

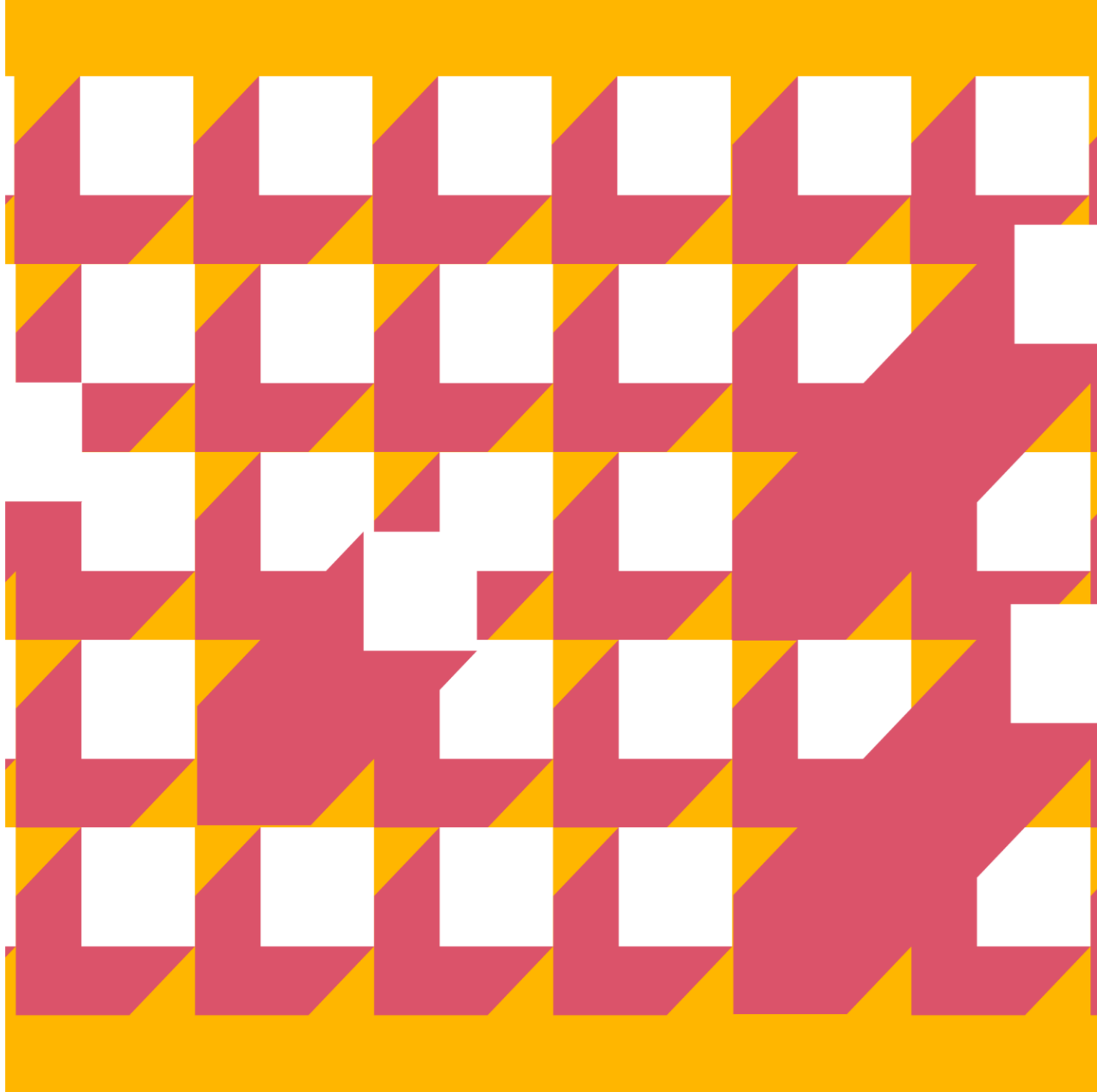
企業與董監如何避免
誤踩內線交易

How Business, Directors and Supervisors Can Avoid Unintentional Insider Trading

2025年十一月



普華商務法律事務所
張仕翰律師





張仕翰律師
Bevis Chang

資深律師；協理
普華商務法律事務所
PwC Legal, Taiwan

☎ (02) 2729 5200 分機 23874

✉ bevis.chang@pwc.com

學歷

- 國立台灣大學法律研究所商法組碩士
- 國立台灣大學法律學系財經法學組學士

經歷

- 環宇法律事務所律師
- 社團法人中華公司治理協會講師
- 台灣金融研訓院家族信託規劃顧問師
- 促進民間參與公共建設專業人員
- 台北市危老重建推動師
- 促參司促參修法諮詢顧問

代表案件

- 上市櫃公司、企業客戶併購案件。
- 財報不實、非常規交易、經營權爭議等商務訴訟案件。
- 公司在台上市櫃。
- 上市櫃公司向債權銀行團提出債務協商申請。
- 外商公司聲請破產處分，並擔任破產監督人。
- 大型公共建設如焚化爐、貨櫃碼頭、再生水廠、污水廠等PPP案件。

專業資格

- 中華民國律師

專長

- 公司證券
- 投資併購
- 危機管理
- 商業爭訟
- 促參案件
- 工程案件

目錄

1. 內部人持股管理
2. 短線交易禁止
3. 內線交易禁止



内部人持股管理

內部人持股管理之意義

公司董事、監察人、經理人及大股東等內部人通常持有相當數量之股份，且對公司之財務、業務情形具有資訊優勢，其持股變動對公司穩定經營、證券交易價格及市場公平性，均有一定程度的影響。

- **持股轉讓限制**：限制內部人股票交易，以避免內部人持股大量變動。
- **持股資訊公開**：公開揭露內部人持股變動情形，可使投資大眾瞭解公司經營狀況甚至未來發展走向，以為投資決策之參考。
- **短線交易禁止**：禁止內部人在六個月內買進賣出股票，以促使內部人專注經營公司，防範利用內部資訊短進短出牟利，影響投資人對證券市場公開、公平之信心，同時兼具防止內線交易之作用。
- **內線交易禁止**：禁止內部人利用資訊優勢買賣股票、搶占投資大眾的便宜，以維護證券市場交易秩序及公平。

內部人

- 自然人董監事、法人董監事、法人董監事代表（公司法第27條第1項）、法人代表董監事（公司法第27條第2項）
- 經理人（實質認定，例如「特助」）
 - ✓ 總經理及相當等級者
 - ✓ 副總經理及相當等級者
 - ✓ 協理及相當等級者
 - ✓ 財務部門主管
 - ✓ 會計部門主管
 - ✓ 其他有為公司管理事務及簽名權利之人
- 持有公司股份超過百分之十之股東
- 上列人等之配偶、未成年子女及被利用名義持股之人

2

短線交易之禁止

短線交易

證券交易法157條

公司董事、監察人、經理人或持有公司股份超過百分之十之股東，對公司之上市、上櫃股票或其他具有股權性質的有價證券，於取得後六個月內再行賣出，或於賣出後六個月內再行買進，因而獲得利益者，公司應請求將其利益歸於公司。

- 經董事會決議，以董事長為代表人請求。惟如短線交易之利益歸屬人係董事，則改由監察人代表。
 - 若董事會或監察人怠於行使歸入權，股東得依證交法157條第2項，以30日為限期請求董事或監察人行使之；逾期不行使時，請求之股東得為公司行使前項請求權。
 - 董事或監察人不行使歸入權致公司受損害時，依證交法157條第3項，對公司負連帶賠償之責。
- 立法目的在於事前嚇阻，並不需要內部人確實有利用內線消息買賣股票牟利，只要其買入、賣出不高於六個月，不論金額多寡，不論其是否有故意過失或不法意圖，其利益即可被請求歸屬於公司。

買賣行為—何謂取得？

• 取得

- 除內部人與配偶及未成年子女間外的贈與
- 自員工持股信託專戶領回股票
- 行使員工認股權而取得股票
- 為符合鎖股比率及時點基準而回補股票
- 股票質押予銀行借款，因銀行追繳擔保品而買進
- 因信託關係受託持股當選上市、上櫃及興櫃公司董事、監察人後，再以證券承銷商身分依證券交易法第七十一條規定取得之上市、上櫃及興櫃股票
- 公營事業經理人於官股依公營事業移轉民營條例釋出時，依移轉民營從業人員優惠優先認購股份辦法認購上市、上櫃及興櫃股票

• 非屬取得

- 繼承
- 消滅公司股東取得存續公司為合併所發行之新股
- 取得員工認股權憑證
- 取得私募股票
- 因現金增資、盈餘轉增資、受讓公司庫藏股或行使可轉換公司債之轉換權而取得股票
- 因公司其他董事或監察人之質押股票遭金融機構實行質權強制賣出等非自發性之行為或非可歸責於自己之事由造成持股成數不足，而依證券交易法第二十六條及公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則第二條、第五條規定補足持股成數
- 過額配售

買賣行為—何謂賣出？

• 賣出

- 以公開招募方式出售所屬公司股票
- 持有認購權證，到期以現金結算
- 交換公司債之債券持有人行使交換權
- 參與公開收購之應賣
- 參與發行海外存託憑證
- 金融機構對質押股票之實行質權，不論係自行拍賣或向法院聲請強制執行均係代理債務人即出質人賣出股票，其出賣人仍為出質人

• 非屬賣出

- 依信託關係移轉股票予受託人
- 質權人對質押股票實行質權
- 贈與
- 股票作價抵繳股款
- 過額配售

歸入金額之計算

證券交易法施行細則第11條第2項

1. 取得及賣出之有價證券，其種類均相同者，以最高賣價與最低買價相配，次取次高賣價與次低買價相配，依序計算所得之差價，虧損部分不予計入。
2. 取得及賣出之有價證券，其種類不同者，除普通股以交易價格及股數核計外，其餘有價證券，以各該證券取得或賣出當日普通股收盤價格為買價或賣價，並以得行使或轉換普通股之股數為計算標準；其配對計算方式，準用前款規定。
3. 列入前二款計算差價利益之交易股票所獲配之股息併計之。
4. 列入第一款、第二款計算差價利益之最後一筆交易日起或前款獲配現金股利之日起，至交付公司時，應依民法第二百零三條所規定年利率百分之五，計算法定利息。
5. 列入前項第一款、第二款計算差價利益之買賣所支付證券商之手續費及證券交易稅，得自利益中扣除
6. 發行股票公司董事、監察人、經理人或持有公司股份超過百分之十之股東違反本條之規定者，於計算差價利益時，其於未具前述身分前及喪失身分後買進或賣出之股票，不列入計算範圍

3

內線交易之禁止

漢微科內線交易案 「外資圈第一美女」夫二 審再獲緩刑

記者吳銘峯／台北報導

「外資圈第一美女」、瑞士信貸台灣區總經理邱慧平，捲入前上櫃公司股后漢微科技內線交易案。檢方查出，她的丈夫、玄門藝術中心小開許耀仁，因偷聽電話而得知內線消息私下單，檢方提起公訴。一審將他判刑1年10月，緩刑3年，案經上訴，二審仍判緩刑3年，但需繳交200萬元給公庫，並服80小時義務勞務。

本案發生於2016年中，當時上櫃公司股后、電子束晶圓檢測設備的漢民微測科技，獲得荷蘭半導體微影設備大廠艾司摩爾ASML公司，簽下併購合約，艾司摩爾公司委託台灣的瑞士信貸投顧公司，處理相關的併購事務，最後以現金搜購漢微科流通的股票，每股1410元，換算總金額達到新台幣1000億元，成為當年度第二大併購案。

但檢調單位發現在併購案曝光前，漢微科技的股票出現異常交易，因此2017年間發動大規模搜索，帶回邱慧平，以及邱女丈夫、玄門藝術中心小開許耀仁複訊，並分別將邱女、許男與許男母親，以500萬、600萬、100萬元交保候傳。

而全案於2017年底偵查終結，檢方認為許男偷聽妻子的電話，私自透過人頭戶下單，獲利達2290萬5000元，因此對許男一人提起公訴。許男一審遭判1年10月，緩刑3年，須向國庫支付100萬元。

案經上訴，高院二審於7日宣判，由於許男認罪，高院仍將他判刑1年10月，緩刑3年，但改向國庫支付200萬元，並須服80小時義務勞務，也宣告沒收犯罪所得2290萬5000元，可上訴。至於邱女與婆婆均獲得不起訴，經再議發回後，2018年8月間再度獲得不起訴確定。

趙建銘涉內線交易、偽證定讞 應執行3年10月

2021/12/29 16:30 (12/29 17:24 更新)

(中央社記者劉世怡台北29日電) 前總統陳水扁女婿趙建銘因台開內線交易案被判刑3年8月定讞，10月底發監執行，他先前另因偽證罪判刑3月定讞，檢察官聲請二罪定執行刑，高等法院今裁定執行3年10月。可抗告。

趙建銘民國94年間與前台開董事長蘇德建、前寬頻房訊總經理游世一等人於三井日本料理聚餐。趙建銘得知新台幣165億元聯貸案、不良債權融資案等台開利多內線消息，返家後與父親買進台開股票，待股價上漲脫手賺取差額。

台北地檢署於95年7月依違反證券交易法起訴，台北地方法院判處趙建銘6年徒刑、趙玉柱5年6月徒刑，蘇德建、游世一各判刑4年3月。案經上訴，二審的台灣高等法院改判趙建銘、趙玉柱7年徒刑，蘇德建、游世一各改判刑7年6月、7年2月徒刑。

案經最高法院多次發回更審，高院更五審改判趙建銘有期徒刑3年8月；趙玉柱改判4年，蘇德建改判3年8月徒刑，游世一改判4年4月徒刑。最高法院10月間駁回上訴，全案定讞。

趙建銘於10月25日提前到台中地檢署報到，發監台中監獄服刑。

此外，台灣高檢署查黑中心民國95年間偵辦前總統陳水扁等人涉國務機要費案，發現陳水扁妻子吳淑珍蒐集女兒陳幸妤、兒子陳致中與女婿趙建銘消費的發票不實核銷，傳喚3人作證。

吳淑珍被控於官邸教唆3人向檢方虛偽證稱，最高法院於100年8月間判吳淑珍9月，陳幸妤、趙建銘夫婦及陳致中則均判刑3月，陳幸妤並獲緩刑2年定讞。趙建銘後來已易服社會勞動。

檢察官就趙建銘二案遭定讞部分，聲請定執行刑台灣高等法院受理後，審酌趙建銘犯罪情節、危害情況、侵害法益、犯罪次數，及整體犯罪等，裁定應執行3年10月。可抗告。(編輯：李亨山) 1101229

茂德收購東森電視爆內線交易 知名律師林則瑋等6人起訴

2023/03/29 11:00

〔記者錢利忠 / 台北報導〕知名建商茂德集團6年前入主東森電視，重訊曝光前，處理收購案的律師林則瑋、前東森國際副總經理謝長仲等6人，涉嫌內線交易套利；台北地檢署查出，6人不法所得從1萬5600元至133萬5260元不等，今依內線交易罪起訴林則瑋等6人，建請法院宣告沒收不法所得。

檢方查出，林則瑋及妻子袁梅珍，不法所得為133萬5260元、林則瑋的事務所宋姓行政人員，獲利19萬8800元、宋女的王姓女友人獲利17萬900元、謝長仲獲利1萬8000元、前東森國際投資總處協理的李姓前妻獲利1萬5600元。其中，宋女及謝男已繳回不法所得，建請法院減輕其刑。

檢方調查，律師林則瑋負責茂德收購東森電視股權案，該收購案的重大消息確立時間為2017年9月6日，東森國際發布重訊的時間則是2017年11月2日晚上6時30分；此案限制內部人交易的期間，從該年9月6日起至11月3日中午12時30分為止。

林則瑋於2017年9月6日至13日間，涉嫌透過妻子的帳戶，以平均每股8.81元價格，買進東森國際股票1450張；之後林參與併購案會議，得知交易雙方就收購金額有歧異，即指示妻子全數出清持股，平均每股賣價為9.28元，不法所得68萬1500元。

後來，2017年10月中旬，林則瑋再次受指示與賣方重啟談判；林將此消息透漏給妻子，並由妻子於2017年10月13日至27日間，買進東森國際股票1816張，平均買入價為8.8元，擬制性不法所得共65萬3760元；總計，林則瑋夫婦分兩波段內線交易，不法所得共133萬5260元。其餘被告則分別從林則瑋夫婦的對談，得知收購案的內線消息，並好康逗相報轉知友人，分別進場買進股票，因而捲入內線交易官司。

內線交易之禁止

證券交易法第157條之1第1項及第2項

股權性質有價證券

下列各款之人，實際知悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息明確後，未公開前或公開後十八小時內，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票或其他具有股權性質之有價證券，自行或以他人名義買入或賣出：

- 一、該公司之董事、監察人、經理人及依公司法第二十七條第一項規定受指定代表行使職務之自然人。
- 二、持有該公司之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、喪失前三款身分後，未滿六個月者。
- 五、從前四款所列之人獲悉消息之人。

非股權性質有價證券

前項各款所定之人，實際知悉發行股票公司有重大影響其支付本息能力之消息時，在該消息明確後，未公開前或公開後十八小時內，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之非股權性質之公司債，自行或以他人名義賣出。

內部人、準內部人與消息受領人

• 內部人

- 董事、監察人、經理人（形式或實質認定？）及依公司法第二十七條第一項規定受指定代表行使職務之自然人（含喪失身分後，未滿六個月者）
- 持股超過百分之十之股東（含喪失身分後，未滿六個月者）
- 上列人等之配偶、未成年子女及名義人（含喪失身分後，未滿六個月者）

• 準內部人

- 基於職業或控制關係獲悉消息之人（含喪失前開身分後，未滿六個月者）

• 消息受領人

- 從內部人或準內部人直接或間接獲悉消息之人
 - 僅洩漏資訊而未進行交易之內部人或準內部人，何如？內部人或準內部人將重大消息洩漏予第三人，如該第三人從事內線交易，該洩漏消息之人須與第三人負連帶賠償責任；亦可能被認為屬共同正犯而同負刑事責任。
- 自行研究公開資訊而非自內部人處取得消息者，不是消息受領人、亦非實際知悉消息

實際知悉重大消息—矽統案

- 被告為共○公司董事長，共○公司則為矽統科技之監察人，並指派施某為代表執行監察人職務。民國86年8月22日矽統公司召開董、監事聯席會，決定調降當年度財務預測。被告於同年8月6日至8月22日間賣出矽統公司76萬2千股。
- 法院以無證據證明被告於出售股票前自施某或其他管道獲悉調降財測之事為由，判決被告無罪。

(台灣高等法院89年度上易字第17號刑事判決)

重大消息之定義

- **證券交易法第157條之1第5項及第6項**

第1項所稱重大影響其股票價格之消息，係指涉及公司之財務、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；其範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之。

第2項所稱有重大影響其支付本息能力之消息，其範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之。

- **實務見解（台開案判決）**

重大性之判斷：

如屬確定消息—是否影響理性投資者之投資決策

如屬不確定消息—未來發生機率×對於公司整體活動之影響程度

涉及公司之財務、業務之重大消息

1. 證券交易法施行細則第七條所定之事項。包括：

- 1) 存款不足之退票、拒絕往來或其他喪失債信情事者。
- 2) 因訴訟、非訟、行政處分、行政爭訟、保全程序或強制執行事件，對公司財務或業務有重大影響者。
- 3) 嚴重減產或全部或部分停工、公司廠房或主要設備出租、全部或主要部分資產質押，對公司營業有影響者。
- 4) 有公司法第185條第1項所定各款情事之一者。
- 5) 經法院依公司法第287條第1項第5款規定其股票為禁止轉讓之裁定者。
- 6) 董事長、總經理或三分之一以上董事發生變動者。
- 7) 變更簽證會計師者。但變更事由係會計師事務所內部調整者，不包括在內。
- 8) 重要備忘錄、策略聯盟或其他業務合作計畫或重要契約之簽訂、變更、終止或解除、改變業務計畫之重要內容、完成新產品開發、試驗之產品已開發成功且正式進入量產階段、收購他人企業、取得或出讓專利權、商標專用權、著作權或其他智慧財產權之交易，對公司財務或業務有重大影響者。
- 9) 其他足以影響公司繼續營運之重大情事者。

涉及公司之財務、業務之重大消息

2. 公司辦理重大之募集發行或私募具股權性質之有價證券、減資、合併、收購、分割、股份交換、轉換或受讓、直接或間接進行之投資計畫，或前開事項有重大變更者。
3. 公司辦理重整、破產、解散、或申請股票終止上市或在證券商營業處所終止買賣，或前開事項有重大變更者。
4. 公司董事受停止行使職權之假處分裁定，致董事會無法行使職權者，或公司獨立董事均解任者。
5. 發生災難、集體抗議、罷工、環境污染或其他重大情事，致造成公司重大損害，或經有關機關命令停工、停業、歇業、廢止或撤銷相關許可者。
6. 公司之關係人或主要債務人或其連帶保證人遭退票、聲請破產、重整或其他重大類似情事；公司背書或保證之主債務人無法償付到期之票據、貸款或其他債務者。
7. 公司發生重大之內部控制舞弊、非常規交易或資產被掏空者。
8. 公司與主要客戶或供應商停止部分或全部業務往來者。

涉及公司之財務、業務之重大消息

9. 公司財務報告有下列情形之一：

- 1) 未依證券交易法第36條規定公告申報者。
- 2) 編製之財務報告發生錯誤或疏漏，有本法施行細則第六條規定應更正且重編者。
- 3) 會計師出具無保留意見或修正式無保留意見以外之查核或核閱報告者。但依法律規定損失得分年攤銷，或第一季、第三季及半年度財務報告若因長期股權投資金額及其損益之計算係採被投資公司未經會計師查核簽證或核閱之報表計算等情事，經其簽證會計師出具保留意見之查核或核閱報告者，不在此限。
- 4) 會計師出具繼續經營假設存有重大疑慮之查核或核閱報告者。

10. 公開之財務預測與實際數有重大差異者或財務預測更新（正）與原預測數有重大差異者。

11. 公司營業損益或稅前損益與去年同期相較有重大變動，或與前期相較有重大變動且非受季節性因素影響所致者。

涉及公司之財務、業務之重大消息

12. 公司有下列會計事項，不影響當期損益，致當期淨值產生重大變動者：

- 1) 辦理資產重估。
- 2) 金融商品期末評價。
- 3) 外幣換算調整。
- 4) 金融商品採避險會計處理。
- 5) 未認列為退休金成本之淨損失。

13. 為償還公司債之資金籌措計畫無法達成者。

14. 公司辦理買回本公司股份者。

15. 進行或停止公開收購公開發行公司所發行之有價證券者。

16. 公司取得或處分重大資產者。

17. 公司發行海外有價證券，發生依上市地國政府法令及其證券交易市場規章之規定應即時公告或申報之重大情事者。

18. 其他涉及公司之財務、業務，對公司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者。

涉及該證券之市場供求之重大消息

1. 證券集中交易市場或證券商營業處所買賣之有價證券有被進行或停止公開收購者。
2. 公司或其控制公司股權有重大異動者。
3. 在證券集中交易市場或證券商營業處所買賣之有價證券有標購、拍賣、重大違約交割、變更原有交易方法、停止買賣、限制買賣或終止買賣之情事或事由者。
4. 依法執行搜索之人員至公司、其控制公司或其符合會計師查核簽證財務報表規則第二條之一第二項所定重要子公司執行搜索者。
5. 其他涉及該證券之市場供求，對公司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者。

有重大影響公司支付本息能力之重大消息

1. 證券交易法施行細則第七條第一款至第三款所定情事者。包括：

- 1) 存款不足之退票、拒絕往來或其他喪失債信情事者。
- 2) 因訴訟、非訟、行政處分、行政爭訟、保全程序或強制執行事件，對公司財務或業務有重大影響者。
- 3) 嚴重減產或全部或部分停工、公司廠房或主要設備出租、全部或主要部分資產質押，對公司營業有影響者。

2. 第二條第五款至第八款、第九款第四目及第十三款所定情事者。包括：

- 1) 發生災難、集體抗議、罷工、環境污染或其他重大情事，致造成公司重大損害，或經有關機關命令停工、停業、歇業、廢止或撤銷相關許可者。
- 2) 公司之關係人或主要債務人或其連帶保證人遭退票、聲請破產、重整或其他重大類似情事；公司背書或保證之主債務人無法償付到期之票據、貸款或其他債務者。
- 3) 公司發生重大之內部控制舞弊、非常規交易或資產被掏空者。
- 4) 公司與主要客戶或供應商停止部分或全部業務往來者。
- 5) 會計師出具繼續經營假設存有重大疑慮之查核或核閱報告者。
- 6) 為償還公司債之資金籌措計畫無法達成者。

有重大影響公司支付本息能力之重大消息

3. 公司辦理重整、破產或解散者。
4. 公司發生重大虧損，致有財務困難、暫停營業或停業之虞者。
5. 公司流動資產扣除存貨及預付費用後之金額加計公司債到期前之淨現金流入，不足支應最近期將到期之本金或利息及其他之流動負債者。
6. 已發行之公司債採非固定利率計息，因市場利率變動，致大幅增加利息支出，影響公司支付本息能力者。
7. 其他足以影響公司支付本息能力之情事者。

何謂重大消息--案例

- 公司財務周轉困難致支票退票（正義食品）
- 公司發生鉅額虧損，大幅調降財務預測（訊碟）
- 營運好轉，營收大幅成長，調升財務預測（太欣）
- 出售土地獲鉅額收入，使公司轉虧為盈（廣大）
- 簽訂出售土地契約，但未真實交易，僅創造可獲得售地利益的表象（廣三建設）
- 負責人掏空資產或侵佔公司巨額資金（東隆五金）
- 銀行將董、監事質押的股票斷頭賣出；公司為關係企業背書的支票有跳票之虞（東榮纖維）
- 董事會做成合併案及暫緩合併案的決議（耀文）
- 主管機關核准或駁回現金增資申請案（三粹）
- 公司董事長兼總經理車禍死亡
- 公司遭金融檢查或檢調偵查（勁永）

內線交易的民事責任

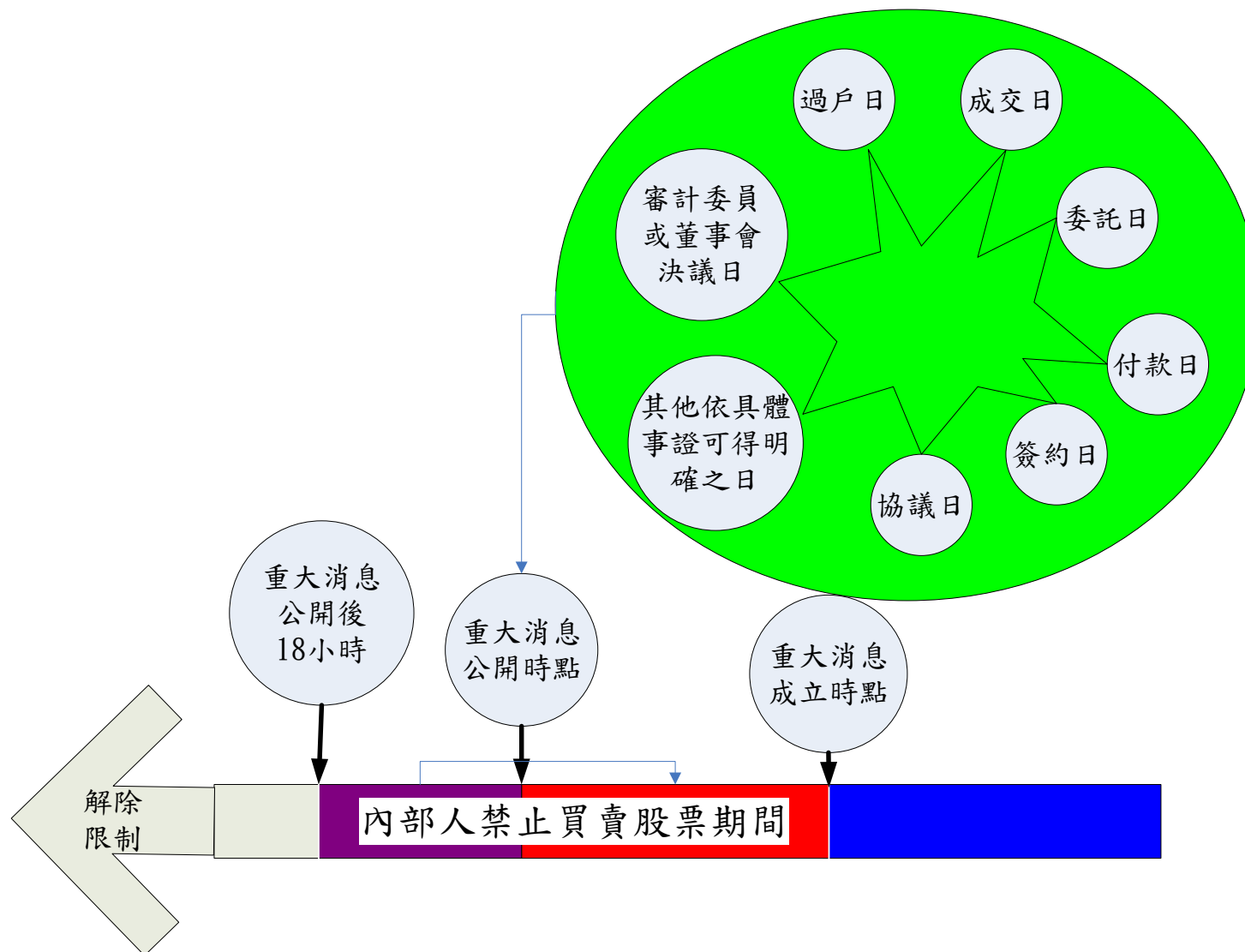
對於當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任

- 情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將賠償額提高至三倍
 - 情節輕微者，法院得減輕賠償金額
- 情節重大之認定並無一定之標準
- 訊碟案法院認為，媒體於2000年8月至10月間報導訊碟各項營運不利的傳聞，訊碟不但沒有誠實公布真相，而且對外宣稱其營收情況正常，故「被告之行為並非單純的未將消息公開而從事股票買賣，其情節自屬重大。」

內線交易的刑事責任

- 犯罪所得金額未達新臺幣一億元者，處三年以上十年以下有期徒刑，得併科新臺幣一千萬元以上二億元以下罰金
- 犯罪所得金額達新臺幣一億元以上者，處七年以上有期徒刑，得併科新臺幣二千五百萬元以上五億元以下罰金
- 犯罪所得利益超過罰金最高額時，得於所得利益之範圍內加重罰金；如損及證券市場穩定者，加重其刑至二分之一
- 於犯罪後自首，如自動繳交全部犯罪所得者，減輕或免除其刑；並因而查獲其他正犯或共犯者，免除其刑。
- 在偵查中自白，如自動繳交全部犯罪所得者，減輕其刑；並因而查獲其他正犯或共犯者，減輕其刑至二分之一。

禁止買賣股票期間（參考資料：商業週刊1042期）



始點一重大消息明確時

證券交易法第157條之1第5項及第6項**重大消息**範圍及其公開方式管理辦法第5條規定，所稱**重大消息明確時**，係指**重大消息之成立時點**，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依具體事證可得明確之日**，以日期在前者為準。

上市、上櫃公司**重大訊息**之查證暨公開處理程序第6條第2項規定，同條第1項第1款所稱**事實發生日**，係指協議日、簽約日、付款日、委託成交日、過戶日、董事會或其設置之委員會決議日或其他足資確定交易對象及交易金額之日孰前者。但屬需經主管機關核准之投資者，以上開日期或接獲主管機關核准之日孰前者為準。

- 所稱**重大消息之明確**，在公司併購案中，應以其發生之機率及對投資人投資決定可能產生的影響綜合判斷，不以併購確定發生（如已簽訂詳細合約或準備交割）為必要，亦不以批准併購所必須之審計委員會或董事會決議為必要；換言之，僅須有具體事證，足資認定公司有相當大之可能性完成併購之時，有關公司併購之**重大消息**，即已明確，因而在具體個案情形，容有不同。
- 並不是只要董事會通過前，都不算**重大消息**。此認知與法律規定不符。

始點—重大消息明確時

- **品佳案（最高法院100年台上字第3800號刑事判決參照）**

最高法院認為，94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，自可認定為「重大影響其股票價格之消息」最早成立之時點。

- **具體而言，該時點甚且在保密協議簽訂之前。**

始點一重大消息明確時

- **綠點案（最高法院102年台上字第1420號刑事判決參照）**

最高法院認為所謂「獲悉」（按：修法後改為「實際知悉」）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；上開法條所稱「明確」係與空洞之傳聞相區別爾，並不以已經過特定形式程序為前提。觀諸我國司法實務判決，不難發現法院多在衡量個案中多項具體事實後始為重大消息明確與否之認定，並非以一定之法律形式完成與否（例如書面契約之締結、公司內部決議之通過）為判準，是以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，不得拘泥於某特定、具體確定之時點。

- **雙方簽署意向書，就對價區間已有初步協議，併達成共識，堪認此時為重大消息成立之明確時點。**

始點一重大消息明確時

- **旺宏案（最高法院102年台上字第1672號刑事判決參照）**

最高法院認為重大消息管理辦法第五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。若依併購雙方之營運狀況，達成交易各取所需為勢之所趨，雙方已由專案團隊針對併購案進行可行性評估及協商程序等細節，包括共同（委託）開發、代工服務等安排之可行性，並在此原則下開始議價，而被併購方亦已開始規劃交付廠址等執行併購案所必要之事宜，於94年11月底，縱然雙方尚未完全議定併購價額，有關併購案之消息已屬明確。

- **雙方交易意願確定，價格區間大致底定而開始正式議價之時，即為重大消息明確之時。**

始點—重大消息明確時

- **東森案（最高法院於102年台上字第3250號刑事判決參照）**

最高法院認為重大消息管理辦法關於重大消息明確之時點，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。若某一事件對公司影響，係屬「確定而清楚」，此際應適用美國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」）。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，則應適用美國Basic案所採用之「機率和影響程度」判斷基準。簽訂意向書之日與簽訂股份買賣契約之日，何者為重大消息明確之日，應綜合事件之綜合事件之發生經過及其結果，以該消息對投資人買賣證券之影響程度，衡量交易完成後對投資決定可能產生之影響為綜合判斷。原審僅以被告簽署意向書時確能掌控併購案中所擬轉讓之股票，即謂併購發生之可能性極高，而逕認簽訂意向書該日為本件重大消息成立（明確）之日，自屬理由欠備之違法。

最高法院在本案中未指明重大消息明確之具體時點。



始點—重大消息明確時

- **嘉泥案（最高法院 102年台上字第4868號刑事判決參照）**

最高法院認為適用證券交易法第一百五十七條之一之前提，必須內部人對公司重大消息「實際知悉」，且該消息已「具體成形」，亦即須達「明確」之程度，並非空洞之傳聞即足當之。

- **雙方董事長開會議定換股比例時，交易業已具體成形，有關重大消息即達明確之程度。**

小結—禁止買賣股票期間之始點在個案中難以一概而論

- 綜觀上開最高法院判決可知，司法實務中，有認為簽署併購意向書時，有關併購之消息未必即已明確者，如東森案；有認為簽署併購意向書時併購之消息即已明確者，如綠點案；亦有認定於簽署意向書前併購消息即已明確者，如旺宏案。在嘉泥案中，最高法院更明白表示，個案不同，無從比擬。顯然，我國法院並非以特定程序之完成與否，例如書面協議之簽訂、公司內部決議之通過，做為重大消息明確與否之判準，其認定重大消息明確之時點，實際上受到個案中各種具體事實的影響。
- 最高法院一方面要求內線交易之重大消息之明確不能僅為空洞之傳聞（最高法院102年台上字第4868號刑事判決參照），一方面認為重大消息之明確不以消息內容確定發生為必要（最高法院102年台上字第1420號刑事判決參照），在此二端之間，法院考量個案中的各項具體事實，以認定重大消息明確與否，而有相當大的裁量空間，也因而導致公司併購有關內線交易禁止始點之不具確定性。

終點一重大消息公開後屆滿 18小時

- 涉及公司之財務、業務，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，其公開方式，係指經公司輸入公開資訊觀測站。
- 涉及該證券之市場供求，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，其公開，係指透過下列方式之一公開：
 - 公司輸入公開資訊觀測站。
 - 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基本市況報導網站中公告。
 - 兩家以上每日於全國發行報紙之非地方性版面、全國性電視新聞或前開媒體所發行之電子報報導。以派報（早報為上午6時，晚報為下午3時）或電視新聞首次播出或輸入電子網站時點在後者，為公開之時點。

重大消息公開之實務問題

- **報紙數度刊載算不算公開？**

- 有判決認為，如經報章雜誌報導之重大訊息，經證實與事實完全相同，該等消息已置於不特定或特定之多數投資人可共見共聞之情形下，縱該報導僅於台北地區發行，亦屬已公開。

- **開了記者會算不算公開？**

- 依金管會之命令，內線消息必須區分為「公司的財務、業務消息」及「證券之市場供求消息」以適用不同之公開方式
- 有關「公司的財務、業務消息」，例如調整財務預測、處分重大資產、買回公司股票、更換董事長或簽證會計師等，必須由公司輸入證交所的公開資訊觀測站才算公開。
- 有關「證券之市場供求消息」公開方式除輸入公開資訊觀測站外，如經證交所或櫃買中心網站上報導或全國性電視新聞報導即屬公開。

併購資訊揭露自律規範

股份有限公司併購資訊揭露自律規範參考範例

為維護股東權益，對於進行之併購案在董事會決議之前，同時符合下列情形者，得採自願性揭露方式對外公開，惟應審慎考量資訊揭露之必要性且揭露之內容必需與事實相符並負法律責任：

- 一、併購公司各方已達成原則性之共識，並簽署併購相關協議。
- 二、證明有能力完成併購，且認定此事件重大有公開之必要時。
- 三、大眾傳播媒體報導或外界傳聞與事實相似時。

知悉說 vs 利用說？ —依原定計劃執行買賣可否免責？

工商時報

內線交易與財報不實 專家：應增訂預定交易計劃應作為免責抗辯事由

針對財報不實，應以重大不實為限，證交法所規定之虛偽、隱匿之用語，應僅限於故意，不包括過失行為

2024.08.29 / 10:14 / 工商時報 文 / 簡立宗



內線交易會破壞證券交易的公平性，全球各國皆明文禁止。我國證交法157條之1亦規定，內部人在實際知悉有重大影響股票價格之消息時，不得於18小時內買賣該公司股票。此時，很久前即規劃好的預定股權交易計畫若仍照原定計劃執行買賣，是否會踩到證交法的內線交易紅線？對此，當代法律雜誌於8月20日舉辦的研討會中，國內知名法學與財經專家認為，目前條文內容過於嚴苛，應於證券交易法第157條之1增訂預定交易計劃作為內線交易免責抗辯事由，可考慮以交易計劃之申報監管作為配套。此外，針對證交法財報不實之規定，專家認為應以重大不實為前提，不應只因「誤寫誤繕」之「過失」，就要面臨鉅額求償。

檢調機關案件來源

- **證券交易所之市場監視制度，篩選出股價、成交量異常等股票**

臺灣證券交易所於上市公司有重大影響其股票價格之消息，且其股票價格及成交量發生明顯變化時，即針對買賣較大投資人、公司內部人之交易情形及彼此間關聯性加以分析，如發現疑涉違法交易情事，即依「實施股市監視制度辦法」之相關規定辦理。

- **主管機關發動調查，移送檢調單位**

- 承辦人員自行發現：如承辦受理申報事項之人員發現申報之財務、業務資料有可疑現象。
- 各組室所移送：業管人員審查公開發行公司財務、業務時發現重大影響股票價格之資訊時。
- 其他機關或機構所移送或舉發：交易所對有關上市公司重大資訊之查證發現疑點。
- 報章雜誌之刊載：通常報章雜誌之採訪人員為挖掘消息可能揭露部分違法或違規信息，此亦可供取締之參考。
- 檢舉信函：透過檢舉信箱或專線或其他管道獲知違法或違規之可疑案件。

檢調機關偵查規劃

檢調單位調查之事證包括，重大財務、業務資訊、內部人持股轉讓申報書、股權異動表、股東會董監會議事錄、透過連線所掌握買賣交易情形（包含證券交易法所指之受控關係人交易紀錄資料）等事證，加以勾稽查證

- 內部人帳戶辨認：本人、關係人、人頭、外資。
- 交易有價證券辨認：股份、債券、其他。
- 重大訊息辨認：調閱會議紀錄、財務報告、偵訊。
- 確認訊息之成立時點及有無公開。
- 確認對於股價之影響。
- 確認內部人獲利狀況。

受查對象在偵查階段常面臨之情境

- 媒體報導（偵查不公開未能落實）
- 公司負責人亦難避免遭到約談，詢問細節問題
- 偵查過程動作大，甚至可能對住家進行搜索
- 偵查訊問時間甚長，甚至可能延續至深夜
- 偵查後，多半伴隨限制出境之處置
- 最糟之情形，甚至難以排除遭羈押之處置

證券交易所協助偵察實務案例舉隅—南港案

南港公司之部分內部人於民國86年元月間，獲悉公司可認列所得稅利益二億一千六百二十九萬一千元，屬於對南港公司股票價格有重大影響之消息。其內部人利用轉投資企業，在該消息未公開前大量買進南港公司股票，涉嫌違反證券交易法第157條之1第1項內線交易之規定。

在南港公司發布上述重大訊息後股票價格隨之上漲。臺灣證券交易所主動調查後發現南港公司之部分關係企業，在消息公布前買進南港公司之股票，立刻製作交易分析意見書函送調查局進一步偵辦。經地方法院檢察署偵結起訴，後經一審判決無罪，臺灣證券交易所即針對一審判決書之內容，再協助檢察官蒐集資料，卒經提出上訴。

證券交易所協助偵察實務案例舉隅—東隆五金案

東隆公司某內部人及其關係人於87年10月間，獲悉東隆公司遭掏空數十億元，在該重大訊息公開前，於證券市場賣出東隆公司股票，涉嫌違反證券交易法第157條之1第1項規定。因無法取得涉案嫌疑人事先知悉重大消息之直接證據，東隆公司涉案之該內部人經臺灣高等法院臺南分院，於91年5月8日以九十年度上易字第一七四號判決書判決無罪定讞。

證交所在報紙刊出東隆公司之負面消息後即主動展開調查，發現東隆公司某內部人及關係企業，在消息見報前數日大量賣出東隆股票，證交所立刻製作交易分析意見書函送調查局，並協助法院瞭解案情。

證券交易所協助偵察實務案例舉隅—尖美建設案

尖美公司調降八十七年度財務預測，在該重大訊息公開前，某內部人事先獲悉公司該項消息，於八十八年元月間在證券市場賣出尖美公司股票，涉嫌違反證券交易法第一百五十七條之一第一項之規定。尖美公司涉案之該內部人經臺灣高雄地方法院於九十一年五月十四日，以九十年度訴字第二一七一號判決書判處有期徒刑六個月。

尖美公司調降八十七年度財測之消息公開後，尖美股價大幅下跌，證交所調查後發現，有內部人及關係企業在消息公開前先賣出尖美公司股票，隨即調閱相關之董事會會議紀錄，發現尖美公司內部人出售股票前已先知悉是項消息，迺製作交易分析意見書函送調查局，由該局南機組進一步偵辦。證交所並先後派員赴南機組及高雄地方法院檢察署說明案情。

幾點提醒一代結論

- 透過人頭交易股票的作法，在偵查手法日趨成熟後，風險將加增
- 公司內部對於重大消息之認定以及其公開之時點應有稽控制度，遇有疑問，宜洽詢外部顧問，以確保遵守法令
- 應建立穩健且落實之保密制度；遇有重大交易，或知悉重大有利及不利之資訊，應確保知悉之人員均嚴守秘密，並不應私自交易股票
- 應定時要求內控內稽、股務單位、法務單位追蹤相關股權交易資訊以及法令變動，以做好風險管理
- 一旦不慎，遭主管機關或檢調機關調查，應迅即委請律師協助以確保權益

Q & A

pwc.tw

© 2021 PwC. All rights reserved. Not for further distribution without the permission of PwC. “PwC” refers to the network of member firms of PricewaterhouseCoopers International Limited (PwCIL), or, as the context requires, individual member firms of the PwC network. Each member firm is a separate legal entity and does not act as agent of PwCIL or any other member firm. PwCIL does not provide any services to clients. PwCIL is not responsible or liable for the acts or omissions of any of its member firms nor can it control the exercise of their professional judgment or bind them in any way. No member firm is responsible or liable for the acts or omissions of any other member firm nor can it control the exercise of another member firm’s professional judgment or bind another member firm or PwCIL in any way.