

「內線交易重要實務問題探討－重大消息範圍及成立時點」座談會

前言：

現行「證券交易法」第157條之1甫於95年修正施行，本次修正不僅大幅加重內線交易民事責任，並將內線交易禁止期間拉長為消息公開後12小時，並擴大受規範的對象。並另增訂第4項說明「重大影響股票價格之消息」的定義，授權由主管機關訂定相關事項的辦法。

相關管理辦法的實際運作已一年有餘，對資本市場與企業影響相當大。證交所、證基會特舉辦「內線交易重要實務問題探討－重大消息範圍及成立時點」座談會，由本報總編輯翁得元主持，邀請金管會證期局組長呂淑玲、政治大學法律系教授賴源河、東吳大學法律系教授莊永丞、台北地方法院法官周占春、台北地方法院檢察署檢察官張書華與證交所總經理蘇松欽與談，讓企業與投資人對相關法律更為瞭解，以防範觸犯內線交易。

時 間：97年1月11日

主持人：翁得元（經濟日報總編輯）

主講人：羅贊興（臺灣證券交易所 經理）

與談人：呂淑玲（行政院金融監督管理委員會證券期貨局 組長）

賴源河（國立政治大學法律系 教授）

莊永丞（私立東吳大學法律系 教授）

周占春（臺灣臺北地方法院 法官）

張書華（臺灣臺北地方法院檢察署 檢察官）

蘇松欽（臺灣證券交易所 總經理）

紀錄：記者李娟萍、夏淑賢、白又仁

攝影：記者陳易辰

翁得元（經濟日報總編輯）：

投資人常說，「千線萬線不如內線；股票線型，千條萬條不如內線一條。」不過，若上市企業遭懷疑涉及內線交易曝光後，不論最後判決結果為何，都會讓市場造成很大的波動。

先前鬧得沸沸揚揚的英華達案，因英華達高階主管遭起訴，導致股價大幅波動，後來公司還刊登報紙全版廣告，討論何謂重大消息。另外，企業併購也算重大消息範圍，但有些併購也因不同狀況，或者經董事會通過才算數？消息成立跟完成法定程序的界定為何？而有很大的討論空間。

由於企業與主管機關或執法機構對內線交易的認知不同，引發不少爭議。其中就何謂重大消息與成立的時點，成為關注焦點。但法規訂定不明確容易觸法，訂得太機械性，就司法角度來說，又沒辦法做事情。

希望透過這場座談會就內線交易兩個最重要的問題進行討論，尤其與會貴賓有法學權威、承辦檢察官、法官及主觀機關等，再經由經濟日報媒體平台，把大家討論的共識或看法呈現在報紙上，避免業者誤踩地雷的狀況再度發生。

加強宣導 健全證券市場

吳榮義（證交所董事長）：

去年台股內線交易案件頻傳，讓企業界心驚膽跳，由於目前業界對修訂後新的規範仍有疑慮，因此證交所有必要針對內線交易相關規定，加強宣導正確觀念，也希望透過討論，能凝聚更多共識，防範內線交易的情事再發生，造成市場的波動。

羅贊興（證交所經理）：

為讓上市企業更瞭解內線交易的相關歸定，證交所去年分別在台北、新竹、台中、台南、高雄等各地，共舉辦十場次「上市公司內部人股權交易法律遵循宣導說明會」，期盼藉由加強宣導，降低內線交易不法情事的發生機率，防範該等不法情事於未然，進而維護證券市場健全發展，今年仍將持續辦理是項服務，各上市公司若需相關本公司親赴解說內線交易相關規範，可洽本公司服務專線02-81013360吳先生、02-81013341林先生。

加重刑責 防範內線交易

蘇松欽（證交所總經理）：

內線交易這個條文不是剛訂定，早在1988年大修證交法時，就已訂定相關規範，將內線交易明文化。

相對美國來講，美國是在1934年立法禁止內線交易，之前在未納入中央法規時，各州政府以公司法等相關法令予以規範，且在1909年就有判例。

我國是成文法國家中，最早訂出內線交易規範，日本還晚我們幾個月。當時是依美國的判例參考訂定，但因與成文法罪刑法定主義有差距，導致1988年有這個條文後，由於構成要件不夠明確，有些案件移送後，卻是獲不起訴比較多。

即使判刑，也因刑度低而不被注意。

證交法歷經三次修正，將刑度提高為三年以上10年以下有期徒刑，且加重民事責任，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，使犯罪構成要件、主體客體趨於明確，所以檢察官比較好起訴相關案件。

我要強調的是，內線交易不是新的規定，早在1988年已有此條文。

企業界關心在什麼樣的情況，交易所會將「異常交易」案件移送金管會？交易所訂有一監視辦法，以進行線上監視、離線監視，我們會先看交易面有無異常，如果交易突然量增，且集中在少數人，就會進行線上監視，如果後來，忽然發布一個重大消息，交易所會再追公司內部人有無在買賣。

一般來說，規模大的公司買賣幾十張、100張是沒有關係，但是規模小公司，交易量本來很小，但突然量放大，又有消息出來，則非常有可能內線交易。

這沒有絕對的標準，交易所會整理相關案件，送到主管機關討論，金管會檢查局駐會檢察官也會參與討論，再決定是否移送。

重大消息 須有成立時點

呂淑玲（金管會證期局組長）：

內線交易立法從民國77年就已開始，雖然外界對內線交易的重視，與去年續檢調搜索訊息有關，但內線交易條文77年就已存在，民國91年2月6日修訂將範圍擴大涵蓋具有股權性質有價證券，95年1月11日則是針對內部人範圍擴大定義。

內線交易的爭議點，主要在何謂重大消息以及公開時點，因此，95年證期局在授權內訂出重大消息的相關管理辦法，並增加民事賠償責任，95年5月並對重大消息與公開方式再訂管理辦法。

從國外立法經驗看，目前只有日本針對重大消息列舉規定，其他都是概括認定甚至個案認定，可以說大體上均概括而抽象。證期局努力在管理辦法中將重大消息類型化，例如哪些屬於財務面，哪些會影響市場供求的，其中有三款為列舉，一款為概括。

日本也是從決定事實、發生事實與財務規定等層面來規範，類似規範我國在95年5月30日修

訂後也有規定到。當時也有討論是否放在證交法內，但是因為證交法若日後修改必須經過立法院並不方便，所以改用行政法令規範。

查察內線交易的原則一直沒改變，並非近兩年更嚴格。首先由證券交易所或櫃買中心在企業重大消息出來後，先行了解再歸類，有相關可能才再提報到證期局討論，若相關事證看來較為明確，證期局會再和駐金管會的檢察官討論，看是否還有需要補強之處，然後才會成案調查。

至於重大消息的成立爭議，觀察其他國家，也沒有定義，從證交法157條之1，也看不出需要重大消息的成立才構成內線交易。證期局認為應有重大消息的成立時點，在這段成立時間，獲悉消息者不能買賣股票，但是消息公開12小時後則可以買賣，所以須有成立時點。

現在證交法157條之1還要修訂，但是因為立委選舉未能審理。修訂內容中，調整消息沉澱的時間，以前是12小時，但是現在因為有的公司重大消息公布時間較晚，會影響這段沉澱時間的認定。

在內線交易案的審理上，則是規定如果有六個月定時定額買賣證明持續性交易，可主張豁免，這是仿照美國規定，要從發現疑似內線交易事件的時點再往前推，若為經常性買賣而非受到消息影響而買賣，比較沒有問題，但是如果是過去沒有買賣，卻在有重大消息的此時出現大筆交易，就較不尋常。

企業過去對內線交易並不是很重視，但每天都有很多重大訊息，建議企業可以自訂守則，證交所也在訂準則，雖無約束力但可參考。若內線交易案變少，大家會對市場更有信心，包括外資法人在內。

法律人觀點－資訊公開 媒體揭露也算

周占春（台北地方法院法官）：

雖然主管機關及檢察官都有立場，但就法院而言，「法律怎麼規定，法院就怎麼執行」，法院的立場是保障人權。原則上，法院都照法律有效的法規執行。不過，所謂的公開辦法，不一定就是主管機關所訂定的重大消息規範。

例如，若某公司董事長悄悄把敵方合併，但消息並未在資訊公開觀測站公布，隔天各大媒體紛紛刊登這項合併案，這算不算公開？法院認為，只要在足以傳布消息的各大媒體，並將資訊充足、完整的公布，雖然不是企業主動公布，這項消息仍算公開。另外，企業聯貸案雖沒有簽約，但卻是百分之百成形，我們認為在那個時段裡面，仍算是內線交易。

我鼓勵企業界若要瞭解法令判決，要詳閱其內容，包括裡面的證據，以及法院為什麼這

樣講，要把理由看完。法院判決的重要理由，過去跟現在會不太一樣，因為過去是二年以下徒刑，現在雖然改成重刑，但其好處就是，訴訟案件會到統一法律最高見解的最高法院，法的秩序會比較確立。

雖然證券交易法實行細則的修訂，加上去年爆發許多案子，而且多是知名企業，讓企業界相當緊張，不過，我想很多觀念是因為「過去的惡習，大家視為當然」。舉例來說，小孩子不是家長的財產，因此，虐童是會被法辦的，而不單只是管教小孩。同樣的，公司不只是董事長的，是全體股東的，必須兼負社會責任，與穩定一定經濟秩序及功能存在。

若能將這種惡習改掉，撇除不法的利益，我們的資本市場會更健全，健全的結果讓投資人願意進來，而不是一個混亂的市場裡面嚇走投資人，這對公司及投資人都是有利的。

法律人觀點—概括條款 立法並無不妥

張書華（台北地院檢察署檢察官）：

各界期待證交法的「重大消息」範圍及成立時點認定標準，有更明確的規定，惟參考國外立法例，各國立法多屬概括性規定，以歐盟「內線交易及市場操縱指令」為例，該指令對重大消息也沒有定義。

美國是不成文法國家，依據個案的狀況認定什麼是重大消息；日本是成文法國家，證交法在內線交易部分，罕見地以繁瑣的規定，列舉各種重大訊息類型，但也不可避免有概括條款。為何各國要用概括條款而不是全部明列？我舉一案例來說明。

某家公司早年向銀行團申請聯貸60億元，後來因為營運不見好轉，資金左支右絀，又跟銀行團更改還款條件，尋求把原來的聯貸展期還款付息，但被借給他30億元的主要聯貸銀行拒絕，其他聯貸銀行因以這家主要借款銀行馬首是瞻，也不願意再更改還款付息條件，公司財務長眼見公司經營不下去，就向公司提出辭呈，且出脫手上的公司股票。

公司後來因為財務狀況實在太糟，秘密聲請重整。「重整」是證交法第157-1第4項「重大消息範圍」及其公開方式管理辦法中規定的「重大消息」，這位財務長提早下車離開公司，他雖未參與公司重整，但對一般投資大眾而言，他是獲知「公司遭銀行團拒絕更改還款條件」這個重大財務訊息，才能提早下車，情感上實在不能接受。

就客觀上，證交法內線交易條文要保障的資訊公平也不妥當，概括條款在此時就有發揮空間，公司被銀行團拒絕更改聯貸案還款付息要求，這一點，就有機會認定為重大消息。

商場上營運變化快速，如果在管理辦法都用明文列舉規定，企業可能會綁手綁腳，例如發言人、財務長更換、重要客戶增加訂單、重要客戶來訪參觀工廠或是做實地查核等，如果一一要求上市上櫃公司公告，實在太過繁瑣，對企業本身也增加負擔。

我個人認為，以我國法制、外國立法例及實務來看，目前管理辦法列有概括條款並無不妥，況且，我國不在證券交易法本文規定重大消息類型，而另外制訂管理辦法，透過修正管理辦法，也比修改證券交易法本身條文來的快速，機動性高、有彈性。

日本證券交易法除對什麼是重大消息加以定義外，也授權主管機關訂立「輕」標準，對影響較小的部分加以排除。

同時對於「公開收購」這種對於公司經營影響甚鉅的事項，另有法條明文規範相關人士，是可以參考的作法。

學者的看法—故意惡意 構成犯罪要件

莊永丞（東吳大學法律系教授）：

何謂重大消息？美國1976年提供一個判準，就是消息若讓市場合理投資人知悉，會否重大影響其買、賣、繼續持有的決定，若會，就是重大消息。

美國後來發生Basic案，有針對重大消息再做區隔，一個是硬資訊（hard information）、軟資訊（soft information）與臆測性的資訊，也就是未來會否發生，在消息出來當時並不確定。

Basic案就是針對臆測訊息作判定，認定若臆測性訊息當時讓市場投資人知道，仍會影響其買賣、繼續持有與否等決定，一樣當重大消息，因此對於純臆測如何操作，採取信度效度平衡法則，例如純臆測兩家公司會不會合併，合併成局機率高否，來做綜合判斷，就從未來實現的可能性也就是信度，看發生機率高不高。

效度則是看消息發生後，對公司財務等影響層面劇烈與否，如果影響大，效度高信度不大，仍可當重大未公開消息。

內線交易是否有故意、惡意，判決實務上應可斟酌加強。這從美國的案例演化過程中可以看出，對是否故意、惡意有所區別。我國主管機關修法草案有豁免條款，其源頭也在此。也就是說，當內部人有消息，但沒有利用此消息做交易，沒有內線交易的主觀意圖、犯意，所以豁免無罪。

此外，內線交易的惡意利用，美國也做一釐清，2000年美國有相關規定，內容類似公司買回股票辦法規定，包括何時交易、量與價格等，可以在有疑似內線交易發生時，用以研判是否有利用內線消息嫌疑。

學者的看法－雙軌並行 借鏡日本制度

賴源河（政大法律系教授）：

去年內線交易頻傳，雖然主管機關或檢調辦案的用心值得肯定，不過在「寧枉勿縱」的辦案態度下，有些企業在不清楚規範界限下觸法。根據過去因涉及內線交易而遭移送的案例統計，行政主管機關移送的案子，比檢察官起訴的案子比例要高很多。

雖然證券交易法近年來陸續修訂後，的確進步很多，對要件的列舉也比較明確，讓企業界有更明確的遵循方向，不過，詳細列舉與概括皆有其利弊。例如，明確列舉可讓企業對照研判是否涉及重大消息的範圍，但缺點是容易掛一漏萬，反之，開闊的規定因較為抽象，有其彈性解釋的優勢。

美國、歐盟屬抽象解釋，日本則有較具體的規定，不過，日本除了有詳細的列舉外，仍有所謂開闊性解釋的「輕微標準」，也就是雖然有其事實，但對證券市場影響不大，可不構成內線交易，這種雙軌並行的作法，可以做為主觀機關與執法單位的參考。

日本對於企業併購有更詳細的規定，建議主管機關可以再增加更明確的規範。

根據過去內線交易判決比例來看，事後判罪率並不高，但對企業的營運與股價有很大的影響，目前台灣的執法仍具相當彈性，建議在不認為是重大消息的原則上，採取「寧縱勿枉」的態度，降低企業與投資人的損失。