

新聞放大鏡 ②

查富味鄉內線交易 —《論財報不實、操縱市場與內線交易之競合》

編目：商法

【新聞案例】^{註1}

黑心油事件之後，檢方再度搜查富味鄉工廠，4日帶回包括董事長陳文南在內28人，因為富味鄉這段期間內股價異常波動，疑似涉及內線交易，檢方懷疑富味鄉為了避免股價損失，召開內容不實的記者會，先說棉籽油通通外銷，後來被踢爆台灣也有賣，才改口道歉，檢調要釐清這段期間，是不是有特定人士操控。經過漏夜偵訊，5日凌晨3點多，董事長陳文南和發言人林秀蓉50萬元交保，陳文南其他兩個兄弟董事陳瑞禮和陳錫銘則是30萬交保。

步入地檢署，富味鄉董事長陳文南一臉憔悴，用手遮著臉不想讓媒體拍攝，他和另外兩個兄弟陳瑞禮和陳錫銘，還有富味鄉發言人林秀蓉，都以被告身分遭到調查。凌晨3點多，陳文南和林秀蓉以50萬交保，陳瑞禮和陳錫銘以30萬交保，其他員工則是陸續被請回。

富味鄉繼黑心油事件之後，再度被調查，原因是因為疑似涉及內線交易，新北市地檢署主任檢察官馮成指出，檢方發現，富味鄉從黑心油事件爆發後，股價從原本的80元重挫跌到29.8元，為了避免損失，富味鄉竟公然說謊，召開內容不實記者會，股價緩慢回升，接著被衛生局踢爆，股價又下挫到43元，目前爬到43.8元。

關鍵就在富味鄉召開記者會卻說謊，一直到被衛生局踢爆不實，這段期間股價異常波動，被懷疑可能有高層介入，涉嫌內線交易利用人頭炒股。10月25日，陳文南親上火線承認錯誤，表示「本公司各部門主管倉促中統計棉籽油，相關資料有誤，造成對外的訊息錯誤。」但在之前對外卻宣稱，棉籽油全都銷往國外，後來卻被踢爆原來台灣也有賣。

富味鄉之前因為混油標示不清，被新北市衛生局開罰，陳文南等人被依詐欺罪起訴，現在又爆出內線交易案，曾經是「台灣之光」、全台第一的芝麻油品牌，現在因為黑心油風波和內線交易重創形象。

^{註1}東森新聞記者廖峰祥、孟憲豪／社會中心新北報導。

【重點提示】

近來食品安全問題接二連三地出現，且往往於事件爆發牽連多數合作公司，其中不乏有已上市、上櫃之公司，惟在公司就是否涉及食安問題消息尚未被大眾所知情前，公司內部人極可能發生內線交易之行為，甚至積極地為違反證交法第 20 條之 1 財報不實之行為，亦有可能該當證券交易法第 155 條第 1 項第 6 款散布流言之行為。據此，考生於面對相關問題之時，務必應將證券交易法中各種違反之態樣加以思考，並針對題目所問之內容加以回答。

【考點剖析】

如上所述，本件新聞事實背後可能涉及之問題包括內線交易、財報不實及散布流言等法律問題，是分述如下：

一、內線交易

依據證券交易法第 157 條之 1 第 1 項之規定，公司之內部人或消息受領人，於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 18 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。本件新聞中之公司若係使用混有黑心油之商品，將會影響其公司之商譽及未來之營運，勢必將造成其股票下跌之結果，如持有該公司股份之內部人，為了避免損失而於此消息未公開前或公開後 18 小時內售出其股份，即有成立內線交易之可能。就此，應特別注意者係關於所謂內線交易消息之定義，依據證券交易法第 157 條之 1 第 5 項之規定，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。而就此重要消息之範圍及公開方式等相關事項之辦法，則由主管機關所定之《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》加以處理。此外，學說上亦就內線交易之重大性、明確性及是否有成立之時點等問題為討論，本文限於篇幅僅就此點到為止，若對此等爭議不熟之讀者，請務必就此仔細加以研讀。

二、散布流言

依據證券交易法第 155 條第 1 項第 6 款之規定，對於在證券交易所上市之有價證券，乃不得為意圖影響集中交易市場有價證券交易價格，而散布流言或不實資料。由本件新聞事實：「檢方發現，富味鄉從黑心油事件爆發後，股價從原本的 80 元重挫跌到 29.8 元，為了避免損失，富味鄉竟公然說謊，召開內容不實

記者會，股價緩慢回升，接著被衛生局踢爆，股價又下挫到 43 元，目前爬到 43.8 元。」中即可看出，該案之當事人即有可能違反了證券交易法第 155 條第 1 項第 6 款關於以散布流言操縱市場之規定。此外，關於散布流言之散布行為，學說上有認為僅單純對於特定人或少數人散布流言或不實資料，尚不足以達到影響證券價格之效果，故僅有刑法上成立詐欺罪之可能，讀者宜就此要件加以注意。

三、財報不實

依據證券交易法第 20 條之 1 之規定，若證券交易法第 20 條第 2 項之財務報告及財務業務文件或依第 36 條第 1 項公告申報之財務報告，其主要之內容有虛偽或隱匿之情事，則對於發行人所發行有價證券之善意取得人、出賣人或持有人因而所受之損害，應負賠償責任。本件富味鄉若再混有加油事件後，為隱瞞營業額下降此等關於財務業務之事實，而於其財務業務文件上為虛偽或隱匿之情事，即可能因違反本條之規定而對於投資人負損害賠償之責任。此外，就財報不實之損害賠償責任，因特別注意因果關係之問題，蓋公司往往主張投資者並非看了其財報始交易該公司之股份。而為了解決此交易因果關係之舉證困難，學說、實務上即有採取美國聯邦最高法院以效率資本市場假說（The efficient capital markets hypothesis）為基礎的詐欺市場理論，用以推定證券詐欺中之交易因果關係。對此，依據臺灣高等法院高雄分院民事判決 94 年度金上字第 1 號判決：「惟一般公開說明書及財務報告之內容，往往使用諸多專業術語，如未具有相關之會計、財經或法律等專業知識，尚難瞭解其所述內容，且一般非專業投資人大都並無參酌財務報告以決定其購買意願，亦屬實情，則立大公司等抗辯○○等人並非信賴財務報告而購買股票，其所受損害與財務報告間，並無相當因果關係存在等語，即非全然無據。然查，在公開市場為股票交易者並非僅限於非業專投資人而已，專業投資者（如：投資信託公司及外國資金等）參與股票買賣，更為股票交易之主要對象，而各該專業投資者均聘僱有相關專業人員從事各項財經資訊等影響股票行情因素之分析、研判，並提出投資意見以供是否進場交易之參考，此為眾所周知之事實，而此類專業投資者，對各該上市、上櫃公司之財務報告，既本其專業知識為研判分析，藉以決定是否交易買賣，並使一般非專業之投資大眾因此而跟進或為參與交易之決定，則在整體交易市場之運作下，任何以不實資訊公開於股票交易市場之行為，應均可視為對參與股票交易之不等定對象為詐欺，並進而推定任何參與股票交易之善意取得人或出賣人，均有信賴該資訊之真實性，而不須舉證證明其有如何信賴財務報告之事證，亦即該交易因果關係係被推定，此從證交法第 20 條規定之意旨觀

之，亦可得佐證，並為美國就有關股票交易訴訟時所發展出之「詐欺市場理論」所採用。況依民事訴訟法第 277 條但書規定，如舉證分配之情形顯失公平者，並非必然由主張有利之事實者為舉證，而本件係屬股票交易下所生之損害，就其交易型態係藉由公開市場及信賴公開資訊交易而言，如將舉證責任責由原告為之，勢將產生舉證其信賴財務報告而交易上之重大困難，且亦違反公開資訊者應確保其資訊真實性之原則，故本院認上開因果關係推定之見解，應可適用於本件爭議，故原告僅須舉證證明財務報告內容不實，即可受推定已就交易因果關係部分盡其舉證責任。」內容之見解，可知目前之實務見解乃運用我國民事訴訟法第 277 條但書之規定，將美國分配舉證責任之市場詐欺理論加以援用於我國證券交易法之中。

【精選考題】

一、題目

上市公司 A 電子股份有限公司（下稱 A 公司）於今年 5 月 10 日將該公司今年第 1 季財務報表，每股盈餘為負 0.85 元，誤植為正 0.85 元（亦即虧損誤植為賺錢）。而該資訊於公開資訊觀測站公告後，造成該公司當日股價急漲，惟於同日正確財報數字更正後，旋即造成該公司股價下跌，致投資人受有損失。經查，當日適逢流行疾病事件突然爆發，台股大盤暴跌，A 公司股價下跌之部分原因亦肇因於此。前述誤植事件發生後，經媒體披露，證券投資人保護團體（下稱投保團體）連續接獲今年 5 月 10 日買進 A 公司股票之投資人來電及書面申訴，爰決定依據證券交易法及相關法律對 A 公司及有關人員提起團體訴訟，以協助受害投資人進行求償。假設你為投保團體之律師負責研擬本件之訴訟策略，請問：本件最有可能成立之證券交易法上請求權依據為何？本件訴訟中，被告最有可能提出的抗辯為何？對此抗辯，原告要如何答辯？本件損害賠償應如何計算，較合法理？本件損害賠償之計算，最高法院之實務見解為何？（102 年司法特考三等司法官第二試考題）

二、答題意識

本題主要之爭點涉及是否該當證券交易法第 20 條之 1 財報不實之損害賠償問題，其中財務報表不實與投資人損害間是否有因果關係更為本題之重要爭點，蓋本題中之投資人或將主張股價暴跌乃肇因於流行疾病事件，而非係基於季財務報表之不實記載，故即便 A 公司未誤植每股盈餘投資者仍會購入該等股份。其中，可能會有考生認為本件涉及學說上用來推定因果關係之詐欺市場理論，惟應特別注意者係財報不實損害賠償之因果關係又區分為「交易因果關係」與

「損害因果關係」，而詐欺市場理論僅推定了「交易因果關係」而未推定「損害因果關係」，故本題所涉及之因果關係為損害因果關係，而無詐欺市場理論推定之適用餘地。此外，本題之題目若稍微修改加入持有 A 公司股份之內部人，於流行疾病事件消息公布前，或故意更改財報中每股盈餘之情形下，而進一步為股份之交易時，則有可能成立內線交易，抑或該當散布流言操縱市場之可能性，尚請考生務必要能仔細閱讀題目所問者究竟為何，若於題目僅係概括地詢問本題所涉及之法律爭點為何時，則必須就此等請求權競合之情形分別加以檢討，始能獲取應有之分數。