

【專題二】

# 新修正證券交易法第一百五十七條之一規定簡介



簡兆翌 (證期局專員)

## 壹、前言

人類的任何活動均有人與人之間的公平問題，資本市場之交易亦同，投資人有平等獲取資訊的權利，俾進行公平之交易，倘具有獲取資訊優勢之人（如公司董事、監察人、經理人或大股東等）實際知悉公司尚未公開的消息而買賣股票等有價證券，除對其他投資人顯未公平，亦使投資人無法相信公司及內部人的誠信，將使公司商譽受到損害，進而影響一個國家資本市場的長期健全發展，因此，世界主要證券市場國家均立法予以禁止內線交易。

我國參考美國立法例自 77 年增訂證券交易法第一百五十七條之一予以規範，並歷經 91 年及 95 年兩次修正，惟鑑於外界認為禁止內線交易規範之構成要件，仍有若干不明確之處，故金管會提出相關修正條文草案送立法院審議，法案審議期間經歷多次討論，於 99 年 5 月 4 日經立法院三讀修正通過，並於 99 年 6 月 2 日經總統令公布施行，期望透過此次之修正，能使禁止內線交易規範更完整與明確。

## 貳、證券交易法第一百五十七條之一有關禁止內線交易規範之修正重點

### 一、將「以他人名義買賣有價證券」行為亦適用禁止內線交易規範，予以明文化：

從過去內線交易之司法審判案件涉案行為人之交易模式觀之，除以本人名義為相關有價證券之買賣外，尚有以他人名義為買賣之行為，惟因法律尚未明確定義，

致使司法實務上有認為內線交易行為應包含以他人名義買賣之行為，亦有認為不包含等見解不一之情事產生<sup>1</sup>。

而學者<sup>2</sup>由禁止內線交易規範之立法目的，並參酌美國法院及證管會見解，認為內部人獲悉消息後為他人買賣股票，仍構成內線交易。蓋內線交易行為的重點，在於知悉內線消息之人所為買賣股票的行為，而不在買賣時究係使用何人名義，或為何人計算。且歐盟市場濫用指令（market abuse directive 2003）第二條第一項亦包括內部人為他人買賣證券（for the account of a third party）。

爰透過本次證券交易法第一百五十七條之一修正，將第一項「不得…買入或賣出」條文文字，修正為「不得…『自行或以他人名義』買入或賣出」，以求明確，並減少司法審判時之疑義。

## 二、將重大消息之沈澱時間由現行十二小時延長至十八小時：

修正前證券交易法第一百五十七條之一規範之重大消息沈澱時間為十二小時，假設某上市（櫃）公司發生一項未公開之重大影響股票價格之消息，而公司於當日晚間八時三十分於公開資訊觀測站上登錄，實際知悉該消息之人於隔日股市開盤前，委託買賣自家股票之行為即不受禁止內線交易之規範，而此項重大消息雖已於公開資訊觀測站發布，惟對於非以投資為專業之人，或是住所未設置網路設備之投資人，於隔日開盤前可能尚未獲悉該重大消息而無法為即時之反應，爰此次修正案將重大消息之沈澱時間由現行十二小時延長為十八小時，將可督促發行股票公司儘早將重大消息予以公開，以落實資訊平等理論。

## 三、將非股權性質之公司債納入禁止內線交易之行為客體：

按修正前證券交易法第一百五十七條之一及其證券交易法施行細則第十一條第一項規定，受規範之買賣標的為上市、上櫃或興櫃公司之股票、可轉換公司債、附認股權公司債、認股權憑證、認購（售）權證、股款繳納憑證、新股認購權利證書、新股權利證書、債券換股權利證書、臺灣存託憑證及其他具有股權性質之有價證券等，尚未包含非股權性質之公司債。

考量公司發生遭金融機構退票等重大影響支付本息能力之情事，於消息未公開前，實際知悉該消息之人先行賣出普通公司債，以避免損失，亦有違市場公平性，爰透過本次之修正，於證券交易法第一百五十七條之一增列第二項，將非股權性質之公司債納入規範。

## 四、為使禁止內線交易規範更為明確而酌作文字修正：

<sup>1</sup> 千○案，最高法院 98 年度台上字第 1850 號判決、98 年度上更(一)字第 123 號；新○案，台北地方法院 97 年度金訴字第 12 號。

<sup>2</sup> 參閱賴英照，股市遊戲規則-最新證券交易法解析，2009 年 10 月，再版，頁 501 至 503。

(一)、將第一項之「獲悉」消息，修正為「實際知悉」消息：

如前所述，我國內線交易規範係參照美國立法例訂定，按美國證管會於 2000 年所頒布施行之 Rule 10b5-1 規則，其定義買賣有價證券時知悉 (be aware of) 內線消息，即構成內線交易，且美國 1934 年證券交易法於 1984 年修正後，明確採持有說 (即採 in possession of material, nonpublic information 文字)，本次修正案將「獲悉」改為「實際知悉」消息，係為使法律規範更明確。然「獲悉」與「實際知悉」本質上並無差異，且司法實務上，原本即會考量行為人是否「實際知悉」重大消息，爰本次修正對於內線交易案件之偵辦及審判應無影響。

(二) 於第一項增列「明確後」文字及於第五項<sup>3</sup>增列「其具體內容」文字：

鑑於外界對於現行證交法第一百五十七條之一第一項有關「發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時」所規範重大消息是否須確定，抑或是性質明確即屬成立，因法未明文，時有爭議，爰參酌歐盟市場濫用指令第一條對內線消息之定義「inside information shall mean information of a 『precise nature (性質明確)』 which has not been made public, …」，於第一項有關「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。

至有關重大消息成立時點之認定基準，參照美國聯邦最高法院於 Basic Inc. v. Levinson 案<sup>4</sup>認為消息之重大性及是否成立應依事情發生之機率及其發生在公司整體活動中之影響程度等二項因素綜合判斷，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，此一認定基準已廣泛為我國司法實務所採納<sup>5</sup>。

另歐盟市場濫用指令 (Market Abuse Directive 2003) 及市場濫用指令之第二部指導綱要及資訊 (Market Abuse Directive Second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market 2007) 對消息「性質明確」之判斷標準<sup>6</sup>如下：

<sup>3</sup> 證券交易法第一百五十七條之一修正前列為第四項，修正後條項順延至第五項。

<sup>4</sup> Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988). "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."

<sup>5</sup> 訊○案，板橋地院 92 年度金重訴字第 2 號；台○案，台北地院 95 年度矚重訴字第 1 號。

<sup>6</sup> 有關性質明確之判斷標準原文內容如下：<http://www.fme.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=5416>

1.5 whether a set of circumstances exists or an event has occurred, a key issue is whether there is firm and objective evidence for this as opposed to rumours or speculation i.e. if it can be proved to have happened or to exist.

1.6 if the information concerns a process which occurs in stages, each stage of the process as well as the overall process could be information of a precise nature. An example might be a takeover bid. The fact that the proposed takeover might not in the end take place does not mean that the approach to the target company is not precise information in its own right.

1.7 it is not necessary for a piece of information to be comprehensive to be considered precise. For example, an approach to a target company about a takeover bid can be considered as precise information even though the bidder had not yet decided the price. Similarly, a piece of

1. 有可靠且客觀存在之事證證明該資訊並非謠傳或臆測。
2. 如該資訊涉及一段過程，過程中有不同階段，則每一段過程及整個過程皆可被認為具有性質明確的資訊。
3. 資訊不需包含「所有」相關訊息才能被視為是明確。
4. 資訊是否具體到足以影響價格，應考量該資訊是否足使理性投資人於無風險或低風險下做出投資決策，及該資訊是否很可能馬上被運用於市場交易上。

目前金管會於辦理疑似內線交易之不法案件時，皆已參照前揭標準判斷重大消息，惟為使重大消息之定義更為明確化，以利內部人等之遵循，爰於第五項增列「其具體內容」文字。

※證券交易法第一百五十七條之一修正前後對照表

項目	修正後	修正前
行為主體	將「以他人名義買賣」明文加以規範	-
行為客體 (買賣標的)	增列非股權性質之公司債	-
消息沉澱時間	公開後十八小時	公開後十二小時
其他文字修訂	1.第一項「獲悉」修正為「實際知悉」 2.第一項增列消息「明確後」 3.第五項增列「其具體內容」	-

information could be considered as precise even if it refers to matters or events that could be alternatives. For example, the fact that a company was proposing to launch a takeover bid for one or other of two companies could be considered as precise even though the bidding company had not finally decided which would be its target.

- 1.8 As regards whether a piece of information is specific enough to allow a conclusion to be drawn about its impact on prices, CESR considers this would occur for example in two circumstances. The first would be when the information is such as to allow the reasonable investor to take an investment decision without, or at very low, financial risk – i.e. the investor would be able to assess with confidence how the information, once publicly known, would affect the price of the relevant financial instrument and related derivative financial instruments. For example, someone knowing that a particular issuer was about to be subject to a takeover bid could be confident that that issuer's share price would rise when the bid became public. The second would be when the piece of information was such that it is likely to be exploited immediately on the market – i.e. that as soon as the information became known, market participants would trade on the basis of it.

## 參、未來努力方向

配合證券交易法第一百五十七條之一之修正，金管會將儘速修正管理辦法之相關規範。另證券交易法第一百五十七條之一修正草案經立法院三讀通過時，並附帶決議「本條文通過後，金管會及法務部須於第六會期開議前，送有關於第一百五十七條之一相關抗辯條款，至本院審議。」，經查美國、日本及歐盟之立法例雖訂有內線交易得抗辯事由，惟依美國近期實證研究指出<sup>7</sup>，採行 Rule 10b5-1 預定交易計畫者，其買賣有價證券擁有較大彈性及合法掩護，渠等獲利能力高出未採行前揭計畫之一般投資人甚多，此種情形並經史丹佛大學教授 Alan D. Jagolinzer 研究予以證實，鑑於前述流弊，爰我國於擬訂內線交易得抗辯條款，將蒐集外國相關立法例並徵詢專家學者及司法機關等之意見，妥適研議相關配套措施，以兼顧投資人對市場公平性之期待。

## 肆、結語

基於「平等取得資訊理論」，任何市場參與者，應有同時取得相同資訊之權利，如具有獲取資訊優勢之人實際知悉公司尚未公開的消息而買賣具股權性質之有價證券，或賣出非股權性質之公司債，對其他投資人實非屬公平，因此，為有效遏止內線交易之發生，以維護正當投資人對市場公正性之信心，我國對於從事內線交易之行為人，除科以刑事責任（可處 3 年以上 10 年以下有期徒刑，得併科新臺幣 1 仟萬至 2 億元罰金）外，其並將面臨之民事賠償責任。而本次修正證券交易法第一百五十七條之一之重點，即在使內線交易規範更明確周延，以減少適用上之疑義，並利投資人對法令之遵循。

為健全證券市場發展，除有賴制度面法規之建立，及落實執行不法案件查核外，市場參與者對於相關法令之正確認識，並確實遵行，實屬關鍵，目前臺灣證券交易所股份有限公司（以下簡稱證交所）、中華民國財團法人證券櫃檯買賣中心（以下簡稱櫃買中心）及財團法人中華民國證券市場發展基金會皆持續定期或不定期開辦內線交易之防制宣導會及研習班，且證券期貨局、證交所及櫃買中心網站中皆已建置禁止內線交易之相關資訊，投資人可由前述管道瞭解相關法令。

最後，希望藉由本文增進大眾對新修正內線交易規範之正確認識，並知法守法，進而共同建構公平交易之證券市場，提昇投資信心，以達成保障投資及發展國民經濟之目標。

<sup>7</sup> Insiders With A Curious Edge- How corporate executives seem to be violating the spirit, if not the letter, of a rule meant to prevent insider trading ,  
[http://www.businessweek.com/magazine/content/06\\_51/b4014045.htm](http://www.businessweek.com/magazine/content/06_51/b4014045.htm)

## 附錄：證券交易法第一百五十七條之一及第一七一一條條文全文（99年6月2日經總統令公布施行）

### 第一百五十七條之一：

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。

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。

違反第一項或前項規定者，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；其情節重大者，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；其情節輕微者，法院得減輕賠償金額。

第一項第五款之人，對於前項損害賠償，應與第一項第一款至第四款提供消息之人，負連帶賠償責任。但第一項第一款至第四款提供消息之人有正當理由相信消息已公開者，不負賠償責任。

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。

第二項所定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。

第二十二條之二第三項規定，於第一項第一款、第二款，準用之；其於身分喪失後未滿六個月者，亦同。第二十條第四項規定，於第三項從事相反買賣之人準用之。

### 第一百七十一條：

有下列情事之一者，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：

- 一、違反第二十條第一項、第二項、第一百五十五條第一項、第二項、第一百五十七條之一第一項或第二項規定。
- 二、已依本法發行有價證券公司之董事、監察人、經理人或受僱人，以直接或間接方式，使公司為不利益之交易，且不合營業常規，致公司遭受重大損害。
- 三、已依本法發行有價證券公司之董事、監察人或經理人，意圖為自己或第三人之利益，而為違背其職務之行為或侵占公司資產。

犯前項之罪，其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。

犯第一項或第二項之罪，於犯罪後自首，如有犯罪所得並自動繳交全部所得財物者，減輕或免除其刑；並因而查獲其他正犯或共犯者，免除其刑。

犯第一項或第二項之罪，在偵查中自白，如有犯罪所得並自動繳交全部所得財物者，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。

犯第一項或第二項之罪，其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。

犯第一項或第二項之罪者，其因犯罪所得財物或財產上利益，除應發還被害人、第三人或應負損害賠償金額者外，以屬於犯人者為限，沒收之。如全部或一部不能沒收時，追徵其價額或以其財產抵償之。