

【專題一】



從內線交易案例趨勢談內線交易之防範

林玟君（櫃買中心專員）

壹、前言

在證券市場中，資訊的傳遞流通是影響有價證券漲跌的關鍵因素之一，如同公開收購或合併等此類公司活動事件是投資人評估投資決策之重要項目，發行公司之重大訊息向來為投資大眾所關注。基於資訊平等理論，我國與世界主要證券市場相同皆立法禁止內線交易，禁止特定人利用資訊取得優勢買賣與該消息相關之有價證券獲取不法利益，以維護市場交易公平性，增加投資人對市場信心並同時保障投資人權益。

近年臺灣資本市場內線交易案例仍偶有所聞，經就近十年來全國各地方法院作成違反內線交易罪之判決中，由被告身分別區分進行統計，發現因「基於職業或控制關係獲悉消息之人」及「消息受領人」身分而觸犯內線交易之案例似有增加趨勢，顯見發行公司及相關人在重大訊息正式對投資大眾公開以前之訊息保密及控管仍有可加強之處；本文基於防治宣導之目的，由「管理訊息」觀點出發，提出企業防範內線交易之建議，希冀能減少內線交易發生機會，達遏止不法情事之效。

貳、近年內線交易案例分析

一、禁止內線交易行為主體之規定

我國內線交易行為主體之禁止訂於證券交易法第 157 條之 1 第 1 項：「下列各款之人，實際知悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息明確後，未公開

前或公開後十八小時內，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票或其他具有股權性質之有價證券，自行或以他人名義買入或賣出：

（第 1 款）該公司之董事、監察人、經理人及依公司法第二十七條第一項規定受指定代表行使職務之自然人。

（第 2 款）持有該公司之股份超過百分之十之股東。

（第 3 款）基於職業或控制關係獲悉消息之人。

（第 4 款）喪失前三款身分後，未滿六個月者。

（第 5 款）從前四款所列之人獲悉消息之人。」

二、近年內線交易案例以行為主體分類統計

茲就司法院網站判決檢索系統查詢最近十年（98 年至 107 年）臺灣本島各地方法院構成內線交易罪之判決書，並以前開法條中受規範行為主體之不同款次區分統計（如下表），由結果觀之，除公司內部人因係企業日常營運中最頻繁接觸機密消息之人，每年度仍有內線交易罪案例外，另基於職業或控制關係獲悉消息之人（第 3 款）及消息受領人（第 5 款）之案例，則於最近年度有增加趨勢。

款次 / 年度	98 年	99 年	100 年	101 年	102 年	103 年	104 年	105 年	106 年	107 年
第 1 款	2	2	2	3	4	1	8	2	1	8
第 2 款										
第 3 款	1	1	1	1	1	3	2		4	6
第 4 款		1	1							
第 5 款				1	3	1	6		1	7

註：上表之統計係以各地方法院判決有罪之被告身分別所屬款次統計，故同一判決案例中可能同時存在兩種以上身分別之被告。

三、內線交易案例

茲就前開判決中，摘述部分案例被告身份係屬「基於職業或控制關係獲悉消息之人」或「消息受領人」之個案事實背景如下¹：

¹ 各案例內容係摘述自地方法院判決書，部份法條適用之陳述即以省略。

(一) 案例一（從基於職業或控制關係獲悉消息之人處獲悉消息之人）

甲與 C 財務顧問公司臺灣分公司負責人乙係夫妻，兩人共同住居於臺北市住處，因荷蘭商 B 公司有意收購上櫃交易之 H 公司全部股份，雙方於 105 年 4 月某日在美國初次會面商討併購事宜，B 公司並於其後與 C 財顧公司簽訂委任契約。C 財顧公司遂透過電子郵件方式責成乙及其所屬臺灣團隊，開始每日監控 H 公司股價，又因併購團隊人員分散歐洲、美國等地存有時差，乙從接獲處理上開併購案之指示後，有時需於晚間參與併購團隊之電話會議，嗣因 H 公司與 B 公司雙方對該併購案的架構已有共識，遂於 105 年 4 月下旬簽署保密協定，至此時間點 H 公司將被 B 公司收購之重大消息即已明確。105 年 5 月上旬某日晚間，乙在住處接獲前開併購團隊電話，為避免遭他人聽取會議內容，乃於其住處之臥室衛浴間討論併購案事宜，然因甲與乙共同生活，於經過衛浴間門前時，恰巧聽聞乙講及「TENDER OFFER（公開收購要約）」等字眼，未經乙同意即矗立門外竊聽乙電話會議內容，因而知悉上開 H 併購案及溢價 2 成多等訊息。甲獲悉足以影響 H 公司股價之併購案重大消息後，於上開收購案之重大消息公開前時間點購買 H 公司股票，並於 H 公司在公開資訊觀測站公告上開重大影響 H 公司股票價格之消息後，甲乃再陸續賣出其前開購入之 H 公司股票。

(二) 案例二（基於職業或控制關係獲悉消息之人）

丙係上櫃 A 公司研發部資深經理，美商 V 公司與 A 公司於 103 年初有意進行兩公司合作案，美商 V 公司並於同年 3 月下旬向 A 公司提出收購意向書，時任 A 公司總經理丁隨即於其後簽署上開意向書。美商 V 公司於 103 年 5 月間對 A 公司展開財務盡職調查，復於同年 6 月下旬成立子公司 B 公司用以公開收購 A 公司股票並進行合併，並委請法律事務所擬定併購案契約及後續召開董事會、股東會之時程事宜。A 公司董事會於 103 年 7 月某日上午同意由 B 公司對 A 公司進行公開收購，並於同日下午在公開資訊觀測站公告與 B 公司合併之重大影響股票價格之訊息。丁因本件併購案需留任 A 公司之核心員工，遂於 103 年 7 月某日消息未公開前在其辦公室內告知丙上開 A 公司將為 B 公司收購並合併之重大訊息，且交付保密協定承諾書及留任合約書予丙簽署，丙因而獲悉 B 公司欲公開收購 A 公司並進行合併之事。丙因其前於同年月在其證券帳戶以融券賣出 A 公司股票，為避免上開重大訊息公開後 A 公司股價將大幅上漲而遭受損失，於該重大訊息未

公開前之某日中午融券買回 A 公司股票。

(三) 案例三 (基於職業或控制關係獲悉消息之人)

戊係上市 E 公司董事長之秘書，負責幫董事長代接電話、收發信件、安排公務行程等事務。緣 E 公司係上櫃股票 K 公司之上游原料供應廠商，於 102 年 8 月間有意公開收購 K 公司一定比例之股份數。戊於 102 年 8 月某日，因工作座位在董事長辦公室門口，且董事長辦公室之門未關上，即聽聞董事長與會計協理討論收購 K 公司股票一事，而實際知悉此重大消息。102 年 8 月 29 日，E 公司董事會決議通過上開公開收購案，並於同日在公開資訊觀測站上公告此重大消息。戊於前一日 102 年 8 月 28 日，使用其證券帳戶買入 K 公司股票，並於 102 年 8 月 29 日至同年 8 月 30 日全數售出前開 K 公司股票。

(四) 案例四 (基於職業或控制關係獲悉消息之人)

己係不動產經紀公司負責人，於 102 年 5 月間某日，受 J 公司董事庚委託，居間洽詢購買 L 公司 (上櫃建材營造類股) 所有座落高雄市土地。經已向 L 公司董事長壬洽詢獲悉 L 公司因所有上開土地難以單獨開發，早有賣出之意，遂安排庚與壬 2 人於 102 年 5 月 30 日下午在 M 公司內洽談上開土地買賣事宜，己則全程參與，最後雙方達成決議，庚並當場簽發支票 1 紙與壬收執，壬則以個人名義簽立草約 1 份，以示雙方均不會反悔。因 L 公司所有之土地難以單獨開發，且議定價金遠高於購入單價，預期可獲得高額之重大處分利益，L 公司董事會同意本件土地交易案之可能性極高，屬證券交易法第 157 條之 1 第 5 項所稱「有重大影響其股票價格之消息」。嗣於 102 年 6 月某日 L 公司由董事會決議授權壬與買方進行細節洽談及簽約事宜，並於同日盤後在公開資訊觀測站公告。己於 102 年 5 月下旬某日實際知悉上開重大影響股票價格之消息後，旋買進 L 公司股票，再於同年 6 月上旬以同帳戶及其不知情女兒及友人之證券帳戶分別買進 L 公司股票。

(五) 案例五 (從基於職業或控制關係獲悉消息之人處獲悉消息之人)

寅為某外商銀行資本市場處台灣區負責人辰之配偶，因 101 年 12 月底起辰負責執行股票上市 Y 科技公司子公司「Z 公司」併購同為股票上市 X 電子科技公司之評估作業而實際知悉系爭併購案，Y 公司、Z 公司、X 公司與外商銀行等已就併購案分別召開相關會議，就併購案之時程、併購價值、

聯貸案條件等進行相關協商，辰係屬對於發行股票公司即 X 公司有重大影響股票價格消息之內部人。寅於 102 年 1 月下旬間某日，因開車接送辰上下班時，聽聞辰在車上以電話方式談論公事，因而聽聞關於併購案之相關內容，實際知悉併購案係由辰經辦，將於 102 年 1 月下旬左右簽訂契約等消息，乃向辰詢問關於併購案之相關事宜，並因辰另於 102 年 1 月中旬某日，因得知 Y 公司併購 X 公司之併購案將自原訂同年 2 月初改為提前一週進行，乃向寅表示其所處理之併購案會提早，原定同年 2 月初舉行之家庭國外旅行可如期前往等語，寅因而確認 X 公司將遭併購，並因其認知國內併購案多係採溢價方式進行，寅於 102 年 1 月下旬某日以手機網路下單之方式，接續委託買進 X 公司股票。

參、防範內線交易之建議

前開案例中之被告非傳統內部人（如公司董事、監察人等），由個案事實可知重大訊息被誤用情形為公司營運過程中極常出現之場景，惟或因具有受規範主體之人自我認知不夠明確（如獲悉消息之秘書或工程師因非具有公司內部人身分而輕忽），或未警覺內部資訊有不當洩漏之可能（如非於隱密空間討論重大訊息等），而使身邊之人不當使用未公開重大訊息而致誤觸法網。

公司一旦發生內線交易，不僅可能因重大訊息洩漏造成資訊財產損失，影響投資大眾信心外，商譽損失更是重大，故積極防範內線交易係公司避免產生額外營運風險的重要環節，以下幾項建議希望能有效提升防範機制功能。

一、落實內控制度控管重大訊息

證券交易所及櫃買中心前已發布「○○股份有限公司內部重大資訊處理作業程序」參考範例，規範對象包括董事、監察人、經理人、受僱人及其他因身分、職業或控制關係獲悉公司內部重大資訊之人，建議公司應設置處理內部重大資訊專責單位，訂定適合公司業務規模及業務情形之重大資訊處理作業程序，界定重大訊息涵蓋範圍、強化重大訊息內部保密作業及對外揭露處理程序，並於發生重大資訊洩漏等異常情形時儘速向專責單位及內部稽核部門報告。

若企業依前開範例建立完善內部控制，上至經營團隊下至基層員工確實遵守應能有效減少內線交易之發生，惟實務上公司承辦人員即可能因為疏忽或不熟悉業務甚或因一時意圖謀取不法利益而買賣股票。如前段所述案例中，掌握第一手消息之人雖明瞭受有

禁止內線交易之規範，惟仍輕忽其言行需盡到保密義務而洩漏消息，故企業於重大訊息明確後至公開前，建議相關訊息知悉人員減少至最低並要求簽署保密切結書，同時要求參與之外部機構人員亦需簽署保密協定以提醒前揭人員之保密義務及法律責任，並向其重申不得以任何形式之方式洩漏資訊予他人，雙方進行會議或協商時，盡量以其他名義或避開公司忙碌時段，避免引起其他非參與人員之臆測與探查消息²，同時聯繫使用之電子郵件、手機通訊軟體等溝通媒介之管理，亦建議公司視業務需求明文訂定參與人員之使用規範。

二、形塑誠信守法企業文化

完善的內部控制程序是否能達遏止內線交易之功效，除需內部控制程序之設計符合法規需求及因應公司營運實務外，更重要的是公司管理當局的實踐，公司高層若身體力行展現出重視道德誠信的風範，同時定期或不定期配合法規修改對內舉辦人員教育宣導，必要時擴及內部人家人或親屬³，公司法遵或內稽人員在碰到重大交易時，需一再提醒相關人員關於內線交易的嚴重性，並於發現異常情事時追究法律責任等，從強化員工風險意識到公司高層之重視程度，無形中即會提高內部控制制度之執行成效。

三、未來「揭弊者保護法」上路、補強內控制度

2014年 Deloitte 對全球法遵主管調查顯示，超過 42% 的舞弊事件是透過內部舉報發現⁴，吹哨制度是公司治理的重要環節。為協助上市櫃公司建立良好的公司治理制度，櫃買中心與證券交易所訂定「上市上櫃公司治理實務守則」（第 28 條之 2 檢舉制度）、「上市上櫃公司誠信經營守則」（第 23 條檢舉制度）、「○○股份有限公司誠信經營作業程序及行為指南參考範例」（第 21 條公司人員涉不誠信行為之處理）、「上市上櫃公司訂定道德行為準則參考範例」（第 2 條第 1 項第 7 款鼓勵呈報任何非法或違反道德行為準則之行為）等供參考之規範中，皆訂有建立內外部檢舉制度及吹哨者獎勵之規定。

法務部⁵於 107 年 11 月 23 日公告「揭弊者保護法」草案並報送行政院審查，為鼓勵及保護揭露影響公共利益不法資訊者，以有效打擊政府機關與私人企業內部不法行為，該法案明訂公、私部門揭弊者、揭弊範圍、受理揭弊機關、揭弊程序、禁止不利人事措施原則（及定義）、揭弊者法律責任減免要件、揭弊者人身安全之保護及身分保密

2 參閱「從內部控制角度談內線交易防範」，證券交易所，證券服務第 664 期。

3 參閱「防內線交易從公司治理做起」，經濟日報，第 A15 版，105 年 12 月 23 日。

4 參閱「證券事件「吹哨者」及其民事責任研究研究」，證券暨期貨市場發展基金會，107 年 10 月。

5 法務部廉政署網站 <https://www.aac.moj.gov.tw>，公告周知預告制定「揭弊者保護法草案」。

之保護、揭弊獎金等要點，其中，第五條第七項即明訂證券交易法第 171 條第 1 項之犯罪（包含內線交易之禁止）為揭弊者法案所列範圍。

證券交易不法行為具高度複雜及隱密性，長年以來國內主管機關不遺餘力針對公司治理進行多項改革，未來揭弊者保護法正式上路後，公司內部之揭弊機制將受到更完整的保護及重視，鼓勵舉報不法之環境形成後，自然能於無形中遏止內部人或接觸重大訊息相關人利用未公開資訊從事內線交易獲取不法利益，並提高對於重大訊息資訊傳遞之嚴謹程度。

肆、結語

內線交易之發生將影響投資大眾對證券市場信心及不利企業籌資，國內上市上櫃企業自 98 年 3 月起，即需依「公開發行公司建立內部控制制度處理準則」規定，建立防範內線交易之管理控制程序。觀察近年國內違反內線交易案例之受規範主體身分別，除傳統公司內部人觸犯內線交易仍偶有所聞外，基於職業或控制關係獲悉消息之人或消息受領人觸犯內線交易罪之案例亦有增加趨勢，從個案觀之具有該等身分之人或為直接（或非直接）接觸該重大訊息之公司員工、或為因特定重大訊息成為暫時性內部人（如外部顧問）之親友，前開人員或非平時企業內部控制程序所直接規範對象，仍可藉由強化公司內部控制程序之執行降低觸犯內線交易之比率，例如簽署保密協定時強調除自身不得有交易股票行為外，對於重大訊息之討論與傳遞皆需對非相關者包括家人保密，由於內線交易係因特定重大影響公司股價之訊息而來，若能從源頭嚴格控管訊息之傳遞與討論（包括人員及地點等），應能有效遏止資訊不當流竄之情形。

內部控制制度之落實，高度仰賴管理當局之重視及身體力行，凝聚共識形成企業文化，方能收上行下偃之效，未來再輔以吹哨者揭弊制度之建立，消除僥倖心理，應能藉助企業內部人及員工之力，提升公司治理效能建立優質企業名聲，有效防範內線交易之發生，防堵擾亂市場之不法行為，進而建構我國優良的證券市場投資環境。

~ 投資 ETF 小提醒 ~

投資人應留意槓桿型 / 反向型 ETF 的商品特性及投資風險，主要是運用期貨契約來追蹤標的指數（當日）正向 2 倍 / 反向 1 倍報酬表現，並不適合投資人長期持有。