

名師啟試錄

內線交易重大消息之 「公開」於近年實務見解之發展

編目：證券交易法



主筆人：伊台大 碩士、律師資格

強調有系統、有效率的理解和記憶。在教學理念上，採用單點記憶後串聯的系統，屏除不會考不用念的部分，就法理的架構做整理，理解後操作而記憶，以最少的記憶空間換取最多的分數。

◎最新課程請點閱高點法律網 lawyer.get.com.tw

一、前言

證券交易法（下稱本法）第 157-1 條有關內線交易之規定：「下列各款之人，實際知悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息明確後，未公開前或公開後十八小時內，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票或其他具有股權性質之有價證券，自行或以他人名義買入或賣出。」簡單來說，禁止公司內部人不得於重大消息「明確」後至「公開」後十八小時內此段期間，有交易公司有價證券之行為，此段禁止交易期間的認定以兩個時間點為軸，即消息「明確時點」與「公開時點」，其中明確時點之認定，可說是內線交易中最難解、也最常考的問題，然而「公開時點」的認定問題就相對較小，在考試上也不常見，然而其蘊含的爭議在近年實務中也逐漸浮上檯面，下文即說明消息公開時點之認定問題。

二、法律規定與問題意識

實定法就此部分係規定於「證券交易法第一百五十七條之一第五項及第六項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」（下稱「管理辦法」），架構略為：首先，管理辦法延續本法第 157-1 條第 5 項的脈絡，區分重大消息的性質為二：一、涉及公司之財務、業務之消息（規定於管理辦法第 2 條）。二、涉及證券之市場供求之消息（規定於管理辦法第 3 條）。此外依照同條第 2 項之規定，尚有三、重大影響其支付本息能力之消息（規定於管理辦法第 4 條），故一共三類消息。其次，分別就三類消息明定不同的消息

高點法律專班
版權所有，重製必究！

公開方法，依照管理辦法第6條第1、2項規定：「第二條及第四條消息之公開方式，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。」即異其消息性質、種類不同，而規定寬嚴不一之消息公開方式。於此我們可以發現，管理辦法中的用語來看，有別於消息之明確、成立係以「時點」之文字規範，在公開之中卻以「方式」來表述時間點的認定，但本法第157-1條的確是以時間點作為構成要件，可知公開時點的認定須以特定的公開方式為斷，似要求公司必須要以法定公開方式作為「公開」之先決條件後，繼而以該等方式公開的時間點作為禁止交易時點的認定基礎，為什麼？進而，如不以管理辦法規範之公開要件公開資訊，即始資訊已置於公眾見聞之狀態，是否仍不得開始起算消息公開後之十八小時？

三、基礎法理

(一)內線交易與公開原則之連結

首先應認知者，所謂內線交易，本質上亦屬於公開原則規範之一環，如重大資訊未公開，則禁止內部人交易，如內部人欲交易，則需公開相關重大資訊並歷經消息之沉澱期（本法規定18小時）後，方得為之，可謂是間接促使公司內部人公開資訊之方式。然而重大資訊的公開，依照本法第36條第3項規定，公司發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項，應於事實發生之日起二日內向主管機關申報並公告，如違反者科處罰鍰，可謂重大資訊強制公開義務。然而，重大消息並不一定都是以公司主動公告的方式形成公開狀態，洩漏或因徵兆而為人所知者，形成本法第157-1條的消息已「公開」之狀態，更是所在多有。而在消息從發生到公告有兩日落差，公司內部人可否於此期間交易，即繫資訊是否已「公開」之判斷。總之，本法第36條之申報公告並非消息公開與否的主要判別基準，雖然無論如何，最終我們都是強制公司一定要公開相關資訊。

(二)公司得否控制消息以區分消息性質

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！

管理辦法就重大消息之性質區分成三種，除了重大影響其支付本息能力之消息係基於第 157-1 條第 2 項，交易客體為不具股權性質公司債而有必要限縮消息認定範圍外，將所有的重大消息分為涉及「公司財務業務」、「市場供求」兩種，無非要凸顯公司自身並非得對所有的重大資訊之公開與否均得有所控制，如觀管理辦法第 3 條對市場供求消息的例示：「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、依法執行搜索之人員至公司、其控制公司或其符合會計師查核簽證財務報表規則第二條之一第二項所定重要子公司執行搜索者。」多係以公司被動地發生財務業務之重大變動，而可能影響公司股價之情形。

(三)消息進入「公開」之狀態須要求公開之方法、來源可信

至於消息之公開，早期實務見解認為，所謂公開「其涵義應與刑法中之『公然』相當…該消息如已於該公司股東常會中提出」是否屬已公開之疑義；按「重大影響其股東價格」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。(台中高分院 88 年上易字第 2726 號刑事判決)然而公開原則，其目的除公眾監督與配合執法之外，最重要的目的在於使市場參與者獲知投資相關資訊，促使其得作成投資交易判斷，而資訊如可信度低，則投資人較不易採為投資判斷之基礎，因此資訊若從一個不具公信力的來源公開、傳播出來，獲取資訊的投資人半信半疑，則難據以作成投資決定^{註1}，則此資訊是否置於不特定人共見聞之狀態，於投資人即無意義，尚難謂內部人已完成公開原則之要求。故若以此種尚使投資人半信半疑之狀態當作已「公開」，則知悉公司消息之內部人可以利用該消息，但外部人卻難以利用此消息，有失公平^{註2}。因此消息「公開與否」之判斷，除不特定人共見聞之狀態外，尚要求消息必須以一個可信的「公開方法」為之。亦即，消息必須是在

^{註1} 參照賴英照，《最新證券交易法解析》，2011年2月版，頁542。

^{註2} 參照劉連煜，《新證券交易法實例研習》，2014年9月版，頁533。

可信的狀態下使不特定人得共見聞，投資人方可能採為投資判斷基礎，於消息以可信之方式進入「公開」之狀態後，方得起算公開時點（沉澱期 18 小時）。

(四)區分消息性質、異其公開方式的問題與批評

承前所述，依照管理辦法第 6 條之說明，如果消息性質是涉及「公司財務業務」之消息，則管理辦法要求之公開方式較為嚴格，僅有「輸入公開資訊觀測站」一途。如係涉及「市場供求」之消息，則除輸入相關網站之外，另規定「兩家以上全國性媒體報導」之方式公開，資訊則亦屬可信（或投資人亦將信賴），可認定該消息進入公開之狀態而起算公開時點。其理由不外乎公司對於「涉及市場供求」之消息，較難以控制消息是否會進入「公開」之狀態，故在公開方式的認定上則放寬至媒體公開之「被動公開」情形亦屬之。惟區分消息性質異其公開方式的規範是否合理？姑且不論「公司財務業務」、「市場供求」兩種類型的消息間界線模糊，即便是公司自身得以控制其是否將其公開之消息，公司亦可能有其他主動、被動之公開方式，則限於僅得以輸入公開資訊觀測站之方式，是否失之過嚴？唯一可思及者，因公開時點與消息明確時點規定不同，蓋消息明確時點雖不需要精確至「時」、「分」之單位，僅需粗略認定被告「交易行為係於消息明確後」即可，故規範上無須使時點計算精確化，然公開時點有開始精確計算十八小時的必要，如以輸入公開資訊觀測站之方式，在時點的計算上可以減少爭議。然而，此理由亦不足充分說明方式嚴格的問題。然而，若是有其他可精確計算公開時點的其他可信的主動公開方式，是否仍有必要排除於公開方式之外？

(五)其他問題：消息要公開到至何等程度？

消息從無至有是漸進式的、逐漸形成而明確，在消息形成的過程中，資訊也可能一部分一部分地逐漸主動或被動公開，然而，消息要被揭露到何種程度，才能被認定為已進入「公開」的狀態？例如：公司纏訟多年、重大影響財務業務的訴訟案進行和解談判，公司依次公開下列資訊：1.已和解有望、2.開始洽談和解、3.和解條件達成一致、4.和解契約正式簽訂（但未公布和解條件）、5.公布和解金額及條件。內線交易行為人因知悉公司有很大可能性將確實達成和解，因而購入公司股票，其消息公開時點，應以前述五時點之何者認定之？徵諸實務案例，消息內容公開到何種程度與消息是否已公開有其連動關係，在「資

訊充分揭露」的原則下，需要到何種程度？目前法條、學說實務均無標準，僅能個案判斷之。如公司僅公開簡明財務報表，「欠缺財務報告所應包括之其他報表及內容，亦無關於簡明報表上所揭露事項之附註與說明，無助於投資人之使用決策，尚非完整之財務報告。」(台中高分院 99 年度金上易字第 3 號民事判決) 為維護證券市場之公平性及公正性，若公司未能提供完整之財務報告等資訊時，應不宜認為已符合「公開」之要件^{註3}。

四、近年實務見解

實務見解對於公開方式之標準並未一致，如前所述，早期實務見解以「置於不特定多數人共見共聞之狀態」的「公然」標準，作為公開之標準。亦有實務見解注意到資訊的真實性與可信性問題，如「證券交易法第 157 條之 1 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人可共見共聞之情形下，應認屬符合證券交易法第 157 條之 1 有關『公開』之規定」(台北地院 94 年訴字第 1049 號刑事判決)，但問題在於，所謂「證實與事實完全相符」之認定，應以公開資訊當下的證實方法，是否能讓投資人相信該資訊為真實而可為作成投資判斷之根據，而非以事後回顧該資訊真實與否。

(一)最高法院 101 年台上字第 855 號刑事判決採嚴格認定

「重大消息公開管理辦法第五條第一項規定，該辦法第二條之「修正前證券交易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」，其公開方式係指「經公司輸入公開資訊觀測站」。從而，判斷重大消息公開管理辦法第 2 條之消息公開與否，自應以該消息「經公司輸入公開資訊觀測站」為基準，始符立法本旨。」「原判決以該次公告之後，已有多家媒體就該和解消息為報導，作為消息已公開之認定依據；所持法律見解固欠允洽。」

(二)最高法院 104 年台上字第 376 號刑事判決

「重大消息應由何人公開？是否任何人以任何方式揭露，均可認係上

^{註3}參照劉連煜，《新證券交易法實例研習》，2014 年 9 月版，頁 534。

揭規範之公開？自證券交易法及管理辦法等相關法條文字、法規文義解釋及禁止內線交易之立法目的觀之，參以美國、日本、歐盟等相關法令或實務案例，應認重大消息須由發行公司公布，始屬上述法規所指之公開。發行公司以自己名義公布，或公司之董事、經理人、發言人或其他代表公司之人，代公司發布重大消息，始得認發行公司已依法令盡其公告或申報之義務。如果重大消息非發行公司所公布，而係其他人（例如：消息事件之相對人、關係人、非代表公司之人員、記者等）因故予以公布、報導、揭露時，亦應經發行公司或足以代表公司之人對外為有效之證實、說明或澄清後，始可認為重大消息已經公開。否則縱然證券市場傳言、媒體網路騰載，終究仍屬傳聞，發行公司既未出面證實、說明或澄清，一般投資人仍難判斷真偽而作成投資決定，反之，內部人卻可加以利用，造成市場之公平性遭到質疑，其資訊取得仍非平等，如認為該重大消息已屬公開，對投資人顯欠公平。要之，對於重大消息之公開，發行公司應有適當而有效的積極作為，始能認已盡公開之責任。」

(三)小結

重大消息管理辦法為行政命令，法院判決時無需授其拘束，惟最高法院 101 台上第 855 號判決認為僅得依重大消息管理辦法之輸入公開資訊觀測站作為唯一的公開方式，但並未完全敘明理由。而 104 年台上字第 376 號判決似則回歸投資人是否得以據以作成投資決定的標準，並要求公司採取積極作為證實、說明、澄清，即能認定已盡公開責任，似採放寬立場。有學者認為應採放寬認定，對於涉及公司財務業務之消息，僅以輸入公開資訊觀測站作為唯一公開方式，似有過苛。且重大消息管理辦法中所列舉之公司財務業務消息類型，似非全屬公司所得決定或控制者，以此作為強制規定公開方式之理由，似屬牽強^{註4}。

五、例題

^{註4}劉連煜，〈內線交易之客觀要件（上）〉，《月旦法學教室》，第 108 期，2011 年 10 月，頁 79。

上市 A 公司董事長甲，於民國 99 年 8 月 15 日起至同年 10 月 20 日止，大賣 A 公司股票 500 萬股，同年 11 月 1 日 A 公司公告調降財務預測並且宣布減資以引進策略投資人。被告甲以 A 公司營運不佳的消息，媒體於同年 8 月初即有報導，應屬已公開之消息，資為抗辯。問甲有無成立內線交易之罪責？（改編自 100 年司特檢事官考題）

- (一)1. 依證交法第 157-1 條內線交易之規定，構成內線交易至少需符合下列要件：行為人為公司內部人、基於職務或控制關係獲悉消息之人、受益所有人或消息受領人；行為人實際知悉公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息明確後，未公開前或公開後十八小時內，交易公司有價證券。所謂重大影響期股票價格的消息，係指影響合理投資人交易判斷之消息。
2. 本題董事長甲為 A 公司內部人，自屬內線交易規範主體；其交易之客體為 A 公司股票，無疑為內線交易規範客體。公告調降財務預測並且宣布減資以引進策略投資人之消息，亦屬影響投資人交易判斷之重大消息。至於董事長甲抗辯消息已於八月間由媒體公開，故其交易時點（最早 8 月 15 日）為消息公開後十八小時後，是否有理由？
- (二) 由媒體公開應不符合消息已公開之要件。

1. 按「公開」與否，依早期實務見解認為，應屬消息是否於不特定多數人得共見共聞之狀態，惟於內線交易中，其所應強調者為消息是否已處於合理投資人得利用該消息以為投資決定之狀態，則必須要考量此公開方式對投資人而言是否已為可以信賴，因此重大消息管理辦法規定，首先區分消息之性質，如為影響公司財務、業務的消息，則僅有「輸入公開資訊觀測站」一種公開方式；如為涉及市場整體之消息，則除透過輸入公開資訊觀測站或基本市況報導網站中公告外，以「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」，亦屬公開。
2. 實務見解未趨一致，有認為以輸入公開資訊觀測站為基準固然明確，惟如完全排除其他方式，顯然過於僵化，且與證券交易法第 157 條之 1 係為維繫股票市場公平及正常交易之立法意旨相悖。是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人可共見共聞之情形下，應認屬符合證券交易法第 157 條之 1 有關「公開」之規定，而不以上開辦法第 5 條第 1 項為唯一之公開方式。亦有採嚴格認定者，判斷重大消息公開管理辦法第 2

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！

條之消息公開與否，自應以該消息「經公司輸入公開資訊觀測站」為基準，始符立法本旨。

3. 小結：有力說認為毋須採取嚴格認定標準，對於公司所得決定或控制之消息，僅以輸入公開資訊觀測站作為唯一公開方式，似有過苛。但如資訊係公司外部人因故予以公布、報導、揭露時，亦應經發行公司或足以代表公司之人對外為有效之證實、說明或澄清後，始可認為重大消息已經公開。否則縱然證券市場傳言、媒體網路騰載，終究仍屬傳聞，發行公司既未出面證實、說明或澄清，一般投資人仍難判斷真偽而作成投資決定，反之，內部人卻可加以利用，造成市場之公平性遭到質疑，其資訊取得仍非平等，如認為該重大消息已屬公開，對投資人顯欠公平。
4. 本案，A 公司減資引進策略投資人之消息，係屬涉及公司財務業務之消息，為公司得決定或控制的消息，依實務見解，原則上僅得以輸入公開資訊觀測站之方式作為公開方法。惟有學說見解認為此標準過於嚴苛，故若退萬步言，若係新聞媒體公開者，公司應有積極之說明、證實之作為，尚可能認定其為公開。故被告就媒體於八月初公開相關消息，但並無配合說明、證實，尚無從認定該消息已公開，仍應以 11 月 1 日公司公告為公開時點。

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！