

【專題三】

淺談重大訊息之「重大性」概念



陳脩文 (證交所
專 員)

壹、前言

上市公司資訊揭露之管理目的，旨在維護證券市場之交易公平，改善資訊不對稱之狀態，讓證券價格能完全充分反映所有可取得的資訊，以保障投資人權益並建立公眾對證券市場之信賴，進而促使資本市場更有效率、更健全地發展。

資訊公開之管理範疇廣泛，主要包括資訊揭露時點（及時性）、管道（普及性）、性質（重大性）及品質（正確性、完整性）等構面，以規範上市公司及時、有效率的傳播資訊，其發布與投資者投資決策攸關之重大訊息時，應公允表達、無誤導或重大遺漏情事。

本文受限篇幅，主要探討重大訊息之「重大性」概念，按我國證券交易法第 36 條規定，公開發行公司發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項，應依規辦理公告並向主管機關申報，此為上市公司應揭露重大訊息之法源依據。以下謹就 IOSCO、OECD、美國、鄰近亞洲國家及我國對於上市公司資訊揭露之重大性認定方式，進行簡要介紹。

貳、重大訊息之「重大性」認定方式

一、IOSCO 之觀點

國際證券管理機構組織（IOSCO）係全球最重要的證券管理國際合作組織，其

成立宗旨在保障投資人權益及確保證券市場效率，並協助各會員透過彼此間的資訊交換，進行跨境交易監督，以促進各會員有效執行 IOSCO 準則、強化其證券管理法規。

IOSCO 技術委員會於 2002 年 10 日公布之「上市機構持續揭露及重大發展報導原則」(Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities) 中強調，資訊公開的基本原則在於上市機構應提供投資人進行投資決策所需之所有重要資訊。其指出，各國證券主管機關對於上市公司持續揭露之規定，常見單獨或混合採用下列二種不同的管理架構：

- (一)「一般義務法」(general obligation approach)：凡構成股價敏感資訊者，即屬上市公司應揭露之重大資訊範圍 (...under a general obligation of materiality comprising price sensitive information...)，未具體定義被視為重大事件之類型或其判斷條件 (歐盟及其他成員國屬之)。
- (二)「細則指引法」(prescriptions approach)：訂有一套規則明確指出何種情況下將被推論為重要資訊 (presumptively material)，並應向投資人及公眾人士揭露 (美國證管會 Form 8-K 屬之)。

二、OECD 之原則性規定

經濟合作與發展組織 (OECD) 是由全球 34 個市場經濟國家共同組成的政府間國際組織，期透過舉辦全球論壇 (Global Forum) 方式，讓各國相互交流經濟發展經驗，藉由共同討論並發表全球化趨勢下所面臨的挑戰和機遇，為共同問題尋找答案，以協調在國內外政策中合作實踐。

根據 OECD2012 年 3 月新出版的「亞洲公司治理圓桌論壇會議」白皮書，其表示資訊揭露規範須參照 IFRS (國際財務報導準則) 及 IOSCO 所訂相關標準，據以訂定重大性原則條款。採用重大性原則將有助於公司或主管機關判斷資訊攸關與否，並可避免規範有所遺漏，惟亦可能於實務認定解釋上產生歧見。

當判斷一項資訊是否屬於重大訊息時，OECD 係採原則性之認定方式，避免採用單一標準之一體適用規定 (... the application of the definition of materiality avoid a one-size-fits-all approach...)，故有關資訊揭露之「重大性」並未以特定明確之比率或金額予以量化規範。

除前已介紹之 IOSCO 規範外，IFRS 對於「重大」之定義，係指某些項目之遺漏或誤述如可能個別或集體影響使用者所作之經濟決策，則該遺漏或誤述為重大。遺漏或誤述項目的大小或性質（或二者之組合），可能為重大性的決定因素，併予敘明。

三、美國法院之見解

美國 1934 年證券交易法第 13(a)條及第 15(d)條係強制上市公司應公開揭露重大訊息之法源，上市公司應依照證管會（SEC）由證券交易法授權制定之施行細則與行政規則等規定，向 SEC 定期申報或補充更新相關資料與文件，以確保投資人可獲得有關上市公司之最新資訊。惟為適度保持法律解釋的彈性，證管會並未對「重大性」做出明確定義，有關「重大性」（materiality）之解釋與適用，實務上多依循法院在案例法中所採用之見解。

縱上市公司已依據美國 SEC 所訂之行政規章規定揭露特定事件或資訊，倘投資人認為該項資訊揭露不充分或有誤導(inadequate or misleading)之虞情事，投資人仍可透過法律途徑交由法院判定該事件或資訊是否構成重大及是否應予揭露。

美國法院判例中對於「重大性」之定義，主要見於 Basic Inc.、TSC Industries、Texas Gulf Sulfur 等三案，最高法院對「重大性」之實務見解重點如下：

- （一）所謂「重大性」係指對理性投資人於市場進行投資決策時，對其投資決策判斷具有重要影響之可能性。當一位理性投資人「極可能」（substantial likelihood）認為某一訊息為影響其投資決定的重要因素時，該訊息即具重大性。
- （二）若僅單獨對一項資訊進行考量時未能決定其是否重大，則經與其他可獲得的資訊綜合判斷下可能影響理性投資人的決策時，亦符合重大性之要件（having significantly altered the “total mix” of information made available）。
- （三）一項事實是否具「重大性」，基本上屬「個案事實探討」（an inherently fact-specific finding）之問題，不應以僵化而無彈性的測試標準（如“agreement-in-principle” test 係以「價格」與「基本架構」已達合意時始可謂具重大性而應予公開）做為重大與否之判斷基礎。
- （四）若事件本身性質上屬於不確定（contingent）或推測性（speculative）的情況，

則「重大性」應以一特定時間衡量事件發生之「可能性」(probability)與該事件在整個公司活動中所占之「影響程度」(magnitude)加以判斷。評估某一事件發生之「可能性」得以公司最高管理當局對該交易之興趣如何而定，可透過董事會決議、決策者對投資銀行的工作指示、交易雙方實際磋商內容等加以認定。至於交易事件之「影響程度」大小得參考交易雙方之公司規模及考慮因交易可能帶來之股價漲幅等因素據以判斷。

四、美國 SEC 之規定

上市公司發生重大事件時須向 SEC 申報之表格為 Form 8-K，其認為符合重要資訊原則之事項計有：公司之收益、合併、收購企業、股權收購、創業投資、取得或處分重大資產、新產品或發明、開發客戶或供應商（如取得或失去合約）、控制權或管理階層變動、更換簽證會計師、與發行公司證券有關事宜及破產及代管等。

另上市公司於締結或增訂重大確定 (material definitive) 契約時，其雖屬 Form 8-K 之申報項目，惟為避免上市公司於早期協商階段即負擔過多資訊揭露義務，致或有扼殺商業活動發展或違反保密條款規定之虞，美國 SEC 於 2004 年檢討修訂 Form 8-K 相關申報規定時，特別將尚不具拘束力之協商文件 (non-binding agreement，例如意向書 letter of intent、備忘錄 memorandum of understanding 等) 排除在「重大確定契約」的範圍而不須揭露。

綜上，美國對於資訊揭露之「重大性」標準雖未訂定具體定義，惟 SEC 對於 Form 8-K 之詳盡列舉規範，某一程度提供了重大訊息範圍之指引參考。

五、亞洲國家之規定

(一) 香港：「股價敏感資訊」之認定標準

香港現行法令對上市公司重大訊息之規範，主要為香港「證券及期貨條例」第 XV 部「權益披露」部分，其首要目標係為上市公司的投資者提供及時、完整、品質佳的資訊，使其可作出有根據的投資決策，包括規定須揭露具影響投資者對公司價值看法的資訊。

香港聯交所 (HKEX) 訂定「主板規則」及「創業板規則」(二者統稱「上市規則」)之自律規範，規定上市公司除披露其他規定應披露資訊外，尚須及時公開披露「股價敏感資訊」。披露資訊方式則不得導致任何人士在證券買賣上處於有利

地位，並須讓市場有時間消化最新的資訊，使市場訂出能反映實況的證券價格，此即有價證券的「價格發現（Price Discovery）」功能。

依據 HKEX「上市規則」規定，發行人應及時、準確地公開披露「股價敏感資訊」，以期確保市場運作之高效率及資訊是向整個市場發布，而非只向公眾中之某部份人士發布，此一責任通常稱為「一般披露責任」。HKEX 並編製了「股價敏感資訊披露指引」（guide on disclosure of price-sensitive information），以協助上市公司及其董事落實履行責任。所謂「股價敏感資訊」，依據主板規則附錄七（上市協議）第 2 段及創業板規則第 17.10 條規定，發行人須在合理切實可行的情況下，盡快向聯交所、發行人股東及其上市證券的其他持有人通知任何與該集團有關的資訊（包括與集團業務範圍內任何主要新發展有關的而未為公眾人士知悉的資訊），該等資訊包括：

1. 供上述各方及公眾人士評估發行人集團的狀況所必需者；
2. 避免發行人證券的買賣出現虛假市場的情況所必需者；
3. 可合理預期會重大影響發行人證券的買賣及價格者。

要釐定什麼是「股價敏感資訊」，必然會涉及判斷，在釐定若干資訊是否屬「股價敏感資訊」時，上述 1.~3. 所載資訊應個別分開判斷，而非合併考慮。

上市公司遇有突發重大事件時，應立即評估該事件對其股價、股份買賣有何影響，進而決定是否屬「股價敏感資訊」而須予披露。公司董事應制定適當的程序，確保發出正式公告前使「股價敏感資訊」保持機密。若資訊不能保密或事實上已經外洩，董事有責任通知 HKEX，如有需要，應要求將公司證券停牌，直至正式作出公告為止。「股價敏感資訊」之常見事例包括（但不限於）下列情況：

1. 定期發生的事項（如財務業績及股息）。
2. 特殊事項（如涉及關連人士的收購、出售交易）。
3. 簽訂重要合約或訂立重大合營協議。
4. 對盈利或股息前景發出評論。
5. 發行人或其董事發放集團的預期盈利。
6. 就發行可轉換證券的購股權訂立協議。

7. 出現龐大外匯虧損。
8. 會計師於任期屆滿前被免任。
9. 發行人知道會計師將就其業績發出保留意見之報告。
10. 其他對公司業務、營運或財務表現有重大影響的事件。

另香港「主板規則」第 14.07 至 14.08 條及「創業板規則」第 19.08 條均訂有「須予公布交易」的規定，主係按交易規模與訂立該項交易的發行人規模進行比較而釐定，HKEX 為此訂有具體的量化判斷指標，符合任一比率之界限，上市公司即須遵行適用於該類交易的一切責任，此亦為「重大」訊息之參考標準。例如，上市公司進行非常重大的出售或收購交易時，應以資產比率、代價比率、盈利比率、收入比率、股本比率等量化標準做為判斷該交易是否符合「須予公布交易」之重大性依據。

(二) 新加坡：「對於證券價格或價值有重大影響」之認定方式

新加坡證券暨期貨法 (SFA) 以抽象概括之立法方式，對內線交易行為人所知悉之「重大訊息」定義為「非一般人可獲得 (not generally available)」或「對於證券價格或價值有重大影響 (material effect on price or value of securities)」之資訊。依據 SFA 第 215 條規定，「一般人可獲得」之資訊係指該訊息：

1. 可由市場獲知的事件；
2. 除 1. 所指之普及性 (generality) 以外：
 - (1) 該訊息已透過管道，引起經常投資易受該類訊息影響股價的投資人注意，或
 - (2) 該訊息已經過相當時間使該類投資人知悉；
3. 因下列其一或全部之消息而造成跌價、消息平息、或進場干預等情況：
 - (1) 前述 1. 所指之訊息；
 - (2) 前述 2.(1) 所指之訊息。

另 SFA 第 216 條「對於證券價格或價值有重大影響」之規定，係指該訊息將會、或可能會對經常投資證券之投資人影響決定是否認購、買入或賣出該證券，理性投資人預期該訊息將對持有證券之價格或價值產生重大影響。

SFA 所稱「重大訊息」之可能態樣包括：

1. 推論或其他尚不足以定義為公眾所知悉的事情。
2. 與個人意圖、或可能意圖相關之事情。
3. 與商業往來、證券相關事務、期貨契約交易相關之協商或提案。
4. 與公司財務表現、營業信託等相關之資訊。
5. 某人提出締結或先前已締結之一個或多個與證券相關的交易或契約，或其準備或計劃提出與該證券相關之聲明等資訊。
6. 與期貨相關之事情。

另新加坡證交所（SGX）之上市手冊「公司揭露政策」項下訂有上市公司應確實遵守的即時資訊揭露規定，賦予上市公司迅速公佈其重大資訊的責任，及對傳言進行澄清或證實之義務。所稱重大資訊包括：(1)避免其證券出現虛假市場（false market）所必需的資訊；(2)對公司股價可能造成重大影響之資訊。惟上市手冊中訂有「免除揭露」之例外條款，排除法律禁止揭露、或內容要求保密、或因尚待確定而不宜揭露、或屬商業機密等訊息之及時揭露義務。故 SGX 於某種程度上對投資人及上市公司利益間為適度之衡平考量，使上市公司可避免在市場環境尚未成熟時，即被迫揭露某一重大消息，造成公司商業營運活動受到干擾。

（三）日本：訂有量化及非量化標準

日本金融商品交易法中規範了發行人對於有價證券之適切投資判斷資訊應遵循之法定揭露制度，以確保投資人對市場公正性與健全性之信賴。東京證交所「有價證券上市規程」則對上市公司重大訊息之揭露進行規範，除交易所認為對投資人之投資判斷影響輕微者外，上市公司應適時揭露的「重要資訊」包括下述五類，另對其子公司及非上市母公司亦有代為揭露第 1、2、4 類資訊之義務：

1. 「決定事實」：公司業務執行決策單位（股東會或董事會）做成相關之決定，如盈餘分派、募集發行新股、合併或分割、營業之全部或分讓與或受讓、破產或重整程序之聲請、業務上之合作或解除合作、變更會計年度等。
2. 「發生事實」：公司發生相關事件之情形，如發生災害損失、主要股東或最大股東異動、經金融機構為退票或拒絕往來、財務報告之延遲提出、構成下市原因之

事實等。

3. 「決算資訊」：即會計年度或各季累計期間之決算內容資訊。
4. 「財務預測或盈餘分派預測資訊」：公司對於營業額、營業利益、經常利益或純益所為之業績預測、盈餘分派預測（含修正）、已公開之預測值與新算出之預測值或最近期決算資訊比較後發生差異，致對投資人之投資決策判斷有重大影響者。
5. 「其他資訊」：包括外國公司之特別揭露事項、股票市值或流通股份或股價未符合維持上市標準之相關下市揭露、控制股東之揭露等。

東證所除於上市規程中列舉相關應揭露資訊之適用條款外，亦訂有「其他對投資人之投資判斷具顯著影響之公司營運、業務或財產或上市股票等有關重要事項」之概括性規定。另對於符合應予揭露資訊之重大性標準，亦訂有部分明確量化指引如下（僅列舉供參）：

1. 發生重大災難之損失金額逾（合併）淨值 3% 以上。
2. 提起訴訟或判決確定之被申索金額逾（合併）淨值 15% 以上，或給付賠償金額逾（合併）淨值 3% 以上。
3. 業務移轉協議之估計（合併）資產增加或減少金額占（合併）淨值 30% 以上或（合併）總銷貨收入 10% 以上。
4. 公司財務狀況及經營績效重大改變之影響金額逾過去 5 年度之（合併）淨值 3% 以上或平均稅後（合併）淨利 20% 以上。
5. 子公司聲請破產之虧損逾合併淨值 3% 以上。

六、我國採原則性規範為主、量化標準為輔

我國上市公司重大訊息揭露之法源依據，主係訂於證券交易法第 36 條，規定已依本法發行有價證券之公司發生「對股東權益或證券價格有重大影響」之事項，應依規辦理公告並向主管機關申報。證券交易法施行細則第 7 條則列舉說明「對股東權益或證券價格有重大影響」之 9 種情況。

另證交所訂定之「對上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序」（簡稱重訊處理程序）第 2 條規定上市公司應發布之「重大訊息」態樣共計有列舉式條款 46 項

(經刪除 2 項) 及概括式條款 1 項, 依性質可歸納為以下類別(詳細條款不予贅述):

- (一) 財務: 如資金貸與或背書保證、存款不足、退票拒往、其他喪失債信等;
- (二) 股權變動及投資: 如增資、私募有價證券、取得或處分資產等;
- (三) 法律事件: 如公司董事或總經理因違反相關法令經起訴、進行公司重整或破產程序、發生重大之內部控制舞弊、非常規交易或資產被掏空等;
- (四) 生產及營運: 如嚴重減產或全部或部分停工、與主要買主或供應商停止部分或全部業務往來、公司法第一百八十五條第一項所定各款情事之一等;
- (五) 人員異動: 如董事長、總經理或董監事、財會或內稽主管、更換會計師等;
- (六) 股利分派及股東會事宜: 如重整、破產、合併或收購或分割、發放股利等;
- (七) 其他: 公司召開記者會、法人說明會或以其他方式對外公布尚未輸入公開資訊觀測站之財務業務資訊、澄清媒體報導、無法履行申請上市時聲明之承諾等。
- (八) 概括式條款: 上市公司或其聯屬公司有其他經董事會決議之重大決策, 或對股東權益或證券價格有重大影響之情事者。

考量我國證券交易法未對「重大影響」闡述明確的金額或比率, 為免抵觸法源, 證交所亦未就「重大影響」訂定通用之認定標準, 惟除「對公司財務或業務重大影響者」、「其他經董事會決議之重大決策, 或對股東權益或證券價格有重大影響之情事者」之原則性規範外, 部分條款仍訂有具體之量化標準如下(列舉供參):

- (一) 已公開之財務預測數與自行結算稅前純益差異達 20% 以上且金額達新台幣 3,000 萬元及實收資本額 0.5% 者。
- (二) 董事會或股東會決議直接或間接進行投資計畫達公司實收資本額 20% 或新台幣 10 億元以上者。
- (三) 取得或處分資產交易金額達公司實收資本額 20%、總資產 10% 或新台幣 3 億元以上等規定。
- (四) 背書保證餘額達淨值 50% 以上、對單一企業背書保證餘額達淨值 20% 以

上、新增背書保證金額達新台幣 3,000 萬元以上且達淨值 5% 以上。

(五) 資金貸與他人餘額達淨值 20% 以上、對單一企業資金貸與餘額達淨值 10% 以上、新增資金貸與金額達新台幣 1,000 萬元以上且達淨值 2% 以上。

綜上，我國對上市公司應發布重大訊息之情況已詳盡臚列達 46 餘款以茲遵循，除有具體量化標準者外，各公司應以個案情況判斷某一交易（或事件）之性質及內容是否對其財務或業務、股東權益或證券價格等具有重大影響，若無法明確判斷是否重大時，建議公司應與簽證會計師或法令遵循單位進行討論，並得綜合考量該交易（或事件）金額占公司總資產、股東權益、營收、稅前利益等之影響程度，做為研判重大性之依據。

參、結語

資訊揭露管理是一門藝術，不是科學。誠如 IOSCO 所言，各國證券管理機構基於資本市場特性及法制歷史等不同因素考量，實務上常見單獨或混合採用「一般義務法」和「細則指引法」之二種不同管理架構，皆有其應用價值且不必然孰優孰劣。縱其對重大資訊之定義或概念各異，惟對於應揭露資訊之性質或範圍可能是相似的。

我國對於上市公司揭露重大訊息之法制規範主係遵循 OECD 之重大性原則觀念，與亞洲鄰近之香港、日本、韓國之資訊管理法制相較尚無重大差異，除以原則性規範「重大性」概念外，另輔以部分列舉式條款之具體量化標準，俾利上市公司遵循，另各國除採用列舉式規定外，亦訂有概括式之重大性條款，實務運作及管理尚屬順暢。展望未來，證交所仍將衡酌管理需要及市場環境之變化，持續評估重大訊息管理法規之妥適性，以落實保障投資人權益並確保證券交易公平、公正、有效率之進行。

參考資料

1. OICU-IOSCO 「Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities」(2002 年 10 月)。
2. OECD 「Reform Priorities In Asia: Taking Corporate Governance To A Higher Level - 2011」(2012 年 3 月)。

3. 臺灣證券交易所研究報告「我國上市公司重大資訊揭露管理之研究」(2008年9月)。
4. 臺灣證券交易所研究報告「重大資訊揭露之管理法制研究」(2011年4月)。
5. 臺灣證券交易所彙編「2011年世界主要證券市場相關制度」(2011年7月)。

