

內線交易重大影響股票價格消息之認定

許雅華

(本文同時登載於證期月刊第三十三卷第八期)

壹、前言

證券交易法第 157 條之 1 明文禁止內線交易，旨在避免因資訊不對稱使得買賣雙方的立足點不同，影響投資人對證券市場公正性、健全性之信賴。內線交易罪屬經濟刑法範疇，為因應企業營運活動的複雜性及多變性，我國條文與其他禁止內線交易國家規範方式相似，皆使用不少不確定法律概念，以增加法規適用彈性，其中關於重大消息之認定，即屬多受討論的概念。簡單的說，重大消息就是會讓投資人心動並進而影響其投資決定的消息，惟在具體個案應如何認定卻常見分歧，本文爰就我國法規規範配合司法實務判決予以簡要介紹。

貳、重大消息之定義、範圍

依證券交易法第 157 條之 1 規定，內線交易構成要件之一為行為人實際知悉「發行股票公司有重大影響其股票價格之消息」；而所謂有重大影響其股票價格之消息，指「涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，其具體內容對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息」。由此可知，重大消息之意涵包括：1、涉及公司財務、業務之消息；2、涉及該證券市場供求或公開收購之消息；且不論前者或後者，該等消息之具體內容對公司股票價格須有重大影響，或對正當投資人之投資決定須有重要影響，始足當之。簡言之，前述 1 及 2 即為「重大消息」之範圍，後者為消息「重大性」之判斷基準。

由於上述重大消息意涵仍不明確，遇到個案事實仍不免發生如何認定有無內線交易之困擾，為使司法機關於個案審理時有所參考，並避免定於證券交易法過於瑣碎且較僵化，難以因應未來市場之變化，

95年1月11日修正證券交易法第157條之1第4項，授權主管機關訂定重大消息之範圍及其公開方式等相關事項之辦法¹。金融監督管理委員會(以下簡稱「金管會」)爰依據該授權訂定「證券交易法第一百五十七條之一第五項及第六項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」²(以下簡稱「重大消息管理辦法」)。

「重大消息管理辦法」第2條列舉「涉及公司財務、業務之重大消息」，包括喪失債信、公司辦理重大募資或減資、併購及投資計畫、重整、破產、解散、發生災難、集體抗議、罷工、環境污染、公司發生重大內控舞弊、掏空公司資產、主要客戶停止往來、財務報告有未依規定公告、重大變動及會計師出具非無保留意見、財務預測(更新)與實際數(原預測數)有重大差異、公司營業損益產生重大變動、公司實施庫藏股、進行或停止公開收購、取得或處分重大資產、發行海外有價證券有應依規定公告或申報之重大情事…等17款，又因重大消息具有高度事實認定之性質，必須依據個案事實認定，故不易有絕對清楚範圍，爰訂有概括性條款，以將所有應予規範之態樣納入。另第3條列舉「涉及該證券之市場供求之重大消息」，包括被進行或停止公開收購、公司或其控制公司股權重大異動、有價證券有標購、拍賣、重大違約交割、變更原有交易方法及檢調人員至公司、控制公司

¹ 本項修正理由謂：「為將內線交易重大消息明確化，俾使司法機關於個案辦理時有所參考，並鑑於重大消息內容及其成立時點涉及刑事處罰之法律構成要件如明訂於本法，恐過於瑣碎且較僵化，同時難以因應未來市場之變化。故為即時檢討重大消息內容，以維持彈性，並符合市場管理需要，爰修正本項，授權主管機關訂定重大消息之範圍。另考量『罪刑法定原則』，重大消息公開方式宜予明定，爰參酌美國、日本規定，併入本項修正，授權主管機關訂定重大消息之範圍及公開方式等相關事項，以符合『法律安定性』以及『預見可能性』之要求」。

² 95年5月30日金管證三字第0950002519號令訂定「證券交易法第一百五十七條之一第四項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」，嗣後配合99年6月2日修正公布之證券交易法第157條之1已將第4項移列至第5項，並增列第6項授權主管機關訂定重大影響公司支付本息能力之消息，其範圍及公開方式等相關事項之辦法，爰於99年12月22日以金管證交字第0990070860號令修正名為「證券交易法第一百五十七條之一第五項及第六項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」。

或重要子公司執行搜索等 4 款，同樣訂有概括條款，以免掛一漏萬。

一項重大消息可能同時屬於「涉及公司財務、業務之消息」與「涉及該證券市場供求或公開收購之消息」，例如公司發生存款不足遭金融機構退票情事，並經臺灣證券交易所依其營業細則規定，對其股票採行分盤集合競價方式交易，該項消息即同時該當「重大消息管理辦法」第 2 條的喪失債信及第 3 條的變更交易方式。

至於近年來司法實務案例之重大消息主要仍與公司財務業務等營運事項有關，包括：

- 一、公司因轉投資事業虧損或因營運不佳及市場變化，發生鉅額虧損、營收大幅減少或調降財務預測³。
- 二、公司因財務報表編制不合於一般會計原則而需重編財務報表，該公司當年收益將轉盈為虧⁴。
- 三、公司因財務周轉困難，暫緩償還聯貸本息金額，或發生存款不足退票、被金融機構列為拒絕往來戶，或資金不足向股東借款⁵。
- 四、公司因營運好轉，或因出售土地、廠房、機器設備、存貨或股票獲得鉅額收入，使公司獲利大幅增加或轉虧為盈⁶。
- 五、董事會決議以私募方式增資發行新股⁷。
- 六、公司因進行聯貸案及出售不良債權，公司產生鉅額處分利益⁸。

³ 最高法院 94 年度台上字第 1433 號刑事判決(訊碟案)、最高法院 102 年度台上字第 4509 號刑事判決(大霸案)、臺灣高等法院 101 年度重金上更(一)字第 5 號刑事判決(明基案)；臺灣臺中地方法院 97 年度金訴字第 13 號刑事判決(安基案)、臺灣板橋地方法院 99 年度金訴字第 19 號刑事判決(台翰案)。

⁴ 臺灣高等法院 102 年度重金上更(三)字第 2 號刑事判決(力特案)。

⁵ 最高法院 100 年度台上字第 5420 號刑事判決(九德案)、最高法院 101 年度台上字第 6599 號刑事判決(展茂案)、臺灣高等法院 100 年度金上訴字第 40 號刑事判決(台灣日光燈案)。

⁶ 最高法院 102 年度台上字第 3250 號刑事判決(東森國際案)、臺灣高雄地方法院 103 年度金訴字第 16 號刑事判決(聯上案)。

⁷ 臺灣臺北地方法院 98 年度金簡字第 10 號刑事簡易判決(弘捷案)。

⁸ 臺灣高等法院 101 年度金上重更(三)字第 8 號刑事判決(台開案)。

- 七、公司產品經外國政府認定有瑕疵，可能影響公司產品銷售⁹。
- 八、董事會作成合併案、子公司合併案及暫緩合併案的決議，及以認股、股份轉換方式進行投資計畫或變更計畫內容¹⁰。
- 九、公司與他公司簽訂業務相關之策略聯盟或合作計畫及變更合作關係¹¹。
- 十、公司向法院聲請重整¹²
- 十一、檢調機關對公司發動搜索等行動¹³。

上開內線交易實務案例之重大消息，除公司產品經外國政府認定有瑕疵，可能影響產品銷售及公司與他公司簽訂業務相關之策略聯盟或合作計畫外，其餘皆為「重大消息管理辦法」第2條及第3條所例示之項目，其中又以併購案及公司財務發生重大虧損之案件最為常見。

參、重大性之判斷

有關重大性判斷，依證券交易法第157條之1第4項規定，係指「對公司股票價格須有重大影響」或「對正當投資人之投資決定須有重要影響」，兼採標的股票於證券市場價格之波動情形及對正當投資人主觀投資決定之影響作為判斷基準。何謂「重大」影響股票價格，

⁹ 臺灣高等法院 102 年度金上訴字第 34 號刑事判決(優盛案)。

¹⁰ 臺灣高等法院 100 年度金上重訴字第 59 號刑事判決(渣打銀行併新竹商銀案)、最高法院 102 年度台上字第 4868 號刑事判決(台泥香港子公司併嘉泥香港子公司案)、臺灣高等法院 102 年度金上重更(一)字第 7 號刑事判決(美商捷普公司併綠點案)、臺灣新竹地方法院 101 年度金訴字第 3 號刑事判決(碩邦併飛信案)、臺灣臺北地方法院 103 年度金訴字第 5 號刑事判決(聯發科併晨星案)、臺灣臺北地方法院 101 年度金訴字第 59 號刑事判決(日月光併環隆案)、臺灣士林地方法院 101 年度審金訴字第 6 號刑事判決(台積電投資茂迪案)。

¹¹ 臺灣高等法院 99 年度金上更(一)字第 6 號刑事判決(琨詒案)、臺灣高等法院 102 年度重金上更(三)字第 12 號刑事判決(佳鼎案)。

¹² 最高法院 100 年度台上字第 3633 號刑事判決(欣鋁案)。

¹³ 臺灣高等法院 101 年度金上更(一)字第 5 號刑事判決(千興案)。

並無量化認定標準，故須由法院就具體個案予以審酌認定，實務上有從消息公開前後股價漲跌及成交量變化極小，認為非屬「重大」影響股票價格之消息¹⁴，惟影響股價漲跌因素甚多，一項利多或利空消息對公司之影響程度，投資人解讀亦可能有所不同，實不宜僅以事後單純之股價漲跌表現，據以論斷是否屬「重大影響股票價格之消息」¹⁵。至於正當投資人，解釋上應係理性投資人(a reasonable investor)，指的是認識並信賴市場運作及法制之投資人，其投資決策係以經濟利益為最重要考量，但理性投資人並不等同專業投資經理人或專業等級之投資人，而係指具一般交易市場趨利避禍決策能力的投資人¹⁶。

有關重大性判斷，證券交易法第 157 條之 1 仍是採抽象、概括性的定義，又參照 77 年增訂內線交易條文之立法理由，僅說明係參照美國立法例¹⁷，「重大消息管理辦法」雖試圖就重大消息範圍及類型加以規範，惟仍未將「重大性」概念予以具體化，主要仍係因重大性判斷具有高度事實認定之特性，且重大消息之影響亦非僅以單一事件作為衡量基礎，而應綜合各項因素做整體判斷¹⁸，訂定機械而缺乏彈性之標準規範，恐將無法因應實際需要，亦可能產生規避法規之空間，將使立法目的落空。

上開重大性判斷雖難期能有明確性之認定標準，惟我國法既係仿自美國立法例，則美國實務見解亦可作為我國法解釋適用之重要參考，目前美國司法實務在界定何謂重大消息，基本上係參照 TSC v. Northway 案與 Basic Inc. v. Levinson 案所建立重大性之測試基準¹⁹，茲分述如下：

¹⁴ 臺灣高等法院 97 年度上訴字第 1087 號刑事判決。

¹⁵ 臺灣高等法院 92 年度上重訴字第 66 號刑事判決亦同此見解。

¹⁶ 參閱陳彥良，涉及企業併購之內線消息認定-由嘉泥、台泥內線交易案觀察，月旦法學雜誌，第 236 期，2015 年 1 月，56-57 頁。

¹⁷ 立法理由謂「參照美國立法例（一九三四年證券交易法第十條規則五判例.....），增訂本條，....第四項規定第一項『有重大影響股票價格之消息』之定義」。

¹⁸ 參閱賴英照，賴英照說法：從內線交易到企業社會責任，聯經 2007 年 4 月，初版，28 頁。

¹⁹ 參閱劉連煜，內線交易構成要件實務認定之研析，財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心委託研究，70 頁；賴英照，股市遊戲規則-最新證券交易法解析，自版，2011 年 2 月，再版，505-506

一、如果事件對於公司之影響係屬「清楚而確定」者，應適用 TSC v. Northway 案之測試基準，亦即「一項未經公開之消息，是否理性的投資人知道此一消息後非常可能會改變其投資決定。或一項消息單獨考量未能產生重大影響，但如連同其他可獲得的資訊合併觀察後，理性的投資人便會對該股票的價格或投資與否的決定，予以重新評估」。

二、如果事件性質係屬「或許會或許不會發生」或「推測性」者，則因是否「理性的投資人」在當時會認為所遺漏之事實是重要的消息，頗難以斷定，因此，有必要另定補充性之判斷基準。依據美國聯邦最高法院在 Basic Inc. v. Levinson 案係採用「可能性/影響程度」(probability/magnitude approach) 判斷標準，亦即「一項事實在特定時點是否具有 Rule 10b-5²⁰所稱之『重大性』，端視該事件之發生可能性，以及事件發生時對公司整體營運活動的影響程度，兩相權衡而定」。

前述第一點之測試基準與我國證券交易法第 157 條之 1「對正當投資人投資決定有重大影響」之意旨相近。至於第二點「可能性/影響程度」係用於消息具有「未來性」及「不確定性」時，判斷「何時」始具有重大性，相當於我國的「消息明確時點」判斷。

美國內線交易相關規範並無消息「明確時點」之用語，而我國係於 99 年 6 月 2 日修正證券交易法第 157 條之 1 第 1 項，增訂消息「明確後」之文字，惟於該次修法前，「重大消息管理辦法」第 4 條即訂有「消息成立時點」之規定²¹，司法檢調機關於偵辦審理內線交易案件時，對於重大消息成立時點於事證調查上亦多所探求，並引為定罪

頁。

²⁰ 美國證管會依據 1934 年證券交易法 Section 10(b) 頒訂 Rule 10b-5，上述二規定為美國禁止內線交易之法源依據。

²¹ 99 年 12 月 22 日修正前「重大消息管理辦法」第 4 條規定，前二條所定消息之成立時點，為事實發生日、協議日、簽約日、付款日、委託日、成交日、過戶日、審計委員會或董事會決議日或其他足資確定之日，以日期在前者為準。

與否之依據，主要即因重大消息依事件發生期間可分為「一次性消息」及「延續性消息」，「一次性消息」（如公司重要大陸廠房發生火災之工安意外）其消息明確時點即為該意外發生日（事實發生日），於判斷上較不易發生爭議，至於「延續性消息」（如併購或公司發生鉅額虧損）於達到最後依法應公開或適合公開階段前，常須經一連串處理程序或時間上的發展，之後該消息所涵蓋之內容或所指之事件才成為事實，其發展及經過情形因個案而異，故需判斷消息於形成過程何時達明確程度，蓋構成內線交易罪必先有重大消息形成，進而才有獲悉此消息之行為人為買賣有價證券行為，若買賣證券時點先於內線消息形成時點，即無內線交易罪適用，故重大消息明確時點與內部人交易時點之先後順序，常成為法院認定有罪與否的關鍵爭點。

我國關於明確時點之判斷原則，依「重大消息管理辦法」99年12月22日配合證券交易法157條之1修正公布，修正第5條規定為「事實發生日、協議日、簽約日、付款日、委託日、成交日、過戶日、審計委員會或董事會決議日或其他依具體事證可得明確之日，以日期在前者為準」²²，其修正說明則謂：「重大消息應係以消息對投資人買賣證券之影響程度著眼，衡量其發生之機率及對投資人投資決定可能產生的影響做綜合判斷，而不以該消息確定為必要，…」²³。由此可知「重大消息管理辦法」對於消息明確時點之認定也是採取「可能性/影響程度」作為權衡判斷之基準，且不以消息已成為確定事實為必要。另學者認為於判斷特定交易完成之可能性時，應注意行為人對該項交易所具有的影響力，例如行為人係對公司董事會決議具有舉足輕重的大股東，其已可確定特定交易必將完成，則不宜以董事會尚未召開，認為消息未成立²³。

我國實務已有許多判決採用「可能性/影響程度」作為重大消息明確時點之判斷基準，例如最高法院102年度台上字第3250號刑事

²² 99年12月22日修正前為第4條。

²³ 參閱賴英照，股市遊戲規則-最新證券交易法解析，自版，2011年2月，再版，526頁。

判決提及「究竟何者始為系爭重大消息之成立日期，並未綜合事件之發生經過及其結果，以該消息對投資人買賣證券之影響程度，衡量交易完成後對投資決定可能產生之影響為綜合判斷，詳為論列說明其所憑之理由」；另最高法院 104 年度台上字第 78 號刑事判決亦提及「於有多種時點存在時，認定重大消息成立之時點，自應參酌上揭基準，綜合相關事件之發生經過及其結果，為客觀上之整體觀察，以判斷何者係『某特定時間內必成為事實』，資為該消息是否已然明確重大（成立）之時點。…鑒於企業併購案之進行必須經歷一連串處理程序，參考前述美國實務案例（指 Basic 案）之必要之合致協議原則，並考量明確性與重大性之需要，對於企業併購流程中其重大訊息明確點之認定，宜以實地查核進行後，針對併購價格及主要併購契約架構完成作為重大影響其股票價格之消息已經明確之時點」。

肆、結語

對於內線交易行為設有刑事處罰，係維護證券市場交易公平性所必要之手段，而內線交易之判斷因具有高度複雜性，立法技術要同時兼顧規範彈性與構成要件明確性，確實有其困難，此也非我國證券交易法獨有之問題。金管會於 95 年 5 月 30 日發布實施之「重大消息管理辦法」，已就重大消息範圍及明確時點等予以規範，司法實務也逐漸形成以美國聯邦最高法院關於重大性測試基準，即綜合權衡方式判斷重大消息之明確時點，雖然該判斷方式在具體案例上仍難以精準預測其結果，但為確保交易公平性與誠實公開消息之目的，以過於狹小、僵化的方式解釋，亦非妥適。