

## 商法判解

## 證券交易法第157條之1修正後實務之最新動向 最高法院100年度台上字第2565號判決

**【關鍵字】**

實際知悉、消息明確。

**【事實摘要】**

上訴人賴大王自民國八十九年間起即擔任股票上市力特光電科技股份有限公司（下稱力特公司）之董事長、總經理，為證券交易法第157條之1第1項第1款所列之內部人，詎賴大王身為股票上市公司之負責人，明知力特公司94年度前三季之財務報表將鉅額試機費用予以資本化，不合於一般會計原則，且公司內並未留存充分完整之試機過程資料，勢必不能通過證券交易所之實地查核，且重編該公司九十四年前三季財務報表之結果，力特公司原所列之試機費用大部分金額將由「成本」轉列為「費用」，並一次認列為年度損失，直接減少該公司當年收益，將轉盈為虧，勢必導致力特公司股價下跌，係證券交易法第157條之1第5項所指之重大影響上市公司股票價格之消息，逕於九十四年十二月二十六日知悉證券交易所將至公司進行實地查核後，為減少損失，復指示彭紹華大量出脫宏運公司在力特公司之持股。

**【判決要旨】**

證券交易法第157條之1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1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1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1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2條第1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157條之1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。

**【高點法律專班】**

版權所有，複製必究！

……似無任何證據顯示「九十四年十二月二十六日」證券交易所曾以電話通知力特公司將前往實地查核，詎原判決並未說明其所憑之證據，逕以上訴人等自該日起大量出脫力特公司之持股，據以推論其等於九十四年十二月二十六日即已實際知悉該重大影響其股票價格之消息，且以九十四年十二月二十六日即為本案重大消息之「明確」時點，其所認定之事實即與卷內之證據不相適合，而有證據上之理由矛盾，其判決當然為違背法令。

## 【學界速覽】

### 一、學界對於99年6月證交法修正後之解讀：

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證強度之效果<sup>37</sup>。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「探證上必須更加謹慎，不能憑空推測而已。<sup>38</sup>」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、修法前學者對於「重大消息成立時點」之認定標準：

- (一) 依賴英照老師之見解：「特定消息在形成過程中，依其具體情形，是否對投資人的投資決定具有重大影響作為判斷標準，而非以僵硬的時點劃分消息成立時點。……衡量交易可能完成之機率及完成後對投資決定可能產生的影響做綜合判斷，而非單純以尚未完成特定程序，即否定其為重大消息的性質。<sup>39</sup>」
- (二) 對此，劉連煜老師原則上採取美國最高法院TSC案例中之判斷標準認定：「一項未經公開之消息，假如一位合理之投資者知道這項消息，在其為投資決定時，非常可能會認為此項消息對其投資覺定會有重要影響，則此消息即為重大

<sup>37</sup> 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。

<sup>38</sup> 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115三號刑事判決，月旦裁判時報第3期，2010年6月，頁87。

<sup>39</sup> 參賴英照，股市遊戲規則-最新證券交易法解析，自版，2009年10月再版，頁525。

消息。<sup>40</sup>」此外，劉連煜老師另提出補充標準，認為在合併磋商性質之併購裁判，援引美國Basic案中最高法院所表示之法律見解，認為重大消息之認定，應「斟酌事件發生之可能性與事件影響之程度與規模而定」<sup>41</sup>。

(三)最後，亦有學者援引證券交易法第157條之1第5項及第6項重大消息範圍及其公開方式管理辦法第5條之修訂說明，認為：「所謂重大消息應係以消息對投資人買賣證券之影響程度著眼，衡量其發生機率及對投資人投資決定可能產生的影響做綜合判斷，而不以該消息確定為必要。<sup>42</sup>」

### 三、內線交易法制99年6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

<sup>40</sup> 參劉連煜，新證券交易法實例研習，自版，2009年9月七版1刷，頁426。

<sup>41</sup> 參劉連煜，前揭註4，頁433-434。

<sup>42</sup> 參王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁，實用證券交易法，新學林出版，2011年3月一版一刷，頁471。

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<sup>43</sup>。

(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：「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

<sup>43</sup> 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。」

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：

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<sup>44</sup>。

<sup>44</sup> 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

#### 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，採日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157條之1第4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。

四、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)承前最高法院100年度台上字第2565號刑事判決之要旨：「證券交易法第157條之1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2條第1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157條之1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)況且，前揭最高法院100年度台上字第2565號刑事判決不僅認定證交法99年6月修正後之規範已涉及構成要件之限縮或擴張，更進一步將新修正之構成要件涵攝於具體案例中，並指出：「……似無任何證據顯示『九十四年十二月二十六日』證券交易所曾以電話通知力特公司將前往實地查核，詎原判決並未說明其所憑之證據，逕以上訴人等自該日起大量出脫力特公司之持股，據以推論其等於九十四年十二月二十六日即已實際知悉該重大影響其股票價格之消息，且以九十四年十二月二十六日即為本案重大消息之「明確」時點，其所認定之事實即與卷內之證據不相適合，而有證據上之理由矛盾，其判決當然為違背法令。」由此顯見，最高法院對於證交法修正後之構成要件，採取較嚴格之認定基準，不僅認為不得以「推論」之方式認定行為人是否「知悉」重大消息，對於「重大消息」之認定，更具體要求應至「明確」之程度，在在顯示最高法院

對於新法構成要件之解讀，逐漸超脫學界原本之詮釋方式。

(三)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，亦得參台灣高等法院99年度金上更（一）字第6號刑事判決<sup>45</sup>。

五、綜前論陳，依目前實務穩定之見解，顯認定99年6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

<sup>45</sup> 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。」

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。

### 【考題分析】

上市A公司欲併購上市B公司，遂派A公司甲、乙、丙三人（分別為A公司董事及經理人），於99年10/1、10/10、10/20數次與B公司董事及經理人直接會商及以電話討論此事。同年10/30 A公司人員至B公司作實地查核。11/5雙方董事長就合併換股比例及合併架構達成共識。12/30 A公司及B公司董事會同時決議通過此合併案，並對外公開此合併消息。100年4/8 A公司與B公司股東會同時通過此一合併案。試問：甲、乙、丙三人從頭至尾參與此合併案，甲於99年10月21日、乙於99年10月31日、丙於99年11月6日，分別買進A公司股票，三人並均於消息公開後，賣出股票獲利千萬元，如果你是檢察官負責偵辦此案，問依現行法應起訴何人內線交易罪？理由何在？

（100政大）

### ◎答題關鍵

- 一、本題明顯在考內線交易重大消息成立時點之問題，也就是會觸碰到重大消息何時「具體」且「明確」之問題，對於這種涉及修法與實務爭議性考題，首先應須先劃出「時間軸」，以利作答。
- 二、再者，此種考題，畢竟是學者出題機率較大，故仍應論及學說上之觀點，認為99年6月證交法之修正，並未觸碰到最敏感的消息成立時點問題，亦未加重檢察官之舉證責任。並援引過去學界對於「重大消息成立時點」所提出「影響性/可能性」之判斷標準，最後方提及現行實務見解之走向，兩說併陳，方可取得高分。

### 【相關法條】

證券交易法第157條之1。

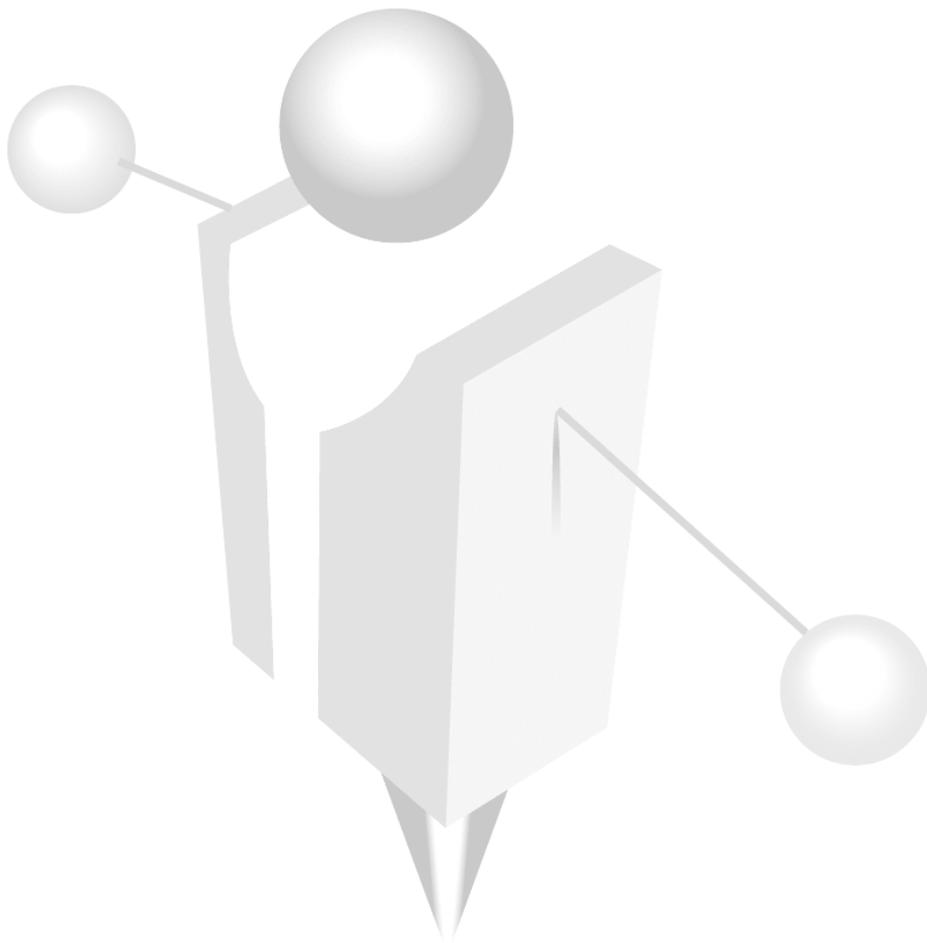
### 【參考文獻】

1. 林國全，〈2010年五月證券交易法修正評析〉，《台灣法學雜誌》，第155期，2010年7月。
2. 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。
3. 賴英照，《股市遊戲規則——最新證券交易法解析》，自版，2009年10月再版。

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！

4. 劉連煜，《新證券交易法實例研習》，自版，2009年9月七版1刷。
5. 王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁，《實用證券交易法》，新學林出版，2011年3月一版一刷。
6. 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。



【高點法律專班】

版權所有，垂製必究！