

# 目次

第一章 緒論 .....	1
第一節 研究動機與目的 .....	1
第三節 論文架構 .....	3
第二章 內線交易規範之必要性 .....	5
第一節 內線交易之定義 .....	5
第二節 短線交易歸入權、股權變動公開與內線交易之關係 .....	7
第一項 短線交易歸入權 .....	8
第二項 股權變動之公開 .....	11
第三項 三者之關係 .....	14
第三節 內線交易規範之考量 .....	15
第一項 否定說 .....	16
第二項 肯定說 .....	17
第三項 小結 .....	19
第三章 我國現行規範與外國法制 .....	21
第一節 我國內線交易之構成要件 .....	21
第一項 規範之主體 .....	21
第一款 公司內部人 .....	21
第一目 董事、監察人及經理人 .....	21
第二目 持股超過百分之十之大股東 .....	22
第二款 基於職業或控制關係獲悉消息之人 .....	24
第三款 喪失前二款身份未滿六個月之人 .....	28
第四款 消息受領人 .....	29
第五款 小結 .....	32
第二項 規範之交易客體 .....	33
第一款 股票 .....	34
第二款 其他具有股權性質之有價證券 .....	35
第三項 內線消息 .....	38
第一款 重大影響其股票價格之消息 .....	38
第二款 該消息尚未公開 .....	39
第四項 主觀要件 .....	40
第五項 民刑事責任 .....	41
第一款 民事責任 .....	41

第一目 賠償義務人 .....	41
第二目 請求權人 .....	43
第三目 責任要件及因果關係 .....	46
第四目 賠償金額 .....	46
第二款 刑事責任 .....	48
第一目 基本規定 .....	48
第二目 免責抗辯 .....	49
第三款 加重處罰 .....	51
第二節 外國法之規範與比較 .....	51
第一項 美國法 .....	51
第一款 美國法之演進 .....	52
第二款 小結 .....	66
第二項 歐盟 .....	67
第一款 歐盟法之規定 .....	68
第一目 內線交易協調指令 .....	71
第二目 內線交易及市場操縱指令 .....	74
第二款 小結 .....	76
第三項 日本 .....	77
第一款 日本法之規定 .....	77
第二款 小結 .....	83
第四項 與我國法之比較 .....	84
第四章 重大消息之具體認定 .....	93
第一節 問題之提出 .....	93
第二節 何謂重大消息 .....	93
第一項 我國法之規定 .....	94
第一款 各種規定 .....	94
第一目 證券交易法及其他法律之規定 .....	94
第二目 行政規範之補充 .....	95
第三目 市場規則 .....	97
第二款 具體分類 .....	98
第一目 涉及公司之財務、業務之重大消息 .....	98
第二目 涉及該證券之市場供求之重大消息 .....	103
第三款 應揭露資訊與內線交易重大消息之比較 .....	103

第四款 我國法制之探討 .....	105
第二項 美國法院見解 .....	108
第一款 實務判決整理 .....	108
第二款 法院對重大消息之認定 .....	111
第一目 兩項測試基準 .....	111
第二目 具體事實之認定 .....	114
第三項 我國法院見解 .....	115
第一款 實務判決整理 .....	115
第二款 法院對重大消息之認定 .....	127
第四項 檢討 .....	129
第五章 重大消息成立與公開之判斷 .....	132
第一節 重大消息之成立時點 .....	132
第一項 問題之所在 .....	132
第二項 實務之認定 .....	132
第一款 董事會決議減資、財務預測稅後虧損 .....	132
第二款 調升盈餘目標或調降財務預測 .....	133
第三款 因合併案而進行減資 .....	136
第四款 重大資產處分 .....	137
第五款 更換董事長 .....	139
第六款 出售不良債權 .....	140
第三項 小結 .....	141
第二節 消息公開與未公開之判斷 .....	143
第一項 相關規定 .....	144
第二項 實務之認定 .....	146
第一款 較寬鬆之認定標準 .....	146
第二款 較嚴格之認定標準 .....	148
第三項 小結 .....	149
第六章 知悉未經揭露重大訊息而為交易之具體認定 .....	153
第一節 內部人「知悉」之認定 .....	153
第一項 問題之提出 .....	153
第二項 實務見解 .....	154
第一款 美國法院見解 .....	154
第二款 我國法院見解 .....	164

第三項 小結 .....	169
第二節 知悉重大消息對內線交易責任之判斷 .....	170
第一項 不可歸責而不知消息未公開 .....	170
第二項 可歸責而不知消息未公開 .....	172
第七章 結論 .....	173
附錄一 .....	177
附錄二 .....	181
參考資料 .....	189



# 第一章 緒論

## 第一節 研究動機與目的

在禿鷹案<sup>1</sup>、台開案<sup>2</sup>相繼爆發之後，「內線交易」這個名詞剎時成為國內最熱門的話題，尤其又有第一家庭成員牽涉其中，更增添無窮的話題性。究竟何謂內線交易？它又有什麼魔力？我國證券交易法如何規定？實務上又是如何認定？在在吸引吾人深入探究。

我國對內線交易之規定係規定於證券交易法第一百五十七條之一，惟對於何謂重大消息，證交法中僅有原則性定義：所稱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，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。至於具體事項，在 95 年證券交易法修正前，亦只有證券交易法施行細則第七條則有所列舉，因此在實務運作上，產生許多困擾。例如就公司財務預測是否屬重大消息，最高法院在訊碟案及櫻花案中，即有不同見解。

在 95 年證券交易法修正時，對於重大消息，授權主管機關就其範圍及公開方式等相關事宜，另為規定。其後金管會即依法制訂證

---

<sup>1</sup> 勁永在二〇〇四年發生盈餘灌水，被發現有「做假帳、虛灌業績至海外子公司」之情事發生。灌水營收達七億九千萬元，虛增盈餘約三百六十萬元，前者為陞技電腦的十八分之一；後者更只有陞技電腦的二百二十九之一。二〇〇五年初聯合報記者撰寫獨家新聞指出，檢調單位將對勁永進行財報不實、兩成灌水之調查，使得勁永股價自從一月廿一日開始連跌四個交易日。隨即在經濟日報之報導，以及勁永親自出面澄清未遭檢調搜索，並揚言控告媒體之不實報導後，股價在一月廿六開始止跌翻升，軋空大戰開始登場。詳細情形參見 <http://old.npf.org.tw/PUBLICATION/FM/094/FM-R-094-014.htm> (2008年1月8日)。

<sup>2</sup> 台開案為第一家庭駙馬趙建銘涉及內線交易弊案，由於其身份特殊，引起社會廣泛關注，其案情詳見後述。

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。惟對於重大消息之認定，仍有所爭議，此亦為本文所欲探討者。又依證券交易法第一百七十一條規定，內線交易之刑事責任為三年以上十年以下有期徒刑，刑度不低，證交法如此空白授權，是否有違罪刑法定原則，亦有討論空間。

對於內線交易的探討，國內不乏教科書、期刊論文等相關著述，因此本文擬將重點放在「重大影響股票價格消息」之認定、公開與否等方面，就此多加著墨，試圖釐清一些實務運作上仍有不明之處。

## **第二節 研究方法及範圍限制**

### **第一項 研究方法**

本論文主要透過分析我國法令之規範，及比較國外法制，期望經由各國法制之分析比較，能補我國內線交易之規範不足之處。並借由研究國內外實務判決，了解實務上操作之問題所在，嘗試歸納出較明確之具體認定方式。在加上蒐集國內外文獻之相關爭議及討論意見，整理出一些檢討與建議。

### **第二項 範圍限制**

內線交易之爭議問題頗多，例如內線交易之行為主體、求償權之行使及其範圍如何、空白授權是否有違罪刑法定原則等等，皆有值得深入探討之處。本文限於能力，主要探討重心著重在「重大影響股票價格消息」之具體認定、成立時點、公開與否等方面，其餘爭議問題，僅作大體上敘述，無法深入探討，此為本論文之研究限

制。

### 第三節 論文架構

本論文共分為六章。除第一章緒論外，第二至七章簡要內容分述如下：

第二章部分首先定義何謂內線交易，其後探討短線交易歸入權、股權變動公開與內線交易之關係，最後描述是否規範內線交易之正反理由，並說明多數國家對內線交易皆採規範之態度。

第三章先討論我國證券交易法對內線交易構成要件之規定，緊接著介紹美國法、歐盟法以及日本法對內線交易之相關規定，並以之與我國法比較，略述其異同。

第四章討論重大消息之具體認定，首先檢討我國法之相關規定，之後整理美國法院以及我國法院之見解，最後得出結論：消息重大性與否之判斷，具有高度事實認定之特性，必須依個案具體事實認定，而且並非以單一事件作為衡量基準，而應綜合各項因素作整體之判斷。

第五章先討論重大消息之成立時點，實務上見解分歧，重大消息範圍及其公開方式管理辦法有對之所規定，應能解決此一問題；接著判斷重大消息公開與否，其標準為：應視已否輸入公開資訊觀測站，如已輸入，則應認為已公開；如未輸入，則須視該重大消息是否已經媒體完整報導，或消息是否經由該公司或相關人士證實，如答案是肯定的，則亦應認為該重大消息已屬公開；反之，如僅為



未經完整報導之傳聞或未經公司或相關人士證實之報導，應不得認為該消息業已公開。

第六章則探討如何判斷內部人是否「知悉」重大消息，內部人主觀上之故意、過失對內線交易之成立是否亦有影響？前者，應以客觀上相關連之具體事實作間接推定，後者，則依行為人可否歸責而有不同認定。

第七章為本文結論。

## 第二章 內線交易規範之必要性

### 第一節 內線交易之定義

所謂內線交易(insider trading)，是指具特定身份之人，獲悉未經公開且影響證券價格的重要消息後買賣證券<sup>3</sup>。一般認為禁止內線交易之目的，係為維持證券市場交易之公平性，保護投資人，以及維持一般投資人對證券市場公正性、健全性之信任<sup>4</sup>。

證券市場乃是處理股票、債券等有價證券交易之公開市場，可大別為證券發行市場與證券流通市場。在前者，企業可藉由發行有價證券，向一般投資人籌措營運所需資金，同時，投資人可藉由認購企業在發行市場發行之有價證券，進行證券投資；證券流通市場，則為對保有已發行有價證券的投資人提供交易機會的場所，投資人可於該市場進行證券之買進與賣出。證券發行市場與證券流通市場有其連動性，沒有能消化、吸收大量新發行證券之發行市場，將無法培育出活潑且有充分交易籌碼之流通市場，反之，必須有活潑的流通市場，使已發行之有價證券能有相當之換金可能性，即流通性，在發行市場發行之大量新發行證券，才能順利被消化、吸收。

證券市場上交易之有價證券，其價值在於表彰持有者對發行該有價證券之公司得主張一定權利，而該等權利之價值如何，則取決於該公司之資產、獲利能力等財務、業務狀況。有價證券之「交易價格」，則係在市場供需原則下，依供給及需求量之互動與調整所產

---

<sup>3</sup> 賴英照，最新證券交易法解析，頁 319，2006 年 2 月。

<sup>4</sup> 林國全，證券交易法第一百五十七條之一內部人員交易禁止規定之探討，政大法學評論，第 45 期，頁 261，1992 年 6 月。

生，而供需雙方之投資決定，雖受市場預期心理等許多非經濟因素所影響，但合理投資人所作成之投資決定，終究須以該有價證券之價值如何，為其投資判斷基礎。惟證券市場之交易型態，具有不同於其他商品市場交易之特殊性：在有價證券集中交易市場，投資人須透過證券經紀商以行紀之方式進行交易。身為真正買主及賣主之投資人，無法在事前與其交易相對人，就交易內容經過交涉後而為交易決定。因此，欲使投資人能夠安心進入市場，即須建立一套完整的機制，要求證券市場之相關當事人，將投資人作成合理投資判斷所需之必要資訊，予以公開揭露，使參與證券市場交易之投資人皆有平等機會取得該等資訊。只有令投資人相信，參與證券市場交易之人都是處於此種資訊取得平等之地位，才能使投資人信賴證券市場是一個公平、公正之市場，一旦有此信賴，投資人也才會安心進入市場，參與交易，證券市場也因此能有健全發展。

然而，即便是在一個設計周詳且嚴格執行之企業內容公開制度下，實際上亦無法達到公開揭露之理想境界——合理投資人作成合理投資判斷所必要的企業內容有的資訊皆可隨時地、完全地公開揭露。因為在法定公開期限前，公司仍可合法保留該資訊——即便是對投資人之投資判斷有重大影響且依法必須公開之資訊。甚且，對於公開後可能對公司造成重大不利影響之資訊，負有公開揭露義務之公司，雖明知違法，仍可能選擇不將其公開。公司之董事、監察人、經理人與大股東等公司內部人，因所處職務或地位，對此等未公開揭露之重要訊息的取得，即與一般投資人處於本質上不平等之地位。

資訊不對稱是證券發行公司與投資大眾間的一道重要障礙。公司股票的價值取決於公司未來發展的前景，而公司過去的營運績效則為未來營收的重要參考。公司的內部人對於過去的營運績效與未

來的營收展望最為明瞭，因此其應將此等資訊提供投資人作為判斷公司價值之參考。公司內部人若基於其內部人身份獲悉內線消息，而在該消息尚未公開之情形下，與無從獲悉該消息之一般投資人為交易，則該交易即非屬公平。此等交易行為若不予以禁止，任由其在市場上橫行，必將損害投資人對證券市場公平、公正之信賴，進而扼殺合理投資人參與證券市場之意願，最後影響證券市場之健全發展。

因此，我國證券交易法乃明文禁止此等內線交易行為，對於違反者課以民刑事責任，以求將此等妨礙證券市場健全發展之不正行為排除於市場之外。而從上述說明，亦可得知為何內線交易規範之對象僅限於在證券交易市場上市、上櫃的證券，蓋若非於交易市場上市、上櫃之證券，因其並未在證券市場上自由流通，不涉及一般投資人對證券市場公平性、公正性信賴之問題，即使有內部人利用未公開且影響證券價格的重要消息進行股票交易之情形，亦不至於影響證券市場之健全發展，故不具備將其納入規範之必要性與合理性。

## **第二節 短線交易歸入權、股權變動公開與內線交易之關係**

證券交易法第一百五十七條規定：「發行股票公司董事、監察人、經理人或持有公司股份超過百分之十之股東，對公司之上市股票，於取得後六個月內再行賣出，或賣出後六個月內再行買進，因而獲得利益者，公司應請求將其利益歸於公司。發行股票公司董事會或監察人不為公司行使前項請求權時，股東得以三十日之限期，請求董事或監察人行使之；逾期不行使時，請求之股東得為公司行

使前項請求權。董事或監察人不行使第一項之請求以致公司受損害時，對公司負連帶賠償之責。第一項之請求權，自獲得利益之日起二年間不行使而消滅。第二十二條之二第三項之規定，於第一項準用之。關於公司發行具有股權性質之其他有價證券，準用本條規定。」本條第一項規範一般稱為短線交易歸入權，其立法目的為，運用一種粗略而實際的方法（crude rule of thumb），在不問其等有無不當利用基於其職務或地位取得公司內部資訊而進行有價證券買賣交易之前提下，使董事、監察人、經理人與大股東等公司內部人無法保有其在短期間內反覆買賣其所屬公司所發行有價證券所得之利益。藉此間接防止有損一般投資人對證券市場公平性、公正性之信賴，但卻不易證明之違法內部人交易的發生，以維護證券市場之健全發展<sup>5</sup>。

## 第一項 短線交易歸入權

短線交易係指公司內部人，在一定期間內，買賣該公司股票或其他具有股權性質的有價證券而獲得利益者，不論其是否真的利用未公開之資訊，為貫徹事前遏阻之目的，一律將其所得之利益歸公司所有。

我國法之規定係仿照美國法之規定而來，而美國法的歸入權，係規定於一九三四年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）第十六條 b 項<sup>6</sup>，其規定內容為：「為防止受益股東、董事或高級職員

---

<sup>5</sup> 林國全，證券交易法第一五七條短線交易歸入權之研究，中興法學，45期，頁264-265，1999年。

<sup>6</sup> 其原文為 Section 16 (b) For the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such beneficial owner, director, or officer by reason of his relationship to the issuer, any profit realized by him from any purchase and sale, or any sale and purchase,

因其與發行人之密切關係，而獲得消息且加以不正當之使用，如該受益股東、董事或高級職員於不滿六月之期間內，對該發行人之股權證券（豁免證券除外）買進後再行賣出，或賣出後再行買進，除該證券之取得確屬為履行以前之契約債務者外，不論該受益股東、董事或高級職員在買賣股票時，是否有意繼續持有六個月以上，或無意在六個月內再行買入其已出售之證券，其因此獲得之利益應歸於該發行人，並由該發行人向其請求之。對於此項利益之請求，得由發行人依法律或衡平法向管轄法院以訴請求之；發行人如於股東請求後六十日內未提出或拒絕提出訴訟，或不願積極追訴時，股東得以發行人名義代位向法院起訴請求之。但該項利益獲得已逾二年者，不得起訴請求之。本項規定，對於受益股東非於買進賣出或賣出買進股票時，均具有此項受益股東之身分者；或受益股東、董事或高級職員所為之證券交易，依證券管理委員會制訂之規則予以豁免者，不適用之。」

---

of any equity security of such issuer (other than an exempted security) within any period of less than six months, unless such security was acquired in good faith in connection with a debt previously contracted, shall insure to and be recoverable by the issuer, irrespective of any intention on the part of such beneficial owner, director, or officer in entering into such transaction of holding the security purchased or of not repurchasing the security sold for a period exceeding six months. Suit to recover such profit may be instituted at law or in equity in any court of competent jurisdiction by the issuer, or by the owner of any security of the issuer in the name and in behalf of the issuer if the issuer shall fail or refuse to bring such suit within sixty days after request or shall fail diligently to prosecute the same thereafter; but no such suit shall be brought more than two years after the date such profit was realized. This subsection shall not be construed to cover any transaction where such beneficial owner was not such both at the time of the purchase, of the purchase and sale, or the sale and purchase, of the security involved, or any transaction or transactions which the Commission by rules and regulations may exempt as not comprehended within the purpose of this subsection.

美國之證券交易法中，於條文中明文揭示其短線利益歸入權之立法目的係為「為防止主要受益股東、董事或高級職員因其與發行人間之密切關係，而獲得消息且加以不正當之使用」<sup>7</sup>，惟於我國之證券交易法於條文中卻無如此之揭示，然依國內多數學者之看法，及我國於民國五十七年證券交易法立法之初，關於本條之立法說明「公司董監經理人及持有十分之一以上股權之股東極易利用所知公司秘密，於市場買賣股票以獲得利益，本法規定其買入與賣出之行為相隔不超過六個月，因而獲得利益者，其利益得被請求歸屬於公司」可知，我國證券交易法第一百五十七條之立法目的，與美國於其規範之條文中明文所揭示之意旨，並無任何不同。

證券交易法第一百五十七條的規定雖有意仿效美國法，運用簡便而務實的方法，但在實際運用上，仍產生許多複雜的技術問題<sup>7</sup>，包括：1、何人為本條歸入權行使的對象？2、何種有價證券適用本條規範？3、買與賣的意義如何？4、六個月的其間如何計算？5、所謂「獲得利益」如何計算？等，本文礙於篇幅，僅就「獲得利益」如何計算略以簡述。

短線交易所獲利益之計算方式規定於證交法施行細則第十一條<sup>8</sup>，係採「最高賣價減最低買價法」，且虧損部分不予計入。此一計

<sup>7</sup> 詳細討論請參閱賴英照，前引註3，頁393以下。

<sup>8</sup> 條文內容為：本法第一百五十七條第六項所稱具有股權性質之其他有價證券，指可轉換公司債、附認股權公司債、認股權憑證、認購（售）權證、股款繳納憑證、新股認購權利證書、新股權利證書、債券換股權利證書及其他具有股權性質之有價證券。本法第一百五十七條第一項所定獲得利益，其計算方式如下：一、取得及賣出之有價證券，其種類均相同者，以最高賣價與最低買價相配，次取次高賣價與次低買價相配，依序計算所得之差價，虧損部分不予計入。二、取得及賣出之有價證券，其種類不同者，除普通股以交易價格及股數核計外，其餘有價證券，以各該證券取得或賣出當日普通股收盤價格為買價或賣價，並以得行使或轉換普通股之股數為計算標準；其配對計算方式，準用前款規定。三、列入前二款計算差價利益之交易股票所獲配之股息。四、列入第一款、第二款計算差價利

算方法，基本上係仿自美國法院實務。依此方法計算所得之利益數額，往往高於行為人「實際所獲利益」。甚且，行為人可能在此等交易上實際虧損，但仍不能免除須將依該計算方法算出之獲得利益歸入公司之義務。此種計算方法對行為人極為不利，性質上屬於一種懲罰性計算方法。法院<sup>9</sup>有說明採此算法之理由：「本條之立法精神在防止董事、監察人、經理人及所謂大股東等對公司經營有很大影響之人憑其特殊地位，利用內線消息，買賣股票圖利，影響投資人信心，具有懲罰作用，一般會計制度上之有價證券買賣差價計算法，均不足以貫徹本條立法之目的與精神，自應以更嚴格之方法計算此項利益，並不予扣抵虧損。」短線交易歸入權制度原具有事前預防的警告作用，目的在於嚇阻內部人的短線交易。歸入權的行使，性質上並非為填補公司的損害，實含有懲罰的因素，故歸入權的行使不以內部人「實際」獲得利益為必要，施行細則以「最高賣價減最低買價法」計算短線利益，確能符合本制度本旨。

## 第二項 股權變動之公開

公開制度，誠如美國大法官 Louis D. Brandise 於其著作中所說之一句話：「陽光是最好的防腐劑，燈光是最有效的警察」( sunlight said to be the best disinfectants ; electric light the most efficient policeman )，乃是證券法律之基石。投資人於為證券之投資價值判斷時，取得有關發行公司之資訊，以作為判斷之資料，乃極為必要。完整之證券市場公開制度，除發行該有價證券之企業將其財務、業務內容予以公

---

益之最後一筆交易日起或前款獲配現金股利之日起，至交付公司時，應依民法第二百零三條所規定年利率百分之五，計算法定利息。列入前項第一款、第二款計算差價利益之買賣所支付證券商之手續費及證券交易稅，得自利益中扣除。

<sup>9</sup> 台北地院 77 年度重訴字第 90 號判決；台灣高等法院 77 年度重上字第 159 號判決。



開之「企業內容公開制度」外，尚包括發行公司董監事經理人大股東等內部人持股情形之公開（即股權變動之公開）徵求委託書行為內容之公開、涉及經營權爭奪之公開收購股權行為之公開以及有關市場供需變化之交易資訊之公開等。股權變動之公開即為公開原則於內部人規範方面之落實<sup>10</sup>。

為了遏阻公司內部人作短線買賣，保障市場之公平性，以維護投資人之信心，且使公司即時公開重要事實，使市場運作更有效率<sup>11</sup>，證券交易法第 25 條仿照美國證券交易法第十六條 a 項<sup>12</sup>之條文加

---

<sup>10</sup> 賴源河，證券管理法規，頁 37，1996 年 2 月。

<sup>11</sup> 余雪明，證券交易法，頁 624，2003 年 4 月 4 版。

<sup>12</sup> 美國一九三四年證券交易法第十六條 a 項原文規定如下：

a. Disclosures required

1. Directors, officers, and principal stockholders required to file Every person who is directly or indirectly the beneficial owner of more than 10 percent of any class of any equity security (other than an exempted security) which is registered pursuant to section 12, or who is a director or an officer of the issuer of such security, shall file the statements required by this subsection with the Commission (and, if such security is registered on a national securities exchange, also with the exchange).

2. Time of filing

A. at the time of the registration of such security on a national securities exchange or by the effective date of a registration statement filed pursuant to section 12(g); within 10 days after he or she becomes such beneficial owner, director, or officer; if there has been a change in such ownership, or if such person shall have purchased or sold a security-based swap agreement (as defined in section 206(b) of the Gramm-Leach-Bliley Act (15 U.S.C. 78c note)) involving such equity security, before the end of the second business day following the day on which the subject transaction has been executed, or at such other time as the Commission shall establish, by rule, in any case in which the Commission determines that such 2-day period is not feasible.

3. Contents of statements

A statement filed-- A. under subparagraph (A) or (B) of paragraph (2) shall contain a statement of the amount of all equity securities of such issuer of which the filing person is the beneficial owner; and

B. under subparagraph (C) of such paragraph shall indicate ownership by the filing person at the date of filing, any such changes in such ownership,

以訂立，其規定為：「公開發行股票之公司於登記後，應即將其董事、監察人、經理人及持有股份超過股份總額百分之十之股東，所持有之本公司股票種類及股數，向主管機關申報並公告之。前項股票持有人，應於每月五日以前將上月份持有股數變動之情形，向公司申報，公司應於每月十五日以前，匯總向主管機關申報。必要時，主管機關得命令其公告之。」本條與美國法不同之處在本條以股票為限，美國法則以股權證券為對象，範圍較廣；另外有關股東設質的申報規定，則為美國法所無。

股權變動公開規定之主要目的在於讓內部人的持股變動情形透明化，以實現公開原則，並協助執行證交法第一百五十七條的歸入權。並且，在未立法禁止或限制股票設質的情形下，藉由申報及公告的方法，抑制內部人將股票設質的行為<sup>13</sup>。

證交法對股權變動公開規範之對象，僅就股票有所規定，惟買賣股票以外之其他具有股權性質之有價證券亦可能成為歸入權之行使對象及構成內線交易。故本文建議股權變動公開之規定，亦應將

---

and such purchases and sales of the security-based swap agreements as have occurred since the most recent such filing under such subparagraph.

#### 4. Electronic filing and availability

Beginning not later than 1 year after the date of enactment of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 [enacted July 30, 2002]—

A. a statement filed under subparagraph (C) of paragraph (2) shall be filed electronically;

B. the Commission shall provide each such statement on a publicly accessible Internet site not later than the end of the business day following that filing; and

C. the issuer (if the issuer maintains a corporate website) shall provide that statement on that corporate website, not later than the end of the business day following that filing.

15 U.S.C.A. §8r(a). (1934).

<sup>13</sup> 賴英照，前引註 3，頁 149。

股票以外之其他具有股權性質之有價證券納入規範，始能達成其規範目的。

### 第三項 三者之關係

上述股權變動之公開其立法意旨除令經營者及大股東將其持有情形，向主管機關及投資大眾公開，俾使大眾知悉公司重要人員之持股變動情形外，亦有協助歸入權行使之意涵<sup>14</sup>。在制度設計上，短線交易係著眼於內部人交易行為而作形式上之認定，並非探究其實際利用內部消息情事之有無，因此乍看之下，『公司內部消息是否公開』似非構成短線交易之要件，亦不影響歸入權之行使，但卻不容忽視公開原則於短線交易及內線交易偵測中所扮演之角色與所發揮之功能。

相較於證券交易法第一百五十七條之一禁止內線交易之規定，對於實際上從事內線交易之內部人，因原告在舉證上無法對其從事內線交易加以舉證時，則可透過短線交易歸入權之規範，來發揮最後把關之責任，以保障處於資訊不對稱之外部人，進而使投資大眾恢復對投資市場之信心，繼續從事有價證券之交易行為<sup>15</sup>。主張內部人從事內線交易之原告，依法需對有從事內線交易之內部人負舉證責任，惟原告因處於資訊取得之弱勢，常在舉證上發生舉證困難之情形，使實際上從事內線交易之內部人不受法律之制裁，亦無其他辦法加以規範；而短線交易則不需擔心舉證上之問題，由短線交易歸入權之構成要件可知，原告僅需簡單、機械式的判斷，是否內部

---

<sup>14</sup> 李智仁，我國短線交易歸入權制度之發展趨向—理論面與實證面之探析(上)，集保月刊，第一三四期，頁12，2005年1月。

<sup>15</sup> 曾富蘊，論短線交易歸入權之存否，世新大學法學院碩士論文，95年。

人所從事之股票買賣行為完全符合短線交易歸入權之構成要件，即可對其行使歸入權，以保障投資大眾；如此一來，原告則不用再因無法舉證而放棄權益，其可透過短線交易歸入權之規範來對違反規定之內部人行使歸入權。

內部人交易之規範有兩個層次，第一層次為預防性質，凡短期內不斷買賣，從規範者之觀點，將之視為有利用未公開重大資訊之嫌，不論其是否真的利用為公開資訊，為貫徹事前遏阻之目的，一律將其所得之利益歸公司所有<sup>16</sup>。第二層次則為事後對不法利用未公開資訊者加以處罰。股權變動之公開及短線交易為第一層次之規定，內線交易則屬第二層次之規範，三者環環相扣，其用意及作用皆在確保投資人對證券市場公平性、公正性之信賴。

### 第三節 內線交易規範之考量

內線交易是否一定是有害的？在各種法律與經濟理論出現之前，法界認為禁止內線交易的正當性是基於害怕或為了保護投資者的信心，惟反對規範內線交易的經濟及法律學者認為，內線交易是有效率的，因為它可以使市價快速的反應在未公開的消息和股票的價格上。除此之外，內線交易對減少經營者本身的義務衝突也是有效率的，對公司和社會而言都是有益的。反之，贊成規範內線交易者則主張內線交易是毫無效率的。綜上所述，內線交易是否一定是有害而必須被禁止目前仍是有爭議的，因此，如何取捨純為一種政策考量，並非必然的<sup>17</sup>。

---

<sup>16</sup> 曾宛如，證券交易法原理，頁 221-222，2001 年 2 版。

<sup>17</sup> 莊永丞，A Critique of U.S. Insider Trading Regulation Theory，中原財經法學，第七期，頁 214，2001 年 12 月。

## 第一項 否定說

反對內線交易者之主要理由包括：

### 一、內線交易有助於市場效率：

證券法規鼓勵資訊之揭露，但在涉及合理商業利益時不受限制。新資訊之發現或創造有利社會，但除非資訊發現者能藉該資訊獲得利益，否則沒有誘因持續發掘資訊。故可認為內線交易可兼顧反映價格之需要並成為公司創造資訊之誘因。知道內線消息者利用該消息為交易，有助於資訊被迅速反映在價格上，對於促進市場效率有所助力<sup>18</sup>。

### 二、准許內線交易可視為對經營者之另一種有效率的酬勞方式：

Henry G. Manne 認為對現在企業來說，利用未公開的重大消息為交易是對經營者的創新的一種獎勵<sup>19</sup>，經營者透過內線交易可獲取一定利益，若將此利益視為對經營者之一種報酬，不僅可獎勵其經營創新，並可藉此吸引優秀人才加入經營團隊提升企業經營績效，亦不失為一種合理且有效率之報酬方式。

### 三、內線交易中並無所謂之真正受害人：

認為即使該內部人不為買賣，主張受害之交易相對人仍會進行原先預定之交易，因此並無受害之可言；至於公司亦無損失<sup>20</sup>。

---

<sup>18</sup> 蔡易餘，內線交易規範之法理研究，萬國法律，96年4月。

<sup>19</sup> See Henry G. Manne, Insider Trading and the Stock Market 131-145(1966).

<sup>20</sup> 曾宛如，前引註16，頁219。

四、公司機密消息何時公開，原應由經營者裁量，不宜由法律強制規定：

依美國證券法制，內部人如不利用內部消息買賣證券，並無將消息公開的義務，且公司內部決策程序是否健全，與內部消息能否利用原為二事，不宜混為一談。

## 第二項 肯定說

贊成內線交易者之主要理由包括：

一、損害證券市場投資人之信心：

資訊不對稱是證券發行公司與投資大眾間的一道重要障礙，公司內部人若基於其內部人身份獲悉內線消息，而在該消息尚未公開之情形下，與無從獲悉該消息之一般投資人為交易，則該交易即非屬公平。此等交易行為若不予以禁止，任由其在市場上橫行，必將損害投資人對證券市場公平、公正之信賴，進而扼殺合理投資人參與證券市場之意願，最後影響證券市場之健全發展。因此，法律禁止內線交易之目的，即在於強化證券市場之誠信基礎，惟有維持投資人對證券市場持續之信賴，市場始能蓬勃發展、生生不息。

二、維護交易之公平性：

傳統上，司法政策上禁止內線交易最常見的理由就是，內線交易違反市場公平之原理<sup>21</sup>，在公開原則下，所有市場參與者應同時、平等取得相同之資訊，任何人先行利用將違反公平原則，此種情形

---

<sup>21</sup> See Stephen M. Bainbridge, *Securities Law: Insider Trading* 148-149 (1999); Stephen M. Bainbridge, *The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma*, 38 U. FLA. L. REV. 35, 55 (1986).

對投資人顯失公平，並影響投資大眾對市場之信心，不利證券市場之健全發展。故公司內部人於知悉公司內部之利多或利空訊息後，於未公開該內部訊息前，一般投資人無從知悉該內部訊息，若事先知悉該內部訊息之人在證券市場與不知該消息之一般投資人為交易，則該行為本身自己破壞證券市場交易制度之公平性及健全性，足以影響一般投資人之權益，而應予以禁止。具體而言，內線交易之不公平性體現在：交易基礎之不公平、股東地位之不平等，以及對公司權益之侵犯。

### 三、促進證券市場的效率：

形成公平價格是證券市場的基本功能之一，禁止利用未公開重要消息買賣證券，可消除內部人遲延公布重要資訊之誘因，讓資訊的流傳更為迅速，使投資人都能公平利用，因而導引資金至最有利的投資，以發揮市場最佳的資源分配效能<sup>22</sup>。

### 四、防止道德危險：

無論消息為利空或利多，在發佈前買賣均可能獲利，如准許內線交易，內部人可藉資訊的發佈與否，左右股價從中得利；而此種利益，與公司經營績效的優劣無必然相關，亦與投資大眾的利益相分離，當內部人個人私利與公司及股東之利益產生衝突時，在利益以及零風險、零損失之驅使下，將極有可能刺激內部人引發道德危險，而以公司價值以及股東權益做為代價，選擇可能將帶來高報酬、高收益之高風險決策。

### 五、違反忠實義務：

---

<sup>22</sup> 賴英照，前引註 3，頁 320。

董、監事，經理人對公司及股東均負有受任人的信賴義務 (fiduciary duty)，如利用公司未經公開的重要消息買賣股票圖利，係違背受任人義務，應予禁止<sup>23</sup>。

#### 六、促進公司決策的健全：

公司決策之作成，須依賴相關的資訊，而資訊的傳遞通常是由下而上，如不禁止內部消息之利用，則每經一承辦人，該資訊即可被利用，而承辦人為『有效』利用該資訊以買賣證券圖利，可能延緩將該項資訊往上呈報的時間，如此則公司作成決策的程序將出現重大瑕疵。

#### 七、公司財產的正當利用：

資訊屬於公司所有，通常是運用公司的人力物力所產生的結果，這些消息本屬公司的財產 (corporate business property)，在公開前，內部人無利用之權利，如內部人挪為私人之用，形同盜用公司資產，且損害公司利益。

### 第三項 小結

美國證券交易法權威學者羅斯教授 ( Prof. Louis Loss ) 曾舉例說明內部人交易情形，彷彿玩牌時允許其中一個玩家在牌上作記號一般，如此將無人願意繼續這場牌局<sup>24</sup>。此例不僅淺顯易懂，似乎也同時解釋了大多數國家之證券交易法制均將內部人交易納入禁止之列的原因。多數國家對內線交易大都採取禁止之措施，其最重要的因

---

<sup>23</sup> 曾宛如，前引註 16，頁 220。

<sup>24</sup> See Louis Loss, *Fundamentals Of Securities Regulation*, 607-608 ( Boston & Toronto: Little, Brown & Co., 1988 ) .



素在於，內線交易會影響交易之公平性，造成投資人對證券市場的的不信任，如不加以規範，任其在證券市場橫行，將阻礙證券、金融市場之健全發展發展<sup>25</sup>，故此認為對內線交易乃有加以規範限制之必要。

我國對內線交易之規範，係規定於證券交易法第一五七條之一<sup>26</sup>，其立法理由認為：利用公司未經公開之重要消息買賣股票，對於證券市場之健全發展，已構成妨礙，近年來，各國為達到證券交易之公平及證券市場穩健運行之目的，紛紛立法禁止內線交易，故於民國 77 年立法新增本條以填補證券監管法規上之疏漏。綜上所述，即使在立法政策上對是否禁止內線交易，至今尚無定論，惟就現今各國立法制度觀之，規範內線交易已是時勢所趨。

---

<sup>25</sup> 林國全，前引註 4，頁 264。

<sup>26</sup> 民國 95 年 1 月 11 日新修正之證券交易法第 157 條之 1 條文內容如下：「下列各款之人，獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息未公開或公開後十二小時內，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，買入或賣出：

一、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。

二、持有該公司股份超過百分之十之股東。

三、基於職業或控制關係獲悉消息之人。

四、喪失前三款身分後，未滿六個月者。

五、從前四款所列之人獲悉消息之人。

違反前項規定者，對於當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將賠償額提高至三倍；其情節輕微者，法院得減輕賠償金額。

第一項第五款之人，對於前項損害賠償，應與第一項第一款至第四款提供消息之人，負連帶賠償責任。但第一項第一款至第四款提供消息之人有正當理由相信消息已公開者，不負賠償責任。第一項所稱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，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；其範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之。

第二十二條之二第三項之規定，於第一項第一款、第二款，準用之；其於身分喪失後未滿六個月者，亦同。第二十條第四項之規定，於第二項從事相反買賣之人準用之。」

## 第三章 我國現行規範與外國法制

### 第一節 我國內線交易之構成要件

#### 第一項 規範之主體

證券交易法第一百五十七條之一第一項前四款係以列舉之方式規定內線交易之行為主體範圍，在種類上囊括美國信賴關係理論之傳統內部人、臨時內部人理論之推定內部人以及市場內部人。本條第一項第一款之規定著重於行為人在公司內部身份之認定，意即判斷行為人所具有之形式頭銜是否與法條所規定之職位名稱相符；第二款則著重於行為人在公司內部影響力之認定，即判斷行為人所具有之持股比例是否達到法定可能影響公司內部決策及獲悉內部訊息之程度，以定其身份是否構成內部交易責任之前提要件。第三款則著重在取得內部訊息之基礎，即判斷行為人是否係透過職業直接或間接獲悉內部訊息，或是透過控制關係取得內部訊息。準此，就禁止內線交之人分析如下：

#### 第一款 公司內部人

##### 第一目 董事、監察人及經理人

董、監事、經理人職司公司業務的決策、監督及執行，最有機會獲取公司機密資訊；且對公司而言，係立於受任人之地位，應本於忠實義務執行業務，自不得私自利用內線消息圖謀私利，故將其納入規範。公司之董事、監察人及經理人，包括渠等之配偶、未成

年子女及利用他人名義持有者<sup>27</sup>(證交法第一五七之一條第五項準用第二十二條之二第三項)惟證交法未對董事、監察人及經理人之意義及範圍另作規範,故解釋上自應參照公司法之規定為之。又公司董監事如係依公司法第二十七條第一項當選之法人董監事時,該法人董監事指派執行職務之代表人,依其文義觀之,董監事身分係存在於法人而非受其指派執行職務之代表人,則該代表人似無須受內線交易禁止之規範,然此等解釋將造成不公平之現象,蓋因該代表人代表該法人董監事執行職務,渠等獲悉公司重大消息之機會與一般自然人董監事相同,實不應除外於內線交易禁止之列。依此九十五年一月證交法修正時,增訂第一款後段「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」即為使法律適用更明確而為之修正,誠值贊同。

## 第二目 持股超過百分之十之大股東

為何將大股東納入規範?依美國法院見解<sup>28</sup>,大股東如利用其影響力以控制公司經營決策者,應對公司及其他股東負信賴義務,其義務內容與董事相同。歐盟指令規定,因持股關係而獲悉消息者,包括運用對公司經營的影響力取得,或因公司對大股東特別提供的資料或簡報而獲悉消息者,惟並未規定最低持股比例<sup>29</sup>。

---

<sup>27</sup> 證交法施行細則第二條規定:本法第二十二條之二第三項所定利用他人名義持有股票,指具備下列要件:

- 一、直接或間接提供股票與他人或提供資金與他人購買股票。
- 二、對該他人所持有之股票,具有管理、使用或處分之權益。
- 三、該他人所持有股票之利益或損失全部或一部歸屬於本人。

<sup>28</sup> Federal Securities Code § 1603(b) .

<sup>29</sup> 參閱 Moloney , EC Securities Regulation , ( Oxford Univ. Press , 2002 ) , at 759.

證交法本款係規定「持有該公司股份超過百分之十之股東」獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，不得從事內線交易行為。實際上其規範意義在於，股東不得利用因持股關係而獲悉之未公開內部訊息進行證券交易，而本款僅係就最有可能藉由持股關係獲悉內部訊息之股東事先作出設定而已。據此，縱使持股未超過該公司股份百分之十之股東，只要其已透過持股關係而獲悉公司未公開內部訊息，亦應在禁止範圍之內<sup>30</sup>。

由於內線交易規範乃在禁止行為人利用基於優勢地位所獲悉之內部訊息以進行不公平交易行為，故當行為主體為公司股東時，應著重在其是否獲悉公司未公開重大內部訊息之事實狀態，而非其持股比例之多寡。蓋持股比例之多寡僅係代表股東取得內部訊息之可能性高低比率，而非股東獲悉內部訊息之決定性標準。因此，將來修正時應針對持股比例作適當之調整。我國目前多數學者對此所提出之修正建議，基於可將控制力之認定標準降低以擴大內線交易之規範對象以及對於歐洲指令毫無限制之規定方式亦抱持疑慮態度，故均認為應將股東持股比例之限制從百分之十降至百分之五<sup>31</sup>。惟亦有認為本款應將持股比例之限制刪除，採取歐洲指令之規範方式<sup>32</sup>。蓋因具體個案事實均存在許多特殊情況，而無法以僵化固定之持股比例完整涵蓋，因此行為人是否具有影響力，或是否實質獲悉內部訊息，仍應從個別具體案件中作實質認定。如此一來可以防止僵化

---

<sup>30</sup> 惟此時該行為人應視情形，歸於消息受領人或基於職業或控制關係獲悉消息之人，而非本款之持股超過百分之十之大股東。

<sup>31</sup> 左峻德、武永生、劉孔中、李禮仲，股票市場內線交易相關問題之探討，行政院經濟建設委

員會，2000年，頁5-7、5-21、2-23。沈介偉，從我國實務判決探討證券交易法內線交易之規範

兼論內線交易之防制，文化大學法律研究所碩士論文，2005年6月，頁123。

<sup>32</sup> 鄧依仁，從證券法內線交易理論論我國內線交易行為主體之規範，政治大學法研所碩士論文，頁134-135，95年。

之規定方式可能造成之規範上漏洞，同時亦可避免決定何謂「控制性持股比例」之困難。

又在現行規定下，係將行為人之配偶、未成年子女名下之股份直接視為行為人所有，而未進一步認定其實際股份持有關係<sup>33</sup>，若以實際認定之方式取代固定持股比例以及家人間持股直接計入之方式，一方面可保障個人財產權之獨立性；另一方面亦可避免以下情形發生：夫妻均持有同一家公司之股票（非人頭戶關係），分別均未達法定控制性持股比例，惟依家人間之親密關係，仍有可能利用其持股總和之影響力以獲悉內部訊息。

此外，有認為<sup>34</sup>當股東為法人時，法人股東之內部人員利用法人之持股關係而獲悉內部訊息進行內線交易之行為，本法亦未將其納入規範。蓋本次修正僅於第 1 款將法人董監事之職務代表人納入禁止範疇，卻忽略了法人股東之內部人員藉由第 2 款之持股關係獲悉內部訊息並加以濫用之可能。因此，建議本條項應修正將法人股東之內部人員一併納入考量。惟本文以為該等法人股東之內部人員，似可納入消息受領人或基於職業或控制關係獲悉消息之人而受規範，即為已足。

## 第二款 基於職業或控制關係獲悉消息之人

從本款規範用意來看，係在藉由職業關係之連繫，將發行股票

---

<sup>33</sup> 我國現行夫妻法定財產制承認夫妻婚前及婚後財產各自所有，因此婚前買賣之股票在婚後是否列入一併計算，條文並未說明，若一併計入，將對個人財產處分權產生衝擊，能否給與第一款及第二款之相關人員舉證推翻，仍有疑議。參見林國全，前引註 2，頁 275-276；陳靜玲，以經濟分析的觀點論內線交易之規範，東吳大學法研所碩士論文，頁 30，89 年 6 月。

<sup>34</sup> 鄧依仁，前引註 32，頁 135。

公司內部人以外之人納入規範。將發行股票公司內部人以外之人納入規範之第一點理由在於：因職務、業務關係而與發行股票公司有所交涉，因而獲悉內部訊息之外部人，與公司內部人同樣具有取得內部訊息之優勢地位，以及濫用內部訊息從事內線交易之可能性，故將其推定為公司內部人。此即美國繼信賴關係理論後所發展出之補充理論—「臨時內部人理論」(temporary insider)。

其次，第二點理由在於：我國未公開重大內部訊息之範圍除基於發行公司內部財務、營運等狀況所生之內部訊息外，尚包括市場訊息。而市場訊息之掌控權人則不限於公司內部人，反之，基於市場訊息內容之外部特性，公司外部人針對市場訊息之掌握一點甚至較公司內部人更具優勢。如執掌相關業務之政府官員、行政機關公務人員，對於該部門即將發佈之政策或採取之行動知之甚悉，若放任此類人員利用其執掌之訊息進行內線交易，將與內線交易規範之宗旨有所違悖。

證券交易法對於內線交易規範之主體，包括基於控制關係而獲悉消息之人，則該「控制關係」係何所指，且控制關係與公司法關係企業之控制關係是否相同，頗有爭議。學者就此方面之討論，見解亦略有不同。有認為此控制關係應指關係企業而言<sup>35</sup>，但亦有認為控制關係應指來自外部之支配關係，即政府機關基於法令規定對公司之監督、管理關係。

若依通說之見解，我國證券交易法第一百五十七條之所謂之控

---

<sup>35</sup> 林國全教授、賴英照教授認為證券交易法第一百五十七條之一所規定之「控制關係」即指關係企業而言，又學者吳崇權認為控制關係應指來自外部之關係，但就後者之見解，林國全教授認為係屬「基於職業獲悉消息之人」，而非控制關係。參見林國全，前引註 4，頁 277。

制關係，即指關係企業而言，依公司法第三百六十九條之一規定，關係企業係指有控制與從屬關係之公司以及相互投資公司。

我國公司法關係企業專章所規定之「有控制與從屬關係之公司」又可細分為以下五種成立類型。一、公司持有他公司有表決權之股份或出資額，超過他公司已發行有表決權之股份總數或資本總額半數者為控制公司，該他公司為從屬公司（第 369 條之 2 第 1 項）。二、公司直接或間接控制他公司之人事、財務或業務經營者亦為控制公司，該他公司為從屬公司（第 369 條之 2 第 2 項）。三、兩家公司執行業務股東或董事有半數以上相同者（第 369 條之 3 第 1 款）。四、兩家公司已發行有表決權之股份總數或資本總額有半數以上為相同之股東持有或出資者（第 369 條之 3 第 2 款）。五、相互投資公司各持有對方已發行有表決權之股份總數或資本總額超過半數者，或互可直接或間接控制對方之人事、財務或業務經營者（第 369 條之 9 第 2 項）。由上述五種類型可看出在認定公司之控制與從屬關係上，公司法係兼採公司對他公司或公司相互間之出資比例程度，以及實質人事、營運控制關係二種標準，並利用經營決策層級或是出資股東之重複程度，以推定兩家公司間之控制從屬關係。

另一種關係企業之型態則為「相互投資公司」，係指公司與他公司相互投資各達對方有表決權之股份總數或資本總額三分之一以上者（第 369 條之 9 第 1 項）。因此，單從公司法對於關係企業之定義來看，關係企業成立之重點不僅指兩家公司相互間持股之比例多寡，亦可透過其實質上緊密關係之判斷來認定關係企業之存在。

有學者<sup>36</sup>認為若依通說之見解，將內線交易規範之控制關係認定為指關係企業，此亦可能面臨兩種法律意見之挑戰，第一種為：我國關係企業之模式尚非健全，且未能貫徹企業所有與經營分離原則，致使很多關係企業雖然形式上各自獨立，但實際上卻為某些特定人所掌握，而該特定人並非關係企業之任何公司之股東，例如坊間所稱「集團總裁」、「集團掌門人」，在此情況，該特定人實質上可以支配管理全部關係企業之公司經營，若其為內線交易，因非關係企業，豈不合法定犯罪構成要件？果是如此，亦失公允。其次，可能面臨之第二種法律意見挑戰，即若以持股比例界定關係企業為內線交易之控制關係，即與「傳統內部人」中持股超過百分之十之大股東之規範有所重疊，如此則無實質意義。

就第一點而言，如認為該等「集團總裁」、「集團掌門人」並非關係企業，而不受本款規範，仍可將之視為消息受領人依第 5 款規範之，惟如此似非治本之道；就第二點股份持有之角度來看，本款與第 2 款規定在某程度上具有規範重疊之效果。蓋若控制公司因持有其從屬公司之股份總數或資本總額達半數，或相互持股達對方股份總數或資本總額三分之一而構成控制關係時，必然同時構成第 2 款「持有發行公司百分之十股份之股東」之要件。但本款在非以持股比例成立之關係企業，亦即基於實質控制關係或緊密關係所成立之關係企業，仍有其規範意義。本文認為，為明確法律之適用起見，應修正將關係企業（包含控制公司與從屬公司）及其內部人明訂為內線交易禁止規範之行為主體，使關係企業相互間之內線交易行為，成為法律禁止之行為態樣之一。

---

<sup>36</sup> 陳峰富，關係企業證券交易違法行為之研究 - 以股票流通市場為中心，政治大學法研所博士論文，頁 250-251，92 年。



另有認為控制關係指來自外部之支配關係，即政府機關基於法令規定對公司之監督、管理關係。例如證券主管機關對公開發行公司之業務檢查權、對增資或上市申請案之核可或核准權者而言。此種見解認為「控制關係」者，應係指對公司有支配之關係而言，而其支配關係又可分為來自內部之支配與來自外部之支配兩種。前者，通常指公司之經營者或所有者對公司之支配關係；後者則指政府機關基於法令規定對公司監督、管理關係。就公司之經營者言，乃指公司之董監事、經理人。至於稱「公司之所有者」，即指持股達一定比例之股東。依此則所稱「控制關係」，除「名譽董事」或無形式上之名銜而實際執行職務之董監事、經理人等或可納入規範外，應指政府機關基於法令規定對公司之監督、管理關係，例如證券主管機關對公開發行公司有財務業務檢查權、對增資或上市之申請案件有核可與核准權等是，因此，承辦人員即屬「準內部人」。惟所稱「政府機關」，應不以公司法主管機關或目的事業主管機關為限，即使經前揭機關依法授權民間公司或自律機構執行法上之職權者，該等單位亦屬之，甚至因偵辦違法案件而依法定程式列使偵查或審判權之司法機關，其人員亦為內部人交易禁止規定之規範對象。例如證券交易所辦理上市、交易之人員，執行搜索、偵查或審判之警察人員、檢察官或法官、書記官等。其因行使法定權限而獲知重大消息者，並不問其是否在該權限行使之範圍內，例如前往公司蒐集犯罪證據之檢察官，其蒐證雖與公司之重大消息無直接關係，但因聽取了公司有關財政計畫簡報，亦屬因行使法定權限而獲悉消息者<sup>37</sup>。

### 第三款 喪失前二款身份未滿六個月之人

---

<sup>37</sup> 吳崇權，我國有關內部人交易之禁止規定（上），證券管理，第8卷第9期，頁9-11，1990年9月版。

在修法前，具有證交法第一百五十七條之一第一項一到三款身份之人，喪失前三款身分後，未滿六個月者，利用其任期間所獲得之消息買賣股票，是否仍有證交法第一百五十七條之一之適用？就此問題有一端說及兩端說之爭，前者係指在買或賣之一端具有內部人身份，即有內線交易規範之適用；後者則指須在買及賣之兩端皆具有內部人身份，始有構成內線交易之可能。我國實務見解亦不一，有認為董事長離職後，利用其任內所獲得之消息買賣股票，為「基職業關係獲得消息之人」，仍不能免責<sup>38</sup>；亦有判決認為必須於獲悉內線消息而買賣時，仍持股超過 10% 才能適用，如原來持股逾 10%，至買賣時持股未逾 10% 者，即不受規範<sup>39</sup>。

就此為便利及統一法律之適用，我國證交法仿效英、日立法，規定董事、監察人、經理人、持股逾 10% 之股東及基於職業或控制關係之人，於喪失身分後未滿六個月者，仍受內線交易禁止之規範。立法理由亦說明，第一款至第三款之人於喪失身份後一定期間內，通常仍對公司之財務、業務有熟悉度或影響力，且實務上上開人等常有先辭去現職後，再買進或賣出發行公司之股票以規避本條規範之情形，爰參酌日本證券取引法第一百六十六條第一項後段之規定以及我國之國情，新增本款規定。

#### 第四款 消息受領人

第五款所指「從前四款所列之人獲悉消息者」即消息受領人之範圍，是否以直接消息受領人為限？抑或包括間接消息受領人？學

<sup>38</sup> 臺灣高等法院 84 年度上易字第 2426 號刑事判決、臺北地方法院 83 年度易字第 5804 號刑事判決參照。

<sup>39</sup> 臺灣高等法院 79 年度上易字第 762 號刑事判決；另台北地院士林分院座談會亦持相同見解，見刑事法專題研究（八），頁 273-276。

說亦爭執不休，有認為，「在輾轉相傳後，知悉消息之人與前三款（修法後為前四款）之人間之關係已顯模糊，欲將該第二手以下之消息受領人列入規範，在理論基礎上似嫌薄弱，而其消息流傳過程之舉證亦有困難。同時，由於本條第三項定有提供消息之人之民事連帶賠償責任，若謂內部人等需為消息輾轉相傳後與其已無任何關係之人之行為負責，恐亦不具合理性」<sup>40</sup>；亦有認為：從現行條文文字作廣義觀察，欲將本款規範之範圍解釋成包括第二手以下消息受領人應無困難。至於主張本款包括第二手以下消息受領人之法理基礎何在？除了美國判例，將私取理論擴及適用於「遙遠之消息受領人」( remote tippees )可供佐證外，獲悉消息如係基於特別之地位、關係或角色 ( role )，為維護市場之公平、公正性，不論其係第幾手之消息受領人，皆具有同一之法律上理由，使之同為本條規範之對象<sup>41</sup>。

本文以為，本條款之消息受領人，應不限於第一手直接消息受領人，而應包括間接從前四款之人獲悉消息者，即所謂第二手以下之消息受領人，以徹底維護市場之公平、公正性。否則。如將本條款之消息受領人解為以第一手之直接消息受領人為限，則必將造成前四款之內部人於故意告知第一手之消息受領人有關公司之內線消息後，該第一手消息受領人自己雖不據此消息買賣該公司股票，但卻將此內線消息轉告第二手消息受領人使其利用以買賣公司股票圖利此等脫法行為。且參酌八十七年財政部金融革新小組曾建議於本

---

<sup>40</sup> 林國全，前引註 4，頁 285。主張相同者，林麗香，內線交易規制之加強，當前證券市場問題研討會論文集，頁 171，1990 年 4 月。

<sup>41</sup> 劉連煜，內線交易理論與內部人範圍(下)，月旦法學教室，第 51 期，頁 91-92，2007 年 1 月。

款增列：「直接或間接」從前三款 等文字<sup>42</sup>，探其用意係為杜爭議，同時顯示立法之可能趨勢。

又從禿鷹案<sup>43</sup>中，法院認為：被告甲係台灣證券交易所股份有限公司在勁永案中法院認為上市部中級專員，於執行職務過程中，知悉勁永公司因涉嫌與子公司進行假交易已遭證交所查核之重大影響勁永公司股票價格之消息，自屬證券交易法證交法第一百五十七條之一第一項第三款所列之人。竟於消息公開前將此應保守秘密之消息洩露給被告乙及丙知悉，乙再將此消息轉知丁，丁又將該消息轉知戊。被告乙丙丁戊放空股票之行為係出於同一重大消息來源、同一打壓股價致使放空獲利之目的，其行為間有互為依存之因果進程關係，應為共同正犯「一個集體放空股票行為」之個別分擔。若認間接受領消息之人不符合證券交易法證交法第一百五十七條之一第一項第五款之構成要件，豈非僅處罰共犯中最先獲得內部訊息之人而已？故地方法院對於本案間接受領人應負內線交易責任，亦係採取肯定之態度。

美國法院實務近年來亦已將私取理論之適用範圍擴張至第六層以外之消息受領人<sup>44</sup>，而我國證交法證交法第一百五十七條之一規定

---

<sup>42</sup> 參閱財政部編印，金融革新小組會議實錄，頁 177。

<sup>43</sup> 參見臺北地方法院 94 年矚訴字第 1 號刑事判決。

<sup>44</sup> See SEC v. Lorraine K. Cassano, et al., 61 F. Supp. 2d 31 (S.D.N.Y. 1999); 189 F.R.D. 83 (S.D.N.Y. 1999); 2000 U.S. Dist. LEXIS 12152 (2000); 2000 U.S. Dist. LEXIS 15089 (2000).

本案事實經過如下：1995 年 4 月底，IBM 公司女秘書 Lorraine Cassano 於影印資料時，得知 IBM 即將收購 Lotus 之消息，並將該消息告知其夫 Robert。由於該二人從未購買過股票，不瞭解應如何從內部訊息謀利，且為了避免以自己之名義購買股票，因此又將消息告知友 Mazzone，由 Mazzone 進行交易並分享其部分利益所得 4000 美元。此外，Mazzone 獲悉消息後，又立刻將該消息洩露於其親友，表示此消息乃源自於 IBM 內部員工之可靠消息，其後，內部訊息透過一層接一層地洩露而逐漸擴散。

亦係參考美國立法例而來，故其法院實務見解自得引為法理而作為參考對象。因此將本條款之消息受領人，擴及適用於所謂第二手以下之消息受領人，亦符合美國法院實務之見解。

## 第五款 小結

從前述一至四款所列之人獲悉消息者。凡此即為一般所通稱之內部人。其中第一、二款規定所指之人為公司內部人，其範圍適用上較無疑異，至於第三、五款<sup>45</sup>之人究何所指，其射程範圍如何即有討論之空間。

就本條項第三款所謂基於「職業關係」獲悉消息之人，只須以其職業之內容得以直接或間接聽聞重大訊息之人即屬之，例如公司一般員工、來往之廠商、有合作關係之律師、會計師、建築師、調查局人員等，因執行職業而知悉該公司未公開之重大消息者；又同款所謂基於「控制關係」獲悉消息之人，例如相關監督機構（如行政院金管會等），辦理有關發行公司財務、業務檢查、交易市場管理等業務之公務人員，一般亦無疑義。至於「證券商辦理承銷、受託買賣之人員；證交所辦理交易之人員」，基於其職業關係直接、間接知悉影響某一特定公司股票價格之消息，一般解釋上似也無爭議，認為應包括在內<sup>46</sup>。

有疑問者，乃是基於職業獲悉影響及於整個證券市場之消息，例如政府高層官員知悉即將恢復課徵證券交易所稅，是否也屬於

---

<sup>45</sup> 本款討論見前述。

<sup>46</sup> 參見劉連煜著，專門職業人員與內線交易責任，月旦法學雜誌，第72期，頁26，2001年5月。

本款之範圍內，而受內線交易之規範？就此，學說爭議不斷，採否定說者認為內線消息僅指產生自公司內部，或僅限於影響某一特定公司股票價格之消息，而不包括影響及於整個證券市場之消息，且證交法第一百五十七條之一及第一百七十一條明定就內線交易案件科有刑事責任，不宜作擴大解釋；採肯定說者<sup>47</sup>認為政府措施（如證交所稅之課徵），性質上仍與證交法第一百五十七條之一第一項及第四項所謂「市場供求」之消息文義解釋相當，且符合本條立法意旨係在維持證券交易「公平與公正性」之要求，再者，本於防杜政府措施遭受內線交易之其他法規範仍未完整規定之際，是以解釋上似宜將本款涵蓋包括政府措施之內線交易在內，以免形成法律漏洞。本文以為以肯定說為可採，此觀九十五年一月證交法第一百五十七條之一第四項之修正，其修正理由第四點說明「另有關『公共政策』如已涉及市場供求，且對股票價格有重大影響或對正當投資人之投資決策有重要影響者，應已符合本項重大消息之法定構成要件，亦有禁止內線交易之適用。」，即知立法者有意將此等人納入內線交易禁止之範疇，將來適用上應無疑議。

綜觀以上各款所涵括之範圍，可謂相當廣泛，於此情形內部人不但不能利用內線消息自己買賣股票，亦禁止其將消息透露予他人而進行股票買賣，此即揭示所有參與股票市場買賣者，皆須藉由自己之努力蒐集、分析資訊，進而承擔一定股票漲跌風險，不能藉由不公平取得資訊等手段破壞股票市場之遊戲規則。

## 第二項 規範之交易客體

---

<sup>47</sup> 賴英照，前引註 3，頁 354。

## 第一款 股票

依證交法第一百五十七條之一第一項之規定，內線交易禁止之客體係指上市或在證券商營業處所買賣之股票。必須是上市、上櫃或興櫃公司之股票，如果是私募的股票，因為還沒有掛牌上市、上櫃，不在內線交易規範之範疇中<sup>48</sup>。

所謂私募，依證交法第七條第二項係指：「依本法發行股票之公司依第四十三條之六第一項及第二項規定對特定人招募有價證券之行為」。證交法第四十三條之六第一項規定：「公開發行股票之公司，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意，對下列之人進行有價證券之私募，不受第二十八條之一、第一百三十九條第二項及公司法第二百六十七條第一項至第三項之限制：一、銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核准之法人或機構。二、符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金。三、該公司或其關係企業之董事、監察人及經理人」。同條第二項規定：「前項第二款及第三款之應募人總數，不得超過三十五人。」又依同法第四十三條之八規定：「有價證券私募之應募人及購買人除有左列情形外，不得再行賣出：一、第四十三條之六第一項第一款之人持有私募有價證券，該私募有價證券無同種類之有價證券於證券集中交易市場或證券商營業處所買賣，而轉讓予具相同資格者。二、自該私募有價證券交付日起滿一年以上，且自交付日起第三年期間內，依主管機關所定持有期間及交易數量之限制，轉讓予符合第四十三條之六第一項第一款及第二款之人。三、自該私募有價證券交付日起滿三年。四、基於法律規定所生效

---

<sup>48</sup> 林國全，前引註 4，頁 268。

力之移轉。五、私人間之直接讓受，其數量不超過該證券一個交易單位，前後二次之讓受行為，相隔不少於三個月。六、其他經主管機關核准者。」從上述規定可之，有價證券之私募，不僅對象是有限制的，轉讓亦有限制。

私募之有價證券在受轉讓限制之三年期間內並未上市或上櫃交易，因此如有公司內部人利用內線消息，買進私募之股票，則是否構成內線交易，不無疑義，從罪刑法定主義而論，恐怕難科以相關刑責<sup>49</sup>。

## 第二款 其他具有股權性質之有價證券

九十一年證交法修正同條第一項，增列「或其他具有股權性質之有價證券」，以擴大適用範圍。惟此一增訂，產生以下問題<sup>50</sup>：

第一，何謂「具有股權性質之有價證券」？證券交易法施行細則第十一條第一項規定：本法定一百五十七條第六項所稱具有股權性質之其他有價證券，指可轉換公司債、附認股權公司債、認股權憑證、認購（售）權證、股款繳納憑證、新股認購權利證書、新股權利證書、債券換股權利證書及其他具有股權性質之有價證券。所謂股權，如係股東權之簡稱，則依公司法及證交法規定，應指出息股東會、分配股息與剩餘財產及其他為保護少數股東依法所賦予的權利而言。如此解釋，意義仍欠清晰，且無法解決涵蓋範圍不足之問題。本條修正理由舉「轉換公司債」為例，似認為將來可依特定條件轉換為股票的有價證券即屬之。

---

<sup>49</sup> 劉連煜，新證券交易法實例研習，頁 192-198，2002 年 8 月。

<sup>50</sup> 賴英照，前引註 3，頁 346-348。



新股認購權利證書：公司法第二百六十七條規定，於公司發行新股時，原股東有優先認購權，表彰此項認購權的文件，即為新股認購權利證書，依同條第四項規定，此一證書得與原有股份分離而獨立轉讓；新股權利證書：公司法第二百四十條及第二百四十一條規定，公司以盈餘或公積撥充資本者，股東得依其持股比例或公司章程所定的方法，獲配新股。由於公司原則上須於發行新股變更登記後，始得發行股票（公司法第一百六十一條），時間上較易稽延，為便利股東早日行使權利，公司可先製發「新股權利證書」，經簽證並核准後上市買賣，至該新股股票上市買賣時終止；股款繳納憑證指：證交法第三十三條第一項規定，認股人或應募人繳納股款或價款，應將款項連同認股書或應募書向代收款項之機構繳納之，代收機構收款後，應向各該繳納人交付經由發行人簽章之股款或價款之繳納憑證；債券換股權利證書：為轉換公司債持有人申請轉換後發行公司仍未發放股票前，所持有表彰將取得之股票權利與義務的憑證，前述證券均為有價證券或得轉換為股票之有價證券，應包括在「具有股權性質之有價證券」之內。

可轉換公司債指具有將公司債轉換為普通股權利之公司債，轉換公司債之持有人在特定期間內，有權決定是否將所持有之轉換公司債面額以某一特定價格轉換為發行公司普通股，由該發行公司之債權人轉變為股東；附認股權公司債指公司債在發行時附有一個認股的權利，一旦執行認股的權利，則擁有公司債與股東的權利。此兩者亦為得轉換為股票之有價證券，應為具有股權性質之有價證券。

認購權證或認售權證是否涵蓋在內？依主管機關之認定，認購（售）權證係指「標的證券發行公司以外之第三者所發行表彰認購

（售）權證持有人於履約期間內或特定到期日，有權按約定履約價格向發行人購入或售出標的證券，或以現金結算方式收取差價之有價證券」<sup>51</sup>。因此，認購權證持有人有依一定條件購買股票的權利，似可認為具有股權性質。

台灣存託憑證（Taiwan Depository Receipt）係由「存託機構在中華民國境內所發行，表彰存放於保管機構之外國發行人有價證券之憑證」，其是否為「具有股權性質之有價證券」？就日本法而言，依其證券取引法第一百六十六條第一項、施行令第二十七條之三等規定，外國法人所發行之證券所規範之預託證券，在證券交易所上市或該當店頭買賣有價證券者，即屬「內線交易」之行為客體<sup>52</sup>，此之「預託證券」即為存託憑證。就我國而言，依「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」第二十二條第二款、第十款、第十一款、第十二款、第十四款及第十五款等規定，台灣存託憑證乃表彰原有價證券之價值，故為有價證券；又若原有證券為股票或具有股權性質的有價證券時，台灣存託憑證亦需記載股息、紅利、利息或其他利益之發放、股東權之行使、新股之認購及兌回原有價證券即股票等相關事宜，故其應屬本條「具有股權性質之有價證券」<sup>53</sup>。

第二，為何限於具有股權性質的有價證券？為何未將政府債券及公司債納入規範？公司發行債券之後，如財務惡化，無法正常付息，在消息未公開前，內部人搶先賣出債券，可避免損失。政府主管官員因職務關係，知悉公債利率下降，市場已發行的債券利率相

---

<sup>51</sup> 發行人申請發行認購（售）權證處理準則第 2 條第 2 項，2004 年 5 月 26 日證期會台財修正發佈。

<sup>52</sup> 服部秀一，取引規制，商事法務，2001 年，頁 189。

<sup>53</sup> 參閱外國發行人募集與發行有價證券處理準則第 3 條第 4 款；吳元曜，台灣存託憑證與內線交易，證交資料，第 506 期，頁 8-25，2004 年 6 月。

對較高，如搶先買入，可坐收漲價利益；反之，知悉利率將上升，搶先賣出利率較低之公債，可避免損失。凡此情形，均有納入規範之必要。

### 第三項 內線消息<sup>54</sup>

內線消息之構成，首先須為重大影響其股票價格之消息，如該消息並不至影響股票價格，則尚非屬內線消息；其次，須該消息尚未公開，如已公開而為大眾所周知者，亦非為內線消息。

#### 第一款 重大影響其股票價格之消息

證交法第一百五十七條之一所謂「有重大影響其股票價格之消息」，依同條第四項之規定，係指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，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而言。然此所謂發行股票公司「有重大影響其股票價格之消息」，因其公司業務、消息本身性質不同，各該發行股票公司「有重大影響其股票價格之消息」之成立時點，亦應有所差異，例如公司何時探得重大礦藏、何時簽下鉅額契約、公司負責人何時異動、公司財務何時確定調高或調低財測<sup>55</sup>，影響股市及投資人之期待心理，申言之，該等消息「成立或確定」之時點，至該等消息公開前，方屬同法第一百五十七條之一第一項所謂「在該消息未公開前，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票，買入或賣出」之情形。金管會依據證交法第一百五十七條之

<sup>54</sup> 內線消息於本節只作重點描述，詳細討論請見後述。

<sup>55</sup> 參見陳峰富著，公司財務預測制度與證券投資人之保護，司法周刊，1173期，第二版。

一第四項授權訂定之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，詳細規定各種重大消息之事項，對消息何時「成立」之問題，亦有原則性之規定。

## 第二款 該消息尚未公開

證交法第一百五十七條之一禁止內線交易之立法意旨，乃在防範公開發行公司之內部人藉其特殊之身分地位，早於一般投資人獲取公司之內部資訊，而在該資訊公開前，利用該段時間之落差買賣股票牟取不當之利益，因此構成內線交易之消息，須為未公開者方屬之。

為避免前述資訊不對稱之情形發生，證交法第三十六條第二項規定，公開發行有價證券之公司有發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項者，應於「事實發生之日」第二日內公告，財政部證券暨期貨管理委員會更依證交法第三十六條之立法意旨頒布「公開發行公司取得或處分資產處理要點」，依該要點第肆點規定：「本要點所稱『事實發生日』，原則上以交易簽約日、付款日、委託或成交日、過戶日、董事會決議日或其他足資確定交易對象及交易額之日為準（以『孰前者』為準）。」如依金管會之規定<sup>56</sup>，是指「經公司輸入公開資訊觀測站」；如係有關「證券市場之供求」的重大消息，還包括在證交所或櫃買中心的基本市況報導網站上公告、全國性電視新聞或其電子報之報導。實務上，法院對於公開之定義，也有不同之見解。

---

<sup>56</sup> 參見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第四條。

## 第四項 主觀要件

內部人是否必須實際「利用」內線消息，始構成犯罪，抑或只要證明其「獲悉」消息即可？又，是否需「有獲利之主觀意圖」才能成罪？

首先，內部人買賣證券時獲悉內線消息即為已足：高等法院在味全案<sup>57</sup>中已有解答：該內部人在獲悉其公司有重大影響股票價格之消息，而該消息尚未公開之條件下，仍違背前開禁止規定，對該公司上市或在證券商營業處所進行股票之買賣，即構成是罪，不必證明其主觀上「利用」訊息之故意，亦不必證明「獲利」之結果，證交法第一百五十七條之一旨即在避免內部人與一般投資人因資訊獲得上之不對稱，導致股票買賣之不公平狀態甚明<sup>58</sup>。

其次，內線交易犯罪之成立不以「有獲利之主觀意圖」為必要條件，且此犯罪形態為「即成犯」：最高法院在東隆五金案<sup>59</sup>中明白表示：公司內部人於知悉公司之內部消息後，若於未公開該內部消息前，即在證券市場與不知該消息之一般投資人為對等交易，該行為本身已破壞證券市場交易制度之公平性，足以影響一般投資人對證券市場之公正性、健全性之信賴，而應予以非難。是以內線交易之禁止，僅須內部人具備「獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息」及「在該消息未公開前，對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票，買入或賣出」此二形式要件即足當之，並未規

---

<sup>57</sup>台北地院 91 年度易字第 1296 號刑事判決、台灣高等法院 92 年度上易字第 560 號刑事判決。

<sup>58</sup> 同此見解，賴英照，前引註 3，頁 375；余雪明，內部人交易管理的比較（下），證券暨期貨管理，第 16 卷 6 期，頁 22-23，1998 年 6 月。

<sup>59</sup> 最高法院 91 年度台上 3037 號。

定行為人主觀目的之要件。故內部人於知悉消息後買賣股票，是否有藉該交易獲利或避免損失之主觀意圖，應不影響其犯罪之成立。且內部人是否因該交易而獲有利益，亦無足問，即本罪之性質，應解為「即成犯」(或行為犯、舉動犯)，而非結果犯。

## 第五項 民刑事責任

### 第一款 民事責任

依證交法第一百五十七條之一第二項規定：「違反前項規定者，對於當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將賠償額提高至三倍；其情節輕微者，法院得減輕賠償金額。」；同條第三項規定：「第一項第五款之人，對於前項損害賠償，應與第一項第一款至第四款提供消息之人，負連帶賠償責任。但第一項第一款至第四款提供消息之人有正當理由相信消息已公開者，不負賠償責任」。以下就內線交易禁止之民事賠償責任分析之：

### 第一目 賠償義務人

證交法第一百五十七之一第二項為內線交易民事責任之基本規定，其規範之主體範圍為：(一)公司董事、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；(二)持有公司股份超過10%之股東；(三)基於職業或控制關係獲悉消息之人；(四)喪失上開身分後未滿六個月為交易者，仍應負責；(五)從前四款所列之人獲悉消息的消息受領人(tippee)。由此可知賠償

義務人為獲悉未公開的內線交易消息後，買入或賣出股票之上述人，即為其提供內線消息之人。

然數人共同為內線交易者，應否負連帶賠償責任？我國民法第二百七十二條規定，連帶債務之成立，除債務人明示外，以法律有明文規定者為限。又證交法除於第一百五十七條之一第三項規定消息提供人與消息受領者應負連帶責任外，其餘情形依民法第二百七十二條之規定，自毋須負連帶責任；實務上亦採此見解<sup>60</sup>。訊碟案董事長及其配偶（為訊碟董事）於公司調降財務預測之前賣出股票，均成立內線交易，但民事賠償部分，並未負連帶責任；該二人則另與消息受領人（董事長妻舅）共負連帶賠償責任。惟學者<sup>61</sup>有認立於保護投資人權益之立場，有關規定應予檢討。

其次，提供消息之人有正當理由相信消息已公開者，不負賠償責任（證交法第一百五十七條之一第三項但書參照）。學者解釋本項但書謂：「所謂有正當理由相信消息已公開者，例如公司董事會決議將某重要消息公開，並指示公關部門對外宣佈，惟公關部門尚未宣佈，某董事相信該項消息應已公開宣佈而對人透露。前三款之人能否援引此一但書規定免責，應依客觀具體事實認定，惟解釋上似不宜過於寬濫，以免因濫用此一免責事由至損傷本條之法意旨」<sup>62</sup>。依美國法，消息提供人之責任，以其違反信賴義務為前題。公司內部人，例如董事長，因業務上之正當理由向特定人，例如承銷商或其他主管官員，提供重大機密消息，受領消息之人即使有違法為內線交易，因提供消息者並未違反信賴義務，並無責任可言。我證交法

<sup>60</sup> 板橋地方法院 93 年度金字第 6 號民事判決參照。

<sup>61</sup> 賴英照，前引註 3，頁 558。

<sup>62</sup> 賴英照，證券交易法逐條釋義，第四冊，作者自版，頁 543-544，1992 年 8 月 2 刷。

就此雖未設有明文，解釋上應有相同的結果，方為合理<sup>63</sup>。此外從國立法論觀之，基於消息傳遞責任 ( tipper/tippee liability ) 理論之觀點，消息受領人之責任在美國法上係屬於衍生的、傳來的性質。換言之，必須係告知消息人違反其義務 ( 忠誠、信賴義務 ) 而洩密，否則消息受領人不可能擔負任何內部交易人的責任<sup>64</sup>。

依此，有學者<sup>65</sup>認為既然存在我國現行法第一百五十七條之一第三項但書之事由時，告知消息者可不負賠償責任，何以此時消息受領人不可考慮一併免責？而認將來修法時似可針對此一問題再加思量，以免與理論有所扞格 ( 即令消息受領人單獨負責任 )，因此認為消息受領人 ( tippee ) 如果亦有正當理由相信消息已公開者，解釋上亦可免責；因此等情形，並無明知或可得而知違反信賴義務的事實之故。另有學者<sup>66</sup>認為本條但書似無存在之必要：若提供消息之人，於提供消息時，依其所信對消息受領人表示該消息已經公開，則消息受領人對該消息並無其係內線消息之認識，則其從事股票買賣應不構成本條之違反，從而提供消息之人亦無依本但書規定主張免責之必要。

## 第二目 請求權人

依證交法之規定有權請求賠償者，為內線交易「當日善意從事相反買賣之人」，於九十五年一月修法前，條文雖無「當日」之明文，惟實務上均已採用當日投資人可請求賠償之見解<sup>67</sup>。舉例言之，例如

---

<sup>63</sup> 賴英著，同上，頁 559。

<sup>64</sup> 劉連煜，內部人交易中消息受領人之責任，公司法理論與判決研究 ( 一 )，三民書局，頁 278-297，1995 年 1 月。

<sup>65</sup> 賴英照，前引註 62，頁 558。

<sup>66</sup> 參閱林國全，前引註 4，頁 300。

<sup>67</sup> 台北地方法院 93 年度重訴字第 859 號民事判決參照。



A 公司董事長甲於 9 月 9 日利用內線消息買入 A 公司股票 10 萬股，當日賣出股票之投資人 100 人，總計出售 100 萬股，此時，100 位投資人如均為善意者，均可求償；投資人無須證明其交易相對人為甲。依集中市場或店頭市場之交易情形而言，此種規定應屬合理。就此參酌美國 1934 年證交法 §10A 請求賠償者，包括「同時期的交易人」，亦顯示求償人與內線交易人之間不須具有契約關係。

其次，須探討者係以行紀關係委託證券經紀商買賣股票者，對外關係上經紀商為買賣契約當事人，則投資人提起民事賠償之訴時，將產生當事人適格與否之問題。為解決此一問題，證交法第一百五十七條之一第五項準用同法第二十條第四項之規定，將投資人視為證券之「取得人或出賣人」，亦即投資人具有當事人適格。準此，違法為內線交易者，雖委託證券經紀商買賣股票，對外關係上係以經紀商為買賣當事人，惟依第一百五十七條之一規定，賠償義務人仍為違法為內線交易之人。

至於證券商得否依本條規定求償？實務<sup>68</sup>有認：由第一百五十七條之一第五項規定之立法理由，可知於公開市場買賣股票須經由證券經紀商為之，其以「行紀」受託買賣者，買賣直接當事人為證券經紀商，並非委託人，若因內線交易受有損害，本應由證券經紀商請求損害賠償，而委託人如欲提出賠償之訴，並不能逕行向內線交易人請求，而須透過受託證券經紀商輾轉向其請求，致權利之行使程序，顯過於繁雜，爰該條第五項規定準用第二十條第四項。此乃欲求求償簡潔迅速，將委託人（即股票投資人）視為善意從事相反

---

<sup>68</sup> 參見最高法院 95 台上字第 2825 號民事判決；二審法院之見解與最高法院不同，其係採否定之見解，參閱台灣高等法院台中分院 95 年度金上字第 1 號民事判決。

買賣之人，但仍不能抹煞證券經紀商為市場交易之當事人，即其仍為善意從事相反買賣之人。證券經紀商與委託人（即股票投資人）之請求權似競合存在，而非相互排斥。最高法院似認為證券商亦為請求權人。惟有學者<sup>69</sup>認為：依民法可主張損害賠償之一般原理為有損害才有賠償。因內線交易可能受害者，應為投資人，證券商並不會直接因內線交易而受害，因此證券商並不得依內線交易規定而求償。本文以為，證交法第一百五十七條之一第五項準用第二十條第四項之目的係為訴訟上賦予投資人「當事人適格」，而非給予經紀商求償權；並且，證券經紀商於交易過程中僅係單純與他方證券商交易並對證交所交割，就如同投資人手足之延伸，本身並未受到內線交易之詐害，並非得以內線交易之規定作為請求權基礎，故此認為證券商並非本條規定之求償權人。

再者，公司能否請求賠償？證交法就此未有如第一百五十七條歸入權之規定。然依公司法規定，公司負責人應忠實執行業務，並盡善良管理人之注意義務，如有違反致公司受有損害者，負損害賠償責任（公司法第二十三條第一項）。就董、監、經理人與公司之間委任關係而論（公司法第一九二條第四項、第二一六條第二項、第二十九條及第三十四條），為謀取私利擅自利用公司重大消息為內線交易，應屬違反忠實義務之行為，因而公司得依公司法規定請求賠償<sup>70</sup>。抑有進者，如內線消息屬公司之財產，公司自得向盜用財產者請求賠償，自不待言。證交法第一百五十七條之一僅賦予投資人賠償請求權，就公司如何證明受有損害，得求償多少金額，證交法及公司法均無規定，故應認為有意排除公司之求償權；且就內線交易

---

<sup>69</sup> 劉連煜，證券商是內線交易請求權人？—最高法院民事判決 95 台上字第 2825 號簡評，台灣本土法學，第 95 期，頁 243-244，2007 年 6 月。

<sup>70</sup> 劉連煜，同上，頁 243。認為受內線交易之害的公司仍得依公司法第二十三條第一項規定求償，而非依證交法第一百五十七條之一。

之規範目的而言，主要係為維持資訊取得平等，而公司本身即為資訊之持有者甚至揭露者，就此點而言，公司應非為受保護之對象，因此認為其不得依本條規定而為求償，乃屬當然。

### 第三目 責任要件及因果關係

賠償義務人須有故意為內線交易之行為，賠償權利人則應為善意從事相反買賣之人。所謂「善意」，應係指不知該內部消息之存在。至其是否為善意，從事相反買賣之人應無先舉證之必要，內線交易行為人若主張請求權人為惡意時，應就其惡意負舉證責任<sup>71</sup>。且由於證交法第一百五十七條之一係規定內線交易人，應對於善意從事相反買賣之人賠償一定之金額，解釋上原告無須證明交易因果關係（reliance, or transaction causation）及損失因果關係（loss causation）。

再者，告知消息者責任之成立，是否以其消息受領人將其內線交易不法利益所得與告知消息者朋分為限？即是否以告知消息者獲得經濟利益為必要？在解釋上，告知消息者成立民事賠償責任之前提，並不以其因此獲有金錢或可轉化為金錢上之經濟利益為必要，為強化友誼及「關係」而饋贈未公開之重大消息，亦屬之<sup>72</sup>。

### 第四目 賠償金額

因證券交易錯綜複雜，欲依民法之原則，以被害人之實際損失計算內線交易行為人賠償之範圍有所困難，故本條賠償金額之計算，乃以人為之擬制方法，以賠償權利人之損失為基礎，計算賠償

---

<sup>71</sup> 林國全，前引註 4，頁 294。

<sup>72</sup> 劉連煜，重大消息與傳遞內線消息，實用月刊，頁 80，2003 年 1 月。

金額<sup>73</sup>。亦即為內線交易當日，投資人「買入或賣出該證券之價格」與內線消息「公開後十個營業日收盤平均價格」兩者之差額，乘上其買賣之股數<sup>74</sup>。惟此種方式，內線交易人不論買賣股數多寡，均負金額相同之賠償責任，有欠合理，為彌補此一缺點，證交法第一百五十七條之一第二項同時規定，如「其情節輕微者，法院得減輕賠償金額」，以求公允。

再者，我國證交法第一百五十七條之一引進三倍賠償制度，規定內線交易之「情節重大」者，原告可請求三倍之賠償。何謂情節重大<sup>75</sup>？端視法院自由心證判斷，是否妥適誠值探討。又參酌美國法三倍賠償之性質係行政罰款（civil penalty），而非賠償予原告，其目的在懲罰違法者，而不是讓原告獲得額外收入。我國法准許原告三倍受償，其妥適性值得檢討<sup>76</sup>。

又民法上之損害賠償原則係有損害才有賠償，因此若無受損害之相對人，或受損害者請求之金額低於內線交易行為人所獲得之利益，則行為人仍有可能獲得不法利益，故上述提高責任限額至三倍之規定，即可發揮赫阻之功。惟此責任限額之提高，非法院所能主動，必經善意從事相反買賣之人之請求，法院始能依其情節是否重大，而為提高與否之決定。因此學者<sup>77</sup>認為應仿效美國法，於民事賠償之外，另設由主管機關負責之民事制裁金，並將該民事制裁金納

---

<sup>73</sup> 林國全，前引註 4，頁 296-297。

<sup>74</sup> 林國全教授認為此處之買賣股數係以內線交易行為人支買賣股數為基礎，而非以當日善意從事相反買賣之人為基礎。參閱林國全，同上，頁 297。

<sup>75</sup> 林國全教授認為此之所謂情節重大，似應以行為人於該內線交易之遂行，有積極加工行為為必要，例如行為人故意以特別之手段延緩內線消息之公開。參閱林國全，同上，頁 299。

<sup>76</sup> 賴英照，前引註 3，頁 563。

<sup>77</sup> 林國全，前引註 4，頁 299。

入國庫，較為妥適。

## 第二款 刑事責任

### 第一目 基本規定

證交法第一百五十七條之一所規定之內線交易係指有關人員，利用職務或職權，或基於其特殊關係，獲悉尚未公開而足以影響證券行情之資訊，買入或賣出有關之證券，意圖取得不當之利益或減少甚至規避其損失之行為。由於其行為違反公開之原則，造成少數人暴利建立在多數不知情證券投資人之損失上，嚴重破壞證券市場之公平性，造成證券市場不法操縱之畸形現象，是屬於破壞經濟社會彼此間之相互信賴，造成經濟道德水準下降，危害自由經濟制度之基本精神，為經濟犯罪類型之一<sup>78</sup>，故各國法律予以明文禁止。

依實務見解違反證交法「內線交易」之刑事責任，依該法第一百五十七條之一第一項之結構觀之，該條項罪名之構成要件為(一)具有內部人或消息受領人之身分；(二)獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息；(三)於該消息尚未公開前買賣本公司上市、上櫃股票，或他具有股權性質之有價證券；(四)行為人需有為內線交易的故意<sup>79</sup>。本條處罰對象為獲悉內線消息後買賣證券之人，如無買賣的行為，即不受處罰，因此單純傳遞消息者，如與買賣證券之人無犯意聯絡、行為分擔的情形，並無刑責。內部人在獲悉其公司有重大影響股票價格之消息，而該消息尚未公開之條件下，仍違背

<sup>78</sup> 林山田、林東茂、林燦璋 著，犯罪學，三民書局，頁 455-511，2002 年 10 月，增訂三版一刷。

<sup>79</sup> 此處之故意為犯罪之故意，亦即明知其違反內線交易禁止規範仍從事證券買賣之故意。

前開禁止規定，對該公司上市或在證券商營業處所進行股票之買賣，即構成該罪，不必證明其主觀上「利用」訊息之故意，亦不必證明「獲利」之結果，其旨即在避免內部人與一般投資人因資訊獲得上之不對稱，導致股票買賣之不公平狀態甚明<sup>80</sup>。又本條之違反既有刑罰規定，則刑法上有關共同正犯、教唆犯、幫助犯、間接正犯等概念，於此均得適用。惟有關未遂犯之問題，如前所述，實務上認為本罪之性質，應解為「即成犯」(或行為犯、舉動犯)，故一有該行為，本罪即告完成，並無構成未遂犯之可能。

## 第二目 免責抗辯

「非自發性之買賣」是否得主張免責：

公司法第一百九十七條第一項規定公開發行公司之董事在任期中轉讓超過選任當時所持有之公司股份有限公司數額二分之一時，其董事當然解任。上開內容依同法第二百二十七條之規定，對監察人亦有準用。職是，董事、監察人對於持股不足之問題，因影響其資格而備受關切。尚且，董事、監察人常因財務需求與調度，將其持股向金融機關質押，此即民法第九零八條所規定「有價證券債權質權」。除此之外，董事、監察人若任期中持股不足，依證券交易法第二十六條及證期局頒佈「公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施細則」第二條、第五條之規定，必須補足持股成數。上開之情況，公司董事監察人即可能產生「非自發性之行為或非可歸責於自己之事由」而買入股票。此時，若正有公司重大訊息尚未公開，是否構成內線交易，應視情況而定。例如董事或監察人持股質押而遭金融機構強制賣出，可認為「非自發性之事由」；又例如董事或監

---

<sup>80</sup> 參照臺灣高等法院 92 年度上易字第 560 號刑事確定判決理由。 .

察人因持股成數不足而依規定補足持股成數，該買進之股票，亦應屬非自發性之行為<sup>81</sup>；又若董事或監察人因股票被質押，經授信機構催討後，同意出售其質押之股票之行為，應非屬「非自發性之行為或非可歸責於自己之事由」，不能免責<sup>82</sup>。

關於「非自發性之買賣」是否有內線交易之構成可能性<sup>83</sup>，頗值疑議，若認為此種情形不構成內線交易，往往會造成法制上之缺失與漏洞，因此如持否定說，恐使有心人士藉此遂行其套利之目的；但如持肯定說，亦可能有法理邏輯與經驗法則之質疑，使得社會規範與法律規範互不連結，亦非良舉。實務就此問題，亦有不同見解<sup>84</sup>。有學者認為因內部人買入股票前可以公開該項消息，使「內線消息」

---

<sup>81</sup> 董監事因持股成數不足而依規定補足持股成數，此時雖係礙於規定不得不補買股票，惟其行為仍出於該董監事之自由意志而為之，是否屬非自發性之行為，不無疑問。本文認為若董監事之持股成數不足非因其本身所導致，或可歸為非可歸責於自己之事由，但應不得認為其屬非自發性之行為。

<sup>82</sup> 91 年度台上 3037 號刑事判決：財政部證券暨期貨管理委員會台財證三第二一八七三一號函，就有關公開發行公司董事、監察人持股成數不足與歸入權等規定之適用問題，釋示：公開發行公司董事、監察人因「非自發性之行為或非可歸責於自己之事由」，造成持股成數不足而依規定補足持股成數，該次買進之股票，得不列入歸入權行使之範圍。然此所謂「非自發性之行為或非可歸責於自己之事由」，係指「其他董事持股質押而遭金融機構強制賣出」，並未包括「董事自行決定斷頭賣出之行為」，此由證期會台財證三第七五六一四號函所示意旨「公開發行公司董事之配偶將公司股票質押於銀行，經銀行追補擔保品而買進股票之行為，不得主張免除歸入權之行使」。故董事因股票被質押而自行斷頭賣出股票之行為，應非屬「非自發性之行為或非可歸責於自己之事由」。乃原判決理由欄記載「此內線交易之犯行，須行為人以因該重大消息未公開前買入或賣出股票有所獲利，且非自發性之原因而須斷頭賣出股票，亦非屬內線交易之規範」等語，並以此見解資為論斷范芳魁、葉增榮並無構成違反內線交易之理由，所持見解不無誤會，自有判決適用法則不當之違法。。

<sup>83</sup> 就有關公開發行公司董事、監察人持股成數不足與歸入權等規定之適用問題，財政部證券暨期貨管理委員會台財證三第二一八七三一號函表示：公開發行公司董事、監察人因「非自發性之行為或非可歸責於自己之事由」，造成持股成數不足而依規定補足持股成數，該次買進之股票，得不列入歸入權行使之範圍。惟此函令是否有逾越證交法規定，自行創設免責事由，不無疑義。

<sup>84</sup> 在臺灣煉鐵公司案（台北地院 78 年度易字第 1031 號判決、台灣高等法院 78 年度上易字第 2428 號判決）法院認為不能免責；但在中纖公司案（台北地檢署 78 年度偵字第 9033 號不起訴處分書）檢察官則認為可以免責。

成為公開之消息，因此內部人不得以此為由主張免責。且參酌美、日、歐盟等國立法，並未設有此種例外，我司法行政機關亦認為買入股票前應先公布消息始得不罰<sup>85</sup>。亦有學者<sup>86</sup>認為「非自發性之買賣」欠缺直接犯罪故意，除非能證明其主觀要件，否則應不構成內線交易罪責。職是，此部分仍有待商榷並期待能有一致性之見解。

### 第三款 加重處罰

內線交易之犯罪所得達 1 億元以上者，依規定應加重處罰，亦即處七年以上十五年以下有期徒刑（證交法第一百七十一條第二項，刑法第三十三條第三款）。但如何決定「犯罪所得金額」？刑事責任之加重，是否有以法定公式計算之金額為準？此外，如內部人一直保有股票未予賣出，則「犯罪所得」如何計算？此等問題，現行法並未提供清楚解答。為求適用明確，應研議修法為補充規定<sup>87</sup>。

再者，犯罪行為如「損及證券市場穩定」，應加重其刑至二分之一（同法第一百七十一條第五項），如何認定內線交易行為是否損及證券市場穩定？法無明文；解釋上應考量內線交易對市場成交量、成交價及對投資人的影響等因素而為認定。

## 第二節 外國法之規範與比較

### 第一項 美國法

---

<sup>85</sup> 司法院編印，刑事法律專題研究，第 8 輯，頁 234-235，1995 年 6 月；賴英照，前引註 73，頁 548 以下。

<sup>86</sup> 陳峰富，前引註 36，207-208 頁。

<sup>87</sup> 賴英照，前引註 3，頁 385-386。



## 第一款 美國法之演進

依美國法院實務見解，禁止內線交易的法源依據有二<sup>88</sup>：

### 一、1934 年證券交易法第十條 b 項規定：

任何直接或間接利用洲際商務工具或郵件或全國性證券交易所設備之人，於買賣上市或非上市證券或其相關活動時，不得有違反證管會為維護公共利益或保護投資人之必要，所明文禁止之操縱或詐欺之行為<sup>89</sup>。本條雖禁止詐欺買賣證券，但只有空白授權規定，任何人買賣有價證券必須有違反證管會所訂規則之情事，才能構成違法；因此，本條實際執行必須以證管會頒訂的行政命令為基礎。

### 二、證管會於 1942 年依第十條 b 項所頒訂的 Rule 10b-5 規定：

任何人不得直接或間接利用洲際商務工具或郵件或全國性證券交易所之設備，在買賣證券之過程中，為下列行為：1 使用任何方法、計畫、或技巧從事詐欺。2 對重要事實作不實陳述，或省略某些重要事實之陳述，以致在當時實際情形下產生引人誤導之效果。或 3 從事任何行為、業務或商業活動，而對他人造成詐欺或欺騙之情事者。<sup>90</sup>此項規定以禁止詐欺為主軸，用語頗具彈性，留給執法機

---

<sup>88</sup> 賴英照，同上，頁 325~327。

<sup>89</sup> Section 10(b) 原文為：『It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mail, or of any facility of any national securities exchange, (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not registered, or any securities based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the commission may prescribe as necessary or appropriate in public interest or for the protection of investors.』

<sup>90</sup> Rule 10b-5 原文如下：『It shall be unlawful for any person, directly or

關充分之解釋空間。

無論是 Section 10 (b) 或 Rule 10b-5 都是禁止詐欺行為之規定，完全沒有提到內線交易；但此二條文發展迄今，已成為規範內線交易的法源依據。以下僅就其理論發展依序介紹如下<sup>91</sup>：

一、『戒絕交易，否則公開』理論 (abstain or disclose theory；或稱資訊平等理論)

(一) 理論內容：此一理論主張取得公司內部資訊之人，只有兩種選擇。第一個是揭露該項消息；第二個則是不利用該項消息從事公司股票買賣。換言之，取得內部資訊的人，必須在這兩條路之間作一抉擇<sup>92</sup>。易言之，此說十分強調『資訊平等』(information equality) 理論。此理論早在一九六一年即為美國證管會 (聯邦證券管理委員會，SEC) 在 In Re Cady Roberys & Co.<sup>93</sup>之處分案中所採取<sup>94</sup>。美國證管會此一主張，嗣後更得到了第二巡迴法院在 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.<sup>95</sup>乙案的支持。

---

indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mail, or of any facility of any national securities exchange, 1 to employ any device, scheme, or artifice to defraud, 2 to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statement made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or 3 to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security. <sup>96</sup>

<sup>91</sup> 劉連煜，內線交易理論與內部人範圍(上)，月旦法學教室，第50期，頁84-94，2006年12月；內線交易理論與內部人範圍(下)，月旦法學教室，第51期，頁86-88，2006年1月。

<sup>92</sup> See Steven L. Emanuel, Corporations 279 (2005) .

<sup>93</sup> 40 S.E.C.907 (SEC 1961) .

<sup>94</sup> See Langevoort, Insider Trading Regulation, 4-5(1900 ed.)

<sup>95</sup> 401 F.2d 833(2<sup>nd</sup> Cir.1968), cert.denied sub nom.Coates v. SEC, 394.

(二) 重要判決：

案號	一、In Re Cady Roberys & Co.
內容摘要	Cowdin 為 Curtiss-wright 公司 (CW) 的董事，同時也是 Cady,Roberts 證券公司的合夥股東；他在董事會上知悉公司將調降股息分配，在消息尚未公開前即告知 Cady,Roberys 的另一合夥股東 Gintel，Gintel 隨即為其客戶售出 CW 公司股票，並融券放空 CW 公司股票。
SEC 見解	證管會於本案中認為：Rule 10b-5 所規範的不限於特定具體詐欺行為，尚包含利用資訊優勢地位以謀取利益之一切行為。公司董事、經理人及控制股東等內部人，若不向投資大眾公開重要機密消息而買賣股票，則違反證券交易法第 10 條 (b) 項及 Rule 10b-5 之規定。由此可推論出，從董事受領消息之證券公司合夥人 Gintel，在獲悉消息時知悉該消息來源之可信性，並且應該知悉該消息可能尚未公開，因此亦需同時禁止其利用該消息從事證券交易。
案號	二、SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.
內容摘要	被告 Texas Gulf Sulphur 公司發現在 Ontario 省的 Timmins 附近有重要礦藏，此一礦藏之土地原屬該公司所有，被告發現礦藏後，便停止數個月之鑽探，以便取得該礦藏四周之土地，於此期間，公司之職員、受顧人以及其他知道該消息之人，立即於市場買進該公司股票，而未將公司發現礦藏之重大消息向投資大眾公開。被告於新聞媒體注意後，立即發布新聞表示傳言誇大不實，而在發布新聞四天內，公司職員又於公司正式宣佈發現大量礦藏之消息前，陸續買進該公司股票。
法院見解	法院認為消息傳遞者及消息受領人均違反 Section 10 (b) 及 Rule 10b-5，法院在本案更進一步確認，Rule 10b-5 要求『任

何人如有途徑接觸公司重大且未公開之消息者』( anyone with access to material , nonpublic corporate information ), 必須遵守『公開此一消息, 否則不利用該資訊從事交易』之法則。
---

## 二、忠實義務理論 ( fiduciary duty theory ; 或稱信賴關係理論 )

### ( 一 ) 理論內容 :

對於『戒絕交易, 否則公開』之理論, 許多人認為適用結果可能產生內部人所涵蓋之範圍過大的弊端。因此, 法律界便努力縮小內部人的範圍。在一九八〇年美國聯邦最高法院所作之 *Chiarella v. United States*<sup>96</sup> 判決, 即是此一思潮之重要成果。

按『忠實義務理論』之理論的精華, 一言以蔽之, 即在於認為只有具受任人義務或其他的信賴關係時, 方存有揭露、公開等告知交易對手的義務。因此, 大大縮小了最早之『戒絕交易, 否則公開』理論下內部人的範圍。此外值得注意的是, 在 *Chiarella* 乙案, 聯邦最高法院認為此種受任人義務, 一向只存於公司的董事、具控制權的大股東以及重要職員等內部人身上, 其他人則無。

此理論最大的問題在於, 無法規範跟公司無關的外部人, 利用從該公司員工處獲得的內線消息, 而為股票買賣之情形, 而且假如消息告知人並沒有違反他的忠實義務的話, 消息受領人更可以規避內線交易責任<sup>97</sup>。下面將提到的私取理論就是為了填補此漏洞而發展出來的。

---

<sup>96</sup> 445 U.S.222 ( 1980 ) .

<sup>97</sup> See Steven R. Salbu , *Tipper Credibility , Noninformational Tippee Trading , and Abstention from Trading: An Analysis of Gaps in the Insider Trading Law* , 68 Wash. L. Rev. 307 , 317-318 ( 1993 ) .

(二) 重要判決：

案號	Chiarella v. United States
內容摘要	Pandick PressChiarella 印刷廠接受某公司委託，印製有關公司併購之文件，Chiarella 為印刷廠之員工，其利用行使職務之便，從公開揭露文件中拼湊猜出該購併案文件裡之目標公司 (target company)，並購買該公司股票，進而在該併購案的消息公布後，出售持股而獲得可觀之利益。
法院見解	聯邦最高法院在本案中認為，僅在有『揭露，否則戒絕交易』之義務下，方有內部人交易責任的適用。而是否有『揭露，否則戒絕交易』之義務，則端視係爭被告是否對市場交易人 (marketplace traders) 負有受任人或信託人義務，或是基於其他類似信賴關係所產生之義務而定。本文中，既然 Chiarella 只是印刷場之員工，其對市場交易人並不具此等特殊關係或身份、地位 (position)，因此法院認為 Chiarella 不負此『揭露，否則戒絕交易』之義務，因而 Chiarella 之行為並不成罪。

三、私取理論 (misappropriation theory)

(一) 理論內容：

事實上，在 Chiarella 乙案，首席大法官 Burger 並不同意最高法院多數意見的見解。Burger 的見解，後來被認為是美國證管會所力唱倡之私取理論最先的基石。Burger 大法官認為，任何人私自取用 (misappropriate) 重要且非公開資訊，就負有揭露之義務，須公開此等被私吞之消息，否則不應利用此一資訊以從事交易。準此，Burger 氏認為，Chiarella 乙案之被告 Chiarella 對併購的目標公司雖無信賴義務，但因受顧於印刷廠而獲取足夠公司之機密消息，並私自

加以利用而獲利，因此當然違反了其對雇主之義務，故應負違反內部人交易規定之罪責。

私取理論在 Chiarella 乙案判決後，得到第二巡迴法院在其一連串案子明白的支持。其中 United States v. Newman<sup>98</sup>更是首開其先河的案例。另外，稍後在 SEC v. Musella<sup>99</sup>乙案法院也明白肯任私取理論。論者亦明白指出，在一九八〇年代，私取理論已成為美國證管會制裁內部人交易的一項最重要利器<sup>100</sup>。

至於聯邦最高法院對此理論之立場如何？在頗負盛名之 Carpenter<sup>101</sup> 案例提供了關鍵性的答案。聯邦最高法院對 Carpenter 乙案的判決是，全體大法官一致認為被告違反了『郵件及電訊詐欺法』，故維持了被告有罪的判決。本案也因此確認『郵件及電訊詐欺法』可作為處罰內部人交易之依據。惟對於本案被告是否違反一九三四年證券交易法第十條 b 項及 Rule 10b-5，支持者與反對者之比為四比四<sup>102</sup>，因此本案最後判決中並未對此有任何正式之意見，可供參考。<sup>103</sup>

自此，下級法院對於私取理論之存廢，態度分歧，有支持者，亦有反對者，而國會在1984『內線交易制裁法』及1988年『內線交易及

---

<sup>98</sup> 664.F.2d 12 (2<sup>nd</sup> Cir.1981), cert.denied, 464 U.S 863 (1983).

<sup>99</sup> 578 F.Supp.425 (S.D.N.Y.1984) .

<sup>100</sup> See STURC & KOROSTOFF, The Misappropriation Theory : Its Evolution and Application (Outline, Apr.27, 1987), reprinted in Securities Enforcement Institute 1987 (Practicing Law Institute 1987) .按美國證管會對有名之 Dennis Levine 以及 Ivan Boesky 內線交易案，即大部分依據私取理論加以追訴。

<sup>101</sup> United States v. Carpenter, 484 U.S.19 (1987) .

<sup>102</sup> Carpenter 乙案於 1987 年 11 月 16 日判決時，Justice Powell 已於同年 6 月 26 日退休，繼任的 Justice Kennedy 尚未就任（氏於 1988 年 2 月 3 日獲參院同意，2 月 18 日就任），故此當時最高法院只有 8 位大法官。

<sup>103</sup> United States v. Carpenter, 484 U.S.19 (1987) .

證券詐欺法』之相關報告中，均明白支持私取理論，1997年United States v. O' Hagan案<sup>104</sup>，聯邦最高法院終於明確採用私取理論<sup>105</sup>。自從最高法院在O' Hagan 案明確揭示贊同私取理論之立場後，聯邦各級法院亦紛紛採取私取理論作為內線交易規範之基礎。該案判決對許多疑義予以正面回應並提出理由分析，許多爭議可謂獲得解答，亦為證管會擴大管制內線交易之手段提供了正當性基礎。

私取理論認為當行為人：1.不正取用未公開之重大資訊；2.違反基於信賴或保密關係所生之義務；3.將該未公開之重大資訊用於證券交易；此時不論行為人對於交易標的公司之股東是否負有任何義務，均屬違反 Rule 10b-5，而構成內部人交易<sup>106</sup>。

私取理論在實際案例中將產生一項疑問，亦即訊息傳遞理論下之「私人利益標準」(the intent-to-benefit rule)是否適用於私取訊息者洩露內部訊息之情況呢？也就是消息受領人之內線交易責任是否源自於本身，或是奠基在洩露訊息者為追求私人利益而洩露訊息之要件上？2003年SEC v. Yun一案<sup>107</sup>為法院針對家人間是否存在信賴關係，以及在私取訊息傳遞時是否採取私利標準表達明確意見之代表性案例，從本案法院之態度來看，在私取訊息者洩露訊息之私利要件證明上仍採取堅持之立場，因此證管會仍不能免除其積極舉證責任。此外，在私取理論信賴關係之判斷上，當詐欺行為人與消息來源間為家人關係時，巡迴法院亦不採納Rule 10b-5-2第三款之推定標準，拒絕使舉證責任落於被告反證推翻之上。反而傾向於就個別案件具體事實認定信賴關係之有無，如此一來證管會仍須提出充足之證據證明當事人間信賴關係之存在。由此可見，在法院如此之傾向下，Rule 10b-5-2 第三款在證明家人關係之訊息傳遞案件中，由於該條款之效力遭到凍

---

<sup>104</sup> United States v. O' Hagan, 117 S.Ct. 2207642 (1997) .

<sup>105</sup> Joseph J. Hurley, United States v. O' Hagan: Insider Trading as a Modern Form of Property Crime, 18 Quinnipiac L. REV. 164, 165 (1998) .

<sup>106</sup> 詹恩德，淺析證券犯罪—內線交易，證券櫃臺，第124期，頁12，2006年10月。

<sup>107</sup> See SEC v. Yun, 327 F.3d 1263, pp1267-1268 (11 Cir. 2003) .

結，從而未能發揮其減輕證管會舉證責任之作用。

(二) 重要判決：

案號	一、United States v. Newman
內容摘要	證券商 Newman 的兩位員工因工作關係知悉公司併購消息，因此私下購買系爭目標公司之股份以獲利。
法院見解	第二巡迴法院在本案認為，違反 Rule 10b-5 之責任的成立，並不見得需要對系爭證券之『買方』或『賣方』有加害的事實方足構成 Rule 10b-5 上詐欺之行為。因此，就本案而言，適用內部人交易之私取理論的結果，亦應同樣地認為，雖然系爭投資銀行與該投資銀行的客戶，皆並非本案目標公司股份買賣之『買方』或『賣方』，但由於被告偷竊了極為秘密之『併購的消息』( takeover information )，故亦應同樣承擔違反內部人交易之刑責。
案號	二、SEC v. Musella
內容摘要	本案案情與前述之 Chiarella 一案甚為相似，被告皆藉由所承印文件，推敲出擬議中之購併案的可能目標公司，並進而私下購買其股票以獲利。
法院見解	第二巡迴法院認為：『任何人違反受任人忠誠義務私吞未公開之資訊，並據以買賣股票圖利，應屬違反一九三四年證券交易法第十條 b 項以及據此所頒佈之行政命令 Rule10b-5 』。
案號	三、United States v. Carpenter
內容摘要	本案生於 1987 年，被告之一 R.Foster Winaas 為華爾街日報 ( Wall Street Journal ) 專欄作者，依據訪談和研究心得，每天在『Heard on the Street』專欄上評論上市 ( 櫃 ) 股票的表現，頗具權威：受正面評價的股票，往往上漲，負面評價者，則下



	<p>跌。報社雖嚴禁洩漏專欄內容，但 Winaas 與另一被告 Carpenter 共同謀議，把專欄內容事先透露給兩位經紀商及一位經紀商的客戶，他們並據此買賣股票獲利，四個月內被告共同分得約 69 萬美元的利益。雖然被告違背報社禁令，但買賣的對象並非華爾街日報的股票而是其他公司的有價證券。</p>
法院見解	<p>聯邦地方法院判決被告違反 Rule 10b-5 及郵電詐欺法<sup>108</sup>。第二巡迴法院維持原判決，並明確指出 Rule 10b-5 的詐欺主體不限於股票發行公司的內部人或臨時內部人（指律師、會計師、承銷商等），認為『私取理論事實上禁止內部人』或『其他人』（or others）強占（Covert）重要且尚非公開消息以為買賣證券』，因為『投資大眾遭受由『非內部人，但為侵佔消息人』（noninsider misappropriators）所帶來詐欺之惡害，與由內部人所引起之詐欺之惡害，應是相同的』，故私取理論的適用有更廣泛的對象。聯邦最高法院對 Carpenter 乙案的判決是，全體大法官一致認為被告違反了『郵件及電訊詐欺法』，故維持了被告有罪的判決。</p>
案號	<p>四、United States v. O' Hagan</p>
內容摘要	<p>1988 年 7 月，Grand Metropolitan PLC 公司為併購明尼蘇達州的 Pillsbury 公司，委任 Dorsey &amp; Whitney 律師事務所為法律顧問。被告 O' Hagan 係合夥律師，雖未直接承辦該併購案，但仍得知該項未公開之重大消息。O' Hagan 在本案發佈公開收購股權要約（tender offer）前，陸續買進 Pillsbury 公司股票先買權（call options）。同年 10 月 4 日併購案宣布後，股價大漲，被告賣出持股獲利逾 430 萬美元。</p>

<sup>108</sup> United Statds v. Winans , 612 F.Supp.827 ( S.D.N.Y.1985) .

<p>法院 見解</p>	<p>聯邦最高法院在本案中指出，『私取理論係為防止有途徑接觸揭露後會影響證券價格之內線消息，但對於該公司股東卻不負受任人義務或其他義務的公司外部人不當使用消息之情形，以維護證券市場的正直性』<sup>109</sup>，故此，聯邦最高法院認為，本案被告 O' Hagan 雖為獲悉影響證券價格之內線消息的公司外部人，與交易相對人並無所謂忠誠及信賴關係，但因對『消息來源』( source of information 在；本案為其律師事務所及 Grand Metropolitan ) 的忠誠及信賴義務有所違背，且事前亦未揭露其欲藉此消息買賣證券，竟意圖謀私利，其行為係屬違反第十條 b 項及 Rule 10b-5 的詐欺行為<sup>110</sup>。</p>
<p>案號</p>	<p>五、SEC v. Yun</p>
<p>內容 摘要</p>	<p>David Yun 是 Scholastic Book Fairs, Inc.的總裁，某日向其妻子 Donna 告知公司營運報告顯示出股價即將下跌，此項消息即將在該星期內公開宣佈，並叮囑 Donna 不要將消息洩露給任何人。在消息公開宣佈前兩天，Donna 致電其律師 Sam Weiss 告知此事，在交談過程中恰好被同事 Jerry Bruch 聽到，當晚 Donna 即與 Jerry 針對該內部訊息進行討論。翌日，Jerry 立即透過經紀商買進公司股票。雖然在本案中 David Yun 告知其妻公司營收狀況之行為並無任何可歸責事由；並且 Donna Yun 亦非公司內部人，然而 SEC 仍依據私取理論，對 Donna 以及 Jerry 提起私人民事訴訟。</p>
<p>法院</p>	<p>一、被告抗辯 Donna 雖被認定為訊息傳遞者 ( tipper ) ，惟其並無藉由訊息之傳遞而獲得私人利益之意圖，Jerry 自無從承</p>

<sup>109</sup> 其原文為：『The misappropriation theory is thus designed to protect the integrity of the securities markets against abuses by outsiders to a corporation who have access to confidential information that will affect the corporation's security price when revealed, but who owe no fiduciary or other duty to that corporation's shareholders.』

<sup>110</sup> See Thomas Lee Hazen, The Law Of Securities Regulation 652 ( 4<sup>th</sup> ed.2002 ).

見解	<p>擔內線交易責任。佛羅里達州中區地方法院駁回此項抗辯，認為Rule 10b-5並無要求證明訊息傳遞者意圖從訊息之傳遞獲得利益，並援引法院見解認為訊息傳遞理論中之私利要件亦不適用於私取理論之內線交易案件中，因而判決消息受領人Jerry應負內線交易責任。第十一巡迴上訴法院卻不同意此項見解，而認為不論是在私取理論之外部人或傳統信賴關係理論之公司內部人，均要求相同的私利要件。亦即不區分消息受領人是從公司內部人或是外部人接受內部訊息，均須一律適用訊息傳遞理論下之私利要件。</p> <p>二、被告抗辯Donna與其夫David之間不存在信賴關係或相類似義務關係，因而無從構成私取理論下之責任。此項抗辯乃基於私取理論下詐欺消息來源之基礎證明，亦即確定消息來源與私取訊息者（本案Donna同時為洩露訊息者）間存在信賴關係。縱然證管會於2000年已制定Rule 10b-5-2針對家人間之信賴關係訂出推定標準，意圖減輕其舉證責任，然而第十一巡迴法院在Yun 案中仍拒絕採取該規則之推定標準來承認在家人間之信賴關係，反而以具體情況認定在家人間是否存在分享商業秘密之習慣，以及配偶一方是否得合理期待他方保守取得之秘密，並以此二點來判斷家人相互間之信賴關係有無。換言之，第十一巡迴上訴法院拒絕適用Rule 10b-5-2第三項針對家人間信賴關係之直接推定標準，卻採取了Rule 10b-5-2中前兩項判斷標準，在受領消息之配偶違反了保密期待或保密協議時，將可能面臨內線交易之責任。</p>
----	---

#### 四、消息傳遞責任（tipper / tippee liability）

##### （一）理論內容：

前面所討論之基礎理論，基本上，皆是集中於檢討擁有消息者本身買賣股票時，是否違反內部人交易之規定。惟如果擁有消息者本身並沒有買賣股票，但卻將此消息透露給他人（即 tippee：消息受領人）時，則此一消息受領人的責任何如？按如依照前述 Chiarella

案例的論點，『公開消息，否則戒絕交易』之擇一義務，並非光是持有重要且非公開消息者即須負擔之，而必須持有該項消息者負有受任人之忠誠義務，方有如此之擇一義務。然而，在消息傳遞的情形，典型之消息受領人往往對任何人（包括公司及其股東）並無任何既存之忠誠、信賴的受任人義務（no preexisting fiduciary duty）。因此，單純依照前面所介紹之理論，似難課消息受領人內部人交易責任。所幸，對於消息受領人責任的問題，發生在一九八三年 *Dirks v. SEC*<sup>111</sup> 乙案提供了進一步的答案。

此理論認為，在告知消息人與消息受領人傳遞消息的情形，如果告知消息人洩漏秘密屬於不可非難之情形（for innocent reasons）或屬於不慎的（inadvertent）情形，告知消息人與受領消息人應均無責任可言<sup>112</sup>。另外，值得一提的是，*Dirks* 乙案雖然不是直接涉及私取等理論，惟其與 *Chiarella* 乙案一樣，皆採取謹慎之限制原則以

---

<sup>111</sup> 463 U.S.646 (1983) .

<sup>112</sup> 另外，必須說明的是，雖然 *Dirks* 乙案不直接涉及『私取理論』的討論，但 *Dirks* 乙案在其著名之『附註十四』（footnote 14），由於承認『暫時內部人』（temporary insider，即承銷商、諮詢顧問、律師、會計師等）因對所服務之公司具有特殊之信守秘密的關係，而負有受任人之忠誠義務，故將此等人逕視為內部人員，而非消息受領人，可謂間接地給予『私取理論』重要之支持。一般認為，此一支持對私取理論之發展，其影響可謂深遠。茲摘錄該有名的『附註十四』原文如下，以供參考：『under certain circumstances, such as where corporate information is revealed legitimatele to an underwriter, accountant, lawyer, or consultant working for the corporation, these outsider may become fiduciaries of the shareholders. The basis for recognizing this fiduciary duty is not simply that such persons acquired non-public corporate information, but rather that they have entered into a special confidential relationship in the conduct of the business of the enterprise and are given access to information solely for corporate purpose...when such a person breaches his fiduciary relationship, he may be treaded more properly as a tipper than a tippee...For such a duty to be imposed, however, the corporation must except the outsider to keep the disclosed non-public information confidential, and the relationship at lease must imply such a duty.』

規範內線交易的問題。換言之，Dirks 乙案亦以行為人違反受任人義務為成立責任之第一要件<sup>113</sup>，此點頗值得吾人注意。

值得一提的是2000年IBM收購蓮花公司案<sup>114</sup>，該案堪稱內線交易規範史上最龐大、涉案行為人範圍最廣之內線交易案件，包括內部人（Lorraine Cassano）在內總共25人，消息受領人共24人，訊息傳遞衍生責任蔓延達六層之遠，有些甚至不知道內部訊息之原始來源是何人。紐約南區地方法院在該案中判決間接受領內部訊息之人違反禁止內線交易之規定，應負內線交易責任。從IBM 收購蓮花公司案可看出法院擴張消息受領人範圍之傾向，法院不再將洩露訊息者之範圍限制在標的公司之內部人（本案Lorraine 即為收購公司之內部人）。

## （二）重要判決

案號	一、Dirks v. SEC
內容摘要	本案涉案者 Dirks 是一名投資分析師，對於保險公司之證券分析更有專長。Equity Funding of America 公司的離職職員 Securist 告知 Dirks，該保險公司利用詐欺手段使資產估算價值遠超過實際價值。Dirks 花費許多時間查證該醜聞，並將之揭發，但是 Dirks 卻事先對其特定客戶揭露調查結果，致使客戶在 Equity Funding of America 公司將此項不利消息向投資大眾公開前，大賣該公司股票。本案後來經美國證管會以行政處分處罰 Dirks 洩漏系爭重要且非公開消息之行為。惟本案後來經聯邦最高法院審理時，聯邦最高法院推翻了證管會原來的行政處

<sup>113</sup> 15 U.S.C. §8n(e).

<sup>114</sup> See SEC v. Lorraine K. Cassano, et. al., 61 F. Supp.2d 31 (S.D.N.Y. 1999); 189 F.R.D. 83(S.D.N.Y. 1999); 2000 U.S. Dist. LEXIS 12152 (2000); 2000 U.S. Dist. LEXIS 15089 (2000).

	分。
法院見解	<p>最高法院認為被告 Dirks 並沒有違反規則 10b-5 ( Rule 10b-5 )。按其所持之理由主要是，『告知消息人』( tipper ; 有譯為消息傳遞人 )( 即內部人 ) 洩密 ( tip ) 的目的，如是為了個人利益 ( personal benefit )，則告知消息人 ( 亦即內部人 )( the insider-tipper ) 違反『受任人義務』之情事即可被推定 ( could be inferred )。而且，如果消息受領人也明知或可得而知內部人洩密係違反其忠誠之受任人義務時，消息受領人才應負責。換言之，消息受領人責任是從告知消息人 ( 即內部人 ) 處，所衍生而來的 ( 或傳來的 )( derivative )。假設告知消息人不違反受任人之忠誠義務而洩密時，則消息受領人應無任何責任可言。將此原則適用於本案，因為告知消息人 ( 即 Secrist ) 告知 Dirk 之動機，是為了舉發詐欺之不法情事而洩漏消息，並非為了個人利益而洩密，故基於消息受領人之責任屬於傳來的性質 ( derivative nature )，被告 Dirks 當然無所謂任何義務之違反，從而亦無任何責任可言。此外，值得注意的是，前述『個人利益』( personal benefit ) 的解釋，除了金錢利益外，像以秘密消息充作禮物 ( gift ) 給予親朋好友，藉以提升彼此之友誼關係，亦被解為屬於個人利益的範疇<sup>115</sup>。</p>
案號	二、 See SEC v. Lorraine K. Cassano
內容摘要	<p>1995 年 4 月底，IBM 公司女秘書 Lorraine Cassano 於影印資料時，得知 IBM 即將收購 Lotus 之消息，並將該消息告知其夫 Robert。由於該二人從未購買過股票，不瞭解應如何從內部訊息謀利，且為了避免以自己之名義購買股票，因此又將消息告知友人 Mazzone，由 Mazzone 進行交易並分享其部分利益</p>

<sup>115</sup> 463 U.S.644 ; see also CLARK , CORPORATR LAW 325 ( 1986ed. ) .

	<p>所得 4000 美元。此外，Mazzone 獲悉消息後，又立刻將該消息洩露於其親友，表示此消息乃源自於 IBM 內部員工之可靠消息，其後，內部訊息透過一層接一層地洩露而逐漸擴散。</p>
<p>法院見解</p>	<p>本案法院係從證券交易法第 14 條(e)項及 Rule 14e-3(a) 專門針對公開收購時之內線交易規定著手，因而並未探討洩露訊息者是否違反義務一點。法院在認定間接消息受領人之主觀知悉要件一點上，採用了情況證據 (circumstantial evidence) 之間接證明方法。認為由於間接消息受領人責任成立之前提必須先證明其知悉或有理由知悉 (knew or had reason to know) 其所獲得之機密消息係來自於與 IBM 內部有關之人，而本案雖並無任何直接證據證明消息受領人確實知悉或有理由知悉該消息係來自於與 IBM 有關之人，惟從相關事實卻顯然可得出此一結論。換言之，若透過相關事實已足以推定間接受領人相信該消息確屬源自於公司內部之可靠消息，即可認定行為人之主觀可歸責性，此時即無理由切斷從公司內部人派生而來之衍生義務連繫。因此，責任基礎不在於間接受領人與最初內部人具有何等關連，而在於只要間接受領人知悉或有理由知悉其所獲得之訊息具有內部訊息之性質時，其利用該訊息進行交易即應負內線交易責任。</p>

## 第二款 小結

美國聯邦最高法院早先拒絕在內線交易案件中採取資訊平等理論作為內線交易歸責理論基礎，而以普通法上公司內部人對公司之忠實義務關係為據，堅持認為詐欺成立之首要前提乃當事人間信賴關係之具備，如不具備此類信賴基礎，行為人事前未揭露內部訊息之內線交易行為即無從構成 Rule 10b-5 之詐欺。

消息傳遞責任理論亦延續此一基本前提，以內部人違反對公司及公司股東所負之忠實義務為由，並輔以內部人追求個人私利之要件為判斷基準，將內部人之忠實義務延展至消息受領人身上。

當消息受領人之責任發展到私取理論時，最高法院更進一步認為消息受領人之責任不須建立在內部人違反義務而洩漏訊息之上。縱然作為消息來源之內部人或其他擁有內部訊息之外部人乃基於合法理由傳遞訊息予行為人，只要傳遞訊息者對於消息受領人將保守訊息機密一事具有合理期待，後者卻違反此項合理期待時，則消息受領人仍應負內線交易之責任。換言之，此時行為人之內線交易責任已非由內部人之忠實義務衍生而來。而最高法院一方面欲擴張管制範圍，一方面又堅持信賴關係理論所確立之原則，為了要尋找構成揭露義務之基礎關係，法院不得不轉而將信賴關係建構在消息來源以及行為人之間。這種牽強刻意之作法，實乃為了延續信賴關係理論之一貫性，實際上使判決理由形成前後一致之表象，卻導致更多不合理之矛盾以及規範上之漏洞。

事實上，即使最高法院堅持於內線交易案件維持信賴關係理論基礎，試圖使各個理論間相互協調一致。惟從消息傳遞責任理論、臨時內部人概念，一直到私取理論之發展軌上已偏離信賴關係理論之原始概念，而逐漸走向最初最高法院所拒絕採納之資訊平等理論，顯現出美國法院及監管機關對於內線交易違法行為益發嚴格之管制態度。

## 第二項 歐盟



## 第一款 歐盟法之規定

歐洲統一之證券市場內線交易規範並無悠久之歷史，而是近二十年來逐漸發展而成之法律體系。1980 年代歐洲市場所爆發之一連串內線交易醜聞震驚了全體歐洲市場<sup>116</sup>，因而促使歐洲共同體迫切地希冀建立一個公平、透明、有效的市場，並協調各會員國間之法律制度，一方面可減少法律適用上之衝突矛盾；二方面更可降低資本相互流動所耗費之成本<sup>117</sup>。由於要達到禁止內線交易之目標，最根本之方式在於提高市場透明度，以加強投資人對證券市場之信心，並確保證券市場之穩健運行。是以，1988 年《公司大股東交易揭露指令》<sup>118</sup>應運而生，其內容為透過強制公司大股東交易之申報與持股公開，有效提高證券市場之透明度。隔年，專門針對證券市場上內線交易行為作出禁止規定的《內線交易協調指令》（89/592/EEC）<sup>119</sup>終於發佈，為各會員國在制定或修正相關內線交易規定時，提供了框架性原則及統一最低規範標準，並要求會員國於 1992 年 6 月前制定相關之國內立法規定並予以執行。因此，《內線交易協調指令》之發佈，促使歐洲國家加快了制定禁止內線交易規範之腳步，不論各會員國是否已具備內線交易之規範，均應依指令之標準制定或修正相關法律。

---

<sup>116</sup> 1989 年法國發生了與公司併購有關之內線交易案件，1993 年德國發生了工會領袖參與內線交易之案件，1995 年英國亦發生了震驚全世界金融市場之 Canadon 案。See Allan Horwich, Possession Versus Use: Is there a Causation Element in the Prohibition on Insider Trading?, 8 The Business Lawyer, p65, 1997.

<sup>117</sup> 鄧依仁，前引註 32，頁 99-103。

<sup>118</sup> Council Directive 88/627/EEC of 12 Dec. 1988 on the information to be published when a major holding in a listed company is acquired or disposed, 1988 OJ L 348, p62.

<sup>119</sup> Council Directive 89/592/EEC of 13 Nov. 1989 coordinating regulation on insider trading.

由於近年來金融市場日新月異之快速變動，多樣複雜的內線交易行為以及市場操縱行為相應而生，更為嚴重地打擊投資人之信心及市場之公平交易秩序。2001 年《專家委員會歐洲證券市場管制最終報告》中指出：目前歐洲市場大小仍僅達到美國市場之一半，其主要因素在於缺乏統一明確之法規，以及各國之間法律制度、外部貿易 政治文化及關稅之障礙。若市場秩序之維持仍然依賴 1989 年《內線交易協調指令》之規範內容，因其原先規範之缺陷與不足，加上該指令對市場操縱行為並無著墨，將無法配合市場變遷之需要。此外又因禁止內線交易與禁止市場操縱行為具有相同之立法目的，因此迫切需要制定單一之指令，以補充修正原 89/592/EEC 號指令，避免立法之漏洞。基於避免遭到不當利用，並侵蝕大眾信心，進而損害市場穩定運作此一目的，歐盟理事會（the Council of the European Union）於 2001 年 3 月斯德哥爾摩會議決議通過了《專家委員會歐洲證券市場管制最終報告》，以及該報告所提出之四階段立法模式，希望透過新的立法模式，促使歐洲證券立法更為有效透明。

第一階段：正式之立法程序。由歐洲委員會踐行完整之諮詢程序後，整合各會員國之利益及意見，將相關指令草案送交歐盟理事會及歐洲議會。後者將以歐洲共同體條約為基礎，並依據相關之合作磋商程序，就指令草案之框架性原則與實施權限之界定達成協議，頒佈正式之指令。

第二階段：制定前階段所發佈指令之具體施行細則。歐洲委員會之授權下，制定落實指應在 1999 年 6 月 28 日 1999/468/EC 號決議。其具體步驟為，首先由歐洲委員會與歐洲證券令所需之施行細則委員會（ESC：the European Securities Committee）針對相關細節進行討論，並向歐洲證券管理委員會（CESR：the Committee of

European Securities Regulators ) 尋求技術性建議。CESR 在與市場參與者、消費者討論過後，向歐洲委員會提出建議，而歐洲委員會經審查該建議後，向 ESC 提出該議案，ESC 應於三個月內對該議案進行表決，歐洲委員會則依表決結果頒佈施行細則。目前，歐洲委員會已頒佈四項與內線交易相關之施行細則，即《內線消息定義與公開揭露及市場操縱定義指令》、《投資建議公平提供及利益衝突揭露指令》、《實施 2003/6/EC 號指令之買回計畫及安定操作豁免規則》，以及《實施 2003/6/EC 號指令之衍生性金融商品相關內線消息定義、市場慣例、內部人名單擬定、經理人交易通知、可疑交易通知指令》。

第三階段：各會員國之國內法制定。本階段要求各會員國透過協調合作，將指令以及施行細則之內容轉化為國內法，以確保指令之宗旨於各會員國之統一適用。主要由 CESR 制定相關解釋建議、就非屬指令涵蓋之範圍發佈統一之指導方針及標準，以及審查各會員國之指令落實狀況。

第四階段：檢驗各會員國指令遵守情況。在此階段，歐洲委員會 ( the European Committee ) 將以建議之方式，向會員國指出在其監督管理範圍內具體違反指令之措施，以及違反之原因，並限期糾正。若會員國未於期限內糾正該違反指令之措施，歐洲委員會將向歐洲法院起訴，請求強制該會員國實施符合指令之行為。

透過上述四階段立法程序所頒訂之 2003 年《內線交易及市場操縱之指令》( 2003/6/EC )，取代了 1989 年《內線交易協調指令》( 89/592/EEC )，成為目前歐盟管制其會員國證券市場內線交易行為所頒訂之唯一立法標準。新的指令除了秉承《內線交易協調指令》

之規範基礎原則外，更擴大了內線交易之管制範圍，並首次將市場操縱，為歐盟全行為納入規範，以及增訂內線交易之事前預防揭露機制體各會員國在制定相關管制規範上提供統一之標準，並確立歐盟禁止內線交易與市場操縱行為之明確態度。以下僅就該二指令之內線交易規範內容作一簡介。

## 第一目 內線交易協調指令<sup>120</sup>

### 壹、內部資訊：

一、第一條 ( Article 1 ) 「內部資訊」之定義：「未公開、具有明確性 ( precise nature )，且關於一個或數個可移轉證券 ( transferable securities ) 之發行人，或一種或數種可移轉證券之資訊，若公開該資訊，可能對該可移轉證券之價格或該可移轉證券有重大影響 ( significant effect ) 。

二、依上述定義，「內部資訊」有三個要件：

- (一) 具有明確性，且關於一個或個可移轉證券之發行人，或一種或數種可移轉證券之資訊。
- (二) 未公開。
- (三) 若公開可能對該可移轉證券價格或該可移轉證券有重大影響

### 貳、內部人：

一、第二條第一項 [ Article 2 ( 1 ) ] 直接內部人 ( Primary Insider )：(一) 發行公司行政 ( administrative )、經理 ( management ) 或監督 ( supervisory ) 機關之成員。(二) 發行公司股份之持有者 ( 並未特

---

<sup>120</sup> 其原文內容參見

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31989L0592:EN:HTML>。( 2007 年 12 月 5 日 )

定持有股份之多寡 ) (三) 因職務 ( employment ) 專業 ( profession ) 或責任 ( duties ) 之執行而獲悉內部資訊。

二、第四條 ( Article 4 ) 間接內部人 ( Secondary Insider ) 或資訊受領者 ( Tippees ) 之定義 : 對事實有完全之認知 ( with full knowledge of the facts ) 而持有內部資訊之人 , 該資訊之直接或間接來源乃 Article 2 所規定之人。

參、禁止行為 :

一、第二條第一、三項及第三條 a、b 項 [ Article 2 ( 1 ) 2 ( 3 ) 以及 Article 3 ( a ) 3 ( b ) ] 於「直接內部人」之情形 : (一) 交易 : 會員國應禁止「直接內部人」在對事實有完全之認知情形下 , 以自己或第三人名義 , 買進或賣出該發行公司或相關發行公司 ( issuers to which that information relates ) 之可移轉證券 , 而直接或間接利用內部資訊獲得利益。該禁止規定適用於任何經由專業媒介 ( professional intermediary ) 之相關可移轉證券之買賣。 (二) 揭露 ( disclosing ) 及推薦 ( recommending ) : 會員國應禁止持有「內部資訊」之「直接內部人」將該資訊揭露予第三人 , 惟於執行其職務、專業或責任之正常程序 ( in the normal course ) 中揭露者 , 不在此限 ; 會員國亦應禁止「直接內部人」傳達「內部資訊」, 或基於該資訊推薦或介紹第三人買進或賣 ( procuring ) 出得於證券市場中交易之可移轉證券。

二、第四、六條 ( Article 4、6 ) 間接內部人 : 會員國應禁止基於「內部資訊」而為交易 ; 是否禁止為上述「揭露」或「推薦」行為 , 則由會員國自由裁量。

肆、豁免規定 :

一、第二條第三項 [ Article 2 ( 3 ) ] 私人場外交易 ( private , off-market transaction ) : 會員國得選擇對於未涉及專業媒介、於 Article 1 ( 2 ) 所

定義之市場以外所從事之可移轉證券之買進或賣出 行為，不適用「內線交易基本準則」之禁止規定。

二、第二條第四項〔Article 2 (4)〕政府為政策目的所從事之交易：「內線交易基本準則」不適用於中央政府 (sovereign State) 或其中央銀行 (central bank) 任何政府或其代表人所設計有相同效用之機關，為落實貨幣 (monetary) 匯率 (exchange-rate) 或公債管理 (public debt-management) 之政策所從事之交易；會員國得選擇將該義務免除事由之範圍擴張至其邦政府 (federated States) 或類似之地方政權 (local authorities) 關於公債管理之情形。

三、各會員國得自行規定特殊抗辯 (specific defences) 之情形。

伍、揭露：

一、Schedule C.5 (a) of the Annex to Directive 所規定之揭露義務〔SCD, Article 68 (1)〕：股票准許於證券交易所登記之公司應儘速將尚未為公眾所認知，基於對該公司之資產及責任 (assets and liabilities) 或財務狀況 (financial position) 或業務之整體流程 (the general course of its business) 之作用，而對其股票價格有實質影響之活動範圍內之重大新發展，通知公眾。

二、第七條 (Article 7) 內線交易協調指令所規定之揭露義務：將上述揭露義務之範圍擴大至「所有之公司或其他企業」(companies and undertakings) (不限於公司)，其所發行之「任何性質可移轉證券」(不限於股票) 准許於 Article 1 (2) 所定義之市場中交易之情形。

陸、適用範圍：

一、第五條 (Article 5) 「協調原則」(co-ordinated rules)：「內線交易基本準則」具有廣泛之適用範圍，產生會員國間規制之網路效應 (net effect) 而能有效控制跨國 (歐盟會員國) 之「內線交易」，避免不

同會員國間有司法適用之鴻溝。

二、第十條 ( Article 10 ) 上述原則適用之結果：證券交易市場位置或運作所在之會員國對其他會員國所從事之「內線交易」行為，亦有管轄權 ( jurisdiction )。

柒、第十三條 ( Article 13 ) 執行及制裁：各會員國得自行決定違反「內線交易協調指令」行為之制裁模式，不論是民事或刑事制裁、罰金或自由刑、私法之訴權皆可。惟該制裁應足以提昇對「內線交易」規制之服從度。

## 第二目 內線交易及市場操縱指令<sup>121</sup>

一、第二條第二項 [ Article 2 ( 2 ) ] 針對直接內部人之範圍：( 一 ) 除了維持原指令所定之三種直接內部人類型外，更新增了另一類型之直接內部人：利用犯罪活動而取得內線消息之人。Article 2 ( 1 ) ( 二 ) 當直接內部人為公司或其他形式之法人時，內線交易之禁止規定應適用於為該法人之利益而參與交易決定之自然人。

二、第四條 ( Article 4 ) 間接內部人之規定上，基本上沿襲了《內線交易協調指令》之標準，而稍作修正，其規定：會員國應保證本指令第 2 條、第 3 條規定亦適用於明知 ( knows ) 或可得而知 ( ought to have known ) 該消息屬於內線消息而仍然佔有之任何人，而不限於上述條款所指之人。

---

<sup>121</sup> 其原文內容參見

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32003L0006:EN:HTML>。( 2007 年 12 月 5 日 )

三、在直接內部人之主觀要件上，《內線交易協調指令》要求直接內部人必須對於內部訊息之事實具有全面認識（with full knowledge of the facts），亦即知悉其所取得之消息屬於未公開之重大消息，並具有利用該消息進行內線交易之主觀故意。《內線交易及市場操縱指令》將此一主觀要件刪除，認為基於直接內部人日常接近內線消息之特質，肯定會「意識到」（was aware of）自身擁有，因而只要客觀上符合內線交易之內線消息以及該消息之機密性質構成要件即可，而不需證明行為人具有主觀上之故意。

四、第四條（Article 4）要求會員國不僅應禁止直接內部人向第三人洩露內線消息或基於內線消息建議、勸誘第三人取得或處分相關金融商品，更應禁止間接內部人從事本條規範之行為，以適當地填補規範上之漏洞，使歐盟指令之規定更為完善。

五、第八條（Article 8）在豁免規定方面增列：內線交易之禁止規範不適用於對自己發行之股票所進行之買回計畫（buy-back），或對某一金融商品所進行之安定操作。

六、第 6 條（Article 6）在揭露方面規定：基於行使受僱、專業或職務之正當理由，向任何第三人有意圖之揭露應「同時」（simultaneously）將該消息完全有效地公開；其無意圖之揭露則應「迅速」（promptly）將該消息公開，以確保與發行人有關之內線消息得以迅速公平地向投資大眾揭露。因此在正常履行工作、職務之過程中，向任何第三人洩露內線消息之行為雖不違反新指令第 3 條之禁止規定，但仍需依第 6 條之規定公平及時地向投資大眾公開該消息。



## 第二款 小結

從上述可知歐洲內線交易之規範係構建於 1989 年《內線交易協調指令》以及 2003 年《內線交易及市場操縱指令》之上，前指令主要規定了內線消息之定義、內部人之範圍、禁止之行為態樣、各國主管機關之職權與合作以及抽象之責任制定標準；後指令為了補充及完善前指令，在原先規範之基礎下，就某些要件作了修正，並新增了內線交易事前預防措施、豁免條款（the safe harbor provisions）揭露義務，更提供了具體之責任制定標準。

在內線交易行為人之範圍方面，認為凡是取得內線消息，不論是間接經過第幾手獲得內線消息之人，只要明知或可得而知該消息具有未公開之重要機密性質，均為內線交易之管制對象，並應負戒絕交易之義務。在指令之定義下，可看出其基於市場理論立論基礎之管制方向，著眼於如何保障投資大眾全體資訊取得之平等地位，而不以行為人與股東之間具有忠實義務關係或其他相類似之信賴關係為前提，因此限制範圍較美國內線交易規範更加廣泛。

在交易客體部分，不僅涵蓋一般獲准於任一會員國內受管制市場上交易之金融商品，更擴張及於整體價值決定於金融商品之衍生性金融商品、選擇權及其他契約協定，以填補規範上之漏洞。

指令除了禁止利用內線消息從事內線交易行為外，更將基於內線消息之洩露、建議或推薦第三人之行為明訂為禁止態樣之一，試圖以事前禁止洩露之規範方式降低非公平正當管道之資訊傳播，達到有效防範內線交易之作用。同時配合事後強制公開揭露之規範，要求所有基於正當業務理由之洩露亦需公開。

## 第三項 日本

### 第一款 日本法之規定

日本證券交易法於 1992 年重新制定。其中第一百六十六條係對一般的行為規定，茲摘錄其條文內容如下<sup>122</sup>：『下列各款所揭櫫之人（於本條下稱公司關係人），基於該各款所規定之情形而知悉關於上市公司等之業務等之重要事實（於該上市公司等之子公司之公司關係人《該當該上市公司等之公司關係人除外》之情形，關於該子公司之業務等之重要事實，以次項第五款至第八款所規定者為限，以下同。）者，非關於該業務等之重要事實被公布後，不得買賣該上市公司等之特定有價證券等或為其他有償之讓與或受讓或為有價證券指數等之期貨交易、有價證券選擇權交易、外國市場證券期貨交易或有價證券店頭衍生交易（於本條下稱買賣等），基於下列各款所規定之情形而知悉關於該上市公司等之業務等之重要事實之公司關係人，於不具該各款所揭櫫公司關係人之身分後一年內，仍受本條之規範：

- 一、該上市公司等（包括該上市公司等之母公司及子公司，於本項以下同。）之職員、代理人、使用人或其他從業者（於本條及次條下稱職員等）：知悉關於其職務之事項時。
  
- 二、該上市公司等之有依商法第 293 條之 6 第一項所規定權利之股東或內閣府令所規定於優先出資法規定之普通出資者中有類似

---

<sup>122</sup> 本文作者限於語言能力不足，就條文翻譯請參閱詹德恩，從刑事政策觀點探討內線交易之罪責，證券月刊，第 5 卷 2 期，頁 14-17，2006 年 7 月。

前述權利者、有依商法第 293 條之 8 第一項所規定權利之股東或有依有限公司法（昭和十三年法律第七十四號）第 44 條之 3 所規定權利之社員（於上開股東、普通出資者或社員為法人《包括設有代表人或管理人之非法人團體，於本條及次條以下同。》時，則包括其職員等；於上開股東、普通出資者或社員非為法人時，則包括其代理人或使用人。）：知悉關於該權限行使之事項時。

三、對該上市公司等有基於法令之權限者：知悉關於該權限行使之事項時。

四、與該上市公司締結契約者或為締結契約之交涉者（於其為法人時，則包括其職員等；於其非法人時，則包括其代理人或使用人），且非該上市公司等之職員等：知悉關於該契約之締結或交涉或履行之事項時。

五、於第 2 款或前款所揭櫫之人為法人時，其職員等（以其為職員等之該法人之其他職員等，則以其係基於第 2 款或前款所規定之情形而知悉關於該上市公司等之業務等之重要事項為限。）：知悉關於其職務之事項時。

前項所規定關於業務等之重要事實，乃下列所揭櫫之事實（為第 1 款、第 2 款、第 5 款以及第 6 款所揭櫫之事實，且對投資人之投資判斷影響輕微而該當內閣府令所規定之基準者除外）：

一、該上市公司等業務執行之決定機關所作成從事下列所揭櫫事項之決定，或該機關作成不從事該決定事項（以已公布者為限）之決定者：股份（包括優先出資法所規定之優先出資）新股預

約權或附新股預約權公司債之發行、資本之減少、資本準備金或利益準備金之減少。依商法第 210 條或第 211 條之 3 之規定或與該二條相當之外國法令之規定（該上市公司為外國公司之情形為限。於本條以下同。）取得自己之股份、依商法第 211 條之規定或與該條相當之外國法令之規定處分自己之股份、股份之分割、利益或剩餘財產之分配或商法第 293 條之 5 所規定營業年度中金錢之分配（以該一股或一份之金額或方法異於當期之利益或剩餘財產之分配或金錢之分配為限）股份交換、股份移轉、合併、公司之分割、營業或事業之全部或一部之讓與或受讓、解散（基於合併之解散除外）新產品或新技術之企業化，以及業務上之合作或其他政令所規定準用至所揭糶事項之事項。

- 二、該上市公司等生發下列所揭糶之事實時：因災害所生之損害或於業務執行之過程中所生之損害、主要股東之異動、特定有價證券或特定有價證券之選擇權廢止上市或撤銷登錄之原因事實。政令所規定準用至所揭糶事實之事實。
- 三、就該上市公司等之營業利潤、經常利益或純利益（於本條下稱營業利潤等）或第 1 款所規定之分配或該上市公司等所屬企業集團之營業利潤等而言，與已公布之當期預估值（若無該預估值，則為已公布前一事業年度之實際值）相較，該上市公司等所新算出之預估值或該事業年度之決算產生差異者。
- 四、除前三款所揭糶之事實以外，為關於該上市公司等營運、業務或財產之重要事實，且對投資人之投資判斷有顯著影響者。

- 五、該上市公司等之子公司之業務執行決定機關就該子公司，作成從事下列所揭槩事項之決定，或該機關作成不從事該決定事項（以已公布者為限）之決定者：股份交換、股份移轉、合併、公司之分割、營業或事業之全部或部分之讓與或受讓、解散（基於合併之解散除外）、新產品或新技術之企業化、業務上之合作或其他政令所規定準用至所揭槩事項之事項。
- 六、該上市公司等之子公司發生因災害所生之損害或於業務執行之過程中所生之損害事實時。
- 七、就該上市公司等之子公司之營業利潤等而言，與已公布之當期預估值（若無該預估值，則為已公布前一事業年度之實際值）相較，該子公司所新算出之預估值或該事業年度決算產生差異者。
- 八、除前三款所揭槩之事實以外，為關於該上市公司等之子公司營運、業務或財產之重要事實，且對投資人之投資判斷有顯著影響者。

從公司關係人（包括第一項後段所規定者，於本項以下同）收受關於基於第一項各款所規定之情形所知悉之同項所規定之業務等之重要事實之傳達者（為同項各款所揭槩之人，且基於該各款所規定之情形知悉該業務等之重要事實者除外）或職務上該收受傳達者所屬法人之其他職員，於其職務知悉關於該等之重要事實者，非關於該業務等之重要事實被公布後，不得買賣該等上市公司之特定有價證券等。

第 1 項、第 2 項第 1 款、第 3 款、第 5 款以及第 7 款以及前項之公布係指就關於第 1 項所規定上市公司等之業務等之重要事實、上市公司等之業務執行決定機關之決定、上市公司等之營業利潤等或第 2 項第 1 款所規定之分配、上市公司等所屬企業集團之營業利潤等、上市公司等之子公司之業務執行決定機關之決定或上市公司等之子公司之營業利潤等而言，該上市公司等或該上市公司等之子公司（就子公司而言，以關於第 1 項所規定該子公司之業務等之重要事實、該子公司之業務執行決定機關之決定或該子公司之營業利潤等為限）採取政令所規定使多數人得以知悉之措施者，或其所提出之文書中已記載上開事項，且該文書依同項之規定供公眾閱覽者。

於第 1 項以及次條『母公司』係指，政令所規定支配其他公司（包括優先出資法第 2 條第 1 項所規定之協同組織金融機關）之公司；本條『子公司』係指，於其他公司依第 5 條第 1 項之規定所提出之申報書、依第 24 條第 1 項之規定所提出之有價證券報告書或依第 24 條之 5 第 1 項之規定所提出之半期報告書，且依第 25 條第 1 項之規定供公眾閱覽之當期內容中，被記載為隸屬其他公司所屬企業集團之公司。

第一項以及第三項之規定於下列情形不適用之：

- 一、有新股認購權（包括優先出資法所規定之優先出資認購權。於本款以下同）者行使該新股認購權而取得股票（包括優先出資證券）之情形。
- 二、有新股預約權者行使該新股預約權而取得股票之情形。  
（二之二）取得特定有價證券等之選擇權者行使該選擇權而買賣

特定有價證券等之情形。

三、依商法第 245 條之 2 第 1 項、第 245 條之 5 第 3 項、第 349 條第 1 項、第 355 條第 1 項（包括於同法第 371 條第 2 項準用之情形）第 358 條第 5 項、第 374 條之 3 第 1 項（包括於同法第 374 條之 31 第 3 項準用之情形）第 374 條之 23 第 5 項、第 408 條之 3 第 1 項或第 413 條之 3 第 5 項，或有限公司法第 64 條之 2 第 1 項之規定，基於購買股份之請求或法令上之義務而買賣等之情形。

四、為對抗該上市公司等之股票等（乃指第 27 條之 2 第 1 項所規定之股票等）依同項所規定之公開收購（以有同項本文規定之適用情形為限）或政令所規定比照公開收購之行為，基於該上市公司等之董事會所決定之要約，而為該上市公司等之特定有價證券等或買賣特定有價證券之選擇權（以基於該選擇權之行使，於該選擇權之相關特定有價證券等之買賣中該行使者取得買方之地位者為限）之收購（於選擇權之情形，乃指取得，於次款亦同）或其他有償受讓之情形。

五、依第 159 條第 3 項（包括於同條第 4 項準用之情形）政令所規定之買賣等之情形。

六、公司債券（附新股預約權公司債除外）或其他政令所規定有價證券之買賣等之情形（內閣府令規定之情形除外）。

七、於該當第 1 項或第 3 項規定者中間，並未於交易所有價證券市場或店頭買賣有價證券市場買賣等之情形（於為該買賣等之雙

方，就該買賣等之特定有價證券等，知悉其違反第一項或第三項之規定而進行買賣等之情形除外）。

八、於知悉上市公司等關於第 1 項所規定之業務等之重要事實前所締結關於該上市公司等之特定有價證券等之買賣等之契約之履行，或於知悉上市公司等關於同項所規定之業務等之重要事實前所決定該上市公司等之特定有價證券等之買賣等之計畫之實行，而買賣等之情形，或其他顯然係基於準用上開情形之特別情事而買賣等之情形（以內閣府令所規定之情形為限）。』

日本在 2006 年時，為因應金融資本市場的外在環境變遷，藉由制定以投資人保護為目的之整合性立法，達成落實交易市場利用者保護之規範及提升利用者之便利，確保「轉儲蓄為投資趨」向之市場機能及適應金融資本市場之國際化趨勢，將證券取引法改名為「金融商品取引法」<sup>123</sup>，原來規範內線交易的條文，也移到金融商品取引法第一百六十六條<sup>124</sup>，惟條文內容並未作太大修改，最主要變革是以往所稱之「證券」，皆以「金融商品」取代。

## 第二款 小結

金融商品取引法第一百六十六條第一項係規定內線交易行為人之範圍；第二項則詳細列舉對投資人決定有重大影響之與發行公司業務等有關之重大消息；第三項規定消息受領人非於該消息公開後，不得買賣該發行公司之上市股票；第四項明定公開之定義；第

---

<sup>123</sup> 修正理由請參閱 <http://www.shimizu-s.org/~topics/page002.html> (2008 年 1 月 8 日)。

<sup>124</sup> 條文原文請參閱 <http://law.e-gov.go.jp/htmldata/S23/S23H0025.html> (2008 年 1 月 8 日)。



五項規定母、子公司之定義；第六項則列舉八款豁免規定。從其內容可看出其規定之詳盡，恰與美國之證券交易法成強烈對比，其立法方式接近我國證券交易法第一五七條之一，惟詳盡許多，對於行為主體之類型、重要事項之類型、公開之定義以及關係企業之適用皆有詳細之規範，就立法密度而言，日本關於「內線交易」之規制可謂獨步全球。

#### 第四項 與我國法之比較

本文就美國、歐盟、日本等國對內線交易之規範，以表格之方式呈現其異同，如下：

	我國法	美國法	歐盟指令	日本法
行為主體	<p>一、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。</p> <p>二、持有該公司之股份超過百分之十之股東。</p>	<p>一、真正內部人：如實質之董事、高級職員或控制股東。</p> <p>二、擬制內部人：如參與收購案之律師。</p> <p>三、資訊受領者：從「真正內部人」及「擬制內</p>	<p>一、直接內部人：(一) 發行公司行政、經理或監督機關之成員。</p> <p>(二) 發行公司股份之持有者（並未特定持有股份之多寡）。</p> <p>(三) 因職</p>	<p>一、該上市公司、母公司以及子公司之職員、代理人、使用人或其他從業者。</p> <p>二、擁有「帳簿查閱權」或類似「帳簿查閱權」之股東、普通出資者或</p>

	<p>三、基於職業或控制關係獲悉消息之人。四、喪失前三款身分後，未滿六個月者。五、從前四款所列之人獲悉消息之人。</p>	<p>部人」受領未公開資訊之人。</p>	<p>務、專業或責任之執行而獲悉內部資訊。(四)利用犯罪活動而取得內線消息之人。 二、間接內部人或資訊受領者之定義：明知或可得而知該消息屬於內線消息而仍然佔有之任何人，而不限於上述條款所指之人。</p>	<p>社員，於其為法人或非法人團體時，包括其職員等；於其非為法人時，則包括其代理人或使用人。 三、對該上市公司等有基於法令之權限者。 四、與該上市公司締結契約者或為締結之交易者，於其為法人或非法人團體時，包括其職員等；於其非為法人時，則包括其代理人或使用人。 五、資訊受</p>
--	--	----------------------	---	---

				<p>領者。</p> <p>六、基於一至五之情形而知悉重要事實之人，於不具一至五之身份後一年內。</p>
行為客體	<p>一、股票。</p> <p>二、其他具有股權性質之有價證券：如轉換公司債、附認股權公司債、認股權憑證、認購(售)權證、股款繳納憑證、新股認購權利證書、新股權利證書、債券換股權利證書等。</p>	<p>證券：範圍非常廣泛，不僅包括股票、選擇權或其他型態之有價證券。</p>	<p>一般獲准於任一會員國內受管制市場上交易之金融商品、整體價值決定於金融商品之衍生性金融商品、選擇權及其他契約協定。</p>	<p>一、特定有價證券：是指在證券交易所上市或店頭買賣之下列有價證券：(一)附擔保或無擔保的公司債券及表示股票或新股認購權的證券或證書；(二)外國法人所發行具有(一)所列舉性質之證券或證書。</p>

				<p>二、其他： 有價證券指數之期貨交易、有價證券選擇權交易、外國市場證券期貨交易或有價證券店頭衍生交易。</p>
禁止行為	<p>獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息，在該消息未公開或公開後 12 小時內，買賣該公司之股票或其他具有股權性質之有價證券。</p>	<p>一、真正內部人：違背「忠實義務」而為交易。 二、擬制內部人：違反「對消息來源之忠實義務」而為交易。 三、資訊受領者：於符合「資訊傳達者違反忠實義務」以及「資訊受</p>	<p>一、禁止直接及間接內部人基於內線消息從事相關金融商品之交易行為。 二、禁止直接及間接內部人向任何人洩露內線消息。 三、禁止直接及間接內部人基於內線消息，建議或勸誘任</p>	<p>於重要事實公開前，且無除外情形時，對上開行為客體為買賣或其他有償之讓與或受讓等行為。</p>

		領者明知或可得而知資訊傳達者違反忠實義務」兩項要件之情形下而為交易。	何人取得或處分相關金融商品。	
重大消息	<p>一、涉及公司之財務、業務之重大消息。</p> <p>二、涉及該證券之市場供求之重大消息。</p>	<p>兩項測試基準：一、合理的股東在決定如何投票有相當可能性會認為重要者，該被遺漏之事實，即屬重要二、可能性／影響程度。</p>	<p>「內部資訊」有三個要件：</p> <p>一、具有明確性，且關於一個或個可移轉證券之發行人，或一種或數種可移轉證券之資訊。</p> <p>二、未公開。</p> <p>三、若公開可能對該可移轉證券價格或該可移轉證券有重大影響。</p>	<p>一、上市公司之決定事項。</p> <p>二、上市公司之發生事項。</p> <p>三、上市公司之決算資訊。</p> <p>四、上市公司之其他重要事實。</p> <p>五、上市公司之子公司之決定事項。</p> <p>六、上市公司之子公司之發生事項。</p>

				<p>七、上市公司之子公司之決算資訊。</p> <p>八、上市公司之子公司之其他重要事實。</p> <p>九、「重要事實」之判斷基準為「相當之確定度」，亦即「促使一般投資人進行交易之程度」。</p>
公開（揭露）	<p>公司的財務、業務消息：必須由公司輸入證交所的公開資訊觀測站才公開。金管會之說明為，公開資訊觀測站「業已行之有年，投資人</p>	<p>一、透過下列管道發布消息者，視為公開：</p> <p>（1）道瓊資訊系統；</p> <p>（2）路透社經濟資訊網路；</p> <p>（3）合眾國</p>	<p>基於行使受僱、專業或職務之正當理由，向任何第三人有意圖之揭露應「同時」將該消息完全有效地公開；其無意圖之揭露則應「迅速」</p>	<p>一、將上述重要事實記載於證券取引法第二十五條第一項所規定之文書，且供公眾閱覽。</p> <p>二、採取使多數人得以知悉</p>

	<p>已習於該平台查詢公司之重大消息」,因而作此規定。證券之市場供求消息：除輸入公開資訊觀測站外，如經證交所或櫃買中心「基本市況報導」網站上公告，或兩家以上全國性日報「非地方性版面」報導，或全國性電視新聞，或這些報紙、電視所發行的電子報的報導，也算公開。</p>	<p>際社；  (4) 美聯社；  (5) 一種以上在紐約市普遍發售之報紙；  (6) 如果該公司之營業及股東之分布有地區性，應加上當地主要新聞媒體。  二、內部人必須於消息於即時系統報告後十五分鐘、次日見報或全國性媒體公告後二十四小時，始得進行交易行為。</p>	<p>將該消息公開，以確保與發行人有關之內線消息得以迅速公平地向投資大眾揭露。因此在正常履行工作、職務之過程中，向任何第三人洩露內線消息之行為雖不違反新指令第 3 條之禁止規定，但仍需依第 6 條之規定公平及時地向投資大眾公開該消息。</p>	<p>之措施。施行令第三十條規定，應於下列二個以上之報導機關公開重要事實，且於公開後應經過十二小時，始得進行交易：  (一) 販賣綜合報導國內時事之日報之新聞社，以及對該新聞社綜合傳達時事之通信社。(二) 販賣全盤報導國內產業及經濟事項之日報之新聞社。(三) 日本廣播協會及一般廣播事業。  三、公開之內容應使一般投資人得居於與公司關係人對</p>
--	---	--	---	--

				等之立場，而為投資判斷。
--	--	--	--	--------------

在行為主體方面，我國證券交易法第 157 條之 1 第 1 項前 4 款係以列舉之方式規定內線交易之行為主體範圍，在種類上囊括美國信賴關係理論之傳統內部人、臨時內部人理論之推定內部人以及市場內部人。第 5 款消息受領人之規定係仿照美國內線交易訊息傳遞責任理論之規範方式，並以概括之方式規定內線交易之行為主體範圍。惟本款提供訊息者並不以與公司或股東之間具有忠實義務關係為前提，消息受領人之責任亦不以衍生於提供訊息者義務之違反為必要，故訊息傳遞責任理論之要件在我國法下不能一體適用。因而，在消息受領人之種類上應該囊括美國訊息傳遞責任理論下之消息受領人、私取理論下之私取訊息者，更包括間接消息受領人以及偶然獲悉消息之人。此種注重行為人主觀明知或可得而知要件之規範解釋方式，與美國內線交易行為主體範圍雖有部分雷同，惟在範圍上卻更類似於採行市場理論之歐盟指令中所規定「間接內部人」之定義。我國實務見解亦採取相同之看法，而認為我國內線交易禁止規範之立法精神係採取「平等取得資訊理論」，意即在資訊公開原則下，所有市場參與者應享有取得相同資訊之平等機會，任何人先行利用，將違反公平原則，而構成形同詐賭之行為<sup>125</sup>。

在重大消息部分，日本係以列舉式的立法，詳盡的將各種消息逐一規定；美國及歐盟則僅做原則性的規範，實際之操作則委由法院依個案而為認定；在我國則是在列舉事項之外，再加上一概括規

<sup>125</sup> 最高法院 91 年度台上字第 3037 號刑事判決。



定，以免掛一漏萬，因而在實務上認定是否屬於重大消息之情形，仍存有許多問題尚待解決。

## 第四章 重大消息之具體認定

### 第一節 問題之提出

公司內部人等，於獲悉發行公司有重大影響其股票價格之消息，在該消息未公開前，即不得買賣該公司股票，換言之，違法之內線交易，係以未公開之重大影響股票價格之消息，即內線消息之存在為基礎。惟就證券交易法之規範內容而言，何謂重大訊息？重大訊息之公開時點如何區隔？均為不確定之問題；換句話說，內線交易中何謂「重大影響股票價格之消息」？又該重大影響股票價格之消息成立時點牽涉到「訊息公開前」，則「重大訊息何時為公開時點」？這些問題甚難具體界定，但對內線交易之成立與否而言，卻是相當關鍵的要素，值得詳細研究。

消息的重大性（materiality）的分析對內線交易有相當大的重要性，因為未公開的消息總是存在，而公開發行公司（issuer）或內部人要買賣股票又會引發揭露義務，當公司內部人想要從事股票交易，董事會必須先確認哪些事實是屬於重大性，而哪些又不是，並且要事前考量那些公開揭露的事實如果是屬於重大性的話，又會產生什麼樣的潛在影響。在經過這些考量後，如果認定是屬於重大性的事實，則必須先揭露，否則只能戒絕交易，不然就會違反內線交易的禁止規範，因此重大性與否，有著舉足輕重的地位<sup>126</sup>。

### 第二節 何謂重大消息

---

<sup>126</sup> See Joan MacLeod Heminway, Materiality Guidance In The Context Of Insider Trading: a Call For Action, 52 Am.U.L. Rev. 1131, 1157.

## 第一項 我國法之規定

對於何謂重大消息，首先，將我國之相關規定，包括法律規定、行政命令以及市場規則，列舉如下：

### 第一款 各種規定

#### 第一目 證券交易法及其他法律之規定

九十五年一月修正證交法第一百五十七條之一第四項規定：第一項所稱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，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；其範圍及公開方式等相關辦法，由主管機關定之。<sup>127</sup>

又，證交法第三十六條第二項第二款（第三十六條第二項係規範『臨時公開』）規定：公司於發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項時，應於事實發生之日起二日內公告並向主管機關申報。而所謂對股東權益或證券價格有重大影響之事項，係規定於證交法施行細則第七條。

除上開規定外，公司董事會依證交法第二十八條之二第一項之

---

<sup>127</sup> 本條之修正理由說明係「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成立時點涉及刑事處罰之法律構成要件如明定於本法，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。」

規定決議買回自己公司股份，係涉及該股票之市場供求，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，應屬證交法第一百五十七條之一第四項所指之重大消息<sup>128</sup>。

然所得稅利益是否為內線交易之「重大影響其股票價格之消息」？依所得稅法第三十九條規定：「以往年度營業之虧損，不得列入本年度計算。但公司組織之營利事業，會計帳冊簿據完備，虧損及申報扣除年度均使用第七十七條所稱藍色申報書或經會計師查核簽證，並如期申報者，得將經該管稽徵機關核定之前五年內各期虧損，自本年純益額中扣除後，再行核課。」可知「所得稅利益」係指因虧損扣抵而減少之當期應納所得稅或增加之當期應退所得稅額。因此等金額可列入盈餘，故對正當投資人之投資決定及股票價格之變動，自應有重要影響；從而該認列所得稅利益乙事，自屬證交法第一百五十七條之一第四項所定義之「重大消息」<sup>129</sup>。

## 第二目 行政規範之補充

壹、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<sup>130</sup>

本辦法係主管機關依證券交易法第一百五十七條之一第四項規定授權而訂定，主要即係為使重大消息之認定標準明確化，使法院及公司內部人有所依循。本辦法係依證券交易法授權而訂定，故在

<sup>128</sup> 參見劉連煜著，庫藏股、操縱股價與內線交易，實用月刊，頁 69，2002 年 12 月。

<sup>129</sup> 參見劉連煜著，重大消息與傳遞內線消息，實用月刊，頁 80，2003 年 1 月。

<sup>130</sup> 詳細規定請參閱附錄一。

未逾越母法授權範圍內，對法院在認定重大消息時具有相當的拘束力。

## 貳、證券交易法施行細則第七條

- (一) 存款不足之退票、拒絕往來或其他喪失債信情事者。
- (二) 因訴訟、非訟、行政處分、行政爭訟、保全程序或強制執行事件，對公司財務或業務有重大影響者。
- (三) 嚴重減產或全部或部分停工、公司廠房或主要設備出租、全部或主要部分資產質押，對公司營業有影響者。
- (四) 有公司法第一百八十五條第一項所定各款情事之一者。
- (五) 經法院依公司法第二百八十七條第一項第五款規定其股票為禁止轉讓之裁定者。
- (六) 董事長、總經理或三分之一以上董事發生變動者。
- (七) 變更簽證會計師者。但變更事由係會計師事務所內部調整者，不包括在內。
- (八) 重要備忘錄、策略聯盟或其他業務合作計畫或重要契約之簽訂、變更、終止或解除、改變業務計畫之重要內容、完成新產品開發、試驗之產品已開發成功且正式進入量產階段、收購他人企業、取得或出讓專利權、商標專用權、著作權或其他智慧財產權之交易，對公司財務或業務有重大影響者。
- (九) 其他足以影響公司繼續營運之重大情事者。

惟上述九款規定應屬例示規定，故凡涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求，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，均屬證交法第一百五十七條之一第四項規定所謂之重大消息，而不以證交法施行細則第七條所列者為

限，此點應特別注意。又公司財務困難，即將聲請重整之消息，可為證交法施行細則第七條第九款「其他足以影響公司繼續營運之重大情事者」所含蓋，亦屬重大消息殆無疑議。

### 第三目 市場規則

#### 壹、臺灣證券交易所股份有限公司對上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序<sup>131</sup>

臺灣證券交易所與財團法人中華民國證券櫃台買賣中心，對於上市公司與上櫃公司，分別頒佈「重大訊息之查證暨公開處理程式」。惟證交所與櫃買中心係分別為私法人與財團法人，其規範資本市場之法律地位，頗有爭議<sup>132</sup>。惟該等規則僅係補充前開內線交易法律依據之補充規定，而非內線交易之法律規範依據。質言之，因證交所係屬私法人，而櫃買中心則屬財團法人，發行公司於上市或上櫃前與該二機構訂立「有價證券上市契約」或「有價證券上櫃契約」，縱令發行公司違反上開處理程式，亦屬私權契約關係，並無違法。準此，不得逕以違反該等規則而認為有內線交易之行為；換言之，審酌是否有內線交易之行為，仍應依據前開內線交易之法律依據為判定。

#### 貳、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心對上櫃公司重大訊息之查

<sup>131</sup> 詳細規定請參閱附錄二。

<sup>132</sup> 陳峰富，前引註 36，223 頁。有關臺灣證券交易所屬於依公司法組織設立登記之股份有限公司，在證券市場採公司制而非會員制之我國，證交所之法律地位頗生爭議，至於中華民國證券櫃台買賣中心亦為財團法人，尚非公權力主管機關，其地位亦有爭論。證交所與櫃買中心能否規範資本市場？該二法人分別制訂之規範，舉凡如營業細則與業務規則，或其他單行規定，因均報經證券主管機關核定，故具有「準公法效力」，但因私法人規範資本市場權利之問題仍有待商榷。

## 證暨公開處理程序

其規定與臺灣證券交易所股份有限公司對上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序之規定大致相同，不再贅述。

### 第二款 具體分類

#### 第一目 涉及公司之財務、業務之重大消息

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第二條：本法第一百五十七條之一第四項所稱涉及公司之財務、業務，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，指下列消息之一：

##### 一、本法施行細則第七條所定之事項：

本條文係針對證交法第三十六條第二項第二款有關「對股東權益或證券價格有重大影響」之消息訂定，除公司存款不足之退票、拒絕往來、訴訟或嚴重減產等利空消息外，亦包括公司重要備忘錄、策略聯盟或其他業務合作計畫或重要契約之簽訂、完成新產品開發、試驗之產品已開發成功且正式進入量產階段等利多消息，皆屬之<sup>133</sup>。

##### 二、公司辦理重大之募集發行或私募具股權性質之有價證券、減資、合併、收購、分割、股份交換、轉換或受讓、直接或間接進行之投資計畫，或前開事項有重大變更者：

---

<sup>133</sup> 陳柏蓉，論「證券交易法第 157 之 1 第 4 項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」，證券暨期貨月刊，第 24 卷第 8 期，頁 56-58，2006 年 8 月。

依目前實務之運作，公司在提報董事會討論之前述重大事項前，應均已進行事先之評估作業，為落實內線交易之查核，乃規範為「公司辦理」，以包含公司內部評估決定實施之前置作業時間。應注意者，前述重大事項有重大變更者，包括公司變動經申報生效之現金增資或募集公司債計畫、或修正公司發行具股權性質有價證券之轉換或認股辦法之重要內容等亦屬於重大消息。

三、公司辦理重整、破產、解散、或申請股票終止上市或在證券商營業處所終止買賣，或前開事項有重大變更者：

本款與第二款所述之增資、減資等事項最大不同之處為，公司如有重整、破產、解散、等事項之發生，對其股票價格或投資人之投資決策均有重大影響，因此公司發生此等事項均為重大消息，無須就重大性再為認定。

四、公司董事受停止行使職權之假處分裁定，致董事會無法行使職權者，或公司獨立董事均解任者：

本款未將監察人受假處分裁定或有解任之情形納入規範之理由，係考量其係依據公司法單獨行使監察權，並未參與公司財務、業務面之決策，惟如此規定是否合適，則有疑義。另應注意者，依第一款規定，如公司董事發生三分之一以上變動者，亦為證交法施行細則第七條所定之重大消息範疇。

五、發生災難、集體抗議、罷工、環境污染或其他重大情事，致造成公司重大損害，或經有關機關命令停工、停業、歇業、廢止或撤銷相關許可者：



本款係指由天災人禍而造成公司重大損害，或經有關機關就公司營運有停工、停業、歇業、廢止或撤銷相關許可之命令，此等情形當為重大消息，無庸細表。

六、公司之關係人或主要債務人或其連帶保證人遭退票、聲請破產、重整或其他重大類似情事；公司背書或保證之主債務人無法償付到期之票據、貸款或其他債務者：

本款關係人之定義，係參考「公開發行公司取得或處分資產處理準則」第四條第三款之規定，依會計研究發展基金會所發布之財務準則公報第六號採相同定義，故其範圍包含公司內部人之配偶及二等親屬，如該等親屬發生退票破產或重整致重大影響該公司股價之情形，亦屬重大消息之範疇。惟如公司內部人因未掌握該等關係人之財務狀況，致該內部人因不知悉而出賣持股者，應不構成內線交易。

由於連帶保證人與主要債務人係負連帶責任，同時參考日本證券取引法施行細則之相關規定，如連帶保證人之財務狀況發生重大變動亦可能影響公司股價，因此亦將其納入規範。另主要債務人與主債務人之意義不同，主要債務人實務上仍須經裁量後認定，而主債務人係指民法所稱之債務人，兩者並不相同，本款所稱之「公司背書保證人之主債務人」即指「公司背書保證人之被背書人或被保證人」。

七、公司發生重大之內部控制舞弊、非常規交易或資產被掏空者：

近來實務上頻傳因公司發生重大之內部控制舞弊等情形而致內線交易之案例，如東隆五金、博達等案，故此本款將之納入規範。

八、公司與主要客戶或供應商停止部分或全部業務往來者：

本款係考量停止部分或全部業務往來將對公司銷售產生不利影響，係屬重大利空消息，且日本證券取引法亦有類似規定，故將其納入規範。

九、公司財務報告有下列情形之一：

- (一) 未依本法第三十六條規定公告申報者。
- (二) 編製之財務報告發生錯誤或疏漏，有本法施行細則第六條規定應更正且重編者。
- (三) 會計師出具無保留意見或修正式無保留意見以外之查核或核閱報告者。但依法律規定損失得分年攤銷，或第一季、第三季及半年度財務報告若因長期股權投資金額及其損益之計算係採被投資公司未經會計師查核簽證或核閱之報表計算等情事，經其簽證會計師出具保留意見之查核或核閱報告者，不在此限。

十、公開之財務預測與實際數有重大差異者或財務預測更新（正）與原預測數有重大差異者：

由於財務報告及財務預測數可反應出公司盈虧狀況及獲利變化情形，亦為投資人投資決策之重要參考因素，因此認為亦屬重大消息。財務預測之更新，依公開發行公司公開財務預測資訊處理準則第二十條規定：已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務預測結果之影響，並按月就營運結果分析其達成情形並評估有無更新財務預測之必要；當編製財務預測所依據之關鍵因素或基本假設發生變動，致稅前損益金額變動百分之二十以上且影響金額達新臺幣三千萬元及實收資本額之千分之五者，公司應依規定更新財務預測。公司發生於財務預測編製時未能合理規劃並編入之偶發事

項，如重大災害損失等，如該偶發事項對財務預測結果之影響達前項應更新財務預測之標準時，亦應依規定程序更新財務預測。財務預測之更正，則依同準則第二十一條規定：已公開財務預測之公司經發現財務預測有錯誤，可能誤導使用者之判斷時，應更正財務預測。公開發行公司編製財務預測，對於第三條第三款規定編製時可合理規劃之事項，於財務預測發布後之增刪或修正，視為基本假設發生錯誤處理。但已於申報最近期財務報告時適時更新財務預測者，不在此限。

十一、公司辦理買回本公司股份者：

依現行查核作業，公司申報買回本公司股份者，無論金額比例大小，皆屬重大消息，日本證券取引法亦有類似規定。

十二、進行或停止公開收購公開發行公司所發行之有價證券者：

依現行查核作業，公開收購他公司有價證券者，無論規模大小或收購條件不同，均屬重大消息。

十三、公司取得或處分重大資產者。

十四、公司發行海外有價證券，發生依上市地國政府法令及其證券交易市場規章之規定應即時公告或申報之重大情事者。

十五、其他涉及公司之財務、業務，對公司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者：

本款為概括規定，係為免掛一漏萬所做之規定，惟其認定仍有待實務之運作。

## 第二目 涉及該證券之市場供求之重大消息

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第三條：本法第一百五十七條之一第四項所稱涉及該證券之市場供求，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，指下列消息之一：

一、證券集中交易市場或證券商營業處所買賣之有價證券有被進行或停止公開收購者：

依前開所述第一類之重大消息範圍，公司進行或停止公開收購他公司有價證券者，為公司財務業務面之重大消息，合併本款規定，公司發行之有價證券為他公司進行公開收購之標的或其係停止公開收購者，亦屬重大消息。

二、公司或其所從屬之控制公司股權有重大異動者：

本款規範之範圍為公司或其所屬母公司股權有重大異動者，由於其非公司可決定或掌握之事項，其重大異動將影響證券市場之供求，且日本證券取引法亦有類似規定，因而將其納入規範。

三、在證券集中交易市場或證券商營業處所買賣之有價證券有標購、拍賣、重大違約交割、變更原有交易方法、停止買賣、限制買賣或終止買賣之情事或事由者。

四、其他涉及該證券之市場供求，對公司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者。

## 第三款 應揭露資訊與內線交易重大消息之比較

資訊之揭露及透明度是使資本市場運作有功能及有效率不可或缺之前提要件，只有在市場參與者能夠獲得迅速及廣泛有關重大影響證券行情之所有資訊時，才有可能公平的對證券加以評價及作出正確處置資產之決定。以資訊揭露制度而言，重點在於使投資人能適時掌握公司的財務、業務資訊，及其他可能影響公司股票價格或投資價值之資訊<sup>134</sup>。公開揭露制度為證券交易法主要規範內容之一，其旨在達成『充分與公平之公開』之資訊流通，據以透過此方式達到防止詐欺、改善資訊不對稱及保護證券市場投資人之目的，也就是所謂資訊機會平等原則。

資訊揭露包括定期揭露（如年報等）及特別公開，特別公關係補充定期揭露之不足，而非二次定期揭露之間期中揭露，公司並不得選擇一件重大事時應置於一般公開或是特別公開，只要是符合重大性原則都必須立即的揭露，也就是說，任何時間若有發生重大性影響之事實，必須立即揭露，而不應延至下一次定期一般公開之時方予揭露，亦即特別公開並不會對一般公開有所排擠，而是具有補充作用<sup>135</sup>。

我國證券交易法在資訊揭露規定中與內線交易重大消息有關之規定，主要規定於第 36 條第 2 項及證券交易法施行細則第七條（條文內容前已有述及）兩者之關係，依前述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觀之，施行細則第七條所有事項皆為內線交易之重大消息，而內線交易所謂之重大

---

<sup>134</sup> 林仁光，論證券業對客戶資訊揭露之規範，月旦法學雜誌，126 期，頁 31 以下，2005 年 11 月。

<sup>135</sup> 陳彥良，透明度於公司治理法制之地位—兼論德國與我國證交法中有關重大性消息判斷之認定標準，法令月刊，57 卷 12 期，頁 34，2006 年 12 月。

消息則未必是屬於公開發行公司應揭露重大事項之義務。因為二者的規範目的不同，特別揭露制度在於矯正資訊不對等之情形，而內線交易相關法規係在於防止內線交易破壞資本市場公平性及秩序。而透過加強透明化之措施，以要求公開發生對股東權益及證券價格有影響之重大事項之形式，也方得以有效對抗內線交易，畢竟愈迅速的公開相關事項之訊息，愈能減少內部弊端之產生，也愈能降低內線交易之可能性。

#### 第四款 我國法制之探討

內線交易規範之目的，在於強化交易市場之公平公正性，促進證券市場資訊透明化、公司資產之正當利用、增進公司經營決策之健全與時效。證券交易法第一百五十七條之一第一項規定重大訊息之意義為「有重大影響其股票價格之消息」，同法第四項將重大訊息定位為：「涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，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的影響之消息」。就此規範，均屬抽象而概括之定義，並未就「重大性」兼括列舉與概括而便於適用，此與歐美國家相同，但異於日本。衡諸一般財經常理，對投資人之判斷具有影響力之訊息，應包含：對產業經濟市場之供應與需求有關之訊息 - 市場訊息，政治因素而與總體經濟或特定產業有關之訊息 - 政策訊息，特定發行公司之財務或業務有重大影響關係訊息 - 公司訊息。若依我國法制之規範，證券交易法第一百五十七條之一第一項與第四項，係屬原則，仍應參酌同法第三十六條第二項、證券交易法施行細則第七條、證券主管機關依授權頒佈之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以及台灣證券交易所與財團法人中華民國證券櫃臺買賣中心對於上市公司或上櫃公司，分別頒佈之重大訊

息之查證暨公開處理程式，綜合判斷，方始合理<sup>136</sup>。

綜合上述，就我國法治之規範，可以歸納如下：首先，係原則規定，依證券交易法第一百五十七條之一第一項、第四項規定，重大訊息係指「發行股票公司重大影響其股票價格之消息」，而所謂重大影響其股票價格之消息，係指「涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，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」。其次，係列舉規定，證券交易法施行細則第七條以及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對重大消息之具體事項，皆有明確規範。另外，台灣證券交易所發佈之「台灣證券交易所對上市公司重大訊息之查證暨公開處理程式暨重大訊息說明」對重大消息有更詳細之規定，亦可供參考判斷之用。於實務上判斷是否為重大消息時，應由列舉規定中尋找，如不屬規定中事項，始依原則規定為判斷。例如證交所對上市公司進行專案檢查，或檢調對上市公司發動偵查、搜索等行動，於上開規範中並無具體明確列舉規範，但若因此等行動，而有重大影響股票價格者，則依原則規定，仍應認其為重大消息，方為妥適。

又，證交法第一百五十七條之一第四項將重大消息之範圍及公開方式授權主管機關定之，如此空白授權是否有違罪刑法定主義，容有疑義。所謂空白刑法條款，係指條款僅規定有罪名與法律效果，而將構成要件中的禁止內容委之於其他法律、行政規章或命令<sup>137</sup>。空白刑法在原則上，並不違背罪刑法定原則，惟刑法以空白刑法的立法方式，授權以命令為補充規定時，其授權目的、授權內容與範

---

<sup>136</sup> 陳峰富，前引註 36，225-231 頁。

<sup>137</sup> 林山田，刑法通論（上）頁 73，2005 年 9 月。

圍應具體明確，而自授權的法律規定中可以預見其行為可罰性，方符合刑法的明確性原則<sup>138</sup>。

在經濟刑法領域採取「立法者訂定概括條款時授權行政關以行政命令具體化其內容，法院必須適用行政機關對於構成要件所補充之規定」之「空白刑法」規範模式，無疑是較為妥適。因為一來行政部門係經由立法部門之授權而委任立法，與罪刑法定原則尚無大礙；二來在我國立法部門並未授權，而行政部門猶在財經領域定有大量涉及人民權利、義務事項之具體化標準時，如此規範模式正可解決類似具體化標準在適用上妾身未明之窘境<sup>139</sup>。證券交易法內線交易罪為經濟法與刑法之重疊領域，基於其經濟刑法之性質，為適應產業之發展及財經秩序之變遷，以發揮最大之規範效力，本應在規範上保持一定程度之彈性空間。而為調和「規範彈性」與「構成要件明確性」兩大需求之衝突，我國立法者即採取「空白刑法」此等規範模式。

綜上所述，證交法第一百五十七條之一第四項對何謂重大消息已有所定義，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僅更明確列舉重大消息之具體事項，並未逾越母法之授權，且證交法第一百五十七條之一第四項之授權目的、授權內容與範圍應屬具體明確，且其授權科罰行為之內容亦可預見，亦符合授權明確性原則，故此應認為並不違背罪刑法定原則。

---

<sup>138</sup> 大法官釋字 522 號解釋：對證券負責人及業務人員違反其業務上禁止、停止或限制命令之行為科處刑罰，涉及人民權利之限制，其刑罰之構成要件，應由法律定之；若法律就其構成要件，授權以命令為補充規定者，其授權之目的、內容及範圍應具體明確，而自授權之法律規定中得預見其行為之可罰，方符刑罰明確性原則。中華民國七十七年一月二十九日修正公布之證券交易法第一百七十七條第三款規定：違反主管機關其他依本法所為禁止、停止或限制命令者，處一年以下有期徒刑、拘役或科或併科十萬元以下罰金。衡諸前開說明，其所為授權有科罰行為內容不能預見，須從行政機關所訂定之行政命令中，始能確知之情形，與上述憲法保障人民權利之意旨不符，自本解釋公布日起，應停止適用。

<sup>139</sup> 吳元曜，論經濟刑法概括條款之規範模式，軍法專刊第 51 卷第 10 期，第 32-39 頁，94 年 10 月。



## 第二項 美國法院見解<sup>140</sup>

### 第一款 實務判決整理

本文將美國法院重要實務判決整理如下：

案號	一、TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. <sup>141</sup>
內容摘要	<p>一家名為 National Industries 的公司，從 TSC 公司的創辦股東處取得了 34% 的具表決權股份，從而有五名 National 之代表人擔任 TSC 董事會的董事。其後，TSC 公司董事會通過一項決定解散 TSC 公司而將全部資產賣予 National 公司的議案（在該次會議中，National 公司的五名代表人曾出席會議，但未參與表決）為了實施此一合併案，TSC 公司與 National 公司即聯合徵求此兩家公司的股東委託書，「委託書徵求說明書」中並建議股東同意該議案。最後兩家公司即順利依原先計畫完成合併事宜。</p> <p>TSC 公司的法人股東 Northway 公司，不贊成此一合併事宜，遂起訴主張前述「委託書徵求說明書」之內容有遺漏及不實陳述之情事，請求被告損害賠償及其他衡平救濟。而 Northway 公司所指「委託書徵求說明書」內有所遺漏，係指其未表明 National 公司本身控制 TSC 公司的程度，以及系爭合併計畫的條件對 TSC 公司之股東是否有利等事實。</p>
法院	聯邦最高法院在涉及投票委託書（Proxy Statement）文件

<sup>140</sup> 國內相關論述請參閱劉連煜，內線交易重大消息的範圍及其公開方式的認定，台灣本土法學，第 87 期，頁 299 以下，2006 年 10 月；余雪明，前引註 81，頁 195-196；賴英照，前引註 3，頁 362-363。

<sup>141</sup> 426U.S.438（1976）。

見解	內容是否誤導提出之決定「重要性」之標準為：「合理的股東（reasonable shareholder）在決定如何投票有相當可能性（Substantial Likelihood）會認為重要者，該被遺漏之事實，即屬重要」 <sup>142</sup> 。
案號	二、Basic Inc. v. Levinson <sup>143</sup>
內容摘要	美國 Combustion 鋼鐵公司有意併購 Basic 鋼鐵公司。1976 年 9 月起，兩家公司開始洽商合併事宜。面對市場傳言，Basic 公司在 1977 年至 1978 年間，三次公開否認有關併購之事。然而，1978 年 12 月 19 日，Basic 董事會正式宣佈接受 Combustion 的收購股權要約（tender offer）；Basic 公司的股價隨之上漲。許多投資人在公司宣布接受要約之前已出售持股，心生不滿，因此控告 Basic 公司隱瞞重大消息，有欺騙投資人之嫌。但 Basic 公司認為，他們否認併購之時，協商尚未完成，公司確無併購之事，並未隱瞞重大消息。
法院見解	本案涉及一項「初步的公司合併之磋商」（preliminary corporate merger negotiations）揭露的問題。對於界定本案系爭磋商之消息是否為「重大的」之爭點，本案地區法院認為，系爭磋商消息在法律上（即 rule 10b-5 要件上）並非「重大」，蓋「合併磋商」必須可合理地確定談判足以成功，才可謂為重大消息。第三巡迴法院（Third Circuit）則更基於嚴格之「重要原則已定之合議」基準（"agreement-in-principle" test）認為，一項「初步之合併磋商」必須等到在該交易之「價格」與「基本架構」已達合意之地步始可謂為重大之消息 <sup>144</sup> 。此外，第三巡

<sup>142</sup> 其判決原文為：an omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote.

<sup>143</sup> 485U.S.224,108 S. Ct.978,99 L.ED.2d 194 (1988) .

<sup>144</sup> 其原文為：...preliminary merger discussions do not become material

迴法院並認為，「如果公司公開否認有合併磋商之存在，即使此一磋商本非重大，亦將因其不實之否認（即確有磋商之事實），而使得該項事實成為重大事實」<sup>145</sup>。

然而，美國聯邦最高法院對於前述下級巡迴法院之見解並不贊同。其見解之差異主要有三點。按第三巡迴法院認為：1. 太早公開磋商中之合併計畫，易使此一交易夭折；2. 因磋商本身屬暫時、未定的性質（tentative），故過早公開磋商之進行，可能造成誤導投資大眾之結果（造成投資大眾過於樂觀或悲觀）；3. 類如第三巡迴法院所主張，以達成系爭交易之「價格」與「基本架構」之合意時，方成為具「重大性」而必須予以公開，如此標準，清楚而不模糊（bright-line rule）有助於法律之適用。關此，聯邦最高法院分別基於下列數種理由，駁斥如下：1. 合併計畫具機密性（secrecy）之問題應屬發行公司有無揭露義務（duty to disclose）的範疇，本件發行公司儘管得以「沒有評論」（no comment）來回答相關之詢問，卻不可以不實之「否認」（否認有磋商之事實）來作答；2. 因為投資人自有能力理解與分析還在磋商中之合併計畫的不確定性，所以巡迴法院將投資人視為傻子（nitwits）一般，加以父權式的保護，並不適當；3. 誠然，清楚不模糊之規則（bright-line rule）對公司經營人員而言，較容易加以遵守，但適用容易性之理由，並不足以忽視或放棄證券法之立法目的與立法者之政策決定。一項事實是否具「重大性」，基本上是「個案事實探討」（an inherently fact-specific finding）之問題，從而機械而無彈性的公式（如前

---

until “agreement-in-principle” as to the price and structure of the transaction has been reached between the would-be merger partners.

<sup>145</sup> 其原文為：Once a statement is made denying the existence of any discussions that might not have been material because they make the statement made untrue.

述「價格」與「基本架構」之測試標準), 應不足取。此外最高法院並拒絕採用第三巡迴法院所認為：發行公司公開否認系爭消息後，該消息即變為「重大的」此一說法，因為事實是否重大，應是客觀的性質，不重要的訊息不會因為一個人謊言，而成為「重大消息」。
---

## 第二款 法院對重大消息之認定

### 第一目 兩項測試基準

#### 一、「重大性」基準：

美國 1934 年證券交易法並未就重大消息規定明確的定義，最高法院在 TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. 一案，對於徵求委託書的書面所未記載的事項，是否屬重大性質的認定，可謂是美國司法實務上，決定證券法上所謂「重大性」之最重要判決。其所採取之觀點，對某項消息是否足以成為「內部人交易」案件中的重要消息，影響及於其後各項相關判決之見解。美國聯邦最高法院在本案中提供了判斷某一消息是否具有「重大性」之基準，即：一項未公開之消息，假如一位「合理的投資者」知道該消息，在其為投資決定時，「非常可能」會認為此項消息，對其投資決定會有重要影響時，則此一消息即為重大之消息。此一決定「重大性」之基準，遂成為美國證券法上相關案例斷定何謂「重大性」的一項標竿。同時，一項消息如果單獨考量，不會對投資人產生重大影響，因此不是重大消息；但如果連同投資人其他可獲得的資訊綜合判斷 (the totle mix of information made available)，可能影響理性投資人的決定時，也可能

構成重大消息<sup>146</sup>，換言之，重大消息不是以單一的事件作為衡量基礎，而應綜合各項因素作整體的判斷<sup>147</sup>。

## 二、「可能性 / 影響程度」基準 ( probability/magnitude test )：

美國聯邦最高法院在 Basic Inc. v. Levinson 一案，進一步對「重大性」之定義下一個適用的基準，該基準並引起學界與實務界廣泛的討論。除了上面見解外，聯邦最高法院雖然表示 TSC 案聯邦最高法院所界定「重大性」之標準仍可適用於一九三四證券交易法第十條 b 項及 Rule 10b-5 的案件，但是聯邦最高法院於 Basic 乙案更進一步認為：如果某一事實對公司之影響 ( impact ) 是確定而清楚的 ( certain and clear ) 則 TSC 案界定「重大性」之基準即可直接適用 ( straight forward application )。然而，如果事件本身性質上屬於「或許會或許不會發生的」( contingent ) 或「推測性的」( speculative ) 情形，則因為是否「合理的投資人」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標準，本案「初步之合併磋商」之案情即屬此類事件。聯邦最高法院引述著名的 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.<sup>148</sup>一案謂：對於性質上屬於「或許會或許不會發生的」或「推測性的」事件，「重大性」乃是「依一特定時間衡量事件發生之可能性及該事件在整個公司活動中所佔之影響程度，加以斷定」<sup>149</sup>。

---

<sup>146</sup> See Steven L. Emanuel, *supra* note 16, at 287 ( 2005 ) .

<sup>147</sup> See Alan R. Palmiter, *Securities Regulation* 58(second ed.2002).

<sup>148</sup> 401 F.2d 849.

<sup>149</sup> 其原文為：“...materiality” will depend at any given time upon a balancing of both the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in light of the totality of company activity.”

聯邦最高法院認為，消息的重大性應依事情確定發生的機率與影響程度之大小而定，低發生可能性與高程度影響力之組合（low probability with high magnitude）的事件，可以構成重大事件；同樣的高發生可能性與低程度影響力之組合（high probability with low magnitude）的事件，亦可能成為重大事件。應予注意的是，聯邦最高法院並於 Basic 乙案，以附註的方式明白指陳：雖然「內部人交易」此一事實雖可充作推論消息重大性之指標，但內部人交易中所稱「重大消息」的認定標準亦與一般無揭露義務下（nuder no duty to disclose）之不實陳述（affirmative misrepresentations）之「重大事實」的認定標準，並無二致。由此可知，在美國法上，內部人交易規範中所謂之「重大消息」亦沿用聯邦最高法院在 TSC 案與 Basic 案所表示之見解，此點應無疑義。總之，根據 Basic 乙案聯邦最高法院所表示之法律見解，尚未確定發生事件之「重大性」，乃斟酌事件發生之可能性與事件影響程度與規模而定。此外，美國法上界定 Rule 10-b5 之「重大性」要件，基本上是屬於高度事實認定之問題（a highly factual inquiry）。雖然在具體案例上因此經常很難預測其結果，使得公司內部人頗難以適從，但是為確保公平交易與誠實公開消息之目的，以過於狹小、固定的方式解釋「重大性」之含意，恐非妥適<sup>150</sup>。

又，假如在公司合併等公開揭露的文件上有謊報或省略（misstatement or omission），則該謊報或省略是否構成重大消息，需透過預示警告原則（bespeaks caution doctrine）來加以檢驗。在此原則之下，假如在該公開揭露的文件上有顯示足夠的警告性文字的話，則該謊報或省略在法律上可以被認為是無關緊要的，亦即該文件是預示警告的。在注意到預示警告原則之後，美國國會在 1995

---

<sup>150</sup> See Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation* (2<sup>nd</sup> Ed., 1990), at 695.

年在證券交易法（Exchange Act）中增定了 Section 21E，該條為依證交法規定有報告義務的公司或個人提供了一個保護，當他們在作某些前瞻性聲明（forward-looking statement）時（前提是這些聲明符合證交法的規定）<sup>151</sup>。

惟對於聯邦最高法院在 TSC 案與 Basic 案所建立的兩項測試基準，亦有批評認為過於模糊（ambiguity），對股東權益（Stockholder Value）會有所損害<sup>152</sup>：包括 1.放棄或延遲交易（Foregone or Delayed Transactions）；2.在作成決策時也會因管理分心（Decision-Making as a Management Distraction）而有負面的影響；3.會造成許多額外的支出（The Cost of Outside Counsel）。因而認為仍有必要建立一重大性指標（Materiality Guidance），以減少不必要的負面影響。

## 第二目 具體事實之認定

在 Lilly v. State Teachers Retirement Board<sup>153</sup>案中，法院認為如果公司曾向股東提供某種預估（例如在本案中，公司向股東提出年度盈餘之預估），而實際狀況，超過或不如該項預估時，此項消息亦屬重大消息。蓋股東不僅需要知道有哪些消息可以作為投資參考，也需要知道那些已公布之消息不能再被信任。

在 SEC v. Lund<sup>154</sup>案中，美國聯邦地方法院認為，上市公司有意從事一項新的行業的消息，應可視為「重大消息」。因為這項新的行

---

<sup>151</sup> See Larry D. Soderquist and Theresa A. Gabaldon, *Securities Law* 148-149 (1998) .

<sup>152</sup> See Joan MacLeod Heminway, *supra* note 114, at 1173-1183.

<sup>153</sup> 608 F.2d 55 (1979)

<sup>154</sup> 570 F.Supp.1937 (1983) .

業是一項預期獲利豐富的行業，對於公司之利潤會有正面影響。美國第二巡迴上訴法院就牽涉上市公司實際營收之消息，亦認定其係重大消息。

在 re Wentz, Fed. Sec.L.Rep ( CCH )( May 15,1984 ) 乙案中，法院對石油公司開採石油測試報告，判斷該測試報告是否為「重大消息」之標準，乃以該報告對外公佈時，在市場上所造成之反應為參考標準。如果在以後的測試中發現，石油公司在實際石油蘊藏地並沒有開採權時，法院之決定也不會因此受影響。

在 SEC v. Gasper, Fed. Sec. L. Rep ( CCH )( S.D.N.Y April 15,1985 ) 乙案中，美國聯邦法院認為，當兩家公司在討論涉及合併之消息時，目標公司的董事會對合併的提議，做出有興趣考慮之表示時，兩家公司可能合併之消息便構成「重大消息」，法院在判決中指出，只要這項消息在市場上公佈時，法院就會視其為「重大消息」，而不問這兩家公司是否真正成了合併的協議。法院決定何者為重大消息，乃針對消息在公佈時，對於投資人之投資決定所可能造成之影響，而不是考慮該項消息所涉及之事實，在以後是否會真正實現。

### **第三項 我國法院見解**

#### **第一款 實務判決整理**

以下僅就我國法院內線交易相關判決整理如下：



## 一、最高法院

案號	主文及理由要旨
96 年台上 字第 4645 號(東榮公 司)	公司董監質押股票遭銀行斷頭，為符合規定遂向主管機關申讓持股，此一消息是否為公司內部人始得知悉之重大信息及該訊息是否為重大消息，仍有疑義。
94 年台上 字第 1433 號(訊碟公 司)	<p>一、 內線交易之禁止，僅須內部人具備「獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息」及「在該消息未公開前，對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票，買入或賣出」此二形式要件即足當之，並未規定行為人主觀目的之要件。</p> <p>二、 依該法條之文義解釋、證券交易法立法精神及法理，說明所謂「獲悉發行股票公司有重大影響股票價格之消息」，指獲悉在某特定時間內必成為事實之重大影響股票價格之消息而言，並不限於獲悉時該消息已確定成立或為確定事實。</p> <p>三、 調降該公司之財務預測，勢必對股票價格有重大影響，故屬重大消息。</p>
91 台 上 3037 號(東 隆五金公 司)	<p>一、 平等取得資訊理論：即在資訊公開原則下所有市場參與者，應同時取得相同之資訊，任何人先行利用，將違反公平原則。</p> <p>二、 內線交易犯罪之成立不以有獲利之主觀意圖為必要，且此犯罪為即成犯：原審以被告並未獲利而判決無罪，所持見解不無誤會，最高法院乃發回更審。</p>

## 二、高等法院

<p>96 年上重 訴字第 49 號(突破公 司)</p>	<p>一、重大消息之認定：證券交易法施行細則規定應屬例示規定，凡其他涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求，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，應均屬證券交易法第一百五十七條之一第一項所稱之重大消息，而不以證券交易法施行細則第七條所列九款為限；故是否屬於「重大影響其股票價格之消息」，除可參考消息公布後，相關公司股票價格之變動，作為決定該項消息是否為重大消息之依據外，某一事件對公司之影響，如屬確定而清楚時，該未經公開之消息，是否合理投資人於知曉此一消息後，非常可能會重大改變其投資決定，或該未經公開之消息，與合理投資人已獲悉之其他消息合併觀察後，合理投資人便會對該股票之價格或投資與否之決定，予以重新評估。故本案中董事會決議減資、財務報表經會計師查核後出具修正式無保留意見以及財務預測稅後虧損新臺幣一億六千一百四十五萬四千元之消息自屬重大影響該公司股票價格之消息無訛。</p> <p>二、重大消息之成立時點：依財政部證券暨期貨管理委員會頒布於九十一年十一月十四日發布公開發行公司公開財務預測資訊處理準則第四條前段規定，財務預測編製完成後，應提報董事會通過。被告於九十三年四月二十九日召開董事會提請監察人審查九十二年度財務報告，提請董事會決議九十三年度財務預測核閱報告，另討論九十二年度虧損撥補案及為改善財務結構，擬辦理減資彌補虧損之議案時，固可認定此為其獲悉上開重大影響突破公司股票價格之消息之時點。</p>
<p>95 年上更</p>	<p>三粹公司所公佈之訊息均屬增資發行新股變更承銷方式</p>

(一)字第 49 號(三粹公司)	及將申請延長募集期限，查對於增資發行新股案未於三十日內依法公告或是否有另行提出申請均將影響證券市場投資人之投資意願，如公告增資發行新股順利，一般投資人將會研判為利多而追高，如增資募股受挫未再依規定提出申請，則投資人認為利空因素，對三粹公司股票之漲跌，自屬為投資大眾所急欲知悉之重大訊息。
92 年金上重訴字第 5 號(台鳳公司)	<p>一、重大消息之認定：駿達公司將與台鳳公司簽約購買上開四筆土地，為重大影響股票價格之消息。</p> <p>二、重大消息成立之時點：被告於八十六年十月間即已知悉駿達公司將與台鳳公司簽約購買上開四筆土地，且委由其不知情之助理，請中華徵信所就四筆土地為鑑價，得知土地之市價至少有十八億元，已如前述，故不能以土地買賣雙方當事人簽約日作為被告知悉此一重大影響股票價格消息之始點，而應以被告於八十六年十月間即已知悉駿達公司簽約購買此四筆土地之時，為其知悉重大影響股票價格消息之始點，方合於法律規範之目的。</p>
92 年上訴字第 1276 號(東榮公司)	<p>一、按所謂「內線交易」，係指公開發行有價證券公司之董事監察人、經理人、職員、主要股東等內部人，利用其地位或職務，獲取重大影響公司有價證券價格之內部消息，在該消息未公開前，買賣公司有價證券以獲取利益或避免損失之行為。其旨在防止該等關係之人可先獲悉發行股票公司有重大影響其股票之利多或利空消息，在該消息公開前，買入或賣出股票。藉以維護「公平交易原則」，並防止內線交易，保護一般投資人之利益。故必須在獲知該消息，且尚未公開之時，始受前述內線交易，禁止之規範。</p> <p>二、證券交易法第一百五十七條之一第四項、第三十六條第二項所定義之重大消息，應指涉及公司之財務、業務或該證</p>

	<p>券之市場供求，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而言。證券交易法施行細則第七條規定應屬例示規定，凡涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求，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，均屬證券交易法第一百五十七條之一第四項規定所稱之重大消息，而不以證券交易法施行細則第七條所列九款為限。</p> <p>三、重大消息之認定：東榮公司自民國八十九年十月間起，已營運不善，股價急遽下跌，一再需向銀行借款，以利公司週轉，且陸續有銀行將東榮公司董、監事所質押之股票斷頭賣出，以致董、監事必須向財政部證券暨期貨管理委員會（下稱證期會）申報轉讓持股，此舉勢必再衝擊股價；東榮公司所背書保證之懋輝公司之財務狀況亦不佳，恐有跳票之虞；上開訊息均屬有重大影響東榮公司股票價格之消息。</p>
<p>92 年金上 易字第 1 號 （太欣公 司）</p>	<p>一、重大消息之認定：本件太欣公司「營業收入大幅成長」、「更新財務預測」等消息，均屬有重大影響其股票價格之消息。</p> <p>二、重大消息之成立時點：太欣公司於八十六年六月之營運收入，太欣公司須於每月十日以前，公告並申報上月份之營運情形，即須待八十六年七月十日，投資人依太欣公司向主管機關公告並申報上月份營運情形後方可知悉，本件被告等買賣太欣公司股票是否涉嫌內線交易之犯行，其審核之時點自僅就八十六年七月一日至同年七月九日期間之證券交易行為為依據；又太欣公司更新財務預測消息雖屬重大影響股票價格之消息，但於八十六年七月二十三日以後已經媒體報導，處於多數人得以共見共聞之情形，自應</p>

	<p>已屬「公開」，於該時期為買賣行為，即不應令其負違反證券交易法內線交易之責，是此部分被告等買賣太欣公司股票是否涉嫌內線交易之犯行，其審核之時點自僅就八十六年七月十七日至同年七月二十二日期間之證券交易行為為依據。</p>
<p>91 上易字第 1604 號 (廣大公司)</p>	<p>一、重大訊息：公司股東常會依公司法 185 條之規定，決議全權授權董事會辦理工廠委託經營或尋求出租、出售等事宜，同日下午即由公司董事會決議通過出售建築物、廠商，並授權董事長全權尋求買主洽售等情，當係證券交易法第 157 條之 1 所稱「有重大影響其股票價格之消息」。</p> <p>二、重大訊息成立之時點 - 應以最早能具體認定前開交易之對象及交易內容及確實交易之履行必然性之實點為準：依「公開發行公司取得或處分資產處理要點」第肆點之規定，本案中前開「重大影響股票價格消息」成立時點之認定，應以最早能具體認定前開交易之對象及交易內容(包括標的 買賣金額)及確實交易之履行必然性之時點為準。</p>
<p>91 上訴字第 1399 號 (精英公司)</p>	<p>一、公司二次調降財測部分：</p> <p>(一) 重大訊息 - 調降財測：按財務預測之變動係以公司財務、業務狀況為基礎，足以影響正當投資人之投資決定及對其市場價格之預期，自屬有重大影響其股票價格之消息。</p> <p>(二) 重大訊息成立之時點 - 內部會計人員作成公司營收相關財務報表，結算公司營收未達 80% 時即已成立：按「公司稅前收益未達財務預測 80%」之事實，即應更新財務預測，此時重大訊息成立。</p> <p>二、公司改選董事長部分：</p> <p>(一) 重大訊息 - 改選董事長：依證券交易法施行細則</p>

	<p>第 7 條第 1 項第 6 款規定，「董事長、總經理或三分之一以上董事發生變動者」，係屬本法第 36 條第 2 項第 2 款所定發生對股東權益或證券價格或重大影響事項。</p> <p>(二)重大訊息成立之時點 - 以董事會決議通過之日為重大訊息成立之時點：依公司法第 192 條第 1 項、第 208 條第 1、2 項、第 206 條第 1 項、第 207 條第 1 項規定，股份有限公司更換董事長(負責人)須經董事會決議通過之日，為重大訊息成立之時點。</p>
<p>89 上易字第 4472 號 (南港輪胎公司)</p>	<p>一、重大訊息之認定：所得稅利益之認列，屬於重大訊息。所得稅法第 39 條規定核與證券交易法施行細則第 7 條所定各款未盡相符，自應以所得稅利益有無涉及公司之財務、業務或該證券之市場需求，對公司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，認定是否屬證券交易法第 157 條之 1 第 4 項規定之重大消息。</p> <p>二、重大訊息成立之時點：所得利益不需董事會特別決議，會計師查核完畢，同時將該公司財務簽證方面的損益表及相關整本報告草稿先交付公司。公司已確定所得利益得列入盈餘，則會計師查核完畢之日，即為重大訊息之成立時點。</p>
<p>台中分院 88 上易 2726 號</p>	<p>重大訊息是否「公開」之認定標準：其所謂「公開」之涵義為何，經原審法院函詢主管機關財政部證券期貨管理委員會之結果，該會認為：其涵義應與刑法中之『公然』相當；按『重大影響其股票價格』之消息如於公司股東常會中提出，則凡持有該公司股票之投資人對該項消息均處於可共見共聞之狀態，與『置於不特定人或特定多數人可共見共聞之狀態』符合，故該項消息應屬於已公開。</p>

<p>台南分院 89 上易字 第 345 號 (新藝公 司遷廠售 地)</p>	<p>一、重大訊息之認定：公司處分工廠廠房土地獲利，將可為該公司賺近半個資本額，足見此遷廠售地案乃足以影響公司股價之重大訊息。</p> <p>二、重大訊息成立之時點 - 以公司內部決定遷廠售地之時為重大訊息成立時點：公司內部確已決定遷廠售地，而嗣後進行之簽擬提案及董事會決議，其意僅係在形式上在對外完成遷廠售地所需之法定程序而已。</p>
---	---

### 三、地方法院

<p>台北地院 95 年矚重 訴字第 1 號 (台開公 司)</p>	<p>一、內線交易行為係即成犯，且為抽象危險犯，故僅須具備「內部人或自內部人處獲悉重大消息」及「在該消息未公開前，對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票為買入或賣出」之形式要件即足當之，並不以發生結果為必要，亦不以行為人主觀上有圖利意圖為必要。</p> <p>二、重大消息之公開：重大消息之公開方式，固不以輸入公開資訊觀測站為限，惟新聞媒體已大幅報導之訊息，除非該重大消息已經媒體完整、真實報導，否則尚不得認為係業已公開之消息。</p> <p>三、在內線交易刑事責任部分，雖然消息傳遞人或消息受領人之刑事責任，均以買賣證券為要件，但只要傳遞消息之內部人與消息受領人間具有內線交易之意思聯絡與行為分擔，亦可成立共同正犯之關係。</p> <p>四、內線交易犯罪所得金額之計算，應採扣除交易成本之差額說，且其計算時點須與該重大消息公開後股價漲跌幅具有因果關係。</p> <p>五、重大消息之認定：內線交易中消息重大性與否之判斷，必</p>
--	--

	<p>須依個案具體事實認定，應以消息對於投資人買賣證券之影響程度著眼，衡量交易可能完成之機率與完成後對投資決定可能產生之影響作綜合判斷，而非單純以尚未完成特定之程序，即否定其為重大消息之性質。有關台開公司進行聯貸案及出售不良債權之訊息，無論係該二項契約協議或簽訂之訊息，均為影響台開公司股價之重大消息。</p>
<p>台北地院 94 年訴字 第 1049 號 ( 新 光 金 控 公 司 )</p>	<p>一、重大訊息之認定：新光金控公司與臺新金控公司有合併意願，新光金控公司之子公司新光人壽公司為配合兩家金控公司合併案，決定增提責任準備金一百九十六億元，並通過減資彌補虧損及現金增資案之消息，新光金控公司更新九十一年財務預測之消息，此項消息之內容，明顯屬於公司財務之重要訊息，對於一般投資人之投資決定當有重要影響，且足以影響新光金控公司之股票價格，是新光金控公司於上揭時、地公布之前揭消息，自屬重大影響該公司股票價格之消息無訛。</p> <p>二、重大訊息之成立時點：新光人壽公司增提責任準備金之數額，及是否以減資彌補虧損及現金增資因應，新光金控公司是否因此更新九十一年度之財務預測，此於德勤公司所作之評估報告出爐前，尚在未定之天，須待該報告作出時始能知悉，並於新光人壽公司及新光金控公司董事會決議後方能確定，該日期為九十一年六月二十四日，是此項重大影響新光金控公司股票價格之消息之成立時點應係九十一年六月二十四日。</p> <p>三、消息之公開：證券交易法第一百五十七條之一所謂之「公開」，衡諸該條之立法意旨，從維繫股票市場之公平及正常之交易以觀，如報章雜誌報導之重大訊息，經證實與事實完全相符，該等消息既已置於不特定或特定之多數投資</p>



	<p>人可共見共聞之情形下，應認屬符合證券交易法第一百五十七條之一有關「公開」之規定。故某重大影響股票價格之消息，如已經媒體報導，處於多數人得以共見共聞之情形，自應已屬「公開」，於該時期為買賣行為，即不應令其負違反證券交易法內線交易之責。</p>
<p>台北地方法院 94 年易字第 59 號(亞瑟公司)</p>	<p>一、內線交易之禁止，僅須內部人具備「獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息」及「在該消息未公開前，對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票，買入或賣出」此二形式要件即成，並未規定行為人主觀目的之要件。</p> <p>二、內部人於知悉消息後，並買賣股票，是否有藉該交易獲利或避免損失之主觀意圖，應不影響其犯罪之成立；且該內部人是否因該內線交易而獲利益，亦無足問。</p> <p>三、重大消息之認定：財務報告之內容，亞瑟公司前揭鉅額虧損明顯屬公司財務之重要訊息，對於一般投資人之投資決定當有重要影響，且足以影響亞瑟公司之股票價格，是亞瑟公司於九十一年四月三十日公布之前揭財務報告內容，屬於重大影響該公司股票價格之消息乙節，至堪認定。</p>
<p>台北地方法院 94 年矚訴字第 1 號(禿鷹案)</p>	<p>一、所謂「有重大影響其股票價格之消息」，依「信賴關係論」(關係論)固僅限於公司財務業務相關的消息；但依據「私取理論」(市場論)則著眼於資訊的平等使用，及投資人信心的維護，因而包括所有影響股價的市場消息。我國法既然兼採市場論及關係論，解釋上當應兼顧兩種理論，不應偏廢。</p> <p>二、依職務獲取該內部消息，無論係合法取得或非法取得，均屬證券交易法第 157 條之 1 第 1 項第 3 款「基於職務知悉重大消息之人」。</p> <p>三、重大消息之認定：如一家上市公司金融檢查時發生弊端，</p>

	<p>自有可能構成刑責，在檢調機關發動偵查未偵查完畢時，當有偵查不公開之問題（刑事訴訟法第 245 條第 1 項），故亦屬依職務知悉重大消息之人。而上市（櫃）公司如遭金融檢查或檢調偵查，此消息對上市（櫃）公司無疑是負面之消息，對其股價當有影響，亦屬證券交易法第 157 條之 1 第 4 項所稱「涉及公司財務、業務或該證券之市場供求或公開收購，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」，其為該條所指之「重大消息」亦可認定。</p>
<p>台北地方法院 91 易 1296 號(味全公司出售土地予新燕公司)</p>	<p>一、重大訊息之認定：因處分土地資產，獲利高達 36 億元，自屬證券交易法第 157 條之 1 第 4 項所規定之「涉及公司財務、業務或該證券之事場供求，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人決定有重要影響之消息」。</p> <p>二、重大訊息之成立時點 - 賣方公司出售土地在買方公司董事會決議通過之前或雙方簽訂不動產買賣契約之前，此重大消息上屬不確定之狀態：賣方公司「出售土地」一事，在買方公司董事會決議通過之前或雙方簽訂不動產買賣契約之後，此重大消息方屬確定。</p>
<p>台北地方法院 91 訴 845 號(耀文公司合併)</p>	<p>一、重大訊息確定之認定：按證券交易法第 157 條之 1 第 1 項所謂之發行股票公司「有重大影響其股票價格之消息」，係指涉及公司財務、業務或該證券之市場供求，對其股票價格有重大影響，「公司董事會決議與其他公司合併案」及「公司與其他公司達成協議，兩公司合併案將暫停進行，俟明年再議」等二則消息，係具有重大影響耀文公司股票價格之消息。</p> <p>二、重大訊息之成立時點 - 本件合併案應以董事會決議通過之日為重大訊息之成立時點：各該發行股票公司「有重大影</p>

	<p>響其股票價格之消息」之成立時點，應有所差異，經查本件重大影響其股票價格之利多及利空消息，應係於召開董事會決議確定對外公開之時成立。</p>
<p>台北地方法院 89 易 1933 號(廣大公司)</p>	<p>一、重大訊息之認定：公司處分土地、建物及機器設備獲得利益，稅前淨利調高，且廣大公司股票之股價於消息發布後三日顯較消息發布後三日有大幅上漲之情形，足見本件土地、建物、機器設備出售案乃足以影響廣大公司股票價格之重大消息。</p> <p>二、重大訊息之成立時點 - 應以最早能具體認定前開交易之對象及交易內容（包括標的、買賣金額）及確實交易之履行必然性之時點為準：按「公開發行公司取得或處分資產處理要點」第肆點規定：「本要點所稱『事實發生日』，原則上以交易簽約日、付款日、委託或成交日、過戶日、董事會決議日或其他足資確定交易對象及交易金額之日為準（以『孰前者』為準）。」，可知本件中「重大影響股票價格消息」成立時點之認定，應以最早能具體認定前開交易之對象及交易內容（包括標的、買賣金額）及確實交易之履行必然性之時點為準。公司負責人與買方公司之負責人簽訂協議書，並約定讓售總金額，簽約時並同時交付訂金，是於斯時即已具體確定重大訊息。</p>
<p>台中地方法院 88 易 36 號(順大裕公司)</p>	<p>一、重大訊息之認定：公司之年度財務報告，係攸關公司之營業盈虧狀況，顯屬涉及公司財務，對其股票價格有重大影響，對正當投資人之投資決定有重要影響之消息。</p> <p>二、重大訊息是否「公開」之認定標準 - 財務報告於股東常會承認之日即為「公開」：公司年度財務報告完成，並於該公司股東常會中提請承認，並照案通過，則凡持有該上市公司股票之投資人，對該項消息均處於可共見共聞之狀</p>

	<p>態，該項消息應屬於已公開。</p> <p>三、被告於消息公開後，始為買入或賣出股票行為，即不該當於證交法第 157 條之 1 第 1 項第 1 款規定。</p>
<p>台南地方法院 88 易 1138 號(新藝公司遷廠售地)</p>	<p>一、重大訊息之認定：公司工廠機器設備遷移暨土地處分案，可為該公司賺近半個資本額，足見此遷廠售地案乃足以影響新藝公司股價之重大影響。</p> <p>二、重大訊息成立之時點 - 以公司內部決定遷廠售地之時為重大訊息成立時點：公司內部決定遷廠售地，重大訊息即已成立，而嗣後進行之簽擬提案即董事會決議，其亦僅係在形式上在對外完成遷廠售地所需之法定程序而已。</p>

## 第二款 法院對重大消息之認定

我國以往案例顯示，所謂重大消息，主要是有關公司財務業務等營運事項，少數為市場變動因素及證券主管機關對增資案的准駁等。其具體事項如下：

- 1、公司因營運不善或市場變化等因素，發生鉅額虧損，大幅調降盈餘目標或財務預測，或導致銀行抽銀根等<sup>155</sup>。
- 2、公司財務周轉困難致支票退票、被列為拒絕往來戶、或商業本票無法兌現等<sup>156</sup>。
- 3、出售土地、廠房、機器設備或存貨獲得鉅額收入，使公司獲利大幅增加或轉虧為盈<sup>157</sup>。

<sup>155</sup> 最高法院 94 年度上訴字第 3489 號刑事判決、最高法院 94 年台上字第 1433 號刑事判決、台灣高等法院 96 年上重訴字第 49 號刑事判決、台灣高等法院 92 年上重訴第 66 號刑事判決、台灣高等法院 91 年上訴 1399 號刑事判決、台北地方法院 94 年易字第 59 號刑事判決。

<sup>156</sup> 台北地院 87 年度易字第 3913 號刑事判決。

<sup>157</sup> 台灣高等法院 91 年上易字第 1604 號刑事判決、高等法院台南分院 89 年上易字第 345 號刑事判決、台北地方法院 89 年易 1933 號刑事判決。

- 4、因認列所得稅利益增加當年度盈餘，或營運好轉，營收大幅成長，調升財務預測<sup>158</sup>。
- 5、董事會決議增資發行新股變更承銷方式及將申請延長募集期限<sup>159</sup>。
- 6、進行聯貸案及出售不良債權，公司產生大幅度之處分利益<sup>160</sup>。
- 7、虛偽出售公司土地（但並無實際交易行為），製造公司可獲鉅額利益之假象<sup>161</sup>。
- 8、負責人淘空公司資產或侵占公司鉅額資金<sup>162</sup>。
- 9、銀行將董監事質押的股票斷頭賣出，公司為關係企業背書的支票有跳票之虞<sup>163</sup>。
- 10、董事會作成合併案及暫緩合併案的決議<sup>164</sup>。
- 11、主管機關核准或駁回現金增資申請案<sup>165</sup>。
- 12、證交所對上市公司進行專案檢查，或檢調對上市公司發動偵查、搜索等行動<sup>166</sup>。

就上開實務上案例與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中所列舉之項目相比較，除了因認列所得稅利益增加當年度盈餘、主管機關核准或駁回現金增資申請案以及證交所對上市公司進行專案檢查，或檢調對上市公司發動

---

<sup>158</sup> 台灣高等法院 89 上易字第 4472 號刑事判決、台灣高等法院 92 年金上易字第 1 號刑事判決。

<sup>159</sup> 台北地方法院 91 訴 845 號刑事判決。

<sup>160</sup> 臺北地院 95 年矚重訴字第 1 號刑事判決。

<sup>161</sup> 台灣高等法院 92 金上重訴字第 5 號刑事判決。

<sup>162</sup> 最高法院 91 台上 3037 號刑事判決。

<sup>163</sup> 最高法院 96 台上字第 4645 號刑事判決、台灣高等法院 92 年上訴字第 1276 號刑事判決。

<sup>164</sup> 台灣高等法院 91 年度上訴字第 1399 號刑事判決 台北地院 89 年度訴字第 1508 號刑事判決。

<sup>165</sup> 台灣高等法院 95 年度上更(一)字第 49 號。

<sup>166</sup> 臺北地方法院 94 年矚訴字第 1 號。

偵查、搜索等行動以外，其餘皆已在列舉項目之中。

法院基本上認為：內線交易中消息重大性與否之判斷，必須依個案具體事實認定，應以消息對於投資人買賣證券之影響程度著眼，衡量交易可能完成之機率與完成後對投資決定可能產生之影響作綜合判斷，且證券交易法施行細則規定應屬例示規定，凡其他涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求，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，應均屬證券交易法第 157 條之 1 第 1 項所稱之重大消息，而不以證券交易法施行細則第 7 條所列 9 款為限。

#### 第四項 檢討

從前述美國聯邦最高法院前述二個判決意旨，可歸結出下列結論：第一、重大消息並非以單一事件作為衡量基準，而應綜合各項因素作整體之判斷。第二、某一事件對公司之影響，屬確定而清楚時，法院之判斷基準應是：一項未經公開之消息，是否「理性之投資者」於知悉此一消息後，「非常可能」會重大改變其投資決定；或者，是否將該未經公開之消息，與理性投資者已獲悉之其他消息合併觀察後，理性投資者便會對該股票之價格或投資與否之決定，予以重新評估。第三、如某一事件本身屬於「或許會或許不會發生」或「尚未確定，僅是推測性」之性質時，則判斷「重大性」之基準應該是：就該事件最後發生之可能性與該事件在整個公司所佔之影響程度加以評估，如事件影響確屬深遠，即令當時發生之可能性不大，亦可能成為重大事件；而如當時事件發生之可能性極大，雖該事件對公司整體影響效果較為輕微，亦仍可能被認為係屬重大事件。

內線交易中消息重大性與否之判斷，必須依個案具體事實認定，應以消息對於投資人買賣證券之影響程度著眼，衡量交易可能完成之機率與完成後對投資決定可能產生之影響作綜合判斷，而非單純以尚未完成特定之程序，即否定其為重大消息之性質：由前述說明可知，證券交易法所謂重大消息之意涵有二：第一、關於涉及公司之財務、業務之消息；第二、涉及該證券之市場供求之消息。同時，不論前者或後者，該等消息對公司須有重大影響，或對正常投資人之投資決定須有重大影響，始足當之。至於哪些具體事項符合重大消息之內涵與時點界定，依據前述，不可單純以一般法學或傳統刑法所採取之一般日常用語或法律用語作為唯一之解釋基準，而必須部分參酌「產業基準」或「專業用語基準」。在「重大消息範圍及公開方式管理辦法」尚未訂定發布前，學界之多數看法，均認為除應遵守證券交易法第 157 條之 1、第 36 條第 2 項、證券交易法施行細則第 7 條外，可參酌金管會證期局所訂定之「公開發行公司取得或處分資產處理準則」及台灣證交所與櫃臺買賣中心所公布之重大訊息查證暨公開處理程序等相關規定而個案具體認定。

在證交法第 157 之 1 第 4 項授權下，金管會所訂定之「重大消息範圍及公開方式管理辦法」，基本上即參照證券交易法第 157 條之 1、第 36 條第 2 項、證券交易法施行細則第 7 條、公開發行公司取得或處分資產處理準則等相關規定，於該辦法第 2 條、第 3 條分別就關於涉及公司之財務、業務與涉及該證券之市場供求，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，分別予以列舉規定；同時，為避免掛一漏萬或因應特殊具體個案之情況，分別於第 2 條第 15 款、第 3 條第 4 款有概括之規定。據此，法院在認定具體個案之消息是否為重大消息時，當可參酌該辦法之相關規定。

綜上所述，消息重大性與否之判斷，具有高度事實認定之特性，必須依個案具體事實認定，而且並非以單一事件作為衡量基準，而應綜合各項因素作整體之判斷。惟如同前述的批評，如此認定亦有過於模糊之嫌，例如：何謂「非常可能」( Substantial Likelihood )、合理的股東 ( reasonable shareholder )，有時判斷上連法院都會產生困擾，更別說對一般非法律專業人士的公司內部人而言。故在公司或內部人在作成決策之過程中，當會產生一定程度的負面影響。解決之道似仍有賴實務與學界之努力，經由判決與學說<sup>167</sup>的累積，建立一些較為具體之判斷標準或案例，以供大眾遵循。

---

<sup>167</sup> 林國全教授認為消息之重要性有三個認定基準：重大性、具體性以及確實性。參見林國全，前引註 4，頁 289-290。



## 第五章 重大消息成立與公開之判斷

### 第一節 重大消息之成立時點

#### 第一項 問題之所在

重大消息有無成立時點？如有，應依何種標準決定？證券交易法第 157 之 1 並沒有『成立』的用語。對此問題，我國實務見解分歧<sup>168</sup>，有法院認為內線交易應『以重大消息成立為構成要件，在未正式成立前，縱有公司負責人因職務關係，並因掌握公司董監事，能事先預測重大消息，同時利用重大消息成立前，買賣股票獲利，也不構成犯罪』<sup>169</sup>；反之，也有法院持不同見解，認為不應以消息『成立』作為犯罪認定標準。因此，重大消息成立與否經常成為內線交易是否成罪之關鍵點，而有加以釐清之必要。

#### 第二項 實務之認定

以下整理近年來實務上對於不同重大消息成立時點之認定較具代表性之判決：

##### 第一款 董事會決議減資、財務預測稅後虧損

突破公司<sup>170</sup>案，被告利用擔任突破公司董事長之機會，於 93 年 4 月 15 日至同年月 30 日間，知悉突破公司公董事會決議減資；93

<sup>168</sup> 劉連煜，前引註 91，頁 295~304。

<sup>169</sup> 台灣高等法院 91 年度上訴字第 1399 號刑事判決。另參閱台北地院 89 年度訴字第 1508 號刑事判決。

<sup>170</sup> 台灣高等法院 96 年上重訴字第 49 號刑事判決。

年度之財務報表經會計師查核後出具修正式無保留無意；93 年度之財務預測稅後虧損新台幣一億 6,145 萬 4,000 元等 3 項足以影響突破公司股票價格之重大消息，且於該等消息未公開前，自 93 年 4 月 21 日起至同年 30 日止，要求營業員洪于惠將其以劉紹樺與高莉莎名義所持有突破公司之股票全數賣出，而突破公司則分別遲至 93 年 4 月 30 日晚上 6 時 35 分、6 時 41 分、7 時 1 分，始於公開資訊觀測站公告前開 3 項足以影響突破公司股票價格之重大訊息，因而認為被告有違反內線交易之嫌。

在消息成立之時點方面，法院認為：依財政部證券暨期貨管理委員會頒布於 91 年 11 月 14 日發布公開發行公司公開財務預測資訊處理準則第四條前段規定，財務預測編製完成後，應提報董事會通過。被告於 93 年 4 月 29 日召開董事會提請監察人審查 92 年度財務報告，提請董事會決議 93 年度財務預測核閱報告，另討論 92 年度虧損撥補案及為改善財務結構，擬辦理減資彌補虧損之議案時，固可認定此為其獲悉上開重大影響突破公司股票價格之消息之時點。至於公訴人指被告於 93 年 4 月 29 日前即已獲悉上開重大影響突破公司股票價格之消息，並未舉證證明，難徒憑該等財務報告編製完成或會計師核閱完竣之時間，遽以推論被告於該等時點即已知悉上開財務報告內容及董事會決議減資等有關重大影響突破公司股票價格之消息。故認為被告之行為不構成內線交易。

## 第二款 調升盈餘目標或調降財務預測

(一) 在南港公司案<sup>171</sup>，被告（國豐公司董事長）於 86 年 4 月 28 日國豐公司 86 年度第一次董監事聯席會議決議「國豐公司因處分持有南港輪胎股票 4413 張暨楊鐵公司所有股權後，盈餘目標由原定 2.4 億調高為 21.8 八億」以前，以國裕公司、國隆投資公司，及國翔公司名義買超國豐股票。法院認為『所指消息均屬盈餘分派或公布虧損等「重要事實」，此種事實，固為公司意思決定事項，但仍須俟公司業務執行機關，就該事項作成決定之際，方屬各該發行股票公司「有重大影響其股票價格之消息」，亦即，其判斷標準應以決議作成之時點為準』；因此，被告於 86 年 3 月 31 日至 4 月 29 日其間，以國豐公司名義買賣國豐公司股票，『既均在該等重大消息成立之前為之』，不構成犯罪。

(二) 南港輪胎公司 82 年至 84 年均有虧損，85 年轉虧為盈，乃依所得稅法第 39 條規定，將以往年度虧損自盈餘中扣除，計認列所得稅利益 2 億 1629 萬餘元。86 年 2 月 4 日，該公司董、監事聯席會正式決議通過 85 年度『稅前利益 1 億 7493 萬 5 千元，加所得稅利益 2 億 1629 萬 1 千元，本期淨利 3 億 9122 萬 6 千元』，並於同年 2 月 5 日在台灣證交所『股市觀測站』公告。

南港公司董事長自 86 年 1 月 27 日至 2 月 1 日，基於概括犯意，連續於 86 年 1 月 27 日、1 月 28 日、1 月 29 日、1 月 31 日、2 月 1 日，分別以國隆投資公司、國裕公司及領航公司名義，利用不知情之營業員各買進南港公司上市股票二十張、六百六十張及九百十張股票，而股價於 86 年 2 月 5 日南港公司公告重大消息後 6 個營業日，南港股票價格上漲 21 元，漲幅達 22.11%。法院認為，認列所得稅

---

<sup>171</sup> 台北地院 87 年度易字第 3747 號刑事判決、台灣高等法院 89 年度上易字第 4472 號刑事判決、最高法院 91 年度台上字第 6500 號刑事判決（駁回上訴）。

利益 2 億餘元，已達公司全年盈餘 3 億 9 千餘萬元的 55%，已符合證券交易法第三十六條第二項所稱「發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項」，對正當投資人之投資決定及股票價格應有重要影響，屬於重大消息。而認列所得稅利益於 86 年 1 月 25 日經會計師查核完成即已確定，被告雖主張該項認列須經董事會決議始為成立，惟未為法院所採<sup>172</sup>。此一判決又認為，消息於會計師查核時成立。

（三）訊碟公司案<sup>173</sup>，被告主張，公司調降財務預測的消息『至少應以公司內部會計人員作成公司營收財務報表，比較稅前損益實際數與預測差異數達到應調降財測之標準』時，始為消息成立之時點，被告在該時點前買賣股票應不成立犯罪。法院明白予以駁斥，認為所謂「獲悉發行股票公司有重大影響股票價格之消息」，指獲悉在某特定時間內必成為事實之重大影響股票價格之消息而言，並不限於獲悉時該消息已確定成立或為確定事實，否則過於限縮法條之適用，不符立法意旨及條文意旨。因此，內部人在獲悉『於某特定時間內勢必成為事實』的重大影響股價消息時，即不得買賣股票，『不須待此訊息在特定時點成立或確定成為事實後，方認內部人始有知悉之可能性』。

（四）櫻花公司案<sup>174</sup>，法院認為：台灣櫻花公司之財務調降變動程度僅達 15.82%，尚未符合財務預測實施要點第十八條規定，須向外公告之調降程度，且雅適公司及台灣櫻花公司中國華南廠是

---

<sup>172</sup> 參閱上註，南港公司案。法院似認為：認列所得稅利益係屬既定之事實狀態，依所得稅法第三十九條規定，亦無須經董事會決議通過即可認列入帳，該消息於會計師查核時成立；與上述調高獲利目標須經董監事會議決議通過，始行成立。兩者並不相同。

<sup>173</sup> 板橋地院 92 年度金重訴字第 2 號刑事判決，台灣高等法院 92 年度上重訴字第 66 號刑事判決，最高法院 94 年度台上字第 1433 號刑事判決。

<sup>174</sup> 最高法院 96 年度台上字第 3099 號刑事判決。

否為台灣櫻花公司百分之百持股，其虧損是否應全數反應於台灣櫻花公司，況依台灣櫻花公司財務報表載明該公司百分之百持股之櫻花衛廚（中國）有限公司，該年度有若干元之獲利，上開獲利如均反應於台灣櫻花公司之損益，勢必減縮該公司之虧損程度，則虧損金額若干？是否達於上開要點所定應為更新後財務預測並向外揭示之程度，自待調查審認；原判決徒以發行公司應公告季報、半年報及年報，並申報上月份營運情形之規範，可知上市、櫃公司之財測是否會達更新標準，公司相關內部人士，由公司之接單狀況、每月營收、外在市場之變化等因素，隨時評估實際稅前損益及預測稅前損益間之差異變動情形，對是否會發生財測更新之訊息，處於可確知之狀態。上訴人身為公司之負責人在該消息公開前，為股票之買賣，應屬證券交易法第一百五十七條之一第一項所規範之範疇等語，就上開損益是否達於財務預測更新而須向外揭露之程度，未置一詞，自嫌理由不備。

### 第三款 因合併案而進行減資

在新光金控公司<sup>175</sup>案，被告乙係股票上市之新光金融控股股份有限公司暨新光人壽股份有限公司董事長，並兼任實穗實業股份有限公司、新實實業股份有限公司、新光建設開發股份有限公司董事長，被告丙則為名師企業管理顧問股份有限公司實際負責人，並為被告乙兄弟之重要私人顧問，於新光集團並有「國師」之封號，於新光金控公司對外公布「新光人壽為了將來換股比例的合理化，於事前討論合併的過程中，對資產有做穩健度評估，因近年來市場利率下降，造成依法定提存的責任準備金仍需強化，決定提 196 億元，因為這部分壽險責任準備的增提將影響今年度的損益，以致影響到股東的權益，所以今天董事會通過以 90 年 12 月底的淨值 228 億元為目標，進行減增資」此一足以影響新光金控公司股價之重

<sup>175</sup> 台北地院 94 年訴字第 1049 號刑事判決。

大消息前，被告乙於 91 年 6 月 19 日至 20 日，連續藉由實穗公司與新實公司，各賣出 1010 仟股及 500 仟股之新光金控公司股票，而被告丙則於 91 年 6 月 13 日至 25 日間，分別融券賣出各 450 仟股及 200 仟股之新光金控公司股票。因認被告二人均涉嫌違反證券交易法第一百五十七條之一第一項。

法院認為：新光金控公司與臺新金控公司合併意願之消息，於 91 年 3 月 27 日以後，已置於不特定或特定之多數投資人可共見共聞之公開狀態，且新光人壽公司增提責任準備金之數額，及是否以減資彌補虧損及現金增資因應，新光金控公司是否因此更新 91 年度之財務預測，此於德勤公司所作之評估報告出爐前，尚在未定之天，須待該報告作出時始能知悉，並於新光人壽公司及新光金控公司董事會決議後方能確定，該日期為 91 年 6 月 24 日，是此項重大影響新光金控公司股票價格之消息之成立時點應係 91 年 6 月 24 日。是公訴意旨所指新實公司於 91 年 6 月 20 日出售所持有新光金控公司之股票五百張，實穗公司於 91 年 6 月 19、20 日出售所持有新光金控公司之股票 500 張、511 張，顯均在新光金控公司與臺新金控公司合併意願之消息公開之後，及新光金控公司之子公司新光人壽公司為配合新光金控公司與新光金控公司合併案，決定增提責任準備金 196 億元，並通過減資彌補虧損及現金增資案，及新光金控公司更新 91 年財務預測之消息成立之前，亦與證券交易法第一百五十一條之一第一項之規定，及同法第一百七十一條第一項第一款內線交易之規定未合。

#### 第四款 重大資產處分

(一) 在廣大公司案<sup>176</sup>，廣大公司擬出售南投廠土地及設備，公司董事長於 87 年 5 月 17 日與 X 長公司簽訂讓售協議書，同年 5 月 19 日廣大公司召開股東會授權董事會辦理；同日下午董事會即決議通過處分土地、建物及設備等；嗣於同年 6 月 30 日正式簽訂買賣契約書，並於 7 月 1 日在櫃買中心股市觀測站公告。公司董事等內部人於同年 5 月 28 日至 6 月 30 日間，買入廣大公司股票獲鉅額利益。被告主張 6 月 30 日正式簽約，消息始為成立，惟法院以證期會規定之『事實發生日』為依據，認為：本案中「重大影響股票價格消息」成立時點之認定，應以最早能具體認定前開交易之對象及交易內容（包括標的、買賣金額）及確實交易之履行必然性之時點為準。公司負責人與買方公司之負責人簽訂協議書，並約定讓售總金額，簽約時並同時交付訂金，是於斯時即已具體確定重大訊息，因而認定本案應以 5 月 17 日協議書簽訂日為消息成立之時。

(二) 在味全公司案<sup>177</sup>，87 年 8 月 28 日味全公司董事會授權董事長處理出售公司土地事宜；同年 10 月 12 日新燕公司董事會決議購買，10 月 13 日雙方簽約，總價 64 億 9 千餘萬元，味全公司獲利約 36 億元。味全公司於 10 月 14 日下午公告售地消息。味全公司董事長則透過子公司於 10 月 12 日至 14 日間購入味全公司 800 萬股。法院認為購地消息成立之時間，『應以能具體認定交易對象、交易內容（包括標的物、買賣金額）及買賣契約應可履行之時點為準，故仍應以該新燕公司董事會決議授權購置之 87 年 10 月 12 日上午 10 時為準』，因而判決董事長構成內線交易。

<sup>176</sup> 台北地院 89 年度易字第 1933 號刑事判決、台灣高等法院 91 年度上易字第 1604 號刑事判決。

<sup>177</sup> 台北地院 91 年度易字第 1296 號刑事判決、台灣高等法院 92 年度上易字第 560 號刑事判決。

(三) 在台鳳公司案<sup>178</sup>，被告主張，台鳳公司與駿達公司係於 85 年 12 月 11 日簽訂土地買賣契約，並於 12 月 13 日公布消息，故應以簽約日至公告日止，作為『內部消息存在時點』，被告主張未在這 3 天購買台鳳公司股票，應無內線交易可言。但法院駁斥此一主張，認定被告於 86 年 10 月間即已知悉駿達公司將購買台鳳公司土地，且請中華徵信所進行鑑價，得知該筆土地之市價至少有 18 億元，因此『不能以土地買賣雙方當事人簽約日作為被告知悉此一重大影響股票價格消息之始(時)點』，而應往前推至 86 年 10 月方為合理，否則『何能規範類此本件公司內部人自知悉土地交易以迄土地買賣簽約日期間買入股票之行為，此應非合於證券交易法第 157 之 1 第 1 項規定之立法解釋甚明』。

(四) 在新藝纖維公司案<sup>179</sup>，公司決定將工廠遷移，並出售原廠土地。82 年 5 月 25 日內部簽擬『工廠機器設備遷移及土地處分案』，同年 6 月 14 日董事會通過，翌日公布消息。4 月 17 日至 5 月 24 日間，董事長利用子女名義買入新藝公司股票。然而法院依新藝公司相關部門經理及廠長之證詞，認為董事長早於 82 年 1 月即決定遷廠售地，公司相關程序『僅係形式上在對外完成遷廠售地之所需法令程序而已』，法院認定消息於 82 年 1 月即已成立，董事長構成犯罪。

## 第五款 更換董事長

<sup>178</sup> 台北地檢署 87 年度偵字第 26198 號等 13 件起訴書、台北地院 89 年度訴字第 302 號刑事判決、台灣高等法院 92 年度金上重訴字第 5 號刑事判決。

<sup>179</sup> 台南地院 88 年度易字第 1138 號刑事判決；台南高分院 89 年度上易字第 345 號刑事判決。



在精英公司案<sup>180</sup>，法院認為，被告（原任董事長）於 87 年 8 月 10 日與庚某協議，將於 8 月 20 日的董事會中，支持庚某接任董事長，被告旋於 8 月 11 日出售股票，8 月 20 日庚某當選董事長，因此涉有內線交易。法院認為，公司更換董事長雖屬重大消息，惟必須於董事會完成改選程序後，消息始為成立，依公司法第 192 條第 1 項、第 208 條第 1、2 項、第 206 條第 1 項、第 207 條第 1 項規定，股份有限公司更換董事長（負責人）須經董事會決議通過之日，為重大訊息成立之時點。被告於精英公司董事會召開前，縱因為使庚某順利當選精英公司董事長，而有於公開市場出售個人或力捷公司持有精英公司之股票，再由庚某於公開市場購入，亦須於 87 年 8 月 20 日，精英公司董事會決議通過後確定。，被告出售股票時尚無內線消息存在，不構成犯罪。

## 第六款 出售不良債權

台開公司案<sup>181</sup>，被告辯稱：台開公司以 38 億元不良債權向資產管理公司融資 20 億元，本屬合理可行，並未對台開公司之財務、業務發生重大影響，應非重大訊息；且最後簽約之金額係 19.9 億元，而非公訴意旨所指之 16.5 億元；而即便認為係屬重大訊息，依照台開公司內部「取得或處分資產處理程序」之規定，該筆出售不良債權之議案須經董事會通過，本件台開公司原預定在 94 年 7 月 15 日董事會中通過授權董事長以不良債權向有意承作之資產管理公司辦理融資及出售事宜，因民股股東反對而未通過，直至 94 年 7 月 25

---

<sup>180</sup> 台北地方法院 89 年度訴字第 1508 號刑事判決；臺灣高等法院 91 年度上訴字第 1399 號刑事判決。

<sup>181</sup> 臺北地方法院 95 年矚重訴字第 1 號刑事判決。

日所召開之第 14 屆第 1 次臨時董事會中，始以 5 票對 4 票通過，顯見此一訊息於 94 年 7 月 25 日才告確定成立。

法院認為：任何重大消息都有其形成之過程，由我國或美國之司法實務見解顯示，如果固守僵硬之標準，認為程序尚未完成、消息尚未確定者，均非屬內線消息，恐過於僵化，甚至導致有人故意延遲消息「成立」之時點，為內線交易之操作預留更多之空間，如此解釋顯與立法意旨有悖，已如前述，自不能限縮解釋為「重大訊息尚未經董事會決議」，所以公司內部人或其所告知訊息之人事先知悉而買賣股票，就不構成內線交易，否則公司董事等大股東只要規避法院自行認定並限縮之時點，即可以在股市為所欲為，殊非立法者制定內線交易刑責之本旨。綜此，重大訊息之成立，不以未經董事會決議為必要，而台開公司為辦理不良債權融資案，早與各有意願之金融機構辦理洽商及實地查核，並在 94 年 7 月 12 日確認可即時辦理撥款之機構，顯見在第一次三井宴前，該重大消息業已成立。是被告上開所辯，亦非可採。

上開案例顯示，法院對公司調降財務預測、調升盈餘目標、出售土地及出售不良債權等事項的消息成立時點，見解尚未一致。

### 第三項 小結

重大消息有無成立時點？如果有，應依據何種標準決定？是否應依照法令章程所規定的程序認定？如此解釋，則合併案是否須經股東會決議才成立？如法令及章程均未規定，或因他人的行為對公司股價造成影響者，依何種標準認定成立時點？任何重大消息都有形成過程，如果固守僵硬的標準，認為凡程序尚未完成，消息尚未

確定者，均非內線消息，恐怕過於僵化，甚至導致有人故意遲延消息『成立』的時點，為內線交易的操作預留更多空間；此種結果，顯與立法意指相悖離<sup>182</sup>。畢竟『消息』(information)與『事實』(fact)不同，美國聯邦最高法院在 Basic Inc. v. Levinson 乙案的見解，係以消息對投資人買賣證券的影響程度著眼，衡量交易可能完成的機率及完成後對投資決定可能產生影響作綜合判斷，而非單純以尚未完成特定的程序，即否定其為重大消息的性質。

在訊碟案<sup>183</sup>中法院亦有類似見解：所謂「獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在消息未公開前．．．買入或賣出．．．」，應指內部人於「獲悉有（在於某特定時間內勢必成為事實）重大影響其股票價格之消息」時，在該消息公開前，為買賣股票之行為即足構成該罪。不須待此訊息在某特定時點成立或確定為事實後，方認內部人始有知悉之可能性。認定行為人是否獲悉發行公司內部消息，應就相關事實之整體及結果以作觀察，不應僅機械性地固執於某特定、且具體確定之事實發生時點而已，否則將無法把握該立法精神。

對此一問題，「重大消息管理辦法」於第四條中有所規定：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、付款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。由此可見，證券主管機關採取重大消息有成立時點之見解。實際上，該規定係參酌早期財政部證期會所定「公開發行公司取得或處分資產處理要點」第 4 條第 1 項之內容（該要點已於 91 年 12 月 12 日廢止，另定「公開發行公司

---

<sup>182</sup> 賴英照，前引註 3，頁 374。

<sup>183</sup> 板橋地院 92 年度金重訴字第 2 號刑事判決，台灣高等法院 92 年度上重訴字第 66 號刑事判決，最高法院 94 年度台上字第 1433 號刑事判決，板橋地院 93 年度金字第 6 號民事判決。

取得或處分資產處理準則」，在該準則第 4 條第 6 款中仍有類似規定)，顯係採取「多元時點，日期在前」之認定方法，且因將「事實發生日」、「協議日」亦列為可能之成立時點，可見不以該消息已確定發生為必要。此規定訂定之主要意旨，無非在闡述同一程序之不同時間均可為消息成立之時點，亦即強調消息成立之相對性。惟在財政部訂定公布「公開發行公司取得或處分資產處理要點」後，我國司法實務見解仍然分歧，可見該規定因留有許多彈性解釋之空間，造成部分實務見解之不一。此次證券主管機關金管會在其訂定「重大消息範圍及公開方式管理辦法」之理由中，即載明：「重大消息之發生與經過有許多時點，為求明確，明定其成立時點，以日期在前者為準。另本條對於重大消息之認定係參酌美國聯邦最高法院之判決，包含初步之合併磋商（即協議日）亦可能為重大消息認定之時點。」

## 第二節 消息公開與未公開之判斷

成為違法內線交易基礎之內部消息，除需為重大影響股票價格之消息外，尚須為未經公開之消息。內線交易之規範目的在於：排除因投資人間取得投資情報機會之不平等所造成的證券市場上交易之不公平。該重大消息一旦公開，則投資人皆有獲悉該消息之機會，不平等之狀態即已消除，而無對知悉該消息之背部人等繼續規範之必要。故該內部消息之「公開」，可視為內線交易禁止規範之解禁條件<sup>184</sup>。而在實務上，消息有沒有「公開」，經常是檢辯雙方攻防之重點，往往也是定罪與否的關鍵點。但何謂「公開」？證交法並無規定，實務上的看法也不一致，故有詳加探討之必要。

---

<sup>184</sup> 林國全，前引註 4，頁 290。

## 第一項 相關規定

證交法第三十六條第二項第二款規定：公司於發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項時，應於事實發生之日起 2 日內公告並向主管機關申報。公司如未依規定公告及申報，應依同法第一百七十八條第一項第三款科處罰鍰。惟應注意者，本條之規範對象為「公司」，而非如第一百五十七條之一係以內部人為對象，二者適用範圍不同。內部人是否有權逕行公開公司的機密消息？應視內部人與公司間的關係而定，如果無權公開而私自洩漏者，不但有民事責任問題，可能尚有刑法第三百十七條的洩密刑責。

依公司法第二十八條規定，公司的公告除證券主管機關另有規定外，應登載於本公司所在地日報的顯著部分。此另有規定係指，財政部證券暨期貨管理委員會台財證一字第 0910003639 號函令，依其規定各股票公開發行公司辦理公告申報事項，自九十一年八月一日起，應向該會指定之資訊申報網站進行傳輸。實務上，台灣證券交易所訂有「對上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序」，而依其第三條之規定，公司發生「重大訊息」的事實時，或發現大眾傳播媒體報導前條所定各款情事，或報導與事實有所不符者，應於事實發生或傳播媒體報導之日起次一營業日交易時間開始前，將該訊息內容或說明輸入本公司指定之網際網路資訊申報系統<sup>185</sup>，但於其前發布新聞稿者，則應同時輸入。（參見處理程序第二條、第三條及第六條）。

---

<sup>185</sup> 金管會證期局指定之資訊申報網站為「公開資訊觀測站」（網址：<http://sii.tse.com.tw/>）。

此外，證交所並訂有「對上市公司重大訊息說明記者會作業程序」，規定公司應於事實發生或媒體報導後的次 1 營業日前，由公司發言人參加交易所舉辦的記者會，向新聞界提出說明。公司在將有關消息輸入股市觀測站或記者會公開說明前，不得私下公布任何訊息（參見作業程序第三條及第六條）。

證交法明定公司應公告重要資訊，且內部人必須於消息公開後 12 小時才能買賣股票，但並未規定「公開」之意義，而係授權主管機關就公開方式等相關事項訂定辦法（第一百五十七條之一第四項）。主管機關即依授權制定了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，該辦法第五條，將內線消息區分為「公司的財務、業務消息」及「證券之市場供求消息」，適用不同的公開方式：

公司的財務、業務消息：必須由公司輸入證交所的公開資訊觀測站才算公開。金管會之說明為，公開資訊觀測站「業已行之有年，投資人已習於該平台查詢公司之重大消息」，因而作此規定。

證券之市場供求消息：除輸入公開資訊觀測站外，如經證交所或櫃買中心「基本市況報導」網站上公告，或兩家以上全國性日報「非地方性版面」報導，或全國性電視新聞，或這些報紙、電視所發行的電子報的報導，也算公開。

綜合上述，公告與公開並不相同。公告係指公司依公司法第二十八條規定，將公告登載於本公司所在地之直轄市或縣（市）日報之顯著部分；公開依重大消息管理辦法第五條之規定，則區分不同消息而有不同之公開方式。惟如依前述行政函釋，公開發行公司之公告亦須輸入公開資訊觀測站。如此一來，則已經公告者必屬已公開；反之，因公開尚有其他方式，故已公開者非必定達到公告之程

度。

## 第二項 實務之認定

實務上對於消息公開與否之認定標準尚未趨一致，就較寬鬆以及較嚴格之判決舉幾例如下：

### 第一款 較寬鬆之認定標準

在中纖公司案<sup>186</sup>，中纖公司以生產乙二醇（EG）原料為業，歷年累積虧損約達 12 億元。76 年第 4 季，國際間 EG 原料缺貨，且生產 EG 的主要工廠又於 77 年 5 月間相繼發生爆炸，價格益加飛漲，中纖公司乃將 EG 售價從每公噸 950 美元調升為 1600 美元。77 年 6 月 24 日中纖公司召開股東會時，董事長口頭報告指出，EG 價格持續暴漲，後市仍看俏，因此大幅提高當年度盈餘目標，由 6 千萬元調為 8 億 2 千萬元。中纖公司股價由 6 月份平均 48.37 元上漲為 7 月份之 88.83 元。股東會宣布上開消息前，中纖公司之關係企業及其職員，自 77 年 1 月 28 日起至 6 月 24 日止，總計買入中纖公司股票 3253 萬 4 千股。法院判決無罪，法院認為：以中纖公司調高盈餘目標而言，自始至終為市場缺貨之單一原因所致，而乙二醇缺貨復為市場所週知，公司之調高盈餘目標，如前所述，並未定為內線消息之範圍內，況該乙二醇即 EG 原料缺貨，又屬已公開之消息，缺貨所導致之價格飆漲，乃至於調高盈餘目標，均為必然之結果，與前開內線消息之概念，尤屬有別。

---

<sup>186</sup> 台北地院 82 年度易字第 4591 號刑事判決。

在統一公司案<sup>187</sup>，統一證券於87年6月上旬，受託辦理統一超商釋股41%之規劃作業。釋股消息於同年9月17日由統一公司透過股市觀測站對外發布。統一證券負責人卻先於9月1日買入統一公司股票，並於9月17日賣出。高等法院判決無罪，其認為：所謂之「公開」，證券交易法並未對之作定義性規定，惟衡諸該條之立法意旨，係為維繫股票市場之公平及正常之交易以觀，如報章雜誌報導之重大訊息，經證實與事實完全相符。該等消息既已置於不特定之多數投資人可共見共聞之情形下，應認屬符合證券交易法第一百五十七條之一有關「公開」之規定。釋股消息既經87年8月15日及8月30日聯合晚報兩度報導，8月29日之自立晚報及8月31日之萬象日報亦加以刊載，縱該等報導「僅限於台北地區發行，當然亦已達不特定多數人得以共見共聞之狀態，自難謂其未達公開性」，因此被告所為並非內線交易。

在太欣公司<sup>188</sup>案，被告夫婦二人分別係股票上櫃之太欣半導體股份有限公司董事長及監事，於86年6月間，知悉太欣公司營運大幅轉好，營業收入呈現大幅增長，又因部分基本假設變動，依規定應更新財務預測，竟共同基於概括犯意，在該消息未公開前，連續以每股新臺幣27元5角至81元1角不等價格，大量買入或賣出與其身分、資力顯不相當之太欣公司上櫃股票。高等法院以本案無證據證明，被告於86年7月10日太欣公司公告前，即先行獲悉6月分之營運收入，因而為無罪判決，其中就消息是否公開，法院之見解為：上開消息雖屬重大影響股票價格之消息，但於86年7月23日以後已經媒體報導，處於多數人得以共見共聞之情形，自應已屬

---

<sup>187</sup> 台北地院84年度易字第4769號刑事判決，台灣高等法院86年度上易字第2017號刑事判決。

<sup>188</sup> 台灣高等法院92年金上易字第1號刑事判決。



「公開」，於該時期為買賣行為，即不應令其負違反證券交易法內線交易之責。

## 第二款 較嚴格之認定標準

在濟業電子公司案<sup>189</sup>，濟業電子逾 76 年到 78 年 3 年間均有相當盈餘，惟 79 年間，因受其海外子公司之拖累，第 3 季財務報表出現虧損達 6682 萬餘元。公司增資申請案被證管會駁回後，外商銀行開始抽銀根，公司財務狀況吃緊。80 年 3 月 12 日濟業公司在台灣新生報正式公告其 79 年度營運虧損達 7 億 8300 萬元。濟業公司負責人於公開財務虧損前，利用不知情之人頭戶自 79 年 10 月 29 日起至 80 年 2 月 8 日止，大量出售持股計 552 萬 5 千股。濟業公司負責人辯稱，公司增資案未獲核准之事實，早已在報上公開刊登，且坊間報章雜誌不斷報導該公司之財務狀況，且公司虧損於 79 年第 1 季即已出現，眾人皆知，並非未公開之重大消息。惟法院認為，被告於獲知公司鉅額虧損後，未依法公告及向證管會申報，反而暗中出售持股。應構成內線交易。

在訊碟公司案<sup>190</sup>，被告為董事長及其配偶，於 89 年 8 月 19 日起至同年 10 月 26 日止大賣訊碟公司股票，同年 11 月 1 日公告調降財務預測。被告主張，公司營運不佳的消息媒體於同年 8 月到 10 月間已廣為報導，應屬公開的消息。但法院認為，訊碟公司於 89 年 8 月至 10 月間於媒體上雖爆發各項對該公司營運不利之傳聞，惟該公司對外均宣稱其營收狀況正常，且該公司於 89 年 11 月 1 日

---

<sup>189</sup> 台灣高等法院 81 年度上易字第 3051 號刑事判決，台北地院 80 年度易字第 7238 號刑事判決。

<sup>190</sup> 參見板橋地院 93 年度金字第 6 號民事判決。

調降財測之消息公開前，亦未於股市觀測站公開原告所主張之四項重大消息，故本件重大消息之公開日，自應以訊碟公司 89 年 11 月 1 日調降財務預測之重大消息於股市觀測站公告之日為重大消息之公開日。

在台開案中，被告等五人雖均辯稱有關台開公司進行聯貸案及出售不良債權之訊息，早經各新聞媒體大幅報導，並經台開公司於 93 年度年報中加以載明而公開，且有關台開公司讓售信託部門與日盛銀行將獲利 15 億餘元之訊息，亦經新聞媒體大幅報導，則縱認台開公司所進行之聯貸案及出售不良債權等事宜為重大訊息，該等訊息亦早已公開。惟法院認為：有關聯貸案：顯見即便當時已詳閱各新聞報導及年報之一般理性投資者，所可能知悉台開公司之聯貸金額，均為不包括用以支付日盛銀行賠付款之丙項 20 億元；有關出售不良債權之訊息：一般理性投資者自該訊息中，實無法判斷得出「出售信託部門不良債權融資之 16.5 億元，將足以支應台開公司讓售信託部門與日盛銀行所需支付 60 億元款項之第二期賠付款 45 億元」之重大訊息之結論，顯見一般理性投資者亦無法自該報導中，知悉判斷出困擾台開公司多時、因付款時程壓縮且籌款不易而面臨資金缺口壓力，致讓售信託部門可能破局之情況，將因不良債權之融資而獲解決之重大訊息。是被告所辯台開公司進行聯貸案以及不良債權融資之訊息，早經各新聞媒體大幅報導云云，即非可採。

從上開案例顯示，法院對媒體之報導是否構成公開，見解並不一致。有時認為經媒體披露已足以達成公開之目的；有時則認為媒體報導後尚須經公司相關人士證明屬實，始足以符合公開之標準。

### 第三項 小結

對於重大消息之公開方式，應不以輸入公開資訊觀測站為限，惟新聞媒體已大幅報導之訊息，除非該重大消息已經媒體完整、真實報導，否則仍應認為非屬業已公開之消息：

證券交易法規定公開發行公司必須公開重大影響股票價格之消息，在於破除資訊不對稱之情況，使投資人得以在資訊平等之基礎上從事公平交易。而依現行社會發展狀況及證券交易實務，投資人未必均有上網之能力或習慣，故如規定公司公開重大消息之方式限於輸入公開資訊觀測站，反使不能、不便或無上網能力之人無從知悉該重大消息。惟「重大消息範圍及公開方式管理辦法」第 5 條第 1 項所規定涉及公司財務、業務之重大消息之公開方式，只限於經公司輸入公開資訊觀測站而言，然在大眾傳播媒體甚為發達之今日，將消息披露予社會大眾之方式，顯然非僅在公開資訊觀測站一途而已，上開規定就重大消息公開方式僅限於公開資訊觀測站，似不符合前述法律意旨<sup>191</sup>，而有重新檢討之必要。亦即重大消息如已經新聞媒體顯著報導，且其內容完整而確實，應認亦為重大消息公開方式之一，亦即並不以經公司輸入公開資訊觀測站為限。重大消息縱經新聞媒體大幅報導，但在公司或相關人士證實前，仍屬傳聞，一般投資人無法判斷事實之真偽，即無法據以作成投資決定；反之，內部人卻可以加以利用，市場之公平性即因此會遭到質疑。因為新聞媒體在截稿時間之壓力下，往往未能詳細查證，報導之內容即未必與事實完全一致，且觀諸我國現行實務，經常有公司針對新聞報

---

<sup>191</sup> 參照臺北地方法院 95 年矚重訴字第 1 號判決：「重大消息範圍及公開方式管理辦法」第 5 條第 1 項所規定涉及公司財務、業務之重大消息之公開方式，只限於經公司輸入公開資訊觀測站而言，然在大眾傳播媒體甚為發達之今日，將消息披露予社會大眾之方式是，顯然非僅在公開資訊觀測站一途而已，上開規定就重大消息公開方式僅限於公開資訊觀測站，顯不符合前述法律意旨，就此本院自不受其拘束。是重大消息如已經新聞媒體顯著報導，且其內容完整而確實，應認亦為重大消息公開方式之一，亦即並不以經公司輸入公開資訊觀測站為限。

導加以澄清之情事。因此，除非該重大消息已經媒體完整報導，或消息係經由該公司之交易相對人所揭露，否則未經公司或相關人士證實之報導，尚不得認為業已「公開」<sup>192</sup>。

綜上所述，可以得知重大消息是否公開之判斷標準如下：首先，應視是否輸入公開資訊觀測站，如已輸入，則應認為已公開；如未輸入，則須視該重大消息是否已經媒體完整報導，或消息是否經由該公司或相關人士證實，如答案是肯定的，則亦應認為該重大消息已屬公開；反之，如僅為未經完整報導之傳聞或未經公司或相關人士證實之報導，應不得認為該消息業已公開。

在金管會公布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後，其係由證交法授權訂定，法院亦應受其拘束，因此以往見解歧異之問題應可獲得相當程度的解決。惟本辦法之規定是否恰當，亦有檢討之餘地：

首先，內線交易為 3 年以上 10 年以下有期徒刑之重罪，如果公司正式召開記者會，媒體也顯著報導，只因為沒有輸入公開資訊觀測站，便須處以重罰，是否過於嚴苛？可能需要經過憲法比例原則之檢驗。另一方面，此種規定對於不方便上網以及不會上網之投資人是否亦有不公？

其次，從投資人保護之觀點而言，消息經媒體報導後，如經相關當事人證實，並作必要的補充說明，則在說明後應可認為已屬公開。惟若只是市場傳言，相關當事人並未出面說明，雖然報章雜誌

---

<sup>192</sup> 林國全教授認為內部消息之公開應以有權公開該消息之人所為者，始有解除內線交易規範之效力，蓋若非有權公開該消息之人所為，則其所公開消息之可信賴性，非無疑問。參閱林國全，前引註 4，頁 292。

多所報導，然投資人如何判斷真偽，並據以作成投資決定，則有問題。此種情形，與公司主動召開記者會，報紙據實報導之情況明顯不同。

金管會針對內線交易重大消息的範圍及其公開方式的認定所做的規定，用意良善，深植肯定。惟僅以輸入公開資訊觀測站作為涉及「公司財務業務消息」唯一之公開方法，似乎失之狹隘<sup>193</sup>；另一方面，未經當事人證實之媒體報導，也認為符合證券之市場供求信息」之公開要件，則又有過於寬濫之嫌，應有加以檢討修正之必要<sup>194</sup>。

---

<sup>193</sup> 劉連煜，前引註 137，頁 303-304。

<sup>194</sup> 賴英照，賴英照說法-從內線交易到企業社會責任，頁 36-37。

## 第六章 知悉未經揭露重大訊息而為交易之具體認定

我國內線交易規範理論在內部人範圍之界定上，係採取資訊平等理論作為支持論據，而實務在行為主體之判斷上卻過於強調行為人身份要件之形式認定。實際上，應將判斷重心導向行為人是否知悉未公開重大內部訊息，而與投資大眾間產生資訊不對等之事實狀態，亦即以內部訊息為重心之實質認定方式判斷行為主體之範圍<sup>195</sup>。

而針對行為人之主觀要件僅規定，行為人「獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時」，在消息未公開前，不得從事係爭發行公司股票之交易行為。從法條文義解釋要行為人知悉未公開且重大影響股票價格之內部訊息，即不得從事係爭有價證券之交易行為，而不論其主觀上是否具有「利用」內部訊息從事證券交易之意圖，亦不問其獲悉內部訊息與證券交易之間是否具有因果關係。此種立法模式顯係與美國證管會及其後國會立法所採取之「佔有標準」，以及歐盟 2003 年《內線交易及市場操縱指令》將行為人「必須對於內部訊息之事實具有全面認識」之要件刪除之立法趨向相同。

惟如何判斷內部人是否「知悉」重大消息？內部人主觀上之故意、過失對內線交易之成立是否亦有影響？乃有探究之必要。

### 第一節 內部人「知悉」之認定

#### 第一項 問題之提出

---

<sup>195</sup> 鄧依仁，前引註 32，頁 150。

人之意識是否「知悉」某特定外界訊息之事實，屬於內在事實或內心事實，依目前科技發達之程度，似仍未聞能以積極證據直接加以證實之科學方法，而僅能以外界客觀事實加以佐證，例如：證人證稱曾經告訴被告某事實、被告曾在記載某事實之文書上簽名或蓋章、依據被告事後之客觀行為可認其應知悉等等，至於被告是否確實對於該事實有所認識，進而依據該事實而為特定行為，似無從深究。

然而內心知悉狀態通常最為隱蔽，在被告矢口否認之情況下，皆難以透過直接證據予以充足證明，故「是否獲悉內部訊息」此一爭點即成為行為人最常抗辯之關鍵，因此認為有辨明之必要。

## 第二項 實務見解

### 第一款 美國法院見解

在美國內線交易訴訟案例實務上，即採取間接證據從旁證明行為人之主觀知悉要件，以下為美國法院在利用間接證據推定行為人主觀要件時，所採取之標準：

(一) 與掌握重大未公開內部訊息之人接觸後，馬上買進或賣出大量股票<sup>196</sup>：

此內線交易體系的主要消息告知人是 Alan R. Ihne，他之前是紐

---

<sup>196</sup> See SEC v. Musella, 748 F. Supp. 1028, p.1039 (S.D.N.Y. 1989).

約一家叫做 Sullivan & Cromwell 法律公司的經理 ( the manager of the office services department )。在 1981 年 1 月 1 日和 1982 年 12 月 31 日之間 ( 本訴訟系爭交易發生的期間 )，Sullivan & Cromwell 公司提供有關公司公開收購、合併等機密法律諮詢服務給特定客戶，該公司並分發給每個雇員 ( 包括 Ihne ) 一系列關於保護祕密的訊息的重要性的備忘錄，而 Ihne 也知道公司的政策。Ihne 承認他明知且有意從該公司私自取用該公司客戶有關公司合併的機密消息。Ihne 也承認他知道他的所作所為是錯的，但是仍然竊取該消息。Ihne 把私自取用的的訊息提供給他的朋友 Joseph Palomba，和 Palomba 的股票經紀人 James Stivaletti，他們三人後來形成一個團體利用從 Sullivan & Cromwell 公司私自取用的祕密訊息來獲取利益，他們決意由 Ihne 從 Sullivan & Cromwell 公司竊取有關公司合併、公開收購的訊息，然後由 Stivaletti 決定如何投資，為促成這個計畫，他們三人在 Societe Nationale Elf Aquitaine 公司 ( Sullivan & Cromwell 公司的客戶 ) 宣布公開收購 Texasgulf 公司之前，購買 Texasgulf 的股票。

此次交易後 Palomba 對使用他的帳戶為交易表示不放心，因此 Ihne 和 Palomba 要求 Stivaletti 找人頭戶來代表購買股票，Stivaletti 找來了同班同學的兄弟 Dominick Musella 來當人頭，Musella 和 Stivaletti 最初同意如果 Stivaletti 發現有像 Texasgulf 一樣的投資機會，Musella 將買股票，並且他們將平分利潤。Stivaletti 建議 Musella 將他的交易分散在不同的帳戶中，如果可能的話最好使用不同的名字。Stivaletti 告訴 Ihne 和 Palomba 他已經找到願意為他們購買股票的人，但是並沒有告訴他們 Musella 的身份。在 1981 年 8 月 13 日，Musella 做出他生平第一次股票交易，基於 Ihne 從 Sullivan & Cromwell 公司那裡偷竊的訊息 ( Ihne 和 Stivaletti 斷定 Garfinckel 即將被公開收購 )，Stivaletti 指示 Musella 購買 Garfinckel 的股票。



Musella 原本沒有股票經紀人，因此他透過朋友找了一位經紀人 Gus Drakos，Musella 透過 Drakos 打開他生平第一個經紀人帳戶並且購買價值 136791.37 美元的 4000 股 Garfinckel 股票。Musella 透過兌現一張 20,000 美元存款單以及從他 19 歲姪子 Frank Tumminia 處借來的 48,000 美元完成 Garfinckel 交易，第二天（1981 年 8 月 14 日），Allied Stores Corporation（Sullivan & Cromwell 的客戶）宣佈要公開收購 Garfinckel，當天 Musella 出售他的持股獲利 51566.76 美元。其後 Stivaletti 透過 Musella 陸續進行多次交易，Musella 並把消息告知 DeAngelis'，DeAngelis'也跟著從事多筆交易獲利。

在有關 DeAngelis'的內線交易責任方面，DeAngelis'與 Musella 為好友，DeAngelis'且皆是在與 Musella 接觸後就跟著進行進行交易，DeAngelis'證明他和 Musella 在 1977 或 1978 年開始討論股票交易市場。根據 DeAngelis'的證言：我們談論股票，我們談論股息，我們談論控制公司，投票選舉多少股票，在椅子上的董事會主席將出現的全部談話。

法院認為消息受領人一樣有責任，因為他知道或者本應知道他正利用私自取用的非公開訊息。首先，在 Musella 從 Stivaletti 買賣被偷的訊息之後不久，DeAngelis'的交易與 Musella 的交易相似並且總是緊接著發生。其次，有關的金額和投資顯示 DeAngelis'對於這幾次投資將會很快獲得回報的信心異常高，因此暗示有內線交易的可能。第三，DeAngelis 有關他和 Musella 討論 Marathon, Penn Central, and Signode 等公司以及他為何購買該等公司股票證言並不可靠。第四，一位 DeAngelis 的密友的儿子 John Malizia，斷定迪恩吉利斯正利用對普通民眾不可得到的訊息。第五，DeAngelis 說他和 Musella 係以兩位投資者的立場去討

論這些股票的解釋也顯示他對他的購買的解釋是捏造的。第六，法院不相信迪恩吉利斯的證言：他不知Drakos是Musella的經紀人。因為和他的妻子透過Drakos開帳戶。最後，當SEC的人員在DeAngelis'買入Marathon股票後打電話給他時，他甚至否認他認識Musella，更證明了他在說謊。因此法院認為DeAngelis'知悉內線消息並為交易，構成內線交易。

(二) 大量融資或借貸以取得資金進行證券交易<sup>197</sup>：

在上開案例，Musella 透過兌現一張 20,000 美元存款單以及從他 19 歲姪子 Frank Tumminia 處借來的 48,000 美元完成 Garfinckel 交易，Tumminia 的該筆資金是他最近從他的父母的死那裡得到的人壽保險收入。Musella 以前從來沒有向 Tumminia 借過錢，而且也沒在任何保證他會償還債款的文件上簽字。

法院認為在認定 Musella 主觀上是否知悉並有意利用竊取的機密消息方面，此等大量借貸以取得資金進行證券交易，亦可作為間接證據之一。

(三) 以眾多人頭帳戶分散其交易進行<sup>198</sup>：

Ihne私自取用關於公司合併的機密消息，此消息是竊取自Sullivan & Cromwell公司，他將此消息告知他的朋友Palomba以及Palomba的證券經紀人Stivaletti，Stivaletti並找來了他的客戶Michael Musella的兄弟Dominick Musella，Stivaletti也擔任O'Neill,Martin以及John Musella

---

<sup>197</sup> Id.

<sup>198</sup> See SEC v. Musella, 678 F. Supp. 1060, p.1063 (S.D.N.Y. 1988).

(Dominick和Michael的兄弟)的證券經紀人,但是任何在本案中提及的交易他們三人並沒有透過Stivaletti來進行。

在1981年O'Neill, Martin and John Musella是紐約市警官和朋友,三人都有在股票交易市場上買賣股票,1981年6月John Musella建議O'Neill購買Texasgulf的股票,6月16日O'Neill與Martin購入該公司股票,6月26日該公司的公開收購消息隨即被宣布,Ihne, Palomba以及Stivaletti也利用該次公開收購買賣股票獲利,該消息是從Ihne聽來的。在Texasgulf公司公開收購消息被公開後,O'Neill問John Musella是否他期望得到更多的訊息,Musella回答是的,隨後的幾個月,在O'Neill和Martin的交易中有一部分是以Musella建議為基礎。O'Neill和Martin也允許Musella透過他們成立的Nassau Investment Club買賣獲利,之後John Musella告訴O'Neill他的兄弟Dominick需要一個新經紀人,O'Neill推薦他自己的經紀人,Mosely Hallgarten經紀業的Roger Rowe,O'Neill要求Rowe將Dominick所做的股票交易告知自己。其後O'Neill和Martin藉此機會買賣多間公司股票獲利,他們也允許John Musella透過Nassau Investment Club的人頭帳戶為交易,這些公司在處理併購方面都係以Sullivan & Cromwell事務所為代表,Ihne藉此提供內線消息給他們。

SEC認為,在1981年到1982年期間,Ihne、Palomba、Stivaletti以及Dominick Musella等四人靠著Ihne提供的內線消息買賣股票以獲取利益,但是SEC沒有直接證據證明他們知悉上述的內線消息,因此只能從以下間接證據來推斷:1.Sullivan & Cromwell職員的供詞確定Ihne挪用屬於公司的客戶的祕密的訊息並且為了經營客戶的股票把那訊息洩漏給他的消息受領人;2.O'Neill和Martin兩人也相信John Musella的建議被以祕密的非公開訊息為基礎;3. O'Neill並作證:從Texasgulf和Marathon的交易和John Musella的職位以及與我們的關係,在那時,我

們感到他應可得到內部消息；4. O'Neill和Martin與其他經紀人建立個人和俱樂部帳戶，這些人都沒有大量的交易額，因此經紀人建議將內線交易分散在其他帳戶中以避免察覺；5. O'Neill要求Rowe將Dominick所做的股票交易告知自己，Dominick Musella為交易時由於這些被告允許John Musella透過他們的帳戶並且要求John Musella以少於10000 美元的現金付款給他們避開銀行的紀錄；因此，綜上所述，認為被告已經開闢一個非公開訊息的管道的，不希望消息的流動被打斷，並且不想要他們的消息來源被知道。

法院認為在內線交易案中，行為人獲悉消息與否並不局限於和主要消息受領人直接接觸之人，而是無論他身處何種地位，明知或可得而之他正利用不正當獲得的非公開訊息。O'Neill 和 Martin 都有意識並且仔細考慮選擇不要問 John Musella 任何有關他們懷疑存在的這祕密源頭的問題。在行為人主觀上知悉與否此問題上，法院從O'Neill 的證言上以及上述其他間接證據推論，至少，O'Neill 和 Martin 本應知道其忠實義務已因祕密、非公開的訊息而有所違反。SEC 的舉證責任是顯示行為人購買或者出售有價證券不正當的使用祕密的、未公開的訊息，以及行為人主觀上對該消息的知悉與否。SEC 對於這些問題存在的事實已經證明。事情已經明白的顯示：所發生的足夠清楚：Dominick Musella（第一手的信息受領人）正在他的家庭中傳播好處。因此認定 Dominick Musella 構成內線交易。

（四）於發行股票公司對外公開重大財務、業務狀況前，買進或賣出大量股票<sup>199</sup>：

---

<sup>199</sup> See *In re Words of Wonder SEC. Litig.*, 35 F.3d 1407, 1427 (9 th Cir. 1994).

1985 年，Donald Kingsborough 成立了 WOW，生產、販售一種名為：The World of Teddy Ruxpin 的玩具，Teddy Ruxpin 馬上竄紅，成為 1985 耶誕季銷售排行榜一員，在第一個會計年度（終止於 1986 年 3 月 31 日）淨銷售 9300 萬元。不久之後，WOW 發行名為：“Lazer Tag”的紅外線玩具槍，Lazer Tag 瞬間成為另一熱賣品，WOW 在 1986 耶誕季又發表其十大熱賣玩具中的兩項，最後，WOW 淨銷售紀錄為 1987 年會計年度的 3.27 億元。基於希望更大幅度的拓展，WOW 在 1987 年 1 月 4 日運作一種公開發行的、無擔保、（利率）9%、可轉換、次位公司債。

然而，其額外的虛增資本顯示，公司對於其不受控制的成長已經無法繼續維持下去，而幾乎同時，WOW 著手一連串導致其公司債市場價格急速崩跌的公開揭露，進而，在最後導致全面的財務崩潰。1987 年 1 月 27 日，該公司呈報 1988 會計年度第一季損失 1000 萬元。兩個月後，該公司揭露其已解雇 60 名員工並進行更進一步的裁減成本評估。1987 年 11 月 9 日，WOW 呈報淨 1988 會計年度第二季損失 430 萬元，並宣示 Teddy Ruxpin and Lazer Tag 降價。在 1987 年耶誕銷售遠遠滑落於計畫之後，WOW 不履行該公司債的首次利息給付，且不久之後計畫於 1987 年 12 月 21 日破產，使得該證券成壁紙。

幾位 WOW 公司債購買者（原告）隨後計畫團體訴訟，以公司高層、決策者、股東、擔保人及獨立稽核人為被告，主張其有關該公司債發行（情事）涉及證券詐欺，原告聲明伴隨發行的計畫書（「公司債計畫書」）違反 sections 11 and 12(2) of the Securities Act of 1933（“1933 Act”）and section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934（“1934 Act”），是錯誤的與誤導的，且負責人與股東牽涉內線交

易，違反 section 10(b)。原告並且在無充分證據之情形下，結論式的主張被告因為對「SEC 的新聞聲明、文件以及對分析師的報告書」等文件的誤導，而違反 Rule 10b-5。

在牽涉內線交易部分，被告反駁：在他們始終經營的型態的部分，反駁任何知情的推斷或輕率的經營，若 WOW 的高層屈服於觸犯詐欺罪，他們不致於在計畫書中提供如此詳盡的風險揭露，更有甚者，若如同原告所主張，高層知悉正朝向財物災難，他們大概會中途出脫其實在的股份持有，相反的，每位高層被告把持他們的 WOW 股票而招致與原告同樣大的損失。

法院認為：為了證立 section 10(b)的義務，原告必須展示被告明知而為——「涵括故意詐騙、操縱、欺瞞的某種心理狀態。」而公司在計畫書中詳盡的風險揭露否定明知的推斷，被告經公開之不利公眾資訊的提供，否定關於其惡意詐欺行為的推斷，同樣的，高層的最低股份銷售也否定明知的推斷，再者，高層維持 WOW 擴張的成就，包括在廣告與產品研發上增加的支出，顯示出其在 WOW 之成功預期上的良好信念。任何關於被告股份銷售所引起不良信念的不著邊際推斷皆被被告全面的經營型態所徹底驅散。在整個團體訴訟期間，被告持續的以該公司大部分的未來作為成功的賭注，在產品研發、市場開發及拓展上傾注上百萬元。同一時間，被告保持大量的持股，及在令人失望的銷售揭露之後（業績）衰退幾乎達 75% 的局面下仍維持住。綜上所述，因而認定被告主觀上並未明知，不構成內線交易。

(五) 撤銷原交易計畫，或利用迂迴手段避免其交易被察覺<sup>200</sup>：

被告 Fox, Randall 和 Ball 三人於 1983 年任職於 Texas Instruments (以下簡稱 TI) 公司的消費者團隊 (Consumer Group)，這個團隊位於德州的 Lubbock，主要是負責 TI 公司家用電腦和相關軟體的設計、生產和行銷。消費者團隊在上一季規劃它的每年預測，然後為了建立生產水準，在一個每月基礎上重新評估這種每年預測。1983 年的銷售預測為 300 萬的家用電腦和 1920 萬單位的軟體，從 1983 年 1 月 1 日到同年 6 月 10 日，每年預測的每月修正沒低於 300 萬家用電腦，4 月和 5 月預報 340 萬單位的家用計算機的銷售。

不過，在 1983 年 6 月 10 日，星期五，TI 的董事會舉行一個特別的會議並且在公開交易結束之後發布一項新聞稿，在該新聞稿中，TI 公司宣佈它正實質上降低它的家用電腦硬體和軟體的產量並且預估第二季稅後大約有 1 億美元的損失。在 6 月 9 日，Fox, Randall, Ball 和 Fox 的監督人 Fleece 購買了大量的 TI 公司股票的「put」options<sup>201</sup>，在 6 月 10 日消息公布後到 6 月 14 日之間，TI 公司的股價下降了 50 美元，從 TI 公司的股價下跌中，Fox 獲利 580400 美元、Fleec 獲利 139000 美元、Ball 獲利 21600 美元、Randall 獲利 6000 美元。

---

<sup>200</sup> See SEC v. Fox, 855 F.2d 247, p.253 (5 th Cir. 1988).

<sup>201</sup> 當一份股票的價格下跌時，put options 為賺錢提供一種方法，它是一種在將來的日期以特定價格出售特定股票的契約，如果在該選擇權開放的期間內該特定股票的價格跌到低於該選擇權的價格，put option 的持有者能透過以低的市場價格購買股票然後為更高的選擇權價格出售它而獲得利益。其原文為：“Put” options provide a method for making money when the price of a stock falls. A “put” option is a contract to sell a specific stock at a future date for a specified price. If the price of the specified stock falls below the option price during the period in which the option is open, the holder of the “put” option can make a profit by purchasing stock at the low market price and then selling it for the higher option price.

SEC 認為被告明知該等重大消息，而於消息未公開前購買該公司股票獲利，違反 rule 10b-5 之規定，但是 SEC 無直接證據證明被告等人明知該等重大消息。地方法院認為從 SEC 所提供之間接證據亦得推斷被告主觀上知悉該重大消息，SEC 提供之間接證據有：1. Fox, Randall 和 Ball 三人試圖從 SEC 撤銷原交易計畫；2. 被告試圖製造一個使人誤解的文件痕跡；3. 當 Fox 與他的經紀人談話時，Ball 到 Fox 的辦公室拜訪；4. Ball 鼓勵 TI 公司的其他員工購買 TI 公司的股票；5. 被告從事的交易額遠超過他們以前的選擇權的交易量。第五巡迴法院亦支持地方法院之判決。

(六) 於主管將收購文件交付於員工後不久，該名員工即買進收購案件中標的公司所發行之股票<sup>202</sup>：

Anthony Materia 是 Bowne of New York City 公司的員工，該公司專門從事影印金融文件著稱，其中包括許多自己公司客戶的公開收購文件。由於即使是對於將來的公開收購案的暗示也會對目標公司 (target company) 的股票價格造成暴漲的影響，因此對於有關目標公司身份消息的保密都被極其敏感的保護著，所以公開收購公司或者為他們擬公開收購文件的法律公司經常將目標公司身份的消息省略，除非已經到最後關頭，並且經常使用代號來表示目標公司。總之，經由快速閱覽這些機密檔案的初步版本並不能揭露被保護的消息。

Anthony Materia 的職稱是校對助手 (copyholder)，他負責大聲

---

<sup>202</sup> See SEC v. Materia, 471 U.S. 1053 (1985).



的對校對者（負責檢查校樣與從客戶那裡收到的副本相符）唸出客戶的草稿。Bowne 公司和他的客戶雖然審慎努力的保護機密的消息，Materia 仍然能夠推測至少在 1980 年 12 月到 1982 年 9 月這段期間內被公開收購的 4 家目標公司，Materia 在發現目標公司的數小時內就買進該公司的股票，並在公開收購消息公開後幾天內出售持股，因而取得相當的獲利。在 Materia 對第 4 家目標公司完成他的購買和擔出售股票後不久，SEC 認為 Materia 利用從公司和公司客戶處私自取用而來的未公開的重大消息買賣股票，因而控告他違反 Rules 10b-5 and 14e-3。

Materia 試圖表明他不可能欺騙他的雇主，因為他沒意識到他在他的工作的過程中處理的訊息是機密的。但是法院認為：Bowne 公司和他的客戶已經審慎努力的保護機密的消息了，且從 Materia 於收取公開收購文件數小時內，即購買該被公開收購公司的股票，可以推斷 Materia 對於未公開的重大消息主觀上是有認知的，因此認定 Materia 構成內線交易。

## 第二款 我國法院見解

（一）董事長對公司所得稅利益認列年度盈餘等既定之事實狀態，應無不知之理（精英公司案<sup>203</sup>）：

在精英公司案，，被告（原任董事長）於 87 年 8 月 10 日與庚某協議，將於 8 月 20 日的董事會中，支持庚某接任董事長，被告旋於 8 月 11 日出售股票，8 月 20 日庚某當選董事長，因此涉有內線

---

<sup>203</sup> 台灣高等法院 91 年度上訴字第 1399 號刑事判決。

交易。

法院認為：從台灣高等法院 89 年度上易字第 4472 號判決理由欄三後段「顯見該公司於 86 年 1 月 25 日已確定所得稅利益得列入 85 年度之盈餘，被告等人分別為該公司董事長、常務董事，自無不知之理」<sup>204</sup>。該判決僅因被告身為公司董事長、常務董事，即認該等對於「公司所得稅利益得列入 85 年度之盈餘」如此事項，「自無不知之理」。而本案被告，不但每每主持公司之董事會、負責公司對外貸款之背書保證，且公司財務經理為財務調度，籌集部分增資股款，亦需向被告報告，由被告指示處分股票，而謂被告對於公司業績低落至需調降財務預測，會計師亦已製作更新後之財務預測等如此重大事項，毫無所悉，似屬無從想像？

(二) 公司原為具有高度風險、仍為全額交割之股，而被告竟貿然投入大筆資金購買該公司股票 (台開案<sup>205</sup>)：

證券交易法所規定之內線交易行為，其構成要件並不要求任何人之財產遭受損害或發生危險，只要特定人 (消息受領人) 知悉影響股價之重要消息，在該消息尚未對外公開前，買進或賣出股票，構成要件即已該當，因此內線交易行為為即成犯，不以發生結果為必要，且行為人是否有藉該交易獲利或避免損失之主觀意圖，應不影響其犯罪之成立。又證券交易法第 157 條之 1 之條文內容既無「致生... 之危險」之具體危險文字，依照通說及實務對於危險犯之理解，內線交易罪即屬於抽象危險犯。因此，在客觀面上，行為只要

<sup>204</sup> 此處係所得稅利益認列年度盈餘，所得稅利益係屬既定之事實狀態，依所得稅法第三十九條規定，亦無須經董事會決議通過即可認列入帳，與後述調降盈餘目標議案，仍須經公司董監事會議通過，始行成立，兩者並不相同。

<sup>205</sup> 臺北地方法院 95 年矚重訴字第 1 號判決。

符合構成要件所描述之事實，即可認定具有此等抽象危險，無待法官就具體案情而作認定，即不需證明是否發生具體危險；在主觀面上，行為人不以認識危險狀態之事實為必要，亦即縱行為人主觀上認無造成不公平交易之風險，亦構成本罪，內線交易行為人是否有藉該交易獲利或避免損失之主觀意圖，並不影響其犯罪之成立。

綜此，94年7月間台開公司為具有高度風險、當時仍為全額交割之股票，被告玄、C、亥如未自被告G處獲有影響股價之重大消息，即不可能貿然投入大筆資金購買。而被告G在第一次三井宴前，對於台開公司業務狀況並非完全不知悉，且其在第一次三井宴中，確已具體傳遞信託部門讓售、聯貸案丙項及不良債權融資等事宜之細節，而非僅是表象名稱，被告C等人係因對於被告G能力之信任，遂只記得其告知之結論，而遺忘相關數據及細節而已，並非被告G未曾告知前述有關影響台開公司股價之重大訊息。

顯見被告宙確有自被告玄處獲悉前述被告G在第一次三井宴中所告知有關165億元聯貸案等之訊息，並知悉該等訊息為影響台開公司股價之重大消息。況內線交易罪為危險犯，在客觀面上，行為只要符合構成要件所描述之事實，即可認定具有此等抽象危險，無待法官就具體案情而作認定；在主觀面上，行為人不以認識危險狀態之事實為必要，亦即縱行為人主觀上認無造成不公平交易之風險，亦構成本罪，均已如前述。是即便被告宙對於台開公司信託部門讓售、聯貸案及不良債權之關連性均不知悉，亦不影響本罪之成立。

（三）公司調降盈餘目標議案，董事長並非一定能事先預知（南港

輪胎公司案<sup>206</sup> ):

南港公司於 86 年 4 月 28 日宣布盈餘目標由原定二點四億調高為 21.8 億，調幅達 75% 以上；該公司於 86 年 6 月 27 日復表示「將於 7 月 4 日討論盈餘目標，由原來預估的今年稅前盈餘目標 21.8 億元，調降為 13.87 億元」，調幅逾 36%。被告身為國翔公司、國裕公司、國隆投資公司之負責人，為內部關係人，先於 86 年 3 月 31 日至同年 4 月 29 日大量買超國豐股票，另於 86 年 5 月 29 日至同年 6 月 28 日大量賣超。

法院認為： 況該調降議案，仍須經國豐公司 86 年 7 月 4 日董監事會議通過，始行成立。被告為國豐公司負責人，對於公司實際處分結果，固能知悉。惟證券交易法第一百五十七條之一第一項之罪既須以重大消息成立為構成要件，在未正式成立前，縱有公司負責人因職務關係，並因掌控公司董監事，能事先預測重大消息，同時利用重大消息成立前，買賣股票獲利，本於刑罰罪刑法定原則，亦無從論以證券交易法第一百五十七條之一第一項之罪。公訴人以被告擔任國豐公司董事長，並能掌控董監事，自能事先預知上開重大訊息，並認被告此部分所為，已有違反證券交易法第一百五十七條之一第一項、第一百七十五條之規定，要屬速斷。

(四) 公司調降財務預測，消息受領人知悉與否仍須實質認定 (訊  
碟公司案<sup>207</sup> ):

---

<sup>206</sup> 台灣高等法院 89 年度上易字第 4472 號判決刑事判決。

<sup>207</sup> 最高法院 94 年台上字第 1433 號判決。

陳政宇係呂陳慧晶之胞兄，於民國 89 年 8 月 25 日左右，從訊碟科技股份有限公司之董事長即呂學仁、董事兼發言人呂陳慧晶夫婦處獲悉訊碟公司至 89 年 9 月底依法結算申報第三季財務報告時，財務預測稅前損益變動會達「公開發行公司財務預測資料公開體系實施要點」第十八條所定必須調降之標準，勢必對訊碟公司股票價格產生重大影響，竟在 89 年 9 月 30 日訊碟公司因稅前損益金額變動率達百分之二十以上，且影響金額達新台幣三千萬元及實收資本額千分之五之事實發生，依前開實施要點於 89 年 11 月 1 日公告停止適用同年 7 月 29 日第二次更新財務預測(即調降財務預測)之前，連續自 89 年 8 月 25 日起至同年 10 月 24 日止，指示不知情之訊碟公司協理林季樑(現已離職)，將其負責之頂豐投資有限公司及其父陳永堅名義所持有之訊碟公司股票，在元富證券股份有限公司建國分公司(頂豐公司、陳永堅各有一股票交易帳戶)，委請不知情之營業員張詩敏予以出售。因而維持第一審論處陳政宇連續違反從公司之董事，獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息未公開前，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票，買入或賣出之規定罪刑之判決，駁回陳政宇在第二審之上訴。

最高法院認為：認定犯罪事實所憑之證據，固不以直接證據為限，間接證據亦應包含在內，惟採用間接證據時，必其所成立之證據，在直接關係上，雖僅足以證明他項事實，而由此他項事實，本於推理之作用足以證明待證事實者，方為合法，若憑空之推想，並非間接證據。故不能以推測或擬制之方法，以為判決基礎，否則即屬違背證據法則。原判決並未說明憑何積極之直接或間接證據，足資據以證明陳政宇自呂學仁、呂陳慧晶處獲悉該內線消息，徒以陳政宇係呂陳慧晶之胞兄，彼三人均利用林季樑買賣股票，及出售股

票之時間同在內線消息公開之前，即推論陳政宇從呂學仁、呂陳慧晶處獲悉內線消息，顯有判決理由不備之違法。究竟實情如何？事實既欠明瞭，此與陳政宇之犯罪是否成立至有關係，客觀上自有調查之必要性。原審未予澈查釐清，即行判決，亦有應於審判期日調查之證據，未予調查之違法。陳政宇上訴意旨指摘原判決違背法令，非無理由，應認原判決關於陳政宇部分，有撤銷發回更審之原因。

從上述法院判決可知，我國實務對於利用間接證據推定行為人主觀要件之認知，似乎並未積極落實，且其推理過程亦有跳躍之嫌，甚至有時法官未經論述，直接就認定行為人主觀上即已知悉，而成為發回更審之理由，凡此均屬有待加強改進之處。

### 第三項 小結

綜上所述，在內線交易之主觀構成要件上，唯一須證明的是行為人在交易前是否已獲悉內部訊息。因此，只要行為人「意識到」（was aware of）自身擁有內線消息以及該消息之機密性質，即不得從事相關證券之買賣行為。以達到降低行為人藉由抗辯其交易行為與獲悉內部訊息間不具因果關係之聯繫以脫免罪責之可能性，對於執法機關追訴犯罪之實際運作大有助益。是以，針對行為人「是否在交易前已獲悉內部消息」之主觀要件證明問題，縱無直接證據足以證明其內心知悉狀態，如從客觀相關連具體事實足以間接推定行為人極有可能知悉內部訊息時，應認為已達到檢察機關舉證之責任。惟我國法在間接證據種類之判斷標準上，仍嫌不足，本文認為，於此可援引美國法院實務之見解，並且透過實務判決的累積與學說的討論，以期建立完整的判斷標準，而達加強內線交易禁止規範執行之成效。

## 第二節 知悉重大消息對內線交易責任之判斷

內線交易行為人要構成內線交易，於為證券交易行為時，其主觀上對重大消息之認知，有兩個層次：

		知悉未公開	構成內線交易
		/	
消		未公開	/ 可歸責而不知未公開
息	是 消息是否公開 /	不知悉未公開	不可歸責而不知未公開
是 /			
否 \		已公開	不構成內線交易
重	否 不構成內線交易		
大			

首先，必須知悉該消息為重大消息，亦即內部人所獲悉之消息符合前述重大消息之要件。否則，若該消息並非屬重大消息之範疇，則不論接下來內部人如何為交易，並不會構成內線交易。

其次，內部人必須知悉該重大消息尚未公開，如係已公開之消息，自然不在內線交易禁止之列。若該消息確為重大消息且內部人明知其尚未公開，而故為交易買賣，則自屬違反內線交易。惟內線交易行為人對該消息如係出於可歸責或不可歸責而不知其尚未公開，則是否構成內線交易，不無疑問，因而有研究之必要。

### 第一項 不可歸責而不知消息未公開

依證交法之規定，內部人知悉公司有未公開之重大消息後，買賣該公司股票，即構成內線交易，而有民、刑事責任。其中就重大消息之公開與否，必須是未公開者，為內線交易之行為人始須受罰，如果該消息已經公開，該交易行為並不構成內線交易。惟若該消息在客觀上並未公開，而行為人卻因不可歸責之原因而不知其未公開，例如公司董事會決議將某重要消息公開，並指示公關部門對外宣布，惟公關部門因故延遲未宣布，且漏未告知董事，致使董事確信該消息已經公開<sup>208</sup>。此時該董事買賣該公司股票，是否構成內線交易，即有疑問。

就刑事責任而言，依刑法第十二條第二項規定：過失行為之處罰，以有特別規定者，為限。而內線交易禁止規範並無處罰過失之規定，故出於過失（可歸責）或無故意、過失（不可歸責）而不知消息尚未公開者，應認為不構成內線交易之刑事責任，較為妥適。

就民事責任而言，則有討論空間。依證交法第一百五十七條之一第三項但書規定：但第一項第一款至第四款提供消息之人有正當理由相信消息已公開者，不負賠償責任。換言之，消息提供者如有正當理由相信消息已公開者，不須負民事賠償責任。如認為消息提供者有正當理由即為不可歸責，則此時，就上開案例而言，該董事之行為應不須負民事賠償責任。

若從禁止內線交易之立法目的而言，內線交易規範乃在禁止行為人利用基於優勢地位所獲悉之內部訊息以進行不公平交易行為。若行為人因不可歸責之原因而不知消息未公開，其主觀上係認為該

---

<sup>208</sup> 賴英照，前引註 3，頁 558。



消息已屬公開，並無利用其優勢地位從事不公平交易之意圖，故應認為其行為不須負民事賠償責任，較為合理。

## 第二項 可歸責而不知消息未公開

如上所述，若係出於不可歸責原因不知消息未公開而為交易，應認為行為人不須負民事賠償責任；惟若行為係出於可歸責原因而不知消息未公開之情形，例如人頭董事某甲，其平常僅於負責簽名蓋章，對於公司事務並不知悉，若其於記載有公司重大消息之文件上簽章，惟其並未閱讀其內容，其後買賣該公司股票，此時甲是否構成內線交易？就刑事責任而言，如同前述，應不構成，於此不加贅述。

就民事責任而言，如從證交法第一百五十七條之一第三項但書反面推論，有正當理由者可以免責；反之，無正當理由的話，似乎即應負民事賠償責任。惟若從禁止內線交易之目的係為禁止行為人利用基於優勢地位所獲悉之內部訊息以進行不公平交易行為此點而論，行為人主觀上不知消息未公開，並無利用其優勢地位從事不公平交易之意圖，則又應認為行為人之行為應不須負民事賠償責任。

本文認為於行為可歸責之情形，該行為人仍應負民事賠償責任，較為妥適。蓋首先，其本身已有可歸責之情事，如自願當人頭董事，則就其後隨之而來的責任、義務即須有所負擔，如認為其不須負責，則在實務上容易成為推諉卸責之藉口。其次，就不知消息之未公開，行為人有可歸責之情事，此時賦予其於交易前事先查證消息是否公開此一義務，亦不致對其造成不相當之負擔，如其不先行查證，率為交易，即須負民事賠償責任。

## 第七章 結論

證券交易法規範內線交易之禁止行為，其立法意旨，在於遵守流通市場之公平公正性。惟法律內容尚有不確定之法律概念，就重大訊息之具體內涵與定位時點，有待實務裁判之自由心證。揆其立法理由，亦無法將之類型化與量化，此亦考量賦予發行公司不必將任何事實均須揭露而造成困擾之方便性。但就我國法律規範內容而言，如何判斷其規定之模糊用語，諸如「重大影響股票價格之消息」、「對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」、「對股東權益或證券價格有重大影響之事項」、「足以影響公司繼續營運之重大情事」，實依賴法院實務裁判之具體化與證券主管機關之解釋。在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公佈之後，應有較為明確之方向，惟具體之成效如何，仍有待觀察。

茲將本文之結論，概述如下：

### 一、重大消息之具體認定：

就我國法制之規範而言，依證券交易法第一百五十七條之一第一項、第四項規定，重大訊息係指「發行股票公司重大影響其股票價格之消息」，而所謂重大影響其股票價格之消息，係指「涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，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」，此為原則規定。證券交易法施行細則第七條以及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對重大消息之具體事項，皆有明確規範，此係列舉規定。另外，台灣證券交易所發佈

之「台灣證券交易所對上市公司重大訊息之查證暨公開處理程式暨重大訊息說明」對重大消息有更詳細之規定，亦可供參考判斷之用。於實務上判斷是否為重大消息時，應由列舉規定中尋找，如不屬規定中事項，始依原則規定為判斷。

就消息重大性之判斷而言，認為消息重大性與否之判斷，具有高度事實認定之特性，必須依個案具體事實認定，而且並非以單一事件作為衡量基準，而應綜合各項因素作整體之判斷。而對於如此認定有過於模糊之嫌的批評，解決之道似仍有賴實務與學界之努力，經由判決與學說的累積，建立一些較為具體之判斷標準或案例，以供大眾遵循。

## 二、重大消息成立時點：

消息成立時點依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第四條規定，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、付款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。而任何重大消息都有其形成之過程，如果固守僵硬之標準，認為程序尚未完成、消息尚未確定者，均非屬內線消息，恐過於僵化，甚至導致有人故意延遲消息「成立」之時點，為內線交易之操作預留更多之空間，因此如同訊碟案中法院之見解：不須待此訊息在某特定時點成立或確定為事實後，方認內部人始有知悉之可能性。認定行為人是否獲悉發行公司內部消息，應就相關事實之整體及結果以作觀察，不應僅機械性地固執於某特定、且具體確定之事實發生時點而已，否則將無法把握該立法精神。

### 三、重大消息公開與否之判斷：

其判斷標準為：應視已否輸入公開資訊觀測站，如已輸入，則應認為已公開；如未輸入，則須視該重大消息是否已經媒體完整報導，或消息是否經由該公司或相關人士證實，如答案是肯定的，則亦應認為該重大消息已屬公開；反之，如僅為未經完整報導之傳聞或未經公司或相關人士證實之報導，應不得認為該消息業已公開。

對於重大消息管理辦法之建議：僅以輸入公開資訊觀測站作為涉及「公司財務業務消息」唯一之公開方法，似乎失之狹隘；另一方面，未經當事人證實之媒體報導，也認為符合證券之市場供求信息」之公開要件，則又有過於寬濫之嫌，應有加以檢討修正之必要。

### 四、內部人知悉重大消息與否之認定：

人之意識是否知悉某特定外界訊息之事實，屬於內在事實或內心事實，依目前科技發達之程度，似仍未聞能以積極證據直接加以證實之科學方法，而僅能以外界客觀事實加以佐證，在美國內線交易訴訟案例實務上，即採取間接證據從旁證明行為人之主觀知悉要件。我國實務對於利用間接證據推定行為人主觀要件之認知，則似乎並未積極落實，且其推理過程亦有跳躍之嫌，甚至有時法官未經論述，直接就認定行為人主觀上即已知悉。

本文認為，我國法在間接證據種類之判斷標準上，仍嫌不足，於此可援引美國法院實務之見解，並且透過實務判決的累積與學說的討論，以期建立完整的判斷標準，而達加強內線交易禁止規範執行之成效。

## 五、知悉重大消息對內線交易責任之判斷：

本文認為不知消息未公開而為交易之行為，應區分可歸責及不可歸責而為不同處理：前者，本文認為仍應負民事賠償責任；後者，則認為其行為不須負民事賠償責任，較為合理。

## 附錄一

### 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

第一條：本辦法依證券交易法(以下簡稱本法)第一百五十七條之一第四項規定訂定之。

第二條：本法第一百五十七條之一第四項所稱涉及公司之財務、業務，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，指下列消息之一：

- 一、本法施行細則第七條所定之事項。
- 二、公司辦理重大之募集發行或私募具股權性質之有價證券、減資、合併、收購、分割、股份交換、轉換或受讓、直接或間接進行之投資計畫，或前開事項有重大變更者。
- 三、公司辦理重整、破產、解散、或申請股票終止上市或在證券商營業處所終止買賣，或前開事項有重大變更者。
- 四、公司董事受停止行使職權之假處分裁定，致董事會無法行使職權者，或公司獨立董事均解任者。
- 五、發生災難、集體抗議、罷工、環境污染或其他重大情事，致造成公司重大損害，或經有關機關命令停工、停業、歇業、廢止或撤銷相關許可者。
- 六、公司之關係人或主要債務人或其連帶保證人遭退票、聲請破產、重整或其他重大類似情事；公司背書或保證之主債務人無法償付到期之票據、貸款或其他債務

者。

七、公司發生重大之內部控制舞弊、非常規交易或資產被掏空者。

八 公司與主要客戶或供應商停止部分或全部業務往來者

九、公司財務報告有下列情形之一：

(一) 未依本法第三十六條規定公告申報者。

(二) 編製之財務報告發生錯誤或疏漏，有本法施行細則第六條規定應更正且重編者。

(三) 會計師出具無保留意見或修正式無保留意見以外之查核或核閱報告者，但依法律規定損失得分年攤銷，或第一季、第三季及半年度財務報告若因長期股權投資金額及其損益之計算係採被投資公司未經會計師查核簽證或核閱之報表計算等情事，經其簽證會計師出具保留意見之查核或核閱報告者，不在此限。

十、公開之財務預測與實際數有重大差異者或財務預測更新(正)與原預測數有重大差異者。

十一、公司辦理買回本公司股份者。

十二、進行或停止公開收購公開發行公司所發行之有價證券者。

十三、公司取得或處分重大資產者。

十四、公司發行海外有價證券，發生依上市地國政府法令及其證券交易市場規章之規定應即時公告或申報之重大情事者。

十五、其他涉及公司之財務、業務，對公司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者。

第三條：本法第一百五十七條之一第四項所稱涉及該證券之市場供求，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，指下列消息之一：

- 一、證券集中交易市場或證券商營業處所買賣之有價證券有被進行或停止公開收購者。
- 二、公司或其所從屬之控制公司股權有重大異動者。
- 三、在證券集中交易市場或證券商營業處所買賣之有價證券有標購、拍賣、重大違約交割、變更原有交易方法、停止買賣、限制買賣或終止買賣之情事或事由者。
- 四、其他涉及該證券之市場供求，對公司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者。

第四條：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。

第五條：第二條消息之公開方式，係指經公司輸入公開資訊觀測站。

第三條消息之公開，係指透過下列方式之一公開：

- 一、公司輸入公開資訊觀測站。
  - 二、臺灣證券交易所股份有限公司基本市況報導網站中公告。
  - 三、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心基本市況報導網站中公告。
  - 四、兩家以上每日於全國發行報紙之非地方性版面、全國性電視新聞或前開媒體所發行之電子報報導。
- 消息透過前項第四款之方式公開者，本法第一百五十七條之一第一項十二小時之計算係以派報或電視新聞首次播出或輸入電子網站時點在後者起算。



前項派報時間早報以上午六時起算,晚報以下午三時起算

第六條：本辦法自發布日施行。

## 附錄二

臺灣證券交易所股份有限公司對上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序第二條：本處理程序所稱上市公司重大訊息，係指下列事項：

- 一、上市公司及其負責人、母公司或子公司發生存款不足之退票及退票後之清償註記、拒絕往來或其他喪失債信情事、母公司發生發生重大股權變動情事，或上市公司發生存款不足退票或拒絕往來後，其股票經變更交易方法、停止買賣、終止上市與辦理回復原狀申請之情形。
- 二、上市公司及其負責人因訴訟、非訟、行政處分、行政爭訟或假扣押、假處分之申請或強制執行事件，對公司財務或業務有重大影響者。
- 三、嚴重減產或全部或部分停工、公司廠房或主要設備出租、全部或主要部分資產質押者，對公司財務或業務有重大影響者。
- 四、有公司法第一百八十五條第一項所定各款情事之一者。
- 五、上市公司、或其母公司、或其子公司進行公司重整或破產之程序，及其進程序中所發生之一切事件，包括任何聲請、受法院所為之任何通知或裁定，或經法院依公司法、破產法等相關法令所為之禁止股票轉讓之裁定，或保全處分在內，或前開事項有重大變更者。
- 六、董事長、總經理、法人董監事及其代表人、獨立董事、自然人董監事發生變動或三分之一以上董事發生變動者。
- 七、非屬簽證會計師事務所內部調整之更換會計師者。
- 八、公司發言人、代理發言人、財務主管、會計主管、研發主管或內部稽核主管發生變動者。
- 九、變更會計年度者。

- 十、重要備忘錄或策略聯盟或其他公司業務合作計畫或重要契約之簽訂、變更、終止或解除者、改變業務計畫之重要內容、完成新產品開發、試驗之產品已開發成功且正式進入量產階段，對公司財務或業務有重大影響者。
- 十一、董事會決議減資、合併、分割、收購、股份交換、轉換或受讓、解散、增資發行新股、發行公司債、發行員工認股權憑證、發行其他有價證券、私募有價證券、參與設立或轉換為金融控股公司或投資控股公司或其子公司，或前開事項有重大變更者；或參與合併、分割、收購或股份受讓公司之董事會或股東會未於同一日召開、決議或參與合併、分割、收購或股份受讓公司嗣後召開之股東會因故無法召開或任一方否決合併、分割、收購或股份受讓議案者；或董事會決議合併後於合併案進行中復為撤銷合併決議者。
- 十二、公司召開法人說明會日期、相關財務業務資訊。
- 十三、董事會決議公開財務預測資訊、前揭財務預測資訊不適用或更正或更新前揭財務預測資訊；已公開完整式財務預測之公司於年度終了後一個月內公告申報之自行結算稅前純益與最近一次公告申報之財務預測數差異達百分之二十以上且金額達新台幣三千萬元及實收資本額之千分之五、或公告申報年度財務報告之稅前純益與年度終了後一個月內公告申報之上年度自行結算稅前純益異達百分之二十以上且金額達新台幣三千萬元及實收資本額之千分之五者。
- 十四、董事會決議發放股利或股利分派經董事會或股東會決議有所變動，或決議股利配發基準日者。
- 十五、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百分之二十或新台幣拾億元以上者，或前開事項有重大變動者。

十六、現金增資或募集公司債計畫經申報生效後，及私募有價證券計畫經董事會或股東會通過後，嗣因董事會決議有所變動者。

十七、董事會決議股東會或臨時股東會召開日期、召集事由及停止變更股東名簿記載之日期。

十八、股東會或臨時股東會重要決議事項。

十九、公司發生重大之內部控制舞弊、非常規交易或資產被掏空者。

二十、上市公司及其股票未於國內公開發行之子公司取得或處分資產符合主管機關訂定之「公開發行公司取得或處分資產處理準則」第三條資產之適用範圍且有第三十條及第三十一條各款所規定之應辦理公告申報情形者；依本處理程序第二條第一項第十一款辦理合併、分割、收購或股份受讓公告者及按月申報之從事衍生性商品交易資訊除外。

前項上市公司取得或處分國內各類股票、債券等開放型基金，除私募基金外，免予公告申報；從事衍生性商品交易有未實現損失占股東權益百分之三以上之情形者應辦理公告申報。

二十一、董事會（或股東會）決議許可經理人（或董事）從事競業行為者、或公司知悉經理人自營或為他人經營同類之業務，或董事為自己或他人為屬於公司營業範圍內之行為，且從事之投資或營業屬大陸地區事業，有未依規定取得董事會（或股東會）許可之情事者，或前開事項有重大變動者。

二十二、上市公司及其股票未於國內公開發行之子公司辦理背書保證金額達主管機關訂定之「公開發行公司資金貸與及背書保證處理準則」第二十五條第一項各款規定之標準者；或上市公司本身對集團企業背書保證之總額達公司最近期財務報表淨值百分之五十以上。

- 二十三、上市公司及其股票未於國內公開發行之子公司辦理資金貸予他人金額達主管機關訂定之「公開發行公司資金貸與及背書保證處理準則」第二十二條第一項各款規定之標準者。
- 二十四、上市公司及其子公司取得或處分私募有價證券者。
- 二十五、公司與主要買主或供應商停止部分或全部業務往來，該買主或供應商占公司最近一會計年度之總銷售值或進貨金額達百分之十以上者。
- 二十六、發生災難、集體抗議、罷工或有環境污染或其他重大情事，致造成公司重大損害，或經有關機關命令停工、停業、歇業、廢止或撤銷污染相關許可證或罰鍰金額達新台幣拾萬元以上處分者。
- 二十七、公司與債權銀行召開協商會議，其協商結果確定時。
- 二十八、公司之關係人或主要債務人或其連帶保證人遭退票、聲請破產、重整或其他重大類似情事；公司背書保證之主債務人無法償付到期之票據、貸款或其他債務者。
- 二十九、上市公司年度例行申報之內部控制制度聲明書內容變更重新辦理申報公告，或取得會計師執行內部控制專案查核之「內部控制專案審查報告」者。
- 三十、上市公司未依規定期限公告申報財務報告；編製之財務報告發生錯誤或疏漏，有證券交易法施行細則第六條規定應更正且重編者；或公告申報之財務報告經會計師出具無保留意見或修正式無保留意見以外之查核或核閱報告者，但依法律規定損失得分年攤銷，或第一季、第三季及半年度財務報告若因長期股權投資金額及其損益之計算係採被投資公司未經會計師查核簽證或核閱之報表計算等情事，經其簽證會計師出具保留意見之查核或核閱報告者，不在此限。

- 三十一、大眾傳播媒體報導或投資人提供訊息有足以影響上市公司之有價證券行情者。
- 三十二、上市公司依規定辦理股票集中保管後，迄保管期間屆滿前，遇有辦理提交集中保管人員之股票，因依法院之執行命令或其他原因被領回，致集中保管比率不足者。
- 三十三、有公司法第三百六十九條之八第一項及第二項所規定公司股權變動之事由並收到通知者。
- 三十四、公司董事或監察人之一受停止行使職權之假處分裁定，或董事受停止行使職權之假處分裁定，致董事會無法行使職權者
- 三十五、依主管機關函訂之「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」規定應行公告申報之事項。
- 三十六、因減資辦理資本變更登記完成、其減資對公司財務報告之影響（含實收資本額與流通在外股數之差異與對每股淨值之影響）及預計換股作業計畫，暨嗣後有未依換股作業計畫執行之情形者。
- 三十七、初次申請上市公司有出具承諾書且嗣後無法履行承諾者；未於上揭發生日起三個月內完成補正作業者。
- 三十八、依主管機關函訂之「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」規定應行公告申報之事項。
- 三十九、金融控股公司經其主管機關廢止其許可或因違反金融控股公司法相關規定而經其主管機關處罰，或對其子公司喪失金融控股公司法第四條第一款所定之控制性持股，經其主管機關限期命其改正者。
- 四十、（本款刪除）
- 四十一、投資控股公司所持有之被控股公司家數有增減變動者。
- 四十二、上市公司董事會或股東會決議申請終止其有價證券上市買賣，或前開事項有重大變更者。

四十三、（本款刪除）

四十四 上市公司之獨立董事就董事會決議之決策表示反對意見者

四十五、全體董監事放棄認購該公司現金增資股數達得認購股數二分之一以上，並洽由特定人認購者。

四十六、上市公司持有其已上市（櫃）子公司之股份逾該子公司已發行股份總數或資本總額百分之七十者；或上市公司其已發行股份總數或資本總額百分之七十為另一已上市（櫃）之公司持有者。

四十七、上市公司於海外發行有價證券者，對海外上市地申報之各期財務資訊，有海外財務報告因適用兩地會計原則不一致之差異調節者。

四十八、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。

有前項第一款所稱其他喪失債信情事如為所發行到期之普通公司債、可轉換公司債、附認股權公司債或依公司法第二百四十八條第二項私募之公司債無法償還者，應於每月十日前輸入前月月底尚未償還之金額、數量、與債權人協商情形及本月份之現金預算表暨前月份現金預算表執行情形，至償還完畢為止；另發生存款不足之退票情事且經本公司處以變更交易方法或停止買賣之處分尚未改善者，應於每月十日前輸入前月月底尚未清償註記之退票發生日期、張數、金額、往來銀行及本月份之現金預算表暨前月份現金預算表執行情形，至改善為止。

前項第十一款所稱董事會決議合併、分割、收購、股份受讓者，如其對象係屬外國公司，上市公司應就合併、收購或受讓外國企業之決議、過程及方法，即時、完整並正確輸入相關訊息。

有第一項第三十二款之情事者，除應依第三條規定辦理外，並應於本公司函知該公司補足其所領回之股票之期限屆滿次日內，輸入補足股票之數額及日期。

上市公司之未上市（櫃）重要子公司遇有第一項各款情事者，視同上市公司重大訊息，所稱「重要子公司」係指上市公司所有符合一般公認會計原則定義之子公司於最近二年度皆有下列情事之一者（資料以經會計師查核簽證之年度財務報告為依據）或會計師認為其對受查公司財務報告影響重大之子公司：

- （一）上市公司之營業收入來自單一子公司達百分之三十以上者。
- （二）上市公司之主要原料或主要商品，其數量或總進貨金額來自單一子公司達百分之五十以上者。
- （三）上市公司之總產值（含自製、委外及外購等）來自該單一子公司達百分之五十以上者。
- （四）上市公司對該單一子公司之原始投資金額累計達上市公司財務報告所列示股本百分之四十且三億元以上者。
- （五）上市公司對單一子公司資金貸與及背書保證金額合計達淨值百分之四十且三億元以上者。
- （六）單一子公司稅前損益占上市公司合併報表之稅前損益達百分之五十且三億元以上者。

上市公司屬投資控股公司或金融控股公司，其未上市（櫃）之被控股公司或子公司，遇有第一項各款情事者，視同上市公司重大訊息。所稱子公司係指金融控股公司法第四條第四款一至三目所稱之子公司，以及經金融控股公司簽證會計師認為對財務報告影響重大之其他子公司。

上市公司及其所有符合一般公認會計原則定義之子公司所投資之單一企業，其投資金額合計逾上市公司淨值百分之十以上者，如該被投資單一企業非屬國內公開發行公司且發生證券交易法施行細



則第七條第一款至第八款規定情事時，上市公司應於知悉前揭資訊事實發生或傳播媒體報導之日起次一營業日交易時間開始前代為申報。

上市公司屬母子公司關係之子公司，其未上市（櫃）之母公司遇有第一項各款情事，暨母公司所有符合一般公認會計原則定義之子公司遇有第一項所定屬母子公司關係者應申報之各款情事，應代為申報之；母公司屬外國公司者，應於知悉母公司下列各項事實發生或傳播媒體報導之日起次一營業日交易時間開始前代為申報：

- （一）發生重大股權變動者。
- （二）營業政策重大改變者。
- （三）遭受重大災害致嚴重減產或全部停產者。
- （四）因所屬國法令規章變更，至對股東權益或公司營運有重大影響者。
- （五）大眾傳播媒體對母公司之報導有足以影響本國上市子公司之有價證券行情者。
- （六）其他發生依外國公司所屬國法令規定應即時申報之重大情事

## 參考資料

### 中文文獻

#### 一、書籍

余雪明，證券交易法，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，四版，2003年。

林山田，刑法通論（上）頁73，2005年9月。

林山田、林東茂、林燦璋 著，犯罪學，三民書局，2002.10 增訂三版一刷。

柯芳枝，公司法論（上），三民書局，增訂五版一刷，2003年。

柯芳枝，公司法論（下），三民書局，增訂五版一刷，2003年。

曾宛如，證券交易法原理，翰蘆圖書出版有限公司，二版，2001年。

陳春山，證券交易法論，1997年。

劉連煜，公司法理論與判決研究（一），三民書局，初版，1997年。

劉連煜，公司法理論與判決研究（二），三民書局，再版，2000年。

劉連煜，公司法理論與判決研究（三），三民書局，初版，2002年。

賴英照，最新證券交易法解析，初版，2006年2月。

賴英照，賴英照說法—從內線交易到企業社會責任，初版，2007年4月。

劉連煜，新證券交易法實例研習，元照出版有限公司，初版，2002年。

臺灣證券交易所編，內線交易之防制，2000年。

## 二、學位論文

朱之琪，論企業併購之內線交易，輔仁大學法律學研究所，94年。

李雪慧，內線交易之準內部人及消息受領人範圍研究—以媒體記者為中心，世新大學法律學研究所，94年。

沈介偉，從我國實務判決探討證券交易法內線交易之規範兼論內線交易之防制，文化大學法律研究所碩士論文，94年6月。

林秀芬，我國員工認股權制度之研究，政治大學法研所碩士論文，92年。

林修平，內線交易問題之研究-以股東「出售股權」規定為核心，私立輔仁大學法律研究所碩士論文，93年。

陳峰富，關係企業證券交易違法行為之研究 - 以股票流通市場為中心，政治大學法研所博士論文，92年。

鄧依仁，從證券法內線交易理論論我國內線交易行為主體之規範，政治大學法研所碩士論文，95年。

簡志龍從美國法制論我國內線交易之防制，臺灣大學法律學研究所碩士論文，92年。

## 三、期刊

王育慧，最高法院九十一年度台上字第三0三七號判決及台灣高等法院八十八年度上重訴字第三九號判決之評釋（東隆五金案）—以連續交易操縱行為與內線交易為範圍，台北大學法學論叢，第61期，2007年3月。

吳元曜，台灣存託憑證與內線交易，證交資料，第506期，2004年6月。

吳元曜，論經濟刑法概括條款之規範模式，軍法專刊第51卷第10期，第32-39頁，94年10月。

吳崇權，我國有關內部人交易之禁止規定（上），證券管理，第 8 卷第 9 期，1990 年 9 月版。

李智仁，我國短線交易歸入權制度之發展趨向—理論面與實證面之探析（上），集保月刊，第 134 期，2005 年 1 月。

林仁光，論證券業對客戶資訊揭露之規範，月旦法學雜誌，126 期，2005 年 11 月。

林國全，證交法第一五七條之一內部人交易禁止規定之探討，政大法學評論，第 45 期，1992 年 6 月。

莊永丞，A Critique of U.S. Insider Trading Regulation Theory，中原財經法學，第 7 期，2001 年 12 月。

徐富德，台灣股票市場內線交易者犯罪歷程之研究，證券櫃臺，第 124 期，2006 年 10 月。

陳柏蓉，論「證券交易法第 157 之 1 第 4 項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」，證券暨期貨月刊，第 24 卷第 8 期，2006 年 8 月。

陳峰富，公司財務預測制度與證券投資人之保護，司法周刊，1173 期，第二版。

陳彥良，透明度於公司治理法制之地位-兼論德國與我國證交法中有關重大性消息判斷之認定標準，法令月刊，第 57 卷第 12 期。

詹德恩，從刑事政策觀點探討內線交易之罪責，證券月刊，第 5 卷 2 期，2006 年 7 月。

詹德恩，淺析證券犯罪—內線交易，證券櫃臺，第 124 期，2006 年 10 月。

蔡易餘，內線交易規範之法理研究，萬國法律，第 152 期，2007 年 4 月。

蔡明錕，櫃臺買賣中心防制內線交易之努力，證券櫃臺，第 124

期，2006 年 10 月。

劉連煜，內線交易重大消息的範圍及其公開方式的認定，台灣本土法學，第 87 期，2006 年 10 月。

劉連煜，內線交易理論與內部人範圍(上)，月旦法學教室，第 50 期，2006 年 12 月 15 日。

劉連煜，內線交易損害賠償之計算，月旦法學教室，第 40 期，2006 年 2 月。

劉連煜著，專門職業人員與內線交易責任，月旦法學雜誌，第 72 期，2001 年五月。

劉連煜著，私募有價證券之轉售、內線交易與強制執行，實用月刊，2002 年 5 月。

劉連煜著，重大消息與傳遞內線消息，實用月刊，2003 年 1 月。

劉連煜著，庫藏股、操縱股價與內線交易，實用月刊，2002 年 12 月。

劉連煜，證券商是內線交易請求權人？—最高法院民事判決 95 台上字第 2825 號簡評，台灣本土法學，第 95 期，頁 243-244，2007 年 6 月。

鄭堤升，「證券交易市場內線交易犯罪型態實務解析」，證券櫃臺，第 124 期，2006 年 10 月。

#### 四、法院判決

最高法院 96 台上字第 4645 號刑事判決。

最高法院 95 台上字第 2825 號民事判決。

最高法院 94 年度台上字第 1433 號刑事判決。

最高法院 91 年度台上 3037 號刑事判決。

最高法院 91 年度台上字第 6500 號刑事判決。

台灣高等法院 96 年上重訴字第 49 號刑事判決。

台灣高等法院 95 年上更(一)字第 49 號刑事判決。  
台灣高等法院台中分院 95 年度金上字第 1 號民事判決。  
台灣高等法院 92 年度上易字第 560 號刑事判決。  
台灣高等法院 92 年度上訴字第 605 號刑事判決。  
台灣高等法院 92 年度上重訴字第 66 號刑事判決。  
台灣高等法院 92 年度上易字第 560 號刑事判決。  
台灣高等法院 92 年度金上重訴字第 5 號刑事判決。  
台灣高等法院 91 年度上訴字第 1399 號刑事判決。  
台灣高等法院 91 年度上易字第 1604 號刑事判決。  
台灣高等法院 89 年度上易字第 4472 號刑事判決。  
台灣高等法院台南分院 89 年度上易字第 345 號刑事判決。  
台灣高等法院 86 年度上易字第 2017 號刑事判決。  
台灣高等法院 84 年度上易字第 2426 號刑事判決。  
台灣高等法院 81 年度上易字第 3051 號刑事判決。  
台灣高等法院 79 年度上易字第 762 號刑事判決。  
台北地方法院 95 年矚重訴字第 1 號刑事判決。  
台北地方法院 94 年訴字第 1049 號刑事判決。  
台北地方法院 93 年度重訴字第 859 號民事判決。  
板橋地方法院 93 年度金字第 6 號判決。  
板橋地方法院 92 年度金重訴字第 2 號刑事判決  
台北地方法院 91 年度訴字第 845 號刑事判決。  
台北地方法院 91 年度易字第 1296 號刑事判決。  
台北地方法院 89 年度訴字第 1508 號刑事判決。  
台北地方法院 89 年度訴字第 302 號刑事判決。  
台北地方法院 89 年度易字第 1933 號刑事判決。  
台南地方法院 88 年度易字第 1138 號刑事判決。  
台北地方法院 87 年度易字第 3747 號刑事判決。

台北地方法院 84 年度易字第 4769 號刑事判決。

台北地方法院 83 年度易字第 5804 號刑事判決。

台北地方法院 82 年度易字第 4591 號刑事判決。

台北地方法院 80 年度易字第 7238 號刑事判決。

## 貳、外文文獻

### 一、書籍及期刊

服部秀一，取引規制，商事法務，2001 年，頁 189。

Alan R. Palmiter, Securities Regulation (second ed.2002).

Henry G. Manne , Insider Trading and the Stock Market ( 1966 ) .

Joseph J.Hurley, United States v. O' Hagan:Insider Trading as a Modern From of Langevoort , Insider Trading Reguation (1900 ed.)

Joan MacLeod Heminway , Materiality Guidance In The Context Of Insider Trading: a Call For Action , 52 Am.U.L. Rev. 1131.

Louis Loss , Fundamentals Of Securites Regulation , ( Boston & Toronto : Little , Brown & Co. , 1988 ) .

Larry D. Soderquist and Theresa A. Gabaldon , Securities Law( 1998 ) .

Moloney , EC Securities Regulation , ( Oxford Univ.Press , 2002 ) .

Property Crime,18 Quinnipiac ( 1998 ) .

Steven L. Emanuel , Corporations ( 2005 ) .

Stephen M. Bainbridge , Securities Law : Insider Trading ( 1999 ) .

Thomas Lee Hazen , The Law Of Securities Reguation ( 4<sup>th</sup> ed.2002 ) .

Stephen M. Bainbridge , The Insider Trading Prohibition : A Legal and Economic Enigma , 38 U. FLA. L. REV. 35 ( 1986 ) .

Steven R. Salbu , Tippee Creadibility , Noninformational Tippee Trading , and Abstention from Trading : An Analysis of Gaps in the Insider Trading Law , 68 Wash. L. Rev. 307 ( 1993 ) .

## 二、法院判決

Basic Inc. v. Levinson , 485U.S.224,108 S. Ct.978,99 L.ED.2d 194 ( 1988 ) .

Carpenter v. United States , 484 U.S.19 ( 1987 ) .

Chiarella v. United States , 445 U.S.222 ( 1980 ) .

Dirks v. SEC , 463 U.S.646 ( 1983 ) .

In re Words of Wonder SEC. Litig., 35 F.3d 1407, 1427 (9 th Cir. 1994).

SEC v. Lorraine K. Cassano, et. al., 61 F. Supp.2d 31 (S.D.N.Y. 1999).

SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. , 401 F.2d 833(2<sup>nd</sup> Cir.1968).

SEC v. Musella , 578 F.Supp.425 ( S.D.N.Y.1984 ) .

SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. , 401 F.2d 849.

SEC v. Musella, 748 F. Supp. 1028, p.1039 (S.D.N.Y. 1989).

SEC v. Musella, 678 F. Supp. 1060, p.1063 (S.D.N.Y. 1988).

SEC v. Fox, 855 F.2d 247, p.253 (5 th Cir. 1988).

SEC v. Materia, 471 U.S. 1053 (1985).

SEC v. Yun, 327 F.3d 1263, pp1267-1268 (11 Cir. 2003).

TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. , 426U.S.438 ( 1976 ) .

United Statds v.Winans , 612 F.Supp.827 ( S.D.N.Y.1985 ) .

United States v. O ' Hagan,117 S.Ct.2207642 ( 1997 ) .

United States v. Newman , 664.F.2d 12 (2<sup>nd</sup> Cir.1981).

## 參、網路資料

<http://old.npf.org.tw/PUBLICATION/FM/094/FM-R-094-014.htm> ( 2008 年 1 月 8 日 ) 。

<http://www.shimizu-s.org/~topics/page002.html>( 2008 年 1



月 8 日 )

<http://law.e-gov.go.jp/htmldata/S23/S23H0025.html> ( 2008  
年 1 月 8 日 )

[http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=  
CELEX:31989L0592:EN:HTML](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31989L0592:EN:HTML) ( 2007 年 12 月 5 日 )

[http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=  
CELEX:32003L0006:EN:HTML](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32003L0006:EN:HTML) ( 2007 年 12 月 5 日 )