

99年5月內線交易法制修正後之實務走向

編目：證券交易法



主筆人：施台大 碩士、律師資格

施台大老師實務經驗豐富，用貼近同學的角度切入這個陌生的科目，縱使大家連一張股票都沒買過，也可以藉由其課程，了解證券交易之遊戲規則！

◎最新課程請點閱高點法律網 www.license.com.tw/lawyer

一、楔子

按證券交易法第 157 條之 1 關於內線交易之規定，經 99 年 5 月 4 日立法院三讀修正通過後，針對重大消息須具備具體性、明確性之要件、內部人須「實際知悉」重大消息，以及內部人以他人名義買賣在如何條件下始能構成內線交易，加以確立，以提升內線交易構成要件之明確性，並杜絕法規適用上之爭議。對於此項修正之初，不乏有論者認為此立法將加重檢察官之舉證責任，並降低檢察官濫訴或已繫屬案件成罪之可能。惟有學者認為，新法將行為人「獲悉」之要件，修正為「實際知悉」；以及增列消息「明確後」之要件，皆不具直接導致提高檢察官舉正強度之效果(註 1)。另亦有學者謂，新舊法接續適用上，司法實務上應無太大之不同，新法僅在強調「採證上必須更加謹慎，不能憑空推測而已。(註 2)」惟內線交易法制自 99 年 5 月修正以來，迄今已經歷 1 年有餘，司法實務上之操作，究竟是否真有如學者所稱毫無影響？抑或上開修正已涉及刑罰權之限縮？均有待檢驗！為確立內線交易法制修正後之司法走向，特撰此文，以供讀者卓參。

二、內線交易法制 99 年 5 月修正後之司法走向

(一)首先，就新法構成要件將「獲悉」提升到「實際知悉」之部分

1.證券交易法第 157 條之 1 修正前原條文規定：「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…」，原以「獲悉」為構成要件之一，在舊法之要件下，諸多法



高點律師司法官班 <http://www.license.com.tw/lawyer/>
北市開封街一段 2 號 8 樓 • 02-23115586(代表號)

院判決均認定，本於刑事訴追之嚴格證明法則，須確認涉案行為人對於重大影響股價之消息須達「確實知情」之程度，尚不得僅僅憑藉內部人之職務身份，率然「推論」內部人已然獲悉重大消息，此觀諸最高法院 98 年度台上字第 6604 號刑事判決、台灣高等法院 92 年度金上易字第 1 號刑事判決、台灣高等法院 96 年度上訴字第 4732 號刑事判決，對於「獲悉」之要件均採取較為嚴格之認定基準，並以有積極證據證明行為人確實知悉為要件，即足證之。

2.本於修法前多數實務見解之態度，為使得證券交易法第 157 條之 1 構成要件明確化，並杜絕爭議，爰將「獲悉」修正為「實際知悉」：

新修正證券交易法第 157 條之 1 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…」；比較原條文：「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…」，亦即將原來的「獲悉」修正為「實際知悉」，此外，並於同條第 4 項增列：「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，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…」增加「其具體內容」等文字。其修正意旨為：「…另為求明確及杜爭議，將『獲悉』修正為『實際知悉』…」。

比對前述同條第四項增訂之「具體內容」，須行為人對重大消息之具體內容為實際知悉，始構成本條所規定之犯罪要件。

3.惟有疑義者，「獲悉」與「實際知悉」之主觀差別程度如何？如何判斷行為人是否達實際知悉之程度？在文義上，獲悉，乃指內部人獲得相關重大消息之傳聞，雖未經或無法證實、確認，仍不得在消息公開前交易股票；但修正後，既稱「實際知悉」，顯然指內部人必須就該等重大消息已經得到主觀上之確信後，才不得在公開前交易。雖然我國刑法並無實際知悉之用語，但可將之視為內部人就該等重大消息主觀上達到確實知情，方符合實際知悉。目前司法實務上，在 99 年 5 月修法後始宣判之板橋地方法院 96 年度金重訴第 2 號刑事判決，亦認內部人除實際知悉消息內容外，尚須實際了解該消息之具體內容何以對公司股價產生重大影響之連結點何在，或了解該消息具體內容對正當投資人產生重大影響之連結點何在，主觀上始足構成『實際知悉重大影響其股票價格之消息』，即明白闡述修法意旨(註 3)。

(二)另就本次修正增加消息「明確後」要件之部分



1.修正重點

本次證券交易法修正，增加消息「明確後」此一要件之理由無非在於有關重大消息之成立時點，因現行條文並未明定，故在司法及偵查實務上，對於個別案件的認定見解常有不同，致生爭議及不公平之情事。重大消息之成立，應具備相當之確定性，否則僅屬於臆測或謠言，故有關重大消息之成立時點，有必要將現行金管會所頒「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：「前二條所訂消息成立時點，為事實發生日…或其他足資確定之日，以日期在前者為準。」之規定納入法律條文當中，爰修正現行條文第一項及第二項，明定重大消息「明確後」不得買賣，以資明確，並杜爭議。

易言之，為解決前開實務爭議並避免內部人誤觸法網，強化內線交易之構成要件明確性，新修正證券交易法第 157 條之 1 即規定：「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…」對照原條文：「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…買入或賣出」**新增「消息明確後」之文字**，且對照新條文前後文即可明白，從「消息明確後」這個時間點開始，即行禁止內部人買賣股票。也就是說，特定可能影響股價之事件，**須已發展至確定成立之程度時，始禁止內部人進場買賣。**

2.修正理由

觀本次修正理由：「…另為求明確及杜爭議，將『獲悉』修正為『實際知悉』以及於消息未公開前或公開後之前增列『明確後』之要件」，並宣示修法後「將有利於公司內部人等對法令之遵循，有助於資訊透明度之提升，以保護投資人權益，並維持交易公平性，以健全市場發展。」亦足證本次修法確立了重大消息「明確性」之要件，蓋消息發展會歷經一段從抽象到具體、從混沌到明確的醞釀過程，本次修法即要求於特定可能影響股價之事件發展至明確成立發生時，始構成重大消息，以利內部人判斷何時開始禁止交易。反之，尚未確定成立之消息，因不具明確性而僅屬臆測性質之消息，則不得作為證券交易法第 157 條之 1 第 1 項下之重大消息。

3.關於「明確」此一要件之判斷標準



高點律師司法官班 <http://www.license.com.tw/lawyer/>
北市開封街一段 2 號 8 樓 • 02-23115586(代表號)

就本次修法中「明確」二字之解釋，於修正理由中以歐盟為例題出三個判斷標準，分別是：(1)有可靠且客觀存在之事證證明該資訊並非謠傳；(2)如該資訊涉及一段過程，過程中有不同階段，則每一個階段或整個過程皆可被視為具有性質明確的資訊；(3)資訊不需要包括「所有」相關資訊才能被視為明確。對此，曾宛如老師更進一步爰引歐盟對於明確之界定認為：「如果該消息具有足夠之特定性足以令人就該整個事件或單一事件對金融商品或相關之衍生性商品的價格可能產生之影響做出結論時，即為明確之消息，在此界定下，單純之謠言必須加以排除，而過早之資訊也不應列入(註 4)。

4. 修法後實務對「消息明確」要件之操作

依台北地方法院 97 年度金重訴字第 8 號刑事判決：「…關於將重大消息形成之階段，規定至『消息明確』之程度，且該等重大消息，必須有具體內容方面（客觀構成要件要素）。雖與所謂『成立確定』之程度仍有不同，但任何消息，從萌發到成形，均需經歷一段從抽象到具體、混沌到明確之醞釀過程，若未特定欲規範之消息須達哪一階段，則不論成形與否、具體與否都屬之，對比修正前對此毫無規範，顯然修正之意旨，有意提升重大消息之形成程度。使其並非在一開始尚不明確、具體前，即要求必須公開，且課予內部人實際知悉此等不確定、不具體消息時，就不得交易之義務。」換言之，修法後之實務見解，採取消息應至具體明確之階段始應禁止內部人交易之看法；而在舊法時代被告一旦獲悉重大消息，不問消息明確與否，即不得進場買賣股票，但在修法後，被告縱然獲悉重大消息，但在消息尚未明確之階段買賣股票似不構成內線交易。

(三)新法確立須未公開訊息之「具體內容」足以影響股票價格或正當投資人之投資判斷，始具備重大性之要件：

1. 按新修正證券交易法第 157 條之 1 為明確化「重大消息」之構成要件，除增定重大消息須具體明確之程度外，尚特於該條第 5 項規定：「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，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…」相較於修正前原條文：「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」增加「其具體內容對其股票價格有重大影響」之要件。



2.從文義上來看，舊法時代係抽象的將「涉及公司財務、業務、該證券的市場供求、公開收購」等消息即直接認定為會影響股價或影響正當投資人投資判斷之重大消息，並授權主管機關訂定證券交易法第一百五十七條之一第四項重大消息範圍及其公開方式管理辦法(下稱重大消息管理辦法)，直接就何種訊息將重大影響股價定有具體規定，俾供司法機關於個案審判中遵循。然查，在新法時代下，**縱然個案中確實有管理辦法中所列舉之重大訊息，仍不足以構成重大訊息，尚須依相關證據於具體個案中實質認定系爭消息之具體內容在當時若為公開，是否足以影響正當投資人之投資決定或影響股票價格之程度，作為重大與否之判斷標準。**此次修法顯係參考美國法制明確化重大消息之判斷標準定位為「個案事實探討之問題」，而不再以法律或行政命令直接訂定重大訊息之範圍，而應搭配個案具體探究，以避免重大性之認定過於僵化。

三、依現行最高法院之見解，顯然認為上開證券交易法之修正已構成「構成要件之限縮」，且對行為人較為有利，於依刑法第 2 條新舊法比較後，自應適用新法之規定：

(一)依據最高法院 100 年度台上字第 2565 號刑事判決之意旨：「證券交易法第一百五十七條之一規定，分別於九十五年一月十一日、九十九年六月二日修正公布，就九十九年六月二日修正公布之條文，其中與本案有關者為：①將內部人就重大消息之主觀上認知程度，由「獲悉」改為「實際知悉」(新修正條文第一項)。②將應予公布並禁止內部人於一定期間內交易之重大消息形成階段，規定至「消息明確」之程度(新修正條文第一項)。③增加內部人無論以自行或以他人名義，均不得在重大消息公開前或沈澱期內買入或賣出規定(新修正條文第一項後段)。④將對股票價格有重大影響之重大消息，明定須有「具體內容」(新修正條文第五項)。上開修正已涉及構成要件之擴張(擴大內部人範圍)、限縮(「獲悉」改為「實際知悉」、**重大消息必須「明確」、重大消息必須要有「具體內容」**等)，自屬刑法第二條第一項所規定行為後法律有變更之情形，似非單純之文字修改。上訴人等於本案行為後，證券交易法第一百五十七條之一所規定之構成要件既有上開擴張及限縮之變更，該變更攸關上訴人等於本案行為或屬有利或屬不利，自應為新舊法之比較適用，始稱適當。對此，最高法院 100 年度台上字第 380 號刑事判決亦同此意旨。

(二)對於前揭最高法院之見解，下級審台灣高等法院不僅採認，更進一步確立



「新法」對於行為人屬較為有利之規範：

1. 首先，就新法將「獲悉」改為「實際知悉」以及增列「消息明確」之部分：

依據臺灣高等法院 98 年度重上重訴字第 61 號刑事判決之認定：「新法第 157 條之 1 第 1 項規定，將內部人就重大消息之主觀上認知程度，由「獲悉」改為「實際知悉」，且將應予公布並禁止內部人於一定期間內交易之重大消息形成階段，增列規定應至「消息明確」之程度。比較新舊法規定，舊法對犯罪構成要件之文字敘述較不嚴謹，於實際適用時應對行為人較為不利，乃構成要件之限縮（最高法院 100 年度台上字第 380 號判決要旨參照），故以新法規定對被告較為有利。」

2. 另就重大消息須達「具體明確」之程度方面，臺灣高等法院 98 年度重上重訴字第 61 號刑事判決亦認定：「新法第 157 條之 1 第 5 項規定，將對股票價格有重大影響之重大消息，明定須有『具體內容』，比較新舊法規定，舊法第 157 條之 1 第 4 項對重大影響股票消息，既無『具體內容』文字，以文字上即較不嚴謹，則於實際適用時對行為人應較為不利，乃構成要件之限縮（最高法院 100 年度台上字第 380 號判決要旨參照），故以新法規定對被告較為有利。」對此，亦得參臺灣高等法院 99 年度金上更(一)字第 6 號刑事判決(註 5)。

四、結語

綜前論陳，依目前實務穩定之見解，顯認定 99 年 5 月內線交易法制之修正，已直接涉及構成要件之限縮而影響到內線交易可罰性之範圍，準此，內線交易法制之變革，或多或少似已對於實務之運作產生化學變化。申言之，管見以為，本次修法強調內線交易案件下「重大消息」之形成過程，並強調客觀上應先確立重大消息之具體內容，進而判斷消息明確與否以界定內部人應戒絕交易之時點，最後進入消息重大性之「具體判斷」，主觀上行為人亦必須實際知悉重大消息之具體性、明確性、重大性之客觀事實，始足構成內線交易。惟將來整體法制之運作走向為何，仍有待進一步觀察。



【注釋】

- 註 1：參林國全，〈2010 年五月證券交易法修正評析〉，《台灣法學》，第 155 期，2010 年 7 月，頁 13。
- 註 2：參劉連煜，〈內部人「獲悉」或「實際知悉」內線消息之認定—評最高法院九十九年台上字第一一五三號刑事判決〉，《月旦裁判時報》，第 3 期，2010 年 6 月，頁 87。
- 註 3：板橋地方法院 96 年度金重訴字第 2 號刑事判決：「…又檢察官亦未能就其餘被告係因何獲悉該內線消息為舉證，揆諸前開說明，縱認有前述之內線消息存在，然既無積極證據足資證明被告實際知悉該內線消息，自難以臆測方式論罪。…綜上，檢察官未能舉證證明於 94 年底 95 年初，即有前述「廣達公司分單減產」內線消息之存在，因此既無該消息之存在，論理上則當無內部人知悉之可能，又關於廣達公司與 Apple 公司簽署代工合約之事，係列為廣達公司之高度商業機密，衡諸常情，被告實乏管道得以探知詳情，公訴意旨僅憑被告卯○○、戊○○、寅○○於 95 年間曾持有廣達公司股票乙節，即泛推論被告至遲於 95 年 1、2 月以前，均已得知該內線消息云云，要屬無據，**是無證據足證本件被告業已實際知悉上開內線消息而仍售出股票，自難依臆測方式逕論以被告內線交易之罪責。**」
- 註 4：參曾宛如，〈新修正證券交易法—資訊揭露、公司治理與內線交易之改革〉，《台灣法學》，第 155 期，2010 年 7 月，頁 25-26。
- 註 5：台灣高等法院 99 年度金上更(一)字第 6 號刑事判決：「99 年 6 月 2 日修正第 157 條之 1：①將內部人就重大消息之主觀上認知程度，由「獲悉」改為「實際知悉」（該次修正公布條文第 1 項參照）。②將應予公布並禁止內部人於一定期間內交易之重大消息形成階段，規定至「消息明確」之程度（該次修正公布條文第 1 項參照）。③增加內部人無論以自行或以他人名義，均不得在重大消息公開前或沈澱期內買入或賣出規定（該次修正公布條文第 1 項後段參照）。④將對股票價格有重大影響之重大消息，明定須有「具體內容」（該次修正公布條文第 5 項參照）。上開修正已涉及構成要件之擴張（擴大內部人範圍）、限縮（「獲悉」改為「實際知悉」、重大消息必須「明確」、重大消息必須要有「具體內容」等），自屬刑法第 2 條第 1 項所規定行為後法律有變更之情形，經比較後，以修正後之條文有利於被告徐德堯、黃子芬、鍾淳淵、黃種齊、周德一。」

