

01	臺灣高等法院臺南分院民事判決	
02	109年度金上字第5號	
03	上訴人	財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心
04	法定代理人	張心悌
05	訴訟代理人	古鎮華律師
06	參加人	光洋應用材料科技股份有限公司
07	法定代理人	馬堅勇
08	訴訟代理人	王國忠律師
09	被上訴人	黃靖喬(即陳李賀之承受訴訟人)
10		陳育婕(即陳李賀之承受訴訟人)
11	共同	
12	訴訟代理人	曾益盛律師
13	複代理人	賴以祥律師
14	被上訴人	陳裕明
15	訴訟代理人	黃溫信律師
16	被上訴人	陳美玲
17	訴訟代理人	賴以祥律師
18	被上訴人	昇原投資股份有限公司
19	法定代理人	黃啟峰
20	訴訟代理人	鍾元珖律師
21		吳宛怡律師
22	被上訴人	安永聯合會計師事務所
23	法定代理人	傅文芳
24	訴訟代理人	洪珮琪律師
25	被上訴人	黃世杰
26		涂清淵
27		胡子仁 住○○市○○區○○路0段000號00樓
28		之0
29	上三人共同	
30	訴訟代理人	方鳴濤律師
31		林欣頤律師

上 一 人

複 代理人 蘇琬鈺律師

上列當事人間請求損害賠償事件，上訴人對於中華民國109年2月27日臺灣臺南地方法院第一審判決（106年度金字第4號），提起上訴，本院於111年3月24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、程序方面：

一、按保護機構為保護公益，於證券投資人及期貨交易人保護法（下稱投保法）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，以自己之名義，提付仲裁或起訴；投保法第28條第1項前段定有明文。本件上訴人財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心（下稱投保中心）係依上開規定設立之保護機構，並經附表一之一（以下附表編號均以投保中心之附表編號為準）所示之1,490位授權人提出「訟訴及仲裁實施權授與同意書」表明授與訴訟實施權（見原審卷一之二）；依前揭規定，投保中心以自己名義提起本件訴訟，於法並無不合。

二、投保中心之法定代理人已由邱欽庭變更為張心悌，並由其具狀聲明承受訴訟（見本院卷五第23至25頁），應予准許。

三、原被上訴人陳李賀（下稱陳李賀）在本院審理中，於民國（下同）110年9月23日死亡，其繼承人為黃靖喬、陳育婕，均未拋棄繼承，並已於110年11月30日具狀向本院聲明承受訴訟，有除戶及現戶謄本、繼承系統表在卷可稽（見本院卷六第427至435頁），是黃靖喬、陳育婕聲明承受本件訴訟，自應准許。

01 四、次按訴之變更或追加，非經他造同意，不得為之。但擴張或
02 減縮應受判決事項之聲明者，不在此限；民事訴訟法第446
03 條第1項前段、第255條第1項第3款定有明文。本件投保中心
04 於原審起訴時，其訴之聲明為「被告陳李賀等21人應連帶給
05 付陳世茗等1,490位授權人新臺幣（下同）4億8,403萬5,872
06 元，及自起訴狀繕本送達翌日起至清償日止，按週年利率百
07 分之5計算之利息」（見原審卷一第2頁）。原審審理中，投
08 保中心與被告光洋應用材料科技股份有限公司（下稱光洋
09 科）、李滄曉、馬堅勇、李家群、黃啟峰、陳李田、曾錦
10 堂、陳來助、楊兆麟、張德明、陳家駿、楊演松、賀田投資
11 有限公司等13人達成和解，上開13人同意給付投保中心3.34
12 億元，約定除108年5月24日簽訂和解協議書時，由光洋科給
13 付1億元外，其餘由上開13人分四期共同給付，第一期應於1
14 08年7月15日給付6,000萬元，第二期應於109年1月15日給付
15 6,000萬元，第三期應於109年7月15日給付6,000萬元，第四
16 期應於110年1月15日給付5,400萬元，有和解協議書在卷可
17 參（見本院卷二第289頁，和解協議書附於證物袋中），投
18 保中心據此乃撤回對上開13人之起訴，有民事撤回狀在卷可
19 參（見原審卷五第126至127頁）。又因上開13人係陸續依期
20 給付，投保中心遂於原審辯論終結時，減縮訴之聲明為「陳
21 李賀、陳美玲、陳裕明、昇原投資股份有限公司（下稱昇原
22 公司）、黃世杰、涂清淵、胡子仁、安永聯合會計師事務所
23 （下稱安永事務所）（以上8人下稱陳李賀等8人）應連帶給
24 付如原審判決附表一所示陳世茗等1,490位授權人共3億2,45
25 3萬5,872元，及自107年5月3日起至清償日止，按週年利率
26 百分之5計算之利息」（見原審卷六第242頁）。嗣原審判決
27 駁回投保中心之訴，投保中心不服提起上訴，其上訴聲明原
28 為「陳李賀等8人應連帶給付陳世茗等1,490位授權人共2億
29 6,403萬5,872元，及自107年5月3日起至清償日止，按週年
30 利率百分之5計算之利息，並由投保中心受領之」（見本院
31 卷一第10頁）。惟於本院審理中，上開被告13人業於110年1

01 月25日依約將和解金額全部給付完畢，投保中心乃減縮上訴
02 聲明為「陳李賀等8人應連帶給付如附表一之一所示陳世茗
03 等1,490位授權人1億5,003萬5,872元，及自107年5月3日起
04 至清償日止，按週年利率百分之5計算之利息，並由投保中
05 心受領之」（見本院卷五第29頁、本院卷八第100頁），核
06 屬減縮應受判決事項之聲明，揆諸前開規定，亦應准許。

07 五、再按就兩造之訴訟有法律上利害關係之第三人，為輔助一造
08 起見，於該訴訟繫屬中，得為參加。參加，應提出參加書
09 狀，於本訴訟繫屬之法院為之；民事訴訟法第58條、第59條
10 第1項定有明文。查第三人光洋科以投保中心原請求賠償總
11 額為484,035,872元，然該損害總額已因和解而由光洋科給
12 付3.34億元，是在上開賠償金額範圍內，投保中心對被上訴
13 人之損害賠償債權已移轉予光洋科，足供作為光洋科另案本
14 院109年度金上字第1號光洋科請求陳李賀損害賠償事件請求
15 之依據，其對本訴訟有法律上利害關係，為輔助上訴人，具
16 狀聲請參加訴訟（見本院卷二第115頁）。因陳李賀不同意
17 其參加，聲請本院駁回光洋科之參加訴訟（見本院卷二第22
18 9頁），經本院於109年9月21日裁定駁回參加訴訟之聲請
19 （見本院卷三第7頁），光洋科不服提起抗告，經最高法院
20 以109年度台抗字第1493號廢棄本院前開裁定，同時駁回陳
21 李賀於本院之聲請（見本院卷五第175頁），是揆諸前揭說
22 明，第三人光洋科自得為訴訟參加，輔助上訴人為訴訟行
23 為。

24 貳、實體方面：

25 一、投保中心於原審起訴主張：

26 (一)光洋科於105年3月31日召開重大訊息記者說明會，說明104
27 年7月至11月間發生離職員工不法轉出黃金450公斤，造成公
28 司損失5億餘元之情事。嗣經財團法人中華民國證券櫃檯買
29 賣中心（下稱櫃買中心）初步查核後發現，光洋科帳務有多
30 項交易不合常理且無法釐清之處。安永事務所經查證並與前
31 董事長陳李賀面談後，於105年5月9日主動終止簽證服務。

01 光洋科前董事長兼總經理陳李賀、前財務主管兼會計主管暨
02 發言人陳裕明，及前監察人陳美玲（下稱陳李賀等3人）更
03 於105年5月13日向法務部調查局臺南市調查處（下稱臺南市
04 調查處）自首承認共同編製不實之光洋科帳冊，自100年起隱
05 匿光洋科虧損28億元，以不當會計做法遞延累積損失約17億
06 元，另未依會計原則規定，保守認列釘、鉦貴重金屬存貨跌
07 價損失約11億元。

08 (二)櫃買中心遂要求光洋科提出帳冊以供查核，惟光洋科就帳冊
09 等資料有規避查核之情形，且未能具體說明105年5月6日召
10 開重大訊息記者會中未能釐清之事項，櫃買中心即於105年5
11 月13日公告其有價證券自105年5月17日停止櫃檯買賣。而光
12 洋科財務報告簽證會計師原為安永事務所之會計師即被上訴
13 人涂清淵、胡子仁，因上開事件之發生，均已主動終止委
14 任。光洋科乃於105年8月委任南台聯合會計師事務所丁澤
15 洋、蔡玉琴會計師就100年至104年之各期財務報告（下稱財
16 報）及105年度第3季財報重編（更補正）。櫃買中心於106
17 年2月3日以證櫃監字第10602000099號函檢附光洋科105年第
18 3季（重編後）專案查核報告暨實質審閱檢查表，再於106年
19 3月7日以證櫃監字第1060200163號函檢附光洋科104年度第1
20 季與104年度財報實質審閱之審閱結果予投保中心。

21 (三)陳李賀等3人共同編製不實之光洋科100年第1季至104年第4
22 季財報（下稱系爭財報），違反證券交易法（下稱證交法）
23 第20條第2項、第171條第1項第1款規定，影響授權人之投資
24 判斷：

25 1. 光洋科因營運狀況不彰，而以不當作法隱匿或遞延認列損
26 失，系爭財報不實影響期間為100年至104年，經主管機關要
27 求重編100年至104年各期財報，重編後評估系爭財報不實影
28 響數字高達31.72億元，且光洋科之合併損益表於重編前之
29 淨損利金額均高於重編後之淨損利金額，更有多季由淨利變
30 為淨損，各季之虛增利益或虛飾損失詳如附表二所示，全件
31 財報不實一覽表則如附表四所示。光洋科涉及美化財報而有

虛偽不實情事，自己影響授權人之投資判斷。

2. 陳李賀等3人創設「暫付款」之科目，虛減銷貨成本而創造獲利外觀，搭配透過不實減少客戶來料庫存數，轉而虛增公司貴金屬存貨數量，以降低單位成本，避免產生存貨跌價損失，另要求國外廠商製作加計損耗及加工成本之報價單，作為期末貴金屬存貨鈐、鈟之評價依據，以減少認列存貨跌價損失。嗣金融監督管理委員會（下稱金管會）於105年7月5日發函要求光洋科對前揭事項一併釐清是否尚有其他影響財報允當表達情事及評估對財務報告之影響，並依證交法施行細則第6條第1項規定重編或更正相關期間財務報告。光洋科遂重編系爭財報（期間自100年第1季至104年第4季為止，其中101年第1季、第2季因未達重編標準，僅為更正），並於各期財報「附註」表明重編理由、重編影響之會計科目及金額（含資產負債表、綜合損益表）。
3. 光洋科透過「暫付款」科目、調撥客戶來料庫存及不實存貨期末評價依據，以降低或遞延銷貨成本及存貨跌價損失，將其還原後，影響差異表現於系爭財報之各期資產負債表，而造成其中「透過損益按公允價值衡量之金融資產-流動」、「避險之衍生性金融商品-流動」、「存貨淨額」、「遞延所得稅資產」、「透過損益按公允價值衡量之金融負債-流動」、「避險之衍生性金融負債-流動」、「應付帳款」、「其他流動負債」、「遞延所得稅負債」等會計科目，以及綜合損益表中「營業成本」、「營業外收入及支出」、「所得稅費用」、「本期淨利」等會計科目記載不實。
4. 陳李賀等3人已於105年5月13日提出刑事自首狀，坦承渠等3人自100年至104年底期間，共同藉由虛設會計科目以達降低銷貨成本進而虛增淨利，復挪用客戶寄存貨料轉增為光洋科存貨數量，以調降單位存貨成本，進而規避存貨跌價損失之發生，另要求國外廠商以加計工料之不實報價單作為拉高或維持存貨期末評價依據，進而減少存貨跌價損失之提列，共同造成光洋科之系爭財報存有虛偽或隱匿等犯罪事實；更於

01 刑事偵查程序中，數次就前開財報不實犯行全部坦承不諱，
02 並有證人即光洋科成本課課長賴麗君證述可稽，足證光洋科
03 之系爭財報確屬不實，足以影響授權人之投資判斷。

04 (四)系爭不實財報致授權人受有損害，二者間具有交易因果關係
05 及損失因果關係：

06 1. 按不實財報與投資人所受損害間因果關係之判斷及舉證責任
07 分配，我國實務見解大多參考美國「詐欺市場理論」之法
08 理，將因果關係舉證責任轉由從事不法行為之被告加以負
09 擔，推定其因果關係，亦即除非被告舉證證明其虛偽詐欺行
10 為或不實財報與投資人之損害無關，否則依證券市場之特
11 性，推定其因果關係存在。蓋在證券市場中，所有重大之不
12 實訊息均會影響股價，投資人因信賴股價已充分反應所有可
13 得之資訊，等於投資人已閱讀公開資料而信賴之，此乃針對
14 證券交易市場之特殊性所做之調整，而為維持公平公正市場
15 秩序所必要之手段。甚且我國實務見解亦採善意受保護原
16 則、資訊公開者應確保資訊真實性之原則，認證券市場常態
17 市場不負舉證責任原則，而依民事訴訟法第277條但書，採
18 取推定因果關係，其範圍包括「推定交易因果關係」及「推
19 定損失因果關係」。從而，如被告否認因果關係存在，則依
20 證交法立法意旨及民事訴訟法理，自應由被告舉證加以推
21 翻，否則即應認不實財報與投資人所受損害間具有因果關
22 係。

23 2. 如財報不實消息遭拆穿後，股價下修程度遠逾同業與大盤，
24 應可推定不法行為人製作不實財報之行為已造成投資人之損
25 害。甚至若財報不實消息遭拆穿後，該公司股票因而打為全
26 額交割股、停止交易、乃至於下市、下櫃，致投資人無法如
27 同其他股票般在證券交易市場正常買賣，則損失因果關係不
28 證自明。

29 3. 本件陳李賀等3人為避免相關損失揭露於光洋科財報上而影
30 響股價，遂共同製作不實財報以達掩飾公司營運狀況不彰、
31 粉飾營收衰退、隱瞞套利交易鉅額損失及減緩股價下挫幅度

之目的，致光洋科股價自100年第1季起至104年第4季長期遭受不實財報影響，導致授權人誤信光洋科營運狀況良好，而以高於真實價格之金額購買股票。系爭不實財報與授權人買進股票而受有損害間，自存在因果關係。

4. 本件投保中心所代表之授權人係於光洋科101年度第2季財報公告翌日即101年8月31日起，因信賴系爭財報誤以為光洋科營運狀況良好而陸續買進光洋科股票。詎光洋科於105年5月13日18時49分許，在公開資訊觀測站公告重大訊息，說明陳李賀等3人自承製作不實帳冊後，股價自當日收盤價9.72元急遽下跌至105年5月16日收盤價8.75元，隨即遭櫃買中心公告自同年月17日起停止櫃檯買賣。是授權人中善意買受人於上開不實財報期間買進光洋科股票，自受有溢價購股之損失，授權人中持有人因誤信而於不實財報期間繼續持有光洋科股票，自受有股價下跌之損失。

(五)被上訴人黃世杰、涂清淵、胡子仁（下稱黃世杰等3人）未盡會計師專業之注意，於查核簽證或核閱光洋科系爭財報時，違反或廢弛其業務上應盡之義務，均有過失：

1. 一般公認審計準則是會計師執行查核工作之技術性標準，用以確保會計師的查核品質；由財團法人中華民國會計研究發展基金會所發布之審計準則公報所定之各項審計準則，係會計師執行查核簽證工作的依據，亦是會計師辦理查核簽證所應依循的最低標準。會計師查核簽證財務報表規則（下稱會計師查核規則）第2條將審計準則納入會計師辦理查核簽證之義務範圍，目的就在要求會計師依審計準則公報之最低標準執行查核簽證業務，而具體化會計師專業上的注意義務，故會計師未依各審計準則進行查核簽證，即屬未盡專業的注意義務。簽證會計師於執行查核簽證或核閱程序之初期，勢必審酌考量當期財務報表暨會計科目餘額，其性質、原因、金額是否源自前期及其攸關性，須參考前期查核及審閱之結果，決定核閱程序之性質、時間與範圍（審計準則公報第36號「核閱」第15條規定）；或執行分析性程序時須考量前期

之可比較資訊(審計準則公報第50號「分析性程序」第8條規定)；或查核比較財報時須評估前期之會計政策、科目金額及其他揭露是否一致，且如發現前期財報可能存有重大不實表達時，應視情況執行適當之額外程序(審計準則公報第41條「比較財務報表之查核報告第6條及第9條規定)；或查核人員因應導因於財務報導舞弊之重大不實表達風險之查核對策，就存貨數量應依存貨之等級或種類、地點或其他標準，比較當期與前期之數量，或將盤點數量與帳載紀錄相比較(審計準則公報第43號「查核財務報表對舞弊之考量」釋例二第二段第二條第5項規定)。是以，簽證會計師於查核簽證或核閱當期財報時，亦須就前期財務資訊予以分析、比較或評估，故財報資訊及查核程式之延續性於事實上難以割裂。

2. 光洋科以不當作法隱匿或遞延認列損失，影響授權人之投資判斷，經金管會要求重編100年第1季至104年第4季之財報，而各期不實財報之簽證會計師分別為黃世杰(100年第1季至102年第4季)、涂清淵(100年第1季至104年第4季)及胡子仁(103年第1季至104年第4季)。倘黃世杰等3人於執行系爭財報查核程序時，確切依循會計師查核規則及審計公報準則規定，並盡其專業上應有之注意，例如確實依循「會計師查核簽證財務報表規則」第20條第1項第5款第4目及審計準則公報第9號「存貨盤點之觀察」第11條規定，採用函證或其他替代查核程序確認、證實光洋科帳列存貨數量之存在性，即可截斷光洋科利用不實存貨數量降低銷貨成本、虛增淨利等舞弊行為。詎黃世杰等3人於執行系爭財報查核程序時，均未恪遵會計師查核規則及審計準則公報之規定，採取必要查核程序以證實存貨之存在性，自應就系爭不實財報，負全部損害賠償責任。

(六)被上訴人違反之法令及應負之損害賠償責任(如附表甲所示)：

1. 陳李賀、陳裕明、陳美玲部分(證交法第20條之1第1項、第20條第3項、民法第184條第1項後段、第2項、第185條)：

01 (1)陳李賀等3人故意編製、公告光洋科不實財報，誤導市場
02 投資人之判斷，為故意製作系爭不實財報之不法行為人。
03 該3人之行為對於附表一之一所示買賣光洋科股票之授權
04 人，顯有虛偽、詐欺之行為，已違反證交法第20條第1項
05 之規定，應依同條第3項，對附表一之一所示之授權人負
06 損害賠償責任。又陳李賀為財報不實期間光洋科之董事
07 長，陳裕明為財務主管、會計主管暨發言人，並為101年
08 第2季至104年第4季各期財報簽章之財務主管，陳美玲為
09 監察人，渠等應依證交法第20條之1第1項，就附表一之一
10 所示授權人之損失連帶負賠償責任。

11 (2)次按證交法第20條第3項、第20條之1第1項，賦予因信賴
12 不實財務報告買賣股票而受有損害之善意投資人損害賠償
13 請求權，故證交法係屬保護投資人之法律。陳李賀等3人
14 違反上開證交法之行為，即屬違反民法第184條第2項所定
15 保護他人之法律，爰併依民法第184條第2項、第185條規
16 定，請求陳李賀等3人對於附表一之一所示授權人所受之
17 損害負連帶損害賠償責任。

18 (3)再者，陳李賀等3人為光洋科之董事長、監察人、財務會
19 計主管，依法職司公司財報之編製、通過、查核、承認等
20 職責，詎渠等違反法定義務，使不實財報對外公告，造成
21 授權人受有損害，故併依民法第184條第1項後段、第185
22 條規定，請求陳李賀等3人對附表一之一所示之授權人連
23 帶負損害賠償責任。

24 2. 昇原公司部分（公司法第23條、民法第28條）：

25 昇原公司於系爭財報不實期間，為光洋科之法人股東，並指
26 派法人股東代表人陳美玲當選為光洋科之監察人，應就陳美
27 玲執行光洋科職務所造成授權人之損害，依公司法第23條、
28 民法第28條規定，與陳美玲連帶負損害賠償責任。

29 3. 黃世杰等3人部分（證交法第20條之1第3項、第20條第3項、
30 民法第184條第1項前段、第2項、第185條）：

31 黃世杰等3人為安永事務所之會計師，分別自100年第1季至1

04年第4季負責查核簽證或核閱光洋科財報，並於各期財報上為簽章確認，均為證交法第20條之1第3項規範之責任主體。渠等未盡專業上應有之注意義務，依證交法第20條之1第3項、第20條第3項及民法第184條第1項前段、第2項、第185條規定，應對附表一之一所示之授權人連帶負損害賠償責任。

4. 安永事務所部分（民法第28條）：

黃世杰等3人為安永事務所之合夥會計師，參照最高法院101年度台上字第1695號判決意旨，投保中心自得類推適用民法第28條規定，請求安永事務所對於黃世杰等3人所為系爭財報之查核疏失，與黃世杰等3人連帶負損害賠償責任。

5. 上開各請求權基礎，詳如附表甲所載。

(七) 本件受理授權人之範圍及計算損害賠償之方法：

1. 授權人之範圍含善意買受人及持有人：

(1) 善意買受人：本件財報不實得主張損害賠償之善意買受人範圍，為不實財報公告翌日至不法行為揭露日前買入，而受有損害之授權人。而系爭財報不實影響期間係自101年8月31日至105年5月13日（即101年第2季財報公告翌日起至不法行為爆發前），因此本件財報不實之善意買受人受理範圍，係以上開期間買入光洋科股票者為準。又本件係採「純粹淨損益法」計算授權人之損害，即認定授權人於不實財報期間買入股票時，係以遭扭曲之不實價格買入，其損害於斯時已發生，而以「授權人買入價格與不實財報期間股票真實價格」之差額計算損害。惟若授權人於上開不實財報期間，有賣出股票而獲得利益者（不論該等股票是否係在不實財報期間內買入），其賣出價格與真實價格間之差額，應與前開損害作損益互抵。

(2) 持有人：係以95年1月13日證交法修正施行後，至101年第2季財報公告日即101年8月30日期間買入股票，且繼續持有至105年5月13日，嗣於105年5月16日後始賣出者為受理範圍。持有人所受損害係因財報未真實完整揭露，致授權

人繼續持有股票而受有嗣後之跌價損失，故以「光洋科股票於不實財報期間之真實價格與賣價之差額」為據，計算損害賠償金額。

2. 真實價格（除去不實財報因素後之市場價值）之認定：105年5月13日光洋科公告重大消息後，股價於次一交易日105年5月16日即反應該消息而下跌，後經櫃買中心公告該公司股票自105年5月17日起停止櫃檯買賣超過7個月，並在完成財報重編與公告申報後，於106年1月3日恢復交易；而自恢復交易以來，該公司股價逐步回漲，足認相關不法情節已充分反應於股票價格，故參考證交法第157條之1第3項內線交易之法理，以不法行為消息爆發後有交易日（營業日）之10日平均收盤價11.987元為真實價格，做為計算授權人損害之標準。個別授權人求償金額如附表一之一「授權人名單暨求償金額一覽表」（減縮後）所示（見本院卷九第553至590頁，詳細計算方式如原審判決附件一、二所示，並已按和解金額比例扣除之）。

(八)爰依附表甲所示請求權基礎，請求被上訴人連帶負損害賠償責任。原審駁回投保中心之請求，顯有違誤，為此提起上訴；並上訴聲明：1. 原判決關於駁回投保中心後開第二項之訴，及該部分假執行之聲請暨訴訟費用之裁判廢棄。2. 被上訴人黃靖喬、陳育婕（上二人於繼承範圍內）、陳裕明、陳美玲、昇原公司、安永會計師事務所、黃世杰、涂清淵及胡子仁應連帶給付投保中心1億5,003萬5,872元，及自107年5月3日起至清償日止，按週年利率百分之5計算之利息，並由投保中心受領之。3. 請准依投保法第36條規定，免供擔保宣告假執行；如不能免供擔保，願供擔保請准宣告假執行。

二、參加人光洋科則以：

(一)投保中心原請求被上訴人連帶賠償4億8,403萬5,872元，惟因和解之故，上開總額已獲光洋科給付3.34億元。又因陳李賀就授權人之損害應負最後損害賠償責任，為此光洋科已於另案本院109年度金上字第1號事件，對陳李賀提出損害賠償

01 請求（光洋科已賠償投保中心3.34億元，扣除保險理賠及其他
02 他支出後，光洋科僅向陳李賀求償7,963萬7,751元），是於
03 上開3.34億元之賠償金額範圍內，投保中心之損害賠償債權
04 已移轉予光洋科，足供光洋科作為另案本院109年度金上字
05 第1號事件請求陳李賀賠償之依據，並應優先補償光洋科，
06 本件訴訟結果對光洋科具有法律上利害關係。

07 (二)光洋科因陳李賀等人製作不實財報，致公司實際資產低於財
08 報內容所顯現之外觀，造成投資人誤認資訊而為買入股票之
09 決定，或取消原本要出賣股票之意願而繼續持有股票，斯時
10 所買入之股票或繼續持有而未出脫之股票，其實際價值已低
11 於不實財報所顯現之外觀價值，投資人因此受有損害，自屬
12 當然，所餘僅應如何認定損害額而已。

13 (三)證交法第157條之1，雖係針對內線交易就公司重要人員所為
14 之規定，惟公司重要人士為不實財報，造成投資人受有損害
15 時，其本質與內線交易相同。是因不實財報所造成之損害，
16 應類推適用證交法第157條之1第3項規定，以與消息公開後
17 十個營業日收盤平均價格之差額相比較，以該差額類推為投
18 資人所受之損害。

19 (四)光洋科於105年5月13日財報不實消息揭露後，在第一個交易
20 日即106年5月16日即遭櫃買中心處分停止交易，已無法顯現
21 該消息公開後股價應該下跌之情勢，故投保中心類推適用證
22 交法第157條之1第3項規定，以消息揭露後十個營業日收盤
23 平均價做為光洋科之股價標準，此結果雖不利於授權人，然
24 亦屬不得不然之辦法；且至少應以不實財報消息揭露當日之
25 收盤價與停止交易前之最低股價相比較，其差額即係授權人
26 最少之損害額。

27 (五)而光洋科於106年1月3日恢復交易後，股價固上漲至漲停價
28 9.62元，106年1月4日並上漲至10.55元，遠超過系爭財報不
29 實消息揭露翌日105年5月16日之收盤價8.75元。然此係因財
30 報不實之利空影響力在停止交易7個月後已消失無蹤，並由
31 光洋科積極重製財報、恢復交易、管理階層改選及證券交易

01 市場之整體走勢等利多因素所取代之故，尚不能因其股票於
02 停止交易7個月後恢復交易，股價不跌反漲，即認授權人未
03 受有損害。

04 (六)應請法院先計算出投保中心因不實財報所得請求之損害總額
05 後，扣除光洋科已給付之賠償額3.34億元，就超過此數額之
06 範圍，廢棄原審判決，另為被上訴人應如數給付之判決。

07 (七)原審駁回投保中心之請求，顯有違誤，爰參加訴訟；其參加
08 聲明為：1. 原判決關於駁回投保中心後開第二項之訴，及該
09 部分假執行之聲請暨訴訟費用之裁判廢棄。2. 被上訴人黃靖
10 喬、陳育婕（上二人於繼承範圍內）、陳裕明、陳美玲、昇
11 原公司、安永會計師事務所、黃世杰、涂清淵及胡子仁應連
12 帶給付投保中心1億5,003萬5,872元，及自107年5月3日起至
13 清償日止，按週年利率百分之5計算之利息，並由投保中心
14 受領之。

15 三、黃靖喬、陳育婕（即陳李賀之承受訴訟人，以下為方便敘
16 述，仍稱陳李賀）則以：

17 (一)陳李賀固經檢察官提起公訴，惟尚未經法院調查審認，自不
18 能逕認光洋科系爭財報有登載不實情事。

19 (二)據證人即參與財報重編之會計師蔡玉琴於另案本院109年度
20 金上字第1號事件證述內容，可知光洋科系爭財報與重編後
21 各期財報間數字固有差異，然此係採用之會計原則與評價基
22 礎不同所致，足見陳李賀並未故意就系爭財報為虛偽不實之
23 記載。

24 (三)依司法實務見解，認我國證券交易市場並非「效率資本市場
25 假說」所指之效率市場，況光洋科僅係上櫃公司，市場資訊
26 並未充分反映於股價。我國證交法等相關法規亦未明定財報
27 不實事件有「詐欺市場理論」之適用，故本件要無詐欺市場
28 理論之適用。

29 (四)縱認系爭財報有虛偽不實情事，因系爭財報不實消息揭露
30 前，光洋科之股價已連續5日跌停，自105年5月9日每股14.7
31 元，跌至105年5月13日每股9.72元，呈現明顯下跌趨勢。且

105年5月9日之跌幅為9.82%，10日之跌幅為9.86%，11日之跌幅為9.81%，12日之跌幅為9.62%，13日之跌幅為10%，財報不實消息揭露日之次一交易日105年5月16日之跌幅為9.98%，有臺灣股市資訊網查詢之光洋科日線圖可參(見本院卷四第215至218頁)，足見財報不實消息揭露日之次一交易日105年5月16日之跌幅，並未明顯較揭露前之跌幅為深。光洋科股價於105年5月16日之走跌，僅係延續系爭財報不實消息揭露前之走跌趨勢，並非受該財報不實消息之影響，難認系爭財報不實與授權人所受之損害間，具有因果關係。

(五)光洋科於105年5月13日之收盤價為9.72元，至同年5月16日之收盤價固跌至8.75元，惟在光洋科105年12月3日公告重編財報之重大訊息後，自106年1月3日恢復正常交易至同年9月9日之5個交易日，股價即自每股「9.62元」上漲至「13.95元」，此後亦多呈現上漲趨勢，顯見系爭財報不實消息揭露後，光洋科股價並未因此下跌，甚至呈現上漲之趨勢，實難認授權人所受之損害與系爭財報不實間存有因果關係。

(六)光洋科101年度第2季財報並未達重編標準，且經複核會計師評估認定尚無重大異常，則光洋科101年度第2季財報，既未達證交法施行細則第6條第1項規定之「應重編財務報告」門檻，顯不足以影響授權人之投資決定，則就101年度第2季財報，陳李賀自無庸負證交法第20條之1之損害賠償責任。然投保中心提出之附表一之一逕將信賴該次財報而買入股票之授權人列入求償範圍，顯係重大謬誤，應予剔除。

(七)縱認陳李賀須就101年度第3季以後之財報負損害賠償責任，因光洋科101年度第3季財報係於101年10月31日上午10時3分公告上傳，則系爭財報不實之善意買受人範圍亦應限於自101年10月31日起至105年5月13日止買入光洋科股票者。然投保中心所提附表一之一「授權人名單暨求償金額一覽表(減縮後)」，逕將101年10月31日之前買入股票之授權人納入善意買受人範圍，自有錯誤，應予剔除。

(八)證交法並未針對財報不實明定損害賠償計算方法，是投保中

01 心主張應採「純粹淨損益法」作為計算方法，已欠缺法律依
02 據。又投保中心固參考證交法第157條之1第3項之法理，主
03 張以不法行為消息爆發後有營業日之10日（即105年5月16
04 日、106年1月3、4、5、6、9、10、11、12、13日之平均收
05 盤價「11.987元」，作為光洋科之真實價格。然以重大影響
06 股票價格之消息公開後10個營業日收盤平均價作為真實價格
07 計算價差，乃證交法第157條之1第3項針對內線交易行為所
08 為之特殊規定，在法無明文下，自無從逕予援用於財報不實
09 之損害賠償計算。故投保中心藉此計算得出之所謂「真實價
10 格11.987元」，亦乏所據，而無可採。

11 (九)證交法第20條之1第1項，並未如同法第157條之1第2項就內
12 線交易損害賠償額計算方式為明文規定，故在證券詐欺訴訟
13 得否逕予援用內線交易損害賠償額之計算方式，顯有疑義。
14 又因各授權人係分別於不同時期信賴光洋科當期財報而買入
15 股票，自應以各授權人信賴財報而買入光洋科股票當時之價
16 格作為「真實價格」之時點。是本件應以各授權人係信賴何
17 期財報而買入光洋科股票，再以該期財報公告日後90個營業
18 日之平均收盤價作為真實價格，較為客觀公平；亦即應分別
19 計算各授權人實際買進股票價格與各自買入股票當時真實價
20 格之差額，乘上各授權人購買之股數，作為各授權人所受之
21 損害總額。倘各授權人在財報不實期間有賣出股票者，則將
22 各授權人賣出價格與真實價格間之差額，乘上各授權人賣出
23 之股數後，與前開真實價格與買進價格之差額為損益相抵，
24 兩者之差額即為各授權人所得請求損害賠償之金額。其計算
25 公式如下：【財報不實影響期間101.10.31起至105.5.13止
26 各授權人買進之股數×(買進單價－真實價格〈即各授權人買
27 進股票當時光洋科該期財報公告日後90個營業日之平均收盤
28 價〉)＝各授權人所受損害之金額】。

29 (十)原審駁回投保中心之請求，並無不當等語，資為抗辯。並答
30 辯聲明：1. 上訴駁回。2. 如受不利判決，願供擔保請准宣告
31 免為假執行。

01 四、陳裕明則以：

02 (一)我國法律並未明定我國證券交易市場得適用詐欺市場理論；
03 況投保中心並未舉證證明我國證券交易市場屬半強勢效率市
04 場，其貿然引用詐欺市場理論，推定本件交易因果關係及損
05 失因果關係存在，實屬無據。

06 (二)縱認本件有詐欺市場理論之適用，則依最高法院105年度台
07 上字第49號、104年度台上字第225號判決意旨，詐欺市場理
08 論亦僅可推定「交易因果關係」，而不包含「損失因果關
09 係」；是投保中心就授權人係因財報不實而受有損害之損失
10 因果關係，仍應負舉證之責。

11 (三)光洋科於105年12月3日公告重編財報說明，並於106年1月3
12 日恢復正常交易後，股價即連續數日由每股9.62元上漲至1
13 3.95元，足見光洋科財報不實及重編財報之訊息，對於授權
14 人之買進、賣出決定，不具重要性。投保中心逕以財報不實
15 消息揭露後(105年5月13收盤價每股9.72元)之次一交易日10
16 5年5月16日跌停至每股8.75元，主張授權人受有溢價買股或
17 持股跌價之損失云云，非有理由。

18 (四)櫃買中心105年5月6日公告，主要係就光洋科未能具體釐清
19 黃金損失原因、103年底及104年底之期末存貨餘額等節進行
20 說明。105年5月9日中時新聞網，主要係就光洋科因員工盜
21 賣黃金事件，致再增加認列損失，而打入全額交割股乙節進
22 行報導。105年5月9日重大訊息，係就財報簽證會計師向光
23 洋科終止簽證服務乙節進行說明。105年5月10日中央社新聞
24 報導，係就光洋科股票列為全額交割股乙節進行報導。105
25 年5月11日、12日重大訊息，係就光洋科獨立董事主動請辭
26 乙節進行說明。足見上開重大訊息或新聞報導內容，均未提
27 及系爭財報有虛偽不實之情。投保中心徒以105年5月13日以
28 前，財報不實之消息已由不同管道逐漸洩漏到證券市場，始
29 致股價連續跌停云云，顯與事實不符。

30 (五)系爭財報與重編後財報間之數字差異，係因兩者編製採用之
31 會計原則不同及貴金屬評價採用之市價基礎不同所致，不能

01 因此即認系爭財報有編製不實之情。況證人蔡玉琴並未參與
02 系爭財報之查核過程，自無法判斷系爭財報是否有虛偽或隱
03 匿損失。是投保中心援引證人蔡玉琴於另案之證述，主張陳
04 李賀等3人故意隱匿各期財報損失，顯無可採。

05 (六)原審駁回投保中心之請求，並無不當等語，資為抗辯。並答
06 辯聲明：1.上訴駁回。2.如受不利判決，願供擔保請准宣告
07 免為假執行。

08 五、陳美玲則以：

09 (一)系爭財報與同期重編財報存有差異，係因不同財報編製者適
10 用不同會計原則所致，系爭財報採用避險會計原則，重編財
11 報則未採用。投保中心未考量兩者採用之會計原則不同，亦
12 未說明系爭財報採用之會計原則有何不當，即認系爭財報有
13 虛偽不實，自屬速斷。

14 (二)編製財報之目的，係為提供使用者與決策者財務資訊，財報
15 編製者會針對公司經濟活動進行分析，進而採用適當之估計
16 方式及合適之會計原則，非謂財報所載資訊皆為尺規度量般
17 之精確無誤，只需所編製財報未重大違背一般會計原則，即
18 可認該財報忠實表述企業之經營成果。是財報數字本質上涉
19 及財報編製者專業判斷評價及所採用不同之估計方式，不同
20 財報編製者針對同一期間、同一企業編製之財報，相關資訊
21 存有差異，本屬正常，不能僅以財報重編即認原財報必定重
22 大違背一般會計原則。本件投保中心僅以重編財報與系爭財
23 報間之數字有差異，即認系爭財報有虛偽不實情形，顯不可
24 採。

25 (三)陳美玲於105年5月13日向臺南市調處自首參與系爭財報不實
26 行為，係因當時涉及系爭財報不實之職員眾多，恐影響光洋
27 科營運；又本身學歷僅高職商科畢業，不諳財報編製及相關
28 法令，因而誤認系爭財報有不實情事。另陳美玲擔任光洋科
29 顧問期間，並未指示職員就系爭財報為不實行為，於擔任監
30 察人期間，亦未明知系爭財報不實而配合簽名其上。是投保
31 中心主張陳美玲參與系爭財報不實行為，要無可採。

01 (四)刑事被告自首之動機不一而足，自首內容並非必然為真實，
02 要難僅憑陳美玲自首狀內容及調查筆錄，逕認該自首狀所載
03 內容為真實。況陳美玲於99年8月1日至102年5月1日擔任光
04 洋科顧問期間，主要負責料帳勾稽、回復成本相關工作，並
05 未參與存貨成本計算與財報之編製，亦未指示員工借用客來
06 料，顯與陳美玲自首狀所載不符。是投保中心仍須就自首內
07 容為真實一節，負證明之責。

08 (五)陳美玲於102年6月28日擔任光洋科監察人後，基於任職顧問
09 時，所負責之料帳勾稽均無不實，系爭財報又經會計師依一
10 般公認審計準則進行查核完畢，遂出具無保留意見簽名其
11 上，並無故意配合陳李賀而於系爭財報上簽名之違背監察人
12 職務之情。

13 (六)關於本件無詐欺市場理論之適用，及系爭財報不實與授權人
14 所受損害間並無交易因果關係及損失因果關係，縱認有詐欺
15 市場理論之適用，亦僅得推定交易因果關係存在，投保中心
16 仍應就損失因果關係負舉證責任，暨真實價格及損害賠償計
17 算方式等節，其意見均與陳李賀部分同，爰不再贅述。

18 (七)光洋科105年5月13日重大訊息公告、櫃買中心就光洋科105
19 年第3季(重編後)專案查核報告暨實質審閱檢查表、104年度
20 第1季與104年度財報實質審閱結果，均未具體指出陳美玲如
21 何協助陳李賀、陳裕明編製系爭財報，及陳美玲參與之行為
22 如何影響系爭財報之主要內容。而陳美玲之刑事自首狀，及
23 陳李賀、陳裕明之刑事自首狀，均僅泛稱陳李賀指示陳美玲
24 協助調整帳上存貨數量，將客戶寄存之貨料數量納為自有存
25 貨數量，以避免單位存貨成本增加，產生跌價損失，並未具
26 體指明陳美玲前述行為如何造成系爭財報之主要內容有重大
27 虛偽或隱匿情事。是陳美玲上開行為是否必然影響系爭財報
28 之會計科目，顯有疑義。依投保中心提出之前開證據，至多
29 僅能證明陳美玲有協助調整帳上存貨數量之事實，尚不足以
30 證明陳美玲係與陳李賀、陳裕明基於共同犯意而編製系爭財
31 報。原審判決逕認陳美玲有共同參與利用「暫付款」會計科

目降低銷貨成本、變造客戶報價單以減少貴金屬之存貨評價損失，及將賣出選擇權之損失認列於暫付款而未認列為發生當期之損益之事實，顯有違誤。

(八)原審駁回投保中心之請求，並無不當等語，資為抗辯。並答辯聲明：1. 上訴駁回。2. 如受不利判決，願供擔保請准宣告免為假執行。

六、昇原公司則以：

(一)我國證券市場並非效率市場，欠缺詐欺市場理論適用之前提，且我國法律亦未明文規定得適用詐欺市場理論推定不實財報與股票交易間之因果關係，或損害與不實財報間之因果關係。是投保中心既未舉證證明授權人係基於信賴光洋科之財報而買進或繼續持有股票，及損害與光洋科財報不實間有損失因果關係存在，自不應令昇原公司負擔賠償責任。

(二)光洋科股價於財報不實消息揭露後僅下跌1天，其股票隨即停止交易約7個月，其間光洋科重組經營團隊勵精圖治，於105年12月29日獲櫃買中心同意自106年1月3日恢復股票交易，股票恢復交易後股價一路上漲，顯見光洋科股價之變動係受到該7個月期間所發生事實之影響，與財報不實間之因果關係業已中斷。投保中心以105年5月16日，及恢復交易後106年1月3日至13日收盤價均價計算得出「真實價格」，再以此「真實價格」計算授權人之損害，與財報不實間顯不具有合理之因果關係。是投保中心就真實價格之計算，顯不可採。

(三)於106年1月3日股票恢復交易後賣出股票或尚未賣出股票之持有人或善意買受人，均未因光洋科財報不實消息揭露而受有損害。縱認渠等受有損害，亦應以消息揭露後至停止交易前唯一營業日即105年5月16日收盤價與105年5月13日消息揭露前收盤價之價差計之。故真正因光洋科財報不實消息揭露而受有損害者，僅有於105年5月16日(即財報不實消息揭露後第一個營業日)出售股票之持有人或善意買受人，其等所受損害，應按實際損害金額，即按105年5月13日收盤價9.72

元與105年5月16日收盤價8.75元之價差即0.97元，乘以成交股數計算之。而106年1月3日後之股價漲跌，已與財報不實消息間欠缺因果關係，是在106年1月3日及之後始賣出股票之持有人及善意買受人，均未因財報不實而受有損害。縱認受有損害，亦僅能以105年5月13日收盤價9.72元與105年5月16日收盤價8.75元之價差即0.97元計之。

(四)系爭財報不實期間(即101年8月31日至105年5月13日)賣出股票之善意買受人，因該時不實財報消息尚未揭露，股價變動與不實財報消息並無關聯，故該期間受與財報不實無關之因素影響所致之變動，要非授權人因財報不實所受之損害，不得請求賠償。

(五)投保中心未排除光洋科股價因其他各種因素下跌之部分，僅以單一「真實價格」計算財報不實期間之損害，遽將4年來股價下跌均歸因於財報不實，實有未洽。準此，本件以「淨損差額法」即股票真實價格與市價間差額，計算授權人所受損害，考量股票市價會受陸續公告申報之財報而變動，計算不同時期持有或買入股票之真實價格，應依據不同時期、不同市價差異相應調整，始為合理。若考量106年1月3日後股價漲跌已與財報不實消息間欠缺因果關係，而以財報不實消息揭露後唯一可認具有因果關係之105年5月16日收盤價8.75元作為計算真實價格之基礎，再加上之前明顯可知不具因果關係之跌價6元後，真實價格至少應為14.75元。

(六)委任人不因委任關係之存在，而必須就受任人所為之所有行為負擔連帶責任，僅就受任人處理委任事務之範圍內，始有連帶責任可言。無論係民法第28條或公司法第23條第2項所定之連帶損害賠償責任，均以受任人之侵權行為係在執行委任人之業務中發生「執行職務」之行為，或至少係「利用職務上機會」之行為為要件，方能因其形成委任人之延伸，其行為之利益歸屬於委任人，而在法律上合理將其行為之風險分配予委任人承擔；若係受任人個人之行為，仍應由其個人負責，此為法律上當然之理。本件陳美玲既係受胞兄陳李賀

01 之請託，基於故意與陳李賀共同於光洋科帳冊上為不實之記
02 載，其所為並非執行光洋科監察人之職務，亦非利用光洋科
03 監察人職務上之機會，故昇原公司縱為陳美玲擔任監察人所
04 代表之法人，亦不應與其連帶負損害賠償責任。

05 (七)陳美玲於刑事自首狀自陳：「陳美玲受兄長陳李賀之請託，
06 在近年間，為避免光洋科單位存貨成本增加產生跌價損失，
07 協助調整帳上存貨數量，將客戶寄存之貨料納為自有存貨數
08 量，致生光洋科帳冊有不實之記載」，並於105年5月13日調
09 查筆錄承認：「陳李賀請我協助調整帳上存貨數量」。是陳
10 美玲係與陳李賀共同利用不當會計操作手法，故意於光洋科
11 帳冊上為不實記載，使財報發生不實之結果，然此並非在執
12 行光洋科監察人之職務，亦非利用擔任光洋科監察人職務上
13 之機會所為，而係出於手足之情。至於陳美玲其後未盡財報
14 查核之責，不過係其個人積極參與財報不實行為之當然結
15 果，而與其擔任光洋科監察人之職務無關。是陳美玲所為既
16 非執行其以昇原公司代表人身分擔任光洋科監察人之職務，
17 則投保中心請求昇原公司與陳美玲負連帶賠償責任，洵屬無
18 由。

19 (八)陳美玲係依公司法第27條第2項規定，以昇原公司代表人之
20 個人身分擔任光洋科之監察人，委任關係存在於陳美玲個人
21 與光洋科間，昇原公司並非光洋科之監察人，其與光洋科間
22 無委任關係存在。又陳美玲並非執行昇原公司監察人或董事
23 職務，陳美玲亦非昇原公司之負責人、董事、監察人或其他
24 有代表權之人，則依最高法院108年度台上字第132號、106
25 年度台上字第2400號判決意旨，昇原公司就陳美玲所造成光
26 洋科財報不實之行為，自無民法第28條或公司法第23條第2
27 項之適用。投保中心請求昇原公司應與陳美玲連帶負損害賠
28 償責任云云，非屬有據。

29 (九)原審駁回投保中心之請求，並無不當等語，資為抗辯。並答
30 辯聲明：1. 上訴駁回。2. 如受不利判決，願供擔保請准宣告
31 免為假執行。

01 七、安永事務所則以：

02 (一)投保中心應具體指出陳李賀等人之犯罪事實及不法行為，致
03 光洋科之系爭財務報表何項科目虛偽或隱匿，始能進一步探
04 討該虛偽、隱匿與會計師之何項查核行為有關，及該項查核
05 行為有無過失致授權人發生損害。茲投保中心並未具體指明
06 陳李賀等3人之犯罪事實及不法行為之全貌，僅援引重大訊
07 息及陳李賀等3人之自首狀、調查筆錄，逕認光洋科101年第
08 2季至104年第4季之財報內容有虛偽不實情事，舉證尚有不足。
09

10 (二)投保中心援引之櫃買中心定期專案查核報告暨實質審閱檢查
11 表，其內容諸多誤解簽證會計師黃世杰、涂清淵、胡子仁之
12 查核程序，亦未具體說明上開簽證會計師有何不正當行為或
13 違反或廢弛業務上應盡之義務，致授權人受有損害，已不可
14 採。況上開簽證會計師係依照一般公認審計準則及審計準則
15 公報規定查核光洋科財務報告，已善盡查核責任，仍難以查
16 知管理階層有串謀舞弊行為。是縱認光洋科之管理階層有串
17 謀舞弊行為，致系爭財報虛偽不實，且造成授權人損失，亦
18 應由陳李賀等人負最終損害賠償責任，與安永事務所無涉，
19 亦與上開簽證會計師無關。

20 (三)本件無詐欺市場理論之適用，按美國聯邦最高法院於1988年
21 Basic, Incv. Levinson案正式採用「詐欺市場理論(fraud-on-
22 -the-markettheory)」，認為不實資訊不僅欺騙個別授權
23 人，且欺騙市場，股價亦因不實資訊而變動，因此在一定條
24 件下，原告雖未閱讀財報，仍推定具有交易因果關係，但允
25 許被告得舉反證加以推翻。惟適用詐欺市場理論之前提為我
26 國證券市場已符合「效率市場」之假設，然學者認為我國證
27 券市場是否已具有「半強勢有效率市場」之性質，尚有疑
28 問。且「詐欺市場理論」僅用以推定交易因果關係，原告仍
29 應證明損失因果關係，亦即授權人雖無須證明其有閱讀虛偽
30 不實之資訊，即推定其買賣有價證券之行為與該虛偽不實資
31 訊間存在交易因果關係，惟授權人對於損失因果關係及其他

損害賠償要件，仍應負舉證責任。而我國司法實務見解如臺灣高等法院106年度金上字第8號、103年度金上字第13號及最高法院104年度台上字第225號判決，亦均認我國證券交易市場尚非「效率市場假說」所指之效率市場，此於交易量較小之櫃檯買賣交易市場尤其明顯。依此，光洋科之股票既係在櫃檯買賣市場交易，自不應採用詐欺市場理論。投保中心率爾以我國證券市場已符合「效率市場」，並逕引用「詐欺市場理論」推定交易因果關係存在，自非有據。

(四)詐欺市場理論僅適用於不法行為人有「故意」虛偽不實陳述，致影響證券價格真實性之情形，就會計師之責任，司法實務見解向來不採用詐欺市場理論（如最高法院78年度台上字第2437號、臺灣臺中地方法院90年度重訴字第706號、最高法院94年度台上字第2210號、臺灣高等法院臺中分院93年度金上字第4號、臺灣高等法院93年度重上字第33號、臺灣新北地方法院99年度金字第2號判決）。而安永事務所所屬會計師並無「故意」致系爭財報虛偽不實之行為，自無詐欺市場理論之適用。

(五)投資人在財報不實消息尚未被揭露前買賣股票，縱認為在買進時點受有「以灌水價格買進股票」之損失，然該損失亦因隨後「以灌水價格賣出股票」而轉嫁予後手。至買賣之間股價下跌所生價差損失，則顯非由財報不實消息所造成。蓋財報不實消息揭露前發生股價下跌，該下跌乃係其他因素所致，若容許投資人求償，無異將證券詐欺之賠償責任轉化為投資人之投資保險。又依美國Dura案之標準，只有在詐欺行為向投資大眾揭露後隨之而來的股票價值下跌，方為投資人可求償之損失。即我國最高法院104年度台上字第225號、104年度台上字第1700號、108年度台上字第1417號、105年度台上字第49號判決亦採認以「不實資訊遭揭穿或更正後，股價是否明顯下跌」，作為損失因果關係之證明方法。若採投保中心之主張，一旦發行公司財報不實，由於發行公司負絕對賠償責任，則不論該不實資訊是否係造成股價下跌之原

01 因，投資人均得以財報不實為由向發行公司求償，形同將投
02 資人一切投資損失悉數轉嫁予發行公司全體股東承受，此結
03 果絕非證交法之立法本意。

04 (六)系爭財報不實消息於105年5月13日遭揭露後，105年5月16日
05 光洋科股價雖下跌至8.75元，惟光洋科自106年1月3日
06 恢復交易後即上漲至10.55元，股價並未悖離大盤指數及同
07 類股指數走勢，且逐日上漲至近期(110年9月24日)每股51
08 元，足證光洋科並無因系爭財報不實消息揭露後，致生股價
09 急遽滑落之異常情事。且於系爭財報重編將淨利修正為淨損
10 並公告後，股價反而不斷上漲，顯見系爭財報不實消息並未
11 影響股價，而致授權人受有股價異常下跌之損失。授權人如
12 未能證明財報不實消息遭揭露後股價有明顯下跌之情，即難
13 認財報不實消息與授權人之跌價損失有關。

14 (七)光洋科自105年5月6日起陸續發生遭櫃買中心公告於5月10日
15 打入全額交割、獨立董事辭任、會計師主動終止委任等重大
16 事件，股價由105年5月6日每股16.3元連續下跌至5月13日每
17 股9.72元。上開重大事件皆發生於000年0月00日系爭財報不
18 實消息揭露前，足見光洋科股票於105年5月6日至13日間之
19 跌價係因其他市場因素所致，與系爭財報不實無關，欠缺損
20 失因果關係。又光洋科101年8月31日至105年5月6日間之自
21 然跌價部分，與系爭財報不實消息更無相關，均非授權人得
22 求償之範圍。

23 (八)證交法第20條第1項規範之對象為對於募集、發行或買賣有
24 價證券有虛偽不實之人；該募集、發行股票之人乃光洋科，
25 並非會計師，會計師更非授權人買賣股票之相對人，是安永
26 事務所所屬會計師自無證交法第20條第1項之適用。

27 (九)授權人因系爭財報不實所受股價價差之損失，乃「純粹經濟
28 上之損失」，與民法第184條第1項前段、第185條規範之侵
29 權行為客體「權利」有別，自無上開規定之適用。又證交法
30 第20條、第20條之1，係針對證券發行人編製財務報告及財
31 務業務文件之內容加以規定，其立法目的僅在保護社會法

01 益，非在保護個別股票投資人，非屬一般防止妨害他人權益
02 或禁止侵害他人權益為目的之規範，難認證交法係以保護他
03 人為目的之法律。再者，證交法第20條、第20條之1為獨立
04 之特殊侵權行為類型，其構成要件、舉證責任有其特殊立法
05 考量，自不得再解為係以保護他人為目的之法律，轉而適用
06 民法第184條第2項。是投保中心既已依證交法第20條、第20
07 條之1規定，請求被上訴人應負損害賠償責任，即不得再適
08 用民法第184條第2項規定，請求侵權行為之損害賠償。

09 (十)投保中心主張之持有人，係於95年1月13日至101年8月30日
10 間買進股票之授權人。惟投保中心遲至106年8月28日始提起
11 本件訴訟；故上開持有人之請求權，均已罹於證交法第21條
12 所規定之5年消滅時效，不得再為請求。

13 (十一)民法第28條係就「法人」侵權行為所為之規範，限於法人之
14 侵權行為責任。而安永事務所並非法人組織，其應負之責任
15 非屬民法第28條規範之範疇。投保中心依民法第28條規定，
16 請求安永事務所應與其所屬會計師連帶負損害賠償責任，並
17 無依據。

18 (十二)損害賠償之計算方式，學理上對於損害金額具體上應如何計
19 算，從最早期「毛損益法」、「淨損差額法」演進到「修正
20 式毛損益法」或「修正式淨損差額法」。而投保中心主張以
21 「毛損益法」計算損害，形同將非由財報不實消息所造成之
22 損害責令被上訴人負擔，與損失填補原則不符，此亦為最高
23 法院所不採(見104年度台上字第225號、104年度台上字第17
24 00號、108年度台上字第1417號判決)。又投保中心主張授權
25 人於系爭財報期間買進股票時，即有「溢價」損害，並計算
26 出授權人之「擬制損失」，惟該計算方式並無任何實務、學
27 理及法令依據。授權人在財報不實期間買進之股票，並且在
28 「財報不實消息揭露前」已以市價賣出者，基於財報不實內
29 容之影響在消息揭露「前」仍持續作用於股價，並已隨授權
30 人其後之賣出行為轉嫁予後手，因市場上並無任何財報不實
31 之消息，故此等以市價買進並賣出股票之授權人並未因財報

01 不實而受有價差損害，計算上均以「先進先出法」，將授權
02 人於財報不實期間買進、賣出之反向交易直接沖銷，不納入
03 求償股數計算。而投保中心主張之損害計算方式，並未將授
04 權人在財報不實消息揭露前已以市價賣出之股票沖銷，導致
05 求償股數虛增。其復將授權人以市價買入之價格與所謂「真
06 實價格」之價差擬制為授權人損失，後將已以市價賣出之價
07 格與所謂「真實價格」之價差擬制為授權人獲利，再以該
08 「擬制獲利」為求償金額之減項，計算出授權人之「擬制損
09 失」，形同以財報不實消息揭露前無關之其他市場因素所造
10 成之股價波動，來決定、計算最後之損害金額，與填補損害
11 法則有悖。

12 (三)再者，依投保中心在其他財報不實案件之求償登記注意事
13 項，投保中心受理求償登記之授權人範圍以：「系爭不實財
14 報期間，於市場買進股票且於不實財報資訊揭露『後』始賣
15 出而受有損失之授權人」為限，足見投保中心亦明知財報不
16 實消息揭露「前」即已賣出股票者，股價縱有下跌必然為其
17 他市場因素所致，顯與財報不實之消息無關。投保中心未將
18 上開期間已賣出之股票予以沖銷扣除，將其全數納入求償股
19 數，致求償股數虛增，其計算方法顯然有誤。再依投保中心
20 提出之原審判決附件一「善意買受人持股資料及求償計算
21 表」所示，並無任何一位授權人係在系爭財報不實消息揭露
22 「後」將光洋科股票賣出而受有損害者，均係在系爭財報不
23 實消息揭露前將股票賣出或揭露「後」仍持有股票者，是投
24 保中心提出之損害金額計算式，與其主張授權人之損害及損
25 失因果關係之論述，顯有矛盾。

26 (四)投保中心係以光洋科105年5月13日後10個交易日之平均收盤
27 價11.987元，擬制為光洋科自101年8月31日至105年5月13日
28 期間之真實價格，姑不論該真實價格之計算方式並無合法基
29 礎，且衡情光洋科之股價亦不可能在4年期間均靜止不動僅
30 有單一價格。是投保中心主張不論授權人於系爭財報期間之
31 任一時點買入或賣出股票，光洋科之真實價格均為11.987

01 元，並以授權人於系爭財報期間之「買價、賣價」與「真實
02 價格」之差額計算「擬制損失」、「擬制獲利」，要不可
03 採。實則，光洋科於101年8月31日至105年5月13日期間之
04 「真實價格」應如何計算，應非本件之首要爭點。應先審酌
05 者，為授權人是否因系爭財報不實消息揭露後，致受有損
06 害，且該損害與系爭財報不實間，有無相當因果關係存在，
07 始得依證交法等規定，請求被上訴人負損害賠償責任。

08 (五)經分析驗證全部授權人買賣系爭股票之結果，附表A為：授
09 權人於系爭財報期間買進股票，且於系爭財報不實消息揭露
10 日即105年5月13日「前」，將買進之股票「全部賣出」，因
11 其損失與財報不實無關，自不得求償，其損害賠償金額為0
12 元(見附表A，本院卷七第15至163頁)。附表B為：授權人於
13 系爭財報期間買進光洋科股票，且於系爭財報不實消息揭露
14 「前」，均未將其買進之股票予以賣出，亦即於105年5月13
15 日時仍繼續全部持有，因渠等並未因買賣股票而發生實際損
16 失，依民法第216條規定，自不得求償，其損害賠償金額應
17 為0元(見附表B，見本院卷七第165至306頁)。附表C為：
18 授權人於系爭財報期間買進光洋科股票，且於系爭財報不實
19 消息揭露「前」將買進之股票「部分賣出」，因渠等賣出部
20 分股票所生之價差損失，與財報不實無關，不得求償，而尚
21 未賣出之部分，亦因授權人仍持有股票而未發生實際損失，
22 亦不得求償，故其損害賠償金額為0元(見附表C，本院卷七
23 第307至835頁)。是依上開計算方法，投保中心之請求均無
24 理由。

25 (六)參加人主張授權人之損害至少應以消息公布當日的收盤價與
26 停止交易前的最低股價做比較云云。按參加人所謂授權人之
27 損失，係指授權人於系爭財報不實消息揭露「後」(即105年
28 5月13日後)實際賣出股票所受之股價差額損失，並以股價下
29 跌1日之差價即0.97元為計算。惟查，參加人所主張之授權
30 人損失，與投保中心所主張之授權人損失並不一致。且參加
31 人對於授權人是否確實於105年5月16日將持股賣出而受有差

01 額損失乙節，亦未提出任何事證，故參加人上開主張，尚屬
02 無據。

03 (七)原審駁回投保中心之請求，並無不當等語，資為抗辯。並答
04 辯聲明：1. 上訴駁回。2. 如受不利判決，願供擔保請准宣告
05 免為假執行。

06 八、黃世杰、涂清淵、胡子仁則以：

07 (一)由光洋科之財報觀之，黃世杰、涂清淵、胡子仁分別係查
08 核、核閱光洋科101年第2季至102年度、101年第2季至104年
09 度、103年第1季至104年度財報之簽證會計師，3人從未同時
10 查核、核閱光洋科系爭財報，是渠等所涉之責任比例與賠償
11 範圍自應分別論斷。投保中心雖主張會計師應按其過失比例
12 負責，然並未說明各會計師應負擔之責任比例及認定依據。
13 又投保中心上訴聲明泛稱黃世杰、涂清淵、胡子仁應與其他
14 被上訴人全部連帶給付附表一之一所示之求償金額，更有未
15 洽。

16 (二)依最高法院105年度台上字第2202號判決意旨，證交法第20
17 條規定並不適用於簽證會計師。況自法條文義觀之，會計師
18 依法執行財報簽證業務，並非從事證交法第20條第1項所定
19 之「有價證券之募集、發行、私募或買賣」行為。是投保中
20 心依證交法第20條第3項，請求黃世杰等3人賠償損害，自屬
21 無據。

22 (三)證交法第20條之1為民法第184條以下侵權行為相關規定之特
23 別規範，而會計師就財報不實之損害賠償責任，已為證交法
24 第20條之1第3項規定所涵蓋，是基於特別法優先於普通法之
25 原則，投保中心自無從依民法第184條第1項、第2項及第185
26 條，對黃世杰等3人請求賠償之餘地。

27 (四)投保中心僅泛以櫃買中心查核報告為依據，主張黃世杰等3
28 人有不正當行為或違反或廢弛其業務上應盡之義務云云。惟
29 查，該查核報告所列缺失僅涉及光洋科102年第1季及第2
30 季、102年度、103年度、104年第2季及第3季及104年度之財
31 報，並未涉及101年第2季至第3季、101年度及102年第3季、

01 103年第1季至第3季及104年第1季之財報。投保中心自應就
02 其他年度、季度之財報中會計師之疏失再為舉證。

03 (五)投保中心援引臺北高等行政法院107年度訴字第850號行政判
04 決(下稱系爭行政法院判決)主張黃世杰等3人執行業務有過
05 失云云。惟系爭行政法院判決認定黃世杰等3人涉有之疏
06 失，僅涉及光洋科102年度至104年度之財報，並未涉及100
07 年第1季至第3季、100年度、101年第1季至第3季、101年
08 度、102年第1季至第3季、103年第1季至第3季及104年第1季
09 至第3季之財報。投保中心自應就其他年度、季度之財報中
10 會計師之疏失另為舉證。

11 (六)系爭行政法院判決僅認定黃世杰等3人於查核102年度至104
12 年度財報時涉有「未適當執行查核或函證程序」、「未審慎
13 評估存貨備抵跌價損失之合理性」及「未取具足夠之查核證
14 據」等缺失，並未認定前揭財報之會計處理不當。換言之，
15 只要前揭會計處理正確無誤，縱使會計師未完善執行查核、
16 函證或評估程序，或取得之查核證據有不充足之情形，亦不
17 致因此產生財報不實之結果，或對授權人造成損害。是系爭
18 行政法院判決尚不得作為投保中心請求損害賠償之證明。

19 (七)投保中心以系爭財報經主管機關要求重編為由，主張黃世杰
20 等3人應就其查核與核閱之財報負損害賠償責任。惟投保中
21 心既未舉證證明系爭財報重編前後之差異，係因何種因素造
22 成？該差異是否係因黃世杰等3人違反或廢弛專業上注意義
23 務所致？況依證交法施行細則第6條規定，主管機關命公司
24 重編財報之原因甚多，重編財報並不表示簽證會計師查核或
25 核閱財報有缺失。是投保中心上開主張，容非有據。

26 (八)會計師以公司提供之資料與說明為基礎，對內或對外取具查
27 核證據，確認公司編製之財務報告是否符合一般公認會計原
28 則，且是否允當表達公司之財務狀況。倘公司編製之財報或
29 提供之資料存在蓄意隱匿或偽造，甚或管理階層共謀舞弊等
30 不法情形，會計師實不可能發現上情，此乃查核之先天限
31 制。而由陳李賀等3人之刑事自首狀與調查筆錄可知，渠等

01 係為不法遞延光洋科累積損失，而以虛增存貨、其他應付費
02 用、暫估應付帳款以及調整帳上存貨數量、請國外廠商提供
03 不實報價單等不法方式，惡意提供不實資料欺瞞簽證會計
04 師，並為避免引起會計師注意，而蓄意以上開方式隱匿財務
05 虧損。黃世杰等3人身為外部會計師，自不可能針對事前遭
06 隱匿之真實資訊進行閱覽、評估，或記載、反映於財報之查
07 核或核閱報告中。是黃世杰等3人就查核或核閱光洋科之財
08 報，自無任何故意或過失可言。

09 (九)涂清淵、胡子仁遭會計師懲戒委員會（下稱會懲會）認定查
10 核光洋科104年度財報有疏失，係因其等「在工作底稿未記
11 載何以採用單一供應廠商(即田中貴金屬公司)報價單價格，
12 而未採用國際價格之理由」，會懲會並未認定上開會計師
13 「採納田中貴金屬公司之報價為不當之會計處理」，足見會
14 懲會所認之上開疏失與財報之會計處理不當顯屬二事。涂清
15 淵、胡子仁未在工作底稿中充分記載採納田中貴金屬公司報
16 價之理由，並不致產生財報不實之結果，更不致使授權人受
17 有損害。

18 (十)實則，涂清淵、胡子仁早在105年5月4日核閱光洋科第1季財
19 報期間，即發現該公司有一未揭露給會計師之銀行帳戶，當
20 時安永事務所臺南所所長黃世杰與涂清淵、胡子仁即對光洋
21 科管理階層之誠信存疑，遂於翌日即將光洋科未確實揭露銀
22 行帳戶資訊給簽證會計師之情事陳報櫃買中心上櫃監理部人
23 員，並要求光洋科應於同年5月8日上午說明相關疑點及對財
24 務報告之影響，更請求安永事務所舞弊鑑識小組朱家德協理
25 協助釐清該帳戶之用途及對財報之影響。嗣於同年5月8日上
26 午，黃世杰等3人偕同朱家德協理(下稱安永團隊)與陳李
27 賀、陳裕明等人會面，要求該公司說明未揭露帳戶之疑點及
28 對財務報告之影響。詎陳李賀、陳裕明仍意圖隱匿財報不實
29 之事，未能就安永團隊提出之疑義做出合理說明，推諉該未
30 揭露帳戶與不法轉出黃金事件相關。嗣陳李賀先行離去，陳
31 裕明乃告知安永團隊，該公司長期提供不實之財務資訊予會

計師查核，並表示其將前往檢調機關自首，希望以自首換取減刑。至此安永團隊始知悉陳李賀、陳裕明長期隱匿、偽造財報資訊之行為。且據陳裕明告知，隱匿財報資訊係光洋科經營階層之聯合舞弊行為，為避免會計師發覺舞弊行為，光洋科甚至提供偽造之資料予查核團隊。安永團隊知悉上情後，隨即於當日決議終止委任，並於次一上班日即同年5月9日上午發函予光洋科解除委任，同時由時任光洋科簽證會計師之胡子仁、涂清淵具名主動向櫃買中心及金管會證券期貨局等單位舉發陳李賀等人之不法行為，有安永事務所105年5月9日(105)安永字第050112號函及(105)安永字第050107號函可證。

(二)公開發行公司之財報依法須由兩位會計師查核簽證，形式上為聯合簽證，實務運作上有主簽會計師(簽名欄位簽在上方之會計師)與協簽會計師(簽名欄位簽在下方之會計師)之區別，前者負責主要核閱或查核工作，後者僅協助主簽會計師就重大審計問題進行討論或覆核工作。而涂清淵雖為光洋科102年第1季至104年度之簽證會計師，然其僅擔任協簽會計師，對財報之核閱與查核工作之涉入範圍與程度，與主簽會計師有別，兩者之過失程度與比例，亦應分別視之。

(三)投保中心固稱黃世杰於98年8月、9月間即對光洋科管理階層有舞弊情事，及對於陳李賀等人之財報不實手法知之甚詳，其行為並經臺南地檢署以108年度偵字第13982號、109年度調偵字第112號、110年度偵字第16796號起訴(下稱系爭起訴書)云云。惟查，黃世杰於105年5月4日以後，猶以吹哨者角色，主動揭發陳李賀等人之不法行為，豈有在98年8月、9月間即對於光洋科管理階層之舞弊情事有所知悉。且上開案件目前尚在原法院110年度金訴字第355號刑事案件審理中，尚未判決確定。又投保中心主張光洋科財報不實之期別為100年至104年各期財報，然黃世杰遭起訴之犯罪事實僅涉及99年上半年度、99年度、100年上半年度與100年度財報，並未涉及101年至104年之各期財報；況系爭起訴書起訴

之對象僅黃世杰，並不包括涂清淵、胡子仁。是三位會計師負責查核、核閱光洋科財報之期別既有不同，渠等執行職務是否已善盡專業上應有之注意，亦應分別論斷。

(三)其餘關於本件無詐欺市場理論適用及投保中心應舉證證明損失因果關係等，均與安永事務所之意見同，不再贅述。

(四)原審駁回投保中心之請求，並無不當等語，資為抗辯。並答辯聲明：1. 上訴駁回。2. 如受不利判決，願以現金或無記名可轉讓定期存單供擔保，請准宣告免為假執行。

九、兩造不爭執之事實：

(一)光洋科於67年8月29日設立，其股票自94年1月31日起在櫃買中心開始櫃檯買賣，為上櫃公司，嗣於105年5月17日至106年1月2日遭櫃買中心停止櫃檯買賣，自106年1月3日起恢復櫃檯買賣迄今。

(二)光洋科於105年3月31日公告重大訊息，內容略以：「光洋科發現104年間已離職員工藉其職務之便，不法轉出黃金共450公斤，估計該公司損失512,704仟元。光洋科另發現其於104年底之LCM（金屬原料存貨評價）跌價未實現損失增提610,174仟元。上開損失已反映於該公司104年度經會計師簽證之財報，光洋科104年結算稅後淨損1,060,346仟元，每股虧損2.63元，104年底淨值為7,644,874仟元，每股淨值18.71元」。

(三)光洋科於105年5月9日公告重大訊息，內容為財報簽證會計師（即安永事務所胡子仁、涂清淵會計師）主動終止委任。

(四)光洋科於105年5月13日18時49分19秒在公開資訊觀測站發布主旨為：「本公司於105年5月13日召開重大訊息說明記者會」之訊息。

(五)光洋科於105年5月13日之收盤價為每股9.72元，105年5月16日收盤價為8.75元，於翌日即105年5月17日遭櫃買中心停止櫃檯買賣交易，至106年1月3日恢復交易後，該日光洋科股價回復至9.62元，106年1月4日上漲至10.55元，其後迄今（111年3月23日二審言詞辯論終結日）之股

01 價均高於8.75元。兩造對於投保中心所提出光洋科100 年1
02 月至106 年3 月股價變化資料（見原審卷一第130 至144
03 頁），其形式真正不爭執。

04 (六)各被上訴人任職於光洋科之職務及負責工作、期間如下：

- 05 1. 陳李賀，董事長，99年6 月15日至105 年5 月13日。
- 06 2. 陳裕明，財務主管、會計暨發言人，為100年第1季至104
07 年第4季各期財報簽章之財務主管（發言人職務係由光洋
08 科於102年8月30日公告異動，自102年9月1日生效）。
- 09 3. 陳美玲，監察人，102年6月28日至105年5月13日，為昇原
10 公司之法人股東代表人。
- 11 4. 黃世杰，為光洋科100年第1季至102年第4季財報查核簽證
12 會計師。
- 13 5. 涂清淵，為光洋科100年第1季至104年第4季財報查核簽證
14 會計師。
- 15 6. 胡子仁，為光洋科103年第1季至104年第4季財報查核簽證
16 會計師。
- 17 7. 安永事務所，為黃世杰、涂清淵、胡子仁所屬之會計師事
18 務所。

19 (七)被上訴人於100 年1 月1 日至105 年3 月31日間，因與光洋
20 科間具有如原審判決附表三所列之身分，分別參與光洋科系
21 爭財報之編製、查核、通過及公告，涉及之財報季別如原審
22 判決附表三「關聯財報」欄所示（原審判決附表三關於陳美
23 玲之關聯財報雖記載為102Q2-104Q4財報，投保中心於本院
24 更正為100-104年全部財報，核與櫃買中心之專案查核報告
25 綜合審閱意見相符，應可採信，見原審卷一第57頁反面，認
26 投保中心之更正與事實相符，足堪採用）。

27 (八)光洋科之系爭財報先後於原審判決附表四所列之時間公告，
28 公告當時之董監事、會計主管、簽證會計師，如該附表四所
29 示。又各該財報損益表中之淨損或淨利金額（除103年第四
30 季以外）如原審判決附表二所載（因原審判決附表二、四10
31 1年第一、二季重編前、後淨損利有誤，投保中心乃更正如

01 本判決附表二、四所示，被上訴人就此並不爭執，見本院卷
02 五第292至293頁）。

03 (九)光洋科自105 年8 月25日起，就系爭財報（101 年度第一
04 季、第二季財報未達重編標準，並未重編）重新上網公告，
05 並陸續公告部分重編後之財務報告，而重編後財報損益表之
06 淨損或淨利金額，101 年第1季為淨利3億2,009萬1,000元
07 （投保中心嗣更正如本判決附表二所示）。

08 十、本件爭點：

09 (一)光洋科系爭財報內容是否有不實登載情事？若有，該不實情
10 形為何？係何人所為？

11 (二)若光洋科系爭財報確有不實情事，是否足以影響市場投資人
12 為投資判斷？有無因此使授權人受有股價下跌之損害？

13 1. 本件有無詐欺市場理論之適用？如有，適用範圍為何？

14 2. 光洋科系爭財報如有不實記載，與授權人所受損害間，有
15 無交易因果關係？有無損失因果關係？

16 (三)投保中心依證交法第20條之1 第1 項、第20條第3 項、民法
17 第184 條第1 項後段、第2 項、第185 條規定，請求被上訴
18 人黃靖喬、陳育婕（前二人於繼承範圍內）、陳裕明、陳美
19 玲連帶負全部損害賠償責任，有無理由？

20 (四)投保中心依民法第28條、公司法第23條規定，請求被上訴人
21 昇原公司應與被上訴人陳美玲負連帶損害賠償責任，有無理
22 由？

23 (五)投保中心依證交法第20條之1 第3 項、第20條第3 項、民法
24 第184 條第1 項前段、第2 項、第185 條規定，請求被上訴
25 人黃世杰、涂清淵、胡子仁應與其他被上訴人連帶負損害賠
26 償責任，有無理由？又黃世杰等3 人抗辯依證交法第21條規
27 定，授權人之損害賠償請求權已經罹於5 年消滅時效，是否
28 有據？

29 (六)投保中心依民法第28條規定，請求被上訴人安永事務所應與
30 其所屬合夥會計師黃世杰、涂清淵、胡子仁連帶負損害賠償
31 責任，有無理由？

01 (七)若授權人確實因系爭財報不實而受有損害，應以何方式計算
02 其損害？

03 十一、得心證之理由：

04 (一)按有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺
05 或其他足致他人誤信之行為。發行人依本法規定申報或公告
06 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
07 事；證交法第20條第1、2項定有明文。次按前條第2項之財
08 務報告及財務業務文件或依第36條第1項公告申報之財務報
09 告，其主要內容有虛偽或隱匿之情事，下列各款之人，對於
10 發行人所發行有價證券之善意取得人、出賣人或持有人因而
11 所受之損害，應負賠償責任：一、發行人及其負責人。二、
12 發行人之職員，曾在財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章
13 者。會計師辦理第一項財務報告或財務業務文件之簽證，有
14 不正當行為或違反或廢弛其業務上應盡之義務，致第一項之
15 損害發生者，負賠償責任；證交法第20條之1第1、3項亦有
16 明定。本件投保中心主張被上訴人編製、通過、承認、查
17 核、公告虛偽不實之財報期間為100年第1季至104年第4季之
18 財報。而證交法第20條於95年1月11日修正公布、95年1月13
19 日修正施行，並增訂第20條之1，第20條之1於104年7月1日
20 再次修正公布，惟104年7月1日修正公布之證交法第20條之1
21 並無溯及適用之規定。是投保中心主張被上訴人就系爭財報
22 不實應負之證交法責任，於104年7月1日前公布之財報部
23 分，應適用行為時即95年1月11日修正公布、95年1月13日修
24 正施行之證交法第20條、第20條之1規定，先予敘明。

25 (二)光洋科系爭財報即100年第1季至104年第4季之財報，確有虛
26 偽不實情事：

27 1. 按當事人主張有利於己之事實者，就其事實有舉證之責任；
28 民事訴訟法第277條定有明文。主張法律關係存在之當事
29 人，僅須就該法律關係發生所須具備之特別要件，負舉證之
30 責任，至於他造主張有利於己之事實，應由他造舉證證明
31 (最高法院48年台上字第887號判決意旨參照)。次按當事

01 人主張有利於己之事實，就其事實有舉證責任，若一方就其
02 主張之事實已提出適當之證明，他造欲否認其主張者，即不
03 得不提出相當之反證，以盡其證明之責，此為舉證責任分配
04 之原則，更是民事訴訟法第277條基於「公平原理及誠信原
05 則，適當分配舉證責任」而設其抽象規範之具體展現（最高
06 法院102年度台上字第297號判決意旨參照）。

07 2. 投保中心主張光洋科之系爭財報係以不當會計作法隱匿損失
08 約17億元，且未依會計原則規定保守認列釘、鉬貴重金屬存
09 貨跌價損失約11億元，而有虛偽不實一節，為陳李賀等3人
10 所否認（見本院卷八第5頁），並各以前揭情詞置辯。依上
11 開說明，自應由投保中心就此負舉證之責任。

12 3. 查光洋科系爭財報先後於附表四「全件財報不實情形一覽
13 表」所列之時間公告，公告時之董監事、財務主管、簽證會
14 計師如附表四所示。又系爭財報損益表中之淨損或淨利金額
15 如附表二「不當會計作法之財報不實情形一覽表」所載。嗣
16 光洋科自105年8月25日起陸續就系爭財報重編或更正後重新
17 上網公告（101年度第一季、第二季財報未達重編標準，並
18 未重編）。及陳李賀等3人於105年5月13日向臺南市調處自
19 首財報不實等情，有光洋科100年至104年重編前、後財報節
20 本及陳李賀等3人之刑事自首狀在卷可稽（見原審卷三第293
21 至353頁、原審卷五第193至241頁、原審卷六第213至217
22 頁），此部分事實，首堪認定。

23 4. 參以陳李賀、陳裕明提出刑事自首狀自承略以：「第一部
24 分：為遞延累積損失，以達迴避一次認列損失之目的，陳李
25 賀授意陳裕明創造銷貨成本減項名目，藉由在會計帳上貸記
26 銷貨成本之方式，降低銷貨成本，以創造獲利外觀，遞延累
27 積損失，再以存貨、其他應付費用、暫估應付帳款等名義，
28 在每季季末弭平沖銷暫付款，導致存貨金額虛增，為避免單
29 位存貨成本增加產生跌價損失，陳李賀只得另行指示其妹陳
30 美玲協助調整帳上存貨數量，將客戶寄存之貨料數量納為自
31 有存貨數量。第二部分：陳李賀因不甘貴重金屬存貨市價下滑

而必須在會計上認列存貨跌價損失，要求外國廠商逕以礦業級材料市價加計損耗及加工成本之設算報價，作出報價單，提供陳裕明及不知情之成本課課長賴麗君作為認定市價基礎，導致存貨評價失卻真實，此評價損失金額截至105年3月底約11億元」等語（見原審卷六第213至214頁）；及陳美玲提出刑事自首狀自承略以：「陳美玲受兄長陳李賀請託，在近年間，為避免光洋科單位存貨成本增加產生跌價損失，協助調整帳上存貨數量，將客戶寄存之貨料數量納為自有存貨數量，致生光洋科帳冊上有不實記載」等語（見原審卷六第216頁）。堪認投保中心主張系爭財報有虛偽不實之情，並非無據。

5. 兼以陳李賀等3人上開編製虛偽不實財報行為，業經臺灣臺南地方檢察署檢察官於110年8月23日以108年度偵字第13982號、109年度調偵字第112號、110年度偵字第16796號，認該3人均係犯證交法第20條第2項，應依同法第171條第1項第1款、第179條論處之公告申報財報不實罪嫌提起公訴在案（見本院卷九第287、61至458頁），更徵投保中心主張陳李賀等3人有編製不實財報之行為，洵可採信。
6. 審諸主管機關金管會因光洋科發生陳李賀等3人自首帳冊不實之情事，乃以105年7月15日金管證審字第1050026239號函，要求光洋科評估對財務報告之影響，並依證交法施行細則第6條第1項規定重編或更正相關期間財務報告。因光洋科之財務報告簽證會計師安永事務所胡子仁、涂清淵會計師，均已主動終止委任，光洋科乃於105年8月重新委任南台聯合會計師事務所丁澤洋、蔡玉琴會計師就100年至104年之各期財務報告及105年第3季財務報告為重編或更補正。經丁澤洋、蔡玉琴會計師查核或核閱後重新申報，光洋科並已於105年12月5日完成重編或更補正程序（光洋科100年至104年重編或更正後歷次財報節本，見原審卷五第193至241頁）。而櫃買中心因上開情事，亦要求光洋科提供帳冊以供查核，櫃買中心審查後製作「光洋科105年第3季（重編後）專案查核

報告暨實質審閱檢查表」、「104年度第1季與104年度財報實質審閱結果」（見原審卷一第53至96頁），並提供予投保中心。

7. 而觀諸櫃買中心就光洋科100年至104年重編後財務報告之綜合審閱意見認：「光洋科於100年至104年，以『暫付款』此一虛假分錄降低銷貨成本及存貨評價損失（先以『暫付款』虛減銷貨成本掩飾虧損，期末以總帳調整將暫付款轉入存貨，再調撥客戶來料庫存數增加存貨量以便壓低成本）方式；搭配變造客戶報價單以減少貴金屬認列存貨評價損失；又將100年12月31日前承作賣出選擇權之損失認列於暫付款，而未依會計原則認列為發生當期之損益，以致於影響光洋科100年度至104年度之財報，因而影響損益表及光洋科100年至104年淨利」等語，有櫃買中心105年度第3季上櫃公司定期專案查核報告暨實質審閱檢查表在卷可憑（見原審卷一第57頁反面），益證光洋科確有以上開方式編製虛偽不實財報之情事。

8. 再由重編前、後各季財報之淨損或淨利如附表二所示，其中確有多季財報由淨利變為淨損，亦足以佐證系爭財報確有虛偽不實之情。

9. 光洋科系爭財報虛偽不實情形，係陳李賀指示陳裕明及陳美玲所為，業據陳李賀等3人於自首狀陳明在卷。而陳裕明身為財務主管，對於光洋科之存貨數量自係知之甚詳，故其對陳美玲不實調整帳上存貨數量一節，必然知悉，甚至授意為之，是陳李賀等3人具有共同編製不實財報之行為，洵堪認定。

10. 綜合前述，投保中心主張陳李賀等3人共同利用虛設會計分錄創設暫付款此一會計科目，變相降低銷貨成本，並搭配要求外國廠商製作不實客戶報價單，以減少貴金屬認列存貨評價損失，及將賣出選擇權之損失認列於暫付款，而未認列為發生當期之損益等方式，隱匿光洋科之損失，致系爭財報之各期資產負債表，其中「透過損益按公允價值衡量之金融資

01 產-流動」、「避險之衍生性金融商品-流動」、「存貨淨
02 額」、「遞延所得稅資產」、「透過損益按公允價值衡量之
03 金融負債-流動」、「避險之衍生性金融負債-流動」、「應
04 付帳款」、「其他流動負債」、「遞延所得稅負債」等會計
05 科目，以及綜合損益表其中「營業成本」、「營業外收入及
06 支出」、「所得稅費用」、「本期淨利」等會計科目記載不
07 實等情，並非無據。陳李賀等3人否認系爭財報虛偽不實云
08 云，未據提出反證以實其說，自難採信。

09 (三)本件無詐欺市場理論之適用：

- 10 1. 按所謂詐欺市場理論 (the fraudonthemarket theory)，
11 係指「在一個開放且發展良好之證券市場，重大之不實陳述
12 或遺漏，一般均會影響股價。因為市場投資人普遍以股價作
13 為其價值之表徵，即使有投資人並未直接信賴該不實陳述或
14 遺漏，此等投資人仍可推定為被詐害者，此一理論結合『效
15 率市場假設』學說 (efficientmarkethypothesis)，用以
16 推衍投資人得以信賴『證券市場之正直性』 (theintegrity
17 of thesecurities markets) 之結論」。然「援用『對市場
18 詐欺』理論之前提，必須該證券市場為一開放且發展良好之
19 半強勢有效率市場」(見賴英照著最新證券交易法解析2009
20 年10月再版，及劉連煜著論證券交易法一般反詐欺條款之因
21 果關係問題，本院卷三第305至314頁)。是依我國學者之見
22 解，適用詐欺市場理論之前提，必須我國之證券市場屬於效
23 率市場，始足當之。惟我國證券市場是否屬於效率市場，學
24 說及實務見解並無定論。
- 25 2. 美國聯邦最高法院於1988年Basic, Inc. v. Levinson案正式採
26 用「詐欺市場理論(fraud-on-the-markettheory)」，認為
27 不實資訊不僅欺騙個別投資人，且欺騙市場，股價亦因不實
28 資訊而變動，因此在一定條件下，原告雖未閱讀財報，仍推
29 定具有交易因果關係，但允許被告得舉反證加以推翻。美國
30 聯邦最高法院在Basic, Inc. v. Levinson案所指的效率市場，
31 應係指半強勢的市場而言。又Basic, Inc. v. Levinson案所適

用的「詐欺市場理論」，僅用以推定交易因果關係，原告仍應證明損失因果關係，證明其買賣證券的損失，係因證券詐欺或不實資訊所造成。美國司法實務係以集團訴訟及效率資本市場假說理論發展出所謂「詐欺市場理論」，其定義為「行為人故意」致虛偽不實之財報等資訊公開於市場中，視為對整體市場之詐欺行為，而投資人得以「信賴市場股價」為由，說明其間接信賴公開之財報等資訊，故投資人無須證明其有無閱讀系爭虛偽不實資訊之信賴關係，即推定其買賣系爭有價證券之行為與該虛偽不實資訊間，存在「交易因果關係」，惟投資人對於「損害因果關係」及其他損害賠償要件仍負舉證責任（見本院卷三第305至310頁）。

3. 審諸證交法或其他法令既未明定我國證券交易市場（含櫃檯買賣交易市場）屬「效率市場假說」所指之效率市場，亦未明定我國證券交易市場有詐欺市場理論之適用；此外投保中心復未舉證證明上情，應認本件並「無」詐欺市場理論之適用。
4. 然衡酌上市上櫃公司之盈虧及其成長性，乃投資人購買股票之重要參考，財務報告更是投資人據以獲悉公司營業、財務、盈虧等資訊之管道。企業經營管理者，倘利用其資訊上優勢，故意製作虛偽之財報申報或公告，將足使投資人誤信該企業營運正常，而作出買賣股票之決定。考量武器平等原則及誠信原則，並為健全我國證券市場體質，與國際接軌，達成發展國民經濟，保障投資之目的（證交法第1條規定參照），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277條但書之規定予以減輕，始符公平。從而，投保中心主張本件授權人均為光洋科股票之投資人，渠等因系爭不實財報而受有損害，固可無庸就其信賴不實財報而購入股票之「交易因果關係」負舉證責任，然投保中心就授權人因此所受損害及損害金額暨損害與不實財報間之「損失因果關係」，仍應負舉證之責（最高法院104年度台上字第225號判決即便援引「詐欺市場理論」，認為不論投資人

01 是否閱讀公司不實財報，均可推定其信賴此財報而有交易因
02 果關係，無待舉證或減輕舉證責任，但認投資人仍須證明其
03 損害及金額與不實財報間之因果關係）。

- 04 5. 投保中心主張：參考美國詐欺市場理論之法理，應將因果關
05 係之舉證責任轉由從事不法行為之被告負擔，推定其因果關
06 係，亦即除非被告舉證證明被告之虛偽詐欺行為或不實財報
07 與投資人之損害無因果關係，否則應推定其因果關係存在，
08 且其範圍包括推定交易因果關係及損失因果關係云云，依上
09 開說明，尚難採取。

10 (四)本件授權人雖無庸證明渠等係因信賴不實財報而購入股票之
11 交易因果關係，然就系爭財報不實與渠等所受損害間之損失
12 因果關係，仍應負舉證之責：

- 13 1. 按發行公司之投資人，不問係在公開市場買賣，或於公司發
14 行新股時向發行人認購，倘因信賴公司之不實財務報告或公
15 開說明書，而買入或認購公司股票，致受有損害者，須證明
16 其損害及金額與不實財務報告或公開說明書間，有相當因果
17 關係（最高法院108年度台上字第1417號判決意旨參照）。
18 不實財報公告前已取得有價證券之持有人，就其因而所受之
19 損害，依證交法第20條之1第1項至第3項規定，為損害賠償
20 請求者，須證明其損害及與不實財報間有因果關係（最高法
21 院104年度台上字第225號判決意指參照）。又財報不實消息
22 遭揭露後，股價是否明顯下跌，應足以作為損失因果關係之
23 證明方法（最高法院105年度台上字第49號判決意旨參照）。
24 2. 本件雖無詐欺市場理論之適用，惟依前開說明，為健全我國
25 證券交易市場體質，發展國民經濟，保障投資安全，關於交
26 易因果關係之舉證責任，應依民事訴訟法第277條但書規定
27 予以減輕；是授權人固無庸就渠等係信賴系爭不實財報而購
28 入股票之交易因果關係負舉證責任。惟仍須就系爭不實財報
29 與其所受損害間之損失因果關係負舉證之責。

30 (五)授權人縱受有損害，亦與系爭不實財報間不具相當因果關
31 係：

- 01 1. 查光洋科於67年8月29日設立，其股票自94年1月31日起在櫃
02 買中心開始櫃檯買賣。嗣光洋科於105年5月13日18時49分19
03 秒在公開資訊觀測站發布召開重大訊息說明記者會，說明
04 「陳李賀等3人以不當會計作法，遞延公司累積損失約17億
05 元，亦未依會計原則規定，保守認列鈦、鉬貴重金屬存貨之
06 跌價損失約11億元，且陳李賀等3人已向臺南市調處自
07 首」。又光洋科股價於105年5月13日之收盤價為9.72元，於
08 財報不實消息揭露次一交易日即105年5月16日收盤價為8.75
09 元。後光洋科股票於翌日17日即遭櫃買中心停止櫃檯買賣交
10 易，至106年1月3日始恢復交易，該日光洋科股價回復至9.6
11 2元，106年1月4日上漲至10.55元，其後至111年3月23日本
12 院言詞辯論終結止之股價均高於8.75元等情，為兩造所不爭
13 （見本院卷八第106頁），並有光洋科105年5月13日重大訊
14 息說明及100年1月至106年3月股價變化資料在卷可憑（見原
15 審卷一第50、130至143頁），上開事實，堪信屬實。
- 16 2. 按系爭財報不實消息於105年5月13日揭露後，次一交易日10
17 5年5月16日光洋科股價雖下跌至8.75元，跌幅為9.98%
18 【 $(9.72-8.75) \div 9.72 = 9.98\%$ 】；惟光洋科股價於105年5
19 月6日之次一交易日即同年5月9日之跌幅為9.82%，5月10日
20 之跌幅為9.86%，11日之跌幅為9.81%，12日之跌幅為9.6
21 2%，13日之跌幅為10%，有臺灣股市資訊網光洋科日線圖在
22 卷可查（見本院卷四第215至218頁），依此參互比較，光洋科
23 股價於105年5月16日之跌幅，並未較揭露前105年5月9日至1
24 3日之股價有巨大跌幅。再依光洋科於恢復交易後106年1月3
25 日至106年1月9日之漲跌幅觀之，其漲幅在9.41%至9.95%之
26 間，有附表乙可參（見本院卷二第157頁、本院卷六第409
27 頁），足見光洋科股價在不實財報消息揭露前、後之股價漲
28 跌幅相當，漲跌幅均在10%左右，是尚難認105年5月16日之
29 股價有巨幅下跌之情。況光洋科自106年1月3日恢復交易
30 後，106年1月3日收盤價9.62元，106年1月4日上漲至10.55
31 元，106年2月21日上漲至15.75元，股價並未悖離大盤指數

01 及同類股指數走勢，且逐日上漲至近期(109年12月30日)每
02 股43.55元，有櫃買中心108年11月25日函及附件、原審判決
03 附件三依據上開資料製作之光洋科、櫃買指數及其他電子業
04 指數走勢圖，暨光洋科99年12月30日至109年12月30日歷史
05 股價查詢明細在卷可憑（見原審卷五第291至295頁、本院卷
06 一第739至740頁、本院卷四第219至267頁）。足證系爭財報
07 不實消息揭露後，光洋科股價並無大幅滑落之異常情事，難
08 認財報不實與授權人之損害間具有相當因果關係。

09 3. 審諸光洋科自105年5月6日起陸續發生遭櫃買中心公告於5月
10 10日打入全額交割、獨立董事辭任、會計師主動終止委任等
11 重大事件，有光洋科105年5月歷次重大訊息一覽表、歷次重
12 大訊息說明、櫃買中心公告及新聞報導在卷可查（見本院卷
13 五第207至236頁）；股價由105年5月6日每股16.3元連續下
14 跌至5月13日每股9.72元，亦有105年5月份股價表在卷可考
15 （見本院卷五第465頁），足見上開期間光洋科股價之持續
16 下跌乃必然趨勢，105年5月13日縱未發生財報不實消息揭露
17 事件，衡情股價仍會持續下跌，是105年5月13日系爭財報不
18 實消息之揭露，並非係造成次一交易日即105年5月16日股價
19 下跌之唯一因素，是系爭財報不實與105年5月16日股價下跌
20 間，顯不具有相當因果關係。

21 4. 投保中心雖主張：光洋科股價自105年5月9日至5月16日計6
22 個交易日連續跌停，主要係因財報不實消息已自105年5月6
23 日起分別藉由不同報導或公告而逐漸洩露於證券市場，終至
24 105年5月13日因陳李賀等3人自首，始於證券市場完整揭露
25 財報不實內容，上開不同報導或公告間，前後貫穿而具有同
26 一性，足證105年5月16日之股價下跌與系爭不實財報具有因
27 果關係云云。惟查，105年5月6日至12日之重大訊息公告，
28 均未提及財報不實事宜，此觀105年5月歷次重大訊息即明
29 （見本院卷五第207至236頁）。是投保中心上開主張，難認
30 可採。

31 5. 參加人光洋科雖主張：本件至少應以不實財報消息揭露當日

01 105年5月13日之收盤價9.72元，與停止交易前之最低股價即
02 105年5月16日收盤價8.75元相比較，其差額即係授權人最少
03 之損害額云云。惟查，光洋科自105年5月9日以來陸續受到
04 上開重大訊息影響，致股價持續下跌，105年5月13日縱未發
05 生財報不實消息揭露事件，其股價仍會持續下跌，故105年5
06 月13日系爭財報不實消息之揭露，與次一交易日105年5月16
07 日之股價下跌間，不具相當因果關係一節，已如前述，是參
08 加人光洋科主張本件應以105年5月13日之收盤價與105年5月
09 16日收盤價相比較，計算授權人之損害額云云，要非可採。

10 (六)投保中心所指之善意買受人及持有人並未因系爭財報不實，
11 而受有損害：

12 1. 投保中心雖將請求損害賠償之授權人區分為善意買受人與持
13 有人，並認為善意買受人之範圍為：自101年第2季財報公告
14 之翌日即101年8月31日起，至財報不實消息揭露即105年5月
15 13日止買入股票，而受有損害者；持有人之範圍，為自95年
16 1月13日證交法修正施行起至101年第2季財報公告日101年8
17 月30日止買入股票，且於系爭財報不實期間繼續持有至105
18 年5月13日，嗣於105年5月16日後始賣出，而受有損害者
19 （見原審卷一第11頁正反面）。然觀諸證交法及相關法令並
20 未就善意買受人及持有人有所定義，是投保中心自設其定義
21 及範圍，已乏依據。

22 2. 又觀諸投保中心辦理其他財報不實案件之求償登記注意事
23 項，其受理求償登記之投資人範圍為：「系爭不實財報期
24 間，於市場買進股票且於不實財報資訊揭露『後』始賣出而
25 受有損失之投資人」（見本院卷七第837至847頁），足見投保
26 中心亦明知財報不實資訊揭露「前」即已賣出股票者，股價
27 縱有下跌必然為其他市場因素所致，而與財報不實資訊無
28 關，故於計算投資人之求償股數時係將「消息揭露前已賣出
29 之股票」排除在求償範圍外。依此，本件投保中心以善意買
30 受人於系爭不實財報期間買進之股票作為計算損害之基準，
31 卻未將上開期間已賣出之股票予以扣除，逕將其全數納入求

01 償股數，其計算方式應屬有誤，不足採取。

02 3. 次按投資人即使以灌水價格（即超出真實價格之價格）買入
03 股票，若在財報不實消息揭露前即賣出，則股票之買入賣出
04 間均未受到財報不實消息之影響，投資人仍須證明財報不實
05 之消息已造成損失，始能請求賠償，且僅止於賠償「財報不
06 實消息事實上所造成的經濟損失」，不能將其轉化為填補投
07 資人交易損失的投資保險。換言之，投資人在財報不實資訊
08 尚未被揭穿或更正前，股價在市場正常運作之情況下買賣股
09 票，縱認為在買進時點受有「以灌水價格買進股票」之損
10 失，然該所謂損失亦因隨後「以灌水價格賣出股票」之行為
11 而抵銷。至於買賣間股價下跌所生之價差損失，則顯非由財
12 報不實資訊所造成，此時若容許投資人求償，無異將證券詐
13 欺之賠償責任轉化為投資人之投資保險，殊非允洽。是證券
14 詐欺之損害發生時點並非在於投資人買進股票之時，而是在
15 於財報不實消息已為市場大眾知悉並加以反映之後。是以，
16 只有在詐欺行為向投資大眾揭露後隨之而來的股票價值下
17 跌，才是投資人可請求賠償的損失，在詐欺行為未被揭穿之
18 前，任何市場的價格波動都可能對投資人直接造成影響，不
19 能全部歸由詐欺行為人負責。準此，財報不實消息揭露
20 「前」，投資人以市價買進及賣出股票所生之投資虧損，與
21 財報不實間顯然欠缺損失因果關係。而依投保中心提出之
22 「善意買受人持股資料及求償計算表」觀之（見原審卷一之
23 五至一之十三，即原審判決附件一），並無任何一位善意買
24 受人係在系爭不實消息揭露「後」將光洋科股票賣出，可認
25 係在系爭財報不實消息揭露前即將股票賣出或揭露後仍持有
26 股票，則揭露前已將股票出賣者，並未受有損害，已如前
27 述，在揭露後仍持有股票者，因自106年1月3日恢復交易迄
28 今，股價係呈上漲局勢，至109年12月30日每股為43.55元，
29 是善意買受人亦未受有損害，投保中心就善意買受人部分請
30 求被上訴人賠償損害，自屬無據。

31 4. 投保中心雖以系爭財報不實消息揭露後十個營業日之平均收

01 盤價11.987元，作為所謂真實價格，並以之作為計算損害賠
02 償金額之依據。惟查，證交法或其他法令並無關於股票真實
03 價格之規定，投保中心以上開方式計算真實價格，已非有
04 據。況縱以該真實價格11.987元為據，觀察光洋科自101年8
05 月30日至105年5月13日之歷史行情資料，可知其股價多在20
06 至40元之間（見原審卷六第96至103頁），均高於上開真實
07 價格甚多，由此亦證上開期間買入並賣出之善意買受人實無
08 損害可言。

09 5. 再按投保中心主張於95年1月13日至101年8月30日期間買進
10 光洋科股票，且繼續持有至105年5月13日，嗣於105年5月16
11 日後始出賣者為持有人；則上開持有人既係在系爭財報不實
12 消息105年5月13日揭露前買進光洋科股票，其買進股票時，
13 光洋科之財報均為真實，且因其繼續持有股票，而光洋科之
14 股價自106年1月3日起即一路上揚迄今，絕大多數持有人係
15 於106年1月3日後以高於系爭財報不實消息揭露前之每股9.7
16 2元將其股票賣出，有投保中心提出之「持有人持股資料及
17 損害計算表」附卷可按（見原審卷一第184至185反面，即原
18 審判決附件二），足見上開持有人並未因系爭財報不實消息
19 揭露而受有損害。投保中心主張持有人受有股價跌價之損失
20 云云，核屬無據。至於105年5月16日當日以每股8.75元賣出
21 股票之持有人，因105年5月16日之股價下跌，係受自105年5
22 月6日起之重大訊息影響所致，該日股價下跌與財報不實消
23 息之揭露不具相當因果關係，已如前述，是105年5月16日當
24 日賣出股票之持有人縱受有損害，亦與系財報不實間不具因
25 果關係。是投保中心就持有人部分請求被上訴人賠償損害，
26 亦屬無據。

27 6. 基上說明，投保中心所指之善意買受人及持有人，均未因系
28 爭財報不實而受有損害；於105年5月16日當日賣出股票而受
29 有損害之持有人，該損害亦與系爭財報不實間不具相當因果
30 關係，是渠等請求被上訴人賠償損害，均屬無由。

31 十二、綜上所述，投保中心主張陳李賀等3人共同以前述之不當

會計作法，隱匿及遞延光洋科之損失，而就系爭財報之資產負債表、綜合損益表之會計科目為虛偽不實之記載一節，雖屬有據；然投保中心既無法舉證證明附表一之一一所示之善意買受人及持有人之損失與光洋科之系爭財報間有損失因果關係存在；且上開善意買受人及持有人復未受有損害。從而，投保中心個別依附表甲所示之規定，請求被上訴人連帶給付如附表一之一一所示求償總額欄所示之金額，及自107年5月3日起至清償日止，按週年利率百分之5計算之利息，均非正當，不應准許。原審為上訴人投保中心敗訴之判決，並駁回其假執行之聲請，並無不合。上訴論旨指摘原判決不當，求予廢棄改判，為無理由，應駁回其上訴。

十三、投保中心既無法舉證證明附表一之一一所示之善意買受人及持有人受有損害及損害與不實財報間具有因果關係，而經本院判決駁回其上訴，則被上訴人是否應全部連帶負損害賠償責任，昇原公司是否應對陳美玲編製作不實財報之行為負連帶責任，黃世杰等3名會計師與其合夥之安永事務所是否應負連帶責任等，即無再加論述之必要，附此說明。

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

十五、據上論結，本件上訴為無理由，依民事訴訟法第449條第1項、第78條，判決如主文。

中 華 民 國 111 年 5 月 26 日
民事第四庭 審判長法官 張世展

法 官 洪挺梧

法 官 黃佩韻

上為正本係照原本作成。

上訴人如不服本判決，應於收受送達後20日內向本院提出上訴書狀，其未表明上訴理由者，應於提出上訴後20日內向本院補提出理由書狀（均須按他造當事人之人數附繕本），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訴訟法第466條之1第1項但書或第2項（詳附註）所定關係之釋明文書影本。如委任律師提起上訴者，應一併繳納上訴審裁判費。
被上訴人不得上訴。

中 華 民 國 111 年 5 月 26 日

書記官 黃玉秀

【附註】

民事訴訟法第466條之1：

(1)對於第二審判決上訴，上訴人應委任律師為訴訟代理人。但上訴人或其法定代理人具有律師資格者，不在此限。

(2)上訴人之配偶、三親等內之血親、二親等內之姻親，或上訴人為法人、中央或地方機關時，其所屬專任人員具有律師資格並經法院認為適當者，亦得為第三審訴訟代理人。

民事訴訟法第466條之2第1項：

上訴人無資力委任訴訟代理人者，得依訴訟救助之規定，聲請第三審法院為之選任律師為其訴訟代理人。

附表一之一：授權人名單暨求償金額一覽表（減縮後）

附表二：不當會計作法之財報不實情形一覽表

附表三：被上訴人任職光洋科期間及關聯財報

附表四：全件財報不實一覽表

附表甲：投保中心對被上訴人個別之請求權基礎

附表乙：光洋科105年5月9日至106年1月9日之漲跌幅度一覽表

