

商事法判解

消息受領人偶然聽聞之內線交易責任

臺灣高等法院刑事判決104年度金上訴字第53號

【實務選擇題】

關於證券交易法第157條之1所定內線交易禁止規定，下列敘述何者正確：

- (A) 適用對象為具有股權性質之有價證券。
- (B) 規範對象以他人之名義買入或賣出，亦構成內線交易。
- (C) 該重大影響股價之消息，若已公開超過18小時，即非屬內線交易。
- (D) 以上皆正確。

答案：D

【裁判要旨】

按證券交易法第157條之1「內線交易行為之禁止」，係為防止發行股票公司內部人憑藉其特殊地位，於獲悉有重大影響公司股票價格之消息後，於該消息未公開或公開後12小時內（99年6月2日修正為內部人「實際知悉」發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，「在該消息明確後」，未公開前或公開後「18小時」內），即先行買賣股票，造成一般投資大眾不可預期之交易風險，以維護市場交易之公平。所謂有重大影響其股票價格之消息，依同條第4項（修正後第5項）規定，指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購（修正後增訂「其具體內容」）對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息；其範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之。又重大消息範圍及其公開方式管理辦法，於第5條就重大消息之成立時點，規定「事實發生日、協議日、簽約日、付款日、委託日、成立日、過戶日、審計委員會或董事會決議日或其他依具體事證可得明確之日，以日期在前者為準。」係採取「多元時點、日期在前」之認定方式，其意旨無非在闡明同一程序之不同時間，均有可能為重大消息成立之時點，亦即強調消息成立之相對性。又其訂定理由既明示係參酌美國聯邦最高法院判決，並認為初步之合併磋商（即協議日）亦可為重大消息認定之時點，則依照美國聯邦最高法院兩件案例TSC案與Basic案所建立之判斷基準：若某一事件對公司影響，係屬「確定而清楚」，此際應適用TSC案界定「重

大性」之判斷基準（即「理性的股東極可能認為是影響投資決定的重要因素」，或「一項消息如單獨考量未能產生重大影響，但如連同其他可獲得的資訊綜合判斷，可能影響理性投資人的決定時，亦符合重大性質之要件」）。若某一事件本身屬於「或許會，或許不會發生」或「尚未確定發生，僅是推測性」之性質，則應適用Basic案所採用之「機率和影響程度」判斷基準。一般而言，重大消息於達到最後依法應公開或適合公開階段前，往往須經一連串處理程序或時間上之發展，之後該消息所涵蓋之內容或所指之事件才成為事實，其發展及經過情形因具體個案不同而異。故於有多種時點存在時，認定重大消息成立之時點，自應參酌上揭基準，綜合相關事件之發生經過及其結果，為客觀上之整體觀察，以判斷何者係「某特定時間內必成為事實」，資為該消息是否已然明確重大（成立）之時點。前揭管理辦法，旨在界定重大消息之成立時點，以符合「法律安定性」以及「預見可能性」之要求，作為司法機關於具體個案裁判之參考，故尚在審理中之案件，均有其適用，鑒於企業併購案之進行必須經歷一連串處理程序，參考前述美國實務案例之必要之合致協議原則，並考量明確性與重大性之需要，對於企業併購流程中其重大訊息明確點之認定，宜以實地查核進行後，針對併購價格及主要併購契約架構完成作為重大影響其股票價格之消息已經明確之時點（最高法院104年度台上字第78號判決意旨參照）。

【爭點說明】

一、我國法院之見解：資訊平等理論（市場論）

由於市場論就消息傳遞責任之建立，只須證明「消息受領人明知或可得而知該資訊係直接或間接來自內部人，且該資訊為一內部未公開之重大消息」，而無須證明「內部人因傳遞消息而違反其信賴義務」。因此，採取市場論可能會造成下列三種不合理之結果：

- (一) 於消息受領人偶然聽聞（overhear）內部人將公司內部未公開重大資訊告知他人之情形。
- (二) 內部人傳遞消息具有商業上正當理由。（例如：公司有執行長告知其最大供應商該公司未來有一重要擴張計畫，並預期將大幅提高對該供應商之訂貨量。執行長傳遞消息與供應商係為商業目的，具有正當理由且未獲有「個人利益」）
- (三) 消息傳遞人傳遞消息乃為揭發不法犯罪行為。

此三種情形，由於消息傳遞人並未因傳遞消息獲得「個人利益」而違反其

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！

信賴義務，不構成內線交易之違反，且基於消息傳遞責任係一衍生責任之性質，消息受領人之交易行為，亦未構成內線交易之違反。但在市場論下，基於市場公平性之考量，消息受領人之交易行為仍構成內線交易之違反，消息傳遞人亦必須負擔內線交易的民事責任，對消息傳遞人實有過於嚴格之虞。

二、消息傳遞理論成立之要件：美國最高法院Dirks案

(一) 內部人因傳遞消息給受領人而違反其對股東之信賴義務

(二) 消息受領人明知或可得而知內部人違反信賴義務

* 如何判斷內部人是否違反對股東之信賴義務？

→ 以內部人是否因傳遞消息而直接或間接受有「個人利益」為判斷。換言之，消息受領人之責任係自公司內部人所衍生（**derivative**）而來的。倘消息傳遞人未違反其信賴義務而洩密時，則消息受領人應無內線交易之責任。

【相關法條】

證券交易法第157之1條

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！