最高法院民事判決

108年度台上字第1496號

上　訴　人　李鳳翺律師即綠能科技股份有限公司破產管理人
訴訟代理人　范國華律師
　　郭凌豪律師
　　張婋婷律師
上　訴　人　林蔚山
　　林和龍
上二人共同
訴訟代理人　孫慧芳律師
　　陳昶安律師
　　林佳儀律師
　　范國華律師
　　郭凌豪律師
被上訴人　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　林煒倫律師

上列當事人間請求損害賠償事件，上訴人對於中華民國108年3月12日臺灣高等法院第二審判決（106年度金上字第17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

本件上訴人綠能科技股份有限公司（下稱綠能公司）上訴本院後之民國108年9月25日經經濟部為解散登記，選任林俊儀、陳以敦、余景仁擔任清算人；嗣經臺灣臺北地方法院（下稱臺北地院）於109年2月21日以108年度破字第35號裁定宣告破產，並於同年3月30日以109年度執破字第4號裁定選任李鳳翺律師為破產管理人；有經濟部商工登記公示資料查詢服務、臺北地院公告為憑。茲據林俊儀、陳以敦、余景仁及李鳳翺律師先後聲明承受訴訟，均無不合，合先敘明。

其次，被上訴人主張：綠能公司於100年1月25日在臺灣證券交易

所公開資訊觀測站（下稱資訊觀測站）公告「100 年度簡式財務預測」（下稱原財測）。嗣同年4 月起因歐債危機及中國大陸削價競爭，矽晶圓價格崩盤，綠能公司南科廠無法如期於同年5 月開始量產。上訴人林蔚山（下稱林蔚山）、林和龍（下稱林和龍）斯時分別為綠能公司董事長、總經理，在100年6月10日前即知悉綠能公司100年5月份自結損益由盈轉虧，後續營運結果預測不佳而與原財測產生重大差異，經訴外人即綠能公司財務長謝國雄於同月20日會計結帳會議中表示必須更新原財測。惟綠能公司遲至同年8 月29日始於資訊觀測站公告更新原財測，翌日綠能公司股價跌幅達6.86%，其後6個營業日一路下跌至新臺幣（下同）41.75 元。伊之授權人馬肇聰等913 人（下稱授權人）因信賴原財測，自100 年6月21日起至同年8月29日止以高於真實價格之股價買入綠能公司股票，因此受有如原審判決附件（下稱附件）一所示之損害等情。爰依104年7月1 日修正前證券交易法（下稱證交法）第20條第2項、第20條之1第1項、民法第184條第2項、第185條第1 項前段及公司法第23條規定，求為命上訴人連帶給付授權人如附件一所示及自起訴狀繕本送達翌日加付法定遲延利息，並由被上訴人受領之判決。

上訴人則以：證交法第20條第2項、第20條之1之規範客體不包括簡式財務預測（下稱簡式財測）。簡式財測並不具備擔保性質，僅屬預測之意見，非投資人之信賴基礎，不具重大性，縱與日後實際發展不同，發行人亦不負有更新簡式財測之義務。綠能公司於會計年度第2季結束前之100 年6月20日未能判斷是否應更新原財測，未違反更新義務。綠能公司股價下跌，係受除權、除息影響，難認與原財測之更新間有因果關係。被上訴人遲至104年8月3日提起本訴，已罹於證交法第21條規定之2年消滅時效等語，資為抗辯。

原審維持第一審所為命上訴人連帶給付之判決，駁回其上訴，係以：按證券市場交易之特殊性，要求將投資人作成合理投資判斷所需之必要資訊，公諸於世，為證券市場運作之前提要件。我國自80年起採行財務預測（下稱財測）揭露制度，91年6 月12日增

訂證交法第36條之 1，係財測揭露之法源依據，屬證交法第20條第2 項規定之財務業務文件，主管機關據以於同年11月14日訂頒「公開發行公司公開財務預測資訊處理準則」（下稱財測處理準則），採強制揭露。嗣93年12月9 日修正後，改採自願揭露，僅第6條例外規定強制揭露，並於第5條規定分為簡式財測與完整式財測。因公司最了解本身之財務業務狀況，採自願揭露，主管機關可對公司課以較高之注意義務，以追究有無藉由財測之揭露或更新，達成影響證券交易價格或從事內部人交易之不當意圖。綠能公司於100年1月25日自願公告原財測後，嗣同年4 月起因歐債危機及中國大陸削價競爭，矽晶圓價格崩盤，綠能公司南科廠無法如期於同年5月開始量產，林蔚山、林和龍早於100年5 月間即知悉綠能公司自結損益結果由盈轉虧、後續營運結果預測不佳，而與原財測產生重大差異，綠能公司100年6月10日完成5 月份自結損益報表，可認原財測所憑之基本假設已發生變動，財務長謝國雄於100年6月20日會計結帳會議中向林和龍報告原財測更新必要並討論之，綠能公司已自主性評估原財測基本假設已生重大變動而應更新，依財測處理準則第11條第1 項規定，即負有更新原財測之義務。揆諸林和龍、綠能公司營運總處副總經理林士源及財務、會計人員謝國雄等人自100年6月21日起至同年8 月23日止，各自出賣其等持有之綠能公司股票，犯內線交易罪於法院審理中；綠能公司遲至100年8月29日公告更新原財測後股價崩盤，原財測之更新對於綠能公司之股價變動具有重大性。足證林蔚山、林和龍明知綠能公司編製原財測時之基本假設已生變動，卻於100年6月20日故意怠於更新原財測，隱匿該等變動情事，以誤導投資人作成錯誤投資決定，構成證交法第20條第2 項規定之隱匿財務業務文件。其次，我國證交法第20條之1規定係繼受自美國1934年證券交易法第10b-5條規定，並繼受美國法之「詐欺市場理論」；依證交法第36條之1 及99年12月22日行政院金融監督管理委員會修正發布前之證交法第157 條之1第4項重大消息範圍及其公開方式管理辦法（原審誤用非行為時之規定）第2 條第10款規定財測產生差異，列為影響投資人投資決定之重大消息，我國法係

以財測具重大性，上訴人抗辯財測非為投資人信賴之基礎云云，並不可採。林蔚山、林和龍至遲於100年6月20日即知綠能公司公告原財測已產生差異卻隱匿之，迄同年8 月29日始更新原財測，綠能公司股價並自次營業日崩跌，足證「原財測」具有重大性，已對綠能公司股價產生衝擊。被上訴人主張：授權人包括9 名投資機構不知原財測有更新必要，誤信原財測，自100年6月21日起至100年8月29日止善意買進綠能公司之股票，嗣因綠能公司股價下跌，依詐欺市場理論，推定「原財測」與授權人之投資行為間有因果關係等語，應屬有據。上訴人抗辯：綠能公司因景氣波動循環，晶片價格、產能利用率等均受到影響之真正資訊，已透過新聞報導、公佈營收報告之管道進入市場，投資人不待綠能公司更新原財測即可輕易得知，故依美國法之「真實市場抗辯」理論，已足以推翻因果關係之推定云云。惟查適用「詐欺市場理論」以推定責任成立因果關係者，並非投資人對具體資訊的信賴，而是信賴發行人所公開的資訊應為真實。授權人無從依上訴人所提出100年6月2日綠能公司網頁公佈之營收公告、工商時報100 年6月4日及經濟日報100年6月7日電子報導，得知原財測之預測數已無達成可能而有更新必要，自未能推翻授權人因信賴原財測而推定購入綠能公司股票之責任成立因果關係。又被上訴人主張：綠能公司股價自100年6月21日起至100年8月29日止遭未更新之原財測影響而失真，授權人於上開期間內以高於真實價格買進綠能公司股票而受有損害，並扣除於上開期間內以高於真實價格賣出綠能公司股票價格與真實價格間之差額，並以原財測更新後10個營業日即100年8月30日起至100年9月13日止，綠能公司收盤均價50.06 元作為擬制之真實價格，以淨損差額法計算授權人之損害如附件一所示，應屬有據。至除權、除息並未影響綠能公司股東權益，除權、除息後股價亦非必然下跌，上訴人抗辯綠能公司股票真實價格52.80元云云，亦不可採。另綠能公司於100年8 月29日更新原財測，僅揭露原財測基本假設變動應予調降，綠能公司於102年7月6 日係就部分員工疑涉內線交易情事發布重大訊息，被上訴人主張授權人迄臺灣臺北地方法院檢察署（改制後為臺灣臺

北地方檢察署）於102年8月30日就林和龍等所涉內線交易等罪嫌提起公訴，始知悉上訴人於100年6月20日怠於更新原財測，被上訴人於104年8月3 日提起本訴，授權人之請求並未罹於消滅時效等語，亦屬有據。從而，被上訴人依證交法第20條第2 項、第20條之1第1項第1款、民法第184條第2項、第185條第1 項前段、公司法第23條規定，請求上訴人連帶給付如附件一所示授權人之金額本息，並由被上訴人受領，為有理由，為其判斷基礎。

按在公開股票市場，公司資訊為投資人所重視，屬影響股價之因素之一。合理之投資人會留意公司之營收、盈餘，作為投資判斷基礎。信賴為公開證券市場之基石，證券市場賴以有效公平運作。投資人信賴市場股價為真實，進而買賣或繼續持有股票時，縱未直接閱覽資訊，但其對市場之信賴，間接信賴公開資訊，信賴資訊、股價會反映真實，而據以進行投資。證券交易法第20條之1 規定，不實資訊與交易間之因果關係，倘採嚴格標準，則投資人閱覽資訊時，未必有他人在場，且信賴資訊而下投資判斷屬主觀意識，難以舉證，其結果將造成不實資訊橫行，投資人卻求償無門，而顯失公平。而有依民事訴訟法第277 條但書規定，減輕投資人舉證責任必要。即透過市場信賴關係，推定投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因果關係。惟仍容許不法行為人就其二者間無因果關係舉反證加以推翻。又財測與財務報表不同，財測係對未來之預估；財務報表則係歷史資訊之陳述。財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，財測僅供參考，為任何投資人應有之認知。財測處理準則第11條規定：「依本章（簡式財務預測）規定公開財務預測之公司，應隨時評估敏感度大之基本假設變動對財測結果之影響，並據以決定是否有更新財務預測之必要」。倘公司未依該規定更新財測時，則應檢視本屬預估無人能擔保其準確性之原公開財測內容是否仍被合理投資人所信賴，倘若原公開之財測內容事後經以明確且密集之方式傳達給大眾，已非合理投資人所信賴，自難認公司未更新原公開之財測，與投資人就該公司

股票之交易間有因果關係。另取捨證據、認定事實，固屬事實審法院之職權，惟其採為認定事實之證據，必須對於應證事項有相當之證明力者，始足當之，不得僅以推測之詞作為認定之依據，否則即屬違背證據法則。查綠能公司於100年1月25日自願於資訊觀測站公告原財測後，同年4 月起因歐債危機及中國大陸削價競爭，矽晶圓價格崩盤，綠能公司南科廠無法如期於同年5 月開始量產，原財測所憑之基本假設已發生變動，綠能公司至遲於 100年6月20日應更新原財測，惟迄同年8月29日始更新之，為原審認定之事實。果爾，上訴人於事實審抗辯，綠能公司因景氣波動循環，晶片價格、產能利用率等均受到影響之真正資訊，已透過新聞報導、公佈營收報告之管道進入市場，投資人不待綠能公司更新原財測即可輕易得知云云，並提出100年6月2 日綠能公司網頁公佈之營收公告、工商時報100年6月4日及經濟日報100年6月7日電子報導為憑（見原審卷四第180頁、卷一第327、337、339、340頁）。觀諸綠能公司於100年6月2日在其公司首頁公佈同年5 月銷貨收入較上月減少43% ，表明受產業前景不明，需求降低連動等語；同年6月4日工商時報電子報導記載「太陽能族群5 月份營收陸續公布，隨著中美晶、綠能、和達能所公布數字分別比前月下滑3、4、5 成，突顯出上游矽晶圓同樣面臨沈重降價壓力。太陽能族群從第2季起就面臨沈重的庫存壓力，在全球兩大市場-德國和義大利的需求疲軟之後，相關族群的業績表現也是一路下滑，就從目前的接單來看，6月份甚至還會持續沉淪…」；同年月7日經濟日報電子報導記載「太陽能本季價格急跌逾三成，業者庫存跌價損失壓力大…法人預估…甚至有業者的虧損金額將會吃掉第一季獲利。業者透露，太陽能矽晶圓…本季價格急跌，矽晶圓從每片3.5 美元降至目前2.2美元，降幅逾三成… 遭致矽晶圓…跌價損失壓力大。…綠能…第一季末庫存金額也都超過20億元，壓力不輕。…綠能原訂本季財測稅前盈餘，由首季的7.11億增加至9.3億元，但近期價格急跌，4月營收雖新高，5 月反映市況轉淡，月減逾四成，6 月仍在觀察。法人認為，本季達成獲利目標不樂觀。綠能總經理林和龍表示，太陽能這次遇到的是系統性問

題，單一廠商很難瞬間反映。綠能現在積極降庫存，更與上游料源廠協商降價，並減少拉貨，降低現金支出。…」，似已見原財測之失準。參以卷附投資機構就其交易綠能公司股票於100年4月間之分析報告記載：「義大利政策即將公布，使得市場需求急凍，導致報價開始下跌，…先行獲利出場」、「公司4 月營收不如預期，股價下跌主要受到義大利對於太陽能政策的不定，使得下游需求急凍，報價下滑延伸至上游產業，…下跌風險仍高，…」、「…近一周cell報價呈現下滑主要是受義大利補助減少即將通過，及德國1月砍13%，…現階段因為政策不明，所以歐洲在拉貨上會比較保守，已達停損標準…」等內容（見原審卷四第177 至178頁、第55頁）。則前開100年6月上旬綠能公司公開之100 年5月份營收（依證交法第36條之1第3款、證交法施行細則第5 條規定每月10日以前依法應公告並申報上月份之營運情形）及報章媒體相關報導之資訊等，是否未明確且密集地傳達予投資大眾？原透過資訊觀測站得悉原財測內容之合理投資人是否未能依此得悉前開資訊？倘前開100年6月間之資訊屬合理投資人之資訊來源，其所載內容是否可認原財測所憑之基本假設變動，並影響原財測結果之資訊？原財測所載，是否已非原信賴該財測之合理投資人所持續信賴？上訴人所舉反證是否不足推翻其於100年6月20日原財測因基本假設變更成為不實資訊時，仍與綠能公司投資人間存在交易因果關係之推定？均非無疑。上訴人上開抗辯，似非全然無稽，此攸關上訴人是否應負未更新原財測之損害賠償責任，自有再詳加探求之必要。原審未遑詳究，遽謂上訴人所提反證未能推翻該交易因果關係，未免可議。其次，原審既謂綠能公司於評估基本假設已發生變動，對原財測結果造成影響，至遲於100年6月20日負有更新原財測義務，斯時卻怠於更新，為其侵權行為態樣。惟綠能公司迄同年8 月29日已公告更新原財測，觀諸該原財測更新之公告，記載其調降財測為原財測所憑基本假設之變動所致（見一審卷一第60頁），參以前述原財測所憑基本假設變動及綠能公司營收遽降之資訊早已進入證券市場，可否謂綠能公司之合理投資人於綠能公司更新原財測時，對該公司因基本假設變動

應即時更新原財測而未更新之侵權行為未能知悉？況綠能公司針對其部分員工100年間疑涉內線交易情事，於102年7月6日發布重大訊息，同日或翌日蘋果日報、中國時報等對此所為報導，亦載有綠能公司拖延公告調降財測事（見一審卷二第6至12頁），則合理投資人是否至此仍可謂其未能知悉綠能公司未即時更新原財測之侵權行為，亦非無疑，自待研求。上訴人抗辯被上訴人於104年8月3日提起本訴，請求權已罹於2年時效等語（見一審卷二第5頁），亦似非無稽空言。原審未察，逕謂授權人自綠能公司更新原財測、針對員工所涉內線交易所發布重大訊息及其相關報導，未能知悉林蔚山、林和龍故意怠於更新原財測之侵權行為，並為不利上訴人之論斷，亦屬疏略。上訴論旨，指摘原判決違背法令，求予廢棄，非無理由。末按破產債權，非依破產程序，不得行使，為破產法第99條所明定。本件被上訴人請求綠能公司賠償部分，倘屬破產債權，此部分訴訟是否欠缺權利保護要件，案經發回，宜併注意及之。

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478條第2項，判決如主文。

中　　華　　民　　國　　109　　年　　5　　月　　14　　日

最高法院民事第五庭

審判長法官　劉　靜　嫻

法官　林　恩　山

法官　高　金　枝

法官　黃　麟　倫

法官　李　媛　媛

本件正本證明與原本無異

書　記　官

中　　華　　民　　國　　109　　年　　5　　月　　21　　日