

當財務預測遇上內線交易

—財務預測資訊是否為重大影響股票價格之消息

編目：商事法

出處	月旦法學教室，第 185 期，頁 41-51	
作者	郭大維教授	
關鍵詞	財務預測、內線交易、重大性、證券交易法、重大消息	
摘要	<p>1. 站在鼓勵發行人揭露財務預測之立場，不應課予發行人更新財務預測之責。</p> <p>2. 另，雖然證交法第 36 條之 1 提及「財務預測資訊等重大財務業務行為」，但財務預測資訊是否構成內線交易構成要件中之「重大性」，仍應具體個案加以判斷。</p> <p>3. 由於財務預測屬發行人對未來財務狀況等主觀臆測性意見之表達，與美國 Basic 案未含有個人主觀臆測性意見之情形有別，不宜以「可能性/影響程度」之判斷基準做為認定財務預測資訊是否具重大性之判斷，而應採理性投資人之判斷基準較為妥適。</p>	
重點整理	前言	財務預測本質存有高度不確定性，其是否為內線交易中重大影響股票價格之消息？又公布財務預測之公司應否隨著情事變更，而負有更新財務預測之義務？此等議題皆有釐清之必要，因此本文將自我國對財務預測之規範出發，探討現行內線交易中有關內線消息重大性之認定。進而透過對美國法之比較，檢視我國現行制度之缺失，並提出作者個人意見，以做為未來制度改進之參考。
	我國對財務預測之規範	<p>一、就財務預測之表達方式而言，「簡式財務預測」各項目之金額，得以單一數字或區間估計表達；而「完整式財務預測」，僅能以單一金額表達。</p> <p>二、無論是公開「簡式財務預測」或「完整式財務預測」之公司，財務處理準則皆課予其更正財務預測之義務： 依公開發行公司公開財務預測資訊處理準則（下稱：「財測處理準則」）第 11 條第 2 項、第 21 條第 2 項，凡公開財務預測之公司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。</p> <p>三、公開「完整式財務預測」之公司有更新財務預測之</p>

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！

重點整理	我國對財務預測之規範	<p>義務，而公開「簡式財務預測」之公司則無強制更新簡式財務預測之義務：</p> <p>依財測處理準則第 20 條要求公開「完整式財務預測」之公司應隨時評估財務預測之基本假設變動情形，並於變動情形達一定標準時，應依規定更新財務預測，至於公開「簡式財務預測」之公司，財測處理準則第 11 條第 1 項僅要求其應隨時評估基本假設變動之影響，可自行決定是否更新財務預測，似無強制更新簡式財務預測之義務。</p>
	我國對內線消息重大性之認定—財務預測是否該當重大性？	<p>財務預測資訊是否為重大影響股票價格之消息：</p> <p>一、學者採肯定說見解者： 「證券交易法第 157 條之 1 第 5 項及第 6 項重大消息範圍其公開方式管理辦法」(下稱「重大消息管理辦法」) 2 條第 10 條款規定「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」為重大消息，且證交法第 36 條之 1 條明文主張「財務預測資訊」乃公司重大財務業務行為，故財務預測資訊具有法定重大性。</p> <p>二、學者採折衷說見解者： 重大消息管理辦法僅對內線消息事項明文列舉，提供司法機關於個案辦理時有所參考，因此財務預測資訊是否具重大性應就個案事實具體認定。</p> <p>三、實務見解仍分歧未定： 有法院認為「財務預測之變化係以公司財務、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』」。另有法院認為「判斷是否具備『重大性』時，應考量其所獲悉股票上市公司更新財務預測之可能性及其影響程度…惟發布上述消息前後三個交易日收盤價均無明顯異動，可見該公司財務預測是否調降或更新，對投資人投資判斷之影響程度極小，因認被告等出售股票時點所獲悉華○公司更新財務預測之『可能性』及其影響『程度』均甚低微，經綜合判斷，尚難認被告等所獲悉者係屬於重大影響華○公司股票價格之消息」。</p>
	美國法之比較	<p>一、早期美國聯邦證管會(SEC)基於財務預測之不確定性，為避免投資人過度重視或依賴此類資訊，曾禁止企業公開財務預測或前瞻性資訊。其後，SEC 考量公司預測性資訊有助於投資人評估公司潛在的營運狀</p>

【高點法律事務所】
版權所有，重製必究！

<p>重點整理</p>	<p>美國法之比較</p>	<p>況，遂改變政策允許企業自願性的揭露財務預測，並進一步制定 Rule 175 與 Rule 3b-6 提供企業公開財務預測資訊一個安全港 (safe harbor) 之規定，只要發行人所公開之財務預測主觀上有所本，則該財務預測將不會被認定為詐欺陳述，以鼓勵企業自願揭露財務預測。另一方面，美國實務上亦發展出所謂的「警示告知原則」(Bespoke Caution Doctrine)，亦即財務預測只要伴隨足夠的警示語句或風險揭露，縱使失準亦不構成證券詐欺。</p> <p>二、<u>之後美國於 1995 年通過「私人證券訴訟改革法」(Private Securities Litigation Reform Act of 1995) 明定財務預測之安全港要件，凡發行人所公開之財務預測符合要件者，即可免受證券詐欺之干擾。</u>惟該安全港規定僅適用於向 SEC 申報之公司，並不適用於非申報公司、證券分析師與經濟自營商。同時，亦排除初次公開發行(initial public offering)、低價股票(penny stock)之發行人、私有化交易(going private transaction)、公開收購、一般公認會計原則所編制之財務報告中所包含的財務預測等。</p> <p>三、<u>1995 年私人證券訴訟改革法提供三種安全港：</u></p> <p>(一)第一種安全港是財務預測伴隨有意義的警示標語 (meaning cautionary statement)。惟單純的象徵性警告並不足以做為有意義的警示語句，有意義的警示語句必須包括可能導致結果與預測產生重大差異之因素；</p> <p>(二)第二種安全港為財務預測之陳述不具備重大性，例如：誇大吹噓的言論或真實市場抗辯。由於誇大吹噓的言論（如：公司業務急速成長等）不會受理性投資人所信賴，故不具有重大性。同樣地，在效率市場中投資人若已經由其他來源取得具有可信度的資訊，從而該財務預測資訊自不具有重大性。</p> <p>(三)第三種安全港則是非行為人實際知悉。亦即原告須證明被告在作成財務預測時「實際知悉」其內容有不實或誤導之處，而非僅有重大過失或過失。</p> <p>四、<u>因此目前美國有關財務預測之安全港規定係採取雙軌並行的制度，一為 1995 年私人證券訴訟改革法所提供的三種安全港；另一則為 SEC 頒布的 Rule 3b-6</u></p>
-------------	---------------	---

【高點法律專研】

版權所有，重製必究！

<p>重點整理</p>	<p>美國法之比較</p>	<p>與 Rule 175。</p> <p>五、<u>公布財務預測之公司是否有更新財務預測之義務？1995 年私人證券訴訟改革法明文規定，公司並無更新財務預測之義務。</u>此係由於證券法規係在處理事前問題，若發行人之陳述係屬真實，並不會因結果事後不如預期而成爲證券詐欺之行爲人。且法律無權創設更新義務，如欲將此義務強加於經營階層之上應以立法方式解決，法院不應越俎代庖。至於更新義務方面，<u>只要公司作成財務預測所依據之資訊係屬正確，法院通常不會課予發行公司更正財務預測內容之義務</u>，除非系爭財務預測是依據錯誤的資訊或事後公司發現其誤解重要文件之內容，始有可能要求發行人更正系爭錯誤資訊。</p> <p>六、<u>美國對於證券市場內線交易之規範：</u></p> <p>(一)主要係以 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項以及 SEC 依上開規定所發布的 Rule 10b-5 爲基本的規範架構，惟上開規定並未就重大消息予以明確定義。實務上，<u>美國聯邦最高法院在 1976 年的 TSC 案中對於「重大性」的認定提出「理性投資人」之判斷基準，即若一項遺漏的事實對於一位理性的股東極可能會認爲對其決定如何投票，有重大影響者，即屬於重大。</u>所謂「極可能」並無須證明揭露該遺漏之事實，會確實導致理性的股東改變投票。此一標準所衡量的是。考量所有因素，該遺漏的事實是否極可能會對一位理性的股東在決定時，有重要影響，雖然 TSC 案是有關委託書徵求之案件，但此一重大性之認定基準卻廣爲美國實務界運用於內線交易相關案件。</p> <p>(二)由於 TSC 案中影響重大之事件係屬確定發生，若一事件係尚未確定發生，在消息重大性之認定上，<u>聯邦最高法院於 1988 年 Basic 案中採取所謂「可能性/影響程度」之判斷基準，即在具有「不確定性」事實的案件中，某一事實在一特定時間是否具有 Rule 10b-5 所稱之重大性，應該取決於該事實發生的可能性及該事實若發生，對整體公司活動之影響程度，兩相權衡而定。</u>如發生機率高且對公司產生重大影響者，當具有重大性；若「發生機率高但對公司產生之影響程度低」或「發生機率低但對公司產生之影響程度高」者亦</p>
-------------	---------------	--

【高點法律專研】

版權所有，重製必究！

	美國法之比較	<p>有可能具備重大性；惟如「發生機率低且對公司產生之影響程度低者」，即不具有重大性。換言之，經由「可能性/影響程度」之判斷基準才能真實反應此等消息對於一般理性投資人之投資判斷是否具有重要影響。</p> <p>(三)綜上，<u>美國對財務預測之規範，1995年私人證券訴訟改革法並未要求公開財務預測之公司必須負有更新財務預測之義務，同意亦有安全港規定之設計，以鼓勵企業自願揭露財務預測。而財務預測是否具重大性，係就個案事實具體認定，非謂任何財務預測資訊皆具重大性。</u></p>
重點整理	結論	<p>一、<u>財務預測係屬前瞻性陳述，其本質上存有高度的不確定性</u>，目前財測處理準則規定，簡式財務預測各項目之金額得以單一數字或區間估計表達，而完整式財務預測則僅能以單一金額表達。然單一金額表達方式恐讓使用者誤認公司年度營運結果即應達成此一金額，而忽略財務預測本身之高度不確定性。故本文建議未來無論是完整式財務預測或簡式財務預測皆應允許以「區間估計」之方式表達，較為妥適。</p> <p>二、美國法基於財務預測係非定期性與非繼續性揭露之本質以及鼓勵發行人揭露財務預測之立場，明文規定不課予公開財務預測之公司更新財務預測之義務，並提供安全港條款予以適當保護。<u>反觀我國，與美國同樣採取自願公開財務預測制度，要求公開財務預測公司負更新義務，等於是加重其負擔，如此恐會降低企業公開財務預測之意願，本文認為，不應課予發行人更新財務預測之責。</u></p> <p>三、雖然證交法第36條之1提及「財務預測資訊等重大財務業務行為」，惟此並非意味財務預測資訊即具重大性。因此，<u>財務預測資訊是否具重大性，仍應依具體個案加以判斷，且由於財務預測係發行人對未來財務狀況、經營成果與現金流量之主觀臆測性意見表達，似與前述美國 Basic 案中未含有個人主觀臆測性意見之情形有別，故本文認為不宜以「可能性/影響程度」之判斷基準做為認定財務預測是否具重大性之判斷標準，而應採理性投資人之判斷基準作為認定基準，較為妥適。</u></p>

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！

考題趨勢	一、公開財務預測之公司是否有更新財務預測之義務？ 二、財務預測資訊是否構成內線交易構成要件中之「重大性」？ 三、財務預測資訊是否具「重大性」應如何判斷，是否適合以美國 Basic 案「可能性/影響程度」作為其判斷基準？
延伸閱讀	一、劉連煜，〈公司財務預測法制之研究〉，《月旦法學雜誌》，第 59 期。 二、戴銘昇，〈論財務預測制度及其虛偽、隱匿(上)〉，《集保結算所》，第 170 期。 ※延伸知識推薦，都可在最多法學資源的【月旦法學知識庫】 www.lawdata.com.tw 立即在線搜尋！

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！