

重要論文導讀 ③

企業併購時內線交易消息「明確」之判斷 ——最高法院一〇二年度台上字第一四二〇號刑事判決

編目：證券交易法

出處	月旦裁判時報，第25期，頁80~93			
作者	張心悌教授			
關鍵詞	內線交易、企業併購、重大消息、公開、明確			
摘要	企業併購內線交易案件，消息是否「明確」之判斷，不宜採美國第三巡迴法院之「重要原則已定之合議」標準，認為必須「價格」與「基本架構」已達合意之地步始可謂明確，否則將可能為內線交易的操作預留更多空間，而與禁止內線交易的立法意旨相違背。應回歸Basic案中建立之「可能性／影響程度」之標準判斷之。			
重點整理	案件事實	綠○高新科技股份有限公司（下稱「綠○公司」）為著名手機機殼製造商，為擴大客戶群，經斟酌認美商捷○公司為其最適合之合作對象，便積極尋找管道爭取合作機會。		
		94.10	雙方建立溝通管道	
		95.6	雙方重提合作事宜	
		95.7.27	綠○策略會前會	商討決定綠○公司要成立獨立經營團隊，合作方式再議。
		95.8.25	捷○發出初始意向書予綠○	表示想繼續推動雙方交易、方式可能採取一階段併購而非之前所提之三階段併購、內容尚含收購價格及期間內不得跟第三人進行收購等。
		95.8.26	綠○召開內部管理會議	
		95.8.28	綠○董事會結束後討論	在場之董監事均不反對捷○以現金併購綠○公司之意思，但對價格有不同意見。
		95.8.30	綠○回函捷○	
		95.9.3	捷○提出修正版意向書	並提出以8/24股票收盤價為基準計算收購價格溢價率。
		95.9.6	綠○董事會決議簽	

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！

重點整理	案件事實		訂不具拘束力意向書 (LOI)	
		95.9.11	捷○提出LOI	
		95.9.12	綠○簽署LOI	
95.9.29		雙方簽署保密協定		
95.10.2		進行實地查核		
95.11.3		捷○表示交易架構	交易架構為公開收購。	
95.11.6		雙方洽談	洽談收購價格與合併契約細節。	
95.11.8		雙方就價格達成協議並簽署SPA	SPA Shareholder Purchase Agreement	
95.11.22		綠○召開董事會	通過與捷○公司簽署合併契約案、召開記者會並於公開資訊觀測站公佈此一重大消息。	
95.11.24~96.1.12		捷○進行公開收購		
		<p>何○卿身為綠○公司之獨立董事且原為普○公司行使綠○公司法人董事職務之人，於綠○公司95年9月6日召開董事會時，以獨立董事身份出席該董事會，而知悉捷○公司有意以百分之一百現金方式併購或取得綠○公司股權，詎為圖謀賺取不法利益，竟與柯○昌等人共同基於違反證券交易法公司內部關係人內線交易規定之犯意聯絡，於綠○公司有被捷○公司進行收購，進而與捷○公司合併等消息明確後（95年9月12日下午），公開前（95年11月22日），將其所知悉前開影響綠○公司股票價格之重大消息，轉知柯○昌作為普○創投公司買進綠○公司股票之重要參考，自95年9月13日起迄同年10月30日止，下單買進綠○公司股票，復於捷○公司公開收購綠○公司股票期間，將前開股票悉數應賣，而獲取四億七千兩百八十四萬七千零六十五元不法利益。而被告何○卿於95年9月13日至10月30日買進綠○股票。</p>		
	本案爭點	企業併購之內線交易案件中，重大影響股票價格之消息，於何時「明確」？		
	判決理由	<p>一、地方法院：消息明確時間為九十五年九月十二日綠○公司簽署意向書之日 「認定重大消息發生之時點，及內部人何時獲悉此消息，自應綜合相關事件之發生經過及其結果，為客觀上之整體觀察，以為判斷。倘就客觀上觀察，重大消息所指內涵於</p>		

	<p>判決理由</p>	<p>一定期間必然發生之情形已經明確，或有事實足資認定事實已經發生，而內部人已實際上知悉此消息，自不能因公司或其內部人主觀上不願意成為事實，即謂消息尚不明確，或事實尚未發生，或未實際知悉消息之發生，否則內部人即可能蓄意拖延應進行之法定程序，或利用該消息先行買賣股票，導致資訊流通受影響，阻礙證券市場公平競爭，而與資訊平等取得原則之立法意旨相違。……九月十二日代表綠○公司簽署該不具拘束力之意向書後，……足認雙方對美商捷○公司併購綠○公司一事已有初步協議、共識，揆諸前揭意旨，應認『美商捷○公司合併、收購綠○』此一重大消息已成形、有具體內容，並且以臻明確。」</p> <p>二、高等法院：同意地方法院就消息明確判斷之見解。</p> <p>三、最高法院：</p> <p>基本上同意地方法院與高等法院就消息明確判斷之見解，並表示「認定行為人是否獲悉發行股票公司內部消息，應綜合相關事件發生經過及其結果等個項因素，從客觀上作整體觀察，以為判斷，不得拘泥於某特定、具體之時點。」</p>
<p>重點整理</p>	<p>解評</p>	<p>一、問題之背景：</p> <p>重大消息成立之時間點我國實務見解分歧。從美國司法實務觀察，消息是否成立或是否明確與「重大性」之判斷一體兩面，故美國TSC案的「合理投資人」及Basic案的「可能性／影響程度」標準，學者提出可作為我國內線交易消息成立／明確之參考。</p> <p>而在我國證券交易法第157條之1修法加入「明確」要件後，學者亦提出新法下Basic案之標準可能某程度受到限縮適用，即我國也許會再如前述初步合併磋商之案例中，採取美國第三巡迴法院之「重要原則已定之合議」基準以認定：一項「初步之合併協商」必須等到該交易之「價格」與「基本架構」已達合意之地步始可謂明確、有具體內容之重大消息。本文在此背景下，分析本案法院就消息「明確」之判斷標準，並思考在企業併購案件中以「重要原則已定之合議」作為消息是否明確之測試基準之妥適性。</p> <p>二、相關實務與學者見解：</p> <p>(一)實務見解</p> <p>根據本案地方法院之見解及若干實務見解（如：士林地院99年度金訴字第6號刑事判決、臺北地院99年度金訴字第24號刑事判決、臺灣高院97年度上訴字第3834號刑事判決）就併購案件重大消息「明確」時間點認定之見解觀察，法院似乎十分強調「換股比例」或「收購價格」</p>

重點整理	解評	<p>等重要事項達成協議，該消息始謂明確，雖不能斷言，但我國法院似隱約有呼應「重要原則已定之合議」標準之趨勢，即該交易之「價格」與「基本架構」已達合意之地步始可謂明確之意。</p> <p>(二)學者見解</p> <p>有學者主張，在企業併購案件中，宜規定以「實地查核進行後，對於併購價格及主要併購契約架構完成」作為重大影響其股票價格之消息已經明確時之認定，實係採行美國「重要原則已定之合議」標準。</p> <p>三、美國法院見解：</p> <p>(一)美國最高法院在Basic案中明確拒絕採用第三巡迴法院之「重要原則已定之合議」基準，雙方主張理由如下：</p>										
		<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="width: 5%;"></th> <th style="width: 45%;">第三巡迴法院之理由</th> <th style="width: 50%;">最高法院之反駁</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td style="text-align: center;">1</td> <td>初步協商很可能破局，因其本質係暫時性資訊，揭露此種資訊可能誤導投資人並使其產生錯誤樂觀。</td> <td>投資人自知合併有相當風險。證券法之立法目的即以完全揭露哲學取代買者自負責任之哲學。</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">2</td> <td>該標準限制揭露義務範圍，並確保合併協商機密性。</td> <td>合併協商機密性之問題屬於發行人揭露義務之範疇，與重大性定義並非相合。</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">3</td> <td>該標準就資訊是否揭露提供可行的明確標準。</td> <td>明確規則的確容易遵行，但「容易適用」並不足作為忽略證券交易法立法與國會政策制定之目的。重大性判斷強調個案事實發現，指定一個單一事實或事件之發生作為「重大性」的決定性判斷標準，必會造成涵蓋過廣或過窄之情形。</td> </tr> </tbody> </table> <p>(二)最高法院並強調，美國公司揭露諮詢委員會經過許多研究後，反對將重大性判斷繫於僵固的公式，並表示重大性概念本質上是需要判斷的，應以個案基礎來思考該重大性問題。</p> <p>(三)雖然我國修法後加上「明確」之要件，惟是否朝向美國最高法院已清楚拒絕適用之「重要原則已定之合議」標</p>		第三巡迴法院之理由	最高法院之反駁	1	初步協商很可能破局，因其本質係暫時性資訊，揭露此種資訊可能誤導投資人並使其產生錯誤樂觀。	投資人自知合併有相當風險。證券法之立法目的即以完全揭露哲學取代買者自負責任之哲學。	2	該標準限制揭露義務範圍，並確保合併協商機密性。	合併協商機密性之問題屬於發行人揭露義務之範疇，與重大性定義並非相合。	3
	第三巡迴法院之理由	最高法院之反駁										
1	初步協商很可能破局，因其本質係暫時性資訊，揭露此種資訊可能誤導投資人並使其產生錯誤樂觀。	投資人自知合併有相當風險。證券法之立法目的即以完全揭露哲學取代買者自負責任之哲學。										
2	該標準限制揭露義務範圍，並確保合併協商機密性。	合併協商機密性之問題屬於發行人揭露義務之範疇，與重大性定義並非相合。										
3	該標準就資訊是否揭露提供可行的明確標準。	明確規則的確容易遵行，但「容易適用」並不足作為忽略證券交易法立法與國會政策制定之目的。重大性判斷強調個案事實發現，指定一個單一事實或事件之發生作為「重大性」的決定性判斷標準，必會造成涵蓋過廣或過窄之情形。										

<p>重點整理</p>	<p>解評</p>	<p>準，本文仍持保留態度。一個明確或僵固之標準，等於宣告在商業世界變化複雜之企業併購案件中，明確／重大性之判斷無需依個按特定事實加以權衡；且倘如此僵化操作，若某程序未完成，或價格／換股比例未達合意，則內線消息尚未明確，而不構成內線交易之違反，則將使有心人可操作程序或時間點，而預留可操作之空間。</p> <p>(四)本案最高法院雖未否定地院就消息明確時間點之認定，惟其強調重大消息於達到最後依法應公開或適合公開階段前，往往須經一連串處理程序或時間上之發展，之後該消息所涵蓋之內容或所指涉之事件始成為事實，其發展及經過情形因具體個案不同而異，即不得拘泥於某特定、具體確定之時點，實為正確見解。</p> <p>四、合併與公開收購就消息「明確」之判斷標準是否不同？</p> <p>本文認為兩者在消息明確時點確實可能不同，蓋於公開收購情形，僅需收購者單方面決定發動公開收購，故就公開收購程序或決策內容是否已達明確之程度，僅由收購者行為加以認定，不需要考量被收購公司大股東或董事會之決定。而美國在公開收購內線交易消息是否明確之判斷上，與合併內線交易情形同，使用較具有彈性的「重要步驟」用語，避免使用單一或僵化的標準。</p> <p>此外，本文亦認為倘併購之內線交易消息已達「明確／重大性」，並不會因為雙方之併購計劃最後係採公開收購而非合併的方式，而得以規避內線交易的責任。</p> <p>五、結論：</p> <p>企業併購內線交易案件，消息是否「明確」之判斷，不宜採美國第三巡迴法院之「重要原則已定之合議」標準，認為必須「價格」與「基本架構」已達合意之地步始可謂明確，否則將可能為內線交易的操作預留更多空間，而與禁止內線交易的立法意旨相違背。應回歸Basic案中建立之「可能性／影響程度」之標準判斷之。</p>
<p>考題趨勢</p>		<p>一、企業併購時內線交易消息「明確」之判斷？ 二、合併與公開收購就消息「明確」之判斷標準是否不同？</p>
<p>延伸閱讀</p>		<p>一、陳彥良(2013)，〈內線交易之重大消息明確性判斷〉，《月旦法學教室》，第124期，頁18-20。 二、賴源河、郭土木(2012)，〈企業併購訊息與內線交易重大消息明確點認定之探討〉，《中正財經法學》，第4期，頁1-45。 ※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！</p>