著作權聲明:
本文的全部或一部已登載於 證券暨期貨月刊 第 22 卷第 7 期(2004 年 7 月)

論公開收購前內線交易認定時點之問題

李智仁 洪培睿

一、前言

實證經驗顯示，公開收購之消息公布後，不論嗣後所進行之收購是否成功，被收購公司股票通常會上漲 30%~50%，由於這一層巨大誘惑使得內線交易常伴隨著公開收購而來。內線交易是否應加以禁止？學界雖有爭論，但世界各國紛紛透過立法予以規範，我國亦於民國七十七年立法明文規定，基本上均肯認該制度存在之必要性。其立法目的乃認為公司之董、監事、經理人與大股東等公司內部人，因其職務或地位，取得公司尚未對外公開揭露致一般投資人無法獲悉之重要資訊，與一般投資人處於本質上與資訊上不平等之地位，若任憑此等公司內部人在市場上與一般投資人進行交易，難謂公平，亦將損害投資人對證券市場公平性之信賴，進而扼殺合理投資人參與證券市場交易之意願。故為促進資本市場發揮功能，健全交易秩序及加強投資人信心，遂對上市櫃公司內部人之交易予以限制，禁止公司內部人利用公司內線消息進行交易，違者即課以刑事責任及民事責任。而構成內線交易必須內部人所利用之消息為「重大影響其股票價格之消息」，因此公開收購消息公開之前早已經過一連串的準備，要到何時該消息方屬「重大影響其股票價格之消息」，相信未來實務於認定公開收購前內線交易時將面臨類似之困難，本文乃針對此點加以論述。

二、我國證券交易法上內線交易規定之說明

我國關於內線交易之規定明定於現行證券交易法第一百五十七條之一，其第一項規定:「左列各款之人，獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息未公開前，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票或其他具有股權性質之有價證券，買入或賣出：一、該公司之董事、監察人及經理人。二、持有該公司股份超過百分之十之股東。三、基於職業或控制關係獲悉消息之人。四、從前三款所列之人獲悉消息者。」執行多年以來，雖然主管機關已頗盡力，但效果似不顯著，若干法院案件多輕判了事。究其原因乃一般人缺乏清楚概念、文化上不利於檢舉犯法者、由業者－主管機關－法院所形成之一貫執法體系

未能建立，以及立法相關規定不夠清楚周密等因素所致[1]。以下將討論我國證券交易法上內線交易之相關規範，簡要分析其要件內容，希冀對於相關概念能有初步之認知。

（一）立法沿革

民國五十七年公佈施行證券交易法時，對於內線交易並無明文規定，充其量僅有該法第二十條與第一百五十七條分別針對證券詐欺行為以及公司內部人於市場上之短線交易行為加以規範，惟欲以此二條文作為禁止內線交易之法律基礎，似乎仍有不足。為彌補此一漏洞，遂於民國七十七年一月二十九日增訂第一百五十七條之一，作為禁止內線交易之明文規定，至此我國對於內線交易行為始有法律得以規範。該條之規定對於違反者課以刑責，目的在促進我國證券市場之健全發展，也形成我國內線交易規範之雛形。嗣於民國八十九年修正同法第一百七十一條第一項第一款，提高從事內線交易之刑責，由原先之二年以下有期徒刑提高為七年以下有期徒刑。民國九十一年二月六日於第一百五十七條之一第一項後段將「其他具有股權性質之有價證券」亦納入規範，同時並增訂第四項，規定「公開收購」之消息亦為重大影響其股票價格之消息。規範範圍隨著歷次的修正，而漸趨完備，但隨著證券市場發展之多樣化，如何制訂與時俱進之法律與命令以配合時代脈動，仍有賴不斷觀察與研議方足以致之。

（二）要件分析

1.規範主體－－內部人與消息受領人

現行證券交易法第一百五十七條之一第一項第一款至第四款中，針對本條規定之內部人與消息受領人設有規範，惟討論上可區分三方面加以分析：

（1） 內部人：或稱傳統內部人，此定義最早出現於美國一九三四年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）第十六條之規定，係指持有股份百分之十以上之受益股東或董事及高級職員。其後各國於規範「內部人」之定義時，亦未脫離此架構[2]。而我國證券交易法第一百五十七條之一第一項第一款及第二款之規定亦復如是，規定公司之董事、監察人及經理人（第一款）與持有股份超過百分之十之股東（第二款）為本條所謂之內部人，大致上概念與美國法同，蓋美國法上並無監察人之概念，但我國有之，故自應予以規範，而所謂持有股份超過百分之十之股東則與美國法上「主要受益股東」（beneficial owner）相呼應。在認定標準上，關於董事、監察人

[1] 參閱余雪明，內部人交易管理的比較研究（上），證券暨期貨管理，16 卷 5 期，1998 年 5 月，頁 2。

[2] 參閱吳崇權，我國有關內部人交易之禁止規定（上），證券管理，第 8 卷第 9 期，1990 年 9 月，頁 3。

與經理人之部份，國內學者認為可由外觀形式加以認定[3]，亦即只要行為人是依法選任之董事或監察人，或受委任擔任經理人職務，而具有董事、監察人或經理人名銜者，不問其是否執行該業務，均在規範之列。然若實際執行董、監事或經理人職務，卻未具有該名銜者，是否亦屬本款所規範之主體，不無疑義。有採肯定說者[4]，亦有認其應屬本條項第三款所規範之對象[5]。至於將持有股份超過百分之十之股東亦納入規範，其目的係慮及其對公司影響力甚大之故也。解釋上傾向實質認定，其所持有之股份不以本人名義持有者為限，亦非以登記於股東名簿者為準，乃是以其實質上能支配之有表決權股票數加以計算。換言之，必須將其配偶、未成年子女及其他利用他人名義持有者之股份加總計算，此亦為證券交易法第一百五十七條之一第五項所規定，準用同法第二十二條之二第三款規定而獲致之效果。

（2） 準內部人：此類內部人依本法第一百五十七條之一第三款之規定，可分為「基於職業獲悉消息之人」與「基於控制關係獲悉消息之人」二種。前者於現行法下並無明確之範圍界定，按文義上之解釋，有認為所謂職業係指個人所從事賴以維生之工作[6]，另有認為該範圍應涵蓋「與發行公司間之契約關係」[7]。至於何謂「控制關係」，有學者認為係指公司法上之關係企業而言[8]，亦有學者認為應於施行細則中訂定，或透過實務解釋加以形成，並指出美國聯邦證券法典草案中，將控制一詞定義為基於持股、契約或其他中介方式可以直接或間接對公司之管理或決策有影響力之關係，似可作為日後實務解釋之參考[9]。

（3） 消息受領人（Tippee）：消息受領人係指自公司內部人或準內部人處獲悉消息之人，我國證券交易法乃沿襲美國法制而來，揆諸美國法制對於消息受領人範圍之認定所採理論為「消息傳遞者理論」（tipper / tipper liability），該理論之生成係由 Dirks v. SEC 一案而來，認為消息受領者之公開義務，是繼受消息提供者之義務而來，只有後者違背對其股東之信賴責任時，前者在明知或可得而知之情形下，方須負責。且只有在提供消息之目的不正當時（Improper Purpose）始須負責。除主觀知情因素外，客觀因素為內部人是否因提供消息而直接或間接獲益，包括金錢上或可轉化

[3] 參閱吳崇權，前揭文，頁 3；林國全，證交法第一百五十七條之一內部人交易禁止規定之探討，政大法學評論，第 45 期，1990 年 6 月，頁 275。
[4] 如郭傳賢，內線交易之研究，國立中興大學法律研究所碩士論文，1989 年，頁 158。
[5] 如吳崇權，前揭文，頁 4-5；林國全，前揭文，頁 275。
[6] 參閱吳崇權，前揭文，頁 6。
[7] 參閱林國全，前揭文，頁 282；賴英照，證券交易法逐條釋義，第四冊，1996 年 8 月，頁 537。
[8] 參閱林國全，前揭文，頁 282；賴英照，前揭書，頁 539。
[9] 參閱陳春山，證券交易法論，2003 年 9 月第六版，頁 362。

為將來收益之名譽上利益，或以贈與方式告知親友[10]。依據該理論，法院實務得以彈性運用。解釋我國相關規定時，亦應參酌前開理論與實務見解加以理解，因此欲該當證券交易法第一百五十七條之一第一項第四款所稱「消息受領人」，應符合下列要件：A.消息之來源必須是本條第一項前三款所規範之人；B.應以前三款之人「故意」違反義務而洩密致消息受領人獲悉消息為限；C.受領消息人責任之成立不以告知消息者因洩密獲得利益為前提；D.消息受領人主觀上必須可得認識該消息為重大影響股價且尚未公開之消息。

2.規範客體－－股票及其他具有股權性質之有價證券

（1） 股票：依證券交易法第一百五十七條之一之規定，內線交易所規範之股票應包含上市與上櫃股票（在證券商營業處所買賣之股票），但學者亦有質疑本項規定不及於未上市或未上櫃股票，是否妥適不無疑義[11]。

（2） 其他具有股權性質之有價證券：遍觀證券交易法及證券交易法施行細則之規定，並未發現證券交易法第一百五十七條之一所稱「其他具有股權性質之有價證券」之定義性規範，法律之適用上，實易滋生疑義，尤其本條之違犯，所伴隨者除民事責任外，尚包括刑事責任（證券交易法第一百七十一條參看），不可不慎。或有以為證券交易法施行細則十一條第一項中已就所謂「其他具有股權性質之有價證券」加以規範，似可援用之。惟本文反對之，蓋刑責之課與影響人民憲法上所保障之人身自由與財產權益甚鉅，不可類推適用；況且，施行細則十一條第一項所界定之範圍甚為廣闊，如果任意加以援用，株連甚廣，似乎輕率入人於罪，亦有不妥。因此，本文建議就此客體仍應訂定定義性之規定，如此亦有利於實務之運作。

3.規範行為－－利用內線消息為買入賣出之行為

（1） 行為性質：就法條文義以觀，所謂買入及賣出之行為，其屬性原則上應為積極性之行為。但有質疑假使內部人因獲悉內線消息而取消其原訂之買入或賣出計畫，因而避免損失，其實質上造成證券交易市場之不公平結果，與獲悉內線消息之人為積極買賣行為所造成者應無二致。但現行法並未將其列入規範，考諸其因或可推敲認為，前開動作乃屬內心之防損行為，一般投資人並無從得悉，自難謂影響一般投資人對於證券市場之公正性與健全性之信賴，從而似無將其列入內線交易規範行為之必要。

（2） 內線消息之認定：證券交易法第一百五十七條之一第四項規定：「第一項所稱有重大影響其股票價格之消息，指涉及公司之財務、業務或該證券之

[10] 參閱余雪明，證券交易法，2003 年 4 月四版，頁 644。
[11] 參閱賴英照，前揭書，頁 537。

市場供求、公開收購，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。」至於何謂對於股東權益或證券價格有重大影響之事項，似可參考證券交易法施行細則第七條所規範之情事，但亦有學者主張其範圍應更為寬廣[12]。另依該條項之規定，可將要件解析如下：A.該消息必須是尚未公開之消息；B.該消息必須已經成立；C.該消息必須是重大影響股票價格或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息；D.內部人主觀上必須獲悉該消息，至於知悉時點，我國法院實務近來採取實質認定法（如知悉將有人買受高額土地之時），而非拘泥於形式上（如訂立買賣契約之日）之認定（臺北地院 89 訴字第 302 號判決參看）。

（三）法律效果

內部人違反禁止內線交易之規定，將負擔民事責任與刑事責任。前者規定於證券交易法第一百五十七條之一第二項，亦即違反規定之內部人，應就消息未公開前其買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額限度內，對善意從事相反買賣之人負損害賠償責任；但情節重大者，法院亦得依善意從事相反買賣之人之請求，將責任限額提高至三倍。另依第五項後段之規定知，第二十條第四項所規範委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人，亦視同此處所稱之「從事相反買賣之人」。藉由民事責任之課與，責令不法行為人繳交所獲利益，就維護證券交易市場之公平性以言，確有規範實益。此外，從事內線交易之行為人，依證券交易法一百七十一條之規定，處七年以下有期徒刑，並得併科新台幣三百萬元以下罰金。自由刑部份是鑑於原規定（第一百七十五條）僅規範二年以下有期徒刑，顯無法發揮嚇阻犯罪之功能，遂於民國八十九年七月十九日修正時，將刑責予以提高為現行規定之刑度。據悉目前立法院審議中之草案，更研議將刑責提高為三年以上十年以下之有期徒刑，得併科新台幣一千萬元以上二億元以下罰金。

三、公開收購前內線交易時點之認定問題[13]

（一）公開收購之意義、相關程序與誘發內線交易之可能性

所謂公開收購（Tender offer, Take over bid），係指不經由有價證券集中交易市場或證券商營業處所，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二條參照）。依我國證券交易法（下簡稱證交法）

[12] 參閱林國全，前揭文，頁 287；賴英照，前揭書，頁 539；賴源河，證券交易法之公平機制，月旦法學雜誌，創刊號，1995 年 5 月 5 日，頁 94。

[13] 參閱阮品嘉，公開收購前內線交易問題之研究，東吳大學法律學研究所碩士論文，1997 年，頁 6~11。

第四十三條之一第二項規定：「不經由有價證券集中交易市場或證券商營業處所，對非特定人為公開收購公開發行公司之有價證券者，除左列情形外，應先向主管機關申報並公告後，始得為之…」。按公開收購股票乃是企業取得經營權之方式之一，此種方式在我國雖不多見，但在國外卻頗為風行[14]。之所以會選擇採行公開收購之原因，主要是因為利用公開收購制度，相較於徵求委託書，自市場直接買入等方式，具有成本容易估計、風險較易掌控等種種好處。而收購人進行公開收購之動機，雖然未必是為了取得經營權，但由於取得股份之數量大，或多或少會對公司股權結構造成重大影響，是以對目標公司股東而言，公開收購極可能使目標公司控制權產生變化[15]。

至於公開收購之程序，大致上可分為幾項流程[16]，即（一）向投審會或公平會送件：公開收購如涉及其他主管機關應審理事項，如華僑、外國人收購本國公開發行公司有價證券[17]時，須依華僑回國投資條例或外國人投資條例向經濟部投資審議委員會先行送件並經核准；如收購對方股份超過三分之一而提出公開收購申請者，尚需依公平交易法向公平交易委員會提出申報。另其公開收購申報書件須經律師審核並出具具有合法性之法律意見；且載明公開收購案件如經其他主管機關不予核准、停止生效或廢止核准，公開收購人應對受損害之應賣人負損害賠償責任（管理辦法第九條第二項）；(二)公開收購人與受委任構構簽訂契約：公開收購人應與受委任機構簽訂契約，明訂辦理有價證券交存、公開收購說明書交付以及價款之收付事宜（管理辦法第十五條：受委任機構以證券商、銀行及其他經證期會核准之機構為限）；(三)公告與申報：依法進行公開收購之公告及申報

---

[14] 參閱劉連煜，公開收購股權與惡意併購，月旦法學雜誌，第 75 期，2001 年 8 月，頁 22。

[15] 參閱紀天昌，併購三法通過後我國公開收購法制之分析，法令月刊，第五十三卷第四期，2002 年 4 月，頁 60。

[16] 參閱吳佳慧，變革後公開收購制度之簡介，證交資料，2003 年 3 月，頁 7~10。

[17] 財政部證券暨期貨管理委員會民國 93 年 03 月 05 日台財證八字第 0930107280 號：

一　華僑及外國人得依據「華僑及外國人投資證券管理辦法」第四條第一項第一款規定，公開收購上市 (櫃) 公司和興櫃股票公司發行之有價證券。

二　前揭有價證券之公開發行公司如屬法定外資投資比例上限者，華僑及外國人參與公開收購除應依「證券交易法」及「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」規定辦理外，並應依下列方式配合辦理：(一) 收購人應在公開收購日前三個營業日內洽臺灣證券交易所股份有限公司或財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心，確認擬認購股份加計當時全體外資已持有該公司股份，未逾法定投資比例上限，並經前揭機構將擬收購股份納入控管後，始得為之。

(二) 收購人如須依「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第七條第一項向本會申報及公告始得為公開收購者，其申報與公告日應於依前開規定確認擬收購股份未逾法定投資比例上限後及公開收購日(含) 前辦理。

(三) 收購人應於公開收購完畢後三個營業日內，主動向被收購公司申報所取得之股數。

三　本會九十二年二月二十六日台財證八第０９２０００００７８３號令，自即日起廢止。

[18]；並將收購意旨通知被收購公司，被收購公司應於接獲通知後七日內申報並公告內部人持股狀態、本次收購對股東之建議、被收購公司財務狀況以及內部人暨其關係人持有公開收購人股份之情況。惟公告及申報不須於同一日為之，但程序上必須先公告再申報(申報時即應檢附公告報紙或所列印已登載於指定網站上之證明)。公告後公開收購人及其關係人依法即不得於任何場所以任何方式購買同種類之有價證券；(四)公開收購說明書之提出：除非是公司透過公開收購買回本公司股份，否則公開收購人依法均應製作公開收購說明書，並在公開收購期間開始前交付給受委任機構，以便於應賣人提出要求以及應賣人交存有價證券時得交付予應賣人（管理辦法第十六條）；如公開收購人未交付公開收購說明書，或說明書應記載之主要內容有虛偽隱匿情事時，應依證券交易法第四十三條之四第三項負民刑事責任。至於公開收購說明書之製作，應依「公開收購說明書應行記載事項準則」辦理；(五)公開收購期間之進行：公開收購期間開始，不得少於十日，多於五十日；如有競爭公開收購之情事或有其他正當理由者，原公開收購人得向證期會申報並公告延長收購期間。但延長期間合計不得超過三十日（管理辦法第十六條）；(六)公開收購對價之決定：公開收購價格應由公開收購人自行決定，並可以現金及有價證券為對價；(七)競爭公開收購之開始：此際如有第三人欲對同一家公開發行公司進行競爭公開收購，依法須於原公開收購期間屆滿五日前申報公告競爭公開收購行為；(八)公開收購期間結束：公開收購期間一旦結束，公開收購人應通知應賣人應賣事項，並於期間結束後二日內向證期會申報並公告公開收購結果（管理辦法第二十二條）；(九)款券撥付與交存：此時需注意，應賣有價證券之數量超過預定收購數量時，公開收購人應依同一比例向所有應賣人購買，並將已交存但未成交之有價證券退還原應賣人。受委任機構應撥付款券予應賣人，如應賣數量超過預定收購數量，則受委任機構應將已交存但超過比例之證券退還。

誠如前述，公開收購程序至公開收購人向主管機關申報並公告，常須歷經一段複雜又費時的過程，首先公開收購人會收集目標公司之各種情報、資訊，且為了選定目標公司，以及擬定公開收購的計畫，公開收購人可能還會成立一個工作小組，成員通常包括：投資銀行人（Investment Banker）、律師、會計師、企管顧問以及公開收購人之高級職員等。而在決定目標公司後，公開收購人也可能會與

---

[18] 參考財政部證券暨期貨管理委員會公開收購疑義問答：「公開收購之公告與申報是否應於同一日為之？其流程為何？」公告及申報可以不須於同一日為之，申報時並應檢附公告報紙或所列印已登載於指定網站上之證明。非公開發行公司辦理公告時，應登載於報紙並檢具公告報紙送證期會備查，並抄送證券相關機構；公開發行公司依規定辦理公告時，應登載於公開資訊觀測站資訊系統，不必登載於報紙並檢具公告報紙送證期會備查（管理辦法第二十六條）。資料來源：〈http://www.sfc.gov.tw/7-6a.htm〉，到訪日期：2004/6/12。

目標公司的經營者進行磋商，研究是否存在友善收購的可能。公開收購人若與目標公司進行磋商談判，可能得以避免目標公司採取激烈的反抗措施，並可請求目標公司提供必要的情報。此外，目標公司的經營者在達成協議後，也可能推薦其股東出售其股票，如此將使公開收購人更容易取得股票。雙方接觸後，各自的投資人、律師、會計師、顧問會漸漸參與談判，談判的重點包括收購的價格、交易的方法以及收購後目標公司的安置、人事佈局等，談判後還須雙方董事會的批准，始簽訂協議書。故此，在公開收購公告前，已經有許多人得知公開收購消息，包括公開收購人之董事、高級職員、為公開收購人工作之投資銀行人、律師、會計師、顧問、印刷工人、交存所，此外由於應先向證期會申報，證期會的人員也可能事先獲知消息。因此，在諸多時空與人事之契合下，內線交易之發生是有其可能性的。

（二）「重大影響其股票價格之消息」認定

內線交易之消息，證券交易法第一百五十七條之一第四項有定義，係指涉及發行股票公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，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。明確地將「公開收購」消息納入，但尚應符合「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大影響」之「重大性」的要件，才是內線交易所要規範的消息。我國不像日本法將消息之重大性予以量化，明文列出認定標準，故須由法院於具體事例中，就消息是否有重大影響股票價值或影響投資人之投資決定予以認定[19]。美國法院針對內線交易之消息之重大性提供一些認定基準；我國法院也對於內線交易之消息有獨到的見解，分述如下。

1.該重大消息須已成立？

我國法院實務在認定是否構成內線交易行為，認為須以該消息「成立」、「確定」為必要。謂「證券交易法第一百五十七條之一第一項之罪既須以重大消息成立為構成要件，在未正式成立前，縱有公司負責人因職務關係，並因掌控公司董監事，能事先預測重大消息，同時利用重大消息成立前，買賣股票獲利，本於刑罰罪刑法定原則，亦無從論以證券交易法第一百五十七條之一第一項之罪。」[20]、「所謂重大消息，本質上即有『成立』、『確定』之必要」、「所謂發行股票公司『有重大影響其股票價格之消息』，因其公司業務、消息本身性質不同，各該發行股票公司『有重大影響其股票價格之消息』之成立時點，亦應有所差異，本案判斷被告是否違反證券交易法第一百五十七條之一規

[19] 劉連煜，內部人交易規範中內部消息「重大性」之認定，收錄於氏著「公司法理論與判決研究（二）」，頁 168。

[20] 臺灣高等法院八十九年度上易字第四四七二號刑事判決。

定之前提問題，即應先探究該等所謂『重大影響其股票價格之消息』是何時成立或確定？」[21]，然法院在認定「財務預測變動」消息成立的時點，即有不同意見，臺北地方法院八十九年度訴字第一五〇八號刑事判決認為：更新財務預測需經「公司董事會決議通過」始成立、確定，而臺灣高等法院九十一年度上訴字第一三九九號刑事判決則認為是「公司會計人員會計結算完成日期」為成立時點。

而公司董事長變動之消息成立時點，依法院見解為「公司董事會決議通過時始成立」，因此認為「被告於精英公司召開董事會前，曾與簡宏平私下達成協議，由被告支持簡宏平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，縱因為使簡宏平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，再由簡宏平於公開市場購入，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宏平繼任董事長，自屬獲悉精英公司更換負責人之重大消息，委無可採。」因而內部人於該消息成立前，雖有出售公司股票之情形，依實務見解，仍非內線交易行為。

2.消息必須為重大影響股票價格之消息

內線交易之消息，在同條第四項有定義，係指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，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。對於消息的質與量均有界定。本條規定很明確地將公開收購消息納入規範，但尚應符合「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大影響」之「重大性」的要件，才是內線交易所要規範的消息。但是公開收購前須經過一連串複雜費時的準備程序，究竟哪一時點才會構成證券交易法第一百五十七條第一項「重大影響其股票價格」之消息，將有疑問。管理辦法第十三條規定：「公開收購決定之日起至申報及公告日前，因職務或其他事由知悉與該次公開收購相關之消息者，均應謹守秘密。」[22]。所謂「公開收購決定之日」何所指？又其可否作為認定公開收購前內線交易之重大消息成立的時點？亦有疑問。

不可否認地，在公開收購人向主管機關提出申報及公告前，公開收購程序

---

[21] 臺灣高等法院九十一年度上訴字第一三九九號刑事判決、臺灣臺北地方法院九十一年度訴字第八四五號刑事判決等。

[22] 參閱證券交易所於 2004 年 4 月 20 日訂定之「併購資訊揭露自律規範參考範例」草案第十二條：「本公司採公開收購方式併購其他公司時，應依「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」及本規範第二條相關資訊揭露規定辦理資訊公開。在資訊未公開前，不得發布已掌握之股權資訊，以免造成相關公司股價異常波動之情事。」。

之進行可能還會有變卦，對於尚無法確定的消息，如何認定其否為重大影響其股票價格之消息，美國法院在一些案例中曾揭示判斷基準，或可供我國參考。

3.美國法院對於「重大性」(materiality) 之認定

美國判例之傳統見解認為，是否為重大消息，係以是否影響股票價格為限，惟此種以市場交易之結果來推論是否為重大消息，往往因為重大消息發布後，內線交易行為已於前一段時期陸續完成，致消息發布後之股價並未明顯變動反而無法舉證內線交易人之刑事責任[23]。之後，美國聯邦最高法院分別於下列幾則判決提供一些認定基準，說明如下：

（1）TSC v. Northway, Inc.[24]

National Industries 公司從 TSC 公司的創辦股東處取得百分之三十四有表決權股份，並由五名 National Industries 公司之代表人擔任 TSC 公司之董事。嗣後，TSC 公司的董事會通過一項議案，決定解散公司並將其全部資產賣予 National 公司（在該次會議中，National 公司的五名代表人曾出席會議，但未參予表決）。為實施此一合併案，TSC 公司與 National 公司遂聯合徵求此兩家公司之股東委託書，委託書徵求說明書內並建議股東同意此一議案。此次委託書之徵求過程頗為順利，最後遂依原先計畫，兩家公司完成合併事宜。

TSC 公司之法人股東 Northway 公司，不贊成此一合併事宜，遂起訴主張前述「委託書徵求說明書」之內容有遺漏及不實陳述之情事，請求被告損害賠償及其他平衡救濟。而 Northway 公司所指「委託書徵求說明書」內容有所遺漏者，乃指其未表明 National 公司本身控制 TSC 公司的程度，以及系爭合併計畫的條件對 TSC 公司之股東是否有利等事實。

試觀本例不難發現，因為 National 公司已充分控制了 TSC 公司，因此，合併案表決之結果可謂早已確定。聯邦最高法院提供一「重大性」判斷基準：一項未經公開的消息，若為一位「合理投資者」所知悉，在其作投資決定時，「非常可能」會認為此項消息，對其投資決定有重要影響者，則此一消息即為「重大消息」[25]。

（2）Basic Inc. v. Levinson[26]

本案涉及一項「初步的公司合併磋商」（preliminary corporate merger negotiations）揭露的問題。主要事實為：Combustione 公司有意取得 Basic 公

---

[23] 參閱簡志龍，從美國法制論我國內線交易之防制，國立台灣大學法律研究所碩士班碩士論文，2004 年 1 月，頁 76。

[24] 426 U.S. 438（1976），轉引自劉連煜，前揭註 19 書，頁 171 註 9。

[25] 其原文為：an omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote.

[26] 參劉連煜，前揭註 19 書，頁 175~179。

司，故由其代表數次與 Basic 公司董事及經理人直接會商及以電話討論此事。最初，Basic 公司三次公開否認其與 Combustion 公司進行合併磋商之事實。其後，則發表新聞稿承認確有其事，並於稍後決定以每股四十六美元之代價將其普通股賣予 Combustion 公司。本案原告股東，在 Basic 公司第一次公開否認有磋商合併事實之後，隨即出脫其手中持股。原告等人遂控告被告公司及其董事發布不實或引人誤導之消息，致違反 Rule 10b-5[27]，應負損害賠償責任。

對於界定本案系爭合併磋商之消息是否為「重大性」之爭點，地區法院認為：系爭磋商消息在法律上並非「重大」，蓋「合併磋商」必須可合理地確定談判足以成功，才可謂為重大消息。第三巡迴法院則提出更嚴格的認定基準，認為：（1）一項初步之「合併磋商」必須等到該交易之「價格」與「基本構造」已達合意之地步始可謂為重大消息，其認為此標準清楚而不模糊（bright-line rule），有助於法律之適用；（2）如果公司公開否認有合併磋商之事實，則縱使此一磋商事實本身並非重大消息，亦將因公司不實否認，而使得該消息成為重大事實。然而，聯邦最高法院對於下級法院見解不贊同。針對第三巡迴法院上述第（1）點，其認為：誠然，清楚不模糊之規則（bright-line rule）對公司經營人員而言，較易遵守，也有助於法律適用，但單單適用之容易性不足以漠視證券交易法之目的與立法者之政策決定。一項事實是否具有「重大性」，基本上是「個案事實探討」（an inherently fact-specific finding）之問題，從而機械而無彈性的公式（如前述「價格」與「基本構造」之測試標準），應不足取。針對第三巡迴法院第（2）點見解，最高法院亦拒絕採用，認為：一事實是否重大，應是客觀的性質，不重要的資訊不會因為一個人的謊言，而成為「重大消息」。

本案最高法院進一步認為：如果某一事實對公司之影響是確定而清楚的（certain and clear），則 TSC 案界定「重大性」之基準即可直接適用（straightforward application）。然而，如果事件本身性質上屬於「或許會或許不會發生的」（contingent）或「推測性的」（speculative）情形，則因為是否「合理投資人在當時會認為所遺漏之事實是重要的消息」頗難斷定，因此有必要另訂補充性之判斷基準，本案「初步之合併磋商」即屬此種情形，最高法院引述著名的 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.一案謂：對於性質上屬「或許會或許不會發生的」或「推測性的」事件，「重大性」乃是「依一特定時間點衡量事件發生之可能性及該事件在整個公司活動中所佔之影響程度，加以斷定」[28]。其並

[27] 指一九三四年證券交易法 Rule 10b-5，主要在規範公司內部人或其他利用關係所獲得公司重大消息之人，在未將開消息公開前，不得利用該消息買賣證券，違者對受害人負損害賠償責任。

[28] 其原文：……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

引述他案法院之分析:「因為合併可使一家公司消失，故其應為最重大之事件。有關此類合併之內線消息，可以比諸其他較不重要之交易，在初期即被認為是重大的消息，而且即使在像這樣的磋商階段，合併不成功的可能性是如此地高，亦應如此認定」。

至於如何評估一項事件是否發生之「可能性」，其進一步闡明：得以公司最高層人士對系爭交易之興趣如何來斷定，也可以從該公司董事會之決議、公司決策人士對投資銀行人員的指示，以及兩造公司實際磋商之內容等等加以認定最高層人士興趣之高低。至於如何評估系爭交易事件「影響程度之大小」，得參酌合併之兩造公司之規模，以及考慮因合併所可能帶來之股價漲幅等等因素，加以斷定。簡言之，本案最高法院認為「重大性」應斟酌事件「發生之可能性」與事件「影響之程度」而定。

（三）小結

1.公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第十三條之規定與重大消息認定間之關係

公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第十三條規定，公開收購決定之日起至申報及公告日前，因職務或其他事由知悉與該次公開收購相關之消息者，均應謹守秘密。所謂「公開收購決定之日」何所指？又其可否作為認定公開收購前內線交易之重大消息成立的時點？條文所稱「公開收購決定之日」應該係指公開收購人經其董事會通過收購之決定時[29]。惟本條所強調者係相關人士於公開收購消息公開前之保密義務，與禁止內線交易旨在維護市場公平性之主要目的大不相同，可否以此時點作為公開收購前之「有重大影響其股票價格之消息」，本文持保留立場。

2.實務見解之不當

我國法院實務向來認為內線交易之消息須已成立、確定，斯等見解實有不當，不僅與立法目的不符，且所謂「消息」（information），不論中文或是英文，與「事實」（fact）是不同的用語，事實係客觀已經存在、確定發生的事件，但「消息」所代表的是一種可能的、不確定的訊息，條文用語為「消息」而非「事實」，顯見立法意旨並不以該消息成立、確定為必要，由我國所師從之美國法來看，亦無要求「消息需成立、確定」，況且何時消息成立，認定上也會發生疑義，如前所提及關於公司變動財務預測消息之成立時點，法院亦有不同見解，何時為公開收購消息成立、確定時點，恐怕也會啟人疑竇，足見增加此一不成文構成要件，非但不符合內線交易規範意旨，更增加法院認定困擾。

---

the company activity.”

[29] 參劉連煜，敵意式公開收購、內線交易與競爭收購，實用月刊，2002 年 8 月，頁 10。

3.本文見解

消息是否成立、確定應只是個案中法院判斷消息「重大性」之輔助性的認定基準，而非必要要素，易言之，若消息已成立、確定，則個案中法院認定為重大消息之可能性越高；反之若消息未成立、確定，法院也可能參考其餘因素認為係重大消息。否則，類似臺灣高等法院九十一年度上訴字第一三九九號刑事判決之案例事實，雖然尚未召開董事會改選董事長，但董事間已私下協議由另一人出任，若此情形尚不構成重大影響股價消息，則於董事會召開前董事紛紛出售持股，將不符合內線交易行為，如此解釋將違反規範意旨。所以關鍵應在於「重大性」認定，至於消息成立、確定與否，僅僅是判斷消息是否有重大性所考量的因素之一罷了。

前揭美國聯邦最高法院在 TSC v. Northway, Inc 及 Basic Inc. v. Levinson 所提出對於「重大性」認定之基準，應可供我國法院參考。即若公開收購人已決定（如經公司董事會決議通過）對目標公司之股權進行公開收購，在時點上已可確認其為重大影響股票價格之消息[30]，蓋依實證經驗，公開收購消息發布後，不論之後收購是否成功，被收購公司股票通常會上漲 30%~50%，一合理投資人知悉此消息將影響其投資決定。至於在此之前（如收購方與被收購方進行初步接觸、協商），公開收購仍屬於「也許會發生、也許不會發生」之情形，則因頗難斷定該消息對於合理投資人之投資決定是否有重大影響，因此，有必要進一步採取 Basic Inc. v. Levinson 一案聯邦最高法院提出之補充性基準，即斟酌公開收購「發生之可能性」與「其影響之程度」而定，雖然此基準仍嫌模糊抽象，但誠如聯邦最高法院所言：「一項事實是否具有重大性，基本上是個案事實探討之問題，機械而無彈性的公式，應不足取。」

肆、結論

從我國近幾年公開收購法制之修正觀之，基本上其規範內容已與國際相符，且從本文所引之最新案例及相關報導中，實不難發現公開收購制度仍為國際企業所選擇使用的購併手段之一。為使我國公開收購法制能更趨完善、更具效能，本文建議應釐清目標公司董事會於收購期間之責任，並就收購期間目標公司董事會之角色及職責作明確的規範，避免公開收購案因目標公司董事之不當干預益形複雜，從而影響股東之判斷。其次，就公開收購對價上，亦應參考外國相關規範，訂定對收購對價是否適當之認定標準，另外就收購對價之標的，亦應准許公開收購公司得發行新股作為公開收購之對價，並訂定相關配套措施，以利於收購者財務規劃及資金調度，同時顧及應賣股東之權利。此外，針對強制公開收購制度，

[30] 同前註 。

本文則建議除將現行管理辦法第十一條修正為「任何人單獨或與他人共同預定於取得公開發行公司已發行有表決權股份總額百分之二十以上有價證券者，應以公開收購方式為之。」，並將關於「強制採行公開收購之比例」和「強制公開收購之豁免」等事項之規定，回歸於證券交易法，以臻明確。

最後，內線交易以獲悉「有重大影響其股票價格之消息」為要件，我國法院向來認為須以該消息成立且確定為必要，本文以為斯等見解似有不當之處。按消息是否成立或確定，應只是個案中法院判斷消息「重大性」之輔助性的認定基準，而非必要要素。易言之，若消息已成立、確定，則個案中法院認定為重大消息之可能性越高，反之若消息未成立、確定，法院也可能參考其餘因素認為係重大消息。美國聯邦最高法院在 TSC v. Northway, Inc 及 Basic Inc. v. Levinson 所提出對於「重大性」認定之基準，應可供我國法院參考：在公開收購時，若公開收購人已決定（如經公司董事會決議通過）對目標公司之股權進行公開收購，在時點上已可確認其為重大影響股票價格之消息；至於在此之前（如收購方與被收購方進行初步接觸、協商），公開收購仍屬於「也許會發生、也許不會發生」之情形，則要進一步斟酌公開收購「發生之可能性」與「其影響之程度」而定，雖然此基準仍嫌抽象，但是認定一消息之重大性，本質上就是個案事實探討之問題，因此此項標準之建構仍有其必要。

（作者 李智仁為本所資深顧問）