

**產業金融法制之再革新**

—最新公司法、證券交易法修正草案  
暨2010年新修正證券交易法之研析  
(下)

司法官班第50期學員 蔡子琪

**(五) 內線交易豁免條款之建立？**

此次證券交易法修正草案之提出，最令社會關注係內線交易修正規定，主要係欲引入豁免條款（安全港）規定，依行政院院會提出之證券交易法第157條之1草案規定主要

---

可以區分為三塊。依序說明如下。

### 1.消息沈澱時間延長

有鑑於公司於晚間發布重大消息，投資人於隔日開盤前可能尚未獲悉該重大消息而無法為即時之反應，重大消息之沉澱時間有酌予延長之必要，另衡酌目前行為人交易模式多不以自己名義買賣，實務上認定亦包含以他人名義買賣之行為（參修正理由），行政院版本第1項修正草案乃規定：「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：…」此修正草案規定主要基於投資人獲悉重大消息時間之考量，於現行法所定12小時有所不足，乃以立法方式延長為18小時；至於後段修正則係鑑於我國證券交易市場充斥人頭帳戶情形，而現行法律所禁止者，為內部人買入或賣出股票的行為，並未限定須以買賣自己所有之股票為限<sup>1</sup>，此次修正草案亦係確立此一原則，應予肯認。

而上揭草案規定，於立法院三讀通過條文修正為「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：…」關於「實際知悉」用語修正，將於下文3.說明，至於「在該消息明確後」之文字增列，是否妥適，亦將面臨挑戰。原審查修正文字為「在該消息確定、成立」，惟由於實務上有判決認為重大消息有其成立之時點<sup>2</sup>，但亦有認為不限於獲悉時該消息已確定成立或為確定事實<sup>3</sup>。有論者對於此修正案批評指出，早期因我國司法實務對於金融犯罪認識不清，認為重大消息有所謂「確定」時點的看法，即是該罪定罪率低的主要原因，其中精英案即是典型的案例，直到後來司法審判在廣大案、訊碟案依立法意旨，不採「確定」時點的看法後，才讓該罪的定罪率提高，並有效

嚇阻內線交易的發生，認為修正草案有其不妥之處<sup>4</sup>。其實，若嚴守著重大消息尚未確定、未成立即非屬於內線消息，則將造成有人故意遲延消息成立時點，進而預留更多操作內線交易空間，實與立法意旨相違。有鑑於上揭批評，立法院三讀通過之條文再調整為「在該消息明確後」，惟該消息明確時點為何，以企業併購為例，意向書簽訂、專家意見提供、換股比例決定、董事會決議、股東會決議等等，如何確認何一時點為明確時點，端視此修正條文似仍無法解決爭議，仍有待將來實務發展<sup>5</sup>。

美國最高法院在Basic Inc. v. Levinson一案（Basic案），對於消息之重大性作一討論，原則上仍依TSC v. Northway一案（TSC案）之測試標準，即一項未經公開之消息，假若一位合理投資者知道此消息，在其為投資決定時，非常可能認為此項消息，對其投資決定會有重大影響，則此消息屬於重大消息；例外補充適用Basic案所建立之基準，即若事件本身屬於「或許會，或許不會發生的」或「尚未確定發生，僅是推測性的」性質時（例如公司間進行合併磋商），就該事件最後發生之可能性與該事件在整個公司所佔之影響程度加以評估，若影響確屬深遠，即便當時發生可能性不大，亦可能立即成為重大消息（事件），若當時事件發生之可能性極大，雖該事件對該整個公司整體影響效果稍微輕微，亦可能會在當時被認作是重大消息（事件）<sup>6</sup>。由此美國實務發展可知，何一時點成立或確定成為重大消息非其所論，也就是不能僅以是否完成特定程序來作為判斷重大消息之標準，而應以消息是否對投資人之投資決定有重大影響而為判斷，以及輔以衡量事件發生可能性與對於公司整體效果影響判斷，我國立法者在制定內線交易重大消息之成立判斷，宜再加以考量美國實務發展，不宜僵化消息成立時點之判斷。

### 2.將公司債納入內線交易客體規範

2000年修正本條規定時，曾增列「其他具有股權性質之有價證券」，而對於公司內部人等獲悉公司支付公司債本息有困難之重大

消息時，如於消息公開前或公開後十八小時內，賣出該公司非股權性質之公司債，以避免損失者，有違市場交易之公平性，欠缺規範依據，故行政院版本草案乃增列第2項並經立法院三讀通過為：「前項各款所定之人，實際知悉發行股票公司有重大影響其支付本息能力之消息時，在該消息未公開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非股權性質之公司債，自行或以他人名義賣出。」同時第6項增訂授權規定：「第二項所定有重大影響其支付本息能力之消息，其範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之」。

### 3. 獲悉之修正與是否訂立豁免條款(安全港)規定？

本次修正草案引發爭議者，係行政院所提出之第8項草案：「行為人如能證明其交易係於消息公開前以同一名義所為下列交易之一者，不受第一項及第二項規定之限制：一、與持續六個月以上定期定額買賣同額之交易。二、與持續六個月以上依固定公式決定交易內容之相同內容之交易。」修法理由說明：「考量行為人如能證明其於消息公開前或公開後十八小時內所為之交易係與第五項或第六項之消息公開前，以同一名義所為持續六個月以上定期定額買賣之交易同額或持續六個月以上依固定公式決定交易內容之交易內容相同者，其雖於消息公開前或公開後十八個小時內買賣有價證券，應可認定其並無利用未公開之消息進行買賣，爰增列第八項豁免規定。」

在此修正案提出前，學理或實務上對於證券交易法第157條之1第1項規定：「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…」究竟是採獲悉說或利用說而有不同意見，採獲悉說者認為依上開規定僅須行為人獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息，而為買入或賣出即可，不須證明其主觀上有「利用」訊息之故意<sup>7</sup>；反之，採利用說者則認為除獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息外，尚須進一步利用該消息方可成立內線交易<sup>8</sup>。進

而衍生若行為人「在獲悉消息前」本來就有預定的交易計畫，並按既定計畫執行時，採獲悉說者認為行為人並非根據(on the basis of)重大非公開消息而為交易，已不該當上開構成要件規定，得為免責之抗辯<sup>9</sup>；採利用說者則認為，事前已擬定之交易計畫，且按計畫本應買進或賣出股票，而於事後獲悉未經公開之重大消息時，若能證明未「利用」該重大消息而為買進或賣出股票，亦得為免責之抗辯<sup>10</sup>。

至於在實務上，臺灣臺北地方法院95年度重訴字第17號刑事判決謂：「…茂矽公司於92年4月17日19時5分許，在證交所股市公開觀測站所公告之：『有關報導茂矽即將到期INDEXBOND一事，茲因此次1.2億美元海外可轉換公司債甫於本月初獲證期會核准，資金不及到位，茂矽將請監察人壬○○出面約集4月到期公司債之主要持有人於明日(4/18)召開協商會議，討論償還及贖回等有關事項…』消息，堪認確屬對茂矽公司之股價有重大影響之消息，而該消息無論係茂矽公司經證期局被動要求而加以澄清，亦或主動發布，均不影響其重大消息之性質。丙○○、戊○○辯稱茂矽公司之資產足以償還92年4月間到期之公司債，故92年4月17日公布之消息不屬於證券交易法第157條之1規範之『重大影響其股票價格』之消息，自不足採。…茂矽公司於92年4月17日在證交所股市公開觀測站上所發布之消息既屬重大影響其股票價格之消息，則次應探究者，則係鴻瑞等四家公司在上開期間內賣出茂矽公司股票，是否果與丙○○、戊○○知悉上開重大消息有所關涉？經查：…子○○在接受丙○○之委託處理鴻瑞公司、茂福公司之股務時，丙○○並未指示售出之時機、數量，係子○○依市場狀況、機制規則及其專業判斷，向丙○○建議出售後，由丙○○全權委任其處理，而子○○亦未於事前知悉茂矽公司於92年4月17日所公告之重大訊息內容，是以，子○○自91年11月間開始，先行賣出昇豐證券之茂矽公司持股後，再於92年2月25日至3月5日售出鴻瑞公司持股，同年3

月5日至同月13日賣出茂福持股，與茂矽公司92年4月17日公告之訊息並無關係。…綜上所述，鴻瑞、茂福、環龍、威力等四家公司，雖於上開92年4月17日茂矽公司重大消息公布前，均有出售茂矽公司股票之客觀事實，然子○○所為出售股票之決定，與上開重大消息並無關聯，自難認授權子○○出售股票之丙○○、戊○○二人，有何違反證券交易法第157條之1第1款規定之犯行。」此判決肯認預定之交易計畫得作為免責之抗辯事由，在未有相關法律明文之前，司法實務對此是否會廣為運用，將有待觀察，惟值得肯認者，即便沒有法律明文之規定，司法仍得以個案式運用預定交易計畫作為免責之認定。

回歸上述修正草案，雖有其立法良意，但是在面對將來執法者在證據認定上若偏於浮濫，將致使內線交易更為氾濫，恐非立法者所見，又行為人若濫用此預定交易計畫，執法者如何判定亦將成為難題，因而，有論者指出，若豁免條款決定要引進，其法律文字應參考美國證管會提出之Rule 10b5-1，強調該計畫係基於誠信而非為規避本條禁止規定而為者，且非於知悉內線消息時所設計，而且已事先指定交易價格、數量及日期，並將交易之實際決定權交予他人，甚至可進一步要求事前更強之揭露，或必須等待計畫6個月之經過始可合法實行該計畫，或規定提前終止計畫或修正計畫者，將失去免責抗辯權<sup>11</sup>。然而在立法院審查時，因立法委員、相關主管機關擔心成為有心人逃避理由，只要在前6個月開始定期定額投資，即可規避內線交易規定，有所不妥，因而在審查時即將修正草案第8項豁免條款規定暫緩保留，並於2010年5月3日經朝野協商達成共識，以附帶決議方式將豁免條款交由金管會及法務部再作研商<sup>12</sup>。其次，第1項草案經立法院三讀後將「獲悉」二字更改為「實際知悉」，對於上揭獲悉說與利用說之爭議，本文認為尚無解決之助益，惟立法者用意若係藉此強調，檢察官將來須對於行為人主觀是否實際知悉盡舉證責任，則勢將提升舉證證明程度及增

加執法難度，在新法施行後，實有待實務將來發展。

### 三、結語

透過上述草案的介紹，可以知悉公司法及證券交易法之修正與實務切合之深，每每因為實務上的需要而作更動，而其出發點多以保護股東、投資大眾權益為其基準，因而，執法者更應瞭解其制定背景、由來、歷程，始得更為妥適的認事用法，受限於篇幅，本文精要的就股東會行使表決權與公司年報揭露之變革、縮短公告年度財務報告時程、分割投票制度之建立、董事選舉恢復強制累積投票制、法定盈餘公積與資本公積分派股利之轉變、跨國資訊取得之強化、公司制證交所之確立、內線交易豁免條款之建立等重要修正草案之議題予以介紹研析，期待新制通過後更能發揮公司治理及健全投資市場之功能。（本文之完成由衷感謝劉連煜教授指導，惟文中觀點、文責仍由筆者自負）

<sup>1</sup>臺灣高等法院臺南分院89年度上字第345號刑事判決：「查被告甲○○係新藝公司之董事長，知悉該公司即將遷廠，在該消息未公開前，竟借用不知情之謝孟峰、謝明曉、謝義在大府城證券公司買賣股票，核其所為，係違反證券交易法第一百五十七條第一項規定，應依同法第一百五十七條第一項論處。」其最高法院94年度台上字第1433號刑事判決亦認：「法律所禁止買入或賣出者，為上述各款之人所有之股票（或其他具有股權性質之有價證券），如所買入或賣出者，非上述各款人所有之股票（或其他具有股權性質之有價證券），即難認有違反上開規定，而令其負證券交易法第一百七十一條第一款之罪責。」

<sup>2</sup>臺灣高等法院91年度上訴字第1399號刑事判決。

<sup>3</sup>最高法院94年度台上字第1433號刑事判決。

<sup>4</sup>林孟皇，證交法修正為趙駙馬解套？，刊載於聯合報2008年12月1日A11版。

<sup>5</sup>主管機關則有對此解釋為只要發生機率高，影響性很大，即屬明確。聯合報，檢方須舉證內線交易起訴變難，2010年5月5日。

<sup>6</sup>關於TSC案與Basic案詳細說明，劉連煜，新證券交易法實例研習，2009年9月增訂7版，作者自版，頁425-441。

<sup>7</sup>賴英照，最新證券交易法解析，作者自版，2009年10月再版，頁531-534；劉連煜，新證券交易法實例研習，2009年9月增訂7版，作者自版，頁451。

<sup>8</sup>臺灣臺北地方法院94年度訴字第1152號刑事判決。另請參照林孟皇，金融犯罪與刑事審判，元照出版，頁258-268。

<sup>9</sup>劉連煜，新證券交易法實例研習，2009年9月增訂7版，作者自版，頁456。

<sup>10</sup>林孟皇，同前揭註7，頁262。

<sup>11</sup>劉連煜，新證券交易法實例研習，2009年9月增訂7版，作者自版，頁455。

<sup>12</sup>經濟日報，內線交易免責條款年底審議，2010年5月4日。