

特稿

防制內線交易的危機： 隱匿財報造假，內線交易無罪？

賴英照*

目次

壹、前言

貳、皇統案：重大消息應以「未公開，但會公開的消息」為限

參、雅新公司等案件：重大消息不以「會公開的消息」為限

肆、檢討：重大消息不應以「會公開的消息」為限

伍、結論

關鍵字：內線交易、財報造假、掏空公司資產、未公開的重要消息、
言論自由、不自證己罪

* 中原大學法學院財經法律學系專任講座教授，前司法院院長，哈佛大學法學博士。

壹、前言

公司負責人編造假帳或掏空資產，在消息尚未公開之前，搶先賣出公司股票，消息公開後股價重挫，負責人因而避免損失，此種行為是否構成內線交易？

皇統案的判決認為，依證交法第 157 條之 1 規定，內部人知悉「有重大影響其股票價格之消息時」，在消息未公開前，固然不能買賣該公司的股票，否則構成內線交易；但所謂「重大影響股價之消息」，僅限於「『未公開，但會公開』之消息」。編造假帳或掏空資產的消息雖然具有影響股價的重大性，但基於言論自由及不自證己罪原則，公司負責人沒有公開自己犯罪行為的義務，因此屬於「不會公開」的消息，並非第 157 條之 1 所規範的**重大消息**。因此公司負責人在該等消息尚未公開之前買賣股票，不成立內線交易。

當然，不是所有的法院都認同這樣的觀點。雅新案及東隆五金案的判決認為，第 157 條之 1 的「重大影響其股票價格之消息」，不應區分為「會公開」，或「不會公開」。只要消息具有影響股價的重大性，在消息尚未公開之前買賣股票，應成立內線交易罪¹。

上面兩種見解，何者較為妥適？此一問題，涉及證券法律公開原則的貫徹，及內線交易的防制，影響重大，值得深入探討。

¹ 有關學理上的討論，參閱 WILLIAM K.S. WANG & MARC I. STEINBERG, INSIDER TRADING 134-136 (2010); 18 DONALD C. LANGEVOORT, INSIDER TRADING: REGULATION, ENFORCEMENT & PREVENTION §5:3, at 5-15 (2009).

貳、皇統案：重大消息應以「未公開，但會公開的消息」為限

皇統公司於 1999 年 11 月獲准上櫃，2001 年 9 月由上櫃轉為上市。股票上櫃後，皇統業績大幅衰退。被告李○○（皇統公司董事長）及鄭○○（皇統公司副總經理），為吸引投資大眾購買皇統上櫃股票，在 2000 年 1 月至同年 12 月間，連續偽造交易合約，製作皇統公司不實的進項及銷項憑證各 2 億餘元，據以美化公司財務。

此後為求公司順利由上櫃轉為上市，皇統公司又在 2001 年 1 月至 2004 年 8 月間，繼續與國內外人頭公司進行假交易，並據以編製財務報告，辦理申報及公告。判決指出：

一、被告「虛增皇統公司在會計帳冊上之營業額及成本，自 90 年 1 月至 93 年 8 月間，虛增……進項金額合計 43 億 3,593 萬 8,170 元……、及銷項金額合計 47 億 4,515 萬 1,155 元」。

二、被告並「於 90 年至 92 年第 3 季將前述不實之 90 年至 92 年第 3 季之財務報表送交不知情之資誠會計師事務所會計師郭○○及陳○○進行查核，另於 92 年第 4 季至 93 年上半年之財務報表送交不知情之安侯建業會計師事務所會計師于○○及柳○○進行查核，使該等會計師陷於錯誤而通過財務報表之查核，足以生損害於台灣證券交易所對皇統公司會計查核之正確性及各該公司。李○○、鄭○○、許○○上開虛偽、詐欺行為，已誤導投資大眾誤認皇統公司營收良好，而為投資買賣皇統公司發行之有價證券股票」。

2004 年 9 月 15 日上午，李、鄭兩人向法務部調查局台北市調查處自首，坦承「皇統公司長期用不實之進、銷項交易與不實之資

金往來，以虛增營業額方式美化財務報表之事實，公諸於眾」。同日 19 時 59 分，皇統公並將財報造假的²消息，在公開資訊觀測站公告。皇統股票旋於同年 9 月 17 日遭台灣證券交易所變更為全額交割股。

財報造假的消息公開之前，李、鄭兩人於 2004 年 9 月 1 日至 9 月 15 日間，共賣出皇統公司股票 438 萬 5 千股，金額 1,509 萬 3,600 元。

檢察官認李、鄭兩人在影響股價的重大消息公開之前賣出股票，以內線交易罪將李、鄭兩人提起公訴。但地方法院（台灣士林地方法院 95 年度金重訴字第 2 號刑事判決）及高等法院（台灣高等法院 97 年度金上重訴字第 30 號刑事判決）均判決被告不成立內線交易罪，最高法院亦予以維持（最高法院 99 年度台上字第 4772 號刑事判決），被告內線交易部分無罪確定²。

法院判決要旨包括：

一、台灣高等法院首先確認，皇統公司虛增營業額美化財務報表的事實，屬於重大影響股票價格的消息。判決指出：

「本案皇統公司已是一家嚴重虧損且財務狀況顯著惡化而面臨下市危機之公司，為了維持其銀行貸款額度，故以虛進、虛銷之假交易方式維持高營收額，投資大眾若知悉皇統公司之高營收額係虛進、虛銷，當然會影響其購買股票之決定，故該訊息自屬於對皇統公司股價有重大影響之消息」。

² 本案尚牽涉財報造假等犯罪行為，後續判決，見台灣高等法院 99 年度金上重更（一）字第 12 號刑事判決，及最高法院 101 年度台上字第 5057 號刑事判決。皇統案相關討論，參閱劉連煜，內線交易構成要件，頁 165-170，元照出版有限公司，修訂二版（2012）。

二、惟高院認為本案虛增營業額的犯罪行為，不屬於內線交易的重大消息：「被告李○○、鄭○○對於以虛增營業額方式美化財務報表之事實，原則上並無『公開』之可能」（地院判決認為「並無公開之義務」），不屬於第 157 條之 1「重大消息」的規範客體，被告雖在該項消息公開之前賣出股票，仍不成立內線交易罪。判決說明理由如下：

（一）未公開的消息不會影響股價，被告雖利用消息買賣股票，但無圖利可能：「依 77 年 1 月 29 日增訂證券交易法第 157 條之 1 之立法理由：『對利用內部消息買賣公司股票圖利之禁止，已成為世界性之趨勢……，為健全我國證券市場發展，爰增訂本條』，……足見該條之規範目的係為禁止行為人利用內部消息買賣公司股票以茲『圖利』，亦即係為避免行為人藉利多消息公開前買入股票賺取價差、藉利空消息公開前賣出股票規避損失，以健全證券市場。則依上開立法意旨，所謂『重大消息』，應係指『未公開，但會公開』之消息，蓋如某一事實始終皆不公開，此事實對於證券市場並不會發生任何股價波動之影響，知悉此事實之人縱有買入或賣出股票之情形，亦無從藉此『圖利』，故揆諸上開立法意旨，非屬『未公開，但會公開』之事實，應非證券交易法第 157 條之 1 第 1 項之規範客體。準此，『以虛增營業額方式美化財務報表』係屬『犯罪行為』，行為人對於自己犯罪之事實應無所謂『公開』之問題，更無藉此所謂取得資訊上之優勢，進而公開揭露自己犯罪事實，以於證券市場圖利之可能」。

（二）被告有緘默權。如要求公開自己的犯罪行為，違反不自證己罪原則：「人民有言論自由，憲法第 11 條規定甚明，而所謂言

論自由，不僅包含積極的陳述自由，亦應包含消極的不陳述之自由。又『本於不自證己罪及保障人權之原則，被告有防衛其利益之權利，在刑事訴訟程序上應尊重被告陳述之自由，所謂陳述自由，包括積極的陳述自由與消極的不陳述自由，被告之緘默權即在保障被告消極的不陳述自由』，亦有最高法院 93 年台非字第 70 號判決可稽。……證券交易法第 157 條之 1 第 1 項所稱『發行股票公司有重大影響其股票價格之消息』，解釋上如將『以虛增營業額方式美化財務報表』此種自己犯罪行為涵攝於重大消息之概念內，則此等解釋之結果等於是課以被告負有主動公開自己犯罪行為之義務，而將與憲法保障人民消極之不陳述自由及不自證己罪原則相牴觸，故基於合憲法律解釋原則，『重大消息』、『公開』應採限縮解釋，不應包含『以虛增營業額方式美化財務報表』，原則上不會公開之此種自己犯罪行為，以符合憲法保障人民言論自由之意旨」。

(三) 主管機關意見不足採信：「行政院金融監督管理委員會 97 年 10 月 20 日金管證一字第 0970049332 號函雖認被告等人『以虛增營業額方式美化財務報表』，應自虛增營業額之時起，在未公開前，均不得買賣股票，否則應構成內線交易，惟此漏未考量上開資訊原則上不會公開，並藉此在證券市場圖利，尚非可採」(台灣高等法院 97 年度金上重訴字第 30 號刑事判決)。簡言之，高院判決認為，禁止內線交易的目的是在於防止利用內線消息圖利。財報造假為犯罪行為，依照「不自證己罪原則」，被告並無公開自己犯罪行為的義務。不公開的消息既不會影響股票價格，被告自無從藉此圖利，因此財報造假雖屬重大消息，但並非第 157 條之 1 規範之客體，被

告雖然在消息尚未公開之前賣出股票，仍不成立內線交易罪³。

參、雅新公司等案件：重大消息不以「會公開的消息」為限

雅新公司案及東隆五金案，法院採取不同見解，認為被告財報造假、侵占公司款項雖屬犯罪行為，但在消息公開之前，搶先賣出股票，仍應成立內線交易罪。法院顯然不認為被告應適用「不自證己罪原則」。此外，檢察官在元○投信公司案，亦採取相同的見解。

一、雅新公司案，同樣涉及公司負責人財報造假，虛列盈餘情事，與皇統公司案同為財報不實的犯罪行為。但法院認為，被告在財報造假的~~消息~~公開之前賣出股票，構成內線交易罪，與皇統案採取不同見解。雅新案的判決指出：

（一）「雅新公司……於 96 年 4 月 3 日晚間 7 時 9 分 54 秒，在證交所公開資訊觀測站公告略以：『雅新公司 95 年度營業收入淨額、稅後淨利及每股稅後盈餘，高列之影響數分別為 104~106 億元，23.1~23.5 億元及 2.05 元』等情，而雅新公司公告 95 年度之營收、淨利、每股盈餘均有高估後，自次日即 96 年 4 月 4 日起至 96 年 4 月 18 日為止之 10 個交易日，雅新公司股價均跌停板，並於連續下挫後腰斬，且成交量大幅萎縮等情，……。因此，雅新公司上述於 96 年 4 月 3 日在公開資訊觀測站公開之消息，顯屬重大影響股票價格之消息，且該重大利空消息公開前，被告莊○○指示賣出

³ 皇統案相關討論，參閱賴禹綸，從比較法架構我國內線交易相關法制—以企業併購為中心，頁 126-129，台北大學法律系碩士論文（2014）。

附表五所示股票之事實，自屬無疑」。

(二)「雅新公司上述重大消息，主要涉及**雅新公司 95 年申報及公告之財務事項有隱匿不實之情形**，而雅新公司於按月完成上月份各項財務統計時，該等財務事項隱匿不實之情形，即已存在，至 96 年初作成前一年度各項財務統計後，上開重大消息便告成立」。

(三)「上開重大消息成立後，於 96 年 3 月 21 日及次日，因蘋果日報連續報導雅新公司拖欠廠商貨款，證交所乃於 96 年 3 月 23 日，指派專員呂○○及其同事前往雅新公司進行實地查核，呂○○等人立即取得雅新公司自結財報等相關資料進行查核，並就異常事項要求雅新公司說明等情」。

(四)「由於證交所於 96 年 3 月 23 日實地查核時，顯已表明查核事項正為雅新公司之財務事項，查核當日又立即取得雅新公司自結報表等財務文件作為查核標的，查核人員並當然具備發現財務文件異常之專業能力，查核之過程顯已發現雅新公司財報不實之問題，查核之結果，又**確實發現雅新公司財報不實之情形，並迫使雅新公司公開財務報告不實之消息**，足見雅新公司財報不實之消息，於 96 年 3 月 23 日證交所派員實施專案現地查核時，按照當時之事態發展，已屬無可隱瞞，而告明確」。

(五)「被告莊○○為雅新公司董事長配偶、並身兼董事及總稽核之身分，又掌握雅新公司之財務事項，因而實際知悉雅新公司財報不實之消息」。

(六)「**雅新公司 95 年度財報不實一事，為重大影響雅新公司股票之利空消息**，該消息於 96 年初雅新公司完成各項財務統計時

已經成立，且於 96 年 3 月 23 日證交所派員專案查核時已告明確，並於 96 年 4 月 3 日晚間 7 時 9 分 54 秒公開，而被告莊○○已於重大消息公開前實際知悉，並於消息明確後但尚未公開前之 96 年 3 月 28 日至 96 年 4 月 3 日股票買賣期間，賣出附表五所示雅新公司股票之事實，均堪認定」（台灣士林地方法院 97 年度金重訴字第 2 號及台灣高等法院 102 年度金上重訴字第 48 號等刑事判決）。

判決認定，被告為雅新公司董事，在財報造假的消息公開之前賣出雅新股票，成立內線交易罪。法院並未以被告無公開財報造假之犯罪行為的義務，因而可免除內線交易的責任。此一見解與下述之東隆五金案相同，但與皇統案的判決不同。

二、東隆五金案，負責人侵占公司款項，秘而不宣，未在財報上揭露，且在侵占之事被揭穿之前，賣出股票。法院引述檢察官起訴意旨如下：

（一）「因范乙（總經理）出售所有土地不順利，致資金短缺週轉不靈，而每月需支付鉅額利息予銀行、金主，漸入不敷出，為維持東隆公司股票價格，避免股價下跌及遭質借銀行及金主行使股票質權處分（俗稱斷頭），范乙乃思動用東隆公司存款等資金以償還積欠銀行及金主債務之念。范甲身為東隆公司董事長，明知公司之資金不得任意支用以償還私人債務，及東隆公司章程僅規定得為同業間對外保證，竟與范乙……先後指示不知情之……經理即被告葉○、財務部副理邱○……及公司財務部人員填製內容虛偽不實之暫付款申請單及轉帳傳票（核准欄上均蓋有范甲之印章），向銀行購買 NCD，而以東隆公司公債票券及所購 NCD，以不知情之……等人名義，向銀行質借款項，用以償還私人債務而侵占之，致東隆公司受

損害」。

(二)「東隆公司於八十六年向證期會申請現金增資之公開說明書上載明：申請現金增資之目的係為償還華南銀行……，總計二十三億一千萬元之債務以減少利息支出、改善財務結構，充實營運資金等語。致不特定之投資人誤信而依約繳款」。

(三)「惟東隆公司於證期會核准並收足股款後，並未償還華南銀行……等銀行之債務，卻分別匯款二億五千萬元至聯邦及中華銀行，其中聯邦銀行部分除償還東隆公司債務外，餘一億元用於償還被告范乙私人債務，而中華銀行部分則全作為范乙私人交割股款之用；另范乙等人復從增資款中撥款二億元，匯款至無債務關係之世華銀行安和分行以為私用。范乙明知渠向中華銀行……申購之 NCD 均已持向金融機構質借，卻製作不實之財務報告，提報證期會並公告」。

(四)「范乙及葉○……深知彼等大量挪用東隆公司資產填補私人債務之消息公開後，東隆公司將爆發財務危機，而於八十七年九月二十五日違約交割前，指使葉○……賣出……東隆公司增資股票 345 萬股，金額達 1 億 3,603 萬元，涉嫌內線交易，因認范乙、葉○涉共同違反證券交易法第一百五十七條之一第一項，而犯同法第一百七十五條之不法內線交易有價證券罪嫌」。

(五)「被告……辯稱：伊於八十六年八月東隆公司辦理現金增資時，伊因恐增資款項無法募足，而借用李○、邱○及劉○等人名義，認購東隆公司之增資股票，並任連帶保證人以該股票向復華證券金融公司辦理借款，八十七年八月還款時間屆至，復華公司催

討借款，伊無力還款，經伊與復華公司交涉結果，同意復華公司分批賣出所質押之股票，遂有八十七年九月十五日至十月七日期間，於復華證券高福分公司陸續賣出股票之舉，伊無內線交易之行為等語」。

本案地方法院認被告賣出股票，係因債權人（復華公司）之要求而為，不構成內線交易罪。判決指出：

「復華公司於 8 月 11 日即要求被告范乙籌錢或賣出李○等三人名義認購之股票以償還債務，後經復華公司同意延至 9 月 15 日，被告范乙決定斷頭賣出。是被告范乙賣出李○等三人之股票，係因復華公司之要求而為，並非其有何重大喪失債信之事將要曝光，而預先出脫持股，亦無證據證明其因此賣出股票獲利」，與內線交易構成要件不符（台灣台北地方法院 88 年度訴字第 292 號刑事判決）。

高院維持范乙的無罪判決，除重述地院判決之理由外，並提出被告未因內線交易而獲利，及其賣出股票係出於「非自發性原因」等兩點意見：

第一，構成內線交易罪，「須行為人亦因此重大消息未公開前買入或賣出股票有所獲利始足當之」。

第二，「上市、上櫃公司董、監事，因質押之股票遭金融機構斷頭等非自發性或不可歸責之原因，導致持股不足而買進股票時，不算入短線交易額度；即被銀行斷頭之股票造成董監持股不足時，因此而買進之股票，公司不可以此行為行使歸入權。所謂歸入權，依證期會之解釋，如董監事等內部人在 6 個月內買賣股票，將構成內線交易，所獲利益必須歸還給公司，亦即公司必須行使歸入權。」

準此，非自發性原因而斷頭並賣出股票者，即非屬內線交易之範圍」(台灣高等法院 88 年度上重訴字第 39 號刑事判決)。

但最高法院不同意上開見解，認為被告獲利並非內線交易的成立要件，且被告同意復華賣出股票，仍應成立內線交易罪。判決指出：

內線交易「僅須內部人具備『獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息』及『在該消息未公開前，對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票，買入或賣出』，此二形式要件即成，並未規定行為人主觀目的之要件，內部人……是否有藉該交易獲利或避免損失之主觀意圖，應不影響其犯罪之成立，且該內部人是否因該內線交易而獲利益，亦無足問，即本罪之性質，應解為即成犯（或行為犯、舉動犯），而非結果犯」。最高法院認為，范乙既同意復華出售質押股票，不屬於「非自發性之行為或非可歸責於自己之事由」，應構成內線交易罪，因而撤銷原審判決，發回台灣高等法院（最高法院 91 年度台上字第 3037 號刑事判決）。高院依據最高法院上開判決意旨，依內線交易罪判處被告有期徒刑 10 個月（台灣高等法院 91 年度上重更（一）字第 25 號刑事判決）。

東隆五金案有三點值得注意⁴：

第一，訴訟程序方面，最高法院上開判決（91 年度台上字第 3037 號刑事判決），有關內線交易部分，為不生效力之判決。本案被告獲悉內線消息後出售股票的時間在 1998 年 9 月間，當時內線

⁴ 相關討論，參閱賴英照，最新證券交易法解析，頁 552-554，自版，再版二刷（2011）。

交易罪的最高刑度為 2 年以下有期徒刑（證交法第 175 條），依刑事訴訟法第 376 條第 1 款規定，最重本刑為三年以下有期徒刑的案件，不得上訴於第三審法院。但本案高院判決無罪後，檢察官上訴，最高法院未以程序不合駁回上訴，卻仍撤銷原判決發回更審，高院更審時並據以改判有罪（台灣高等法院 91 年度上重更（一）字第 25 號刑事判決）。經檢察官及被告提起上訴後，最高法院乃予以更正並駁回上訴⁵。

第二，本案程序雖有瑕疵，但就實體而言，被告侵占公司款項，未於公司財務業務文件揭露，且在侵占的消息尚未曝光之前賣出股票，地院、高院雖判決被告不成立內線交易罪，但理由是被告無力償還向復華的借款，股票遭斷頭賣出，屬於「非自發性之行為」，不可歸責於被告。地院及高院並未認為由於被告侵占公司款項屬於犯罪行為，被告無公開之義務，不屬於「未公開，但會公開」的消息，因而在消息公開前賣出股票，亦不構成內線交易。至於最高法院則明白指出，被告在侵占款項的消息未公開前，同意復華賣出股票，應成立內線交易罪。因此，不論地院、高院或最高法院均未將「重

⁵ 最高法院判決謂：「查本院誤為發回更審及更審後關於此部分之判決（即本院九十一年度台上字第 0 三七號、原審九十一年度上重更（一）字第二五號關於范乙涉犯行為時之證券交易法第一百七十五條、第一百五十七條之一第一項之內線交易罪部分），參照司法院釋字第一三五號解釋，均為不生效力之判決。上開判決既不生效力，即與未判決同。亦即檢察官提起之第三審上訴，仍處於未判決狀態。本院既已發覺前述錯誤，自得自行認定上開誤為發回更審及更審後之各判決均不生效力，而就檢察官提起之第三審上訴另為適當之判決，以終結訴訟關係（參照本院 1979 年 9 月 4 日第十次刑事庭會議決定）。茲檢察官對於不得上訴第三審之案件而提起上訴，即與法定程式不合，顯為法所不許，應予駁回」（最高法院 93 年度台上字第 2443 號及第 2444 號刑事判決）。

大消息」的範圍，限於所謂「未公開，但會公開」的消息⁶。

第三，東隆五金案與雅新案雖同樣涉及財報造假情事，但雅新案係以**積極虛增營業額**的行為欺騙投資人；而東隆五金案則是**消極隱匿侵占公司款項**之事實，二者未盡相同，但本質上均為欺騙行為。

三、元○投信公司案，檢察官對**內線交易的重大消息**，採取範圍更為廣泛的見解，且不因被告的背信屬犯罪行為，而免除其內線交易的刑責。

本案代操政府基金的證券投資信託公司，對於內部會議決定買進特定股票的資訊，一向均未公開。惟檢察官認為這項資訊為關於特定「**證券之市場供求**」的**重大消息**（證交法第 157 條之 1 第 5 項）；執行買賣股票的基金經理人為「**因職業關係獲悉消息之人**」（第 157 條之 1 第 1 項第 3 款），在獲悉機密重大消息之後，搶在基金進場之前，以他人名義買進該等特定股票，除成立背信罪外，

⁶ 最高法院在東隆五金案有關內線交易所表達的見解，仍廣為各級法院引用，包括大穎公司案（台灣台北地方法院 92 年度易字第 395 號刑事判決）、劉○案（台灣台北地方法院 92 年度主重訴字第 2 號刑事判決）、清三公司案（台灣高等法院 94 年度上訴字第 1927 號刑事判決）、皇旗公司案（台灣板橋地方法院 92 年度金重訴字第 4 號及第 5 號刑事判決、台灣高等法院 96 年度金上重訴字第 23 號、第 24 號、101 年度金上重更（一）字第 3 號及 101 年度金上重更（二）字第 3 號等刑事判決）、台開案（台灣台北地方法院 95 年度矚重訴字第 1 號及台灣高等法院 96 年度矚上重訴字第 17 號刑事判決）、台灣工銀案（台灣新北地方法院 98 年度金訴字第 2 號及台灣高等法院 99 年度金上訴字第 47 號刑事判決）、力晶案（台灣新竹地方法院 97 年度矚訴字第 2 號及台灣高等法院 99 年度金上訴字第 33 號刑事判決）、德宏案（台灣高等法院台中分院 98 年度金上訴字第 1358 號刑事判決）及品佳案（最高法院 101 年度台上字第 4351 號刑事判決）等。

並構成內線交易罪。起訴書指出：

「日○投信、元○投信等證券投資信託及顧問業者，自 96 年 9 月迄 100 年 1 月期間，分別以陳○、瞿○為擬任基金經理人提出經營計畫建議書向行政院勞工委員會勞工退休基金監理會……投標，標得舊制勞工退休基金 96 年第 1 次國內全權委託投資業務……，雙方簽訂國內投資委託投資（續約）契約，並以經營計畫建議書所列之投資經理人陳○、瞿○分別為上開各契約之投資經理人」。

「陳○自 99 年 1 月 13 日起迄 101 年 9 月 25 日，瞿○自 100 年 1 月 12 日迄 101 年 2 月 1 日受託執行上開勞退基金全權委託投資業務期間內，……，**因參與公司每日晨會等定期投資分析會議**明確知悉各該公司研究員、基金經理人即將製作某種特定公司股票之投資分析報告，提供專戶投資部或全權委託投資處基金經理人引為買進某種特定股票投資決定依據之際；**或於各該公司研究員、基金經理人已製作完成投資分析報告**，隨時可提供基金經理人引為投資買進某種特定股票決定依據之際；甚至於自行引用各該公司研究員、基金經理人製作之特定股票投資分析報告，完成開立投資決定書，通過主管機關審核之際，**明確知悉**其本人或其同部門基金經理人所受託代操政府基金即將鉅額買進某種特定上市或上櫃公司股票之涉及該證券之市場供求，且對正當投資人之投資決定有重要影響之**重大影響其股票價格之消息**，屬於證券交易法第 157 條之 1 第 1 項第 3 款基於職業關係獲悉消息之人。詎其在該消息未公開前，買入下列上市或在證券商營業處所買賣之股票（陳○買進 29 檔，瞿○買進 19 檔），致適格投資人受有損害」。

「被告陳○、瞿○因各上揭行為，獲取不法利益合計共 7,205 萬

9,758 元；致勞退基金受有合計 7 億 9,533 萬 2,952 元之損害；致投資人受有合計 30 億 1,489 萬 3,583 元之損害，是本件致政府基金及投資人受損金額，總計高達 38 億 1,022 萬 6,535 元」（最高法院檢察署特別偵查組檢察官 102 年度特偵字第 2 號起訴書）。

法院是否認定本案構成內線交易罪的問題，不在本文討論範圍；但起訴書的見解有兩點值得注意：

第一，依皇統案的判決，如果消息不公開，不會影響股價，內部人即使利用內線消息買賣股票，亦無利可圖，因此不應予以處罰。但本案檢察官認為，投信基金代操鉅額資金，買賣股票的資訊雖不公開，**惟買賣股票的行為本身卻可影響股價**，因此在基金進場之前低價買進股票，俟股價上漲後賣出，仍然有利可圖。可見重大消息的公開，不是影響股價並使內部人獲利的唯一途徑。

第二，檢察官雖認為被告（基金經理人）私自利用未公開的消息買賣股票，係違背委託人利益，且未盡其忠實執行職務的義務，因而**構成背信罪**，但檢察官仍以內線交易罪起訴被告，**不因被告的背信屬犯罪行為，而免除內線交易的罪責**。

肆、檢討：重大消息不應以「會公開的消息」為限

皇統案的判決認為，內線交易所規範的「重大消息」，只限於「未公開，但會公開」的消息，主要有兩點理由：

第一，言論自由包括消極不陳述的自由。在財報造假的情形，行為人沒有公開此一犯罪行為的義務，否則無異要求行為人自證己

罪，違反憲法保障言論自由的意旨。

第二，內線消息公開後，對股價產生重大影響，行為人在消息未公開之前搶先買進（或賣出）股票，可因而獲利，因而成立內線交易罪。但如果消息不會公開，便不會影響股價，**行為人搶先買進（或賣出）股票亦無從獲利**。禁止內線交易的目的是在於防止內部人利用內線消息買賣股票圖利，如利用不會公開的消息買賣股票，內部人既無從圖利，此種「不會公開」的消息，不應成為證交法第 157 條之 1 重大消息的規範客體。

簡言之，重大影響股價的消息，如果行為人沒有公開的義務，此種消息並非證交法第 157 條之 1 的規範客體，行為人縱於消息公開之前買進或賣出股票，亦不成立內線交易罪⁷。此種看法，與雅新案及東隆五金案明顯不同。

⁷ 皇統案判決另指出，「檢察官所指之皇統公司營業虧損、經營不善之消息，實則早於 93 年 9 月 1 日前已經公開：按皇統公司 91 年度財務報表中，損益表已揭露皇統公司 91 年度淨損 3 億 1,426 萬 6,000 元，經會計師於 92 年 3 月 19 日查核……，92 年度財務報表中，損益表亦揭露皇統公司 92 年度淨損 13 億 2,952 萬 9,000 元，經會計師於 93 年 4 月 6 日查核……，又皇統公司 93 年上半年度財務報表中，損益表亦已揭露皇統公司於 93 年上半年度淨損 2 億 1,141 萬 9,000 元，經會計師於 93 年 8 月 30 日查核……，由上可知皇統公司財務狀況不佳之事實，早於 91 年度財務報表中已經揭露，並持續至 93 年度上半年之財務報表，足見皇統公司營業虧損、經營不善之事實，早於 93 年 9 月 1 日之前已屬公開消息」（台灣高等法院 97 年度金上重訴字第 30 號刑事判決）。

上開文字係說明皇統公司「營業虧損、經營不善」的消息業已揭露。惟判決並未說明，已揭露的虧損數字，是否已將虛增營業額部分列入計算？該等公告之財報資訊，是否真實完整反映皇統公司的財務狀況？**但從判決整體觀察，皇統公司以不實交易虛增營業額，藉以粉飾帳目的事實，在被告向調查局自首之前，並未揭露。**

皇統案見解值得檢討。

第一，憲法第 11 條保障之言論自由，固然包括消極不陳述的自由（司法院釋字第 577 號、第 656 號解釋），但為維護公共利益的必要，法律並非不得對言論自由為合理之限制。司法院釋字第 634 號解釋指出：「憲法第十一條保障人民之言論自由，乃在保障意見之自由流通，使人民有取得充分資訊及自我實現之機會，經濟性言論所提供之訊息，**內容非虛偽不實，或無誤導作用**，而有助於消費大眾為經濟上之合理抉擇者，應受憲法言論自由之保障。惟國家為重要公益目的所必要，仍得於符合憲法第二十三條規定之限度內，以法律或法律明確授權之命令，採取與目的達成有實質關聯之手段予以限制」⁸。

為維護證券市場的健全，並保障投資人權益，證交法以貫徹公開原則為立法基礎，強制公開發行公司及相關人員，公開財務業務及其他資訊，包括第 32 條（公開說明書），第 36 條（財務報告的定期公開及偶發重大事項的公告）⁹及第 25 條（內部人持股變動的申

⁸ 司法院釋字第 623 號解釋亦指出：「商業言論所提供之訊息，**內容為真實，無誤導性**，以合法交易為目的而有助於消費大眾作出經濟上之合理抉擇者，應受憲法言論自由之保障。惟憲法之保障並非絕對，立法者於符合憲法第二十三條規定意旨之範圍內，得以法律明確規定對之予以適當之限制，業經本院釋字第四一四號、第五七七號及第六一七號解釋在案」。

⁹ 在公開發行公司的資訊揭露方面，是否所有「對證券價格有重大影響之事項」，都必須在 2 日內公告，是可以討論的問題。公司成功開發新產品的消息，固然對該公司的股價有重大影響，但公司基於營運考量，例如等現有產品銷售告一段落之後再行推出。此種營運政策的考量，立法政策上應予尊重，而不應強制公司在 2 日內揭露（證交法施行細則第 7 條明定「完成新產品開發、試驗之產品已開發成功且正式進入量產階段」，屬同法第 36 條第 3 項第 2 款所定事項，應於 2 日內公告申報）。然而，

報)等。為確保資訊的真實完整，證交法並對資訊造假或刻意隱匿資訊的行為，施予刑事處罰¹⁰。

第二，皇統為公開發行公司，依證交法第 36 條規定¹¹，必須公布年報與季報等財務報告；如發生對皇統公司「證券價格有重大影響之事項時」，並應於 2 日內公告，使投資人得以知悉投資相關的重要資訊。皇統案的判決並未論述，何以證交法公開資訊的相關規範不具正當目的、並非適當手段、並且對言論自由為不當之限制，因

這是證交法第 36 條的檢討修正問題，與皇統案積極造假的情形不同，應分別處理。

此外，某項重大消息，如公司依法並無公開的義務，事實上也沒有公開，是否仍為重大消息規範的對象？依美國法的私取論，如公司職員竊取該項重大資訊，用以買賣股票，該職員應構成內線交易。但如公司自己買賣股票，是否成立內線交易？可能較有爭議。惟此種情形，亦與皇統案不同。有關私取論的討論，見 *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997); LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, *FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION* 985 *et. seq.* (2003)。本案偵審的情形，見 Christopher J. Bebel, *A Detailed Analysis of United States v. O'Hagan: Onward Through the Evolution of the Federal Securities Laws*, 59 LA. L. REV. 1-61 (1998)。

¹⁰ 有關財報不實的民刑事責任，見證交法第 20 條、第 20 條之 1、第 171 條及第 174 條等。第 171 條對違反第 20 條及第 20 條之 1 者，處 3 年以上 10 年以下的重刑；第 174 條亦對違反者處 1 年以上 7 年以下有期徒刑。

¹¹ 證券交易法第 36 條第 1 項：「已依本法發行有價證券之公司，除情形特殊，經主管機關另予規定者外，應依下列規定公告並向主管機關申報：一、於每會計年度終了後三個月內，公告並申報經會計師查核簽證、董事會通過及監察人承認之**年度財務報告**。二、於每會計年度**第一季、第二季及第三季**終了後四十五日內，公告並申報經會計師核閱及提報董事會之財務報告。三、於每月十日以前，公告並申報上月份營運情形」。同條第 3 項：「第一項之公司有下列情事之一者，應於事實發生之日起二日內公告並向主管機關申報：一、股東常會承認之年度財務報告與公告並向主管機關申報之年度財務報告不一致。二、**發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項**」。

而為憲法所不許？何以要求公司依法公開真實財務資訊，即為自證己罪？依照皇統案的邏輯，公開發行公司是否有隱匿不法行為相關資訊的自由？證交法有關公開資訊的相關規定及其罰責¹²，是否均即為強制「自證己罪」的違憲行為？此等問題，判決均未說明。

退一步而言，依現行制度，法官如認為證交法第 36 條等規定違憲，法官應依規定聲請大法官解釋（司法院釋字第 371 號解釋），不能逕行拒絕適用證交法的規定。

第三，本案皇統公司並非消極的保持沉默，而是積極的以不實財務資訊欺騙投資人。不論司法院釋字第 623 號或第 634 號解釋均特別指出，受憲法保障之商業言論，應以內容真實並無誤導性者為限，財報造假的欺騙行為自不受言論自由之保障。判決既認定皇統公司財報造假，且其「虛增營業額美化財務報表」屬於重大影響股價的消息，皇統即應依證交法的規定辦理公告。判決為何仍認為皇統公司「無公開之可能」，或「無公開之義務」？

第四，依證交法規定，財務報告申報義務人為皇統公司，本案從事內線交易之人則為皇統公司負責人，二者為不同之主體。縱使認為依「不自證己罪原則」，皇統公司無公開「財報造假」的義務，亦僅產生不處罰皇統公司「未主動公開財報造假」之事而已，並不

¹² 為確保資訊的真實完整，並使主管機關調查行為順利進行，證交法第 38 條賦予主管機關得「隨時命令發行人提出財務、業務報告或直接檢查財務、業務狀況」（第 2 項）。違反規定者，並依其情形按同法第 174 條第 1 項第 4 款、第 5 款及第 178 條第 1 項第 3 款、第 4 款處罰。

此外，金融監督管理委員會組織法第 5 條，亦賦予主管機關行政調查權，並對違法者加以處罰。相關討論，見賴英照，最新證券交易法解析：股市遊戲規則，頁 23，自版，三版（2014）。

因此使公司「財報造假的行為」不受處罰。本案最高法院判決亦認為皇統財報造假屬犯罪行為，應依法處罰（最高法院 99 年度台上字第 4772 號刑事判決）。

第五，被告身為董事長及副總經理，屬證交法第 157 條之 1 第 1 項第 1 款之內部人，在獲悉影響股價的重大消息後，消息公開之前買賣股票，依最高法院相關判決，應成立內線交易罪¹³。被告依法固然沒有自首坦承內線交易的義務¹⁴，但不能因為財報造假之重大消息屬於犯罪行為，而使被告可合法利用未公開的重大消息買賣股票。不自證己罪的相關規定（刑事訴訟法第 180 條、第 181 條），不會產生免除被告內線交易責任的結果¹⁵。

第六，關於被告「不會因內線交易而獲利」的見解，亦非妥適。證交法第 157 條之 1 的立法說明雖使用「圖利」的文字，但依歷年最高法院判決，行為人是否有牟利的意圖，並非內線交易的構成要件；內部人獲悉內線消息後買賣股票，犯罪即已成立。最高法院指出：

「查內線交易之禁止，僅須內部人具備『獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息』及『在該消息未公開前，對該公司之

¹³ 見最高法院 102 年度台上字第 4868 號、101 年度台上字第 1806 號、99 年度台上字第 4781 號、99 年度台上字第 4091 號，及 96 年度台上字第 2587 號等刑事判決。

¹⁴ 如自首坦承犯行，證券交易法第 171 條第 4 項、第 5 項設有減免刑責的規定。

¹⁵ 有關不自證己罪的相關討論，參閱王兆鵬，刑事訴訟講義，頁 369-376、780-786，元照出版有限公司，四版（2009）；林鈺雄，刑事訴訟法（上冊）：總論篇，頁 155-157，自版，五版（2007）。

上市或在證券商營業處所買賣之股票，買入或賣出』此二形式要件即成，並未規定行為人主觀目的之要件。故內部人於知悉消息後，並買賣股票，是否有藉該交易獲利或避免損失之主觀意圖，不影響犯罪之成立；且該內部人是否因該內線交易而獲利益，亦無足問。……縱使上訴人在主觀上並沒有牟利之意圖，亦無礙本罪之成立」（最高法院 102 年度台上字第 4868 號刑事判決）。

第七，就條文文義而言，證交法第 157 條之 1 的規定，並未以圖利做為內線交易的構成要件。如以立法理由出現圖利的文字，便據以認定內線交易應有圖利的結果始能成立，此種解釋方法，並非法律解釋的常規。況且負責人在財報造假的事實被揭穿之前賣出股票，可以避免消息公開後的跌價損失，為何認為無圖利之可能？事實上，本案皇統公司負責人確因搶在消息公開前賣出股票而避免損失。皇統案的判決，與最高法院見解明顯不同，而且缺乏正當的理由。

第八，如依皇統案判決，行為人即使獲悉「會公開」的重大消息後買進股票，只要在消息公開之前將股票賣出，因消息尚未公開並未影響股價，即無「圖利之可能」，就不應成立犯罪。此種見解，既與證交法的規定相左，且使內線交易的防制，出現明顯的疏漏。事實上，依證交法的規定及最高法院歷年判決，內部人獲悉內線消息後，在消息尚未公開之前買賣股票，內線交易的犯罪行為已屬既遂。內部人在消息公開之前賣出股票，無論是否獲利，均不能解免內線交易的罪責。

第九，皇統案的判決認為，禁止內線交易的目的是為謀求資訊的平等及交易的公平。判決指出：「禁止內線交易之理由，學理上有所謂『平等取得資訊理論』，即在資訊公開原則下，所有市場參與者

應同時取得相同之資訊，任何人先行利用，將違反公平原則。故公司內部人於知悉公司之內部消息後，若於未公開該內部消息前，即在證券市場與不知該消息之一般投資人為對等交易，則該行為本身即已破壞證券市場交易制度之公平性，足以影響一般投資人對證券市場之公正性、健全性之信賴，而應予以非難」（台灣高等法院 97 年度金上重訴字第 30 號刑事判決）¹⁶。

因此，就交易公平而言，皇統案被告在投資人不知財報造假的重大消息之時，先行利用該項消息賣出股票，將消息公開後的損失轉由投資人負擔，破壞交易公平，並影響投資人對市場公正、健全的信賴。為貫徹禁止內線交易的立法目的，理應予以處罰。但法院仍然網開一面，顯示判決與理由相互矛盾。

第十，就立法體系觀察，證交法除明文處罰財報造假及掏空資產等行為外，同時並禁止內線交易。依皇統案判決，公司負責人卻得因財報造假或掏空資產等犯罪行為，而免除內線交易的責任。試想內部人知悉公司獲利急遽下降，在消息尚未公開之前賣出股票的情形。如獲利下降**並非**內部人的犯罪行為所造成（例如景氣變動訂單急降等原因），內部人**應成立**內線交易罪。但如獲利下降**係因**內部

¹⁶ 有關資訊平等理論的美國判決，見 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833 (1968); *cert. denied sub nom* Coates v. SEC, 394 U.S. 976 (1969); 有關本案事實，見 HAROLD S. BLOOMENTHAL & SAMUEL WOLFF, SECURITIES AND FEDERAL CORPORATE LAW §13:33-13:39 (2002)。

高等法院此一判決仿自東隆五金案（最高法院 91 年度台上字第 3037 號刑事判決）。惟證券交易法第 157 條之 1 第 1 項明文列舉 5 款人員，作為規範對象，並未將任何持有內線消息的人一概納入規範，顯示證券交易法並不採取資訊平等理論。美國法院自 1980 年 *Chiarella* 案之後，亦不採資訊平等理論。

人犯罪行為（如侵占、掏空或財報造假）所造成，卻反而不成立內線交易罪。如此解釋，被告的犯罪行為反而成為內線交易的免責事由。證交法的規範體系，豈可如此荒謬？

第十一，就投資人的保護而言，皇統案被告自首後兩日，即 2004 年 9 月 17 日，皇統股票即被證交所打入全額交割股，股價重挫。被告因知悉財報造假之事，搶先賣出股票而避免損失，但眾多投資人卻慘遭套牢。此種結果明顯違背交易公平的原則。因此，將重大消息限於所謂「未公開，但會公開」的消息，並以此做為免責的事由，顯然悖離禁止內線交易的立法目的，並傷害證券市場的健全。

第十二，從執行技術觀察，何種消息屬於所謂「未公開，但會公開」的性質？判決並未說明其定義及範圍，如何具體認定並不清楚。就皇統案而言，判決指出：「『以虛增營業額方式美化財務報表』此犯罪行為，卻可能藉由行為人自己之主動行為（如自首），或外力介入，例如他人之檢舉、偵查機關之主動偵辦等，而予以公開」。皇統案的事實確屬如此。

被告 2004 年 9 月 15 日上午自首，晚上將財報造假之事公告，此項重大消息隨之公諸於眾。此種情形，如認為財報造假之事，仍不屬於「未公開，但會公開」的消息，顯與事實不符。況就證交法而言，公司依第 36 條本有公開的義務，已如前述。因此，究竟何種消息才屬於「未公開，但會公開」的消息？何種不屬於此種消息而應予以排除？皇統案的判決均未說明。

從比較法觀察，不自證己罪（rights against self-incrimination）為美國聯邦憲法增修條文第 5 條所明定：「No person...shall be

compelled in any criminal case to be a witness against himself」。¹⁷ 據此，不得強迫刑事罪犯自證其罪。惟依聯邦最高法院歷年判決，不自證己罪的權利，不適用於公司法人。如依法令規定，公司有提報相關資料、文件之義務者，公司必須提供，即使該等資料、文件可能證實公司及其相關人員的犯罪行為，亦無不同¹⁷。

美國證券法律以貫徹公開原則為立法基礎，發行公司須依規定

¹⁷ “Conceding that the witness was an officer of the corporation under investigation, and that he was entitled to assert the rights of corporation with respect to the production of its books and papers, we are of the opinion that **there is a clear distinction in this particular between an individual and a corporation, and that the latter has no right to refuse to submit its books and papers for an examination at the suit of the State**”; “[T]he corporation is a creature of the State. It is presumed to be incorporated for the benefit of the public. It receives certain special privileges and franchises, and holds them subject to the laws of the State and the limitations of its charter. Its powers are limited by law”; “While an individual may lawfully refuse to answer incriminating questions unless protected by an immunity statute, it does not follow that a corporation, vested with special privileges and franchises, may refuse to show its hand when charged with an abuse of such privileges”. *Hale v. Henkel*, 201 U.S. 43, 74-75 (1906).

聯邦最高法院 1988 年的 *Braswell v. United States* 案，重申 *Hale* 案的意旨：“Hale, a corporate officer, had been served with a subpoena ordering him to produce corporate records and to testify concerning certain corporate transactions. Although Hale was protected by personal immunity, he sought to resist the demand for the records by interposing a Fifth Amendment privilege on behalf of the corporation. The Court rejected that argument: ‘[W]e are of the opinion that there is a clear distinction...between an individual and a corporation, and...the latter has no right to refuse to submit its books and papers for an examination at the suit of the State.’ *Id.*, at 74. The Court explained that the corporation ‘is a creature of the State,’ *ibid.*, with powers limited by the State. As such, the State may, in the exercise of its right to oversee the corporation, demand the production of corporate records”, 487 U.S. 99, 105 (1988)。

另參閱 *SEC v. Jos. Schlitz Brewing Company*, 452 F. Supp. 824 (1978); *Ballan v. Wilfred American Educational Corporation*, 720 F. Supp. 241 (1989)。

向主管機關申報並向投資人公開財務、業務及相關資訊。公司的重大資訊，即使涉及違法行為，如依法令規定屬於必須公開的項目，公司有公開之義務。此外，相對於單純的隱匿行為，如公司已公布部分真實資訊，卻隱匿重要事實，因而對投資人產生誤導情事，且具有重大性者，公司並有補充更正的義務¹⁸。

¹⁸ 公司以行賄手段，獲得工程合約，是否屬重大消息？公司有無揭露的義務？*Roeder* 案，聯邦第一巡迴法院認為，公司行賄行為，涉及公司經營是否健全的問題，不但影響公司業務發展（例如負責人遭起訴或公司失去參與競標政府工程的權利等），而且許多投資人不願與行賄公司為伍，拒絕買入其股票，對公司股價產生影響，因此公司行賄行為屬重大消息。如因公司認為有理由掩蓋某項消息，就使該項消息不具重要性，或因而免除揭露義務，此種想法顯與證交法的規範基礎相違。判決指出：“Information about bribery is relevant to important questions about the competency of management. Management's willingness to engage in practices that probably or obviously are illegal, and its decision to put the corporation at risk by so doing, may be critically important factors to investors”; “Investors may prefer to steer away from an enterprise that circumvents fair competitive bidding and opens itself to accusations of misconduct. Furthermore, regardless of financial motives, investors may not want to associate themselves with such an enterprise”; “The securities laws do not operate under the assumption that material information need not be disclosed if management has reason to suppress it. Investors may want to know about illegal activity for the same reason management will be reluctant to reveal it: it threatens to damage the corporation severely. Excepting from the disclosure rules information management has reason to hide would eviscerate the protection for investors embodied in the securities laws”; “[W]e conclude that reasonable investors might have considered defendants' alleged illegal conduct to be important information they would want to have before they made their investment decisions”. *Roeder v. Alpha Industries, Inc.*, 814 F. 2d 22, 25 (1987)。

關於公司是否有公開此種重大消息的義務？有判決認為，公司應將所有的重大消息在年報（annual report）予以公開，*Issen v. GSC Enters, Inc.*, 538 F. Supp. 745 (N. D. Ill. 1982)，但 *Roeder* 案，法院認為，此一重大消息並非法律或主管機關命令明定應揭露的事項，公司並無公開義務。主管機關如認為必要，可發布命令要求公揭露。判決指出：“The SEC, however, was ‘given complete discretion...to require in corporate reports only such information as it deems necessary or appropriate in the public interest or

此外，美國法 1934 年證券交易法認內線交易是一種欺騙行為（fraud, deception）。內部人在獲悉重大影響證券價格的消息後，在消息尚未公開之前，買入或賣出證券，對於不知該項消息的交易相對人，即為欺騙，違反 1934 年證券交易法§10(b)及 SEC Rule 10b-5 禁止欺騙的規定¹⁹。依私取理論（misappropriation theory），內線消息屬公司財產，如私自取用，係違背對消息來源的信賴義務。買賣證券之人即使對交易相對人無信賴義務，但對其消息來源負有信賴義務者，亦構成內線交易²⁰。

to protect investors”；“A general admonition to include ‘all material information’ in annual reports preempts the promulgated regulations’ instructions on what information to include and, because of the threat of civil liability, it would result in all sorts of information appearing in the reports that the SEC may prefer be left out. If the SEC wanted all possibly material information to be in the annual reports, we suspect that the regulations would have been amended to require it”. *Id.* 201 U.S. 43 at 27。

另參閱 *Amalgamated Clothing and Textile Workers Union v. J. P. Stevens & Co.*, 475 F. Supp. 328 (1979) 及 *United States v. Matthews II*, 787 F. 2d 38 (1986) 等兩件徵求委託書案件，法院認為未經起訴的不法行為，法令既未要求公司揭露，公司即無揭露義務。相關討論，參閱 Alison B. Miller, *Navigating the Disclosure Dilemma: Corporate Illegality and the Federal Securities Laws*, 102 GEO. L. J. 1647, 1656 *et seq.* (2014); COX ET AL., *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS* 585-657 (2009)（特別是頁 649 以下）；Joan Heminway, *Materiality Guidance in the Context of Insider Trading: A Call for Action*, 52 AM. U. L. REV. 1131, 1131-1212 (2003)。有關公司是否享有隱私權的討論，請參閱 Elizabeth Pollman, *A Corporate Right to Privacy*, 99 MINN. L. REV. 27 (2014)。

¹⁹ *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980); *United States v. O’Hagan*, 521 U.S. 642 (1997)。相關討論，參閱 Wang & Steinberg, *supra* note 1, at 107 *et. seq.*; Loss & Seligman, *supra* note 9, at 919 *et. seq.*。

²⁰ *O’Hagan*, 521 U.S. at 642。相關討論，參閱 Sung Hui Kim, *Insider Trading as Private Corruption*, 61 UCLA. L. REV. 928 (2014); Loss & Seligman, *id.* at 985 *et. seq.*。本案偵審的情形，見 Bebel, *supra* note 9。

至於消息是否具有重大性 (materiality)，係以特定消息是否影響理性投資人買賣證券的決定著眼。如為進行中尚未完成的事件，則係衡量事情可能發生的機率 (the indicated probability that the event will occur)，及發生後對公司整體活動量可能造成的影響 (the anticipated magnitude of the event in light of the totality of the company activity) 等因素，做綜合判斷²¹。值得注意的是，內線消息如涉及犯罪行為，例如以財報造假虛增公司盈餘，拉抬公司股價等方式，內部人在財報造假的重大消息公開之前買賣股票，仍應負內線交易的任²²，不因所謂言論自由或不自證己罪等理由而得免除²³。廣為人知

²¹ TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976); Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988). 有關重要性的認定標準，參閱 Richard C. Sauer, *The Erosion of the Materiality Standard in the Enforcement of the Federal Securities Laws*, 62 Business Lawyer 317-357 (2007); Cox, *supra* note 18, at 585-657; LOSS ET AL., *SECURITIES REGULATION* 613-660 (2009); THOMAS L. HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION* 495-508 (2006); LARRY D. SODERQUIST & THERESA A. GABALDON, *SECURITIES REGULATION* 489-509 (2006); COFFEE ET AL., *SECURITIES REGULATION* 957-986 (2007); 劉連煜，重大內線消息之認定－最高法院九十八年度臺上字第六四九二號判決評釋，月旦裁判時報，第一期，頁 126-134 (2010)；陳彥良，透明度於公司治理法制之地位－兼論德國與我國證交法中有關重大性消息判斷之認定標準，法令月刊，第五十七卷第十二期，頁 30-34 (2006)；洪秀芬，內線交易之重大消息的判斷，台灣法學，第一一〇期，頁 182-187 (2008)。

²² 學者歸納實務案例的見解指出：“One type of information that has been a common subject of insider trading proceedings has been knowledge that the issuer has been **engaged in** illegal activity, thereby artificially enhancing its stock price. In many cases, this **illegality is internal accounting fraud that has inflated the market price of the issuer’s securities**, making insider sales more profitable than they would be had the reporting been accurate”. (emphasis added); LANGEVOORT, *supra* note 1。另參閱 10A HAROLD S. BLOOMENTHAL & SAMUEL WOLFF, *INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS AND SECURITIES REGULATION* 3-881-3-883 (2001)。

²³ 不自證己罪的規定與證券法律公開原則的貫徹之間，應如何適用？相

的安隆案（*Enron*）及 *Dorozhko* 案可為例證。

一、**安隆案**，安隆公司執行長（CEO）史基林（Jeffrey K. Skilling）明知公司因長年編造假帳及證券詐欺（*securities fraud*）等行為，財務狀況惡劣，在弊案爆發之前，於 2001 年 9 月 6 日以電話委託證券經紀商賣出安隆股票 20 萬股。其間為避免售股之事曝光，及九一一恐怖攻擊事件的影響，經紀商於同年 9 月 17 日始將股票賣出²⁴。

史基林雖在 2001 年 8 月 14 日已辭卸安隆公司執行長職務，且辯稱出售股票純粹是因為九一一事件讓他心生畏懼，絕非出於其他原因，更與內線交易無關。但法院仍判決史基林成立內線交易，不

關討論，參閱 Miller, *supra* note 18, at 1648-1684; Heminway, *supra* note 18; John M. Fedders, *Qualitative Materiality: The Birth, Struggles, and Demise of an Unworkable Standard*, 48 CATH. U. L. REV. 41-91 (1998); Eric D. Roiter, *Illegal Corporate Practices and the Disclosure Requirement of the Federal Securities Laws*, 50 FORDHAM L. REV. 781, 781-813 (1982); 10 LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, SECURITIES REGULATION 5030-5033 (2005); Linda Fuerst & Nadia Campion, *The Right Against Self-Incrimination: Disclosure in Cross-Border Investigations* (2009), available at http://64.106.164.83/Files/15571_The%20Right%20Against%20Self-Incrimination,%20L.%20Fuerst,%20N.%20Campion.pdf (last visited Jan. 26, 2015)，討論加拿大法律。

相關判決，參閱 SEC v. Fehn, 97 F. 3d 1276, 1289 *et. seq.* (1996); Roeder v. Alpha Industries, Inc., 814 F. 2d 22 (1987); U.S. v. Matthews II, 787 F. 2d 38 (1986); Amalgamated Clothing & Textile Workers Union v. J.P.S. Stevens & Co., 475 F. Supp. 328 (1979)。

²⁴ 因史基林當時仍被列為安隆公司的關係人（*affiliate*），出售股票須向證管會（SEC）申報並公告。為規避申報及公告，史基林要求經紀商暫緩，直到解除關係人身分後才進行售股。史基林於 9 月 10 日從安隆公司獲得解除關係人的信函，並寄給經紀商。但次日發生九一一攻擊事件，紐約股市關閉 6 天。經紀商等到紐約股市重新開市第一天，即 9 月 17 日，始將股票賣出。United States v. Skilling, 554 F. 3d 329, 541-542 (2009).

因財報造假及證券詐欺等犯罪行為而免除內線交易的責任²⁵。

二、SEC v. Dorozhko 案²⁶，被告 Oleksander Dorozhko（簡稱 D

²⁵ 聯邦第五巡迴法院判決指出：“In addition to conspiracy and securities fraud, the jury also convicted Skilling for making false representations to auditors and **insider trading**” (emphasis added).

“When Skilling resigned from Enron in August 2001, Enron’s internal financial numbers were ghastly. On September 6, 2001, Skilling allegedly called his broker and tried to sell 200,000 shares of Enron stock. The sale did not go through, however, because the SEC still listed Skilling as an Enron ‘affiliate.’ This designation meant that the broker had to disclose the sale to the SEC and the public, which Skilling wished to avoid. Skilling allegedly told his broker to wait to complete the transaction until he obtained a letter from Enron saying that he was no longer a part of Enron’s management”.

“Skilling sent that letter to his broker on September 10. Because of the terrorist attacks of September 11, Skilling was unable to sell his shares until September 17, the first day the markets reopened. He allegedly called his broker on that day, reiterated his order to sell, and told him he did not want the people at Enron to know about it. When Skilling testified before the SEC in December 2001, he stated that he sold the shares because he became ‘scared’ after the September 11 attack and that ‘[t]here was no other reason other than September 11th that I sold the stock.’ The government contends that Skilling’s testimony was a lie and that the sale amounted to insider trading”; *Id.* 554 F. 3d 329, at 541-542 (2009)。

第五巡迴法院維持聯邦地院（德州南區地方法院）對史基林的有罪判決，包括內線交易部分。*Id.*, at 595. *See also* Skilling v. United States, 561 U.S. 358 (2010); United States v. Skilling, 638 F. 3d 480 (2011).

安隆案的相關案例，參閱 *In re Enron Corp. Sec., Deriv. & ERISA Litig.*, 258 F. Supp. 2d 576 (S. D. Tex. 2003); *In re Enron Corp.*, 2003 WL 21418157 (S. D. Tex. 2003); SEC v. Henke, 275 F. Supp. 2d 1075 (N. D. Cal. 2003); SEC v. Solucorp Indus. Ltd., 274 F. Supp. 2d 379 (S. D. Tex. 2003)。

²⁶ 574 F. 3d 42 (2d Cir., 2009). 相關討論，參閱 Sean F. Doyle, *Simplifying the Analysis: The Second Circuit Lays Out a Straightforward Theory of Fraud in SEC v. Dorozhko*, 89 N. C. L. Rev. 357, 360-361 (2010); Elizabeth A. Odian, *SEC v. Dorozhko’s Affirmative Misrepresentation Theory of Insider Trading: Improper Means to a Proper End*, 94 MARQ. L. REV. 1313, 1326-1327 (2011)。

君)於2007年10月17日入侵Thompson Financial Inc.的電腦，竊取上市公司IMS Health Inc(簡稱IMS公司)的機密財務資料。D君因而得知IMS公司2007年第三季的盈餘遠低於市場預期。D君判斷這項資訊公開之後，IMS股價必然下跌，隨即於同日14時52分，以41,670.90美元買入630個單位的IMS股票先賣權(put option)。同日16時33分，IMS宣布2007年第三季獲利，比市場分析師的預期低28%²⁷。

次日IMS股價果如預期大跌約28%。開市後6分鐘，D君賣出先賣權，得款328,517美元，獲利286,456.59美元(約860萬新台幣)²⁸。聯邦第二巡迴法院判決D君成立內線交易，不因D君入侵電腦竊取機密資料為犯罪行為，而得解免內線交易之責任²⁹。

²⁷ SEC v. Dorozhko, 606 F. Supp. 2d 321, 324-327 (S. D. N. Y. 2008). 參閱 Mark F. DiGiovanni, *Weeding Out a New Theory of Insider Trading Liability and Cultivating an Heirloom Variety: A Proposed Response to SEC v. Dorozhko*, 19 GEO. MASSON L. REV. 593-627 (2012); Stephen M. Bainbridge, *Ruling on Hackers as Inside Traders: Right in Theory, Wrong on the Law*, 24(32) LEGAL BACKGROUNDER 1, 1-4 (2009).

²⁸ *Dorozhko*, 606 F. Supp. 2d at 324-327. 參閱 Brain A. Karol, *Deception Absent Duty: Computer Hackers & Section 10(b) Liability*, 19 U. MIAMI BUS. L. REV. 185, 198 (2011)。

²⁹ 574 F. 3d 42 (2d Cir. 2009). 相關討論，見賴英照，證券詐欺與資訊平等的拔河——評美國內線交易法制的發展，法令月刊，第六十四卷第十二期，頁57-60(2013)。美國聯邦證管會應國會要求，於1987年11月18日提出的禁止內線交易法草案(The Insider Trading Proscriptions Act of 1987)，明文規定證券交易人因竊取電子資訊(或其他竊盜行為、行賄等)而取得內線消息並據以為交易者，構成內線交易。§2(b)(1)。草案全文，見18A DONALD C. LANGEVOORT, INSIDER TRADING: REGULATION, ENFORCEMENT & PREVENTION Appendix D App.D-1-D-10 (2009)，但此一草案迄今未完成立法。

有關電腦犯罪與內線交易的討論，參閱 Kevin Jakopchek, "Obtaining"

歐盟內線交易指令的前言 (Recital) 第 17 點特別指明，內線消息的來源，除得自合法的執行業務外，也可能來自違法的犯罪行為。此等犯罪行為的前置準備或實際執行，均可能對證券價格產生重大影響。因此內線交易的規範，必須考量藉由犯罪行為取得重大消息的情形³⁰。

歐盟內線交易指令第 2 條因而明定，因犯罪行為而獲取內線消息者 (by virtue of his criminal activities)，為內部人，如利用該等消息買賣證券，成立內線交易。因此，內部人 (例如公司經營者) 遂行掏空資產或財報造假等犯罪行為後，在該項消息尚未公開前賣出股票者，仍然構成內線交易³¹。

the Right Result: A Novel Interpretation of the Computer Fraud and Abuse Act That Provides Liability for Insider Theft Without Overbreadth, 104 J. CRIM. L. & CRIMINOLOGY 605-633 (2014); Ryan E. Dosh, *The Computer Fraud and Abuse Act: As Conflict Rages on, the United States v. Nosal Ruling Provides Employers Clear Guidance*, 47 LOY. L.A. L. REV. 901-915 (2014); Alden Anderson, *The Computer Fraud and Abuse Act: Hacking into the Authorization Debate*, 53 JURIMETRICS J. 447-466 (2013); Robert A. Prentice, *The Internet and Its Challenges for the Future of Insider Trading Regulation*, 12 HARV. J. L. & TECH. 263-364 (1999); LANGEVOORT, *supra* note 1, at §6:14 6-47; Kathleen Coles, *The Dilemma of the Remote Tippee*, 41 GONZ. L. REV. 181-236 (2005-2006); Donna M. Nagy, *Reframing the Misappropriation Theory of Insider Trading Liability: A Post-O'Hagan Suggestion*, 59 OHIO ST. L. REV. 1223-1310 (1998)。

³⁰ Directive on Insider Dealing and Market Manipulation (Jan. 28, 2003), Recital (17): (“As regards insider dealing, account should be taken of cases where inside information originates not from a profession or function but from criminal activities, the preparation or execution of which could have a significant effect on the prices of one or more financial instruments or on price formation in the regulated market as such.”).

³¹ 有關歐盟內線交易指令的討論，參閱 NIAMH MOLONEY, EC SECURITIES REGULATION 923-928, 951-981 (2008)。

伍、結論

公司內部人財報造假或掏空資產在先，並於犯罪行為揭穿之前買賣股票在後，不但成立財報造假及掏空資產罪，並應構成內線交易罪。財報造假或掏空資產等犯罪行為，如果因所謂言論自由及不自證己罪等原因，而成為內線交易合法化的理由，不但內線交易的防制出現明顯疏漏，證交法貫徹公開原則的立法基礎亦將隨之動搖。

證交法第 157 條之 1 的「重大影響其股票價格之消息」，不論依條文文義、規範體系或維護交易公平、市場健全及保護投資人之立法目的，均不應限縮解釋為僅限於「未公開，但會公開」的消息。此種限縮解釋，不但造成證交法規範體系的矛盾，且無從維護交易公平及保障投資人的立法目的。況且就執行技術而言，所謂「未公開，但會公開」的消息，其意義及範圍均欠明確，徒使禁止內線交易的執行更增紛擾。皇統案的相關見解有欠妥適，不應採行。

參考文獻

書籍

王兆鵬，刑事訴訟講義，元照出版有限公司，四版（2009）。

林鈺雄，刑事訴訟法(上冊):總則編，元照出版有限公司，五版(2007)。

劉連煜，內線交易構成要件，元照出版有限公司，修訂二版（2012）。

賴英照，最新證券交易法解析，自版，再版二刷（2011）。

賴英照，最新證券交易法解析：股市遊戲規則，自版，三版（2014）。

賴禹綸，從比較法架構我國內線交易相關法制－以企業併購為中心，台北大學法律系碩士論文（2014）。

BLOOMENTHAL, HAROLD S. & SAMUEL WOLFF, INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS AND SECURITIES REGULATION VOL.10A (West Group, Minn., Eagan, 2001).

BLOOMENTHAL, HAROLD S. & SAMUEL WOLFF, SECURITIES AND FEDERAL CORPORATE LAW (West Group, Minn., Eagan, 2002).

COFFEE, JOHN, JOEL SELIGMAN & HILLARY SALE, SECURITIES REGULATION (Foundation Press, London, England, 10th ed. 2007).

COX, JAMES D., ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, SECURITIES REGULATION, CASES AND MATERIALS, (Aspen

Publishers, New York, NY, 6th ed. 2009).

HAZEN, THOMAS L., THE LAW OF SECURITIES REGULATION, (West Group, Minn., Eagan, rev. 5th ed. 2006).

LANGEVOORT, DONALD C., INSIDER TRADING: REGULATION, ENFORCEMENT & PREVENTION VOL. 18 (Thomson Reuters/West, Minn., Eagan, 2009).

LANGEVOORT, DONALD C., INSIDER TRADING: REGULATION, ENFORCEMENT & PREVENTION VOL. 18A (Thomson Reuters/West, Minn., Eagan, 2009).

LOSS, LOUIS & JOEL SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION, (Aspen Publishers, New York, NY, 5th ed. 2004).

LOSS, LOUIS & JOEL SELIGMAN, SECURITIES REGULATION, (Wolfers Kluwer, Netherlands, Alphen aan den Rijn, 3d ed. 2005).

LOSS, LOUIS, JOEL SELIGMAN & TROY PAREDES, SECURITIES REGULATION, (Aspen Publishers, New York, NY, 4th ed. 2009).

MOLONEY, NIAMH, EC SECURITIES REGULATION, (Oxford Univ. Press, New York, NY, 2d ed. 2008).

SODERQUIST, LARRY D. & THERESA A. GABALDON, SECURITIES REGULATION (Foundation Press, London, England, 6th ed. 2006).

WANG, WILLIAM K.S., MARC I. STEINBERG, INSIDER TRADING, (Oxford

Univ. Press, New York, NY, 3rd ed. 2010).

期刊文獻

洪秀芬，內線交易之重大消息的判斷，台灣法學，第一一〇期，頁 182-190 (2008)。

陳彥良，透明度於公司治理法制之地位—兼論德國與我國證交法中有關重大性消息判斷之認定標準，法令月刊，第五十七卷第十二期，頁 18-34 (2006)。

劉連煜，重大內線消息之認定—最高法院九十八年度臺上字第649二號判決評釋，月旦裁判時報，第一期，頁 126-134 (2010)。

賴英照，證券詐欺與資訊平等的拔河—評美國內線交易法制的發展，法令月刊，第六十四卷第十二期，頁 48-66 (2013)。

Anderson, Alden, *The Computer Fraud and Abuse Act: Hacking into the Authorization Debate*, 53 JURIMETRICS J. 447-466 (2013).

Bebel, Christopher J., *A Detailed Analysis of United States v. O'Hagan: Onward Through the Evolution of the Federal Securities Laws*, 59 LA. L. REV., 1-61 (1998).

Bainbridge, Stephen M., *Ruling on Hackers as Inside Traders: Right in Theory, Wrong on the Law*, 24(32) LEGAL BACKGROUNDER, 1-4 (2009).

Coles, Kathleen, *The Dilemma of the Remote Tippee*, 41 GONZ. L. REV. 181-236 (2005-2006).

DiGiovanni, Mark F., *Weeding Out a New Theory of Insider Trading Liability and Cultivating an Heirloom Variety: A Proposed Response to SEC v. Dorozhko*, 19 GEO. MASSON L. REV. 593-627 (2012).

Dosh, Ryan E., *The Computer Fraud and Abuse Act: As Conflict Rages on, the United States v. Nosal Ruling Provides Employers Clear Guidance*, 47 LOY. L.A. L. REV. 901-915 (2014).

Doyle, Sean F., *Simplifying the Analysis: The Second Circuit Lays Out a Straightforward Theory of Fraud in SEC v. Dorozhko*, 89 N. C. L. REV. 357-386 (2010).

Fedders, John M., *Qualitative Materiality: The Birth, Struggles, and Demise of an Unworkable Standard*, 48 CATH. U. L. REV. 41-91 (1998).

Heminway, Joan Macleod, *Materiality Guidance in the Context of Insider Trading: A Call for Action*, 52 AM. U. L. REV. 1131-1212 (2003).

Jakopchek, Kevin, *“Obtaining” the Right Result: A Novel Interpretation of the Computer Fraud and Abuse Act That Provides Liability for Insider Theft Without Overbreadth*, 104 J. CRIM. L. & CRIMINOLOGY 605-633 (2014).

- Karol, Brian A., *Deception Absent Duty: Computer Hackers & Section 10(b) Liability*, 19 UNIV. OF MIAMI BUS. L. REV. 185-218 (2011).
- Miller, Alison B., *Navigating the Disclosure Dilemma: Corporate Illegality and the Federal Securities Laws*, 102 GEO. L. J. 1647-1684 (2014).
- Nagy, Donna M., *Reframing the Misappropriation Theory of Insider Trading Liability: A Post-O'Hagan Suggestion*, 59 OHIO ST. L. REV. 1223-1310 (1998).
- Odian, Elizabeth A., *SEC v. Dorozhko's Affirmative Misrepresentation Theory of Insider Trading: Improper Means to a Proper End*, 94 MARQ. L. REV. 1313-1349 (2011).
- Pollman, Elizabeth, *A Corporate Right to Privacy*, 99 MINN. L. REV. 27-88 (2014).
- Prentice, Robert A., *The Internet and Its Challenges for the Future of Insider Trading Regulation*, 12 HARV. J. L. & TECH. 263-364 (1999).
- Roiter, Eric D., *Illegal Corporate Practices and the Disclosure Requirement of the Federal Securities Laws*, 50 FORDHAM L. REV. 781-813 (1982).
- Sauer, Richard C., *The Erosion of the Materiality Standard in the Enforcement of the Federal Securities Laws*, 62 BUS. LAW. 317-357 (2007).
- Sung Hui Kim, *Insider Trading as Private Corruption*, 61 UCLA L. REV. 928-1008 (2014).

摘要

上市公司負責人編造假帳，因顧慮消息曝光後股價重跌遭受損失，因而在消息未公開之前，搶先賣出股票，是否構成內線交易？

有判決認為，證交法第 157 條之 1 的「重大影響股價之消息」，僅限於「未公開，但會公開的消息」。編造假帳雖為重大消息，屬於「不會公開的消息」，不在第 157 條之 1 的規範範圍之內。

另有法院認為「重大消息」並未排除所謂「不會公開的消息」。公司負責人在重大消息未公開之前買賣股票，應成立內線交易。

本文認為，內線交易的重大消息，不應將所謂「不會公開」的消息排除在規範範圍之外，否則將使內線交易的防制出現重大的疏漏。

中原財經法學

The Crisis of Insider Trading Prevention: The Concealment of Fraudulent Financial Reports and the Immunity from Insider Trading Liabilities

In-Jaw Lai

Abstract

Consider a corporate director who is engaged in internal accounting fraud, sells his stocks before the fraud is detected and disclosed to the public, thereby avoiding hefty losses. Is the director's sale of stocks an insider trading?

A court decision holds that the director is guilty of accounting fraud, but commits no insider trading. The court indicates that the information of accounting scandal is material, capable of adversely affecting the stock price when it is revealed, and that the director did trade on that information. However, the decision points out that the material information regulated by Art. 157-1 of the Securities Exchange Law ("the Law") does not include the information that will not be disclosed to the investing public. Since the director is not obliged to reveal his own criminal activities under his rights against self-incrimination and freedom of speech, the information of accounting scandal will not be disclosed, and therefore not the material information covered by Art. 157-1 of the Law.

According to this view, accounting fraud (or other criminal offense that would affect stock price) will provide corporate insiders with immunity from insider trading liabilities.

Not all court decisions take the same position though. Several other decisions do not exclude the material information that “will not be disclosed” from the domain of Art. 157-1.

This article discusses relevant decisions, analyzes different views, and concludes that corporate accounting fraud or other criminal offenses should not be a ground for insider trading immunity. To hold otherwise, salient loopholes will be created for the prevention of insider trading.

keywords: insider trading, fraudulent financial reports, corporate assets embezzlement, undisclosed material information, freedom of speech, rights against self-incrimination