

最高法院民事判決

一〇五年度台上字第四九號

上訴人 財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心

設台北市松山區民權東路3段178號12樓

法定代理人 邱欽庭 住同上

訴訟代理人 魏薇律師

被上訴人 黃益煌

飛雅科技股份有限公司

上 一 人

法定代理人

即臨時管理人 林瑞成律師

許雅芬律師

被上訴人 鄭珮榆（原名鄭秋月）

高慧雯

上 二人共 同

訴訟代理人 余遠霆律師

被上訴人 何惠蘭

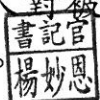
訴訟代理人 洪希誠律師

余遠霆律師

上列當事人間請求損害賠償事件，上訴人對於中華民國一〇三年八月二十日台灣高等法院第二審判決（一〇一年度金上字第二二號），提起上訴，本院判決如下：

主 文

原判決關於駁回上訴人對被上訴人之上訴暨該訴訟費用部分廢棄，發回台灣高等法院。



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，於民國九十二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、出納主管何惠蘭及出納人員高慧雯（下合稱鄭珮榆等三人），共同製作不實之繳款單沖銷對其他公司之應收帳款，自同年二月間至同年十二月底沖銷金額計新台幣（下同）一億一千四百九十九萬一千七百六十一元（下稱「不法行為一」）。黃益煌為掩飾上情，續於九十四年間以出售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」）。而財務報告（下稱財報）係採兩期對照、後期以前期內容為基礎之方式編造，其中一期內容不實，在財報內容更正前，以該不實財報為基礎之後期財報均屬不實。上開不法行為，使飛雅公司九十三年度財報至九十七年第一季財報（下合稱系爭財報）內容虛偽不實，致如原判決附表（下稱附表）一至六所示投資人（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損害，飛雅公司與黃益煌應分別依九十五年一月十一日修正前證券交易法（下稱修正前證交法）第二十條第三項、同日修正後證券交易法（下稱修正後證交法）第二十條第三項、第二十條之一第一項、公司法第二十三條第二項、民法第二十八條、第一百八十四條、第一百八十五條等規定，鄭珮榆等三人則應依修正前證交法第二十條第三項、修正後證交法第二十條第三項、第二十條之一第一項、民法第一百八十四條、第一百八十五條規定，負連帶損害賠償責任。授與人為一般投資大眾，自九十四年五月四日起至九十七年五月二十七日期間，因誤信飛雅公司公告之不實財報致買入該公司股票，分別於消息曝光後始行賣出持股或持有股票至今而受有如附表一至六所示求償金額之損害。伊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，授與人分別買入飛雅公司股票而受有損害，已將其訴訟實施權授與伊，伊依投保法第二十八條第一項前段規定，

得以自己名義提起訴訟等情。爰依上開規定，求為命被上訴人分別連帶賠償授與人如附表一至六所示求償金額及均自訴狀繕本送達翌日起加付法定遲延利息，並由伊代為受領之判決（上訴人對第一審共同被告彥德投資股份有限公司之請求，經第一審法院判決敗訴，上訴人對之提起上訴後，於原審撤回該部分上訴；另上訴人對第一審共同被告信合聯合會計師事務所、張德君、廖婉希請求部分，原審維持第一審所為上訴人敗訴部分之判決，上訴人未提起上訴；又上訴人對其餘第一審共同被告提起上訴部分，經本院另以裁定駁回）。

被上訴人鄭珮榆等三人則以：伊非專業人士，亦非製作財報之人，上訴人未具體說明及舉證「不法行為一」及系爭財報有何虛偽或隱匿，及該不法行為如何影響系爭財報，不得令伊負損害賠償責任，況伊均在九十四年間離職，不必就「不法行為二」所生損害負賠償責任，授與人所受損害乃純粹經濟上之損失，無民法第一百八十四條第一項前段規定之適用，伊無故意致飛雅公司財報不實，且已盡相當之注意義務，上訴人依同條項後段規定請求，亦無理由。又修正後證交法第二十條第一、二項規定，為特殊侵權行為類型，非屬保護他人之法律，況飛雅公司股票無法認定為在效率市場所為之交易行為，無詐欺市場理論之適用，授與人之投資損失與系爭財報間，不具相當因果關係等語，資為抗辯。

原審維持第一審所為上訴人敗訴之判決，駁回其上訴，無非以：黃益煌擔任飛雅公司董事長期間，為降低應收帳款呆帳比例，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實傳票，分別於（一）九十二年二月十四日將IBM 公司支付之帳款二千七百七十四萬三千二百零六元，沖銷訴外人日眾有限公司等二十二家客戶之應收帳款；（二）同年三月二十五日將訴外人臺灣岱凱系統股份有限公司（下稱岱凱公司）支付之帳款一千五百四十七萬五千零三十五元，沖銷訴外人士電衛星網路股份有限公司等七家應收帳

款；（三）同年七月一日，將訴外人高雄第二信用合作社（下稱高雄二信）支付之帳款一千九百九十六萬元，沖銷訴外人卡加達企業有限公司等九家應收帳款；（四）同年十二月三十一日，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（下稱三容公司）所支付之帳款沖銷IBM 公司、嘉福公司、高雄二信前述帳款。飛雅公司確以應收帳款沖銷帳齡較長之帳款，以降低呆帳比例，惟上開錯帳最晚於九十五年十二月即已更正完畢，應認飛雅公司九十五年度財報對於上開部分已無錯誤。又黃益煌明知飛雅公司帳上所載三容公司、岱凱公司、及訴外人風林企業有限公司、花蓮海洋公園股份有限公司（下合稱三容公司等四公司）應收帳款計三千零四十萬元，實際上並不存在，竟於九十四年三月二十日，將該等帳款列為債權，以二千一百八十萬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，分別以三容公司等四公司名義，匯款計二千一百八十萬元至飛雅公司帳戶內，鼎勝公司之員工並誤存六十萬元入飛雅公司帳戶，黃益煌指示不知情之會計人員登載於轉帳傳票，沖銷三容公司等四公司之應收帳款。嗣蔡國寶於同年四月一日自飛雅公司帳戶提領現金二千二百四十萬元，黃益煌又指示會計人員，在轉帳傳票上，不實登載為支付訴外人三稽國際股份有限公司之遊戲權利金暫付款二千二百四十萬元。黃益煌確曾製作不實會計憑證，惟飛雅公司於同年五月二日即將上開不實情形更正，是就資金流程觀之，飛雅公司並未有掏空公司資產提領公司現金之情形，該公司財報並無認列此項利益，無從影響以後各期財務報表日之現金及約當現金，該「不法行為二」並未對飛雅公司對外公布之財報本期損益產生高估，公司每股淨值亦未因此而高估。按證券交易損害賠償事件，為新興損害賠償型態，行為人往往處於絕對有利之資訊優勢，利用專業智識為非法作為，受害人數多且不易抗衡，若責由受害人就其確因

行為人之操縱股價行為而受有損害之事實，負舉證責任，有違正義原則，亦顯失公平。而股價應會充分反應有效率市場所有可得之資訊，倘行為人故意以虛偽不實之資訊公開於市場之中，應視為對整體市場的詐欺行為，惟上開市場詐欺理論，僅免除投資人就曾經閱讀過不實資訊事實之舉證責任，投資人仍須證明其市場價格已反映所有可得之資訊及其因信賴市場價格而為買賣。而飛雅公司之股票曾因聲請公司重整，經緊急處分公告自九十四年九月一日起至九十五年三月十三日止暫停交易，又因未依限申報財報，經公告自九十五年九月十二日至九十六年五月二十八日暫停交易，並自九十六年五月二十九日起列入全額交割股，附表四至六之授與人明知該公司股票已列為全額交割股，具有高度風險，未見有重大利多消息發佈，或證券分析師密切關注該股票價格變化並建議買入之情形下，仍大量買進該公司股票，難謂為正常之投資行為。附表二、三之授與人雖在飛雅公司股票列為全額交割股前之九十五年三月十七日起至九十五年五月二十四日間買進，但該公司股票在前揭長達半年時間暫停轉讓，顯見該公司財務已出現異常，各該授與人完全不知系爭財報內容，僅因見其低價而買進，乃係基於投機心態而買進，況且未閱讀財報之投資人買進股票之數量占當日成交量比例高達一至二成，難認飛雅公司股票為一效率市場，並認其股價已充分反映公開財報之內容。附表一之授與人雖在飛雅公司尚未暫停交易前之九十四年五月十七日至同年月二十六日間買進股票，但其等均在不知飛雅公司財報之下買進股票，而其等買入之股票張數占總成交量一成上下、甚至高達近五成，顯然足以左右股票價格，縱該段期間飛雅公司股價有偏高之情事，亦難逕指為受財報之影響。又授與人於購入飛雅公司股票期間，飛雅公司另發佈下列重大訊息：（一）九十四年五月三日公告九十三年度財報經會計師出具修正式無保留意見之查核報告，於查核報告中最後一段說明飛雅公司九十三年度發生虧損二億七千九百五十九萬九千元，佔實收資本額64.38%，累積虧

損已達該公司實收資本額二分之一，會計師對公司擬定私募特別股改善財務結構對其繼續經營能力仍有疑慮；（二）同日公告九十四年度第一季財報經會計師出具保留意見之核閱報告，於核閱報告最後一段說明飛雅公司九十四年度第一季仍持續虧損致累積虧損已達三億三千一百九十七萬二千元，佔其實收資本額76.44%，且該公司截至九十四年第一季之負債比例亦有偏高之趨勢；管理階層雖說明欲採行擬定私募特別股之計畫，惟在完成私募特別股以改善財務結構前對其繼續經營能力仍有疑慮；（三）同年八月二十三日至同年九月八日間分次公告該公司存款不足退票計二十八紙，退票金額計二千五百七十二萬元；（四）同年十月二十八日公告為彌補虧損，強化財務結構，擬辦理減資二億一千七百十五萬五千一百二十元，減資比率50%；（五）九十五年三月一日公告台灣士林地方法院准予撤銷飛雅公司股東撤回重整之聲請；（六）同年六月二十八日公告九十五年股東常會決議減資四億八千二百六十三萬九千九百元，減資比率80%；（七）九十六年四月九日公告董事會決議向櫃檯買賣中心申請為管理股票；（八）同年三月三十日公告依金管會函文，九十五年第一季財報再重編事項，已由會計師出具核閱報告並送主管機關核備；（九）同年五月二十四日公告普通股股票自同年二月二十九日起為櫃檯買賣股票；（十）同年六月二十六日公告九十六年股東常會決議通過減資，擬辦理減資二十一億四千四百六十萬六千一百五十元，減資比率90%。上開訊息均一再透露飛雅公司財務不健全之事實，此一利空訊息亦足以干擾其股價，則能否謂股價之下跌乃充分反映公佈財報不實之結果，自非無疑。上訴人未能證明授與人購入飛雅公司股票時之股價，係充分反映財報之結果，縱使飛雅公司以虛偽不實之資訊公開於市場，亦難視為已對整體市場形成詐欺，無從推定財報資訊與股價下跌所受損害間，具有交易之因果關係，上訴人既無法證明財報不實與授與人受損害間，具有相當因果關係，自不得請求賠償。從而，上訴人依上開規定，請求如前述

聲明，即不應准許等詞，為其判斷之基礎。

按證券市場，乃企業與社會大眾資金流通及資本形成之主要平台。企業藉由此一市場，得以發行有價證券（公司債、股票等）籌措長期且安定之資金，社會大眾亦可經由此市場購買企業所發行之有價證券，以分享企業經營之成果，並尋求較佳之投資理財管道，獲取較好之投資報酬率，乃資本市場體系中相當重要之一環。其因此衍生之損害賠償事件，其複雜性與專業性，較諸公害事件、交通事件、商品製造人責任及醫療糾紛等事件，毫不遜色。尤以我國目前之證券交易市場，仍屬淺碟式之型態，投資人亦以散戶自然人居多，其習性恒喜追逐小道消息或聽信耳語，經由口耳相傳之結果，易使不實之消息，充斥流傳於市場之間，誤導投機性格較強之投資人作成錯誤之判斷。是以，企業經營管理者，倘利用其資訊上之優勢，故意製作虛偽之財報申報或公告，既足使投資人誤以該企業之業績將有成長或有所轉機，而作出買賣股票之決定，衡量危險領域理論、蓋然性理論、武器平等原則及誠信原則等因素，就受害之投資人交易因果關係之舉證責任，自應依民事訴訟法第二百七十七條但書之規定予以減輕（降低證明度），俾符合資本市場之本質，並達成發展國民經濟，保障投資之目的（證交法第一條規定參照）。故修正前證交法第二十條第二、三項之損害賠償責任，以賠償義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，而該有價證券之取得人或出賣人於買賣時不知有虛偽或隱匿情事，於不實資訊公告之後，被揭露或更正之前，買賣該股票，即足當之。又上市、上櫃公司之營收、盈虧及其成長性，乃投資人購買股票之重要參考，財務報告為投資人據以獲悉公司營業、財務、盈虧等之資訊管道，而備抵呆帳之多寡，常影響該公司之盈虧。準此，呆帳金額之比重，自應與上市、上櫃公司每季之營收、盈虧金額為比較，以判斷上市、上櫃公司在財務報告或財務業務文件就備抵呆帳金額為隱匿或虛

偽情事，對該股票價格有無影響。本件飛雅公司係股票發行人，黃益煌於任職該公司董事長期間，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，指示鄭珮榆等三人製作不實之繳款單沖銷對其他公司之應收帳款，共同為前述「不法行為一」，黃益煌為掩飾上情，續於九十四年間以出售不存在債權之方式製造沖銷應收帳款假象之「不法行為二」，黃益煌及鄭珮榆等三人就上開「不法行為一」，黃益煌就上開「不法行為二」，均具有主觀之故意，乃為原審所確定之事實，如果無訛，依上說明，自可減輕受害投資人交易因果關係之舉證責任。乃原審未遑查明若無上述「不法行為一」、「不法行為二」，飛雅公司呆帳占該公司當時營收、盈虧金額之比重為何？飛雅公司股票價格在該不實資訊被揭露或更正前、後變動情形，資以判斷「不法行為一」及「不法行為二」之資訊與股票價格間之因果關係，即遽以前揭情詞，認飛雅公司與故意為「不法行為一」之行為人黃益煌、鄭珮榆等三人、故意為「不法行為二」之黃益煌對授與人所受之損害無須負證交法所定賠償責任，未免速斷。上訴論旨，指摘此部分原判決為不當，求予廢棄，非無理由。

據上論結，本件上訴為有理由。依民事訴訟法第四百七十七條第一項、第四百七十八條第二項，判決如主文。

中華民國一〇五年一月十三日

最高法院民事第七庭
審判長法官 林大
法官 魏大
法官 謝碧
法官 吳麗
法官 鄭傑

本件正本證明與原本無異

書記官 楊妙恩

中華民國一〇五年一月二十五日

Q