或逕列損失，飛雅公司之虧損金額仍高，應難改變投資人之
31 判斷。另「不法行為一」最後一筆交易至遲在94年12月31日後即

01 提列百分之百備抵呆帳，無從計算94年度財報以後之各期財報少
02 提列備抵呆帳金額占營收或盈虧金額之比重，故本件無從自飛雅
03 公司呆帳占該公司當時營收、盈虧金額之比重，認定有交易之因
04 果關係。況飛雅公司94年5月3日公告93年度財報，股價由前一日
05 收盤價3.27元，當日跌至3.06元，次日跌至2.95元，再次日跌為
06 2.75元；95年1月10日公告94年半年報，當時禁止轉讓股票；95
07 年5月11日公告94年度財報，股價亦由前一日收盤價1.38元，跌
08 至1.29元，再次日跌至1.2元。均未見以「不法行為一」所美化
09 之財報對公司股價有何拉高效果，比對授與人買賣飛雅公司股票
10 期間之股價漲跌情形亦然。且飛雅公司於94年8月30日因重整經
11 法院裁定緊急處分禁止轉讓該公司記名式股票，並至95年3月13
12 日前暫停交易，足見該公司財務早已出現異常，非理性投資人會
13 選擇之投資標的，且該公司股票交易量甚小，乃投資客炒作之標
14 的，非屬「效率資本市場」，縱被上訴人以虛偽不實之資訊公開
15 於市場，尚難對飛雅公司股票交易市場形成詐欺，應無「詐欺市
16 場理論」之適用。又上訴人所指97年5月29日不實訊息拆穿日前
17 之同年1月2日至同年5月29日共87交易日，有48交易日之交易量
18 為0，有59交易日之交易量不到10張，同年5月28、29日交易量均
19 為0，同年6月30日收盤價15元，同年6月2日13.95元、3日至5日均
20 13.9元，6日14.1元，可見上訴人所指不實訊息拆穿日之前後，
21 飛雅公司之股價未有大幅變動，並未因不實資訊之揭露而明顯下
22 跌，上訴人未能證明本件損害之因果關係。其依上開規定，請求
23 如前述聲明，不應准許等詞，為其判斷之基礎。

24 查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，
25 必須符合可靠性，證交法第20條第2項乃規定申報或公告之財務
26 報告之內容不得有虛偽或隱匿之情事。違反前開規定者，對於該
27 有價證券之善意取得人或持有人因而所受之損害，應負賠償責任
28 。修正前證交法第20條第3項及修正後證交法第20條之1第1項分
29 別定有明文。又申報或公告之財務報告之內容是否虛偽或隱匿，
30 非一般投資者所能知悉，故前開規定之損害賠償責任，以賠償義
31 務人所為財務報告之不實資訊足以影響股價，且該不實資訊遭揭

01 露或更正後，股價因而有大幅變動，致賠償請求人受有損害，而
02 該有價證券之取得人於買賣時不知有虛偽或隱匿情事，於不實資
03 訊公告之後，被揭露或更正之前，買賣該股票，即足當之，不以
04 有無閱覽資訊或是否為投資客炒作標的為必要，方足以達成同法
05 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
06 以信賴為基礎之本質。又公司之營收盈虧，為銀行授信額度之觀
07 察標的，更為投資人購買股票之重要參考，倘有虛偽，勢將影響
08 投資判斷及扭曲股價。查黃益煌擔任飛雅公司董事長期間，為降
09 低應收帳款呆帳比例，避免銀行降低對該公司授信額度，而為不
10 法行為一、二，飛雅公司93年度營業收入5億971萬3000元、虧損
11 金額2億7959萬9000元，94年度第1、2季營業收入1億4977萬3000
12 元、虧損金額 1億8839萬7000元，飛雅公司之應收帳款提列政策
13 為帳齡 2 年以上者提列100%，不法行為一最後一筆交易為92年12
14 月31日發生，為原審認定之事實。果爾，佐以飛雅公司94年度財
15 報之損益表記載營業收入3億3208萬8000元、虧損金額1億9071萬
16 4000元（見原審卷五第207頁背面），上訴人主張飛雅公司因不
17 法行為一所沖銷之日眾公司等37家公司之應收帳款6728萬8556元
18 ，於93年度、94上半年、94年度應提而未提列100%備抵呆帳，低
19 列備抵呆帳6728萬8556元，依序占93年、94上半年、94年度營收
20 13.28%、44.92%、20.26%、淨損24.06%、35.71%、35.28%等語（
21 見原審卷五第39頁背面、40頁、41頁背面、43頁背面），是否全
22 然無據，非無進一步審認之必要。倘被上訴人低列日眾公司等37
23 家公司93年度、94上半年、94年度之備抵呆帳占淨損達24.06%至
24 35.71%，是否非在掩飾備抵呆帳嚴重之事實，減少股價下挫之幅
25 度，而不足影響投資判斷，洵非無疑，亦有研求之餘地。原審未
26 予詳究，徒以飛雅公司於93、94年度均已虧損嚴重，縱將應提之
27 呆帳加列為損失，亦不影響投資人之決定，未免速斷。又觀飛雅
28 公司94年半年報之其他資產明細表催收款列載風林育樂 500萬元
29 、花蓮海洋公司 521萬3000元，95年6月30日、12月31日、96年3
30 月31日、6月30日之應收帳款明細表均載有花蓮海洋1萬6000元、
31 風林育樂500萬元（見原審卷五第181頁背面、292、293、328、3

36、426、448、452 頁)。證人張德君所證不法行為二部分，已全部轉回，對外公告之財務報告內容並無錯誤等語，是否與前開財報資料相合，而得採信，亦待釐清。檯買中心0000000000號函記載「請貴會計師（按即張德君、廖婉希會計師）就飛雅公司下列財務業務事項詳加查核並…函復本中心：（一）依飛雅公司94年3月份…所示，其中4筆逾期應收帳款係由三容資訊股份、風林育樂開發、花蓮海洋公司、台灣岱凱系統等公司…陸續匯入該公司…帳戶，請查核該公司94年3月回收逾期應收帳款之真實性及函證還款公司是否確實匯款」、張德君、廖婉希會計師1026、1035號覆檯買中心函文分別記載「…經查核該公司對上述公司該等應收帳款…分別提列50%至100%之備抵呆帳…此等應收款之真實性應無重大異常…」、「本會計師業…以限時掛號函證…等4公司，以確認償還應收帳款之真實性，惟截至5月9日止僅接獲三容公司與風林公司之回函，三容公司並未針對所要求項目勾選，…無法判斷三容公司回函之含意，另風林公司之回函已勾選並無支付款項予飛雅公司情形…」（見一審卷三第167、178、180頁）。前開來往之函文似為查證三容公司等4公司之匯款是否真實，而非查核不法行為二之轉回情形。上訴人主張不法行為二仍影響94年半年報、95年度財報、96年半年報、96年度財報、97年第1季財報之催收款及備抵呆帳等語（見原審卷五第50頁背面、52、53、54、55頁），似非空言，自待探求。原審未詳予推求釐清，徒依張德君之證述及前開函文，遽認不法行為二未不實影響飛雅公司之財報，亦嫌疏略。再查發行公司之財務報告內容如有不實，足以影響投資人之判斷，而於不實資訊揭露後，倘股價下跌，投資人即受有股價差價之損害。飛雅公司相繼公告93年財報、94年半年報、94年財報後至97年3月12日減資前，其股價均在3元至1元間盤旋，減資後同年月13日上櫃買賣，同年月19日以13.9元收盤，至同年5月29日因前開不法行為經檢察官起訴前，股價最高漲至17.5元，於同年月30日跌至15元，並持續下跌至同年7月9日10.8元，再跌至同年11月17日6.28元，於98年2月3日停止買賣（見一審卷五第143至151頁及原審不爭執事項二）。則上訴人主張

01 授與人因誤信不實財報而受有損失，似非無稽空言。原審就此未
02 詳加研求，徒以檢察官起訴日前後，飛雅公司之股價未有大幅變
03 動，遽以上訴人不能證明投資人所受之股價跌價損失，與系爭財
04 報間有因果關係為由，而為不利上訴人之判決，亦有可議。上訴
05 論旨，指摘原判決違背法令，求予廢棄，非無理由。
06 據上論結，本件上訴為有理由。依民事訴訟法第477條第1項、第
07 478條第2項，判決如主文。

08 中 華 民 國 108 年 12 月 26 日

09 最高法院民事第五庭

10 審判長法官 劉 靜 嫻

11 法官 林 恩 山

12 法官 李 媛 媛

13 法官 黃 麟 倫

14 法官 高 金 枝

15 本件正本證明與原本無異

16 書 記 官

17 中 華 民 國 109 年 1 月 6 日