

臺灣高等法院民事判決

95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 朱兆銓

訴訟代理人 黃鈞淳律師

被上訴人 群益證券股份有限公司

法定代理人 陳田文

訴訟代理人 何榮源律師

賴瓊雯律師

被上訴人 楊建國

葉惠心

共 同

訴訟代理人 陳峰富律師

蕭世光律師

張簡勵如律師

上列當事人間請求侵權行為損害賠償事件，上訴人對於中華民國95年5月2日臺灣臺北地方法院93年度金字第40號第一審判決提起上訴，本院於96年1月3日言詞辯論終結，判決如下：

主
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

上訴人係依民國（下同）91年7月17日公布，並經行政院函令於92年1月1日施行之證券投資人及期貨交易人保護法（下稱投保法）第28條規定，經訴訟實施權讓與人陳家賢等（如附表姓名欄所示，下稱授權人）授予訴訟實施權，得以自己名義，為授權人陳家賢等人提起訴訟，為法之所許，合先敘明。

貳、實體部分

一、上訴人起訴主張：

- (一)被上訴人群益證券股份有限公司（下稱群益證券公司）及楊建國、葉惠心分別係訴外人京元電子股份有限公司（下稱京元公司）辦理股票上市前公開承銷之證券承銷商及簽證會計師，對於京元公司90年4月2日刊行上市前公開承銷用之公開說明書（下稱系爭公開說明書）及90年3月30日發布之第1次更新之財務預測（下稱系爭第1次更新財務預測）涉有虛偽隱匿情事，導致授權人陳家賢等投資判斷決策錯誤，於京元公司上市前辦理公開承銷期間，善意買進京元公司股票受有損害，被上訴人楊建國、葉惠心依證券交易法（下稱證交法）第32條及被上訴人群益證券公司依同法第20條對授權人陳家賢等應負損害賠償責任，而被上訴人群益證券公司與楊建國、葉惠心應依民法第185條規定負共同侵權之連帶賠償責任。
- (二)授權人陳家賢等因被上訴人等共同侵權行為所受損害賠償金額之計算，以各授權人買進京元公司股票之價格減去起訴前賣出京元公司股票之價格之差額；或授權人買進京元公司股票之價格減去起訴時仍持有京元公司股票之價格之差額，為損害之金額，如附表損害金額欄所載，基於訴訟費用之考量，本件授權人陳家賢等人對被上訴人等之請求金額，以前述損害金額之2分之1計算，如附表請求金額欄所示。
- (三)發行公司之財務預測雖不能擔保一定準確，惟卻係影響公司股價之重要因素，依公開說明書之目的而言，所謂主要內容應指記載於公開說明書內用以供一般投資人於購買有價證券前得以獲悉之重大事項，俾使投資人獲得投資該公司所需之重要財務、業務及人事等資訊，就程度而言，應以該項內容是否會影響一理性之投資人對於決定是否購買該公司發行之有價證券所為之風險評估。依據證券交易所（下稱證交所）對上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序第2條第13款，及櫃臺買賣中心對上櫃公司重大訊息之查證暨公開處理程序第2條第13款之規定，均認為更新財務預測係屬上市及上櫃

公司之重大訊息，而要求上市、上櫃公司應於事實發生後，應立即對外公告以利投資人作出正確之投資判斷，是京元公司系爭第1次更新財務預測，為證交法第32條第1項所指之公開說明書應記載之主要內容。

(四)證交法第20條第1項於77年修正時已將原條文所規範之契約責任類型，修正為侵權責任類型，故非僅募集、發行或買賣有價證券之人須負損害賠償責任，凡與有價證券募集、發行或買賣相關行為之人均有可能為賠償責任主體。原審判決認定第20條所稱虛偽、詐欺、或其他足致他人誤信之行為均指故意行為，係有疑義，應包括行為人有重大過失。95年1月1日修正之證交法第20條之1之立法體例，針對會計師及承銷商，應係採推定過失責任，而臺灣臺北地方法院87年度重訴字第1347號判決認為針對財務報告虛偽隱匿所定之無過失責任及推定過失責任之立法體例，係屬法理明文化，對於修正前之行為，亦有適用。

(五)證交法第32條規定被上訴人等所規範之責任，係推定過失責任，渠等取得作成基本假設所依據之資料，已包括半導體研究機構Dataquest看壞半導體景氣的相關資訊，未提醒投資人注意，仍做出公司獲利可期、值得推薦的相關結論，顯有未盡注意義務之情事，原審判決認定被上訴人等已盡注意義務，顯屬率斷。

(六)本案因果關係之有無應從京元公司財務預測調降前後之股價有無下跌，個案具體認定之，而非以其他與本案無關之上市公司公佈財務預測與股價之關係作為認定之標準，被上訴人等係以90年1月2日與90年12月31日之股價變動情形來說明調降財務預測公司之股價變動情形，前開時點並非各上市公司宣布調降財測之時點，難真實反應調降財務預測消息與股價變動之關係。

(七)被上訴人等並未逐一證明各授權人陳家賢等之損害賠償請求權已罹於時效，原審判決以臆測之方式認定全體訴訟實施權人之請求權因2年不行使而消滅，縱認授權人陳家賢等於各

時效抗辯事由存在或發生時點，即已知悉，依各該事由之內容亦難以明知京元公司之財務預測有虛偽隱匿之情事。

(八)上訴人於原審起訴聲明：被上訴人等應連帶給付如附表姓名欄所示訴訟實施權讓與人陳家賢等人各如附表請求金額欄所示之金額，並自起訴狀繕本送達之翌日起至清償日止按年利率5%計算之利息；並願供擔保請准宣告假執行。

(九)於本院上訴聲明：1.原判決廢棄。2.被上訴人等應連帶給付上訴人如附表姓名欄所示授權人陳家賢等人各如附表請求金額欄所示之請求金額，並自93年6月11日起至清償日止，按年利率5%計算之利息。3.訴訟費用及上訴費用由被上訴人等負擔。4.請准依證券投資人及期貨交易人保護法第36條規定，免供擔保宣告假執行。如不能依該規定免供擔保宣告假執行，上訴人願供擔保請准宣告假執行。

二、被上訴人群益證券公司則以：

(一)被上訴人群益證券公司基於輔導券商之立場，於90年3月1日提出「京元公司股票初次上市證券承銷商評估報告」，其中對於京元公司90年財務預測之評估，係就該公司89年10月31日所完成之原財務預測而為，並非就該公司系爭第1次更新財務預測而為。被上訴人群益證券公司既未對更新後之財務預測評估，即不可能發生對更新後財務預測評估有虛偽隱匿情事可言。

(二)被上訴人群益證券公司對於京元公司89年10月31日之90年財務預測所為之評估，已盡相當之注意義務。縱認被上訴人群益證券公司在承銷商評估報告中對於京元公司財務預測評估不實部分屬實，惟在該部分，確係引用京元公司經會計師簽證之財務預測核閱報告，被上訴人群益證券公司亦確有正當理由相信會計師之核閱報告為真實，被上訴人群益證券公司依證交法第32條第2項規定，免負賠償責任。

(三)京元公司於90年3月27日、同年7月26日及同年10月30日三次調降財測，立即在公開資訊觀測站上網公告及新聞媒體報導，及證交所於90年9月7日發函對京元公司處記缺失乙次並予

公告，財政部證券暨期貨管理委員會亦於91年2月8日發函對京元公司提出糾正，京元公司於91年2月7日即提出90年度財務報表暨會計師查核報告，並公告於公開資訊觀測站，上開財務報表於91年5月7日召開之股東常會中通過，而授權人陳家賢等人中有部分係股東，或有參加該次股東會且必收到載有90年度財務報表之股東常會議事錄等報導、網站及其他媒體、或股東常會議事錄知悉京元公司90年財務預測之營業收入、毛利率、每股盈餘等項已大幅調降，則系爭公開說明書就此若有虛偽隱匿，授權人陳家賢等在90年後半年或91年2月間，至遲在91年5月底前即已知悉，且距上訴人起訴日期均已逾2年。上訴人所舉關於「客觀環境已有變化」之證據，均係89年第4季或90年上半年之報章雜誌之報導，則各該報導在公開說明書刊行之前或之後不久即已公開存在，為授權人陳家賢等人所知悉，系爭公開說明書就此若有不實，上訴人93年6月1日提起本件訴訟已逾2年請求權時效等語置辯。

(四)於本院答辯聲明：1.駁回上訴。2.如受不利之判決，被上訴人群益證券公司願供擔保，請准免為假執行。

三、被上訴人楊建國、葉惠心（下稱楊建國等）則以：

- (一)依證交法第20條之文義觀察，對照本條第2項及第171條之規定，本條義務主體似指實際為募集、發行或買賣有價證券之人而言。上訴人不得依證交法第20條之規定向被上訴人楊建國等請求損害賠償。
- (二)依學者及實務之見解，財務預測瑕疵尚未納入證交法第20條及第32條，被上訴人楊建國等核閱系爭第1次更新財務預測時無任何疏失，京元公司於90年7月26日大幅調降財務預測後，證交所於90年8月31日做成實質之調查報告，其中對被上訴人楊建國等之評價可知其等核閱京元公司之財務預測時，係符合審計準則公報第19號「財務預測核閱要點」。
- (三)單純財務預測之不實，與股價之上揚或下降，並無相當因果關係。90年時我國總體經濟因素表現不佳，造成股票市場大

盤指數下挫，為影響股價之主因，京元公司財務預測是否準確，並非影響公司股價之重要因素，造成授權人陳家賢等購入京元公司股票而受有損害，亦是整體經濟因素表現不佳，而非公司財務預測不準。上訴人所指稱之損害與京元公司之財務預測瑕疵間，並無因果關係。

(四)證交所90年9月7日以台證(90)上字第102233號函對京元公司處記缺失1次，證交所於90年10月3日以台證(90)上字第102513號公告，同案被上訴人群益證券公司亦因此被處缺點1點，財政部證管會於91年2月8日提出糾正，經濟日報於91年2月8日第17版，亦提及京元公司因3次調降財測，被記缺失2次。縱採最寬鬆之認定標準，證交法第21條所稱「知有得受賠償之原因時」，至遲應自91年2月4日起算，上訴人延宕至93年6月1日以後始提起本件訴訟，顯逾證交法第21條所定之時效，其請求權因罹於時效而消滅等語置辯。

(五)於本院答辯聲明：1.上訴人之上訴駁回。2.如受不利益判決，被上訴人楊建國等願供擔保，請准免為假執行之宣告。

四、原審判決駁回上訴人之訴，上訴人不服提起上訴。

五、本件爭點如下：

(一)被上訴人群益證券公司及楊建國、葉惠心是否應依證交法第32條對訴訟實施權讓與人陳家賢等負擔損害賠償責任？

(二)被上訴人群益證券公司及楊建國、葉惠心是否應依證交法第20條對訴訟實施權讓與人陳家賢等負擔損害賠償責任？

(三)縱認本件有證交法第20條、第32條之適用，然上訴人對被上訴人群益證券公司、楊建國、葉惠心之請求權是否因2年間不行使而消滅？

六、查京元電子公司於89年11月16日向證交所申請上市，經證交所及財政部證券暨期貨管理委員會（下稱證期會）核准後，對外辦理上市前之公開承銷，並於90年4月2日刊印上市前公開承銷用之公開說明書，被上訴人群益證券公司為辦理京元公司股票上市前公開承銷之證券承銷商，被上訴人楊建國、葉惠心為京元公司最近年度簽證會計師，以上事實，有京元

公司編製、於90年4月2日刊印之公開說明書可稽（參見公開說明書摘要之記載）。如附表姓名欄所示授權人陳家賢等於京元公司上市前辦理公開承銷期間，善意買進京元公司股票。以上事實為兩造所不爭執，可認為真實。

- 七、次查，最高法院95年度台上字第2385號確定判決記載；證券交易法第31條第1項規定之「說明書」，係指募集有價證券向認股人或應募人交付之公開說明書而言。所保護之對象為自發行人直接認股或應募之人。發行人依法律規定應對認股人或應募人交付公開說明書，係為擔保公開說明書內容正確，避免誤導認股人或應募人，致發行人得利，故課發行人及其負責人法律責任。然京元公司於89年11月16日向證交所申請上市時，法律並未規定何者為「公開說明書之主要內容」。按財務預測與財務報表不同，財務預測係對未來之預估；財務報表則係歷史資訊之陳述。財務預測涉及判斷人之專業素養、景氣之變化、各種不特定之因素，因不同人之判斷可能發生不同結果，須待時間驗證，任何人無法擔保預測準確，財務預測僅供參考，為任何投資人應有之認知，故非「公開說明書之主要內容」，如果財務預測不準，即應負損害賠償責任，其性質即非「預測」，而係擔保，足認京元公司第1次更新財務預測並非「公開說明書之主要內容」，自無證券交易法第32條第1項第1款之適用。另按，有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為；發行人申報或公告之財務報告及其他有關業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事；違反前二項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償之責，證券交易法第20條第1、2、3項定有明文。查所謂虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為，均指故意行為而言。財務預測，每人根據之參考資料不盡相同；且因專業背景及過去經驗不同，所作成之判斷亦未必相同，除非重要基本假設之參考資料造假，否則不能因事後預測錯誤，即推論預測人有虛偽或詐欺之情事。京元公司第1次更新財務預

測，縱使不準，亦無證據可證係故意為之，亦無證券交易法第20條第1項規定之適用。而同條第2項規範之主體係發行人即京元公司，第1次更新財務預測雖非財務報告，但依財測資訊公開要點第2條、公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則第27條、第34條規定，公司在初次上市上櫃、發行新股、可轉換公司債等對外公開發行有價證券時，應揭露財務預測；又現行證券交易法第36條之1規定，公開發行公司取得或處分資產、從事衍生性商品交易、資金貸與他人、為他人背書或提供保證及揭露財務預測資訊等重大財務業務行為，其適用範圍、作業程序、應公告、申報及其他應遵行事項之處理準則，由主管機關定之。明訂揭露財務預測資訊為公開發行公司之重大業務行為，故財務預測性質上應屬於證券交易法第20條第2項所指之「其他有關業務文件」。

。惟查，上訴人並未舉證京元公司發布之前開第一次更新財務預測所採用之資料有何虛偽或隱匿之積極事實，僅以京元公司未參考其他預測景氣不樂觀之資料，即指京元公司有虛偽或隱匿之情事。有最高法院95年度台上字第2385號判決影本在卷可稽（本院卷(二)第13至21頁）。

- 八、按募集有價證券，應先向認股人或應募人交付公開說明書。違反前項之規定者，對於善意之相對人因而所受之損害，應負賠償責任。前條之公開說明書，其應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者，左列各款之人，對於善意之相對人，因而所受之損害，應就其所應負責部分與公司負連帶賠償責任：一、發行人及其負責人。二、發行人之職員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部者。三、該有價證券之證券承銷商。四、會計師、律師、工程師或其他專門職業或技術人員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部，或陳述意見者。前項第一款至第三款之人，除發行人外，對於未經前項第四款之人簽證部分，如能證明已盡相當之注意，並有正當理由確信其主要內容無虛偽、隱匿情事或對於簽證之意見有正當理由確信其為真實者，免負賠償

責任；前項第四款之人，如能證明已經合理調查，並有正當理由確信其簽證或意見為真實者，亦同。證券交易法第31、32條定有明文。

(一)上訴人主張系爭第1次更新財務預測之「基本假設」及系爭公開說明書中關於「半導體景氣」之敘述內容涉及虛偽隱匿而受有損害，並非京元公司「財務預測」不準確而受有損害，而系爭第1次更新財務預測、90年度半導體景氣之相關訊息，為系爭公開說明書之主要內容，被上訴人等對於系爭公開說明書及財務預測之基本假設涉及虛偽隱匿，有未盡注意義務之情事等語（本院卷(二)第91頁反面、第101頁反面以下），惟查：

(二)「系爭第1次更新財務預測」及「90年度全球半導體景氣之相關訊息」非屬證交法第32條所謂主要內容：

- 1.京元公司於89年11月16日向證交所申請上市時，89年12月29日修正之「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」第6條規定「公開說明編製內容除第三章簡式公開說明書及第四章募集設立公開說明書另有規定者外，應記載事項如下：一、公司概况：包括公司簡介、公司組織、資本及股份、公司債、特別股及海外存託憑證發行情形。二、營運概況：包括公司之經營、固定資產及其他不動產、轉投資事業、重要契約及其他必要補充說明事項。三、營業及資金運用計畫：包括營業計畫、現金增資或發行公司債資金運用計畫分析。四、財務概況：包括最近五年度簡明財務資料、財務報表、財務概況其他重要事項及合併發行新股資料。五、特別記載事項。六、重要決議、公司章程及相關法規。銀行、票券、證券、期貨、保險及信託投資等特殊行業財政部證券暨期貨管理委員會另有規定者，應依其規定辦理。」，復於第4節財務概況之第23條第2款規定「財務報表應記載下列事項：．．．
• 二、上市或上櫃公司於現金增資發行新股或發行轉換公司債時，或未上市、未上櫃公司辦理現金增資發行新股依發行人募集與發行有價證券處理準則第十八條規定提撥發行新股總

額之一定比率對外公開發行時，應揭露經簽證會計師核閱之財務預測。申報（請）時已逾營業年度終結九個月者，並應增加揭露次一年度之財務預測。．．．」，可知財務預測固屬於公司應揭露之財務概況下之財務報表內之項目，惟參照同準則第2條規定「公開說明書編製之基本原則如下：一、公開說明書所記載之內容，必須詳實明確，文字敘述應簡明易懂，不得有虛偽或欠缺之情事。二、公開說明書所記載之內容，必須具有時效性。公開說明書刊印前，發生足以影響利害關係人判斷之交易或其他事件，均應一併揭露。」之意旨，即公開說明書主要應揭露者係刊印前所發生足以影響利害關係人判斷之交易或其他事件，並參照同準則第22條以下規定公開說明書應揭露公司財務概況內歷史性之財務資料及財務分析，對於公司財務之歷史資訊及已發生之事件應照實揭露財務預測係對未來之預估，涉及判斷人之專業素養、景氣之變化、各種不特定之因素，而可能發生不同之結果，預測結果須待時間驗證，任何人無法擔保預測準確，財務預測僅供參考，為任何投資人應有之認知，無所謂虛偽與否，故以其性質而言，尚難謂財務預測屬於證交法第32條所謂公開說明書應記載之主要內容。至「半導體景氣」敘述內容亦屬於預測性質，非屬證交法第32條所謂公開說明書應記載之主要內容。

2. 上訴人主張系爭第1次更新財務預測基本假設及系爭公開說明書內中關於半導體景氣資訊之敘述涉及虛偽隱匿，係以「Dataquest與VLSI Research大幅修正先前對全球半導體設備產業的樂觀預測」、「美ISS會議看半導體景氣，研究公司多看壞上半年」、「根據ITIS的預估，封裝業產值成長率將由2000年的52.6%降至2001年的15.8%，測試業則由2000年的77.3%降為2001年的15.9%」等「其他預測資訊」為證據（見本院卷(二)第120至130頁附表二之「半導體景氣反轉之訊息」欄），前開上訴人主張之預測或研究機構亦是因時屢次修正其預估資訊，不能作為系爭第1次更新財務預測之基本假設

及系爭公開說明內是否涉及虛偽隱匿之標準。

3. 京元公司固於證交所有價證券上市審議委員會審議京元電子公司上市案中對於審議委員會詢問「依WSTS (Nov. 2000) 之預測資料顯示，2000年至2003年全球半導體市場成長率分別為39%、20%、11%及10%，公司對於未來測試市場前景看法如何？且市場競爭預期將愈趨激烈，公司如何因應？」答覆略以：依WSTS預測資料顯示之全球半導體成長率看來2000年至2003年仍呈成長之趨勢，僅成長幅度趨緩，故認為測試量的成長應能持續，依公司經驗法則推估，歷年不景氣測試價格較晶圓代工穩定，此乃因測試廠原係晶圓廠無力負擔投資後段部門，經專業分工後形成之相互依存關係，而測試廠之設置亦需一穩定之市場行情適足以生存，故測試業之降價空間相對穩定，公司因應之道在致力達成由一級測試廠提升至龍頭測試廠地位之目標，另就測試領域兼具邏輯與記憶體測試，已涵蓋IC產品所有種類，風險相對降低，針對客戶採取分散客戶來源策略，應不致因景氣循環而有重大不利影響（本院卷(二)第152頁）。是以，京元公司已知半導體成長幅度趨緩，但查，半導體產業成長幅度趨緩之情形，亦揭露於系爭公開說明書第13頁全球半導體市場規模預測表格所示數值，縱京元公司表示於半導體成長幅度趨緩下，該公司仍有其他因應措施故營運仍屬成長，尚不能認京元公司對系爭公開說明書有任何隱匿、虛偽之情事。

4. 關於上訴人主張半導體景氣看壞之資訊，在在見諸於各電子時報、經貿雜誌、工研院研究、投資資訊刊物等（見本院卷(二)第120至130頁附表二之「資料來源」欄），各投資人均容易取得相關資訊作為其投資判斷之基礎，從而，縱使系爭第1次更新財務預測基本假設及系爭公開說明書內中關於半導體景氣資訊之敘述涉及虛偽隱匿，與本件授權人購買京元公司股票之投資損失之間，不能認有因果關係。且京元公司於系爭公開說明書第94頁以下關於「更新後財務預測重要會計政策及基本假設彙總--民國九十年度」開宗即載明：「...