

商事法判解

證券交易法第157條之1內線交易之消息成立與公開如何認定？

最高法院99年度台上字第1153號判決

【關鍵字】

消息成立、消息明確、消息公開。

【事實摘要】

甲係股票上市之A公司總經理，負責綜理A公司之工務、會計、管理、財務、發展等部門之業務，並擔任B公司（A公司之子公司）、C公司、D公司、E公司之經理人，暨B、C、D、E等四家投資公司之股票交易受任人。A公司於民國93年3月15日召開董事會，甲於3月10日核批該公司第14屆第10次董事會提案報告時，得知A公司本公司擬減資新台幣7億9101萬元之提案將排入該次董事會討論事項後，竟在該消息未公開前，基於概括之犯意，於93年3月11日、12日及15日，分別連續委託不知情之他人，於集中市場大量賣出B、C、D及E等四家具實質控制關係公司所持有之A公司股票。對此，甲抗辯其賣出所持有A公司股票之行爲，並不該當證券交易法第157條之1第1項犯罪構成要件。

【裁判要旨】

「重大消息範圍及公開方式等相關事項」之管理辦法，規定第157條之1第4項重大消息範圍及其公開方式管理辦法，以資規範。該管理辦法第2條第2款明定：「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，均屬本法第157條之1第4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」，是本件全坤興業公司（A公司）減資及私募消息顯屬此之所謂「有重大影響其股票價格之消息」甚明。而前述管理辦法第四條明定：「前二條所定消息（包括前述減資之重大消息）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。」原判決認定本件減資事項董事會決議日係此重大消息之成立時點，於法並無不合。全坤興業公司（A公司）於九十三年二月九日透過證交所網站固曾公告：九十三年四月二十九日將召開股東

【高點法律專班】

版權所有，複製必究！

會時擬討論「本公司減資彌補虧損案」之消息。惟該公告事項並非董事會之減資議案，核不符管理辦法第5條第1項所定之公告事項。且原判決不採上訴人（甲）此項抗辯，所敘：「此僅屬公司預備於股東會時討論之擬案而已，內容並不明確，尚待董事會提案，若董事會未提案，仍無法於股東會提出。從而，九十三年二月九日雖有此議案之公開，但仍處於不確定狀態。況此公告之議案，僅有案由，並無具體減資之金額、消除股份、減資比率，減資後實收資本額等重要內容，投資人無法憑此作投資之判斷，不能認符合證券交易法第157條之1第1項規範之目的。」等理由，洵非無據。

【學說速覽】

一、消息「成立時點」之認定

(一) 現行規定：實務上傾向認為重大消息有其成立時點，重大消息成立為內線交易之要件，若買賣證券時點早於消息成立時點，也就無關內線交易問題⁵⁰。依證券交易法第157條之1第4項重大消息範圍及其公開方式管理辦法（簡稱管理辦法）第4條規定，消息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。本判決之謬誤在於，既認為董事會決議日為消息成立之時點，則甲於董事會決議前之買賣行為應根本不構成內線交易才是。

(二) 學說見解檢討：現行雖規定有消息成立時點的問題，惟學者認為，應不以消息已確定發生為必要，管理辦法第4條事實上應是希望消息有一定程度之明確性，而不要流於廣泛臆測之內容或是一般市井流言，故上述日期均在於協助明確性之認定，而消息「成立」時期僅是一種表達消息「已明確」的方式⁵¹。

至於消息明確與否之判斷，若僅依管理辦法以形式化的標準認定，不僅過於僵固、恐悖離事實，亦可能給予有影響能力的內部人操縱時點之空間。學說上認為，應依個案情形分別認定之，即設想交易主體在實際情形下，對該消息的掌握程度、對消息影響力之主觀認定，以及利用消息的可能性，綜合判斷為宜⁵²⁵³。

⁵⁰ 參閱王文宇，〈認真地對待資訊—論內線交易之判斷標準與預防措施〉，《月旦法學雜誌》，155期，2008年4月，213頁。

⁵¹ 參閱曾宛如，〈建構我國內線交易之規範：從禁止內線交易所欲保護之法益切入〉，《台大法學論叢》，第38卷第1期，299-300頁。

⁵² 參閱王文宇，前揭文，213頁。

⁵³ 歐盟及英國之管控方式主要在於資訊必須具有「明確性」，英國尚且自行加上「特別性」之用語，而與明確性二選一。依照英國之說法，某些資訊雖未達明確之程度，但可能很特別，故利用該資訊仍構成內線交易。不論是明確性或特別性均有將謠言或一

因此，實務上亦有採取「在某特定時間內必成為事實之重大影響股票價格之消息」之見解。

任何重大消息都有其形成的過程，在消息為真正明確以前，會經過一連串的作業程序，亦即消息的形成具有程序性、漸進性，因此只要在消息形成中有發生內部人交易的情形，只要該消息重大且具體明確，就有構成內線交易的可能⁵⁴。基此，2010年5月證交法修正後，亦於第157條之1增列「在該消息明確後」之文字⁵⁵。

二、消息「公開」之認定

管理辦法第6條第1項規定，「涉及公司財務、業務」之重大消息（本案之減資議案屬之），其公開方式限於「經公司輸入公開資訊觀測站」。然而，公司如已正式召開記者會，媒體也顯著報導，只因未輸入資訊觀測站，便要處以重刑，是否過苛？有無違反比例原則⁵⁶？

學說上因此有建議，欲認定消息是否已經公開，應同時具備以下兩個要件：其一為「有公開之積極行為」，即有權公開該內部消息之人，在使該消息讓一般投資人皆能知悉之目的下，將該消息予以傳播之行為。其二為「消息已處於公開之狀態」，即該消息是否處於不特定多數人得聞見之狀態，似以該消息已經報紙、電視、電台等傳播媒體之報導為必要⁵⁷。

【考題分析】

A為上市之公開發行公司。民國九十五年十一月之後，陸續傳出外國之私募基金有意收購A公司，然A公司均未為任何表示。九十六年一月中，果然有B私募基金

般性之消息予以排除之效果。參閱曾宛如，前揭文，300頁。

⁵⁴ 參閱陳志龍，〈證券交易法內線交易—探討證券交易法內線交易與操縱股價之差異、構成要件明確性諸問題〉，收錄於：《企業與金融法制—余雪明大法官榮退論文集》，2009年1月，419頁。

⁵⁵ 惟應注意者，亦有學者認為，增列消息「明確後」，其實並未直接觸及目前實務上爭議最多的重大消息究竟何時成立之問題，而應該係在處理「性質明確」，亦即該消息具有「重大影響其股票價格」之「性質明確」。依該學者見解，似認為條文所謂「明確」，並非處理消息是否具體明確之問題，而係在處理消息是否性質重大的問題。參閱林國全，〈二〇一〇年五月證券交易法修正評析〉，《台灣法學雜誌》，155期，2010年7月1日，13頁。

⁵⁶ 參閱劉連煜，《新證券交易法實例研習》，2008年9月，399頁。

⁵⁷ 參閱林國全，〈證券交易法第157條之1內部人交易禁止規定之探討〉，《政大法學評論》，45期，291頁。

公司向A公司之股東提出公開要約，預計收購A公司百分之百的股權，檢調發現，A公司之部分董事及經理人在B宣布公開收購之前一週陸續大量買進A公司之股份，而公開收購之要約公布後，由於收購溢價高達百分之三十，因此股價大漲，B收購完成後，成為A公司之經營者。請問：檢方以內線交易起訴A公司先買進股票之董事及經理人，相關人等以該消息早在報紙上報導過數次，不具重大性為由抗辯之，有無理由？

（改編96年台大己組）

◎ 答題關鍵

本題所須解決之問題，除了認定該消息是否重大，以及判斷行為人是否「實際知悉」該消息等要件外，其關鍵乃在於消息是否「成立」與「公開」之爭議。在答題上，不僅應將現行管理辦法之規定予以敘明，同時亦應論述學說見解上的批評與差異。

【相關法條】

證券交易法第157條之1、證券交易法第157條之1第4項重大消息範圍及其公開方式管理辦法第4條、第6條。

【參考文獻】

1. 王文宇，認真地對待資訊—論內線交易之判斷標準與預防措施，月旦法學雜誌，155期，2008年4月，213頁。
2. 曾宛如，建構我國內線交易之規範：從禁止內線交易所欲保護之法益切入，台大法學論叢，第38卷第1期，299-300頁。
3. 劉連煜，新證券交易法實例研習，2008年9月，399頁。
4. 林國全，證券交易法第157條之1內部人交易禁止規定之探討，政大法學評論，45期，291頁。

【高點法律專班】

版權所有，翻製必究！