

特稿

內線交易的紅線－重大消息何時明確？

賴英照*

目次

- 壹、前言
- 貳、美國法院判決及主管機關的行政命令
 - 一、聯邦最高法院的判斷標準
 - 二、公開收購案件：Rule 14e-3 及相關司法判決
- 參、歐盟法制
 - 一、2003 年歐盟指令
 - 二、歐盟法院 Daimler 案的判決
 - 三、2014 年歐盟管理規則
- 肆、證券交易法基本規定與司法判決
 - 一、基本規定
 - 二、司法判決的判斷標準
 - 三、合併、公開收購及策略聯盟
 - 四、聲請重整與公司停業
 - 五、調升盈餘目標或調降財務預測
 - 六、買賣土地
 - 七、更換董事長或總經理
- 伍、法律解釋與價值判斷

* 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。

- 一、法院認定標準的歧異
- 二、法律解釋與價值判斷
- 陸、結論

關鍵字：內線交易、重大消息、消息明確、正當投資人、發生機率

中原財經法學

壹、前言

內部人實際知悉重大影響股票價格的消息時，在消息明確後，尚未公開之前買賣股票，構成內線交易。公開收購是「重大影響股價的消息」，毫無疑問。但企業併購的流程，從擬訂併購策略、規劃資金來源、選擇目標公司、雙方協商談判、簽訂保密契約及意向書，到進行實地查核、草擬併購契約、確定收購價格及併購架構、簽訂合約及董事會決議等，程序複雜而冗長。公開收購的消息何時明確？

假設兩家公司的併購協商，從3月1日開始一直到8月31日才完成。兩家公司的內部人在7月1日到10日間大量買進目標公司的股票。內部人是否構成內線交易？這個問題的關鍵，在於**公開收購的消息何時明確（或成立）的認定**。被告在法庭上常見的抗辯就是，他在買進目標公司股票時，公開收購的消息尚未明確，不符合重大消息的定義，不構成內線交易。公開收購之外，其他重大消息的內涵，例如調降或調升財務預測，買賣土地或更換董事長、總經理等，也都有類似的爭議。

我國證券交易法有關「消息明確」的規定，及主管機關「消息成立」的行政命令，均參考美國及歐盟法制¹。本文首先討論美國與歐盟的相關法令，其次檢討我國證券交易法的規定與實務判決，最後從法律解釋方法的觀點，探討重大消息明確時點應有的認定標準，並提出

¹ 有關2010年證交法增訂「消息明確」的討論，參閱劉連煜，內線交易構成要件，頁172-174、315-333，元照出版有限公司，修正二版（2012）；林孟皇，內線交易重大消息的明確性與實際知悉—二〇一〇年新修正內線交易構成要件的解析，月旦法學雜誌，第一八四期，頁141-156（2010）。

結論。

貳、美國法院判決及主管機關的行政命令

消息明確的認定，在美國法為消息重大性（materiality）的問題。如何認定一項消息，例如公開收購，何時具有重大性？美國 1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）並未規定。實務上係由主管機關聯邦證管會（SEC）訂定行政命令及法院依判決確立其認定標準²。

一、聯邦最高法院的判斷標準

聯邦最高法院在 1976 年的 *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* 案³，對於徵求委託書的書面所未記載的事項，是否屬重大性質，係以「理性的股東極可能認為是影響投票決定的重要因素」做為標準。雖然股東不須證明，如事前知悉該一省略事項，將會變更其投票決定，但如省略記載的事項，很可能影響理性投資人的決定者，該省略事項即屬重要事項。同時，一件未記載的事項，如單獨考量未能產生重大影響，但連同其他可獲得的資訊綜合判斷，可能影響理性投資人的決定時，亦符合重大性質的要件⁴。何謂極可能（substantial likelihood）？

² 有關「重大性」意涵的討論，見 COX ET AL., SECURITIES REGULATION, CASES AND MATERIALS 585-630 (2009); Richard C. Sauer, *The Erosion of the Materiality Standard in the Enforcement of the Securities Laws*, 62(2) BUS. LAW. 317, 317-357 (2007)。

³ *TSC Industries v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976).

⁴ 聯邦最高法院判決指出：“[A]n omitted fact is material if there is a substantial

何謂理性投資人？聯邦最高法院均未做明確的說明。

TSC 案有關重大性 (materiality) 的標準，雖然是解釋證交法§14(a) 的規定，並且是有關徵求委託書的判決，但聯邦最高法院在嗣後適用 §10(b) 的案件，包括內線交易也加以引用⁵。

影響重大的事情，如果正在進行，尚未確定最後結果是否發生（例如公開收購），如何認定其重大性？聯邦最高法院在 1988 年的 *Basic Inc. v. Levinson* 案⁶，以事情發展的程度，是否足以影響股價或投資人的判斷做為認定基準。1976 年 9 月，Combustion 鋼鐵公司有意併購 Basic 鋼鐵公司，兩家公司開始洽商合併事宜。面對市場傳言，Basic 公司於 1977 年至 1978 年間，三次公開否認洽談併購之事。然而，1978 年 12 月 19 日，Basic 公司董事會決議以每股 46 美元，賣給 Combustion 公司，並於 12 月 20 日公開宣布接受 Combustion 的收購股權要約

likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote... It does not require proof of a substantial likelihood that disclosure of the omitted fact would have caused the reasonable investor to change his vote... Put another way, there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the 'total mix' of information made available." *Id.* at 449. 相關討論，見 WILLIAM K. S. WANG & MARC I. STEINBERG, *INSIDER TRADING* 107-108 (2010); Richard A. Booth, *The Two Faces of Materiality*, 38 DEL. J. CORP. L. 517, 523-531 (2013); 劉連煜，前揭註 1，頁 128-130。

⁵ "We now expressly adopt the TSC Industries standard of materiality for the § 10(b) and rule 10b-5 context." *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 232 (1988). 有關理性投資人的討論，見 Wendy Gerwick Couture, *Materiality and a Theory of Legal Circularly*, 17 U. PA. J. BUS. L., 453, 464-467 (2015)。

⁶ *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988). 相關討論，見 COX ET AL., *supra* note 2, at 590-599; THOMAS L. HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION* 499-501 (2006); 劉連煜，前揭註 1，頁 130-138; 郭土木，證券交易法論著選輯，頁 340-347，三民書局股份有限公司（2011）。

(tender offer)。許多在 Basic 公司公開否認合併協商之後，出售 Basic 公司股票的投資人極為不滿，乃以 Basic 公司違反§10(b)和 Rule 10b-5 禁止欺騙的規定，提起損害賠償的團體訴訟 (class action)。

美國 1934 年證券交易法§10(b)及 SEC Rule 10b-5 均禁止欺騙行為。依聯邦最高法院判決，欺騙的內容需具有重大性 (materiality)，才是違法的欺騙行為⁷。公司併購的協商，到什麼階段才具有重大性？

聯邦地方法院確認 Basic 公司第一次公開否認併購消息時，兩家公司尚未進行協商。而第二次 (1978 年 7 月 14 日) 及第三次 (1978 年 9 月 25 日) 否認之時，兩家公司雖已進行協商，但地院認為依當時情形，尚不能確定併購重要事項可以達成協議，因此不具有重大性。聯邦第六巡迴上訴法院則認為，本件併購案的初步磋商，雖非重大消息，但因公司公開否認而成為重大消息⁸，被告因而違反§10(b)及 Rule 10b-5 的規定。

聯邦最高法院廢棄第六巡迴上訴法院判決，認為併購協商初步的消息，已具有重大性⁹。

⁷ “It is not enough that a statement is false or incomplete, if the misrepresented fact is otherwise insignificant.”. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. at 228.

⁸ “When a company whose stock is publicly traded makes a statement, as Basic did, that ‘no negotiations’ are underway, and that the corporation knows of ‘no reason for the stock’s activity,’ and that ‘management is unaware of any present or pending corporate development that would result in the abnormally heavy trading activity,’ information concerning ongoing acquisition discussions becomes material by virtue of the statement denying their existence.”. *Levinson v. Basic Inc.*, 786 F. 2d 741, 748 (1986).

“[O]nce a statement is made denying the existence of any discussions, even discussions that might not have been material in absence of the denial are material because they make the statement made untrue.”. *Id.* at 749.

⁹ 第六巡迴上訴法院依聯邦最高法院發回意旨所為之更審判決，見 *Levinson*

本案上訴人 **Basic** 公司要求聯邦最高法院對消息的重大性，採取第三巡迴上訴法院所適用的明確認定標準（**bright-line rule**），亦即必須交易雙方就合併重要事項，包括收購價格及併購架構達成協議時（**agreement-in-principle as to price and structure**），消息才具有重大性¹⁰。理由包括：

第一，對投資人而言，合併案的初步協商，變數仍多，未必能順利完成，如公開宣布，可能讓投資人產生錯誤的預期，反而有誤導之嫌。

第二，採取「重要事項達成協議」的標準，在收購價格及併購架構達成協議後再行宣布，可以避免消息過早曝光致妨礙合併交易的進行。

第三，採行明確認定標準，使公司清楚瞭解消息應於何時公開，經營者更容易遵守¹¹。

v. *Basic Inc.*, 871 F. 2d 562 (6th Cir. 1989)。

¹⁰ 聯邦第三巡迴上訴法院認為：“Agreement as to price and structure provides concrete evidence of a mature understanding between the negotiating corporations. They constitute a useable and definite measure for determining when disclosures need be made. Finally, with both price and structure agreed to, there is only a minimal chance that a public announcement would quash the deal or that the investing public would be misled as to likely corporate activity.”; *Greenfield v. Heublein, Inc.*, 742 F. 2d 751, 757 (3d Cir. 1984)。聯邦最高法院的判決將此項意旨簡述如下：“Under this approach, preliminary merger discussions do not become material until ‘agreement-in-principle’ as to the price and structure of the transaction has been reached between the would-be merger partners.”; *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. at 232。

¹¹ *Basic Inc.*, 485 U.S. at 232-233. 本案相關討論，見武永生，內線交易案件消息重大性之認定－股市之極限遊戲規則，銘傳大學法學論叢，第十一期，頁 13-16（2009）；江朝聖，論對公司併購案報導之回應－從美國法 *Basic V.*

聯邦最高法院拒絕上訴人「明確認定標準」的主張。判決指出，證券法律的目的，就是藉公開資訊的方法，使市場更為誠信健全，以保障投資人¹²。上訴人的第一項理由似乎假設投資人對相關資訊缺乏判斷能力，但國會的立法政策是促進消息公開，而不是由公司以父權心態抑制資訊¹³。

關於擔心消息過早曝光，有害併購協商的理由，聯邦最高法院指出，姑且不論消息保密是否確能促進股東最大利益，這項抗辯是有關公司有無義務揭露特定消息的問題，與消息是否重大的認定應予區分，不能混為一談¹⁴。至於明確認定標準有利公司遵行的理由，似乎只為經營者的方便。但方便遵守的考量，不能凌駕促進資訊公開的立法政策。況且消息是否具有重大性，本質上須依個案事實決定，如以單一的事實做為認定標準，必將產生涵蓋範圍過廣或過小的問題，並不適當¹⁵。

Levinson 案談起，台灣法學雜誌，第二〇八期，頁 86-95（2012）。

¹² *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. at 230. 不採明確認定標準，確實留下法律遵行的灰色地帶，使相關公司及人員的法律責任，增加不確定性。有學者因而建議主管機關應建立更具體的認定指標，Joan M. Heminway, *Materiality Guidance in the Context of Insider Trading: A Call for Action*, 52 AM. U. L. REV. 1131, 1211-1212 (2003); Joan M. Heminway, *Just Do It, Specific Rule Making on Materiality Guidance in Insider Trading*, 72 LA. L. REV. 999, 1053-1054 (2012)。但也有學者認為保持運作的彈性，更能發揮法制的功能，Donald C. Langevoort, *Rule 10b-5 as an Adaptive Organism*, 61 FORDHAM L. REV. S7, S16-S19 (1993)。關於實務運作的疑義問題，參閱 Stephen J. Crimmins, *Insider Trading: Where Is the Line?* 2013 COLUM. BUS. L. REV. 330, 341-344 (2013)。

¹³ “Disclosure, and not paternalistic withholding of accurate information, is the policy chosen and expressed by Congress.”. *Basic Inc.*, 485 U.S. at 234.

¹⁴ *Id.* at 235.

¹⁵ “But ease of application alone is not an excuse for ignoring the purposes of the Securities Acts and Congress’ policy decisions. Any approach that designates a single fact or occurrence as always determinative of an inherently fact-specific finding such as materiality, must necessarily be overinclusive or underclusive.”.

判決認為，當理性投資人認為合併協商已重大影響其投資判斷時，如僅因合併交易的價格與架構等問題尚未達成合意，就認定協商的消息不具重大性，缺乏合理的理由¹⁶。

判決認同聯邦第二巡迴上訴法院兩件判決的見解，認為尚未完成的交易是否影響投資判斷的問題，**應依事情確定發生的機率及其發生在公司整體活動中的影響程度等兩項因素綜合判斷**¹⁷。如依客觀事實，發生機率高且對公司產生重大影響者，當屬重大消息無疑。但即使是「高影響＋低機率」亦可能影響投資判斷，因而構成重大消息；惟如缺乏重要影響者，則非重大消息¹⁸。

判決指出，有關確定**發生機率的評估**，可以依客觀事實判斷，包括（但不限於）董事會的決議、公司對投資銀行的指示及雙方實際協商的情形等因素決定。至於系爭交易**對公司影響的程度**，應考量雙方

Id. at 236.

¹⁶ “We therefore find no valid justification for artificially excluding from the definition of materiality information concerning merger discussions, which would otherwise be considered significant to the trading decision of a reasonable investor, merely because agreement-in-principle as to price and structure has not yet been reached by the parties or their representatives.” *Id.*

¹⁷ “Even before this Court’s decision in TSC Industries, the Second Circuit had explained the role of the materiality requirement of Rule 10b-5, with respect to contingent or speculative information or events, in a manner that gave that term meaning that is independent of the other provisions of the Rule. Under such circumstances, **materiality ‘will depend at any given time upon a balancing of both the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in light of the totality of the company activity.’** SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 401 F. 2d, at 849.” (emphasis added) *Id.* at 238.

¹⁸ 在 SEC v. Hoover 案，903 F. Supp. 1135 (S. D. Tex. 1995)，法院認為公司對年終獲利的小幅修正，並非重大消息。參閱 Bradley J. Bondi & Steven D. Lofchie, *The Law of Insider Trading: Legal Theories, Common Defense and Best Practices for Ensuring Compliance*, 8 N.Y.U. J. L. & BUS. 151, 179-185 (2011)。

公司的規模，及系爭交易對公司可能產生的溢價等因素加以決定。因重大性的決定，具有高度事實認定的特性，必須依個案具體事實決定¹⁹。此外聯邦最高法院並指出，Rule 10b-5 的適用，必須被告對重大事實為不實的陳述，而重大與不實為不同的兩個要件，應予區分。因此單純的否認，不會使一件不具重要性的事情，變成重大消息²⁰。

在併購案的情形，聯邦最高法院認知，公司併購問題複雜，初步協商之後失敗機率仍高，但鑒於併購案對股價及投資人影響重大，併購協商的初期階段已屬重大消息²¹。即使併購案最後未能成為事實，

¹⁹ “Whether merger discussions in any particular case are material therefore depends on the facts. Generally, in order to assess the probability that the event will occur, a factfinder will need to look to indicia of interest in the transaction at the highest corporate levels. Without attempting to catalog all such possible factors, we note by way of example that board resolutions, instructions to investment bankers, and actual negotiations between principals or their intermediaries may serve as indicia of interest. To assess the magnitude of the transaction to the issuer of the securities allegedly manipulated, a factfinder will need to consider such facts as the size of the two corporate entities and of the potential premiums over market value.” *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. at 239.

²⁰ *Id.* at 237. *Basic* 案並未考量預估盈餘等推測性的消息，何時具有重大性的問題。見 *Basic* 案判決附註 9，*Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. at 233 n.9。惟聯邦第九巡迴上訴法院在 *United States v. Smith* 案，仍以 *Basic* 案的標準，判斷預估公司盈餘下降的消息，是否具有重大性。*United States of America v. Richard J. Smith*, 155 F. 3d 1051, 1064-1065 (9th Cir. 1998)。有關討論，見 Bruce A. Hiler, *The SEC and the Court's Approach to Disclosure of Earnings Projections, Assets Appraisals and Other Soft Information: Old Problems, Changing Views*, 46 MD. L. REV. 1114, 1186 (1987)。

²¹ “In a subsequent decision, the late Judge Friendly, writing for a Second Circuit panel, applied the Texas Gulf Sulphur probability/ magnitude approach in the specific context of preliminary merger negotiations. After acknowledging that materiality is something to be determined on the basis of the particular facts of each case, he stated: ‘Since a merger in which it is bought out is the most important event that can occur in a small corporation’s life, to wit, its death, we think that **inside information, as regards a merger of this sort, can become material at an earlier stage** than would be the case as regards lesser transactions — and this

亦無礙於重大消息的認定²²。聯邦最高法院係以併購協商的進行，是否已達足以影響投資判斷的程度，做為消息是否具有重大性的主要認定標準。

本案聯邦最高法院依立法史料，確認證券交易法的立法目的，在於促進資訊公開，建立誠信的市場，以保障投資人²³。為實現立法目的，判決必須權衡經營者的便利與投資人的保護兩種利益。兩者之間如何取捨？§10(b)和 Rule 10b-5 的文義沒有答案，立法史料對重大性的認定也沒有具體的指標。聯邦地院傾向經營者的方便，但聯邦最高法院採取有利於投資人的決定，相信這是實現立法目的，建立誠信市場的必要手段，也是對投資人比較公平的做法。這種實現立法目的的考量，成為判決的重要基礎，表現法律實用主義的色彩。

本案是公司發布不實資訊的案件，因此判決沒有討論內線交易的問題。如果採取聯邦地院的標準，必須交易雙方對併購的價格及架構達成合意時，併購協商才成為重大消息（我證交法稱為消息明確，主管機關稱為消息成立），知道併購協商的人，在消息具備重大性（明確或成立）之前買賣股票，不構成內線交易。這樣的認定標準，給予經營者及參與併購事務的人，在併購協商的過程中，消息尚未「成立」

even though the mortality rate of mergers in such formative stages is doubtless high. SEC v. Geon Industries, Inc., 531 F. 2d 39, 47-48 (1976).” (emphasis added) Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. at 238.

²² SEC v. Scott K. Ginsburg, 362 F. 3d 1292, 1296, 1302 (11th Cir. 2004).

²³ “The 1934 Act was designed to protect investors against manipulation of stock prices. See S.Rep. No. 792, 73d Cong., 2d Sess.; 1-5 (1934). Underlying the adoption of extensive disclosure requirements was a legislative philosophy: ‘there cannot be honest markets without honest publicity. Manipulation and dishonest practices of the market place thrive upon mystery and secrecy.’ H.R.Rep. No. 1383, 73d Cong., 2d Sess., 11 (1934).” Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. at 230.

之前，利用資訊優勢買賣股票獲利的機會。但依聯邦最高法院的判決，由於併購案對公司的發展及股價可能產生的重大影響，初步磋商已足以影響投資判斷，因而構成重大消息；在消息尚未公開之前買賣股票，構成內線交易，因而限縮內部人獲取資訊利益的空間，對內線交易的防制，具有重大意義。

Basic 案之後，聯邦法院在諸多內線交易案件中，引用 *Basic* 案有關消息重大性的判斷標準，據以認定被告是否違反§10(b)和 Rule 10b-5 的規定。法院探究的重點是，系爭消息是否可能重大影響投資人的判斷，而非消息所指的內涵確定會發生²⁴。2011年聯邦最高法院在 *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano* 案，重申 *Basic* 案有關消息重大性的判斷基準²⁵。

二、公開收購案件：Rule 14e-3 及相關司法判決

在公開收購案件，SEC 依 1934 年證券交易法§14(e)的授權，於 1980 年訂頒 Rule 14e-3，規定如有任何人已採行公開收購的實質步驟，或已開始公開收購者，公開收購人以外的其他任何人（any other person），獲悉有關公開收購的機密消息，明知或可得而知該消息來自

²⁴ 參閱 U.S. v. Teicher, 987 F. 2d 112 (2d Cir. 1993); SEC v. Mayhew, 121 F. 3d 44 (2d Cir. 1997); SEC v. Wyly, 788 F. Supp. 2d 92, 116, 118-125 (S.D.N.Y. 2011); U.S. v. Contorinis, 692 F. 3d 136, 143-144 (2d Cir. 2012)。有關聯邦法院對消息重要性的認定，在併購及其他交易案例的相關討論，參閱 DONALD C. LANGEVOORT, INSIDER TRADING: REGULATION, ENFORCEMENT & PREVENTION §5:2 (2015); WANG & STEINBERG, *supra* note 4, at 118-142; Rebecca Gross et al., *Securities Fraud*, 49 AM. CRIM. L. REV. 1213, 1219-1221 (2012)；劉連煜，前揭註 1，頁 128-153。

²⁵ *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 131 S. Ct. 1309, 1318-1322 (2011).

公開收購人或目標公司，或其董事、經理人、受僱人或協助其處理收購事宜之人，均不得在消息公開前或公開後一段合理時間內，買賣目標公司證券²⁶。

所謂公開收購的實質步驟（substantial step），依 SEC 規定，包括公開收購公司的董事會做成公開收購的決議，或公司擬定公開收購計畫，或籌措收購所需資金，或準備公開收購的協商及相關事宜等，但不限於上開措施²⁷。

美國法院判決認為，所謂實質步驟，應依個案情形判斷。*SEC v. Mario* 案，法院引述以往相關判決，認為實質步驟包括：在發出公開收購要約之前延聘法律顧問；或雙方高階經理人見面，一方表達收購的意願；或雙方高階經理人見面探詢對方收購的意願及是否有足夠的收購資金等²⁸。*SEC v. Mayhew* 案，判決認為，公司為公開收購的進行，延聘顧問公司、簽訂保密契約及雙方負責人開會討論，已構成實質步驟²⁹。*SEC v. Warde* 案，法院認為，當公開收購人大量買進目標公司股票時，目標公司與投資銀行會商因應之道，並聘請法律顧問籌謀防禦措施，即為實質步驟³⁰。*SEC v. Falbo* 案，判決指出，公司延聘財務、

²⁶ 17 C.F.R. §240.14e-3 (1980). 相關討論，參閱 8 LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, *SECURITIES REGULATION* 3763-3774 (2004); HAZEN, *supra* note 6, at 545-546; 武永生，證券市場內線交易與公開原則規範之財產權特徵，銘傳大學法學論叢，第十四期，頁 79、158-165 (2010)。

²⁷ SEC Exchange Act Release no. 34-17120 (Sept. 4, 1980). 相關討論，見 WANG & STEINBERG, *supra* note 4, at 713-743; COFFEE, JR. ET AL., *SECURITIES REGULATION, CASES & MATERIALS* 1182-1184 (2007)。

²⁸ *SEC v. Mario*, 51 F. 3d 623, 636 (7th Cir. 1995).

²⁹ *SEC v. Mayhew*, 121 F. 3d 44, 53 (2nd Cir. 1997).

³⁰ *SEC v. Warde*, 151 F. 3d 42, 49 (2nd Cir. 1998).

法律顧問與公關公司，雙方代表討論公開收購計畫，資金的籌措及發出公開收購要約的適當時間等事宜，符合實質步驟的要件³¹。SEC v. Ginsburg 案，法院認定，雙方高階經理人會面，並進行實地查核程序及簽訂保密契約，已屬實質步驟³²。

法院是以實質步驟為基礎，判斷潛在的收購人（prospective offeror）發出公開收購要約（takeover bid）的可能性；此等實質步驟的消息如經公開，可能對投資人的判斷或市場價格產生影響，因而具有重大性。一旦採行實質步驟，最後即使沒有發出公開收購的要約或進行公開收購行動，仍應適用 Rule 14e-3 的規定³³。法院並非以公開收購能否順利完成，或收購人能否取得目標公司的經營權，做為判斷基礎³⁴。這種認定標準，以促進資訊公開及交易公平為目的，延續 Basic 案實用主義的方法。

³¹ SEC v. Falbo, 14 F. Supp. 2d 508, 524-525 (S.D.N.Y. 1998).

³² SEC v. Ginsburg, 362 F. 3d 1293, 1304 (11th Cir. 2004).

³³ O'Connor & Association v. Dean Witter Reynolds, 529 F. Supp. 1179, 1188-1193 (S.D.N.Y. 1981); SEC v. Mayhew, 121 F. 3d 44, 52-53 (2d Cir. 1997). 參閱 COFFEE ET AL., *supra* note 27, at 1183。

³⁴ SEC v. Musella, 748 F. Supp. 1028, 1041 (S.D.N.Y. 1989). 有關實質步驟的討論，見 LANGEVOORT, *supra* note 24, at §7:3; WANG & STEINBERG, *supra* note 4, at 107-125, 713-721, 725-726; HAZEN, *supra* note 6, at 490-492。

參、歐盟法制

2014 年歐盟禁止濫用市場管理規則有關內線消息的定義，主要承襲 2003 年的歐盟指令，並將歐盟法院 *Daimler* 案的判決意旨納入。茲將 2003 年的歐盟指令及歐盟法院判決做一說明。

一、2003 年歐盟指令

2003 年歐盟禁止濫用市場指令（Market Abuse Directive, 2003, MAD，屬於第一級規範）有關內線消息的定義，包括下列各點：（1）性質明確；（2）尚未公開；（3）直接或間接與單一或多數的發行公司或金融商品及相關衍生性商品相關；（4）消息如經公開，可能對證券價格產生重大影響（Article 1(1) of MAD）。其中「性質明確」的要件，為我證交法第 157 條之 1 增訂「消息明確」的規定所沿用，在此特為說明。

依歐盟委員會的行政命令（European Commission Directive 2003/124，屬於第二級規範），所謂性質明確（information of a precise nature），係指某項情況或事件業已發生，或可合理期待行將發生，且該情況或事件具體而足以對金融商品或相關之衍生性金融商品的價格產生影響。如理性投資人可能用以做為投資決定的基礎者，即為對金融商品價格可能產生重要影響的消息³⁵。

³⁵ 1. “For the purposes of applying point 1 of Article 1 of Directive 2003/6/EC, information shall be deemed to be of a precise nature if it indicates **a set of circumstances which exists or may reasonably be expected to come into existence** or an event which has occurred or may reasonably be expected to do so **and if it is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices of financial**

此外，歐盟證券管理機構（The Committee of European Securities Regulators, CESR）2007年7月的解釋令（CESR/06-562b，屬於第三級規範）認為，性質明確的意涵應依個案決定，並提出4項判斷指標：

第一，系爭消息存有具體客觀的事證，而非謠傳或臆測，亦即依投資人為投資決定之時所獲得的資訊，可以證明消息所指的情況或事件，已經發生或可能發生³⁶。

第二，如果消息所指的內涵，必須經歷不同的階段，則每一個階段以及整個過程，都可以構成性質明確的消息。以公開收購為例，即使收購案最後並未發生，但過程中與目標公司接觸協商的消息，也可能具有明確的性質³⁷。

第三，性質明確的消息，不必一定是完整的資訊。例如收購價格尚未確定，或同時與兩家公司洽談而尚未確定最後的目標公司等情形，

instruments or related derivative financial instruments.”. Article 1(1) of Directive 2003/124.

2. “For the purposes of applying point 1 of Article 1 of Directive 2003/6/EC, “information which, if it were made public, **would be likely to have a significant effect on the prices of financial instruments** or related derivative financial instruments” **shall mean information a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions.**”. Article 1(2) of Directive 2003/124.

相關討論，參閱 NIAMH MOLONEY, EU SECURITIES AND FINANCIAL MARKETS REGULATION 717-718, 720-721 (2014); EMILIOS E. AVGOULEAS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS 251-259 (2005); Klaus J. Hopt, *The European Insider Dealing Directive*, in: KLAUS J. HOPT & EDDY WYMEERSCH EDS., EUROPEAN INSIDER DEALING, LAW & PRACTICE 129, 134-135 (1991)。

³⁶ CESR/06-562b, para. 1.5.

³⁷ *Id.* para. 1.6.

亦可能為性質明確的消息³⁸。

第四，消息是否足夠具體並對金融商品的價格產生影響，其參考標準有二：（1）可以提供理性投資人在無風險或低風險下，做為投資決定的基礎。例如投資人知悉某家公司將成為公開收購的目標公司，因而消息公開後將使該公司股價上升等。（2）消息公開後可能立即為市場所利用，亦即市場參加人將以系爭消息做為投資決定的基礎³⁹。

二、歐盟法院 Daimler 案的判決

歐盟委員會行政命令（Directive 2003/124）所稱的情況（set of circumstances）或事件（event），具體內容為何？所謂合理期待行將發生，如何認定？這些問題，是決定一項消息是否具有明確性質的重要關鍵，歐盟法院（European Court of Justice, ECJ）在 *Markus Geltl v. Daimler AG* 案⁴⁰做出解釋。

德國 Daimler 公司（以下簡稱 D 公司）執行長 Schrempp（S 君）的任期到 2008 年屆滿，但他在 2005 年 4 月 6 日 D 公司股東會之後，思考提前離職。同年 5 月 17 日 S 君向 D 公司的監事會主席 Kopper（K 君）表達提早離職的計畫，並討論後續處理事宜。6 月 1 日到 7 月 27 日間，D 公司其他監察人也被告知此項消息。7 月 10 日起 D 公司

³⁸ *Id.* para. 1.7.

³⁹ *Id.* para. 1.8.

⁴⁰ Case C-19/11, *Geltl v. Daimler*, 2012. 本案相關討論，參閱 MARCO VENTORUZZO, *COMPARING INSIDER TRADING IN THE UNITED STATES AND IN THE EUROPEAN UNION: HISTORY AND RECENT DEVELOPMENTS*, MPILux Working Paper 5 (2014), at 24, available at www.mpi.lu; Edward Green & Olivia Schmid, *Duty-Free Insider Trading*, 2013 COLUM. BUS. L. REV. 369, 398-403 (2013)。

開始準備新聞稿及通知員工的信件。7月13日D公司發出通知，將於7月27日及28日分別舉行監事會主席委員會⁴¹（Presidential Committee of Supervisory Board, Aufsichtsratspräsidium）及監事會。會議通知並未載明更換執行長乙事。7月18日S君與K君討論後，同意將S君離職及由Zestche先生接任執行長的議案，提交27日及28日的會議討論。該項議案分別於7月27日17時及28日9時50分獲得監事會的委員會及監事會通過。D公司在28日的會議後約15分鐘公布此項消息。D公司股價隨即大幅上漲⁴²。

本案原告Geltl君及其他在消息公布前賣出股票的股東，主張S君離職之事，於監事會通過之前已經成立重大消息，D公司未及時公開，有延誤之嫌，乃訴請D公司損害賠償⁴³。

2009年4月，德國思圖嘉高等法院（Oberlandesgericht Stuttgart）判決認為，S君離職的消息，於7月28日監事會通過時確定，並於7月27日17時監事會的委員會決議時明確。至於決議之前的中間步驟（intermediate steps），包括S君與K君5月17日的討論，及7月18日同意將議案提交監事會議決等事項，都不能構成明確的內線消息⁴⁴。

⁴¹ 依德國股份公司法（Aktiengesetz）第107條第3項規定，監事會得成立委員會，協助監事會處理相關事務或監督決議的執行。監事會主席委員會及審計委員會均為實務上常見的委員會。

⁴² Case C-19/11, *Geltl v. Daimler*, 2012, para. 12-19.

⁴³ *Id.* para. 20.

⁴⁴ *Id.* para. 21. 德國金融監理總署2007年的行政命令，對於可能發生的認定，以發生機率超過50%到99%之間做為參考標準。見洪秀芬，德國證券交易法對「內線消息」規範之探討，月旦財經法雜誌，第二十五期，頁80（2011）；陳彥良，開發金併金鼎證案中內線交易相關問題探討－最高法院一〇四年度台上字第七二〇號刑事判決，月旦裁判時報，第四十三期，頁29（2010）。

德國聯邦最高法院 (Bundesgerichtshof) 受理上訴後，轉而向歐盟法院提出兩個問題：第一，「中間步驟」是否可能構成性質明確的重大消息？第二，何謂合理期待 (reasonable expectation)？是否適用「發生機率和影響程度」綜合判斷的測試標準 (probability-magnitude test)？在考量事件發生的可能性時，是否應將事件可能的影響程度一併考量，以決定消息的重大性⁴⁵？

關於第一個問題，歐盟法院認為，中間步驟也可能成為重大消息。2012 年 6 月 28 日 ECJ 的判決指出，歐盟委員會行政命令第 1 條第 1 項 (Article 1(1)) 所規定的「性質明確」，包括兩項要件，即可以合理期待特定情況或事件的發生，及情況或事件具體而足以影響金融商品的價格。因該行政命令對於何謂情況 (set of circumstances) 或事件 (event) 並未明文界定，應依其通常意義而為解釋。在程序冗長的情形，中間步驟本身應涵蓋於「情況」或「事件」的通常意涵之中⁴⁶。

就規範體系而言，MAD 第 6 條第 2 項 (Article 6(2)) 及委員會行政命令第 3 條第 1 項 (Article 3(1), Directive 2003/124) 有關公司遲延發布重大消息的規定，均以交易協商過程 (negotiations in course) 及簽訂草約 (尚待公司權責單位批准的契約) 做為例子，可見中間步驟本身即可構成性質明確的情況或事件⁴⁷。

⁴⁵ Case C-19/11, *Geltl v. Daimler*, 2012, para. 22-23.

⁴⁶ “Since terms ‘set of circumstances’ and ‘event’ are not defined in that directive, it is appropriate to look at their ordinary meaning.”. *Id.* para. 30.

“An intermediate step in a protracted process may in itself constitute a set of circumstances or an event in the meaning normally attributed to those terms.”. *Id.* para. 31.

⁴⁷ *Id.* para. 32.

從立法目的觀察，歐盟指令的制定，是以維護市場健全及提振投資信心為目的。而投資人的信心則建立在資訊平等及防止不當利用消息的基礎上，因此資訊必須及時而公平的揭露⁴⁸。如果將中間步驟排除在「情況」或「事件」的意涵之外，因而免除公司的揭露義務，使知悉消息的人利用其資訊優勢獲取利益，對不知消息的投資人造成損害，顯然違背立法目的⁴⁹。因此，所謂性質明確的消息，不僅指最後的結果（本案為更換執行長），尚應包括導致最後結果的中間步驟在內⁵⁰。

關於第二個問題，即合理期待的意涵，判決指出，歐盟會員國關於合理期待的規定所使用的文字並不一致，誠有統一解釋的必要。法院解釋時不應以特定單一國家的規定為準據，而應以整體規範的目的及體系做為解釋基礎⁵¹。判決認為某種情況或事件是否發生，應依個案事實判斷⁵²。為維護市場健全及提振投資信心的目的，**重大消息的認定，不應要求證明某種情況或事件的發生，具有高度的機率（high probability）**。如此限縮解釋，將使內部人得以利用消息獲取不當利益而損害市場健全及投資人信心⁵³。另一方面，為維護法律的明確安定（legal certainty），如依客觀事證難以相信某種情況或事件將會發生者，即非性質明確的消息⁵⁴。因此**所謂合理期待某種情況或事件發生，應指基於當時各項因素的綜合判斷，可以務實預期（realistic prospect）**

⁴⁸ *Id.* para. 33.

⁴⁹ *Id.* para. 36.

⁵⁰ *Id.* para. 40.

⁵¹ *Id.* para. 43.

⁵² *Id.* para. 45.

⁵³ *Id.* para. 47.

⁵⁴ *Id.* para. 48.

其發生的情形而言⁵⁵。

對於金融商品價格影響較大的情況或事件，是否可以降低其合理期待的判斷標準？英國政府主張，即使某件事情發生機率很低，但其相關消息仍可能對金融商品的價格產生重大影響。因此對於影響重大的消息，應降低其合理期待的判斷標準。但歐盟法院明白拒絕此項主張⁵⁶。判決認為「事件發生的可能性」與「事件對價格的影響程度」，是構成消息明確的兩項要件，而且各自獨立，並非相互依存（co-dependent）。價格影響程度的大小，與事情發生的可能性，應分別處理⁵⁷。因此即使影響重大的消息，其合理期待的判斷，仍應符合務實預期的標準⁵⁸。因此，**歐盟法院明白拒絕 Basic 案「發生機率和影響程度」綜合判斷的測試標準，在考量事件發生可能性之時，不應將事件可能的影響程度納入考量**⁵⁹。

從解釋方法觀察，關於「中間步驟」是否可以構成重大消息的問題，歐盟法院依 MAD 相關條文的文義、體系及立法目的等因素做綜合判斷，認為事件形成的中間步驟也可能是性質明確的消息。此一解釋的目的，是為防止內部人利用資訊優勢，買賣證券獲取利益，損害市場健全及投資信心。關於「合理期待」的意涵，歐盟法院亦以立法目的及規範體系為解釋基礎，力求兼顧法律的安定及提振投資信心的

⁵⁵ *Id.* para. 49.

⁵⁶ *Id.* para. 54.

⁵⁷ *Id.* para. 53.

⁵⁸ *Id.* para. 56.

⁵⁹ 相關討論，見 Hartmut Krause & Michael Brellocks, *Insider Trading and the Disclosure of Inside Information After Gelit v. Daimler – A Comparative Analysis of the ECJ Decision in the Gelit v. Daimler Case with a View to the Future European Market Abuse Regulation*, 8(3) C. M. L. J. 283, 283-299 (2013)。

目的。解釋方法上趨近法律實用主義。

關於「事件發生可能性」的判斷，是否應考量事件影響程度的問題，歐盟法院引用歐盟委員會的規定（Directive 2003/124），強調「發生可能性」與「影響程度」屬於各自獨立的兩項要件，應分別判斷，並須同時符合兩項要件時，才能構成性質明確的消息。此項解釋，將「低機率但高影響」的消息（例如併購案的初步協商），排除在規範範圍之外，可能使內部人增加利用資訊優勢獲取利益的機會。解釋方法上，偏重歐盟委員會的條文文義，表達文本解釋的特色。另一方面，法院如果採取實用主義的方法，以防止內部人不當利用資訊優勢的觀點，將「高影響、低機率」的消息納入規範，更能達成健全市場及維護投資信心的立法目的。

德國聯邦最高法院 2013 年 4 月 23 日依歐盟法院判決意旨，將思圖嘉高等法院的判決撤銷發回，指示確認相關事實，並指出本案更換 D 公司執行長的重大消息，於 2005 年 5 月 17 日 S 君（D 公司原執行長）向 D 公司監事會主 K 君表達辭職意向時，應已明確⁶⁰。

三、2014 年歐盟管理規則

2014 年歐盟禁止濫用市場管理規則（Market Abuse Regulation, 2014，簡稱 MAR 或歐盟管理規則）第 7 條第 1 項有關內線消息的定義，維持 2003 年歐盟指令的 4 項要件，即性質明確、尚未公開、直接

⁶⁰ BGH, II ZB7/09. 參閱 Freshfields Bruckhaus Deringer, *Global Market Abuse News Autumn 2013*, (Sept. 2013), at 5, <http://www.freshfields.com/uploaded/Files/SiteWide/Knowledge/Global%20Market%20Abuse.pdf>. (last visited May 31, 2016)。

或間接與金融商品相關，及可能重大影響金融商品的價格等⁶¹。

MAR 第 7 條第 2 項規定「性質明確」的意涵，係指某項情況或事件業已發生，或可合理期待行將發生，且該等情況可能對金融商品或相關之衍生性金融商品的價格產生影響⁶²。同條第 3 項規定，如某項情況的發生（或完成），必須經歷冗長的程序（protracted process）、中間進行的步驟（intermediate steps），如符合上開內線消息的要件，本身亦為內線消息。同條第 4 項規定，如理性投資人可能用以做為投資決定的基礎者，為可能重大影響金融商品價格之消息⁶³。

⁶¹ MAR §7(1)(a): “For the purposes of this Regulation, inside information shall comprise the following types of information:

(a) information of a precise nature, which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers or to one or more financial instruments, and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments.”.

⁶² MAR §7(2): “For the purposes of paragraph 1, information shall be deemed to be of a precise nature if it indicates a set of circumstances which exists or which may reasonably be expected to come into existence, or an event which has occurred or which may reasonably be expected to occur, where it is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices of the financial instruments or the related derivative financial instrument, the related spot commodity contracts, or the auctioned products based on the emission allowance. In this respect in the case of a protracted process that is intended to bring about, or that results in, particular circumstances or a particular event, those future circumstances or that future event, and also the intermediate steps of that process which are connected with bringing about or resulting in those future circumstances or that future event, may be deemed to be precise information.”.

⁶³ MAR §7(3): “An intermediate step in a protracted process shall be deemed to be inside information if, by itself, it satisfies the criteria of inside information as referred to in this Article.”.

MAR §7(4): “For the purpose of paragraph 1, information which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of financial instruments, derivative financial instruments, related spot commodity contracts,

上開定義，將 2003 年歐盟委員會（European Commission）的行政命令（Directive 2003/124）、歐盟證券管理機構委員會（CESR）的解釋令（guidance）及歐盟法院的判決意旨納入。

至於發生可能性的判斷標準，MAR 並未明定，應依 *Daimler* 案的「務實預期」標準加以認定。

肆、證券交易法基本規定與司法判決

一、基本規定

證券交易法有關「重大影響股票價格消息」的規定，並未就消息何時成立或明確的問題加以規範。2006 年 1 月 11 日證交法修正，明文授權主管機關訂定重大消息的範圍（第 157 條之 1 第 5 項、第 6 項）。修法理由指出：

「為將內線交易重大消息明確化，俾使司法機關於個案辦理時有所參考，並鑑於重大消息內容及其成立時點涉及刑事處罰之法律構成要件，如明定於本法，恐過於瑣碎且較僵化，同時難以因應未來市場之變化。故為即時檢討重大消息內容，以維持彈性，並符合市場管理需要，爰修正本項，授權主管機關訂定重大消息之範圍。……以符合『法律安定性』以及『預見可能性』之要求」。

2006 年 5 月 30 日主管機關依證交法的授權，訂定發布「證券交

or auctioned products based on emission allowances shall mean information a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his or her investment decision.”.

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」（以下簡稱重大消息辦法）。**有關重大消息成立的時點**，「重大消息辦法」第 5 條規定：「消息之成立時點，為事實發生日、協議日、簽約日、付款日、委託日、成交日、過戶日、審計委員會或董事會決議日或其他足資確定之日，以日期在前者為準」。主管機關的說明指出，「重大消息之發生與經過有許多時點，為求明確，明定其成立時點，以日期在前者為準。另本條對於重大消息之認定係參酌美國聯邦最高法院之判決，包含初步之合併協商（即協議日）亦可能為重大消息認定之時點」。本條規定頗具彈性，目的是為因應實務上的各種情況，以避免僵化。這裡所指的美國聯邦最高法院判決，係指 *TSC* 案及 *Basic* 案而言。最高法院認為主管機關此一「重大消息之界定，足供司法機關審理案件時之參考」（最高法院 96 年度台上字第 3099 號刑事判決；另最高法院 102 年度台上字第 3250 號刑事判決亦有相同意旨）。

2010 年 6 月 2 日，依立法委員提案，修正證交法第 157 條之 1，明定內部人實際知悉影響「股票價格」或「公司支付本息能力」的重大消息時，必須「在該消息明確後」，始有禁止內線交易的適用（第 1 項、第 2 項）；其修正理由謂：

「鑑於外界對於現行第一項有關『發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時』所規範重大消息之形成時點究竟係成立或確定，因法未明文，時有爭議，爰參酌 2003 年歐盟內線交易指令 article 1 對內線消息之定義『inside information shall mean information of a precise nature（性質明確）which has not been made public, ...』，爰於現行條文中第一項有關『發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在

該消息』之文字後增列『明確後』一詞，以求完備；至於具體案件中擔負舉證責任者，應舉證證明涉案之重大消息已達『性質明確』之程度，始該當此內線交易之構成要件」⁶⁴。

此項「消息明確」的增訂，法院認為是構成要件的限縮，屬刑法

⁶⁴ 這段理由出現在 2010 年 5 月 3 日立法院黨團協商結論的附表，但並未刊載於立法院公報或議案關係文書。立法院黨團協商的條文，則登載於立法院公報，第 99 卷第 31 期，頁 335-336、338-339（2010）。按 2008 年 11 月 26 日立法院財政委員會審查通過的第 157 條之 1 第 1 項前段修正草案的文字為：「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，在該消息確定、成立後……」，見立法院公報，第 97 卷第 75 期，頁 85、92、111-115（2008）。惟「確定、成立」的文字，並未獲立法院院會通過。

此外，2010 年 5 月 4 日證期局整理的「證券交易法部分條文修正總說明」（附件二），對於增訂「消息明確後」的理由，有如下的說明：一、「為使重大消息之定義更完備，爰參酌 2003 年歐盟『市場濫用指令』第 1 條對內線消息之定義『insider information shall mean information of a precise nature（性質明確）which has not been made public...』，於第一項『發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息』後增列『明確後』等字」。二、「前揭歐盟『市場濫用指令』所稱之 precise nature，在『第二部市場濫用指令之指導綱要及資訊』亦提出四項判斷標準包含：（一）有可靠且客觀存在之事證證明該資訊並非謠傳或臆測；（二）如該資訊涉及一段過程，過程中有不同階段，則每一過程或整個過程皆可被認為具有性質明確的資訊；（三）資訊不須包含『所有』相關資訊才能被視為明確；（四）資訊是否具體到足以影響價格，應考慮下列二種情形：一是該資訊足使理性投資人於無風險多風險下（按應為『無風險或低風險下』）做出投資決策，一是該資訊很可能馬上被運用於市場交易上，可供作日後我國實務運作之參考」。此一說明亦未登載於立法院公報或議案關係文書。

證期局上開說明源自歐盟證券管理機構（The Committee of European Securities Regulators, CESR）的解釋令（second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, July 12, 2007，以下簡稱 CESR 解釋令）。相關討論，參閱劉連煜，前揭註 1，頁 315-320；張益輔等，內線交易案件有關重大消息成立時點之探討（上），證交資料，第五六一期，頁 6-7、54-55（2009）。

第 2 條第 1 項所規定的行為後法律有變更之情形⁶⁵。惟立法院修法之後，金管會 2010 年 12 月 22 日修正重大消息辦法第 5 條，將「其他足資確定之日」的文字，修正為「其他依具體事證可得明確之日」，並在修正說明強調：「按所謂重大消息應係以消息對投資人買賣證券之影響程度著眼，衡量其發生之機率及對投資人投資決定可能產生的影響做綜合判斷，而不以該消息確定為必要，爰將『其他足資確定之日』修正為『其他依具體事證可得明確之日』，以避免外界錯誤解讀重大消息須確定始為成立」。此一說明所提及的「發生機率與投資影響」的判斷標準，明顯脫胎於聯邦最高法院 *Basic* 案有關消息重大性的判決⁶⁶。依據此一說明，並考量證交法第 157 條之 1 的立法目的，如系爭交易形成至某一階段，已達到對「正當投資人之投資決定有重要影響」的程度，重大消息即屬明確。此一認定原則，並未因上開文字之修正而有變更。

二、司法判決的判斷標準

實務上，不論在「消息明確」的文字增訂之前，例如訊碟案（最高法院 94 年度台上字第 1433 號刑事判決）、力特案（最高法院 98 年

⁶⁵ 見最高法院 101 年度台上字第 4243 號、101 年度台上字第 1639 號、101 年度台上字第 470 號、100 年度台上字第 7306 號及 100 年度台上字第 2565 號等刑事判決。

⁶⁶ 參閱劉連煜，新證券交易法案例研習，頁 551-561，元照出版有限公司，增訂十三版（2015）；曾宛如，新修正證券交易法－資訊揭露、公司治理與內線交易之改革，台灣法學雜誌，第一五五期，頁 25-27（2010）；許雅華，內線交易重大影響股票價格消息之認定，證券暨期貨月刊，第三十三卷第八期，頁 23-29（2015）；陳月秀，公開收購前的內線交易重大消息之認定時點，萬國法律，第一五八期，頁 2-16（2008）。

度台上字第 7898 號刑事判決)等,或增訂之後的諸多判決(詳後),最高法院有關消息明確的認定標準並無顯著差別。判決所表達的標準,主要包括:

(一)「重大消息所指內涵於一定期間內必然發生之情形已經明確」(最高法院 102 年度台上字第 4868 號及 99 年度台上字第 3770 號等刑事判決);或

(二)「在某特定時間內必成為事實之重大影響股票價格之消息」(最高法院 94 年度台上字第 1433 號、98 年度台上字第 7898 號、102 年度台上字第 3250 號及 104 年度台上字第 78 號等刑事判決);或

(三)「在某特定期間內相當可能成為事實之資訊或訊息」(最高法院 99 年度台上字第 2015 號民事判決)。

(四)有判決在上開文字之後,加上「並不限於(內部人)獲悉時該消息已確定成立或為確定事實為必要」(最高法院 94 年度台上字第 1433 號、98 年度台上字第 7898 號、100 年度台上字第 3800 號、100 年度台上字第 1449 號及 102 年度台上字第 1420 號等刑事判決)。

上開判決的文字雖有差異,惟均以事情發生的機率做為判斷標準,並以「必定成為事實」做為認定基礎。綜合而言,所謂「於一定期間內必然發生,或必定成為事實」的判斷,法院大體上依循兩條主軸:

(一)「**影響投資判斷**」標準:以交易進展的情形觀察,如已達重大影響投資人判斷的程度,認定消息業已明確或成立。

(二)「**交易必然發生**」標準:依事實發展的情形,判斷重大消息所指的內涵,於一定期間內必然發生,據以認定消息明確性。

基於這兩條主軸，法院認定上有早期、中期、晚期三種標準。

1. **早期標準**：系爭交易的發展，雖然尚未達到確定可以成為事實的階段，但已足以對投資人的投資決定產生重大影響時，法院認為消息已告明確。

2. **中期標準**：對於系爭交易的重要條件，例如公開收購價格或換股比例等，雙方達成共識時，消息成立或明確。

3. **晚期標準**：雙方必須對系爭交易的價格及其他具體重要事項均已達成共識，確保系爭交易能夠完成時，消息才算明確。

早期標準實質上以系爭消息是否影響投資人的決定為基準，與2010年證交法修正理由、主管機關的說明及美國聯邦最高法院 *Basic* 案的意旨較為符合。晚期標準則以系爭交易必然發生為基礎，必須交易進行到確定能順利完成時，消息才告明確。中期標準仍以「交易必然發生」為基礎，但對於「交易必然發生」的判斷，採取比晚期標準較為寬鬆的基準，例如雙方對系爭交易的價格達成協議時，即認定交易必然發生，因而消息明確。中期及晚期標準與 *Basic* 案的判決意旨及歐盟管理規則的規定，均有明顯不同。**實務上頗多採取中期標準的案例，儼然成為最高法院的主流見解。**茲將實務案例做一說明。

三、合併、公開收購及策略聯盟⁶⁷

(一) 早期標準

1. 品佳公司與世平公司整併案

地方法院採早期標準，在雙方尚未就價格及架構達成共識時，即認定消息已經成立。高院改採晚期標準，認為必須「已達於確定交易之履行必然性」時，消息才算明確。但最高法院同意地院的早期標準。

2004年10月起，兩家公司開始協商產業整合，擴大營運規模。2005年1月21日品佳接到經濟部回函，確認「得以數家上市公司同時以100%股份轉換方式新設投資控股公司」。2005年2月15日雙方協商代表決定「依企業併購法收購規定，共同以股份轉換方式，新設控股公司收購持股整合，並各自成立專案小組進行實地查核，委由會計師、專家提出評估、分析報告」。2月18日簽署保密協議書，2月21日雙方代表討論換股比例之評價機制。3月21日至同年月25日間，雙方代表協商確定換股比例及相關條件後，決定各自召開董事會討論共同以股份轉換方式，新設控股公司。2005年3月27日，兩家公司同時召開董事會，經決議通過後，於同日下午4時許，在公開資訊觀測站公告。

胡某為品佳公司總經理，於2005年2月15日前某日，獲悉上開

⁶⁷ 相關討論，參閱賴英照，最新證券交易法解析（簡明版），頁227-229，自版，三版（2016）。論者指出，檢調偵辦的內線交易案件中，公開收購及合併案所占比率超過二成。見張益輔，內線交易之實務案例探討：以企業併購為核心，證交資料，第六一四期，頁25、27（2013）。

重大消息，自同年 2 月 16 日起至 3 月 24 日止，買入品佳公司股票 331 萬 1 千股。

表一：品佳、世平案

序號	時間	事實
1	2004 年 10 月起	品佳與世平協商產業整合。
2	2005 年 1 月 21 日	品佳收到經濟部回函，確認數家公司得以 100% 股份轉換方式，新設投資控股公司。
3	2005 年 2 月 15 日	雙方協商人員決定，依企業併購法以股份轉換方式，新設控股公司，並規劃進行實地查核及委請會計師提出評估報告。（法院認定消息明確）
4	2005 年 2 月 21 日	雙方代表討論換股比例之評價機制。
5	2005 年 3 月 25 日	雙方代表確定換股比例及相關條件，決定設立控股公司。
6	2005 年 3 月 27 日上午	兩家公司董事會決議通過；同日下午消息公開。
7	2005 年 2 月 16 日至 3 月 24 日	品佳總經理胡某買入品佳公司股票。

資料來源：（作者依本案判決整理）

被告胡某抗辯「品佳公司與世平公司合併之重大消息，應於94年3月27日品佳公司召開董事會並通過決議後始確定成立」，他買入股票時消息尚未成立，不應構成內線交易。但地院判決認為，內線交易的構成，「並不以重大消息成立為要件。蓋任何重大消息形成過程不一，如以消息是否確定成立為違反上開規定之要件，恐過於僵化，且易為人為操縱規避」；「重大消息，應依個案具體事實決定，以消息確定發生之機率及其發生在公司整體活動中的影響程度，綜合判斷是否為上開規定之重大消息，而非單純以尚未完成特定程序，遽以否認其為重大消息之性質。……對公司產生重大影響但發生機率低的情形，亦有可能成立重大消息」。本案系爭消息「於94年2月15日之初步磋商階段，因尚未能確定換股比例及相關條件而認其……仍有破局的可能，惟參酌……合併案，對於品佳公司之發展及股價可能產生的重大影響，足認已屬……重大消息，而非待其後二家公司於94年3月27日召開董事會決議通過後，始謂確定成立」，因而判決胡某成立內線交易罪（士林地院96年度訴字第1135號刑事判決）。

高院撤銷地院判決，改採中期標準，對於以「發生機率」及「影響程度」做為判斷標準表示質疑，並認為2月15日雙方討論換股比例的評價機制時，「是否已達『最早能具體認定該交易之對象及交易內容（包括標的、買賣金額）及確實交易之履行必然性』，實堪生疑，蓋或交易對象尚未確定，或交易內容尚未確定，或其是否能確實履行交易之必要性尚待商榷；故其合併是否能成功，在雙方之換股比例未確定前，似仍有太多之變數，亦即是否已達於確實交易之履行必然性，均有疑義」。雙方於2月15日的討論，「因其內容僅係『決定』收購及股份轉換方式，並『決定』各自成立專案作業小組進行實質查核，

以及各自委任會計師、專家『評估』、『分析』，故雙方離正式決定『合併』，尚有一段距離」，因此重大消息尚未成立，胡某不成立犯罪（台灣高等法院 97 年度上訴字第 3834 號刑事判決）。

最高法院撤銷高院判決並採早期標準。判決指出：

（1）「所謂『獲悉』發行股票公司有重大影響股票價格之消息，係指獲悉在某特定時間內必成為事實之重大影響股票價格之消息而言，並不限於獲悉時該消息已確定成立或為確定事實為必要。易言之，認定行為人是否獲悉發行股票公司內部消息，應就相關事實之整體及結果以作觀察，不應僅機械性地固執於某特定且具體確定之事實發生時點而已」。

（2）「倘就客觀上觀察，重大消息所指內涵於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，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」。

（3）「品佳公司與世平公司共同以股份轉換方式新設大聯大公司之消息，係品佳公司與世平公司兩家股票上市公司，依企業併購法收購規定，共同以股份轉換方式，新設控股公司收購持股整合，擴大營運規模，以增強全球市場競爭力，事涉兩家股票上市公司業務營運之合併、收購等重大事項」。

（4）兩家公司於 2004 年 10 月間，「不但已完成初步磋商階段」，且 2005 年 1 月 21 日又已獲得經濟部確認得以控股方式設立控股公

司，「將初期預估法令上之困難排除」。「雙方代表協商人員於九十四年二月十五日，乃決定依企業併購法收購規定，共同以股份轉換方式，新設控股公司收購持股整合，並各自成立專案作業小組進行實質查核，委由會計師、專家提出評估、分析報告等後續商談的細節及程序。因此，九十四年二月十五日似為最早能確認品佳公司與世平公司合組意願（即交易對象確定），且以控股方式合組（即交易內容確定），並安排後續商談的細節及程序（即確實交易履行之必然性），此等有關交易對象、交易內容之確定及確實履行之必然性的事實，實質已有可能改變投資人對原股票投資價格之判斷，似可認定為『重大影響其股票價格之消息』最早成立之時點。原判決徒以此日離雙方正式決定『合併』，尚有一段距離，認尚未達於『重大影響其股票價格之消息』之程度……，自有可議」（最高法院 100 年度台上字第 3800 號刑事判決）。

台灣高等法院更一審依最高法院上開判決，認定 2005 年 2 月 15 日為系爭重大消息成立的時點，被告成立內線交易罪（台灣高等法院 100 年度金上更（一）字第 7 號刑事判決）。最高法院予以維持，判決確定（最高法院 101 年度台上字第 4351 號刑事判決）⁶⁸。

本件地院及最高法院判決雖未指明 *Basic* 案的判決，但地院引用「發生機率」及「影響程度」的標準，而最高法院雖仍使用「在某特定時間內必成為事實」的文字，做為判斷消息明確的基準，但實際上是以雙方 2 月 15 日的討論內容，「實質已有可能改變投資人對原股票

⁶⁸ 本案相關討論，參閱張益輔等，內線交易案件有關重大消息成立時點之探討（下），證交資料，第五六三期，頁 68-71（2009）；洪秀芬，內線交易之重大消息判斷—板橋地方法院九五年金訴字第二號刑事判決之簡評，台灣法學雜誌，第一一〇期，頁 182-190（2008）。

投資價格之判斷」為基準，顯示其認定標準，均脫胎於聯邦最高法院 *Basic* 案的意旨。此一解釋的方法，較重視防制內線交易的立法目的及健全市場的結果考量。相對而言，高院判決則以「合併是否能成功」，亦即交易發生的高度機率做為判斷基準，與 *Basic* 案的意旨明顯不同，對「消息明確」的文字採嚴格文義解釋，對於防制內線交易可能產生的疏漏，並未詳細考量。

2. 德宏與大強森換股案

大強森公司生產玻纖紗產品，供應德宏公司作為製造玻纖布原料。德宏公司為尋求穩定及長期的原料供應來源，曾於 2005 年間以發行新股方式，交換瑞助公司對於大強森公司的持股，以取得大強森公司 18% 之股權。

2006 年間德宏公司有意取得大強森公司的實質控制權，董事長劉某乃指派財務部協理林甲，與大強森公司董事長林某指派的財務部協理林乙洽談。2006 年 2 月 23 日雙方初步以交換股權作為合作方向，並做成以下協議：（1）初期作業：由德宏公司選任會計師進行實地查核及安排主辦證券商，並於近日內簽訂「合作意向書」。（2）換股比例：第 1 階段討論換股比例為 1：1.8 股，第 2 階段討論換股比例為 1：1.85 股。（3）董監席次規劃：（方案 1）未來德宏公司維持目前 7 名董事，3 名監察人，而龍邦公司的關係企業則取得 1 名董事、1 名監察人。（方案 2）德宏公司擴充為 9 名董事、3 名監察人，而龍邦公司關係企業則取得 2 名董事、1 名監察人。（4）公司組織、人事安排及人員年資問題，未來再做討論。（5）經雙方出席人員確認無誤後，各自呈報董事長裁示。

德宏公司隨即於 2006 年 3 月 7 日與大強森公司成立「專案執行

小組」，並要求相關人員簽立保密契約，承諾於本案正式對外公布前，不得洩漏任何相關訊息。兩家公司董事長劉某、林某於同年3月14日簽訂「合作意向書」，並於2006年5月12日經德宏公司與大強森公司、龍邦公司董事會決議通過換股案；同日在公開資訊觀測站公告此一消息。被告甲為大強森公司董事，於2006年5月8日以其配偶名義買入德宏上櫃股票。

台中地院及台中高分院均採早期標準，認定「本件德宏公司與大強森公司換股之重大消息，其初步之磋商為95年2月23日……，其重大消息自應認定為95年2月23日」成立（台中地院96年度金重訴字第3586號及台中高分院98年度金上訴字第1358號等刑事判決，本案未提上訴，判決確定）。

本案雙方代表的協商，雖已就合併重要內容達成初步共識，但尚待呈報董事長裁示及後續作業。法院認定此時消息已經明確，係著眼於此項消息如經公開，已足以對投資產生重要影響。判決並非以合併案必定成為事實，做為消息明確的前提⁶⁹。

整體而言，品佳案及德宏案的早期判斷標準，仍屬少數。許多判決以雙方對收購價格或換股比率達成共識的中期標準，做為消息明確或成立的時點。

（二）中期標準

1. 買賣晶圓廠，成立策略聯盟：力晶、旺宏案

力晶公司有意購買旺宏公司晶圓三廠，並成立策略聯盟。力晶董

⁶⁹ 相關討論，參閱張益輔，前揭註67，頁32。

事長黃某於 2005 年 8、9 月間授權副董事長蔡某處理，旺宏董事長吳某則指派副總經理盧某代表洽談。雙方團隊隨即進行洽談。同年 10 月中旬力晶專案小組到旺宏進行實地查核 (due diligence)。10 月底力晶董事長黃某裁示在 50 億元範圍內與旺宏洽談購廠事宜。11 月 10 日起，雙方開始議價。11 月底，旺宏開始規劃晶圓三廠淨空作業，並將機台遷回二廠。同時間，力晶則規劃接管及廠房改建事宜，並編製購廠預算。雙方於同年 12 月 22 日力晶召開會議，決議以 53 億元購買晶圓三廠，並準備後續董事會召開事宜。2006 年 1 月 18 日力晶與旺宏同日召開董事會，決議買賣晶圓三廠及成立策略聯盟，兩家公司並分別於同日下午 3 時許在公開資訊觀測站公告此一訊息。力晶董事長自 2005 年 11 月 28 日起至次年 1 月 16 日間，透過數家轉投資公司買入旺宏公司股票 1 億 2,598 萬 7 千股。

表二：力晶、旺宏案

序號	時間	事實
1	2005 年 8 月 25 日	旺宏公司董事長吳某指派副總經理盧某，與力晶董事長黃某指派之副董事長蔡某，洽談購廠事宜。
2	2005 年 8 月 26 日	旺宏公司吳某、盧某及王某召開內部會議，討論出售晶圓三廠事宜。同日力晶公司蔡某、陳某拜訪旺宏公司盧某及王某，並參觀晶圓三廠，討論購廠事宜。
3	2005 年 9 月 26 日	旺宏盧某與力晶蔡某見面，討論晶圓三廠出售或租用事宜。

4	2005 年 9 月 30 日	力晶專案小組針對購買晶圓三廠案，對黃某做先期評估報告。
5	2005 年 10 月 11 日至 14 日	力晶公司專案小組到旺宏公司進行實地查核（due diligence）。
6	2005 年 10 月底	力晶公司董事長黃某與蔡某、謝某討論後，對於旺宏公司賣廠之附帶條件（委託開發、代工服務等），原則上同意，黃某指示蔡某在 50 億元之價格內，與旺宏公司繼續洽談購廠事宜。
7	2005 年 11 月 10 日	旺宏公司盧某、王某與力晶公司蔡某、朱某等人開會討論晶圓三廠交易事宜，及共同（委託）開發、代工服務之可能性，並在此原則下開始購廠案之議價。
8	2005 年 11 月底	旺宏公司開始規劃晶圓三廠淨空作業，將晶圓三廠機台搬回二廠。（消息明確 I）
9	2005 年 11 月底至 12 月間	旺宏與力晶專案團隊就價格部分繼續協議。力晶開始規劃後續之接管、廠房改建、移機等作業，並編列購買旺宏晶圓三廠之投資預算。
10	2005 年 12 月間	董事長黃某參訪旺宏公司晶圓三廠。

11	2005 年 12 月 13 日	力晶公司內部召開副總裁會議，朱某報告接收晶圓三廠預計時程及代辦事項。
12	2005 年 12 月 16 日 及 2005 年 12 月 22 日	力晶公司蔡副董事長與旺宏盧副總經理等人於 2005 年 12 月 16 日開會，決議廠房以 48 億元買斷成交。 2005 年 12 月 22 日蔡副董事長與旺宏盧副總經理等人再次開會，決議廠房以 53 億元買斷成交，並準備後續董事會召開等事宜。（消息明確 II）
13	2006 年 1 月 15 日、 16 日	雙方就買賣晶圓三廠、委託開發及代工服務等事項均達成協議。（消息明確 III）
14	2005 年 11 月 28 日 至 2006 年 1 月 16 日	董事長黃某(被告)透過特定投資公司買入旺宏股票 1 億 2 千餘萬股。
15	2006 年 1 月 18 日	旺宏公司與力晶公司簽訂備忘錄（MOU），分別召開董事會通過晶圓三廠交易案及成立策略聯盟。同日下午 3 時許，兩家公司分別在公開資訊觀測站公告此一消息。（消息明確 IV）

資料來源：（作者依本案判決整理）

本案各審判決均認為被告力晶董事長黃某為第 157 條之 1 第 1 項第 3 款「基於職業關係獲悉消息之人」，惟有關消息明確的時點，則

有不同的認定標準⁷⁰。

(1) 新竹地院認為晶圓三廠買賣、委託開發及代工服務等消息，均非影響旺宏股價的重大消息；且重大消息必須雙方對交易各項內容均達共識時，消息才算成立。力晶與旺宏 2005 年 12 月 22 日的會議，僅就晶圓三廠的買賣價格達成共識，但「旺宏公司尚以『委託開發』及『代工服務』為附加條件，本件買賣是否能成立」，尚未確定，消息仍未明確。關於委託開發、代工服務及違約賠償等條款，「則於 2006 年 1 月 15 日、16 日許始達成共識」。雙方嗣於同年 1 月 18 日召開董事會簽訂合作備忘錄，並在公開資訊觀測站公告此一訊息。地方法院認定「就『晶圓三廠買賣』、『委託開發』、『代工服務』交易內容一體觀察」，系爭消息係於 2006 年「1 月 15 日、16 日許成立」。系爭消息既非重大消息，且被告買賣股票時間亦在消息成立之前，因而判決被告不成立內線交易罪（新竹地方法院 97 年度矚訴字第 2 號刑事判決）。在消息成立的認定上，地院係採晚期標準。

(2) 台灣高等法院採中期標準，認定買賣晶圓廠及策略聯盟的消息為影響旺宏股價的重大消息，且 2005 年 12 月 22 日雙方達成以 53 億元成交的協議時，消息已告成立。高院判決指出：

(A) 「以公司購置廠房案之成立，通常需經歷包括初步磋商、初步共識、實地查核、價格磋商、條件協議、簽訂契約、董事會決議等階段，於有多種時點存在時，為促進資訊取得平等，以維護市場交易之公平，應以消息最早成立之時點為準。故認定重大影響消

⁷⁰ 本案相關討論，參閱賴源河、郭土木，論企業併購案涉及內線交易之重大消息何時明確－最高法院一〇四年台上字第七八號刑事判決評釋，月旦法學雜誌，第二四四期，頁 186-193（2015）。

息發生之時點及內部人何時實際知悉此消息，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」。

(B)「倘就客觀上觀察，重大消息所指內涵於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，自不能以公司購置廠房案尚有其他附加查核程序，或董事會、股東會尚未依法定程序為認可決議，即謂該消息尚不具體明確，或事實尚未發生，致使內部人可以蓄意拖延應進行之法定程序先行買賣股票，導致資訊流通受影響，阻礙證券市場公平競爭」。

(C)「力晶公司有需要廠房以供產能運用之迫切性，而旺宏公司則有盡快處理廠房以避免每年高額之折舊負擔，及償還銀行貸款之需求，二家公司對於出售晶圓三廠案均樂觀其成，雙方經初步共識、實地查核後，旺宏公司已著手晶圓三廠淨空作業，而力晶公司則規劃後續之接管、廠房改建、移機等作業，並編置購買旺宏公司三廠之投資預算，嗣於 94 年 12 月 22 日正式會議中，雙方公司就價格及條件協議均已達成共識，並製成正式會議紀錄以茲備查，此後則進入研擬 MOU 內容及董事會召開事宜，則就該購廠案之前揭洽談、協商、會議召開經過及結果等客觀情形綜合觀察，應認為購廠案所指內涵，於嗣後一定期間必然發生之情形已經明確」。

(D)「雙方公司接續進行安排董事會議、簽訂契約，及於證交所公開資訊觀測站為前揭公告等作為，均係前揭重大消息具體明確後，所接續進行之相關法定程序，不影響前揭重大消息業已具體明確之判斷」。被告於 2005 年 12 月 23 日至 2006 年 1 月 16 日

間，重大消息成立後公開前買入旺宏股票，成立內線交易罪（台灣高等法院 99 年度重上訴字第 33 號刑事判決）。

(3) 最高法院傾向早期標準，認為本案重大消息應於 2005 年 11 月底旺宏開始規劃晶圓三廠淨空作業時成立，比高院認定的時間點（2005 年 12 月 22 日）更早，因而撤銷高院判決。最高法院引述主管機關發布的「重大消息及公開辦法」第 5 條關於消息成立時點的規定，指出：

(A) 「本條對於重大消息之認定係參酌美國聯邦最高法院之判決，包含初步之磋商(即協議日)亦可能為重大消息認定之時點。是以，在雙方初步磋商過程中，若已針對重要之點達成協議，意謂雙方已對契約內容達成共識，則其後續之簽訂契約及經董事會決議之過程，僅係逐步完成契約所示條款之程序，仍難謂達成協議之時非重大消息之成立時點」。

(B) 「旺宏公司自九十四年十一月底起(約自九十四年十一月二十八日起)，旺宏公司開始規劃晶圓三廠淨空作業，將晶圓三廠機台搬回二廠。至此，就旺宏公司而言，處分該十二吋晶圓廠似已屬確定。蓋雙方已針對重要之點達成協議，意謂雙方已對契約內容達成共識，則其後續之簽訂契約及經董事會決議之過程，僅係逐步完成契約所示條款之程序，仍難謂達成協議之時非重大消息之成立時點。則原判決認定本件迄九十四年十二月二十二日始為重大影響其股票價格之消息最早成立之時點，是否無訛？即非無研求之餘地」（最高法院 102 年度台上字第 1672 號刑事判決）。

(4) 台灣高等法院更一審判決雖確認系爭消息屬影響旺宏股價的重大消息，但採晚期標準，以交易必然成為事實的高度機率為基礎，認為該項消息於 2006 年 1 月 18 日力晶及旺宏公司董事會通過時才成立。被告買入旺宏股票時(2005 年 11 月 28 日至 2006 年 1 月 16 日)，消息尚未成立，改判被告無罪，與最高法院撤銷發回的意旨明顯相左。高院更一審判決認為：

(A) 「重大消息之發生與經過通常有許多時點，是以，在契約成立之情形，通常須歷經數個階段，包括初步磋商、達成協議、簽訂契約、董事會決議等，在雙方初步磋商過程中，因屬意見交換，若未達成共識，固難認已有契約之雛形，又如雙方雖已針對重要之點達成協議，苟未有後續之簽訂契約及經董事會決議之過程，仍難認已有效成立契約，而屬重大之消息，尤其在簽訂契約及經董事會決議前，仍存有諸多變數，是有關重大明確之消息之認定時點理應綜觀全部契約之流程加以整體判斷，而不能專以已完成契約簽訂後來作事後觀察而認定磋商過程中某一時點，或達成協議時，即為重大明確之消息時點，蓋雖經磋商及達成協議，如未進一步簽訂契約及董事會通過，仍難謂消息已達明確，自難謂達成協議之時即為重大消息之成立時點，準此，重大之消息之成立時點應以契約簽訂時及董事會通過為據，始符合法律明確性原則」。

(B) 「本件交易案歷程，除購廠外，旺宏公司並要求以委託開發、代工服務為廠房交易之附帶條件，乃經過多次談判而達成共識，尤其購廠價格直至 94 年 12 月 22 日始議定為 53 億元，但仍屬雙方磋商過程，充其量僅係雙方達成共識而非已定案，仍須雙方正

式簽約及各自之董事會通過，始能認定該交易案之重大消息已明確，而合於證券交易法第 157 條之 1 之法定明確性要件，苟若該交易案雖達成購廠協議，但嗣後並未完成簽約手續，或未經董事會通過，則該達成協議是否仍可認定為重大消息，即有疑義，參以力晶公司與旺宏公司雖已達成購廠協議之時，但並未以重大訊息即時對外公告週知，而係於 95 年 1 月 18 日旺宏公司與力晶公司簽訂本案備忘錄（MOU），並於同一天召開董事會分別通過上開議案，始於同日下午股市收盤後 3 時 17 分起分別將該等消息輸入公開資訊站之重大訊息公告周知，益可見該重大消息此時始趨於明確，故本案重大影響其股票價格消息之成立時點應為 95 年 1 月 18 日」（台灣高等法院 102 年度重金上更（一）字第 4 號刑事判決）。檢察官不服高院更一審判決，提起上訴。

（5）最高法院不同意高院更一審判決，認為系爭消息成立的時點為 2005 年 12 月 22 日，與高院原審所採的中期標準相同。但礙於程序理由駁回檢察官上訴，被告無罪確定。最高法院判決指出：

（A）主管機關有關消息成立時點之規定，「係採取『多元時點、日期在前』之認定方式，其意旨無非在闡明同一程序之不同時間，均有可能為重大消息成立之時點，亦即強調消息成立之相對性。又其訂定理由既明示係參酌美國聯邦最高法院判決，並認為初步之合併磋商（即協議日）亦可為重大消息認定之時點，則依照美國聯邦最高法院兩件案例 *TSC* 案與 *Basic* 案所建立之判斷基準：①、若某一事件對公司影響，係屬『確定而清楚』，此際應適用 *TSC* 案界定『重大性』之判斷基準（即『理性的股東極可能

認為是影響投資決定的重要因素』，或『一項消息如單獨考量未能產生重大影響，但如連同其他可獲得的資訊綜合判斷，可能影響理性投資人的決定時，亦符合重大性質之要件』)。②、若某一事件本身屬於『或許會，或許不會發生』或『尚未確定發生，僅是推測性』之性質，則應適用 *Basic* 案所採用之『機率和影響程度』判斷基準。一般而言，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之事件才成為事實，其發展及經過情形因具體個案不同而異。故於**有多種時點存在時，認定重大消息成立之時點，自應參酌上揭基準，綜合相關事件之發生經過及其結果，為客觀上之整體觀察，以判斷何者係『某特定時間內必成為事實』，資為該消息是否已然明確重大（成立）之時點。**前揭管理辦法，旨在界定重大消息之成立時點，以符合『法律安定性』以及『預見可能性』之要求，作為司法機關於具體個案裁判之參考，故尚在審理中之案件，均有其適用」⁷¹。

(B)「鑒於企業併購案之進行必須經歷一連串處理程序，**參考前述美國實務案例之必要之合致協議原則，並考量明確性與重大性之需要，對於企業併購流程中其重大訊息明確點之認定，宜以實地查核進行後，針對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之時點**⁷²。是以，本案交易案，

⁷¹ 最高法院 102 年度台上字第 3250 號刑事判決（東森國際案）亦使用類似的文字。有關企業併購消息明確時點之一般討論，見賴源河、郭土木，企業併購資訊與內線交易重大消息明確點認定之探討，中正財經法學，第四期，頁 35-39（2012）。

⁷² 有學者認同本件判決的意旨，見賴源河、郭土木，前揭註 70，頁 193。

至遲應以第十二個時點『九十四年十二月中，力○公司（編按：即力晶公司）與旺宏公司持續就價格部分協議，於九十四年十二月十六日召開會議（決議內容：廠房以新台幣《下同》四十八億元買斷成交，另開始擬具 MOU 及準備後續董事會召開事宜等）、再於九十四年十二月二十二日召開會議以五十三億元成交（決議內容：廠房以五十三億元買斷成交，並準備後續董事會召開事宜等），確立旺宏公司與力○公司買賣十二吋晶圓三廠之目標』，即九十四年十二月二十二日價格洽定時為其重大消息明確之時點。原判決未綜合系爭事件之發生經過及其結果，為客觀上之整體觀察，徒以力○公司與旺宏公司雖已達成購廠協議之時，但並未以重大訊息即時對外公告週知為由，遽為被告有利之認定，雖不無判決適用法則不當之違背法令，惟因囿於刑事妥速審判法第九條第二項之除外規定，從而檢察官上訴意旨援引本院上開判例，指摘原判決採證違背經驗法則，揆之說明，即非適法之第三審上訴理由」（最高法院 104 年度台上字第 78 號刑事判決）⁷³。

本案各審判決顯示，關於重大消息何時成立的認定，見解相當分歧。有判決認為雙方董事會通過買賣晶圓三場及策略聯盟的議案時，消息才臻明確（2006 年 1 月 18 日，地院及高院更（一）審）。有認為於旺宏公司開始將晶圓三廠設備撤回二廠時，消息已經明確（2005 年 11 月 28 日，最高法院）。二者之間，尚有認為實地查核後，兩家

⁷³ 依刑事妥速審判法第 9 條規定，在「第二審法院維持第一審所為無罪判決」的案件，提起上訴的理由，限於「判決所適用之法令牴觸憲法」，或「判決違背司法院解釋」，或「判決違背判例」等情形。本案地院一審判決被告無罪，高院更一審維持地院無罪判決，因此檢察官上訴的理由，應受刑事妥速審判法第 9 條的限制。最高法院認為上訴不合第 9 條的要件，據此駁回上訴。

公司就併購價格及架構達成共識時，消息明確（2005年12月22日，高院原審及最高法院終局判決）。不同的認定標準，左右被告是否有罪的結果。這種情形，彰顯法院對消息明確的認定差異頗大，對於成文法的解釋，法官仍有寬廣的造法空間。

比較而言，高院更一審認為重大消息「應以契約簽訂時及董事會通過」為成立時點，採取比「明確判斷基準」（bright line test）更為僵化的標準，與 *Basic* 案差異甚大。最高法院終局判決引述 *TSC* 案和 *Basic* 案的意旨，但結論是併購案「宜以實地查核後，針對併購價格及主要併購契約架構完成」做為消息明確的時點。這是聯邦最高法院在 *Basic* 案明白拒絕的標準。*Basic* 案係以併購協商的進行，是否足以對投資人產生影響著眼，屬於早期標準。而最高法院的判決則以協商進行到哪一個階段，才能確定併購交易可以順利完成，做為基準，屬於中期或晚期標準。兩者有顯著的差異。

2. 捷普併購綠點案

美商捷普公司有意藉台灣捷普公司併購綠點公司。2005年10月雙方建立溝通管道，雖有合作意願，但無共識。2006年6月再度討論合作事宜，同年8月25日捷普提出初步意向書（Jabil Intitial Indication of Interest for Taiwan Green Point），綠點經內部會議討論後，於8月30日做出回應。9月3日捷普提出修正版意向書，9月6日綠點董事會決議簽屬意向書，以每股94元至110元將股票賣給捷普。雙方於9月12日依此內容簽屬意向書（Letter of Intent）。10月2日捷普進行實地查核，11月8日雙方同意收購價格為每股109元，簽署股權買賣協議書（Shareholder Purchase Agreement），11月16日與11月22日捷普董事會及綠點董事會先後通過收購案。公開收購的消息，於2006

年 11 月 22 日公開。被告綠點董事長柯某指示其控制的數家創投公司，於 2006 年 9 月 13 日至同年 10 月 30 日間，大量買進綠點公司股票⁷⁴。

表三：捷普併購綠點案

序號	時間	事實
1	2006 年 7 月 27 日	綠點總經理向董事長及獨立董事、高階主管等報告捷普有意投資綠點，及雙方如何合作等事宜。
2	2006 年 8 月 25 日	捷普向綠點提出初始意向書 (Jabil Initial Indication of Interest for Taiwan Green Point)。
3	2006 年 8 月 26 日至 28 日	綠點內部會議及董事會討論捷普的意向書，對價格有不同意見。
4	2006 年 8 月 29 日	綠點交易部經理王某告知董事長柯某除價格外，捷普同意併購綠點。 (檢方認定消息成立，具體求刑 12 年)
5	2006 年 8 月 30 日	綠點將併購案的意見回復捷普。
6	2006 年 9 月 3 日	捷普提出修正版意向書。

⁷⁴ 本案事實經過及相關討論，見張心悌，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，月旦裁判時報，第二十五期，頁 80-93 (2014)；張益輔，內線交易之實務案例探討－以企業併購案為核心，臺灣證券交易所委託之計畫成果報告，頁 208-224 (2012)。

7	2006年9月6日	綠點董事會決議與捷普簽訂不具拘束力意向書（Non-binding Letter of Intent），內容包括合併後捷普存續，綠點消滅，收購價格在每股94元至110元之間（以8月24日綠點收盤價79.7元，溢價率18%~38%計算）。
8	2006年9月11日	捷普提出意向書。
9	2006年9月12日	綠點簽署無拘束力意向書，主要內容與9月6日董事會通過的版本相同。（法院認定消息成立）
10	2006年9月13日至10月30日	被告透過轉投資公司大量買進綠點公司股票。
11	2006年10月2日	捷普進行實地查核（due diligence）。
12	2006年11月8日	雙方簽署股權購買協議書（Shareholder Purchase Agreement，SPA），收購價格為每股109元。
13	2006年11月16日	捷普董事會通過SPA。
14	2006年11月22日	綠點董事會通過SPA，並在公開資訊觀測站公告。
15	2006年11月24日至2007年1月12日	捷普進行公開收購。 被告將投資公司買入的股票參與應賣。

資料來源：（作者依本案判決整理）

地院判決採中期標準，認為本案重大消息於 2006 年 9 月 12 日雙方簽訂意向書時明確，被告成立內線交易罪（台北地院 96 年度重訴字第 132 號刑事判決）⁷⁵。

高院對於地院判決有關消息明確時點的認定並無異議，但認為尚無證據證明被告柯某等人於 2006 年 10 月 31 日前，透過何某實際知悉重大消息。故柯某雖指示王某大量買進綠點公司股票，但「在自由經濟市場體制下，如資金調度允許，且與現有金融秩序、法律規定無違，毋寧係法律未規範之灰色地帶範疇」，與內線交易罪之要件不符，因而改判被告無罪（台灣高等法院 100 年度金上重訴字第 1 號刑事判決）。

最高法院撤銷高院判決，指其「所為論述前後齟齬」。最高法院除認為柯某可能事先知悉重大消息，要求高院查明外，並同意地院的中期標準。判決指出：

（1）「所謂『獲悉』發行股票公司有重大影響股票價格之消息，係指獲悉在某特定時間內必成為事實之重大影響股票價格之消息而言，並不限於獲悉時，該消息已確定成立或為確定事實為必要」。

（2）「蓋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。易言之，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各項因素，從客觀上作整體觀察，以為判斷，

⁷⁵ 本案有關重大消息的判斷問題，參閱林志潔，財經正義的刑法觀點，頁 219-229，元照出版有限公司（2014）。

不得拘泥於某特定、具體確定之時點」。

(3) 「美商捷普公司 (Jabil Circuit, Inc.) 於九十五年八月間有意併購綠點高新科技股份有限公司 (下稱綠點公司)，對綠點公司、股東及投資大眾而言，係屬重大消息，雙方亦均有洽談之意願，惟因對於併購條件、價格區間等仍未初步討論，僅屬消息成形階段」。

(4) 「同年 (九十五年) 九月十二日簽訂 LOI (Letter of Intent，意向書) 時，因就收購價格區間已有初步協議，並達成共識，堪認此時為重大消息成立之明確時點」。

(5) 「九十五年十一月二十二日，綠點公司召開董事會，授權董事長與總經理與台灣捷普公司簽訂合併契約，並在台灣證券交易所舉行記者會，宣布合併案，旋於同日十六時十四分十七秒，在公開資訊觀測站公布此一重大消息」。

(6) 「何某於九十五年九月六日前雖已改任為獨立董事，但對美商捷普公司併購綠點公司之進度隨時關心，且透過各種管道探詢可能訊息。而柯某於九十五年八月二十八日、二十九日由何某或王某獲悉美商捷普公司併購綠點公司之訊息，彼此間取得聯繫、溝通。又柯某直接參與普訊集團投資與財務相關事務，掌握並決定該公司買進綠點公司股票之決策。……普訊公司買進綠點公司股票均在王某進入普訊公司後不久，王某直接向柯某負責，二人得以互相傳遞訊息進而決策本件股票買進……，似與被告等事先獲悉上開合併案之重大消息有所關聯」 (最高法院 102 年度台上字第 1420 號刑事判決)⁷⁶。

⁷⁶ 有關本案實際知悉問題的討論，見林志潔，內線交易「實際知悉」要件之舉證與心證門檻－從綠點案談起，月旦法學雜誌，第二二二期，頁 109-115

依上開判決，本案併購消息於 2006 年 9 月 12 日雙方簽定意向書，就「收購價格區間已有初步協議，並達成共識」時成立。高院更一審依最高法院見解，認為本案重大消息於 2006 年 9 月 12 日雙方簽屬意向書時明確，改判被告成立內線交易罪。判決指出：

(1) 「綠點公司 95 年 9 月 6 日董事會會議記錄載明：『討論事項：與 Jabil Circuit, Inc (即美商捷普公司) 簽訂無拘束力意向書案。說明：1. 基於公司長期發展及策略合作上考量，擬與 Jabil 簽訂無拘束力之意向書，詳情如下：2. Jabil 以 100% 現金方式併購或取得公司股權 2.1 與綠點合併，Jabil 為存續公司 2.2 以現金取得綠點 100% 流通在外股權。3. 評價：初步 Jabil 同意以 8/24 綠點每股收盤價 NT 79.7 為基礎，每股溢價率為 18%~38%，因此每股價格將落在 NT 94-110。4. 其他條件：4.1 Jabil 將執行為期 2 週的 Off Site Due Diligence (實地查核)。4.2 雙方簽訂意向書 (LOI) 後，排他條款其間將持續至 10 月 31 日，以供雙方進行本併購案最後合約之討論。綠點不可與其他第三方進行由其他第三方所提出之可能的股權或資產之交易。5. 呈請董事會授權董事長處理本意向書 (LOI) 案相關細節及後續程序。』等語……，足認美商捷普公司與綠點公司對於美商捷普公司併購綠點公司之條件、金額已有具體內容」。

(2) 美商捷普公司於 95 年 9 月 11 日對綠點公司提出與綠點公司董事會決議通過內容大致相同之……無拘束力意向書，而江某於 95 年 9 月 12 日代表綠點公司簽署該無拘束力之意向書後，……美商捷普公司於 95 年 9 月 13 日正式與美商花旗公司簽約等情，……應認『美商捷普公司合併、收購綠點』此一重大消息於 95 年 9 月 12 日美

(2013)。

商捷普公司與綠點公司簽署無拘束力意向書（Non-binding LOI）之後，已成形、有具體內容，並且已臻明確」（台灣高等法院 102 年度金上重更（一）字第 7 號刑事判決）⁷⁷。

被告提起上訴，主張應依力晶、旺宏案的判決，「以實地查核進行後，針對併購價格及主要併購契約架構完成」，做為消息明確的時點。本案簽訂意向書時尚未進行實地查核，收購價格亦未確定，消息尚非明確。

最高法院適用中期標準，駁回上訴。判決指出：「所謂『初步意向書』、『意向書』或『無拘束力意向書』並非偏重在所使用之名稱，而應著重於個別併購案所簽署文件之具體內容，且所簽署文件有無約定法律上之拘束力，亦非絕對判斷標準。是以，其他併購案所簽署『意向書』或『無拘束力意向書』，縱認欠缺認定重大消息成立時點之要素，亦不能因此即認本件併購案所簽署『無拘束力意向書』即具備同樣情形。……原判決既認定九十五年九月十二日係重大消息明確時點，則其縱未再就該日期後，美商捷普公司自九十五年十月二日起進行之『實地查核』是否影響重大消息時點之認定為論敘說明，並無礙於柯某等三人犯罪事實之認定」。且本案與力晶、旺宏案及其他案件，「因

⁷⁷ 高院更一審判決明白表達「重要之點達成協議」的認定標準：「就併購契約之成立，通常須歷經數個階段，包括初步磋商、達成協議、簽訂契約、董事會決議等。在雙方初步磋商過程中，因屬意見交換，若未達成共識，尚難認已有合併之雛形，**惟若雙方已針對重要之點達成協議，意謂雙方已對合併達成共識**，則其後續之簽訂契約及經董事會決議之過程，僅係逐步完成合併之程序，亦即此重大消息在達到最後依法應公開或適合公開階段前，既須經過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之事件才成為事實，而應認為符合前揭『成立』或『具體明確』之判斷標準，於有多種時點存在時，依上揭規定，應以消息最早成立之時點為準」。

案例事實既非完全一致，尚無從據以比附援引」（最高法院 104 年度台上字第 3877 號刑事判決）。本案確定。

被告聲請最高檢察署提起非常上訴，亦遭駁回。最高檢察署指出：「原審判決係審酌雙方之互動，已就本件併購案之併購價格、架構有共識，始以此為重大消息之明確始點，與文件名稱或程序無關，亦與其他業界所發生之案例事實不同，而難以比擬援用。故倘如業界人士所稱均以『實地查核』為明確時點之界線，而不管雙方之實際流程進展如何，則雙方只要延展『實地查核』之時間點，甚至避開此一字眼，內部人利用查核前大買特買，對不具內線消息之一般投資人恐將帶來更大不公」（最高檢察署 2016 年 1 月 13 日新聞稿）⁷⁸。

如與品佳案的終局判決相比，本案重大消息不待綠點公司簽署意向書時業已明確，被告成立犯罪。但如依力晶案高院更一審判決意旨（台灣高等法院 102 年度金上重更（一）字第 4 號刑事判決），則必須綠點公司董事會通過股權購買協議書時，消息才告明確，本案被告不成立犯罪。消息明確時點的不同認定，確實產生完全不同的結果。

3. 台泥香港子公司併購嘉泥香港子公司案

法院採中期標準，認為雙方負責人就換股比例達成共識時，消息成立。

嘉泥公司有意以其香港子公司，即嘉泥中國公司，與台泥公司在香港的子公司，即台泥國際公司進行策略合作。嘉泥及台泥人員於

⁷⁸ 因本案被告柯某素有社會清譽，且 9 年徒刑為歷年內線交易罪最重的處罰，判決結果引發社會高度關注。有頗具聲望的企業領導人召開記者會為柯某辯白，並公開提出「內線交易紅線何在？」的質疑。最高法院檢察署則在柯某 2016 年 1 月 12 日入監服刑次日，即 1 月 13 日駁回非常上訴的聲請。

2007年農曆年後，進行初步交換意見。同年4月13日及15日，嘉泥公司副董事長張某向台泥公司董事長辜某表明，嘉泥公司有意就雙方集團在中國的事業群進行策略合作，並提供中國地區投資架構簡表；辜某即交由公司相關主管研究。2007年4月25日張某及辜某等人就合作架構進一步討論。2007年5月25日，辜某與嘉泥董事長張某、副董事長張某、常務董事王某等人晤談，雙方明確表達合作意願。

2007年5月31日及同年6月1日，雙方代表及律師、財務顧問等人在香港舉行會議，決定採取自願性一般收購方案（Voluntary General Offer，簡稱VGO），以股權轉換方式進行合併。2007年6月2日，嘉泥董事長張某與台泥董事長辜某及律師、財務顧問開會，就有關交易架構流程及定價區間等事項進行簡報，張某隨即與辜某單獨討論，雙方就換股比例達成共識。判決認為此時「併購案之發生已有高度可能性」，消息明確。

雙方公司於2007年6月2日至同年月11日，進行相關實地查核，嘉泥中國公司並於2007年6月11日收受台泥國際公司所提出的證券交易要約書。2007年6月12日雙方代表簽署承諾書，同日嘉泥中國公司及台泥國際公司向香港聯合交易所申請停止股票交易。2007年6月13日臺灣報紙均已公開報導。2007年6月14日嘉泥中國公司、嘉新太平洋公司、嘉泥公司、佑新紡織股份有限公司（嘉泥公司持股比例39.51%）均召開董事會通過併購案，同日並由各公司代表簽署要約承諾書。6月15日上午嘉泥公司在臺灣證券交易所公開資訊觀測站公告。

被告嘉新董事長張某於2007年6月4日、7日及8日，購入嘉新水泥公司股票。地方法院判決採中期標準，認為本案重大消息於雙方

董事長 2007 年 6 月 2 日就換股比例達成共識時明確。被告在消息公開前買入嘉新公司股票，構成內線交易罪（台北地院 101 年度金訴字第 26 號刑事判決）。高院予以維持。高院判決指出：

（1）「雙方公司初步磋商過程中，因尚屬意見交換階段，雙方尚未達成具體共識，自難認已有所謂合併消息之成形或成立。若雙方公司已針對**併購契約之重要議題、必要之點已達成協議**，意即雙方公司已就合併達成具體共識，該合併消息即屬具體成形，則其後續之簽訂契約、送請董事會決議等程序，僅係逐步完成合併之程序或過程，即難謂非於達成前揭具體協議時，其併購之『重大消息』業已成形、明確」。

（2）「如雙方公司**達成初步協議或初步共識後，尚須進行前揭財務或法務實地查核程序者，自應視該財務或法務實地查核是否影響前揭合併案之進行及其影響程度**，及前揭內部人是否可能預知前揭查核結果對該合併案之影響及其影響程度而定」。

（3）「6 月 2 日當天，在嘉泥中國公司與台泥國際公司合併案中，**必要之點即雙方之換股比例一節，業經具有決定權之被告張某及台泥公司董事長辜某達成確定協議**」。法院認定「**重大消息於換股比例確定時必成為事實**」，消息明確（台灣高等法院 102 年度金上訴字第 14 號刑事判決）。最高法院駁回上訴，本案確定（最高法院 102 年度台上字第 4868 號刑事判決）⁷⁹。

本案法院以雙方董事長對換股比例達成共識時，確定重大消息必

⁷⁹ 本案相關討論，見陳彥良，涉及企業併購之內線交消息認定—由嘉泥、台泥內線交易案觀察，月旦法學雜誌，第二三六期，頁 48-63（2015）。

定成為事實，據以認定消息明確的時點。

4. 宏基併購倚天案

各審法院均採中期標準，以雙方代表就換股比例達成共識時，消息成立。被告甲為倚天公司副董事長，與被告乙（緯創公司法務長）為鄰居，私交甚篤。宏基公司為拓展行動通訊業務，董事長王某於 2007 年 9 月間起與倚天公司董事長黃某連繫，洽談雙方業務合作。11 月間黃某與倚天公司總經理馬某討論後，認二家公司合併為最可行方案。王某乃委由宏基董事彭某與黃某洽談，12 月 14 日雙方代表同意以換股合併方式進行合作。

彭某於 2008 年 1 月 17 日提出換股比例為 1:107，經黃某同意，雙方達成初步共識，彭某乃委請顧問公司於 1 月 27 日對倚天公司進行財務實地查核，以確認倚天公司之財務狀況是否符合前開換股比例。彭某於同年 2 月 12 日向宏基董事長王某報告查核結果及換股比例，並獲得同意。2 月 22 日宏基委請律師進行實地查核。3 月 3 日雙方董事會分別通過合併及換股比例案；此一消息於同日 18 時許公開。

在此之前，2008 年 2 月 8 日前某日，倚天公司總經理馬某就合併換股比例徵詢被告倚天副董事長甲的意見。甲得知合併的消息後，告知被告乙，兩人自 2008 年 2 月 25 日起 3 個交易日陸續買入倚天公司股票，俟消息公開後，賣出部分持股。

地方法院引用 2010 年 6 月 2 日證交法增訂「消息明確後」的立法資料指出：「依修法提案資料所示，並未採取立法院財政委員會於 97 年 11 月 26 日所提原草案版本，亦即並未採『在該消息「成立、確

定後」』之規定⁸⁰。另按任何重大消息（所謂『消息』，依文義解釋，應係指『訊息』、『資訊』），均有其形成過程，是若固守僵硬標準，認凡其程序尚未完成，『消息』尚未確定者，均非『內線消息』，恐過於僵化，並有導致有心人故意遲延消息成立時點而為內線交易之操作預留更多空間，此種結果顯與立法意旨相悖離」。地院認為**合併案及換股比例的消息**，於**2008年2月12日宏碁董事長王某同意顧問公司的查核結果及換股比例時，具體明確**，甲、乙兩人成立內線交易罪（台北地院99年度重訴字第24號民事判決）。

高院予以維持。高院判決指出：「重大消息是否具體明確，應依個案觀察，倘客觀上該重大消息所指內涵於一定期間必然發生之情形已經明確，並不以嗣後尚有其他法定程序待完成，即認該消息尚未明確。倚天公司董事長黃某與宏碁公司董事長王某洽談合併案前，固未經倚天公司董事會授權，惟公司董事長對外代表公司，公司法第208條第3項定有明文，黃某既為倚天公司董事長，並不因事前未經董事會授權，即失其代表倚天公司與宏碁公司磋商合併案之權利。……況以馬某（倚天公司總經理）在97年2月8日前某日徵詢駱某意見之時點，倚天公司**5名董事中已有黃某、馬某、駱某3名董事同意合併案**，可見合併案之重大消息並無因黃某事前未經董事會授權，及嗣後尚須經董事會認可，而影響其明確性」。至於雙方會計師於2月29日至3月3日間提出之「換股比例之專家意見書，其形式意義顯然大於實質意義，益證本案合併案在宏碁公司董事長王某於**97年2月12日**

⁸⁰ 2008年11月26日立法院財政委員會審查通過的第157條之1第1項前段修正草案的文字為：「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，**在該消息確定、成立後……**」，見立法院公報，第97卷第75期，前揭註64。宏碁案相關討論，參閱張益輔，前揭註74，頁183-198。

同意後即已底定，嗣後之程序均係在此合併條件之前提下所踐行之法定程序，並不影響合併案重大消息之具體明確」（台灣高等法院 100 年度金上訴字第 17 號刑事判決）。法院係以公司董事長及多數董事同意合併案，做為認定合併消息必定成為事實的依據，亦為消息明確的判斷基準。最高法院予以維持（最高法院 102 年度台上字第 3211 號刑事判決），本案確定。

本案法院亦以雙方負責人對換股比例達成共識，做為認定消息明確的基礎，並指明多數董事同意合併案，據以推論併購案必定成為事實。

5. 橡樹公司收購復盛股權案

本案重要事實如下：

(1) 橡樹人員參訪復盛工廠表達投資意願：柯林（美國籍）所任職之橡樹資本公司將復盛公司列為重要投資標的。柯林遂於 2006 年 9 月 4 日，偕同橡樹資本公司相關主管至復盛公司桃園廠參訪，並與復盛公司董事長李某當面會談。2006 年 9 月 21 日柯林再次至復盛公司向李某表達橡樹資本公司投資復盛公司的意願。

(2) 復盛延聘律師諮商併購問題；橡樹進行實地查核：2006 年 9 月 27 日，復盛公司董事長李某派代表至甲法律事務所，詢問有關公開收購及公開發行公司下市的相關規定。同年 10 月 27 日起，柯林開始指派公司代表對復盛公司進行密集的簡易實地查核，包括到復盛公司上海、中山、三重、新竹等廠房參訪，取得復盛公司財務數據、文件資料並瞭解生產線運作狀況。

(3) **雙方負責人認真商談收購案**：實地查核結束後，李某與重要幹部於 2006 年 11 月 15 日、12 月 8 日，與柯林等人會談。柯林向李某說明對於復盛公司下市及公開收購的想法。

(4) **橡樹簡報併購重要事項，復盛董事長積極回應**：2007 年 2 月 28 日，橡樹公司在香港聘僱法律顧問後，柯林即於同年 3 月 6 日，再度至復盛公司董事長李某辦公室，將律師事務所所提出的具體併購架構作成簡報。內容包括從公開收購到合併下市間的 MBO (management buyout) 架構，以及各收購階段的作業時程、收購價格試算表。李某於簡報後表示：「併購案我們可以慎重考慮」、「Let's try to do it」。柯林及與會人員感受到李某對併購案的正面積極回應。

法院認為，因「李某所代表李氏家族所有 46.8% 持股對於併購成功之影響力」，至此「上開併購案之發生已有高度之可能性」。收購消息於 2007 年 5 月 9 日在公開資訊觀測站公告。被告王某為董事長李某特別助理，於 2007 年 3 月 6 日實際知悉收購消息後，自次日（3 月 7 日）起至同年 5 月 3 日止，買入復盛股票 14 萬餘股。

法院採中期標準，認為併購交易於雙方密集商談後，2007 年 3 月 6 日復盛公司董事長李某向橡樹公司代表口頭表示「慎重考慮」接受併購案時，消息明確。被告王某成立內線交易罪（台北地院 100 年度金訴字第 7 號刑事判決）。被告獲判緩刑，未提上訴，本案確定。

法院係以雙方經歷半年的洽談及實地查核等程序，同時李某對復盛擁有近半股權，具決策實力，因而以李某對併購案的積極回應，認定「併購案之發生已有高度之可能性」，據以判斷消息明確⁸¹。

⁸¹ 本案相關討論，參閱張益輔，前揭註 74，頁 198-208。

(三) 晚期標準

1. 渣打銀行併購新竹商銀案

英商渣打銀行有意以公開收購股權方式併購新竹商銀，乃於 2006 年 3 月間派代表黃某等人，與新竹商銀總經理吳某、副總經理胡某等人就併購事宜進行接觸。雙方於同年 5 月間簽訂保密契約。渣打銀行於 2006 年 6 月 28 日出具併購邀約書予吳某，說明未來交易架構及併購後之遠景。渣打銀行、新竹商銀分別委任財務顧問公司於同年 7 月 17 日至同年 7 月 28 日就新竹商銀相關文件及資料進行實地查核。

2006 年 8 月 23 日，渣打銀行代表黃某等人與新竹商銀總經理吳某進行首次議價協商。因雙方出價分別為每股新台幣 20 元及 29 元，差距過大而無共識。雙方於同年 8 月 30 日進行第二次議價協商，達成以每股不低於 24 元收購之共識。

併購協商過程中，新竹商銀總經理吳某，因鑑於富邦集團不斷增加新竹商銀持股，認為富邦集團亦有意併購新竹商銀。2006 年 9 月 19 日吳某乃告知富邦金控董事長蔡甲，渣打銀行願意以每股 24 元收購新竹商銀，如果富邦集團願意出售持股，收購價格有機會提高為每股 24.5 元。且新竹商銀將於 9 月 21 日召開常務董事會，如果渣打銀行承諾加價 0.5 元，將在常董會安排此項議程。吳某並於翌日提出渣打銀行併購邀約書予富邦金控公司總經理龔某確認。

蔡甲經與富邦金控公司副董事長蔡乙討論後，於同年 9 月 20 日晚間致電渣打銀行財務長 S 君，除確認渣打銀行欲收購新竹商銀外，並表示富邦集團同意應賣，但收購價格應提高到每股 24.5 元。S 君表示同意。

2006年9月29日下午1時52分，新竹商銀於公開資訊觀測站公告渣打銀行擬以每股24.5元公開收購新竹商銀全部已發行之普通股。

表四：渣打併購新竹商銀

序號	時間	事實
1	2006年3月	渣打代表黃某向新竹商銀總經理吳某等人表達有意公開收購新竹商銀股權。
2	2006年5月10日	渣打與新竹商銀簽訂保密契約。
3	2006年6月28日	渣打出具併購邀約書，說明交易架構及未來遠景。
4	2006年7月17日至7月28日	渣打與新竹商銀分別委任財務顧問公司，就新竹商銀相關文件及資料進行實地查核。
5	2006年8月23日	黃某與吳某進行議價協商，雙方出價分別為每股20元及29元，未達共識。
6	2006年8月30日	雙方再次議價達成每股收購價格不低於24元之共識。(地院及高院認為消息明確)
7	2006年9月1日	渣打出具修正版併購邀約書(第二次)。
8	2006年9月19日	1.鑑於富邦不斷增加新竹商銀持股，似有併購之意。新竹商銀總經理吳某乃告知富邦董事長蔡甲「渣打有意以24元收購，如富邦能出清持股，收購價格有機會提高

		為 24.5 元，並將議案提到 9 月 21 日新竹商銀常董會討論」。
		2.渣打再次修正併購邀約書（第三次），表示以每股至少 24 元價格收購新竹商銀 51% 以上股權。
9	2006 年 9 月 20 日	吳某將渣打銀行併購邀約書出示於富邦金控總經理龔某確認。富邦蔡甲於同日晚間致電渣打財務長 S 君同意以 24.5 元應賣；S 君表示同意。
10	2006 年 9 月 21 日	1.富邦蔡甲致電新竹商銀黃某，告知渣打同意以 24.5 元收購。蔡甲並致電新竹商銀常務董事蔣某（富邦人壽的法人代表），請他在常董會支持併購案。 2.新竹商銀召開常務董事會，通過併購議案。
11	2006 年 9 月 22 日	渣打及新竹商銀董監事 12 人簽署協議函及承諾書。
12	2006 年 9 月 27 日	新竹商銀收到渣打擬持有新竹商銀超過 25% 股權之申請書，並將轉呈銀行局。
13	2006 年 9 月 29 日	下午 1 時 52 分新竹商銀在公開資訊觀測站公告渣打擬以 24.5 元公開收購新竹商銀全部已發行之普通股。（當日收盤價為

		18.65 元)
14	2006年9月4日 至7日,9月25日 至29日	被告等人買入新竹商銀股票。

資料來源：（作者依本案判決整理）

台北地院（台北地院 90 年度重訴字第 6 號刑事判決）及台灣高等法院（台灣高等法院 100 年度金上重訴字第 59 號刑事判決）均採中期標準，認為公開收購案於 2006 年 8 月 30 日雙方代表就收購價格達成不低於每股 24 元的初步共識時，消息成立。被告等人於 2006 年 9 月 29 日消息公開前，即同年 9 月 4 日至 7 日及 25 日至 29 日，買入新竹商銀股票，成立內線交易罪。高院判決指出：

（1）2010 年 6 月 2 日證交法修正增訂「消息明確後」的文字，「依修法提案資料所示，並未採取立法院財政委員會於 97 年 11 月 26 日所提原草案版本，亦即並未採『在該消息「成立、確定後」』之規定。另按任何重大消息（所謂『消息』，依文義解釋，應係指『訊息』、『資訊』），均有其形成過程，是若固守僵硬標準，認凡其程序尚未完成，『消息』尚未確定者，均非『內線消息』，恐過於僵化，並有導致有心人故意遲延消息成立時點而為內線交易之操作預留更多空間，此種結果顯與立法意旨相悖離」。

（2）「若雙方公司已針對併購契約之重要議題達成協議，意即雙方公司已就合併達成具體共識，其後續之簽訂契約、送請董事會決議等程序，僅係逐步完成合併之程序或過程，即難謂非於達成前揭具體協議時，其併購之『重大消息』業已明確」（地院判決亦同此意旨）。

最高法院撤銷高院判決，並改採晚期標準，認為收購案的消息是否明確，除價格協議外，尚應考量收購數量能否過半及其他讓收購案順利完成的事項，因此收購價格達成初步協議之時，不能確認收購案能夠完成，消息尚未明確。判決指出：

(1) 主管機關訂定「重大消息範圍及其公開方式管理辦法」第 5 條的立法理由，係參酌美國聯邦最高法院對於重大消息之認定，「初步之協商（即協議日）亦可能為重大消息認定之時點，是以關於公司間併購案之重大消息之明確，固不以雙方簽訂契約及經董事會決議時為必要，於雙方初步達成協議之時，亦得為明確之認定時點，惟此初步協議，仍須雙方已針對具體重要之事項達成協議為要件，否則難認該時為重大消息之成立時點」。

(2) 「英商渣打銀行啟動併購新竹商銀之條件，除價格外，似尚包括英商渣打銀行收購新竹商銀股權能否達 51% 以上、是否先收購新竹商銀發行之 ECB（海外可轉讓公司債），及新竹商銀大股東之一之富邦人壽公司究否同意出售新竹商銀股權等事項；……是上開除價格外之事項，能否謂非英商渣打銀行啟動併購新竹商銀之重要條件？系爭重大消息（即英商渣打銀行在某特定時間內勢必公開收購新竹商銀全數股權）究否於 95 年 8 月 30 日已臻明確？似非無疑。……原判決……，逕認系爭重大消息於 95 年 8 月 30 日已臻明確，自有判決理由不備之違法」因而撤銷高院判決（最高法院 103 年度台上字第 3220 號刑事判決）。

高院更一審認定 2006 年 9 月 20 日，富邦金控董事長同意應賣其集團所持股份時，消息才告明確（台灣高等法院 103 年度金上重更（一）字第 14 號刑事判決）。

地院及高院依證交法修法史料的意旨，及防止「為內線交易之操作預留更多空間」的目的，採取中期標準。最高法院則以**確認「渣打銀行在某特定時間內勢必公開收購新竹商銀全數股權」之時，做為消息成立的時點**。這種認定標準，係以交易發生的高度機率為基準，而未考量公開收購協商過程對股價與投資決定的影響。在併購案如此影響重大的交易，*Basic* 案認為雙方初步磋商已是重大消息。本案最高法院援引 *Basic* 案的判決，卻得出相當不同的結論，顯示判決對 *Basic* 案的意旨恐有誤解，對禁止內線交易的立法目的亦未做適當的考量。

2. 佳鼎與志超終止策略聯盟案

兩家公司於 2006 年 8 月成立業務合作的策略聯盟，由佳鼎提供設備產能，志超供應訂單及代備料，並由志超負責人徐甲兼任佳鼎精密事業部（PCB）總經理。策略聯盟占佳鼎年營業收入 10%。2006 年 10 月志超公司決定終止合作，自 11 月起進行減單及停止備料。徐甲於 12 月 25 日告知志超公司進駐佳鼎的員工將結束策略聯盟之事。志超公司並於 2007 年 1 月 15 日下午 16 時 10 分發布此一訊息。佳鼎公司隨後亦於同日 18 時 40 分發布同一消息，佳鼎股價連續兩日近乎跌停。佳鼎公司董事長林甲及其配偶在 **2006 年 12 月 1 日至 2007 年 1 月 15 日間賣出股票**。

地院採晚期標準，認為 2006 年 12 月 25 日志超公司負責人徐甲雖明確表達結束策略聯盟之意，但此種片面意向與實際結束策略聯盟性質不同；因此本案**重大消息應於 2007 年 1 月 15 日公告終止策略聯盟時成立**（台北地院 97 年度金訴字第 2 號刑事判決）。高院維持原判（台灣高等法院 98 年度上訴字第 4709 號刑事判決）。

最高法院撤銷高院判決，認為志超公司於 12 月 25 日將人員及設備撤出佳鼎公司時，終止策略聯盟的消息已經明確。判決指出：

(1)「一般而言，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之事件才成為事實，其發展及經過情形因具體個案不同而異。以公司與他人業務合作之策略聯盟而言，可能有雙方之磋商（協議）、訂約、董事會通過、一方通知他方變更或終止（解除）合作、實際變更合作內容或停止合作、對外公布停止合作等多種事實發生之時點。於有多種時點存在時，依上揭規定，為促進資料取得平等，以維護市場交易之公平，應以消息最早成立之時點為準。故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」。

(2)「倘就客觀上觀察，重大消息所指內涵於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」。

(3)「證人林某證稱：終止策略聯盟沒有正式開會，但九十五年十二月三十一日前幾天，（佳鼎）董事長（即被告林甲）有告知重要幹部（終止策略聯盟之事）……。證人徐甲（志超公司負責人）證述：九十五年八至十月帶進二億四千萬元的訂單，十一月就變成八千萬或一億，十二月只剩下四千多，九十六年一月就沒有單了」。

(4)「以上事證如果非虛，徐甲（志超負責人）既親自告知（被告）林甲（佳鼎董事長）將結束策略聯盟關係，並催促儘快公布此訊息，又實際上停止訂單、搬走機器、請辭工作，至九十五年十二月二十五日所有人員設備全部撤離佳鼎公司，林甲似亦直接、間接知悉此事，除將此消息告知該公司重要幹部外，又調回徐乙接替徐甲之遺缺。由此等事實經過、結果及時間發展觀察，志超公司與佳鼎公司**結束策略聯盟之事實，似於九十五年十二月間已經確實發生**，林甲似亦早已實際知悉此消息，卻遲不公布，而利用此期間悄悄出售邦英等公司持有之佳鼎公司股票，能否謂未違內線交易禁止之規定？殊堪研求」（最高法院 99 年度台上字第 3770 號刑事判決）。

最高法院以志超撤回全部人員及設備，做為結束策略聯盟的消息明確時點，其實也是晚期標準，但比地院及高院採「公告終止」的時點略早⁸²。

⁸² 高院更一審認為，相關事證未能證明被告賣出股票，係在知悉徐甲於 2006 年 12 月 25 日有意終止合作計畫之後所為，維持地院無罪判決（台灣高等法院 99 年度金上更（一）字第 4 號刑事判決）。最高法院再次發回，指示查明被告何時確知重大消息（最高法院 100 年度台上字第 482 號刑事判決）。高院更二審認為系爭重大消息於 2006 年 12 月 25 日成立，被告賣出股票時已知悉該項消息，改判有罪（台灣高等法院 100 年度金上更（二）字第 1 號刑事判決）。惟最高法院以「檢察官於第一審及原審歷審，並未擴張起訴犯罪事實及聲請調查新證據」，而「原審自行調查而併予判決」，其採證有違法之嫌，因而三度發回（最高法院 102 年度台上字第 4633 號刑事判決）。高院更三審同意更一審見解，認為無法證明被告賣出股票時已知悉系爭重大消息，維持地院無罪判決（台灣高等法院 102 年度金上更（三）字第 12 號刑事判決）。上開判決均係爭執被告何時知悉重大消息的問題，對於消息何時明確乙節，並未多所著墨。

四、聲請重整與公司停業

(一) 聲請重整：寶成公司案

因建築業景低迷，往來銀行抽銀根，致財務狀況惡化，寶成建設公司董事會於 2002 年 4 月 10 日決議「依法聲請重整」。公司董事兼財務部副總經理林甲 2002 年於 4 月 4 日及 4 月 8 日指示被告王某(寶成投資部專員)賣出投資公司持有之寶成公司股票。公司於 6 月 24 日公告聲請重整的消息。高院採晚期標準，認為重整的消息於 4 月 10 日董事會通過後才成立，王某受林甲指示賣出股票時，消息尚未明確，不構成犯罪(高雄高分院 97 年度金上重訴字第 4 號刑事判決)⁸³。

但最高法院採中期標準，認定 2002 年 3 月底財務部經理王甲建議公司聲請重整時，消息明確。判決指出：

1. 「所謂『獲悉發行股票公司有重大影響股票價格之消息』，係指獲悉在某特定時間內必成為事實之重大影響股票價格之消息而言，並不限於獲悉時該消息已確定成立或為確定事實為必要。易言之，認定行為人是否獲悉發行公司內部消息，應就相關事實之整體及結果以作觀察，不應僅機械性地固執於某特定、且具體確定之事實發生時點而已」。

2. 「林甲既係寶成建設公司董事長之女，時任財務部副總經理……，對於公司內部財務狀況理應知之甚稔；且據林甲供承，九十

⁸³ 本案被告為受林甲指示賣出寶成股票的王乙(幫助內線交易罪)，地院判決認為王乙為寶成投資部專員，無從獲知董事會有關重整之決議，因而判決王乙無罪(高雄地院 94 年度金重訴字第 1 號刑事判決)。

一年三、四月間王甲（寶成財務部經理）曾打電話告知公司財務部將**建議董事長向法院聲請重整**……；而證人林乙（寶成董事長）於偵查中證稱：公司財務實際上是掌控在林甲手上，……，九十一年三月底，伊接到王甲之電話，王甲表示，因為**寶成建設集團之財務持續惡化及銀行貸款壓力，經財務部與會計師、律師研究後，建議公司應向高雄地方法院聲請重整**，始能維持生機。……如果無訛，林甲既係公司實際負責人，且為實際負責公司財務調度之人，對公司財務惡化將聲請法院重整，此一將在某特定時間內必成為事實之重大影響股票價格之消息，能否諉為不知？非無研議之餘地。原判決未就相關事實之整體及結果以作觀察，逕認『寶成建設公司董事會決議聲請重整』之重大消息，於該公司董事會尚未依法決議聲請重整前並非確定，林甲於該次董事會決議前賣出公司股票尚難以內線交易罪相繩，因而對王乙為有利之認定，依首開說明，其所持之見解自有可議」（最高法院 100 年度台上字第 1449 號刑事判決）⁸⁴。

（二）公司停業：十美公司案

十美公司自 2001 年 10 月起因產業變遷、產品良率無法提高，業務緊縮等因素，連續 3 年虧損。且因財務狀況不佳，已無法向金融機構貸款。為籌措公司營運所需資金，2003 年 6 月起，向民間金主借貸，由公司開立保證支票做為擔保，惟因借款後營運仍未見起色，至 2003 年 12 月中旬，因財務持續惡化，已瀕臨停業倒閉之情況。十美公司於 2003 年間會計師查核公司財務報表，發現公司持續虧損，並有流動資

⁸⁴ 高雄高分院更一審認為無證據證明被告王乙於受指示賣出寶成股票時，知悉董事會聲請重整的決議，判決被告無罪（高雄高分院 100 年度金上重更（一）字第 2 號刑事判決）。

產不足抵償流動負債之情形，且自 2003 年 12 月 26 日起公司陸續發生支票退票情事。

十美公司於 2003 年 12 月 29 日宣告停業。被告許甲、許乙因分別擔任十美公司董事長兼總經理、副總經理，實際執掌公司業務，且負責提出公司年度財務報表，對公司之實際業務及財務狀況均知悉甚詳，因預見公司即將停業，於 2003 年 12 月 17 日至 26 日間賣出股票。地院及高院均判決被告成立內線交易罪（板橋地院 96 年度訴字第 247 號、台灣高等法院 97 年度上訴字第 3333 號刑事判決）。最高法院予以維持，認為**本案重大消息於公司無法清償民間借款時（2003 年 12 月 17 日）明確**。最高法院判決指出，禁止內線交易「旨在使股票買賣雙方平等取得資訊，維護證券市場之交易公平」。有關重大消息的認定，法院認為：

1. 影響股價的重大消息，「固有在具體時日突然發生者，例如：火災是；然亦有須經過相當時日者，例如：公司因財務惡化導致停工、破產是。於前者，該消息之發生固有明確之日期可資判斷；但於後者，因消息之發生與經過有許多時點，為符上開禁止公司之董事、經理人為內線交易罪之立法意旨，自應以彼等知悉該足以導致停工、破產之財務惡化情形時起，限制彼等為公司股票之賣出」。

2. 「上訴人等在九十二年十二月十七日即知悉十美公司向民間借貸款項，於同年月底到期將無法清償並導致停業，竟自九十二年十二月十七日起至同年月二十六日止，連續將（被告）所有……之十美公司股票賣出，嗣十美公司果於同年月二十九日停工倒閉」，成立內線交易罪（最高法院 99 年度台上字第 5296 號刑事判決）。

從本案相關事證觀察，公司連年虧損，自 2003 年 6 月起已無法向

銀行貸款，財務惡化明顯，最高法院採晚期標準，認定公司無法清償民間借款時，消息成立。

五、調升盈餘目標或調降財務預測⁸⁵

（一）早期標準

1. 訊碟公司案

訊碟公司以產銷 DVD 為主要業務，因營收不如預期，於 2000 年 7 月 29 日第二次調降財務預測。惟公司業績持續下滑，同年 11 月 1 日公告停止適用第二次調降之財務預測。被告呂某（訊碟董事長）與其妻呂陳（訊碟子公司董事長）於 8 月 19 日至 10 月 26 日間大量賣出訊碟股票。被告主張，公司調降財務預測的消息「至少應以公司內部會計人員作成公司營收相關財務報表，比較稅前損益實際數與預測差異數達到應調降財測之標準」時，始為消息成立之時點（亦即 2000 年 10 月 13 日），被告在該時點前買賣股票應不成立犯罪。

惟法院認被告成立內線交易。最高法院判決指出：

（1）「所謂『獲悉發行股票公司有重大影響股票價格之消息』，指獲悉在某特定時間內必成為事實之重大影響股票價格之消息而言，並不限於獲悉時該消息已確定成立或為確定事實」⁸⁶。

⁸⁵ 論者指出，上市櫃公司因營收或投資大幅變動的財務異常，所引發的內線交易，占檢調偵辦案件的比率超過三成。見張益輔，前揭註 67，頁 27。相關討論，見張心悌，財務預測重大性之判斷－兼論財務預測安全港制度，台北大學法學論叢，第八十四期，頁 187-230（2012）。

⁸⁶ 此段常被引用的文字，出自本案一、二審的判決，判決時間在 2010 年增

(2) 被告二人「於八十九年八月十九日左右，訊碟公司八十九年七、八月份營收月報表結算出來時，已得知：『一、全球 DVD 市場未如原預期樂觀，且需求趨緩；二、訊碟公司之 DVD 光碟片主要訂單來源—華納先進媒體公司……，將部分訂單移轉至其歐洲子公司，使訊碟公司之供貨順序由第二位降為第三位，致占訊碟公司營業收入達七成五之主力產品 DVD 光碟片實際出貨量不如預期；三、八十九年七月及八月，訊碟公司 DVD 光碟片之產能利用率僅五至六成左右，實際出貨量已連續二月落後預估出貨量……達百分之五十六以上……；四、訊碟公司前八月稅前純益實際數額與八十九年七月二十九日公布之第二次更新財務預測所列稅前純益預估數額比較結果，差額已超過三千萬元，稅前損益變動比率至八月底時已達百分之十五，故至八十九年九月底依法結算申報第三季財務報告時，……，必須調降該公司之財務預測，勢必對股票價格有重大影響等訊息』」（最高法院 94 年度台上字第 1433 號刑事判決）⁸⁷。

訂「消息明確」的文字之前。一審判決指出：「按我國證券交易法第一百五十七條之一內線交易禁止罪之立法精神，係採取美國法例之『平等取得資訊理論』學說，即為達成防止內部人欲憑藉其特殊地位買賣股票之圖利行為，以致造成證券市場一般投資大眾不可預期交易風險之目的，已如前述，故以合目的解釋性該法條之構成要件，所謂『獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在消息未公開前……買入或賣出……』，應指內部人於『獲悉有〈在於某特定時間內勢必成為事實〉重大影響其股票價格之消息』時，在該消息公開前，為買賣股票之行為即足構成該罪。不須待此訊息在某特定時點成立或確定為事實後，方認內部人始有知悉之可能性」（新北地方法院 92 年度金重訴字第 2 號刑事判決，判決時間為 2003 年 9 月 4 日，當時稱為板橋地方法院）。二審判決亦有類似的文字（台灣高等法院 92 年度上重訴字第 66 號刑事判決）。

⁸⁷ 同案被告陳某（呂陳之胞兄）部分，高院原審認定陳某從呂某及呂陳等人獲悉內線消息後賣出股票，成立內線交易。因陳某抗辯股票出售時人在美國，最高法院撤銷高院判決。惟高院更審時依相關事證及經驗法則，認定陳某出

法院依市場情況、訂單來源及營收狀況等事證，確認被告於同年8月19日左右知悉公司必須再度調降財務預測時，重大消息業已明確。

2. 大霸電子案

大霸公司於2004年10月22日第一次大幅調降財務預測，嗣於2005年5月1日再度大幅調降財務預測。公司董事長於消息公開前，分別在2004年9月1日至10月4日間，及2005年3月1日至3月21日、4月11日至4月15日間，透過6家投資公司大量賣出股票，避免鉅額損失。

地方法院採中期標準，認為公司應更新財測之訊息，係成立於2004年10月7日起至同年10日間之某日，即大霸電子公司會計部門人員依規定按季完成原財測稅前損益達成率之檢討時。因此係以公司會計部門的作業時間為準。至於2005年5月1日第二次調降財務預測的消息，則於2005年4月19日會計師通知大霸及上海迪比特重新評估認列損失時成立。被告賣出股票時，消息尚未成立，判決被告無罪（台北地院95年度訴字第1416號刑事判決）。

但高等法院改採早期標準，撤銷地院判決並認為調降財測的消息，於2004年8月底，被告知悉轉投資公司遭受鉅額虧損時即已成立。判決指出：

(1) 「『獲悉發行股票公司有重大影響股票價格之消息』是指獲

售股票時知悉內線消息，成立犯罪（台灣高等法院94年度上重更（一）字第18號刑事判決），最高法院駁回上訴，本案確定（最高法院95年度台上字第3190號刑事判決）。相關討論，見張益輔等，內線交易案件有關重大消息成立時點之探討（中），證交資料，第五六二期，頁6-11（2009）。

悉在某特定時間內必成為事實的重大影響股票價格的消息，並不限於獲悉時該消息已確定成立或為確定事實。最高法院 94 年度台上字第 1433 號判決參照。因此，『有重大影響其股票價格之消息』並非須待特定於某時點成立後，該內部人才能知悉該消息。認定行為人是否獲悉公司內部消息，應就相關事實的整體及結果觀察。就重大影響股票價格的消息而論，公司內部人士處於可確知的狀態即為已足」。

(2) 「被告莫某擔任大霸公司董事長並實際執掌公司經營，對大霸公司業務營收及財務預測變動等情形知之甚詳。被告莫某於 93 年 8 月底左右，知悉 93 年 7、8 月（其 100% 轉投資公司）上海迪比特營收已鉅額虧損數億元之鉅，稅前損益變動達 3000 萬元，變動比例已超出 20% 的法定更新標準，而獲悉大霸公司於 93 年 8 月 23 日公布的原財測所憑基礎已然發生變化，大霸公司必然在 93 年 9 月 30 日第 3 季財務報告公告後需再為財務預測更新（調降財測）訊息，可以認定」。至於 2005 年 5 月 1 日第二次調降財務預測的消息，係成立於 2005 年 3 月 30 日，會計師提出重新評估大霸公司及上海迪比特公司存貨認列要求，顯示 2004 年度財報虧損將遠高於 2005 年 1 月公告之自結虧損數（台灣高等法院 96 年度上訴字第 5186 號刑事判決）。

最高法院以「理由矛盾」為由撤銷高院判決（最高法院 98 年度台上字第 7924 號刑事判決）。惟高院更一審仍採早期標準，認定調降 2004 年原財測的消息，至遲於 2004 年 8 月底前已明確，調降 2005 年原財測的消息，至遲於 2005 年 4 月 11 日前已成立。高院判決指出：

「被告身為大霸公司、上海迪比特公司的董事長，……從當時外在市場之變化、大霸集團每月營運收支與實際接單狀況等，隨時可知並得據以評估稅前損益之預測數（即財測）與實際數之差異數是否達

『法定更新財測標準』、自結數與查核數間之差異是否達『法定變動公告標準』，從而被告對是否會發生財測更新變動或自結數與查核數達法定公告標準之兩則重大影響股票價格消息，應處於可確知之狀態。而被告若實際知悉此兩則『93調降財測』、『大霸公司94年重大消息』於『某特定時間內勢必成為事實』之重大消息，卻在該消息公開前為買賣股票之行為，即為證券交易法第157條之1第1項所處罰之範疇」（台灣高等法院99年度金上更（一）字第2號刑事判決）⁸⁸。最

⁸⁸ 有關調降財務預測的類似案件包括：

一、**禾昌公司案**，公司內部人獲悉公司獲利不如預期，將調降財務預測，卻在消息公開前賣出股票。最高法院判決指出：「重大影響股票價格消息，皆有其基礎事實與形成決定之過程，為免對決策具有影響力者以遲延或其他不正之方法影響藉以獲利，就公司內部人獲悉重大消息之時點，應就該決策形成過程，本於經驗法則或論理法則決定之，**當非以董事會決議日為唯一判斷標準**」（最高法院99年度台上字第4091號刑事判決）。

二、**櫻花公司案**，2002年11月初負責人獲悉調降財務預測，於同年11月14日至12月13日間賣出櫻花公司股票。公司董事會於2002年12月13日通過調降財務預測的議案，由盈餘1.21億餘元降為虧損4.91億餘元。公司於同日下午公布此一消息。

判決指出，我證交法係參考美國立法例，而美國法對於內線消息，「並無所謂成立或確定之時點，因此將證券交易法第157條之1第1項：『……獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時……』解釋成該『有重大影響其股票價格之消息須成立或確定成立後在公開前，購入或賣出股票為構成要件』，不僅過於限縮該法條之適用，而與文義不合」；相關事實的定，「**不應僅機械性地固執於某特定、且具體確定之事實發生時點而已**」。因此，**調降財務預測的消息，不須等董事會決議後始為確定**（台灣高等法院台中分院95年度金上訴字第212號刑事判決，及同法院96年度金上更（一）字第236號刑事判決）。**皇旗公司案**，亦有相同的見解（台灣高等法院96年度金上重訴字第23號、第24號刑事判決）。其他調降或調升財務預測的案件，參閱張益輔等，前揭註，頁12-24；劉連煜，重大內線消息之認定－最高法院九十八年度台上字第六四九二號判決評釋，月旦裁判時報，創刊號，頁126-134（2010）；林麗香，內線交易之消息重大性－台高院101重金上更（二）3刑事判決，台灣法學雜誌，第二五一期，頁192-196（2014）。

高法院以其他理由撤銷發回（最高法院 102 年度台上字第 4509 號刑事判決）⁸⁹。

（二）中期標準

1. 力特案

公司將庫存不良品轉為開發部試機費用，將原本應列為 2005 年度費用之金額轉列為成本，藉此分期攤提損失，美化 2005 年前三季財務報表。此事經證交所發覺，並通知說明及派員查核後，2006 年 1 月 17 日晚間，力特公司在公開資訊觀測站公告**重編之財務報告**，有關 2005 年前三季的部分，增列 19 億 4 千多萬元的試機損失，公司因而由盈餘轉為虧損。力特公司董事長兼總經理甲於知悉消息後，公告之前，即 2006 年 1 月 9 日至 12 日間，指示將子公司（宏運公司）持有的力特公司股票賣出。

有關重編財報的消息，地院判決採早期標準，認為「2005 年 12 月 26 日證交所電（話通知）力特公司將來查帳時，應能預見……公司因

⁸⁹ 最高法院撤銷原判決的主要理由為：「證券交易法第一百五十七條之一……於九十九年六月二日修正時，將該條項內部人之『買入或賣出』修訂為『自行或以他人名義買入或賣出』，即於條文修正增加『以他人名義』買入或賣出股票，亦得成立內線交易罪之規定。而本件依原判決之事實認定，上訴人……並未賣出其本人名義之股票，而係賣出敦暉等六家投資公司之股票，上揭修正前後之『買入或賣出』及『自行或以他人名義買入或賣出』所規範之範圍是否相同？……上訴人之行為，是否該當於其行為時之證券交易法第一百五十七條之一第一項內線交易之規定？原判決理由對此未有任何論述說明……，自嫌理由矛盾，並有理由不備之違法」（最高法院 102 年度台上字第 4509 號刑事判決）。此項判決意旨，並不足取。事實上，最高法院許多判決採取不同的見解（例如最高法院 102 年度台上字第 4868 號，及同院 102 年度台上字第 5420 號等刑事判決）。

無法提出佐證資料，致無法通過查核」之時，消息明確（桃園地院 97 年度訴字第 227 號刑事判決）。

高院採晚期標準，認為重大消息係於 2006 年 1 月 17 日證交所查核完畢後，要求力特公司重編財務報表，消息才告明確，改判被告無罪（台灣高等法院 98 年度上訴字第 2380 號刑事判決）。

最高法院採早期標準，認為不須等證交所派員實地查核完成後，消息才告明確；判決指出：

（1）「所謂『獲悉發行股票公司有重大影響股票價格之消息』，係指獲悉在某特定時間內必成為事實之重大影響股票價格之消息而言，並不限於獲悉時該消息已確定成立或為確定事實為必要。易言之，認定行為人是否獲悉發行公司內部消息，應就相關事實之整體及結果以作觀察，不應僅機械性地固執於某特定、且具體確定之事實發生時點而已」。

（2）「證交所係於九十四年十二月十四日……通知力特公司於文到五日內檢具相關（財務）佐證資料，……（三）提供九十二、九十三年度及九十四年度第三季止公司遞延費用明細資料，且說明公司對不良品之相關處理程序及會計處理政策，暨有無將庫存不良品轉為開發部試機費用，且將應當期認列之費用轉入遞延攤銷之情事？……。（證交所）函查原因係出於檢舉；函查內容係要求該公司提供具體資料並說明對不良品之相關處理程序及會計處理政策，暨有無將庫存不良品轉為開發部試機費用等情事，更要求公司洽請簽證會計師提供存貨及遞延費用相關工作底稿，已難謂係證交所對於力特公司之一般查核」。

(3)「力特公司倘有非法將庫存不良品轉為開發部試機費用，並將應當期認列之費用轉入遞延攤銷之情事，則公司編製之財務報表即有錯誤或疏漏，自應更正、重編。而甲（被告）既係力特公司之董事長、總經理兼研發部最高主管，對於公司處理不良品之程序、有無將庫存不良品轉為開發部試機費用及公司之會計處理政策，理應知之甚詳，其對公司將無法通過查核，而需重編公司九十四年第三季財務報表在某特定時間內必成為事實之重大影響股票價格之消息，能否諉為不知？非無研議之餘地」。

(4)「原判決未就相關事實之整體及結果以作觀察，逕認證交所查核力特公司財務報表時，並非證券交易法第一百五十七條之一第一項所指之重大消息，而係九十五年一月十七日證交所在查核完畢後，要求力特公司重編財務報表，方屬前述之重大消息。亦即原判決係以內線交易，限於獲悉時有重大影響股票價格之消息已確定成立或為確定事實為必要，而被告等係於『證交所要求力特公司重編財務報』此重大消息成立之九十五年一月十七日前賣出該公司之股票，因而為有利被告等之認定，依首開說明，其所持之見解自有可議」（最高法院 98 年度台上字第 7898 號刑事判決）⁹⁰。

高院更一審認同地院原審見解，確認 2005 年 12 月 26 日消息已屬明確（台灣高等法院 99 年度金上更（一）字第 1 號刑事判決）；惟最高法院以證人（力特會計經理）否認證交所曾「於 12 月 26 日電話

⁹⁰ 相關後續判決，見台灣高等法院 99 年度金上更（一）字第 1 號、最高法院 100 年度台上字第 2565 號、台灣高等法院 100 年度金上更（二）字第 4 號及最高法院 102 年度台上字第 469 號等刑事判決。相關討論，參閱林孟皇，內線交易的規範理論基礎與重大消息認定－評最高法院 99 年台上字第 1157 號刑事判決，法令月刊，第六十一卷第九期，頁 77-78（2010）。

通知力特公司前來實地查核」，亦無證據證實此一事實，而撤銷發回（最高法院 100 年度台上字第 2565 號刑事判決）。**高院更二審改以證交所 2006 年 1 月 6 日派員到力特實地查核，被告當時已明知公司無法通過查核，做為消息明確的時點**（台灣高等法院 100 年度金上更（二）字第 4 號刑事判決）。最高法院以高院更二審有關犯罪所得的計算未扣除稅費等理由撤銷發回（最高法院 102 年度台上字第 469 號刑事判決）。

高院更三審維持更二審的中期標準，認為證交所於 2006 年 1 月 6 日派員到力特公司實地查核存貨及試機費用帳務，而被告甲（力特董事長）明知公司無法通過查核，勢必重編財務報表時，此一重大消息明確。被告甲自同年 1 月 9 日至 12 日賣出 128 萬股，總經理室的課長，即被告乙自同年 1 月 9 日至 17 日賣出 5.7 萬股，均成立內線交易罪（台灣高等法院 102 年度重金上更（三）字第 2 號刑事判決）。

2. 南港公司案

1993 年至 1995 年南港公司均有虧損，1996 年轉虧為盈，乃依所得稅法第 39 條規定，將以往年度虧損自盈餘中扣除，計認列所得稅利益 2 億 1,629 萬餘元。1997 年 1 月 25 日會計師查核完成，同年 2 月 4 日公司董、監事聯席會正式決議通過 1996 年度的盈餘，將「稅前利益 1 億 7,493 萬 5 千元，加**所得稅利益 2 億 1,629 萬 1 千元**，本期淨利 3 億 9,122 萬 6 千元」，並於同年 2 月 5 日在股市觀測站公告。認列所得稅利益 2 億餘元，達公司全年盈餘 3 億 9 千餘萬元的 55%，屬於重大消息。南港公司董事長自 1997 年 1 月 27 日至 2 月 1 日，分別以國豐等公司名義買入南港公司 159 萬股。股價在 2 月 6 日起 6 個營業日上漲 22.11%。

地方法院採晚期標準，認為本案重大消息應於董、監聯席會議通過時成立，判決被告無罪（台北地院 89 年度易字第 3747 號刑事判決）。台灣高等法院改採中期標準，認為認列所得稅利益於 1997 年 1 月 25 日經會計師查核完成即已明確，被告雖主張該項認列須經董事會決議始為成立，惟未為法院所採，改判被告有罪（台灣高等法院 89 年度上易字第 4472 號刑事判決）。最高法院駁回上訴，本案確定（最高法院 91 年度台上字第 6500 號刑事判決）⁹¹。

3. 明基案

被告游某為明基公司財務副總經理，2006 年 1 月中旬從明基提供給會計師的自結報表中，知悉明基公司 2005 年虧損 37 億餘元，被告於 2005 年 1 月 20 日至 2 月 20 日，利用他人名義賣出明基股票，得款 2 億 3 千餘萬元。2006 年 3 月 14 日明基公布財務報告「2005 年第 4 季稅前虧損 57.2 億元，稅後虧損 60.2 億元，單季每股淨損 2.45 元」。檢察官認為明基公司於 2006 年 1 月 9 日向安○會計師事務所提出 2005 年度自結損益表及試算表等資料，顯示公司有 37 億餘元虧損時，重大消息明確。被告在消息公開前賣出股票，應構成內線交易⁹²。

桃園地院依會計師及公司員工證詞，認為明基 2005 年度損益，應於 2006 年 3 月 13 日安○會計師事務所查核完成時，始得確定，試算

⁹¹ 本案相關討論，見劉連煜，前揭註 1，頁 178-196；張益輔等，前揭註 68，頁 71-75。

⁹² 本案尚有其他被告，涉案事實互有差異，惟均以明基虧損的消息何時明確為爭執之焦點，為節省篇幅，不就全部被告一一說明。有關本案消息何時明確的討論，參閱陳彥良，由明基案看內線交易中重大消息相關爭議問題－兼評台灣高等法院九十八年度矚重訴字第六一號刑事判決，月旦法學雜誌，第二一九期，頁 199-203（2013）。

表不能做為消息明確的基準，判決被告無罪（桃園地院 96 年度矚重訴字第 1 號刑事判決）。

台灣高等法院採早期標準，認為 2006 年 1 月 17 日，明基財務長洪某製作內部估算資料，推估因併購西門子手機部門，導致公司 2005 年第 4 季稅後虧損 68 億 3 千餘萬元。由於此項「推估之過程，並非憑空想像」，「乃依現有數據以其會計專業推估而來」；明基公司因併購西門子案「將致 94 年度有五、六十億元以上之虧損金額之消息，應已明確」。因而改判被告有罪（台灣高等法院 98 年度矚上重訴字第 61 號刑事判決）。

最高法院以犯罪所得計算等問題撤銷高院判決，對於消息何時明確問題並未討論（最高法院 101 年度台上字第 3834 號刑事判決）。

台灣高等法院更一審改採中期標準，認為「證券交易法第 157 條之 1 所規定之重大消息，需至『具體』、『明確』之程度，行為人始受禁止買賣之規範」。高院認同桃園地院的見解，採信查核會計師及明基公司財務長洪某及其他會計人員的證詞，認為試算表不是正式的財務報表，亦無從依試算表確定公司的損益數字，「自難遽認明基公司提供予安○會計師事務所試算表時，明基公司 94 年度第 4 季之合併營收即告確定」。此項重大消息於 2006 年 3 月 13 日會計師完成查核報告時才告明確，因而維持桃園地院無罪判決（台灣高等法院 101 年度重金上更（一）字第 5 號刑事判決）⁹³。

⁹³ 學者認為：「因一家會計制度健全、內部控制制度嚴密之公司，提供給會計師之自結報表與經會計師查核報告日之財務報表數字應不會有顯著差異、甚至無差異。基於此，重大影響其股票交易價格之消息，理應在自結報表提供日重大消息成立時點，即已確定。反之，若是一家會計制度不健全、內部控制制度不嚴密之公司，提供給會計師之自結報表與經會計師查核報告日之

（三）晚期標準：新光金控案

新光金控與台新金控有意合組金控公司，2001 年初開始進行洽談。為配合合併計畫，新光人壽委託德勤公司精算如何充實責任準備金等事宜。2002 年 6 月 24 日下午，精算報告出爐，新光人壽決定增提責任準備金 196 億元，翌日，即 6 月 25 日上午向財政部報告後，新光人壽及新光金控於下午召開董事會通過決議，並於證交所公開資訊觀測站公告。

檢方調查發現，新光金控暨新光人壽負責人透過其所掌控的兩家公司，於 2002 年 6 月 19 日與 20 日賣出新光金控公司股票。由於增提鉅額責任準備金，將大幅降低新光金控盈餘，必須調降財務預測，檢方認為在此項消息公開前，賣出股票應構成內線交易。

惟法院採晚期標準，認為增提鉅額責任準備金雖屬重大影響股價的消息，但須經董事會決議方能確定。判決指出：

「新光人壽公司增提責任準備金之數額，及是否以減資彌補虧損及現金增資因應，新光金控公司是否因此更新 91 年度之財務預測，此於德勤公司所作之評估報告出爐前，尚在未定之天，須待該報告作出時始能知悉，並於新光人壽公司及新光金控公司董事會決議後方能確定，是此項重大影響新光金控公司股票價格之消息之成立時點應係 91 年 6 月 24 日」；賣出股票既然在消息成立之前，就不構成內線交易，

財務報表數字，始有極大差異之可能，其重大消息成立時點，則應在會計師查核報告日，始告確定」。見廖大穎、張進德，健全公司治理的鑑識會計—從證券交易法第一五七條之一重大消息成立時點談起，月旦法學雜誌，第二四六期，頁 104（2015）。

被告無罪確定（台北地院 94 年度訴字第 1049 號刑事判決、台灣高等法院 95 年度上訴字第 2706 號刑事判決）⁹⁴。

六、買賣土地

（一）早期標準：台鳳公司案

台鳳公司與駿達公司係於 1997 年 12 月 11 日簽訂土地買賣契約，並於 12 月 13 日公布消息。被告於 1997 年 10 月 6 日至同年 12 月 13 日，利用其控制之子公司大量買入台鳳股票。被告主張此項消息應以簽約日至公告日止，作為「內部消息存在時點」，被告既未在這 3 天購買台鳳公司股票，應無內線交易可言。

法院駁斥被告主張，認定被告於 1997 年 10 月間即已知悉駿達公司將購買台鳳公司土地，且請中華徵信所進行鑑價，得知該筆土地之市價至少有 18 億元，台鳳公司將因此獲得鉅額收益。因此「不能以土地買賣雙方當事人簽約日作為被告知悉此一重大影響股票價格消息之始（時）點」，而應往前推至 1997 年 10 月方為合理，否則「何能規範類此本件公司內部人自知悉土地交易時起以迄土地買賣簽約日期間買入股票之行為，此應非合於證券交易法第 157 條之 1 第 1 項規定之立法解釋甚明」（台北地院 89 年度訴字第 302 號刑事判決、台灣高等法院 92 年度金上重訴字第 5 號刑事判決、最高法院 95 年度台上字第 1220 號刑事判決）。法院採早期標準，以買方進行土地鑑價之時，做為消息明確時點。

⁹⁴ 本案相關討論，見林孟皇，金融犯罪與刑事審判，頁 297-338，元照出版有限公司（2010）；張益輔等，前揭註 68，頁 75-81。

(二) 中期標準

1. 新藝纖維公司案

公司決定將工廠遷移，並出售原廠土地。1993年5月25日公司內部簽擬「工廠機器設備遷移及土地處分案」，同年6月14日董事會通過，翌日公布消息。1993年4月17日至5月24日間，董事長利用子女名義買入新藝股票。

法院依新藝公司相關部門經理及廠長之證詞，認為**董事長早係1993年1月即決定遷廠售地**，公司董監事均為其家人或親戚，公司相關程序「僅係形式上在對外完成遷廠售地所需之法令程序而已」，法院認定消息於1993年1月間即已成立，董事長構成犯罪（台南地院88年度易字第1138號刑事判決、台南高分院89年度上易字第345號刑事判決）。法院採中期標準，以**董事長決定遷廠時為消息明確之時點**。

2. 味全公司案

1998年8月28日味全公司董事會授權董事長處理出售公司土地事宜。同年10月12日新燕公司董事會決議購買，10月13日味全與新燕簽約，總價64億9千餘萬元，味全公司獲利約36億元。味全公司於10月14日下午公告售地消息。味全公司董事長則透過子公司於**1998年10月12日至14日間**購入味全公司800萬股。

法院認為購地消息成立之時間，「應以能具體認定交易對象、交易內容（包括標的物、買賣金額）及買賣契約應可履行之時點為準，故仍應以該新燕公司董事會決議授權購置之**87年10月12日上午10**

時為斷」，因而判決董事長構成內線交易（台北地院 91 年度易字第 1296 號刑事判決、台灣高等法院 92 年度上易字第 560 號刑事判決）。法院採中期標準，認為買方董事會通過購地案時，消息明確。

3. 廣大興業公司案

廣大公司擬出售南投廠土地及設備，董事長於 1998 年 5 月 17 日與廣長公司簽訂讓售協議書，同年 5 月 19 日廣大公司召開股東會授權董事會辦理；同日下午董事會即決議通過處分土地、建物及設備等；嗣於同年 6 月 30 日正式簽訂買賣契約書，並於 7 月 1 日在櫃買中心股市觀測站公告。公司董事等內部人於 1998 年 5 月 28 日至 6 月 30 日間，買入廣大公司股票獲鉅額利益。

被告主張 6 月 30 日正式簽約，消息始為成立，惟法院以證期會規定之「事實發生日」為依據，認為應以「交易簽約日、付款日、委託成交日、過戶日、董事會決議日或其他足資確定交易對象及交易金額之日等日期孰前者」⁹⁵為準，因而採中期標準，以 5 月 17 日協議書簽訂日為消息成立之時（台北地院 89 年度易字第 1933 號、台灣高等法院 91 年度上易字第 1604 號及最高法院 94 年度台上字第 6382 號刑事判決）。

在廣大興業公司的民事損害賠償案，法院亦採相同見解。判決指出：

（1）「成立時點之認定，應以最早能具體認定前開交易之對象及交易內容（包括標的、買賣金額）及確實交易之履行必然性之時點即足當之」；

⁹⁵ 見「公開發行公司取得或處分資產處理要點」第 4 條第 6 款；後來改稱為「公開發行公司取得或處分資產處理準則」，2008 年 10 月 16 日修正發布。

(2)「無論前揭協議書是否為正式之買賣契約，然以上開協議書之內容具體確定為出售南投縣草屯鎮月眉厝段 109 之 1 等 26 筆廣大公司之資產，且交易之對象亦確定為廣長公司，並當場支付訂金以確保將來交易之履行，縱雙方約定另日簽訂正式合約，亦不損該協議書內容為最早能具體認定前開廣大公司資產之交易對象及內容，暨確實交易履行必然性時點之認定」；

(3)「87 年 6 月 30 日所簽訂之正式買賣契約之交易金額雖與協議書約定之讓售金額不同，惟此僅係因買賣土地之坪數計算錯誤所致，買賣之標的並無更易，業據證人沈某證述如前，是此買賣價金之變更，尚無礙於 87 年 5 月 17 日簽立協議書時，即為最早能具體認定前開廣大公司資產之交易對象及內容，暨交易履行必然性時點之認定」（台灣高等法院 95 年度金上字第 13 號民事判決）。判決亦採中期標準，認定讓售協議書簽訂之日消息明確。

上開案例顯示，買賣土地的消息何時成立，並無一致的認定標準。從知悉買方有意將購買土地，賣方委託土地鑑價（台鳳案），到董事長決定遷廠並處分土地（新藝案），到買方董事會決議授權買入土地（味全案），到雙方簽訂協議書（廣大興業案）等，法院以不同的時點，認定消息的明確性。

七、更換董事長或總經理

（一）早期標準：赤崁公司案

台灣高等法院採晚期標準，認為更換總經理的消息，應以董事會決議之日成立。但最高法院予以撤銷發回，改採早期標準。

被告陳某於 2002 年 11 月間，自赤崁公司負責人獲悉訴外人謝某將出任該公司總經理，乃自 2002 年 11 月 28 日起至 2003 年 1 月 2 日間，買入赤崁公司股票。赤崁公司董事會於 2003 年 4 月 2 日決議請謝某出任總經理。台灣高等法院認為，總經理變更雖為影響股價的重要消息，但「所謂內線交易應以重大消息已成立、確定為其構成要件，若行為人買賣股票當時，重大消息尚未成立、確定，則行為人不構成犯罪」。赤崁公司董事會係於 92（2003）年 4 月 2 日決議由謝某擔任總經理，因此變更總經理之消息，係於 4 月 2 日董事會決議之日成立。被告買入赤崁公司股票時，變更總經理的重大消息尚未成立，判決無罪（台灣高等法院 96 年度矚上訴字第 4 號刑事判決）。

最高法院判決認為：「所謂『獲悉發行股票公司有重大影響股票價格之消息』，係指獲悉在某特定時間內必成為事實之重大影響股票價格之消息而言，並不限於獲悉時該消息已確定成立或為確定事實為必要」，高院原審「所持之見解，自有可議」（最高法院 98 年度台上字第 6413 號刑事判決）。

如何認定更換總經理的消息，「在特定時間內必成為事實」？高院更一審認為總經理謝某在通緝之中，無從認定被告陳某在買進赤崁公司股票之前，謝某已與赤崁公司達成接任總經理的協議，因而亦無從確認「『總經理變動之消息在某特定時間內必成為事實』之時點」（台灣高等法院 98 年度矚上更（一）字第 2 號刑事判決）。

最高法院再次發回高院更審，並採早期標準，認為從謝某 2002 年 11 月 18 日起大量買入赤崁公司股票等相關事證，「似已可確認『總經理變動之消息在某特定時間內必成為事實』之時點」。判決指出：「謝某於九十一年九月二十日自博達公司去職後，即自九十一年十一

月十八日起，開始在集中交易市場大量買入赤崁公司股票，……證券櫃台買賣中心……亦認為謝某買入赤崁公司股票係經營權之分配。倘若屬實，則王某到赤崁公司任職前已評估並向謝某建議可行後，謝某與陳某當面確認可以合作，即雙方協議成立時，何以不可確認其為赤崁公司『總經理變動之消息在某特定時間內必成為事實』之時點？否則陳某或赤崁公司所授權之人若未在謝某買入赤崁公司股票前，即與謝某等人達成協議要讓謝某將來擔任赤崁公司之總經理，謝某焉敢一舉從集中交易市場大量買入赤崁公司之股票……？似此情形，是否仍不可據以認定證人王某所證述謝某團隊進入赤崁公司，謝某就是要擔任總經理之證詞為可採？亦即至遲從謝某於九十一年十一月十八日起，開始在市場大量買入赤崁公司股票時，似已可確認赤崁公司『總經理變動之消息在某特定時間內必成為事實』之時點」（最高法院 100 年度台上字第 4803 號刑事判決）。

最高法院不以公司進行總經理的任命程序，或公司決策者與謝某洽談的情形做為認定基礎，而以被告大量買入赤崁公司股票做為認定消息明確的事證，值得注意。美國法院在若干案例，亦以被告大量買進股票的事實，認定消息的重大性⁹⁶。

高院更二審依本案相關事證，認為無法認定被告因知悉變更總經理的消息而買賣股票，維持無罪判決（台灣高等法院 100 年度重金上更（二）字第 5 號刑事判決）⁹⁷。最高法院駁回檢察官上訴，被告不成

⁹⁶ 例如 SEC v. Mario, 51 F. 3d 623, 637 (7th Cir. 1995); Rothberg v. Rosenbloom, 771 F. 2d 818, 821 (3d Cir. 1985)。相關討論，見 WANG & STEINBERG, *supra* note 4, at 111-113; LANGEVOORT, *supra* note 24, at 5-13-5-14。

⁹⁷ 高等法院認為無法確認被告利用內線消息買進股票，判決無罪：「被告雖於 91 年 11 月 28 日起至 92 年 1 月 2 日止之期間買入赤崁公司之股票，並於

立內線交易確定（最高法院 103 年度台上字第 4050 號刑事判決）⁹⁸。

（二）中期標準：生技達人公司案

基因公司持有生技達人公司 50% 股權，5 席董事中佔有 3 席。2013 年上半年生技達人公司的營業收入，占基因公司合併營收比重約在 53% 至 70% 之間。法院確認生技達人公司董事長莊某領導的麵包師傅團隊，為生技公司營收的支柱。更換董事長莊某為影響投資人是否買賣基因公司股票的重大消息。

2013 年 8 月 14 日及 15 日，基因公司董事長徐某與莊某討論生技達人公司人事安排及經營政策，意見嚴重分歧。生技達人公司於 2013 年 8 月 19 日下午 4 時許召開董事會，決議由基因公司董事長徐某取

92 年 1 月 28 日起至 93 年 2 月 19 日止，陸續賣出所持有之赤崁公司股票，然即令以謝某於 91 年 11 月 18 日起大量購入赤崁公司股票，認為係『謝某擔任赤崁公司總經理』之重大影響股票價格之消息『在某特定時間內必成為事實』之時點，**經檢視被告就赤崁公司股票買賣之操作情狀，尚未能確認被告曾利用內部人或關係人始得知悉之赤崁公司上揭內部消息**，在證券市場與不知該消息之一般投資人為對等交易，自無法認定被告係因獲悉該消息而買賣赤崁公司之股票而有內線交易之行為」（台灣高等法院 100 年度重金上更（二）字第 5 號刑事判決）。

⁹⁸ 判決指出：「按謝某擔任赤崁公司總經理一事，其消息係於九十二年四月二日發布……，赤崁公司於該期間之股價及成交量，整體係呈現價穩量縮之格局，並未因該消息之發布有受重大影響情事。又內線交易犯罪之普遍情狀，係在重大消息公開前，消息受領人會先行購買或出售股票，在重大消息公開後，再行脫手獲利或低價回補，而被告係於九十一年十一月二十八日至九十二年一月二日間買入赤崁公司股票，分別於七個營業日合計買入四百四十六張，在赤崁公司於九十二年四月二日公告總經理變動前，已於九十二年一月二十八日出售股票一百張，即被告於赤崁公司公告總經理變動前，即有大量出售赤崁公司股票之情形，並未顯現被告有囤積惜售，待股價衝高後出售之圖謀」（最高法院 103 年度台上字第 4050 號刑事判決）。

代莊某擔任生技達人董事長。此項消息於同年 8 月 19 日下午 6 時許在公開資訊觀測站公告。徐某在同日上午賣出基因公司股票 5 萬股，大股東許某（消息受領人）亦賣出基因股票 11 萬股。

法院採中期標準，認為生技達人公司董事會雖然在 8 月 19 日下午才決議更換董事長，但從 8 月 14 日及 15 日徐、莊的談話內容，足可認定更換董事長的消息在當時業已明確。

地院判決指出：「倘就客觀上觀察，重大消息所指內涵於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，而內部人已實際知悉此消息，自不能以董事會、股東會尚未依法定程序為決議，或主管機關尚未審查，即謂該消息尚不具體明確，或事實尚未發生，致使內部人可以蓄意拖延應進行之法定程序先行買賣股票，導致資訊流通受影響，阻礙證券市場公平競爭。……基因公司有權主導生技達人公司董事會超過半數投票權之情，業如上述……，則在身為基因公司董事長之被告徐某於 102 年 8 月 15 日已然決定取代證人莊某成為生技達人公司董事長之情形下，縱使證人莊某日後反悔不辭任生技達人公司董事長，被告徐某仍可藉由基因公司具有主導生技達人公司董事會超過半數投票權之優勢」，解任莊某董事長之職務。因而生技達人公司董事長變動之事，「於一定期間必然發生之情形於 2013 年 8 月 15 日已屬具體明確」（台北地院 104 年度金訴字第 4 號刑事判決）。

（三）晚期標準：精英公司案

法院採晚期標準，認為更換董事長的消息，應於董事會決議之日成立。被告黃某為精英公司原任董事長，於 1998 年 8 月 10 日與簡某

協議，將於8月20日的董事會中，支持簡某接任董事長，黃某旋於8月11日出售精英股票830萬股。8月20日簡某當選董事長，檢察官將黃某依內線交易罪起訴。地方法院認為，**公司更換董事長雖屬重大消息，惟必須於董事會完成改選程序後，消息始為成立。**縱然8月10日兩人確有協議，惟消息於8月20日董事會決議後始告成立，被告出售股票時尚無內線消息存在，不構成犯罪（台北地院89年度訴字第158號刑事判決）。

高院予以維持，判決明確指出：「被告於八十七年八月二十日精英公司召開董事會前，被告曾與簡某私下達成協議，由被告支持簡某接任精英公司董事長。惟依公司法規定，**董事長經董事會決議通過，始行確定。**被告於精英公司董事會召開前，縱因為使簡某順利當選精英公司董事長，而有於公開市場出售個人或力捷公司持有精英公司之股票，再由簡某於公開市場購入，亦須於八十七年八月二十日，**精英公司董事會決議通過後確定。**公訴人上訴，猶以被告於精英公司董事會召開前業已同意簡某繼任董事長，自屬獲悉精英公司更換負責人之重大消息，委無可採」（台灣高等法院91年度上訴字第1399號刑事判決）。

依照此項判決，內部人雖明知8月20日可以完成董事長改選，在此之前賣出股票，仍然不成立內線交易。方法上傾向嚴格的文義解釋。就防範內線交易的目的而言，公司決策者如有意利用消息買賣股票，可以延後召開董事會，規避內線交易的規範，可能為內線交易開啟方便之門⁹⁹。

⁹⁹ 中信金控轉投資兆豐金控案，法院認為金控轉投資應符合主管機關規定的財務條件，在未符合條件之前，轉投資無法獲得主管機關核准，轉投資的消

茲將上開案例的重點，列表如下。

表五：重大消息成立時點表

重大消息 種類	案件名稱 (內部人買賣股票 的時間)	法院認定消息明確或成立的時點 (在實地查核完成之前或之後) 【認定標準】
公開收購 或成立(終 止)策略聯 盟	1.品佳、世平案 (2005年2月15日 至2005年3月27 日)	1.士林地院：雙方協商代表決定依 企業併購法，以股份轉換方式新設 控股公司之時(2005年2月15日)。 (實地查核之前)【早期標準】
		2.台灣高等法院：雙方就換股比例 達成共識時(2005年3月25日)。 【中期標準】

息不能成立。判決指出：「中信金控於發行前揭特別股前之雙重槓桿比率並不符合前揭轉投資審核原則得申請轉投資兆豐金控之規定，嗣經於 94 年 12 月 29 日完成上開特別股之募集，使其雙重槓桿比率降為 105.77% 後，始符合前揭規定而得申請轉投資兆豐金控，並適用前揭轉投資審核原則第 4 點關於自動核准生效之規定。是依前揭規定及說明，自應認為中信金控因於 94 年 12 月 29 日順利完成募集前揭特別股，使其財務條件符合前揭轉投資審核原則第 4 點關於得申請轉投資兆豐金控，並適用自動核准生效之規定，而得向金管會提出系爭轉投資兆豐金控案申請之重大消息，應於 94 年 12 月 29 日始成立或具體明確」（台灣高等法院 97 年度上重訴字第 54 號刑事判決）。此項判決認為主管機關核准為消息成立的前提，與精英案認為董事會決議時，重大消息方為明確的見解，均採晚期標準。

此外，關於銀行對公司緊縮信用的消息，法官認為係於銀行通知到達之時為消息成立之時點，因此未收到通知前買賣股票，不成立犯罪。此一見解亦傾向嚴格文義的形式認定，亦屬晚期標準。見台北地院 89 年度訴字第 241 號刑事判決；台灣高等法院 91 年度上訴字第 552 號刑事判決。

		3.最高法院：同意士林地方法院見解。（高院更一審及最高法院確定終局判決，均同此意旨） 【早期標準】
	2.德宏、大強森案 (2006年5月8日)	雙方代表初步以交換股權做為合作方向，並就後續進行實地查核、簽訂合作意向書、換股比例與董監席次安排等達成共識之時。此一共識內容，尚待雙方董事長裁示（2006年2月23日）。 (實地查核之前) 【早期標準】
	3.力晶、旺宏案 (2005年11月28日至2006年1月16日)	1.新竹地院：雙方須就買賣晶圓三廠、委託開發、代工服務及違約賠償等事項，均達成協議時，消息才告明確（2006年1月15日或16日）。【晚期標準】
		2.台灣高等法院：雙方談判代表（力晶副董事長蔡某與旺宏副總經理等人）就收購晶圓三廠的價格（53億元）達成共識之日（2005年12月22日）。【中期標準】
		3.最高法院：旺宏開始規劃晶圓三廠淨空作業，將其機台搬回二廠之

		時（2005年11月28日）。【中期標準】
		4.高院更一審：兩家公司董事會通過買賣晶圓廠及策略聯盟案之日（2006年1月18日）。【晚期標準】
		5.最高法院：同意高院原審見解，以雙方代表就收購晶圓三廠的價格達成共識時，為消息明確之日（2005年12月22日）。（但法院以程序理由駁回上訴，被告無罪確定）（實地查核之後）【中期標準】
	4.捷普、綠點案 （2006年9月13日至2006年10月30日）	雙方代表簽訂意向書，就收購價格區間達成共識之時（2006年9月12日）。 （實地查核之前）【中期標準】
	5.嘉泥、台泥案 （2007年6月4日、7日、8日）	雙方董事長就換股比例達成協議之日（2007年6月2日）。 （實地查核之前）【中期標準】
	6.宏碁、倚天案 （2006年2月25日）	雙方董事長同意換股比例之日（2008年2月12日）。

	起)	(實地查核之後)【中期標準】
	7.橡樹、復盛案 (2007年3月7日至2007年5月3日)	橡樹公司經多次參訪復盛集團的公司、工廠，進行實地查核並與復盛董事長等負責人進行會談後，向復盛董事長提出具體併購簡報，包括各階段作業時程、收購價格試算表等。復盛董事長(持有復盛46.8%股權)在簡報後表達「可以慎重考慮」併購案之時(2007年3月6日)。 (實地查核之後)【中期標準】
	8.渣打、新竹商銀案 (2006年4月4日至7日，25日至29日)	1.台灣高等法院：雙方就「每股不低於24元的價格收購」達成共識之時(2006年8月30日)。【中期標準】 2.最高法院：收購價格外，尚須考量收購數量能否過半等重要事項，不能僅以價格達成初步共識，就認為消息已經明確。 (實地查核之後)【晚期標準】 3.高院更一審：富邦金控同意應賣股份之時(2006年9月20日)。

		(實地查核之後)【晚期標準】
	9.佳鼎、志超案 (2006年12月1日至2007年1月15日)	志超公司停止發給訂單、搬走機器、撤走全部人員及設備之時(2006年12月)。【晚期標準】
聲請重整 與公司停 業	1.寶成案 (2002年4月4日及2002年4月8日)	1.高雄高分院：公司董事會通過「依法聲請重整案」之時(2002年4月10日)。【晚期標準】
		2.最高法院：公司財務持續惡化，銀行貸款壓力沉重，財務部與會計師、律師研究後，建議公司聲請重整之時，消息已經明確(2002年3月底)。【中期標準】
	3.高雄高分院更一審：無證據證明被告賣出股票時知悉董事會決議聲請重整，判決被告無罪。	
	2.十美案 (2003年12月17日至2003年12月26日)	知悉十美公司向民間借貸款項於2003年12月底到期無法清償，並將導致公司停業之時(2003年12月17日)。【晚期標準】
調升盈餘 目標或調	1.訊碟案 (2000年8月19日)	被告從市場情況、訂單來源、營收狀況及稅前純益等資訊，預見公司

降財務預測	至 2000 年 10 月 26 日)	將再一次調降財務預測時，調降財務測的重大消息明確。【早期標準】
	2.大霸電子案 (2004 年 9 月 1 日至 2004 年 10 月 4 日)	1.台北地院：公司會計部門對於原財務預測稅前損益達成率之檢討完成之時(2004 年 10 月 7 日至 10 日之間)。【中期標準】
	(2005 年 3 月 1 日至 2005 年 3 月 21 日) (2005 年 4 月 11 日至 2005 年 4 月 15 日)	2.台灣高等法院：關於 2004 年調降財測的消息，於被告知悉大霸公司轉投資公司的營收已虧損數億元，必將於 2004 年 9 月 30 日調降第三季財務預測之時(2004 年 8 月底)。關於 2005 年調降財測之事，依類似認定基準，則於 2005 年 4 月 11 日前成立。【早期標準】
	3.力特案 被告甲(2006 年 1 月 9 日至 2006 年 1 月 12 日) 被告乙(2006 年 1 月 9 日至 2006 年 1 月 17 日)	高院更三審：證交所開始派員實地查核公司存貨及試機帳務，而被告明知無法通過查核，勢必重編財務報表之日(2006 年 1 月 6 日)。【中期標準】
4.南港輪胎案	公司認列所得稅利益，經會計師查核完成時成立(1997 年 1 月 2 日)。	

	(1997年3月31日至1997年4月29日)	【中期標準】
	5.明基公司 (2006年1月20日至2006年2月20日)	2005年財務報告經會計師查核完成時，消息成立(2006年3月13日)。【中期標準】
	6.新光金控案 (2002年4月19日至2002年4月20日)	公司增提責任準備金之事，於董事會決議通過時成立(2002年6月25日)。【晚期標準】
買賣土地	1.台鳳案 (1997年10月6日至1997年12月13日)	被告知悉駿達公司有意購買台鳳土地，並請徵信所進行鑑價之時(1997年10月)。【早期標準】
	2.新藝案 (1993年4月17日至1993年5月24日)	新藝公司董事長決定遷廠並處分土地之時(1993年1月)。 (董事會於同年6月14日通過土地處分案)【中期標準】
	3.味全案 (1998年10月12日)	新燕公司董事會決議購買味全公司土地之時(1998年10月12日)。

	日至 1998 年 10 月 14 日)	【中期標準】
	4.廣大興業案 (1998年5月28日至1998年6月30日)	廣大公司(賣方)與廣長公司(買方)簽訂土地讓受協議書之時(1998年5月17日)。【中期標準】
更換董事長或總經理	1.赤崁案 (2002年11月28日至2003年1月2日)	1.台灣高等法院：赤崁公司董事會決議更換總經理之日(2003年4月2日)。【晚期標準】 2.最高法院：被告從赤崁公司負責人知悉行將更換總經理的消息後，開始從市場大量買入赤崁公司股票之日(2002年11月18日)。【早期標準】
	2.基因公司(胖達人)案 (2013年8月19日)	主導過半董事席次的基因公司董事長，決定更換生技達人公司董事長之時(2013年8月15日)。【中期標準】
	3.精英案 (1998年8月11日)	精英公司董事會決議通過新任董事長之日(1998年8月20日)。【晚期標準】

資料來源：(作者依相關判決整理)

伍、法律解釋與價值判斷

一、法院認定標準的歧異

證交法第 157 條之 1 規定，實際知悉公司「重大影響其股票價格之消息時，**在該消息明確後**」，內部人買賣股票應受限制（第 1 項）。所謂「重大影響其股票價格之消息」，係指「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**」（第 5 項）。至於「消息明確」的意涵，證交法並未明文界定。依**最高法院的主流見解**，所謂「消息明確」，係指「重大消息所指內涵於一定期間必然發生之情形已經明確」，或「在某特定時間內必定成為事實」的情形。因此是**以事情發生的機率做為測試標準，並以事情必然發生做為判斷基礎**。但如何判斷「事情必然發生」，法院存有歧異的認定標準。

以品佳、世平整併案為例，**地方法院認為**，2005 年 2 月 15 日雙方代表決議「依企業併購法收購規定，共同以股權轉換方式，新設控股公司，並各自成立專案小組進行實地查核，委由會計師、專家提出評估、分析報告」之時，消息已經明確，**雖然當時「尚未能確認換股比例及相關條件……，而認其仍有破局的可能」**，但因「**合併案對品佳公司之發展及股價可能產生的重大影響，足認已屬……重大消息**」（士林地院 96 年度訴字第 1135 號刑事判決）。**最高法院亦認為**，2005 年 2 月 15 日「**似為最早能確認品佳公司與世平公司合組意願（即交易對象確定），且以控股方式合組（即交易內容確定），並安排後續商談的細節及程序（即確實交易履行之必然性）**，此等有關交易對象、

交易內容之確定及確實履行之必然性的事實，實質已有可能改變投資人對原股票投資價格之判斷」，此時消息已經成立（最高法院 100 年度台上字第 3800 號刑事判決）。惟台灣高等法院則認為，依 2005 年 2 月 15 日的協議內容，「合併是否能成功，在雙方換股比例未確定前，似仍有太多之變數，亦即是否已達於確實交易之履行必然性，均有疑義」（台灣高等法院 97 年度上訴字第 383 號刑事判決）。

地方法院及最高法院雖表明以「交易必定成為事實」做為測試標準，但實質上係以「影響投資判斷」做為基礎，雖明知系爭交易仍有破局可能，但因雙方初步協議「已有可能改變投資人……之判斷」，因此仍然認定消息明確，屬於早期標準。相對而言，高院則以雙方協商過程，尚未達到必然完成交易的程度，認為消息尚未明確，因此採「交易必定成為事實」的晚期標準。

本文討論的案例中，採早期標準者，判決雖然仍有「必定成為事實」的論述，但其實是採「影響投資判斷」的標準，亦即交易的進行如到達影響投資判斷的程度，消息即已明確。採晚期標準者，必須雙方對交易重要內容均達共識，確定「交易必定成為事實」時，消息才告明確。至於採中期標準者，性質上仍屬「交易必定成為事實」的標準，但以雙方對交易價格達成協議，做為消息明確的時點。

這些分歧的判斷標準，應以何者為當？

二、法律解釋與價值判斷

（一）證交法的文義與體系

證交法第 157 條之 1 所規定的「消息明確」，文義本身可能有分

歧的解讀。如果抽離條文的體系，嚴格依文義解釋，所謂消息明確，就公開收購而言，依主管機關的定義，是指「對非特定人以公告、廣告、廣播、電傳資訊、信函、電話、發表會、說明會或其他方式為公開要約而購買有價證券之行為」（公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 2 條第 1 項）。因此在未辦理公告或以其他方式為公開要約購買股票之前，公開收購的消息均未明確。參與公開收購作業人員（或其他獲悉消息之人），在公告之前買入目標公司股票，都不構成內線交易。此外，在公司合併的情形，依法必須經雙方公司股東會特別決議的程序（公司法第 316 條）；在某些企業（例如金融保險業），尚應目的事業主管機關及公平會的核准，合併才能確定成為事實，消息至此方屬明確。

惟同樣依文義解釋，也可能有不同的結論。例如兩家公司代表人於 2016 年 6 月 6 日見面洽談併購事宜，雖然對於重要內容未達共識，無從確定併購在特定時間內必定成為事實，但「雙方見面洽談併購」之事，既是事實也是消息，而且是明確的消息。重大消息所指的內涵，不必等到確定會成為事實之時，才成為明確的消息。

事實上，主管機關也採取相同的見解。依「重大消息辦法」第 5 條的規定，「事實發生日、協議日……」等中間步驟，都是消息成立的時點，而且「以日期在前者為準」。主管機關有關本條規定的說明更強調，「重大消息應係以消息對投資人買賣證券之影響程度著眼，……而不以該消息確定為必要」，因此所謂「重大消息須確定始為成立」的說法，純是「錯誤解讀」。

從第 157 條之 1 的整體規定解釋，交易的中間形成過程，也可以是明確的消息。條文將「消息明確」乙語放在「重大影響股票價格消

息」的規定之後，解釋「消息明確」的意義時，必須顧及條文的體系，並考慮「重大消息」的意涵。所謂重大消息，係指「其具體內容對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」（第5項）。因此在公開收購或合併的情形，當併購協商進行到某一階段時，如投資人知悉該項消息，已足以重大影響其投資判斷者，已符合消息明確的定義，而不必確定併購必然成為事實之時，才成為明確的消息。

（二）立法史料與比較法

實務上，不論採用何種判斷標準，各級法院常運用立法史料，包括：（1）2006年1月修正證交法授權主管機關訂定重大消息範圍之立法理由；（2）2010年6月證交法增訂「消息明確」的立法理由；及（3）主管機關「重大消息辦法」第5條的說明等。這些立法理由或說明則引述歐盟相關規定及美國聯邦最高法院 *TSC* 案及 *Basic* 案的判決。

這些立法史料表達何種意旨？2010年立法院增訂「消息明確」的立法理由，引用歐盟2003年「市場濫用指令」第1條的規定，認為所謂內線消息，係指性質明確的消息（“*Inside information shall mean information of a precise nature*”），同時並強調重大消息須達明確的程度，才能適用內線交易的規範。這段立法理由似有從嚴認定重大消息明確時點的意涵。但立法院並未採用財政委員會通過的「在該消息確定、成立後」的文字，似乎又透漏不同的訊息。

另一方面，金管會在立法院增訂「消息明確」的文字之後，修正「重大消息辦法」第5條的規定，並在修法理由強調：「重大消息應係以

消息對投資人買賣證券之影響程度著眼」，為「避免外界錯誤解讀重大消息須確定始為成立」，因此將第 5 條「其他足資確定之時」，修正為「其他依具體事證可得明確之日」。此項說明，顯無從嚴認定消息成立時點的意圖。本條相關立法史料，並未傳達一致的意旨。

事實上，在 2010 年證交法增訂「消息明確後」的文字之前，最高法院已使用「在特定期間內必定成為事實」的認定標準，顯示此項標準並非因「消息明確後」的增訂而產生；而上開文字增訂之後，最高法院亦未因此而變更其認定標準。

歐盟指令及美國聯邦最高法院的判決，也沒有從嚴認定重大消息明確時點的意涵。歐盟指令所謂性質明確，意在排除謠傳或臆測的資訊¹⁰⁰；歐盟委員會的行政命令（Directive 2003/124）明定，「特定消息如理性投資人可能做為投資決定的基礎」者，即為對證券價格可能產生重大影響的消息¹⁰¹。歐盟法院 *Markus Geltl v. Daimler AG* 案¹⁰²的判決認為，為維護市場的健全，並促進投資人的信心，所謂**性質明確的重大消息**，包括交易協商的中間步驟（intermediate steps），而不必是**協商最後的結果**。至於評估交易發生的合理期待（reasonable expectation），只須是務實的預期（realistic prospect），而不必具備**高度發生的機率**（high probability）¹⁰³。

¹⁰⁰ CESR Level 3 Directive 2007, §1.5. 參閱 MOLONEY, *supra* note 35, at 720。

¹⁰¹ Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003, implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation.

¹⁰² Case C-19/11, *Geltl v. Daimler*, 2012.

¹⁰³ 相關討論，參閱 MOLONEY, *supra* note 35, at 720-723。

美國聯邦最高法院在 *Basic Inc. v. Levison* 案指出，消息的重大性係衡量交易可能完成的機率，及完成後對公司整體活動可能產生的影響，判斷系爭消息是否足以影響投資判斷。聯邦最高法院並非以雙方就收購價格及合併架構達成基本共識（“agreement-in-principle as to price and structure”）做為認定標準，而係以消息是否足以影響投資判斷做為認定標準。鑒於併購案對投資人的重要影響，併購協商的初步進行階段，雖然失敗率仍高，更無從確定併購交易必定成為事實，但由於此種消息如經公開，已足以對投資判斷產生重大影響，因此構成重大消息¹⁰⁴。此外，SEC 的 Rule 14e-3 就公開收購案件，也以「採取公開收購的實質步驟」（has taken a substantial step or steps to commence or has commenced a tender offer），作為消息具有重大性的認定標準。「實質步驟」的判斷，係以「是否對理性投資人的投資判斷產生重大影響」做為基礎。

最高法院判決認為，「本條（指『重大消息及公開辦法』第5條）對於重大消息之認定係參酌美國聯邦最高法院之判決，包含初步之磋商（即協議日）亦可能為重大消息認定之時點。是以，在雙方初步磋商過程中，若已針對重要之點達成協議，意謂雙方已對契約內容達成共識，則其後續之簽訂契約及經董事會決議之過程，僅係逐步完成契

¹⁰⁴ 聯邦最高法院指出：“After acknowledging that materiality is something to be determined on the basis of the particular facts of each case, he (Judge Friendly) stated: ‘Since a merger in which it is bought out is the most important event that can occur in a small corporation’s life, to-wit, its death, we think that inside information, as regards a merger of this sort, can become material at an earlier stage than would be the case as regards lesser transactions -- and this even though the mortality rate of mergers in such formative stages is doubtless high.’ SEC v. Geon Industries, Inc., 531 F.2d 39, 47-48 (1976). We agree with that analysis.” (emphasis added) *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. at 238。

約所示條款之程序，仍難謂達成協議之時非重大消息之成立時點」(最高法院 102 年度台上字第 1672 號刑事判決)。判決一面援引美國聯邦最高法院的判決，同時又認為必須雙方對交易的重要條件(換股比例、收購價格與合併架構)達成共識，確定交易必能成為事實，消息才算明確¹⁰⁵。此一見解與美國 *Basic* 案及歐盟 *Daimler* 案的意旨均有不同。

此外，歐盟法院 *Daimler* 案的判決，認為影響是否重大，應與發生機率分別考量。影響重大的消息，其發生機率的認定，仍應符合務實預期的標準。我證交法是否應做相同的解釋？按 *Daimler* 案的判決，主要是依據歐盟委員會行政命令(Directive 2003/124)的規定，亦即性質明確的消息，應符合兩項要件：第一，可以合理期待事件行將發生；第二，對金融商品的價格可能產生影響。歐盟法院依文義解釋，認為既是兩項要件，就應分別獨立判斷，不應相互依存。即使是影響重大的消息，仍應符合務實預期的標準，才能成為重大消息。

我證交法對重大消息的規定，係以「對股票價格有重大影響」，

¹⁰⁵ 採取「交易重要條件達成共識」的標準，似在追求判斷明確的目的。美國聯邦第三巡迴上訴法院採取「價格與架構雙方達成合意」的標準，做為重大消息成立的時點，正是強調此項標準具有判斷明確的優點。但判決也承認，此項標準仍然不是涇渭分明。判決指出：“Under the facts of the present case, it was more appropriate for the court below to determine that an agreement in principle to merge had been reached when the parties reached agreement on ‘price and structure.’ **Although it is difficult to draw a bright line definition that will apply to all cases**, these two factors are typically critical aspects of any merger.” (emphasis added) *Greenfield v. Heublein, Inc.* 742 F. 2d 751, 757 (3d Cir., 1984)。

本文討論的案例顯示，同樣採行「交易必定成為事實」的標準，仍有中期、晚期的差異，實務認定上仍然分歧。為期適用明確，有學者建議，「我國立法上應考慮將消息之重大性予以量化」，提供明確的適用標準。見吳淑莉、周天，內線交易要件與涉及財務或業務重大消息之具體認定，月旦法學雜誌，第一六一期，頁 207 (2008)。

或「對正當投資人之投資決定有重要影響」做為標準；除此之外，並未設定發生可能性的要件，與歐盟規定本不相同。實務上，法院認為公司故意製造的土地假買賣，如對股價或投資決定有重要影響，仍然是重大消息（台北地院 89 年度訴字第 302 號、台灣高等法院 92 年度金上重訴字第 5 號，及最高法院 95 年度台上字第 1220 號等刑事判決），因此不會成為事實的交易，如影響重大者，仍然是重大消息。

退一步言，如認為證交法加上「消息明確後」的文字，係有意增加「發生可能性」的要件，但依歐盟判決，亦不以「在特定時間內必定成為事實」的高度發生機率，做為消息明確的時點。因此，從相關立法史料及其所引用的美國與歐盟法制，都不會支持「必定成為事實」的認定標準¹⁰⁶。

（三）立法目的與結果考量

禁止內線交易的目的，是為防止內部人藉其資訊優勢買賣股票，影響交易公平。因此「消息明確」的認定，必須以達成此項目的為依歸。實務上，在雙方同意換股比例或收購價格之前，已經歷許多「中間步驟」，諸如高階經理人會面商談、聘請顧問、簽訂意向書、實地

¹⁰⁶ 學者認為，「雖然我國內線交易規定在修法後加上『明確』二字，惟在企業併購案件中內線交易消息明確之判斷，是否必須朝向美國最高法院已清楚拒絕適用的『重要原則已定之合議』標準，本文持十分保留的態度」。見張心悌，前揭註 74，頁 91。重大交易的協商（例如併購），最後雖然破局，但中間協商過程如符合一定條件者，仍是性質明確的消息，見 AVGOULEAS, *supra* note 35, at 257。相關討論，見陳彥良，歐盟、德國內線交易法制發展—兼論台灣之內線交易規範，國立中正大學法學集刊，第三十二期，頁 111-116、137（2011）；戴銘昇，消息必然發生之內線交易？，台灣法學雜誌，第二九七期，頁 175-179（2016）。

查核及價格協商等階段。此等中間步驟的消息如經公開而足以影響投資決定者，重大消息已經明確。

以中間步驟做為認定標準，當然有「明確時點」不明確的問題，並可能限制內部人在重大消息形成過程中買賣股票的自由。但目前實務上以「必定成為事實」做為認定標準，同樣產生不明確的結果。事實上所謂「在某特定期間內必成為事實」的標準，本身就不明確。例如公開收購是重大消息，雙方就收購價格及架構達成共識後，因故未能順利執行，例如事後發現目標公司有巨額潛藏債務，收購人不願依約收購；或主管關基於政策考量不予核准等，公開收購的消息，是否因未能成為事實而由明確（價格及架構已有共識）變為不明確？又如辦理增資、私募或買回本公司股份，依主管機關規定均屬重大消息。在董事會通過這些議案之後，因市場變化或其他因素，未能依原訂計畫執行完成。此等消息是否亦因未能成為事實而由明確（董事會通過）變成不明確？如因事後的發展，明顯推翻「必定成為事實」的事前判斷，並因而變更消息明確的時點，此種認定標準，豈有明確可言？

從立法目的及保護投資人的觀點而言，所謂消息明確，重點是一項消息是否影響投資判斷，而非確保交易最後成為事實。

依目前司法判決的主流見解，亦即以「必然成為事實」做為認定標準，必須在完成一定程序，並確認交易必可順利完成後，消息才算明確。這種標準當然有方便內部人買賣股票的優點，但卻預留內線交易的操作空間。例如公司可藉延緩簽訂契約或召開董事會等方式，給予內部人利用資訊優勢進行買賣的機會（最高法院 100 年度台上字第 3800 號刑事判決參照）。因此方便內部人買賣股票的利益，可能減損健全市場及維護投資信心的立法目的。兩種利益相較，應以維護市場

健全及投資人信心為優先。

陸、結論

依最高法院判決，所謂重大消息明確，係指「重大消息所指內涵於一定期間內必然發生之情形已經明確」而言。關於公司併購的消息，許多判決認為必須雙方就併購價格達成共識，甚至須確定能收購過半數股權之時（渣打案），消息才算明確。此種以「事情必然發生」做為消息明確的認定基準，並且對於價格尚未達成共識的情形，一律認為消息尚未明確，不但與證交法的文本不合，並且與立法史料所引述的美國、歐盟法制不同，更與禁止內線交易的立法目的相違。

為回歸證交法第 157 條之 1 的規定，並貫徹禁止內線交易的目的，重大消息的認定，不應採取「價格共識」或其他更晚的標準，而應以**特定交易的進行，是否達到對投資人的投資決定或股票價格，具有重大影響的程度，做為判斷標準**。主管機關的行政命令應再修正釐清，司法判決亦應做適當的調整。

參考文獻

書籍

林志潔，財經正義的刑法觀點，元照出版有限公司（2014）。

林孟皇，金融犯罪與刑事審判，元照出版有限公司（2010）。

郭土木，證券交易法論著選輯，三民書局股份有限公司（2011）。

賴英照，最新證券交易法解析（簡明版），自版，三版（2016）。

劉連煜，新證券交易法案例研習，元照出版有限公司，增訂十三版（2015）。

劉連煜，內線交易構成要件，元照出版有限公司，修訂二版（2012）。

AVGOULEAS, EMILIOS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE:
A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS, (Oxford University Press, New
York, NY, 2005).

COFFEE, JOHN C., JR., JOEL SELIGMAN & HILLARY A. SALE, SECURITIES
REGULATION, CASES & MATERIALS, (Foundation Press, New York, NY,
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, (Thomson Reuters, New York, NY, 2015).

LOSS, LOUIS & JOEL SELIGMAN, SECURITIES REGULATION, VOL. VIII, (Aspen Publishers, 3d ed., 2004).

MOLONEY, NIAMH, EU SECURITIES AND FINANCIAL MARKETS REGULATION (Oxford University Press, New York, NY, 3d ed., 2014).

WANG, WILLIAM K. S. & MARC I. STEINBERG, INSIDER TRADING, (Oxford University Press, New York, NY, 3d ed., 2010).

期刊論文

林志潔，內線交易「實際知悉」要件之舉證與心證門檻－從綠點案談起，月旦法學雜誌，第二二二期，頁 109-132 (2013)。

林孟皇，內線交易重大消息的明確性與實際知悉－二〇一〇年新修正內線交易構成要件的解析，月旦法學雜誌，第一八四期，頁 141-156 (2010)。

林孟皇，內線交易的規範理論基礎與重大消息認定－評最高法院 99 年台上字第 1157 號刑事判決，法令月刊，第六十一卷第九期，頁 54-81 (2010)。

林麗香，內線交易之消息重大性－台高院 101 重金上更(二)3 刑事判決，

台灣法學雜誌，第二五一期，頁 192-196（2014）。

江朝聖，論對公司併購案報導之回應－從美國法 *Basic V. Lerinson* 案談起，台灣法學雜誌，第二〇八期，頁 86-95（2012）。

吳淑莉、周天，內線交易要件與涉及財務或業務重大消息之具體認定，月旦法學雜誌，第一六一期，頁 195-207（2008）。

武永生，證券市場內線交易與公開原則規範之財產權特徵，銘傳大學法學論叢，第十四期，頁 79-198（2010）。

武永生，內線交易案件消息重大性之認定－股市之極限遊戲規則，銘傳大學法學論叢，第十一期，頁 1-52（2009）。

洪秀芬，德國證券交易法對「內線消息」規範之探討，月旦財經法雜誌，第二十五期，頁 71-90（2011）。

洪秀芬，內線交易之重大消息判斷－板橋地方法院九五年金訴字第二號刑事判決之簡評，台灣本土法學雜誌，第一一〇期，頁 182-190（2008）。

張心悌，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，月旦裁判時報，第二十五期，頁 80-93（2014）。

張心悌，財務預測重大性之判斷－兼論財務預測安全港制度，台北大學法學論叢，第八十四期，頁 185-230（2012）。

張益輔，內線交易之實務案例探討：以企業併購為核心，證交資料，第六

一四期，頁 25-35 (2013)。

張益輔、林振東、江璧岑，內線交易案件有關重大消息成立時點之探討
(上)，證交資料，第五六一期，頁 6-105 (2009)。

張益輔、林振東、江璧岑，內線交易案件有關重大消息成立時點之探討
(中)，證交資料，第五六二期，頁 6-34 (2009)。

張益輔、林振東、江璧岑，內線交易案件有關重大消息成立時點之探討
(下)，證交資料，第五六三期，頁 66-109 (2009)。

陳月秀，公開收購前的內線交易重大消息之認定時點，萬國法律，第一五
八期，頁 2-16 (2008)。

陳彥良，涉及企業併購之內線交易消息認定—由嘉泥、台泥內線交易案觀
察，月旦法學雜誌，第二三六期，頁 48-66 (2015)。

陳彥良，由明基案看內線交易中重大消息相關爭議問題—兼評台灣高等
法院九十八年度矚重訴字第六一號刑事判決，月旦法學雜誌，第二
一九期，頁 193-210 (2013)。

陳彥良，歐盟、德國內線交易法制發展—兼論台灣之內線交易規範，國立
中正大學法學集刊，第三十二期，頁 89-142 (2011)。

陳彥良，開發金併金鼎證案中內線交易相關問題探討—最高法院一〇四
年度台上字第七二〇號刑事判決，月旦裁判時報，第四十三期，頁
22-30 (2016)。

許雅華，內線交易重大影響股票價格消息之認定，證券暨期貨月刊，第三

十三卷第八期，頁 23-29 (2015)。

曾宛如，新修正證券交易法－資訊揭露、公司治理與內線交易之改革，
台灣法學雜誌，第一五五期，頁 22-29 (2010)。

廖大穎、張進德，健全公司治理的鑑識會計－從證券交易法第一五七條之
一重大消息成立時點談起，月旦法學雜誌，第二四六期，頁 96-112
(2015)。

賴源河、郭土木，論企業併購案涉及內線交易之重大消息何時明確－最高
法院一〇四年台上字第七八號刑事判決評釋，月旦法學雜誌，第二
四四期，頁 186-193 (2015)。

賴源河、郭土木，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，第四期，頁 1-45 (2012)。

劉連煜，重大內線消息之認定－最高法院九十八年度台上字第六四九二
號判決評釋，月旦裁判時報，創刊號，頁 126-134 (2010)。

戴銘昇，消息必然發生之內線交易？，台灣法學雜誌，第二九七期，頁 175-
179 (2016)。

Bondi, Bradley J., & Steven D. Lofchie, *The Law of Insider Trading: Legal
Theories, Common Defense and Best Practices for Ensuring
Compliance*, 8 N.Y.U J. L. & BUS. 151-201 (2011).

Booth, Richard A., *The Two Faces of Materiality*, 38 DEL. J. CORP. L. 517-570
(2013).

- Couture, Wendy Gerwick, *Materiality and a Theory of Legal Circularity*, 17 U. PA. J. BUS. L. 453-526 (2015).
- Crimmins, Stephen J., *Insider Trading: Where Is the Line?* 2013 COLUM. BUS. L. REV. 330-368 (2013).
- Green, Edward & Olivia Schmid, *Duty-Free Insider Trading*, 2013 COLUM. BUS. L. REV. 369-428 (2013).
- Gross, Rebecca, Lauren Britsch, Kirk Goza & Jaclyn Epstein, *Securities Fraud*, 49 AM. CRIM. L. REV. 1213-1286 (2012).
- Heminway, Joan M., *Just Do It, Specific Rule Making on Materiality Guidance in Insider Trading*, 72 LA. L. REV. 999-1054 (2012).
- Heminway, Joan M., *Materiality Guidance in the Context of Insider Trading: A Call for Action*, 52 AM. U. L. REV. 1131-1212 (2003).
- Hiler, Bruce A., *The SEC and the Court's Approach to Disclosure of Earnings Projections, Assets Appraisals and Other Soft Information: Old Problems, Changing Views*, 46 MD. L. REV. 1114-1196 (1987).
- Krause, Hartmut & Michael Brellocks, *Insider Trading and the Disclosure of Inside Information After *Geltl v. Dainler* – A Comparative Analysis of the ECJ Decision in the *Geltl v. Dainler* Case with a View to the Future European Market Abuse Regulation*, 8 C. M. L. J. 283-299 (2013).
- Langevoort, Donald C., *Rule 10b-5 as an Adaptive Organism*, 61 FORDHAM L. REV. S7-S21 (1993).

Sauer, Richard C., *The Erosion of the Materiality Standard in the Enforcement of the Securities Laws*, 62 BUS. LAW. 317-357 (2007).

專書論文

Hopt, Klaus J., *The European Insider Dealing Directive*, in: KLAUS J. HOPT & EDDY WYMEERSCH EDS., EUROPEAN INSIDER DEALING, LAW & PRACTICE (Butterworths, 1991).

研究報告

張益輔，內線交易之實務案例探討－以企業併購案為核心，臺灣證券交易所委託之計畫成果報告（2012）。

摘要

重大消息明確時點的認定，直接關涉被告是否構成內線交易的結果，經常是訴訟上的爭議焦點。然而證券交易法及金管會的行政命令，對於如何認定消息的明確時點，並未有具體的規定，司法判決對於類似的案件也採用不同的認定標準。本文從美國、歐盟與我國相關法制，探討消息明確應有的認定標準。本文認為，重大消息的認定，應以特定交易的進行，是否已足以對投資人的決定產生重大影響，做為判斷標準。

中原財經法學

Problems of Materiality in Insider Trading: Where Is the Line?

In-Jaw Lai

Abstract

At the heart of insider trading cases lies the issue of defining the materiality of nonpublic information. The Securities Exchange Law of 1968 (“the Exchange Law”) and regulations of the Financial Supervision Commission, however, remain indeterminate on the issue. Judicial decisions are applying different criteria to similar cases, resulting in uncertainty and inequality for the insider trading law enforcement.

This article discusses laws pertinent to the issue in the United States and in the European Union, and examines the Exchange Law and the relevant court decisions in Taiwan. The author concludes that nonpublic information becomes material when a reasonable investor would consider it significant in making an investment decision.

Keywords: insider trading, material information, materiality of nonpublic information, reasonable investor, probability of occurrence