國立政治大學法學院碩士在職專班

碩士學位論文

金融控股公司進行事前佈局股份收購之研究

A study on the financial holding company's prior arrangements of acquiring stakes before M&A implementation

國立政治大學
National Chengchi University

指導教授：劉 連 煜 博士

研究生：周 淑 瑩 撰

中華民國 108 年 1 月

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

摘要

為提高金融市場競爭力，我國於 2002 年 11 月 1 日實施金融控股公司法，金融業從原本單一產業專業經營，進而可以金融控股公司之模式進行跨業經營，自此市場興起金融整併之熱潮，金融控股公司挾資源優勢於市場進行併購。惟在 2006 年，市場先後發生兩起較為爭議之金融併購案分別為中信金併購兆豐金控及開發金敵意併購金鼎證券，兩案的共通點，即是中信金控及開發金控於併購計畫執行前，均透過子公司或關係企業對標的公司進行事前佈局，再由金控公司於市場進行股權整合，在此一操作下，衍生若干違反證券交易法之疑慮。

事前布局持股再進行併購係企業常採行之併購策略，是以因執行所可能涉及之法律爭議有必要深入討論並釐清。本文在第二章介紹金控公司事前布局模式，並分析中信金收購兆豐金及開發金收購金鼎證案例因事前布局所涉及之法律爭議應包含股權申報、內線交易及操縱市場。第三章討論股權收購之規範，包含證券交易法、企業併購法及金融控股公司與股權收購及申報之規定。第四章討論事前布局階段是否涉及內線交易。第五章討論金控公司於市場進行股權整合時，子公司或關係企業同步於市場釋出股份，是否涉及操縱市場。第六章則針對事前布局所涉及之相關法律議題提出本文看法及建議。

關鍵詞：事前布局、先購後併、大額股權申報、內線交易、操縱市場

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

目次

第一章 緒論 1

第一節 研究動機與目的 1

一、金融改革背景 1

二、金改爭議案件 2

三、研究動機與目的 3

第二節 研究方法與範圍 4

一、研究方法 4

二、研究範圍 4

第二章 金控公司事前布局模式 5

第一節 市場案例一—中信金收購兆豐金模式 5

一、案例說明 5

二、事前布局模式及法律爭議 13

第二節 市場案例二—開發金收購金鼎證模式 14

一、案例說明 14

二、事前布局模式及法律爭議 17

第三節 爭議問題分析 18

一、併購實務流程 18

二、事前佈局模式之爭議 21

第三章 關於股權收購之規範 24

第一節 大量取得股權申報 24

一、取得股份申報 24

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

二、釋字第 586 號.....27

三、美國法.....30

四、小結.....33

第二節　金融控股公司特別規定.....37

一、金融控股公司與投資相關之特別規定.....37

二、小結.....40

第四章　內線交易.....42

第一節　內線交易理論.....42

一、內線交易禁止之理由.....42

二、美國法之理論基礎.....43

三、我國內線交易之理論基礎.....44

四、小結.....46

第二節　重大消息明確時點.....47

一、美國.....47

二、歐盟.....52

三、我國現行法規定.....58

四、學者見解.....73

五、本文案例判決.....75

六、小結.....82

第三節 企業併購法第 27 條第 10 項探討.....86

一、開發金收購金鼎證案關於內線交易判決探討.....86

二、企業併購法第 27 條第 10 項.....86

三、學者見解.....87

四、小結.....87

第五章　操縱市場.....88

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

第一節 操縱市場禁止之探討 88

一、美國法 88

二、歐盟 89

三、美國關於證券操控之管制與去管制討論 90

四、小結 92

第二節 操縱市場之相關規定 93

一、相對委託 93

二、操縱市場行為概括條款 95

三、企業併購法第 27 條第 13 項 98

四、本文案例判決 98

五、小結 105

第六章 結論 107

參考文獻 113

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

第一章 緒論

第一節　研究動機與目的

一、金融改革背景

我國自 1980 年代中期以來，為順應金融自由化與國際化浪潮，政府陸續實施放寬外匯管制、取消利率上限、開放銀行新設及擴大金融機構業務等措施，金融市場日趨蓬勃發展。惟在金融自由化及國際化過程中，由於金融機構家數大幅成長，自 1990 年銀行開放新設以來，短短不到 10 年，本國銀行家數即多達 50 家；加上金融機構創新能力不足、自律觀念缺乏，彼此惡性競爭，導致金融機構普遍存有呆帳升高、資本適足率下降等現象。1997 年亞洲金融風暴發生，臺灣雖受創較輕微，然經濟衰退導致企業經營不善無力還款，使銀行逾放比上升，體質趨於惡化。

為提高金融機構之競爭力，於 2002 年 11 月 1 日實施金融控股公司法，金融業從原本單一產業專業經營，進而可以金融控股公司之模式進行跨業經營，於 2002 年~2003 年，市場上共成立 14 家金融控股公司。此外政府更於 2002 年 6 月推動第一階段之金融改革方案，目標以二年為期將銀行逾放比降至 5%以下、資本適足率維持在 8%以上，此即為「258 金改目標」。政府陸續推動各項措施，如協助銀行處理不良債權、成立金融重建基金、修改金融法案等，主要目的在改善銀行之財務體質，改革亦獲得成效，逾放比在進行改革時高達 7.48%（2002 年 6 月），於二年後降至 3.54%（2004 年 6 月）。

雖金融改革有初步成果，但金融產業仍存在市場家數過多之問題，市場過度競爭導致銀行獲利能力不佳。尤其台灣加入WTO後須面臨全球之競爭挑戰，國內金融機構必須強化自身競爭實力。於是政府於 2004 年 10 月推動第二階段

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

金融改革，提出四大整併目標：

（一）2005 年底前促成三家金融機構市占達 10%以上。

（二）2005 年前公股減半。

（三）2006 年前金控減半。

（四）2006 年底至少一家金融機構由外資經營或至國外上市。

在政策的導引下，金融控股公司挾資源及規模優勢在市場上進行併購，台灣金融市場進入整併時期。

二、金改爭議案件

二次金改限時限量之金融政策在市場上引發爭議，金融人士認為，金融整併仍應遵守市場機制，政府可進行策略引導，但不宜強勢主導。2006 年，市場先後發生中信金併購兆豐金控及開發金敵意併購金鼎證券之案例，最後中信金在併購過程中涉及違法而遭金管會命令其出售兆豐金控持股，開發金控敵意併購金鼎證券，遭到強烈反抗，最終開發金控仍無法取得經營權。兩案的共通點，即是中信金控及開發金控於併購計畫執行前，均對標的公司進行事前佈局，各自涉及之爭議如下[1]：

（一）中信金控併購兆豐金控案

1.以具股權性質之有價證券（結構債）進行併購佈局影響投資之透明度。

2.內線交易：中信銀從事結構債交易，中信金張明田等人曾修改連動債標的，將兆豐金納入，並指示巴克萊證券公司買賣兆豐金股票，涉及內線交易。

3.操縱市場：中信銀透過結構債之贖回使巴克萊證券公司在市場上大量拋售兆豐金之股票，使得兆豐金股價受到壓抑進而讓中信金得以較低之價格購入。

（二）開發金控併購金鼎證券案

1.內線交易：開發國際買進金鼎證股票是否事先知悉開發金將併購金鼎證等情，

[1] 行政院「二次金改檢討小組」，二次金改檢討報告，頁 9~12、2009 年 1 月。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

涉及證券交易法第 157 條之 1 內線交易規定，有待檢調單位進一步偵辦。

2.是否違反強制公開收購：依「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第 11 條規定任何人單獨或與他人共同預定於 50 日內取得公開發行公司已發行股份 20%以上股份者，應採公開收購方式為之，上開「預定」之起算日係以交割日或有安排意圖時之計算問題。

三、研究動機與目的

在金控架構下，財務投資通常為子公司之業務權責，若有併購價值，才由金控執行併購交易，故由財務投資轉為併購標的為業界常見之併購決策。金融控股公司之併購行為在現行法下受到主管機關之高度管制，任何併購計畫都需要事前向主管機關申請並依法公告後始能執行，故為提高併購之可行性，事先安排子公司或關係企業，先基於財務投資目的於市場先行買入併購標的股票，待金控公司正式於市場執行收購計畫時，再整併子公司及關係企業事前買入之持股，此為實務上常見之操作，上述中信金控收購兆豐金控及開發金控收購金鼎證券案中，均可清楚見到此一安排。

惟由前述兩案亦可得知，在目前現行法下卻常產生如內線交易[2]及操縱市場等法律爭議，使得金融併購交易在爭議下逐步減少，主管機關雖強調台灣金融機構應整併以強化國際競爭力，在法律爭議未明之情形下，金控公司也不敢貿然出手。故關於金控公司透過子公司安排事前布局進行併購所涉及證券交易法相關規範之適用情形實有必要分析及釐清。

[2] 學者張心悌認為，實務上收購人在未申報公開收購前買進持股，應為企業併購常態，但收購人之內部人先買進，則有內線交易的問題。詳張心悌，部門法律系列研討會-證券交易法，學術研討會，頁 119，2013 年 1 月。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

第二節 研究方法與範圍

一、研究方法

（一）案例研究法

擬以市場案例作為研究基礎，分析案例中之併購模式、歸納爭議問題並提出研究方向。

（二）文獻研究法

蒐集與案例爭議問題相關之法律文獻，包括國內外文獻及法院判決等，比較其異同並針對案例提出本文見解。

二、研究範圍

由於併購程序所涉及之法規不僅止於企業併購法，在收購過程亦可能涉及證券交易法之股權大額申報、內線交易及操縱市場，在金控公司，更有金融控股公司相關投資辦法之適用。因本論文將探討「事前布局」可能涉及之相關法律，故將藉由探討中信金控收購兆豐金控及開發金控收購金鼎證券案中，由子公司進行事前布局之股權投資及後續金控公司進行股權整合，所牽涉有關股權申報、內線交易及操縱市場之法令，並透過國內外比較法規及法院實務見解，釐清關於事前布局模式之法律適用情形。

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

第二章 金控公司事前布局模式

第一節 市場案例一—中信金收購兆豐金模式

一、案例說明

（一）案例事實

1.以子公司及關係企業名義事先布局

中信金控於 94 年間以任務編組方式，於中信金控內部負責規劃執行併購或轉投資策略（或簡稱「策略小組」）。該小組自 94 年 5、6 月間起，開始研議轉投資國內各金融機構之各項可行性方案，認為依兆豐金融控股股份有限公司(下稱兆豐金控)當時股價及每年配息情形，其投資報酬率高於國內多數金融機構，因而自 94 年 8 月 18 日起已原則擇定兆豐金控為主要轉投資目標，至 94 年 11 月 10 日已鎖定兆豐金控為轉投資目標，認若能掌控大量兆豐金控股票，縱無法依預期完成轉投資兆豐金控之目標，亦可獲得高額配息之報酬。此期間，以中信金控子公司即中信銀行、中信保經公司、中信保全公司及中信鯨育樂公司等名義，直接於國內證券集中交易市場買進兆豐金控股票，總數約 66 萬張，總投資金額約 146 億元，占兆豐金控當時已發行普通股 5.92%，其中以中信銀行名義購入之兆豐金控股票數量約達 57 萬，約占兆豐金控已發行股份總數之 5%。

2.中信銀行決定購買結構債

辜仲諒等人運用中信銀行香港分行之資金，由陳俊哲引介原於巴克萊銀行旗下之巴克萊亞洲公司擔任董事之顧震宇與張明田聯繫，並由張明田同意購買由巴克萊銀行所發行之 30 年期保本連結股權型結構債，初步以結構債聯結香港、日本、韓國及臺灣等股市金融股票為連結標的，並選定香港匯豐銀行、日本瑞穗金融集團、韓國新韓金融集團、第一金控及國泰金控等 5 檔股票為連結標的

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

及結構債承作條件。由中信銀行財務總管理處下資金管理部代中信銀行香港分行分別於 94 年 9 月 30 日及 94 年 12 月 6 日分別提中信銀董事會通過購買美金 2 億 6000 萬元結構債投資案及美金 1 億 3000 萬元結構債投資案。

3.結構債連結標的轉變

張明田透過林祥曦要求中信銀行對於結構債連結之標的有主導權限，巴克萊銀行表示不能由客戶直接提出建議，須另行委由顧問公司居間處理，故由陳俊哲提供由其實際掌控之海外紙上公司 Euclid 公司（有權簽章人為歐詠茵，唯一股東為黃汝強）為形式上「投資組合管理人」得建議巴克萊銀行更改系爭結構債連結標的之人員，約定 Euclid 公司得隨時要求巴克萊銀行調整結構債所連結股票標的之比例，以重新調整系爭結構債之連結標的，惟實際上仍係由張明田等決定結構債所連結股票之標的，僅於形式上透過 Euclid 公司之名義對巴克萊銀行提出連結建議。張明田遂指定中信銀內部人員代表 Euclid 公司利用巴克萊銀行須建立避險部位名義，直接指示巴克萊銀行香港交易員建立兆豐金部位，自 94/10/7 至 95/1/12 止，陸續買入兆豐金股票 443,905 張，占兆豐金股權 3.97%。

4.結構債轉為短期出售目的而持有

因金管會於 94 年 6 月 14 日修正發布金融控股公司依金融控股公司法申請轉投資審核原則，辜仲諒等策略小組人員即針對上開金控投資法規之修正進行評估，惟鑑於中信金控當時之雙重槓桿比率及中信銀行之資本適足率均未達到前揭規定之門檻，尚不適用相關轉投資之規定。12 月初時林孝平指示併構規劃單位投資兆豐金之相關流程，如資金來源、資金到位後之申請程序、投資後市場能否接受，結論是資金來源是從發行特別股籌措，金管會要求之申請文件可以開始準備，約於 12 月 8 、9 日左右向林孝平、張明田、陳俊哲、羅聯福、辜仲諒董事長做報告，該次會議及決定由張明田去籌措資金，如果資金到位後，就可以投資兆豐金，當時預定之資金到位時程為 12 月底。

中信金控因向金管會申請轉投資兆豐金控，須申報中信金控及其子公司當時所投資持有兆豐金控股票之股數，法務長鄧彥敦因而知悉中信銀向巴克萊銀

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

行購買之系爭結構債有高度連結兆豐金控股票之情形，乃於公文簽辦單上記載：「‧‧‧‧中信銀持有系爭結構債非屬持有兆豐金控股份，‧‧‧‧惟為免爭議仍應申報，另應考量如申報該結構債，雖非直接持股，但將促使主管機關審視該結構債是否有超過前開 5%之限制之議題，建議應事先向主管機關詳加說明，惟如向主管機關說明，因本案較易受注目，取得核准之時效即難掌握，且主管機關極有可能因此不予核准。綜上，建議於申請持有同一金融控股公司已發行有表決權股份總數超過 10% 前，應處分或贖回中信銀持有之結構債，以免爭議。另請注意，依契約，中信銀如欲贖回該結構債，尚須取得巴克萊銀行之同意，並應確認贖回價格，本案因涉併購議題，較為敏感，中信銀如於短期內贖回結構債，致使巴克萊銀行於市場上大量出售避險部位兆豐金控股份，市場價格下跌後，如中信金控再於市場買入，恐遭壓低市場價格再買入之非議，亦應考慮如逕行贖回是否造成結構債投資之損失。更有甚者，中信金於取得轉投資自動核准後，因擬取得之股份高達 15%，如於市場上取得股份時間與巴克萊銀行因中信銀贖回致出售股份時間相近，則有可能使中信金控取得之股份為巴克萊銀行所出售，法律上恐有疑義，為求審慎，建議於申請前逕行處分結構債，以免爭議。

後於 94 年 12 月 28 日，辜仲諒經張明田、陳俊哲等人提出簽呈，未經董事會決議，批示同意將原係「長期投資」之 30 年期保本型結構債，變更為「交易目的（Trading ）」即短期內出售目的而持有。

5.結構債出售予陳俊哲實際掌控之紅火公司

林祥曦於 95 年 1 月 6 日日指示以中信銀行香港分行名義以美金 3 億 9359 萬 3552 元（中信銀行香港分行持有成本加計 6 個月 LIBOR）以上處分前開美金 3.9 億元結構債，預計獲利美金 359 萬 3552 元。

陳俊哲於 95 年 1 月 11 日以黃汝強之名義辦畢購入紅火公司（設於英屬維京群島、資本額僅美金 1 元），有權簽章人為歐詠茵。由紅火公司於 95 年 2 月 3 日支付美金 1950 萬元頭期款予中信銀行香港分行，中信銀行則移轉系爭結構

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

債所有權予紅火公司，並以 95 年 2 月 17 日、同年 3 月 31 日作為第 2 期款、第 3 期款之付款日，由紅火公司各支付美金 9750 萬元、美金 2 億 8408 萬 1349 元予中信銀行香港分行，紅火公司雖係於 95 年 1 月 27 日以後，始與中信銀行香港分行訂定系爭結構債買賣契約，惟卻同意配合將契約訂定日回溯倒填為 95 年 1 月 27 日，以配合中信銀行因系爭轉投資案而須於該日將系爭結構債予以除帳之作帳及向金管會為前揭申報之需。

陳俊哲為使紅火公司能如期於 95 年 2 月 3 日支付前揭頭期款美金 1950 萬元予中信銀行香港分行，乃指示中信證券公司因代銷英屬維京群島商 CTAI 公司（有權簽章人為歐詠茵，惟係以陳俊哲為實際負責人）所發行之海外附買回債券所應付中信證券合計美金 2375 萬 4000 元之價款，均逕匯至 CTAI 公司於中信銀行香港分行之活期存款帳戶內，並經由 Noblehigh Management Limited 及 Top Genius Service Limited（均為陳俊哲實際負責）將美金 1950 萬元匯至紅火公司支付頭期款之用。

6.中信金向金管會申請投資兆豐金，並於市場買入持股

張明田以財務長辦公室名義於 95 年 1 月 12 日臨時董事會議提案，向與會董監事稱「為有效運用資金並提高中信金控投資收益，擬以 275 億元為限，在證券集中市場購買兆豐金控股票，持股比例 5%至 10% ，預定投資計畫自金管會核准日起算 1 年 內完成，且中信金控符合金管會要求之財務與業務審核條件，故可適用金管會所規範之轉投資自動核准優惠規定；其相關投資計畫之執行及時程等相關事宜，擬由辜仲諒及相關人員負責執行。」惟因金管會承辦人認為金控公司轉投資案係重大案件，在正式送件申請前，應先經預審程序，中信金於 95 年 1 月 27 日補件完成並提出轉投資兆豐金控之申請案。嗣後於 95 年 2 月 6 日接獲金管會同意轉投資兆豐金控 10% 股權之前揭同意函，並於 95 年 2 月 9 日公告此訊息後，於 95 年 2 月 10 日開始於市場買入兆豐金持股。

7.紅火公司向巴克萊銀行申請贖回結構債，巴克萊銀行隨即賣出兆豐金股票

中信金控於接獲金管會同意轉投資兆豐金控 10% 股權之前揭同意函後，

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

乃由張明田指示劉國倫自 95 年 2 月 10 日起至同年 3 月 2 日止之期間內，接續在國內證券集中交易市場，共委託買進兆豐金控股票 96 萬 4804 張，另一方面，由紅火公司向巴克萊銀行申請贖回結構債，而巴克萊銀行則自 95 年 2 月 14 日起至 95 年 3 月 2 日止，透過巴克萊證券公司將結構債所連結之前揭 44 萬 3905 張兆豐金控股票全數售出，兆豐金控股票之交易價格乃自 95 年 2 月 10 日之每股 22.05 元，上升至 95 年 3 月 2 日之每股 24.8 元，且中信金控、巴克萊銀行於上開期間，相對成交兆豐金控股票之張數共 30 萬 8537 張，相對成交比例約為 69.5%。紅火公司因該筆結構債交易共獲利 3,047 萬美元。

（二）重大時程

時間	事實
94/06	• 由辜仲諒為主之併購策略小組，延議將兆豐金及第一金等金融機構列為併購標的。
94/ 08	• 併購策略小組決定以兆豐金為併購標的，並擬提前布局。
	• 8 月~10 月間，以中信金控子公司即中信銀行、中信保經公司、中信保全公司及中信鯨育樂公司等名義，直接於國內證券集中交易市場買進兆豐金控股票，總數約 66 萬張，總投資金額約 146 億元，占兆豐金控當時已發行普通股 5.92%
	• 因中信銀香港分行有閒置資金未用，故由陳俊哲引介巴克萊銀行推銷 30 年期保本連結股權型結構債，並由林祥曦負責購買及契約細節，後議定以香港、日本、韓國及臺灣等股市金融股票為連結標的，並選定香港匯豐銀行、日本瑞穗金融集團、韓國新韓金融集團、第一金控及國泰金控等五檔股票為連結標的。
94/09/30	• 中信銀行董事會決議通過購買連結匯豐銀行等五檔股票標的之結構債 2.6 億美元。
94/10	• 張明田為利用結構債股票連結之特性，希望巴克萊銀行允許中信銀行

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

時間	事實
	對連結標的有建議權，巴克萊銀行表示依作業慣例，須委由顧問公司居間處理。 • 故中信銀遂與陳俊哲控制之海外紙上公司 Euclid 公司簽署顧問契約，由 Euclid 公司擔任該結構債之投資組合管理人。 • 張明田遂指定中信銀內部人員代表 Euclid 公司利用巴克萊銀行須建立避險部位名義，直接指示巴克萊銀行香港交易員建立兆豐金部位，自 94/10/7 至 95/1/12 止，陸續買入兆豐金股票 443,905 張，占兆豐金股權 3.97%。並於每日收盤前向辜仲諒、張明田及林祥曦報告當日成交之價格及數量。
94/11	• 張明田再指示由香港分行購買結構債 1.3 億美元。
94/12/06	• 中信銀行董事會決議通過購買結構債 1.3 億美元。
94/12	• 林孝平指示準備轉投資兆豐金相關評估資料，併購小組於討論併購案時對於是否申報結構債連結之兆豐金持股有疑慮，遂請法務長鄧彥敦表示意見。 • 鄧彥敦表示，為避免爭議仍應申報，但因該案較受矚目，主管機關可能不予核准，故建議應贖回或處分。但應注意短期內贖回可能造成巴克萊銀行出售手中持股導致兆豐金市價下跌，如中信金再買入恐有壓低市價再買入之非議。若中信金買入時點與巴克萊銀行出售時點相近，可能使中信金取得之股份為巴克萊所出售，法律上亦有疑義，建議於申請前處分結構債。 • 辜仲諒於未經中信銀行董事會決議之情形下，逕自指示陳俊哲著手出售結構債，並由陳俊哲所控制之紅火公司（94/12/6 成立，資本額 1 美元）承接結構債，紅火公司之資金則安排由中國信託資產管理公司支應。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

時間	事實
95/01/10	• 中信銀行將 3.9 億美元之結構債以 4.01 億美元（計算後市價）出售予紅火公司，並獲利 780 萬美元。
95/01/12	• 中信金董事會決議通過以 275 億現金購買兆豐金 5%~10%股權
95/01/27	• 中信金向金管會提出投資申請
95/02/03	• 金管會核准中信金投資兆豐金，並適用自動核准制
	• 為配合金管會之核准日，將出售結構債之交割及還款條件訂為： – 95/2/3：支付第一期款 0.195 億美元，並約定支付後移轉結構債所有權予紅火公司 – 95/2/17：支付第二期款 0.975 億美元 – 95/3/31：支付第三期款 2.840 億美元
	• 為支應紅火公司第一期款之資金，由中信資產挪用款項 0.195 億美元，並經由 Noblehigh Management Limited 及 Top Genius Service Limited（兩家均為陳俊哲控制之紙上公司）輾轉貸款予紅火公司
95/02/09	• 中信金公告經董事會及主管機關核准投資兆豐金
95/02/10	• 中信金開始買入兆豐金持股
95/02/14	• 中信銀行通知巴克萊銀行已將結構債轉讓予紅火公司 • 紅火公司向巴克萊銀行要求贖回結構債 • 巴克萊銀行開始於市場出售兆豐金部位
95/03/02	• 2/10~3/2 中信金買進召豐金持股 588,416 張 • 2/14~3/2 巴克萊銀行出售兆豐金持股 443,905 張
95/03/31	• 紅火公司在取得結構債贖回款後分別償還第一期之借款並支付中信銀行香港分行剩餘款項後，仍有 3,047 萬美元之獲利
95/07/20	• 金管會認為此結構債交易不合營業常規，對中信銀裁罰 1000 萬，要求中信金出售 3.9%持股並需追回紅火公司贖回結構債之獲利 3,047 萬

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

時間	事實
	美元
95/08/22	• 中信金董事出具承諾書將償還全部差價與中信銀行（後於 95/9/25 給付與中信銀行）

（三）法院判決[3]

姓名	職位	地院判決	高院一審判決	高院更一審判決
辜仲諒	中信金控副董事長兼副總執行長 中信銀行董事	有罪： 證券交易法第 155 條第一項第 7 款操縱行為罪，銀行法第 125-2 條銀行負責人二人以上共同意圖為自己不法之利益，而為違背其職務之行為，致生損害於銀行之財產。 無罪： 內線交易、相對委託。	有罪： 證券交易法第 155 條第一項第 7 款操縱行為罪，銀行法第 125-2 條銀行負責人二人以上共同意圖為自己不法之利益，而為違背其職務之行為，致生損害於銀行之財產。 無罪： 內線交易、相對委託。	有罪： 金融控股公司法第 57 條第二項之共同背信罪。 無罪： 內線交易、相對委託、證券交易法第 155 條第一項第 7 款。
張明田	中信金控財務長 中信銀行財務總管理處處長			
林祥曦	中信銀行法人金融事業總管理處金融投資處副處長 中信資產之主管			
鄧彥敦	中信金控法務長 中信銀行法務部最高主管			無罪
陳俊哲	中信金控法人金融執行長	通緝中	通緝中	通緝中

[3] 96 年度金重訴字第 19 號、98 年度金重訴字第 40 號、99 年度金上重訴字第 75 號、103 年度金上重更(一)字第 9 號。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

姓名	職位	地院判決	高院一審判決	高院更一審判決
	中信銀行法人金融總經理金中信銀金融投資處處長			
林孝平	中信金控策略長中信銀行綜合企劃部資深副總經理	通緝中	通緝中	通緝中

二、事前布局模式及法律爭議

（一）中信金於 94 年 8 月起即以兆豐金控為投資標的，並以中信金控子公司即中信銀行、中信保經公司、中信保全公司及中信鯨育樂公司等名義，直接於國內證券集中交易市場買進兆豐金控股票 5.92%股權，及 94 年 10 月利用購買結構債高度連結兆豐金股票，進而透過結構債於市場取得兆豐金 3.97%股權，是否屬證券交易法所規範之「共同取得」？

（二）上述交易是否涉及內線交易？

（三）中信銀透過結構債之贖回使巴克萊證券公司在市場上大量拋售兆豐金之股票，使得兆豐金股價受到壓抑進而讓中信金得以較低之價格購入，是否涉及操縱市場？

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

第二節 市場案例二—開發金收購金鼎證模式

一、案例說明

（一）案例事實

1.開發金併購金鼎證

開發金經理高層於 94 年 3 月經內部高層會議決議併購金鼎證。開發金控經理幕僚部門於同年 5 月開始討論併購案執行之方法後，於 94 年 6 月提開發金控董事會決議轉投資金鼎證券 5%~15%之股權，該投資案於 94 年 7 月經金管會核准，開發金即與金鼎證券之經營團隊洽商併購之可能性。

2.開發金控子公司先行取得金鼎證股票

94 年 2 月至 4 月間，開發金控之子公司開發工銀及具有控制力之轉投資公司開發國際基於自身財務投資之規劃，已分別於市場買入金鼎證 4.88%及 4.32%股權。

3.開發國際收購環華證金股權

由於金鼎證經營團隊不願被開發金控併購，為反制開發金之併購，乃與環華證金、第一證券、遠東證券洽談合併。此四合一合併案以金鼎證為存續公司，環華證金、第一證券及遠東證券之股票均轉換為金鼎證券之股票，前開公司於 94 年 8 月經董事會決議通過合併案並簽署合併契約，復於 94 年 10 月經各公司股東會通過合併[4]。

開發金控為因應四合一案及尋求支持撤銷環華證金於 94 年 10 月所為之股東會決議，積極與環華證金股東接觸，因部分股東表明出售股權之意，經開發國際評估投資環華證金有利開發金控併購金鼎證之計畫且環華證金亦為一前景非差之標的，故開發金經理高層於 94 年 11 月決議以開發國際名義與環華證金

[4] 環華證金後於 94/12/1 經董事會決議退出四合一之合併案。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

股東簽約短期大量洽購環華證金股票，50 日內簽約之股份數已達 42.93%，惟為規避公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 11 條第 1 項，就預定於 50 日內取得公開發行公司已發行股份總額百分之 20 者，應採公開收購方式之規定，遂安排指定之人負責分段買受並控制 50 日內交割之股權數未達環華證金已發行股份之 20%。

此外，為避免開發國際取得環華證金已發行股份總額達百分之十將需依證券交易法第 43-1 條規定向主管機關申報公告以致開發國際購買環華證金之消息曝光，乃由吳春台（開發國際董事長）指示於開發國際常董會提案轉投資不超過環華證金已發行股份總額 9.99%，開發國際常董會議於 94 年 11 月照案通過。

4.開發金控公開收購金鼎證券

開發金宣布自 95 年 2 月 19 日至 3 月 1 日，以每股 14 元公開收購金鼎證股權。於 95 年 3 月 8 日公告公開收購共取得金鼎證 6,300 萬股，總價 8.82 億元，累計持有金鼎證 26.44%股權。其中 3,466 萬股係向開發國際取得。

（二）重大時程

日期	事件說明
94/2/2~94/4/12	開發工銀取得金鼎證股權 4.88%
94/3/23~94/3/31	開發金控經理高層決議併購金鼎證已擴大金控證券版圖
94/4/7~94/4/12	開發國際取得金鼎證股權 4.32%
94/6/27	開發金董事會決議轉投資金鼎證 5%~15%
94/7/21	金管會核准開發金轉投資金鼎案
94/8/25	金鼎證為反制開發金併購，董事會決議合併環華證金、第一證、遠東證（四合一）
94/10/7	開發金董事會決議提高轉投資金鼎證之上限至 70%
94/10/13	金鼎證、環華證金、第一證及遠東證股東會通過四合一合併案

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

日期	事件說明
94/11/7~94/11/9	開發金經理高層決議先以開發國際名義與環華證金有意出售之股東簽約，再由開發國際或指定之人負責買受並分段交割
94/11/15~95/2/26	94/11/15~94/11/22 已簽約取得環華證金 24.31% 94/11/15~94/12/29 已簽約取得環華證金 42.93% 94/11/15~95/2/26 由開發國際簽約取得環華證金股票並安排不同買受人分段交割
94/11/23	開發國際董事會通過轉投資不超過環華證金 9.99%
95/2/17	開發金以每股 14 元公開收購金鼎證，收購時間 2/19～3/1
95/3/1	開發國際參與應賣，出售金鼎證 3,466 萬股
95/3/8	開發金控公告本次公開收購共取得金鼎證 6,300 萬股，總價 8.82 億元，累計持有金鼎證 26.44%股權。其中 3,466 萬股係向開發國際取得。

（三）案件被告[5]

姓名	職位	地院判決	高院判決
辜仲瑩	開發金控總經理 開發工銀董事長兼常務董事	有罪： 證券交易法第一百七十五條未依法進行公開收購罪、刑法第二百十六條、第二百十條之行使偽造私文書罪、刑法第三百四十二條第二項之背信未遂罪。	一審有罪判決撤銷 有罪： 違反預定取得公開發行公司已發行股份總額達一定比例者，應採公開收購方式為之之規定 無罪： 內線交易、金控背
吳春台	開發金控執行副總 開發工銀董事(95.7 辭任) 開發國際董事長		
南怡君	開發金控法律事務處資深副總暨法務長		

[5] 98 金重訴字第 12 號、99 金上重訴字第 61 號。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

姓名	職位	地院判決	高院判決
邱德馨	開發金控財務管理及會計處資深副總暨財務長	無罪： 內線交易、金控背信。	信。
陳湘銘	開發金控策略企劃處資深協理		
吳俊達	開發金控財務管理處副理		無罪
陳木在	開發金控董事長	無罪	無罪
劉紹樑	開發金控策略企劃處資深副總暨策略長	無罪	無罪
黃偉佳	開發金控投資業務資深副總 開發國際總經理(94.8起兼任)	（緝獲另行審理）	（緝獲另行審理）
陳品呈	大華證資深副總經理	無罪	無罪
邱明熙	陳品呈特別助理	無罪	無罪

二、事前布局模式及法律爭議

（一）開發工銀於 94 年 2~4 月及開發國際於 94 年 4 月分別於事前取得金鼎證股票 4.88%及 4.32%，是否屬共同取得？

（二）開發國際及開發工銀事先取得金鼎證股票是否構成內線交易？

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

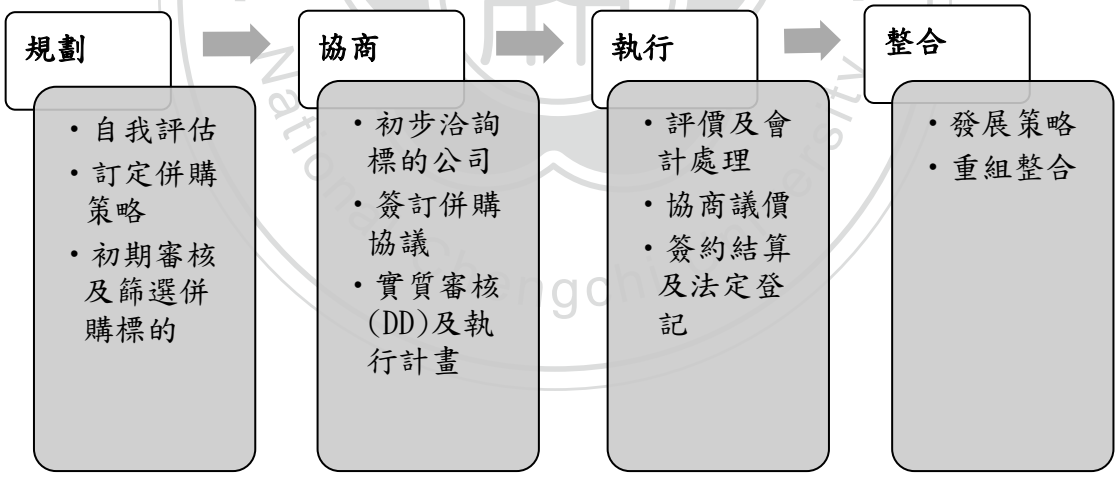
第三節 爭議問題分析

一、併購實務流程

（一）併購流程

併購以字義可分為合併與收購(Mergers and acquisitions, M&A)，為企業透過購買、販售或與其他企業之結合，使企業快速成長之手段。一般而言，在企業界或實務界所稱之購併係指不同企業間經由各種方式來移轉資產、控制或經營權的一種法律行為之總稱[6]。除了用購併的概念外，亦有所謂收購的概念(Take-over)，乃指企業間一次或一系列的交易行為，並藉此交易行為可使企業之一方取得他企業的控制權，其控制的方式可能是取得對方公司的所有權或經營權[7]。併購流程可分為下列四個階段（如表一）[8]：

表一：



[6] Weinberg and Black on Take over and Mergers”,M. A. Weinberg & M. V Black(5th Ed.), 1989 , p. 1002，轉引自王文宇，世界主要國家併購相關法律規定之比較，公司與企業法制，元照出版社，頁 154，2000 年。

[7] 王文宇，世界主要國家併購相關法律規定之比較，公司與企業法制，元照出版社，頁 154，2000 年。

[8] 資料擷取於台灣併購與私募股權協會網頁，轉引自薛明玲，廖烈龍，林宜賢，企業併購策略與最佳實務，資誠教育基金會。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

1.規劃

(2)自我評估

併購企業的自身能力評估是企業實施併購決策的首要問題，若不當評估會給企業發展帶來不可估量的負面影響。失敗的企業併購往往僅產生低價收購大量資產的衝動，卻沒有充分估計到自身改造這種劣勢企業的能力並不足夠，如資金、技術、管理能力等，從而作出錯誤的併購選擇，陷入了低成本擴張的陷阱。接著，再依照自我評估之結果訂立併購目的。

(2)訂定併購策略

企業應設立併購專案小組，或聘請熟稔產業動態的外部策略顧問依照所訂定之併購目的協助企業進行併購可行性分析及擬定企業併購策略規劃，以利後續併購順利執行。

(3)初期審核及篩選併購標的

進行初步的審核以評估併購策略之可行性，並篩選併購目標，是否與本身具有相同文化、行銷、客戶群，或是具有互補性；並考慮對方資產規模，品質及獲利狀況，選擇組織管理相似、潛在營運綜效高之企業。

2.協商

(1)初步洽詢標的公司

向篩選後的潛在併購對象進行洽談，詢問對方被併購之意願，同時針對併購實際細節進行討論。

(2)簽訂併購協議

包括併購雙方、銀行、投資銀行、律師及會計師等，在併購策略規劃之初，任何資訊皆具有重大投資利益，因此任何不當資訊揭露皆需避免，因此必須確立保密機制的完善程度，以保障併購的執行。在雙方了解彼此意願後，潛在併購對象應簽訂保密協議書和提具併購意向書，在併購執行前確立法律依據，以便後續流程順利進行。

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

(3)實質審核(Due Diligence)及執行計畫

實質審核包括評估技術、生產、業務、財務及法律等多重面向。忽略實質審核在企業併購之重要性往往導致在交易完成後才發現結果與原先評估過程的認知差異懸殊，合併後實際面臨的的問題比原先所察覺的還大的多。有效的實質審核過程中需要有專業團隊的投入，以進行妥善的規劃，其內容應包括：專案要執行的工作項目、人員的安排、時間進度的規劃等，務必將資源最有效的配置。倘若實質審核規劃不得當，輕則造成資源之浪費；嚴重時，當實質審核時間控管不當、期間拖太長以致浪費人力資源，甚至導致消息走漏而破局。考慮實質審核所討論出之併購假設、風險及障礙以強化執行計畫的完整性，提高併購整合的成功率。此外進行實質審核必須同時可為企業併購後之整合進行評估，了解企業運作及文化上的異同，以提高整合之時間以及效率。

3.執行

(1)評價及會計處理

併購價格的訂定，屬併購決策最重要的一環，透過謹慎與完善的評估企業價值，以達到併購綜效最大化的成效。而併購所涉及之範圍廣泛，除法律相關議題外，勞動契約、會計處理及賦稅法規等，都是重要的課題。尤以會計及稅務之規範往往是實務上面臨最棘手且最必須考量之問題，如何在符合現行法令規定之下，使財務報表為最允當之表達，並使租稅節省之效益最大化，實為併購過程中不得不與已深思。

(2)協商議價

依據併購架構和實質審核結果，調整價值評價或換股比率計算結果。買賣雙方對於併購架構和合併價格區間有共識後，將進行買賣合約之協商和底定。買方對併購標的之業務和現況愈了解，未來併購之成功率越高，綜效之實現性愈高。

(3)簽約結算及法定登記

依據雙方協商同意之併購架構、併購價格或換股比率和買賣合約內容，買

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

賣雙方將需取得董事會對本併購案之同意，簽訂併購合約，召開股東會通過併購案，進行併購交割結算，辦理併購法定登記，另特許行業尚須取得主管機構之同意。

4.整合

(1)發展策略

企業合併後，擬訂公司中長期業務發展策略與經營方針。

(2)重組整合

併購後之整合才是創造併購價值的開始,主要工作包括整合併購企業資源、適當調整組織營運、協調組織文化之差異、整合人力資源等，藉由企業組織、管理制度及營運作業等方面之融合，提供作業效率之改善和新業務之開創，以達綜效之確實實現。

(3)評估併購成效

在併購後定期評估併購成效，與營運計畫或是預期成效相互比較，適時調整發展策略，同時加強企業融合面向，然而併購評估具有一定難度，因此必須時常執行檢視，以發揮併購最大之綜效。

（二）合意與非合意併購流程

前述流程主要係併購方採合意併購時,其併購流程將依循「規劃」、「協商」、「執行」及「整合」四大步驟。惟若併購方採非合意併購時，通常不會與被併購方進行協商，或是初步洽詢合併意願時並未取得被併購方之合意，因而採取非合意方式進行併購，故在此非合意併購形式下，併購流程僅有「規劃」、「執行」及「整合」,將不會有「協商」階段中與被併購標的簽訂併購協議或進行實質審查流程。

二、事前佈局模式之爭議

本文所欲討論之併購事前布局模式,在併購實務流程中,應屬第一階段「規劃階段」。就併購實務而言，企業併購並非短期可形成之決策，在規劃階段，需

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

先評估併購之必要性及可行性，擬定併購策略並篩選潛在標的。即便選定標的，亦可能因外在環境因素、內部高層管理階層及董事會意見或公司營運狀況改變而隨時終止。在選定未來可能潛在之併購對象時，會先以財務性投資之方式先了解潛在標的之財務業務狀況及未來發展潛力。當內部形成併購決策時，會先考量：若採非合意併購，若要取得具有控制力之股權，則需要在短期內取得大量股權，若先有部分持股，發動非合意併購時成功機率較高；若採合意併購，若已先有持有部分股權，將可強化併購方對合併案之重視程度並作為合併談判之籌碼。故為確保併購成功之可能性，實務上，企業會在法規允許之條件下先於市場分批買入股權。

承上所敘，實務上企業常採行之事前布局策略，在中信金控收購兆豐金控及開發金控收購金鼎證券都可見到。中信金控收購兆豐金控案中，中信金控考量兆豐金控為獲利良好之投資標的，先以財務投資之角度由子公司中信銀等先行購入兆豐金控股份，並透過中信銀香港分行資金以購買結構債方式高度連結兆豐金控之股票，以利後續正式執行併購計畫時，可將結構債所連結之兆豐金控股票同步釋出市場，順利於市場取得 10%以上之兆豐金控股權。另外，在開發金控收購金鼎證券案中，開發金控亦先以財務投資角度，由子公司開發工銀及具有控制力之關係企業開發國際於市場買入金鼎證券股份，而後開發金控正式執行併購計畫時，可順利於市場承接持股。在以上之投資布局可以發現，金控公司往往為避免觸及大額股權申報而須進行資訊公開，故持股均不高於大額申報門檻 10%，此舉係為避免市場揣測金控公司有併購意圖及將來若執行併購時亦可控制併購成本，對金控公司而言，不失為「進可攻、退可守」之併購策略。惟該策略衍生之爭議在於：（一）金控公司透過子公司及關係企業事先取得股票行為，該些子公司或關係企業是否屬證券交易法第 43-1 條所規範與金控公司「共同取得」而須合併計算股權進行大額申報？（二）金控公司需取得併購標的之控制權而須付出控制權溢價，故併購消息一出往往先推升併購標的市場價格，子公司或關係企業事前取得是否涉及內線交易？（三）金控公司在公開

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

市場進行股票收購時，同步使子公司或關係企業釋出持股以控制併購成本，是否構成操縱市場？本文將於下列各章節針對該些爭議問題提出討論及分析。

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

第三章　關於股權收購之規範

第一節　大量取得股權申報

一、取得股份申報

（一）證券交易法第 43-1 條第 1 項

我國關於股權申報之規定訂定於證券交易法第 43-1 條第 1 項「任何人單獨或與他人共同取得任一公開發行公司已發行股份總額超過百分之十之股份者，應於取得後十日內，向主管機關申報其取得股份之目的、資金來源及主管機關所規定應行申報之事項；申報事項如有變動時，並隨時補正之」，主管機關本於職權，對前揭法律發布解釋性行政規則「證券交易法第四十三條之一第一項取得股份申報事項要點」（下稱申報要點）。該申報要點主要規定如下：

1.股權申報門檻：任何人單獨或與其他人共同取得任一公開發行公司已發行股份總額超過百分之十之股份時，單獨或共同取得人均應於取得後十日內依本要點之規定向主管機關申報。

2.任何人單獨取得：任何人取得公開發行公司已發行股份，其取得股份包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者。

3.共同取得：本要點所稱與他人共同取得股份，指以契約、協議或其他方式之合意，取得公開發行公司已發行股份。取得人與他人共同取得股份者，如有書面合意，應將該書面合意併同向主管機關申報。

4.不以過戶為要件：本要點所稱取得股份不以過戶為取得之要件。

5.公告揭露事項：依證券交易法（以下簡稱本法）第四十三條之一第一項前段規定應行申報之事項如下，應於取得後十日內公告，並檢附公告報紙向主管機關申報：

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

(1)取得人之身分、姓名或名稱、國民身分證號碼或統一編號、住所或所在地；取得人為公司者，並應列明其持股百分之五以上之股東或直接、間接對於持有股份百分之五以上之人具有控制權者之姓名或名稱、國民身分證號碼或統一編號、住所或所在地。

(2)申報時取得之股份總額及占已發行股份總額百分比。取得人為金融控股公司，且被取得股份之公司為金融機構者，取得人之子公司及關係企業持有被取得公司之股權情形。

(3)取得之方式及日期。

(4)取得股份之目的。

(5)資金來源明細。

(6)取得股份超過百分之十前六個月之交易明細。

(7)預計於一年以內再取得股份之股份數額。

(8)有無下列股權之行使計畫，如有，其計畫內容：

A.自行或與其他人共同推動召集股東臨時會之計畫。

B.自行或支持其他人競選董事或監察人之計畫。

C.對於所取得股份之公司，處分其資產或變更財務、業務之計畫。

(9)其他主管機關規定應行申報之事項。

（二）企業併購法第 27 條第 10 項

我國 2015 年修正企業併購法，修正第 27 條有關企業收購的條文，其中關於股權申報之規定係增訂於第 10 項至第 12 項。

1.大額股權申報門檻

企業併購法第 27 條第 10 項規定，公司「為併購目的而取得任一公開發行公司已發行股份總額百分之十以下之股份者，得以不公開方式先行單獨或與他人共同為之」，即將企業併購之申報門檻明訂於企業併購法中，相關規定係參酌證券交易法第 43-1 條第一項規定，其立法理由謂「參考現行證券交易法第四十三條之一規定，為兼顧併購案件隱密性需求之現實狀況及有價證券交易市場資

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

訊揭露規範，爰增列第十項規定，明定為併購目的而取得任一公開發行公司已發行股份總額百分之十以下之股份者，得以不公開方式先行單獨或與他人共同為之，以臻明確」。

2.單獨取得

企業併購法第 27 條第 11 項明定「前項所稱單獨為之，係指下列情形之一：一、以自己名義取得者。二、以符合證券交易法施行細則第二條所定要件之他人名義取得者。三、以符合國際會計準則或國際財務報導準則所稱之特殊目的個體名義取得者」，其立法理由為：併購實務經常有利用他人名義持有目標公司股份之情形，考量該他人係為本人持有股票，應計入本人持股計算。證券交易法 29 施行細則第二條有關提供股票或資金、或對他人持有之股票具有管理處分權、或他人持有股份之損益歸屬本人等情形，均屬利用他人名義持有股份；而實務上常見之特殊目的個體（SPE），其形式上固屬他人所有，但其最終利益歸屬仍為本人所有，自亦應將行為人利用特殊目的個體所持有之股票併計在內。並參考證券交易法有關單獨持有股票之認定，包括利用他人名義持有情形，爰增列第十一項規定，明定單獨取得股票之情形，包括以自己名義取得者、利用符合證券交易法施行細則第二條所定要件之他人取得者、及利用符合國際會計準則或國際財務報導準則所稱之特殊目的個體取得之情形。

3.共同取得

企業併購法第 27 條第 12 項明定「第十項所稱與他人共同為之，係指基於同一併購目的，數人間以契約、協議或其他方式之合意，取得公開發行公司已發行股份者」，該項條文之立法理由為：併購實務有所謂「共組聯盟」之作法，即由數人共組一團隊(consortium)共同進行併購；為使有關共同取得之定義明確並適用本法相關規定，爰參考「證券交易法第四十三條之一第一項取得股份申報事項要點」之規定增訂第十二項，明定共同取得係指數人基於同一併購目的而以契約、協議或其他方式之合意取得公司發行已發行股份之情形。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

3.修正評析

原則上，企業併購法關於併購初期之股權申報規範係與證券交易法第 43-1 條第 1 項大致相同，故在股權申報實務運用上並無太大差別，惟因以往因企業併購法關於「收購」定義過於模糊，使得企業無法判斷在未達控制權之股權收購階段，究竟僅為「一般股權投資」？抑或已屬「併購」而須適用企業併購法之相關規定？此次明訂於企業併購法中將有效提升企業併購法制之完整性，並有助於企業收購時對於相關法令之遵循及策略運用。

二、釋字第 586 號

（一）解釋文

民國 93 年大法官釋字 586 號解釋文如下「財政部證券管理委員會(後更名為財政部證券暨期貨管理委員會)，於中華民國八十四年九月五日訂頒之「證券交易法第四十三條之一第一項取得股份申報事項要點」，係屬當時之證券交易主管機關基於職權，為有效執行證券交易法第四十三條之一第一項規定之必要而為之解釋性行政規則，固有其實際需要，惟該要點第三條第二款：「本人及其配偶、未成年子女及二親等以內親屬持有表決權股份合計超過三分之一之公司或擔任過半數董事、監察人或董事長、總經理之公司取得股份者」亦認定為共同取得人之規定及第四條相關部分，則逾越母法關於「共同取得」之文義可能範圍，增加母法所未規範之申報義務，涉及憲法所保障之資訊自主權與財產權之限制，違反憲法第二十三條之法律保留原則，應自本解釋公布之日起，至遲於屆滿一年時，失其效力。」

（二）理由書

七十七年一月二十九日增訂公布之證券交易法第四十三條之一第一項規定：「任何人單獨或與他人共同取得任一公開發行公司已發行股份總額超過百分之十之股份者，應於取得後十日內，向主管機關申報其取得股份之目的、資金來源及主管機關所規定應行申報之事項；申報事項如有變動時，並隨時補正之。」

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

雖對人民之資訊自主權有所限制（本院釋字第五八五號解釋理由書參照），然該規定旨在發揮資訊完全公開原則，期使公司股權重大異動之資訊能即時且充分公開，使主管機關及投資人能瞭解公司股權重大變動之由來及其去向，並進而瞭解公司經營權及股價可能發生之變化，以增進公共利益。其所稱之「共同取得人」，於文義範圍內有多種解釋之可能，而同法並未對於該法律概念作定義性之規定，主管機關為達成前開規定立法意旨，自得基於職權，針對我國證券市場特性，予以適當之闡釋，作出具體明確之例示規定，以利法律之執行。

財政部證券管理委員會(後更名為財政部證券暨期貨管理委員會)依同法第三條，為當時之證券交易法主管機關，於八十四年九月五日訂頒「證券交易法第四十三條之一第一項取得股份申報事項要點」(財政部證券暨期貨管理委員會八十七年十月三十一日修正)，係該會本於主管機關職權，為有效執行法律，落實股權重大異動之管理，對上開法律所為之解釋性行政規則，旨在闡明該規定所稱之「取得股份」、「共同取得人」、「取得方式」等概念之含義及其適用範圍，使證券取得人知悉在何種情形應履行申報義務，為執行證券交易法上開規定所必要。

惟上開要點第三條第二款：「本人及其配偶、未成年子女及二親等以內親屬持有表決權股份合計超過三分之一之公司或擔任過半數董事、監察人或董事長、總經理之公司取得股份者」亦認定為共同取得人之規定及第四條相關部分，雖係主管機關為有效揭露資訊，妥適保障投資人權益，考量親屬關係於我國企業文化之特殊性，以客觀上具備一定親屬關係與股份取得行為為標準，認定行為人間意思與行為共同之必然性所訂定。此種定義方式雖有其執行面上之實際考量，然其忽略母法「共同」二字依一般文義理應具備以意思聯絡達到一定目的（如控制、投資）之核心意義，不問股份取得人間主觀上有無意思聯絡，一律認定其意思與行為共同之必然性。衡諸社會現況，特定親屬關係影響、支配家族成員股份取得行為之情形雖屬常見，但例外情形亦難認不存在。單以其客觀上具備特定親屬關係與股份取得行為，即認定股份取得人手中持股為共同取得，

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

屬應併計申報公開之股權變動重大資訊，可能造成股份取得人間主觀上無共同取得之意，卻因其具備客觀之親屬關係與股份取得行為，未依法併同申報而成為母法第一百七十八條第一項第一款、第一百七十九條處罰之對象，顯已逾越證券交易法第四十三條之一第一項「共同取得」之文義可能範圍，增加母法所未規範之申報義務，涉及憲法所保障之資訊自主權與財產權之限制，違反憲法第二十三條之法律保留原則，為避免證券市場失序，該項規定應自本解釋公布之日起，至遲於屆滿一年時，失其效力。

（三）學者評析

關於本號釋字之核心問題為第三條第二款「本人及配偶、未成年子女及二親等以內親屬持有表決權股份合計超過三分之一之公司或擔任過半數董事、監察人或董事長、總經理之公司取得股份者」亦認定為共同取得人之規定。惟主管機關考量親屬關係在我國企業文化所形成之特殊性，故訂定如客觀上具備一定親屬關係與股份取得行為，即認定行為人間有意思聯絡與行為共同之必然性，而為「與他人共同取得股份之共同取得人」。

惟本號多數大法官認為，此種定義方式雖有執行面上之實際考量，但其忽略證交法該條「共同」二字，依其一般文義之核心內涵應具備以意思聯絡達依定目的(例如控制或投資目標公司)。如不問股份取得人間主管上有無意思聯絡，單以客觀上具備特定親屬關係與股份取得行為，即據以認定故份取得人手中持股為共同取得，依法屬應併計申報公開之股權取得重大訊息，將可能造成股份取得人間在主觀上並無意思聯絡、共同取得之意思，卻因其偶然具備客觀之親屬關係與股份取得行為，致未依法併同申報而受罰。如此結果，多數法官認為已逾證交法第 43-1 條第一項「共同取得」之文義可能範圍，增加母法所謂規範之申報義務，涉及憲法所保障之資訊自主權與財產權之限制、違反憲法第二三條之法律保留原則。

我國學者也肯認多數法官見解，認為不能因為母法使用不確定法律概念，證券主管機關即可做出逾越母法之解釋。蓋「共同取得」之通常、一般文義應

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

指行為人間有意思聯絡使足當之；而且，證交法本條亦未規定配偶等人所買進之股票也需一併計算。依照申報要點的規定，未成年的兄弟姊妹、嫂嫂及妻舅均分別為二親等內之血親與姻親，其等之公司所取得之股份均應納人計算範圍，從適用結果而言，恐也株連過廣，不慎合理。誠然，申報要點確有將不確定法律概念加以類型化之優點，以方便適用：加上，證券主管機關之行政命令，固然也不能拘束法院之見解、惟行政命令不得逾越母法的鐵則並不因此而改變，如有所逾越，法院可拒絕適用，司法院大法官也應宣告該行政命令違憲[9]。

在釋字第 586 號公布後，金融監督管理委員會於 2006 年修正申報要點第三點刪除關於本人及其配偶、未成年子女及二親等以內親屬持有表決權股份合計超過三分之一之公司或擔任過半數董事、監察人或董事長、總經理之公司取得股份者為共同取得人之規定。

三、美國法

（一）立法背景

美國在 20 世紀 80 年代的大部分時間處於收購要約之浪潮中，在經歷了因經濟衰退所造成的停滯之後，收購要約於 20 世紀 90 年代捲土重來。自 20 世紀 60 年代收購要約首次成為公司併購的通用手段以來，收購要約一直為人們爭論的問題。對於收購要約社會價值的爭論反映在對其應採取何種適當的規範。收購公司以其證券作為要約以換取股份的收購要約，一直受證交法登記要求的制約。惟在 1968 年以前，以向目標公司的股東支付現金作為要約交換其所持有股份之收購要約，不受到證交法之規範。在此期間，收購公司策略為：在華爾街日報上公布一項收購要約，寫明收購公司將要購買之目標公司股權百分比及收購價格。在收到某一特定最低百分比之股份前，收購公司通常留給自己以持有

[9] 劉連煜，證券交易法第四三條之一第一項共同取得認定之研究，月旦法學雜誌，第 126 期，頁 163，2005 年 11 月。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

不確定的廣泛權力。於是在60年代中期，國會為了解決此一問題開始立法活動，最初，對收購要約持反對意見的人佔上風，他們所提議的立法達到了反收購要約的效果，但該立法在 1968 年被通過時，人們普遍認為立法採取中立態度[10]。此立法即為美國 1968 年有名之威廉斯法（Williams Act），主要係針對收購股份行為加以規範。而所謂威廉斯法，其實就是 1968 年 7 月美國證交法修訂時增訂了第十三條第四、五項及第十四條第四、五、六項；其後同法再 1977 年時 2 月又增訂了第十三條第七項，補充同條第四項之規定。

（二）股權收購規定

與我國證交法第四三條之一第一項直接有關者，係前述美國證交法第十三條第四項及同條第七項之補充規定：

1.任何人直接或間接持有（受益所有）本條第四項第一款之證券超過百分之五以上者，應依照證管會規定之格式及時限向證券之發行人及證管會申報下列事項：

(1)姓名、住所及國籍

(2)持有證券之數量及說明持有之權利性質

2.假如申報之內容事實有任何重大改變，應依證管會為維護公益或保護投資人之必要而須行之規則，將其修正說明書送交發行人並向證管會申報。

3.當二人以上組織之合夥、有限合夥、企業同盟組織或其他型態之集團、為取得、持有或處置一家發行人之證券時，如此之同盟組織或集團應視為本項下所稱之「一人」。

4.計算持有同一類證券之百分比時，應以該類證券已發行在外總數，扣除發行人或其子公司所持有或他人為其持有之部分後之餘額，為其計算基礎。

5.在執行本款之授權時，證管會為維護公益或保護投資人之必要，應採取適當

[10] Larry D. Soderquist 著，胡軒之 張云暉譯，美國證券法解讀(Understanding The Securities Law)，法律出版社，頁 225~226，2004 年 7 月。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

措施已達成下述目的：

(1)建立持股資訊之集中化申報制度

(2)避免重複申報持股資料，以減輕申報義務人之負擔

(3)將依本條規定提出之申報資料列表即刻發布，並分送聯邦及州政府有關機關與公眾，使申報資料發揮最大使用價值。

6.證管會為維護公眾利益或保護投資人之必要，得制定規則或以命令，全部或部分豁免依本項規定提出申報。

（三）資訊揭露規定

從而，累積取得百分之五股權的揭露要求，在現行美國法下（其申報表格一般稱為「13D 表格」，即 Schedule 13D），必須公開下列資訊：

1.取得股份者或其集團成員之身分背景

2.取得股份之資金來源及金額

3.取得股份者已取得目標公司之股份總數額

4.取得股份者與他人對於目標公司股份之任何安排

5.取得股份者取得股份之目的及其對目標公司之意圖[11]

按在前揭美國法有關取得超過百分之五股權證券之申報義務規定中，實務上較難認定者係有關第十三條第四項第三款如何認定一集團或組織為「一人」，從而必須「併計」集團或組織內個別之持股，以視是否為達到百分之五之申報門檻。第二巡迴法院曾經認為，決定之因素係在於是否持有股份的集團（Group），是根據明示或默示的合意而形成，也因此有造成目標公司控制權轉移的潛在可能性即是，不以合意進一步買入更多證券為必要[12]。此外，該共同行為之合意也無須以書面形式為必要[13]，惟在 Bath 一案，法院則認為「集團」形成之後，必須根據「集團合意」進一步買入股份，才足以啟動第十三條第四項之申報義務。

[11] 轉引自前註 9，Alan R. Palmiter, Securities Regulation, 238-239,1998。

[12] 轉引自前註 9，GAF Corp. v. Milstein,453 F.2d 709(2d.Cir 1971)。

[13] 轉引自前註 9，Sec v. Drexel Burnham Lambert Inc., 837 F. Supp. 587(S.D.N.Y.1993)。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

至於舉證責任分配，法院的見解則是認為原告須證明被告「集團」形成之目的係惟第十三條第四項下之「共通目的」（Common Objective）（即得到公司之控制權或驅逐現在之經營者），而這些舉證方法，法院通常要求被告有客觀行為使足當之[14]。

一言以蔽之，美國法制在其證交法第十三條第四項此一「初期之警告制度」（The early warning system）雖係使用「公開原則」的規範方式先期通知目標公司之股東甚至其他經營階層，對公司控制權可能的變動預做準備[15]，但在對「集團視為一人」的執法上，法院的實務判決仍然強調證明行為人間合意存在之必要性，只是其證明不需要取得被告間共同行為之書面合意或直接證據為前提，相反的，足夠之情況證據即可構成合意的存在，但舉證責任仍在原告。

四、小結

（一）我國證券交易法及美國證交法針對「共同」或「一人」均須具有主觀意思聯絡

我國證券交易法第 43-1 條第一項規定「所稱與他人共同取得股份，指以契約、協議或其他方式之合意，取得公開發行公司已發行股份」，在釋字 586 號公布後，我國證券交易法第 43-1 條第一項「共同」二字依一般文義理應具備以意思聯絡達到一定目的（如控制、投資）之核心意義。單以其客觀上具備特定親屬關係與股份取得行為，即認定股份取得人手中持股為共同取得，可能造成股份取得人間主觀上無共同取得之意，卻因其具備客觀之親屬關係認定有共同取得行為，已逾越母法之文義範圍。

另外美國證交法規定「當二人以上組織之合夥、有限合夥、企業同盟組織或其他型態之集團、為取得、持有或處置一家發行人之證券時，如此之同盟組

[14] 轉引自前註 9，Bath Industrial, Inc. v. Bolt, 427 F.2d 97(7th Cir.1970)。

[15] 轉引自前註 9，Cox, Hillman&Lnagevoort, 866 (1997)。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

織或集團應視為本項下所稱之一人」，而如何視為「一人」併計股份，法院則是認為決定之因素係在於持有股份的集團（Group），是根據明示或默示的合意而形成，也因此有造成目標公司控制權轉移的潛在可能性即是。

是以我國證券交易法及美國證交法針對「共同」或「一人」均須具有主觀意思聯絡。

（二）子公司基於財務投資目的事前買入持股，與金控公司是否屬證券交易法第 43-1 條之「共同取得」，應依個案事實判斷之

由於證券交易法第 43-1 條針對大額申報之門檻為 10%，本文探討之中信金收購兆豐金控案中，中信金透過子公司中信銀等事前取得兆豐金控 5.92%股權，及透過結構債連結兆豐金控持股為 3.97%股權，合計並未超過 10%。無獨有偶，在開發金收購金鼎證案中，開發金控透過子公司開發工銀事前取得金鼎證券 4.88%股權，及透過關係企業開發國際取得 4.32%股權，合計亦不超過 10%。意即該兩案在金控正式對外宣布併購消息前，對標的公司之持股未達大額股權申報門檻 10%。前述兩案中，子公司與金控是否屬基於達到「控制、投資」目的而共同取得標的公司持股？在開發金控收購金鼎證券案中，高等法院判決係認定開發工銀與開發國際係共同取得金鼎證券。故可認為，雖金控子公司係各自評估標的之投資效益進行財務投資，惟一旦金控執行併購程序，子公司事前取得之股權，於事後將可能被認定屬於為達控制目的而為之「共同取得」行為，故若持股合計超過 10%且未合併申報持股資訊，將被處以未依法申報之刑責。是以金控公司決策上即便為財務投資，實務操作上都將集團持股控制在 10%以內，以避免因持股超過 10%必須公告資訊而讓市場猜測金控公司對某企業已有併購意圖。其考量在於，若確有併購意圖，資訊公開將直接推升股價提高併購成本，且依企業併購法第 27 條第 10 項亦允許公司「為併購目的而取得任一公開發行公司已發行股份總額百分之十以下之股份者，得以不公開方式先行單獨或與他人共同為之」，是以在併購消息正式對外公布時將持股控制在 10%以下，將有利後續併購作業之執行。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

然而，子公司以財務投資目的事前買入之持股，究竟是否視為「共同取得」？依我國證券交易法及美國證交法針對「共同」或「一人」均須具有主觀意思聯絡為要件，可能基於投資或控制之共同目的而持有。實務上，金控公司基於發揮綜效之組織目的，均有建立母子公司資源共享機制，包括總經市場展望及投資標的推介，故子公司針對同一標的均有持股實屬常態，即便投資標的係由金控母公司所推介，其內部亦會經過嚴謹之投資評估，在基於投資具有獲利之可能性而執行相關投資作業程序，實不宜因金控母公司而後針對投資標的發動併購而推定子公司間與母公司係存在共同目的之合意。惟若金控高階管理階層及幕僚單位已針對某特定潛在標的進行併購之規劃階段，並安排子公司針對該特定標的進行投資，同時考量未來若執行併購程序，將可加速控制權之取得，故在客觀上似可認定金控及子公司已具有「投資、控制」之合意，而判斷金控及子公司間係對潛在標的基於同一目的共同取得。

（三）股權申報要點關於金融控股公司之子公司及關係企業之持股揭露規定不符股權申報意旨，建議由主管機關進行實質審查以杜爭議

金融監督管理委員會於 2006 年修正「證券交易法第四十三條之一第一項取得股份申報事項要點」時，於第五點應申報事項增列「取得人為金融控股公司，且被取得股份之公司為金融機構者，取得人之子公司及關係企業持有被取得公司之股權情形」，亦即金控公司因持有標的公司股份數達 10%以上而須依法進行公告申報時，須一併揭露子公司及關係企業持有標的公司股數。分析該規定可得知，主管機關受限於釋字 586 號之解釋，無法直接推定金控公司與子公司因控制從屬關係而有「共同取得」之合意，惟因金融業掌握人民財產並運營對社會經濟具有重大影響，故對於金控公司之監管乃較一般產業為高，在考量金控公司對子公司及關係企業之實質控制力，於是透過資訊揭露來管理金控公司及子公司及其關係企業之持股情形。惟此作法已造成實務上業者申報之困難，因子公司及關係企業若屬自行財務操作且非與金控公司基於共同目的取得，依法不需與金控公司併計持股，惟當金控公司自行取得標的公司股權達 10%而須

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

申報持股，依規定須連帶申報子公司及關係企業持股，此時不免引發市場質疑金控公司未與子公司及關係企業申報共同取得，而有漏未申報之疑慮；亦引發市場猜測其子公司及關係企業是否因事前得知金控併購消息而涉及內線交易疑慮，徒生爭議，亦將降低未來併購成功之可能性。

本文認為，由於非基於共同目的而取得股票之子公司及關係企業，依法不需合併申報持股，大法官釋字 586 號已有明確之解釋，現行股權申報辦法特別針對金融控股公司訂定需揭露子公司及關係企業持股資訊，不但不符合「共同持有」之申報規範目的，亦造成金控公司之併購障礙，降低金融市場整併效率，並有在市場公開一項不確定資訊之疑慮，金控公司進行股權申報時做此揭漏並非妥適，建議主管機關可於金控公司申請併購核准時，將金控公司之子公司及關係企業對標的公司事前取得之持股列入審查，並要求金控公司詳細說明子公司及關係企業取得之目的及時間，若子公司申報目的為財務性投資，惟實質係配合金控於取得併購核准前先行於市場取得股份，可依主管機關權責依情節重大與否做適當處分，如命其更正申報目的、限制事前股份之表決權或作為准駁併購案之依據等，即透過實質審查程序減少金控公司濫用事前布局之操作模式，以杜爭議。

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

第二節　金融控股公司特別規定

一、金融控股公司與投資相關之特別規定

（一）2002 年訂定「金融控股公司依金融控股公司法第三十六條申請投資審查原則」[16]

在全球金融業逐漸朝向百貨化經營之下，金融業跨業經營，提供客戶金融、保險、證券等全方位的經營已為國際趨勢，再加上目前金融業在國內家數過多、競爭激烈之下，整體獲利能力已逐漸下滑，在此之下，國內金融機構的合併、轉型已是勢在必行，爰為加速金融機構整合及提高金融機構競爭力，金融監督管理委員會於 2001 年公布金融控股公司法。

金融控股公司對金融機構投資方式，如係以股份轉換方式併購者，規範於金融控股公司法第 26 條及第 27 條。若為直接投資者，則規範於第 36 條，並由財政部於 2002 年訂定「金融控股公司依金融控股公司法第三十六條申請投資審查原則」（下稱投資審查原則）以資遵循。其中該投資審查原則，主要係規範金融控股公司申請投資時之資格條件及應檢附文件，相關持股申報係依證券交易法相關規定辦理。

（二）2003 年修正，對銀行、保險公司及證券商應取得控制性持股（即 25%）[17]

2003 年財政部修正投資審查原則，除投資銀行、保險公司及證券商應取得控制性持股（即百分之二十五）外，對各被投資事業應取得已發行有表決權股份總數或資本總額超過百分之五十；對創業投資事業不以取得已發行有表決權股份總數或資本總額超過百分之五十為限，其他經主管機關核准投資之外國金

[16] 中華民國九十一年八月二十三日財政部台財融（二）字第 0912001152 號令。

[17] 中華民國九十二年十二月二日財政部台財融（二）字第 0922001357 號令。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

融機構及經主管機關認定與金融業務相關之事業，應能發揮金融機構整併或綜合經營效益之功能。主要係考量依金融控股公司法第三十六條第二項規定，金融控股公司得投資之事業以金融業務及與金融業務有關之附屬或輔助事業為主，該部經衡酌金融控股公司係以投資及對被投資事業之管理為業務，為合理控制金融控股集團之營運風險，並發揮規模經濟及經營綜效，乃要求對同法條第二項第一款至第七款之投資事業仍應以納入子公司之方式為原則。

（三）2005 年修正，對首次購買股份之投資限制降至 5%[18]

2005 年，金管會修正投資審查原則，主要係修正第一點第一項規定，將原對銀行、保險公司及證券商應取得控制性持股之規定修正為「除其他法令另有規定者外，金融控股公司對被投資事業之首次投資額度至少不低於被投資事業已發行股份總數或實收資本總額 5%。」，並且新增第四點，在符合部分條件[19]下，得適用自動核准制度。此次修正大幅提升金融控股公司併購之彈性，市場上亦將此次修正視為金融控股公司得以進行「非合意併購」。

[18] 中華民國九十四年六月十四日行政院金融監督管理委員會金管銀（六）字第 0946000399 號令。

[19] 依金融控股公司依金融控股公司法申請轉投資審核原則第四點「金融控股公司符合投資審核原則一、二之條件及檢附三之相關書件，並符合下列條件者，除投資案涉及須經中央銀行核准項目，仍應依中央銀行相關規定辦理外，該投資案自申請書件送達主管機關之次日起自動准：(一) 金融控股公司之雙重槓桿比率 (長期投資佔股東權益之比率，DLR)未超過 115%。(二)金融控股公司之銀行子公司廣義逾期放款比率未超過 2.5%。(三)金融控股公司銀行子公司資本適足率達 10 %以上，證券子公司資本適足率達 200%以上，保險子公司資本適足率達 300%以上。(四)銀行子公司對中小企業放款符合下列條件之一者，但金融控股公司之銀行子公司屬專業銀行或無銀行子公司者，不適用之：1.對中小企業放款餘額占放款總額比率大於 20 %。2.對中小企業放款餘額占放款總額比率未達 20 %者，其中小企業放款餘額較前三年年底中小企業放款餘額之平均數成長 5 %以上。(五)金融控股公司或其銀行子公司、證券子公司、保險子公司未涉有違反法令經主管機關依行政程序法函請陳述意見而尚未結案之情事者。(六)加計本次投資持有股份將超過金融控股公司法第 16 條、銀行法第 25 條之規定者，應檢附主管機關之核准函。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

（四）2007 年修正[20]，取消自動核准

由於市場如中信金轉投資兆豐金、開發金轉投資金鼎證等併購案產生爭議，在外部批評聲浪下，金管會緊縮金融控股公司轉投資作業管理原則[21]，取消自動核准之相關規定，加強審查資金來源，大幅提高金控敵意併購的難度。

（五）2010 年廢止金融控股公司轉投資作業管理原則，並訂定「金融控股公司投資管理辦法」[22]，對於首次投資金融控股公司、銀行、保險公司及證券商應取得控制性持股（即 25%）

本次廢止金融控股公司轉投資作業管理原則有關首次投資門檻為 5%之規定並明定「金融控股公司首次投資金融控股公司、銀行、保險公司及證券商應取得控制性持股；另對其他被投資事業應取得已發行有表決權股份總數或資本總額超過百分之五十等規定。」且「被投資事業屬公開發行公司者，應自核准之日起三個月內依公開收購相關規定進行股份收購一次購足」。

金管會此次修法主要係考量金融控股公司不得為財務性投資，若其未能以取得被投資事業之控制權而為投資，有違金融控股公司設立之精神，且日後如併購不成又將產生退場的問題，故規定投資公開發行公司應以公開收購方式為之，且須一次購足。惟市場多認為提高併購門檻又限縮併購方式須採公開收購，無異再次限縮金融控股公司併購之彈性。

（六）2018 年修正[23]，再度放寬首次投資比率由 25%降至 10%

為提供友善之併購法規環境，金管會於金融發展行動方案提出增加金融機構整併誘因政策方向，修正「金融控股公司投資管理辦法」並公布「金融控股公司或銀行投資金融控股公司、銀行、保險公司及證券商應遵行事項」，主要規

[20] 中華民國九十六年十月十八日行政院金融監督管理委員會金管銀（六）字第 09660001390 號。

[21] 係原「金融控股公司依金融控股公司法申請轉投資審核原則」，於 2007 年修正時更名。

[22] 中華民國九十九年十二月一日行政院金融監督管理委員會金管銀控字第 09960007020 號令。

[23] 中華民國一百零七年十一月二十八日金融監督管理委員會金管銀控字第 10702744480 號。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

定如下：

1.提供先參股合作再整併之機會及參股比率：金融控股公司或銀行（下稱申請人）首次投資金融機構應取得之持股比率，由「控制性持股(超過 25%)」修正為「已發行有表決權股份總數或資本總額超過 10%」。

2.購股方式：

(1)採公開收購：申請人對金融機構所為首次投資，除投資外國金融機構外，其被投資金融機構屬公開發行公司者，應自主管機關核准投資之日起三個月內依公開收購相關規定進行股份收購一次購足；屬非公開發行公司者，應於三個月內完成投資。但申請人為發起人，為認足應發行股份所為之投資，不在此限。

(2)不得提早布局：申請人投資標的選定後，於未經主管機關核准投資前，申請人及其子公司、關係企業、及上開公司之負責人、大股東或以他人名義(以下合稱關係人)因財務性投資已購買申請人本次所申請之被投資金融機構股份，不得再主動增加；於經主管機關核准投資後，申請人依公開收購規定進行股份收購，關係人不得為應賣人。

(3)參考證券交易法第 43 條之 5 第 3 項規定，明定申請人未依投資計畫完成公開收購，於一年內不得就同一金融機構進行公開收購。

3.非合意併購之申請人另須具備資本充實、經營能力佳、有國際布局發展能力及企業社會責任良好等 4 項條件。

4.有關合意併購之認定：申請人須取得被投資金融機構董事會未反對被投資之決議，或與被投資金融機構依公開收購說明書應行記載事項準則第十一條第一項第一款所定之對象就本次股份取得簽有應賣股份總數超過百分之二十五之相關協議或約定。

二、小結

金融機構因提供金融服務並管理一般民眾資產而受到政府高度監理。惟從

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

二次金改爭議後，主管機關透過投資管理辦法之修訂限縮金控公司併購之彈性，監理態度上亦希望業者進行合意併購避免市場爭議。故雖陸續喊出三次金改、公公併、金金併等口號，亦無法帶動金融市場整併。

依目前金管會於 2018 年修正之「金融控股公司投資管理辦法」及「金融控股公司或銀行投資金融控股公司、銀行、保險公司及證券商應遵行事項」，雖將對金融機構首次投資門檻由 25%降為 10%，似乎為業者降低併購門檻提供較佳之法規彈性，惟在投資形式上卻大幅度限縮，尤其是對事前布局模式之限制。依最新公布之釋令規定，金控公司選定投資標的後，於未經主管機關核准投資前，申請人及其子公司、關係企業、及上開公司之負責人、大股東或以他人名義(以下合稱關係人)因財務性投資已購買申請人本次所申請之被投資金融機構股份，不得再主動增加；於經主管機關核准投資後，申請人依公開收購規定進行股份收購，關係人不得為應賣人。據此，金控公司已難以運用事前布局政策，因即便由子公司及關係企業進行事前投資，當金控公司於市場執行公開收購時，子公司及關係企業不得參與應賣，金控公司即無法進行股權整合。本文認為，主管機關限定金控對金融機構首次投資應採公開收購，並禁止子公司事前取得之股份參與應賣，可能是為了避免金控進行股權整合可能產生之操縱市場及內線交易之疑慮，惟金控最終仍需進行股權整合，不論是另外申請承接子公司持股或採換股併購，仍是購買子公司所持股份，主管機關作此限制似無實質意義。

金融市場存在過度競爭，金融機構產業競爭力不如國際性銀行，提供友善之併購法律及鼓勵業者整併，實為主管機關應積極推動之政策方向，本文建議金控公司關於併購之適用應回歸併購相關法規適用，主管機關可基於考量金融機構體質強健與否，針對併購方之資格條件本於主管機關之管理權責加以限制，針對事前布局，如前一節、四、(三)所述，可要求金控公司提交相關資料加強實質審查，並作適當處分，而非限制事前布局持股不得參與應賣，以符合主管機關為了提升金融市場效率加速金融機構整併而推動金融控股公司之立法原意。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

第四章　內線交易

第一節　內線交易理論

一、內線交易禁止之理由

內線交易是否應予以禁止，在經過長久之學理爭論後，各國均已明文加以禁止，其禁止之理由如下[24]：

（一）維護公平交易

公司發布利多消息使股價上揚，利空消息則使股價下跌。如交易一方（內部人）因具有特定的身分知悉利多或利空消息，而他方（一般投資人）因不在其位無從得知相同訊息，俟交易完成後公司發布消息，股價隨之上揚或下挫，內部人因而獲利，並影響投資大眾信心，不利證券市場健全發展。

（二）促進證券市場效率

形成公平價格是證券市場的基本功能，禁止利用未公開的重要消息買賣證券，可消除內部人遲延公布重要訊息之誘因，讓資訊的流通更為迅速，使投資人都能公平利用，因而導引資金至最有利的投資，以發揮市場最佳的資源分配效能。

（三）防止道德危險

無論消息為利多或利空，在發布前買賣均有可能獲利，如准許內線交易，內部人可藉資訊發布與否左右股價從中得利，而此種利益，與公司經營績效的優劣無必然關係，亦與投資大眾的利益相分離，經營者不但心有旁騖，且為影響股價採取違法不當措施，增加道德危機的機會。

[24] 賴英照，內線交易的基礎理論，月旦法學雜誌，第 123 期，頁 172-173，2005 年 8 月。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

（四）違背受任人之信賴義務

董監事、經理人對公司及股東均負有受任人的信賴義務，如利用公司未經公開的重要訊息買賣股票，係違反受任人義務，應予禁止。

（五）促進公司決策的健全

公司決策之作成，需依賴相關資訊，而資訊的傳遞通常是由下而上，如不禁止內部消息的利用，而承辦人為「有效」利用該資訊以買賣證券圖利，可能延緩將該項資訊往上呈報的時間。如此則公司做成決策的程序將出現重大瑕疵。

（六）公司財產的正當利用

公司內部消息，通常是運用公司人力物力所產生的結果，這些消息本屬公司的財產，如內部人挪為私人之用，形同盜用公司資產，損害公司利益。

二、美國法之理論基礎

美國法係採取何種理論？可透過美國法之演進加以觀察。

現行美國法上禁止內部交易法則，除了起源於該國盼立法上的詐欺及受任人義務外，主要還是源自 1934 年證券交易法中兩個條款及其相關之行政命令，亦即 1934 年證券交易法第 10 條(b)項及依據此條項所頒布之 10b-5 規則（Rule 10-5）及同法第 14 條(e)項即依據此條所頒行之 14e-3 規則。其相關理論之演變如下[25]：

（一）「戒絕交易，否則公開」理論（或稱資訊平等理論）

此一理論主張取得公司內部資訊之人，只有兩個選擇，一是揭露該消息，二是不利用該消息從市公司股票買賣。換言之，取得內部消息之人必須在這兩個選項中作選擇。

[25] 劉連煜，內線交易理論與內部人範圍（上），月旦法學教室，第 50 期，頁 85-94，2006 年 12 月。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

（二）受任人義務理論（或稱信賴關係理論）

有鑑於「戒絕交易，否則公開」之理論，可能產生內部人所涵蓋之範圍過大的弊端，因此，法律界便努力縮小內部人的範圍，遂發展出「受任人理論」，即認為只有具受任人義務或其他信賴關係事實，方存有揭露、公開等等告之交易對手之義務，故將內部人縮小為公司的董事、具有控制權的大股東及重要職員等內部人員身上，其他人則無。

（三）私取理論

依受任人義務理論，受到規範僅有公司之內部人，然另有法官提出「任何人以不法手段所取得之重要且非公開資訊，應負有與內部人相同之義務，亦即必須公開此等被私吞之消息，否則即不應利用此一資訊從市交易」，此即為「私取理論」最先之基石。而後，美國聯邦最高法院明確採用私取理論，並指出「私取理論系為防止有途徑接觸揭露後會影響證券價格之內線消息，但對於該公司股東卻不負受任人義務或其他義務的公司外部人不當使用消息之情形，以維護證券市場的正直性」，因此，行為人並不需要對證券之發行公司或股東負有受任人之忠誠義務，才有可能構成內部人交易之責任。只要違反了其僱主之工作規定或保守秘密之政策，將其自「消息來源」所獲取之機密資料據為己有，不當使用該項資訊，即構成內部人交易的責任。

（四）消息傳遞理論

私取理論之理論基礎在於擁有消息者本身買賣股票時是否違反內部人交易之規定。惟如果擁有消息者本身並沒有買賣股票，而是將消息透露給他人（即消息受領人）時，此消息受領人往往對於任何人並無任何既存之忠誠、信賴的受任人義務，故依私取理論似難課消息受領人內部人交易之責任。

三、我國內線交易之理論基礎

（一）我國證券交易法之規定

我國關於內線交易之法條規範為證券交易法第 157-1 條，現行規定如下：

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

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：

1.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。

2.持有該公司之股份超過百分之十之股東。

3.基於職業或控制關係獲悉消息之人。

4.喪失前三款身分後，未滿六個月者。

5.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。

（二）美國證交法及我國證交法對於內線交易之理論分析

觀察美國法之演進，可知美國法院禁止內部人交易之法律，在界定內部人部分係處於不斷發展的狀態。從最初以市場論為規範基礎，即不論是否為公司內部人，獲取重大機密消息都有可能成為內線交易之對象。而後，限縮以買賣證券者與其交易對象之間存在忠誠、信賴關係作為規範基礎，因此受規範者限於對公司及股東有受任人義務之內部人為限。但後來基於證券市場健全考量，採取私取理論進而擴及對消息來源負有忠誠信賴義務之人。

至於我國證券交易法，就法條文義解釋，第一項第一款所指「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」，此部分所規範之人係採信賴關係理論。第一項第三款及第五款「基於職業或控制關係獲悉消息之人」及「從前四款所列之人獲悉消息之人」，則將規範範圍擴及與公司無信賴關係之人，此可解釋我國證券交易法亦採取私取理論。另有關第一項第二款「持有該公司之股份超過百分之十之股東」，因公司法並未明文規

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

定股東對公司及其他股東負有義務，學者認為似應借助私取理論將之納入規範，而第一項第四款所指「喪失前三款身分後，未滿六個月者」，似乎也必須以私取理論加以支援[26]。綜上可知我國證券交易法乃兼採信賴關係理論及私取理論。另就立法理由觀之，「為健全我國證券市場發展」爰增訂條文禁止內線交易。因此為健全證券市場，保護投資人的立法目的，內線交易的規範，不應侷限在關係論的範疇，以致於影響交易的公平及市場健全，惟適用範圍亦不宜株連過廣，影響正當之商業活動[27]。

四、小結

由於金融控股公司主導金控併購案，併購之標的為子公司相關產業，故若組成併購小組，人員編制通常擴及金控及相關子公司，故在內部人範圍認定上係可歸類於第一項第一款及第三款所指之人。金控公司安排提前進行股權布局，其投資考量係為該標的具有良好收益性且長遠觀之為不錯之併購標的，故為降低投資成本故選擇在市場上小額買進，對經營角度而言應屬使公司獲利極大化之策略考量，惟證券交易法為保護投資人並健全市場發展，規定內部人在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，使得提前布局買股之行為屢屢踩中內線交易之紅線，癥結點在於重大消息究竟何時明確，需再進一步探討以釐清不確定之法律狀態。

[26] 劉連煜，內線交易理論與內部人範圍（下），月旦法學教室，第 51 期，頁 89，2007 年 1 月。
[27] 同註 17，頁 190-191。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

第二節　重大消息明確時點

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。由於「重大消息」係屬不確定的法律概念，如何界定其意義，涉及複雜的判斷。併購毫無疑問是「重大影響股價」的消息，但企業併購的流程，從訂定併購策略、規劃資金來源、選擇標的公司、委任財務顧問、雙方協商談判、簽訂保密契約及意向書、實地查核、草擬併購契約、確定併購價格及簽訂合約及董事會決議等，程序冗長複雜且充滿不確定性，究竟併購消息何時明確？擬先由國外法理、現行法及學者見解加以說明。

一、美國

（一）TSC v. Northway 之測試基準[28]

TSC industries, inc. v. Northeway, Ina.[29]一案，可謂是美國司法實務上，決定證券法上所謂「重大性」之重要判決。其所採取之觀點，對某項消息是否足以成為「內部人交易」案件中的重要消息，影響及於其後各項相關判決之見解。本案的主要事實為，一家名為 National Industries 的公司，從 TSC 公司的創辦股東處取得 34%具表決權股份，從而有五名 National 公司之代表人擔任 TSC 董事會的董事。其後，TSC 公司的董事會通過一項議案，決定解散 TSC 公司而將全部資產賣予 National 公司（在該次會議中，National 公司的五名代表人曾出席會議，但未參與表決）。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。

---

[28] 劉連煜，內線交易重大消息的範圍及其公開方式的認定，台灣本土法學雜誌，第 87 期，頁 299~303。2006 年 10 月。

[29] 426 U.S. 438(1976).

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

TSC 公司的法人股東 Northway 公司，不贊同此一合併事宜，遂起訴主張前述「為託書徵求說明書」之內容有遺漏及不時陳述之情事，請求被告損害賠償及其他衡平救濟。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等事實。

從前面所敘之案件事實中，不難發現因為 National 公司已充分控制了 TSC 公司，因此其表決（指合併議案）的結果可謂早已確定。關此，值得注意的是，美國聯邦最高法院對於所謂「重要的消息」確著重於「程序」面而非著重於表決結果。最高法院認為：「一項遺漏之事實，將會是一件重大的事實，假如一位合理的股東非常可能（極可能）對該被遺漏之事實，會認為對其決定如何行使投票有重要影響」[30]。此一決定「重大性」的基礎，遂成為往後美國證券法上相關案例斷定何謂「重大性」的一項標竿。

（二）Basic v. Levinson 之測試基準[31]

最高法院在 Basic v. Levinson[32]一案，進一步對「重大性」之定依設下一個適用的基準，該基準並引起學界與實務界廣泛的討論。基本上，最高法院在 Basic 一案仍同樣採取前述該法院在 TSC 案所表示之立場。本案事涉一項「初步的公司合併之磋商」揭露的問題。其主要事實為：Combustion 公司有意取得 Basic 公司，故尤其代表數次與 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磋商合併之事，並於收後決定以每股 46 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

---

[30] 本段判決原文如下「an omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote.」。

[31] 同前註 28，頁 299~303。

[32] 485 U.S. 224, 108 S. Ct. 978,99 L. Ed. 2d 194(1988).

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

脫手中持股。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，應負損害賠償責任。

對於界定本案係爭合併磋商之消息是否為「重大的」之爭點，本案地區法院認為，系爭磋商消息在法律上並非「重大」，蓋「合併磋商」必需可合理確定談判足以成功才可謂為重大消息[33]。此外，第三巡迴法院並認為，「如果公司公開否認有合併磋商之存在，即使此一磋商本非重大，亦將因其不實之否認（即有磋商之事實）而使得該項事實成為重大事實[34]。

然而，最高法院對於前述下級巡迴法院之見解並不贊同，其見解之差異主要有三點：按第三巡迴法院認為：1.太早公開磋商中之合併計畫，易使此一交易夭折；2.因磋商本身屬暫時、未定的性質，故過早公開磋商之進行，可能造成誤導投資大眾之結果；3.類如第三巡迴法院所主張，以達成系爭交易之「價格」與「基本架構」之合意時，方成為具「重大性」而必須予以公開，如此之標準清楚而不模糊，有助於法律之適用。關此，最高法院基於下列理由予以駁斥：1.合併計畫具機密性之問題，應屬發行公司有無揭露義務之範疇，本件發行公司儘管得以「沒有評論」來回答相關之詢問，確不可以不實之「否認」來作答；2.因為投資人自有能力理解與分析還在磋商中之合併計畫的不確定性，所以巡迴法院將投資人視為傻子一般，假以父權式的保護並不適當；3.誠然，清楚不模糊之規則對公司經營人員而言較容易加以遵守，但適用容易性之理由，並不足以忽視或放棄證券法之立法目的與立法者之政策決定。一項事實是否具「重大性」基本上是「個案事實討論」之問題，從而機械而無彈性之公司（如前述「價格」與「基本架構」之測試標準）並不足取。

---

[33] 其原文如下「…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.」。

[34] 其原文如下「Once 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.」。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

此外，最高法院並拒絕採用第三巡迴法院所認為：發行公司公開否認系爭消息後，該消息即便為「重大的」說法，因事實是否為重大，應是客觀的性質，不重要的訊息不會因為一個人之謊言而成為「重大消息」。

除了上面的見解外，最高法院雖然表示 TSC 案最高法院所界定「重大性」之標準仍可適用於一九三四年證券交易法第 10 條 b 項及 Rule 10b-5 的案件，但最高法院於 Basic 案更進一步認為：如果某一事實對公司之影響是確定而清楚的，則 TSC 案所界定「重大性」之基準即可直接適用。然而，如果事件本身性質上屬於「或會或許不會發生的」或「推測性的」情形，則因為是否「合理的投資人」在當時會認為所遺漏之事實是重要的消息，頗難以斷定；因此，有必要另訂補充性之判斷標準，本案「初步之合併磋商」之案情即屬於此類事件。最高法院引述著名的 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.[35]一案謂：對於性質上屬於「或許會或許不會發生的」或「推測性的」事件，「重大性」乃是「依一特定時間衡量事件法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」[36]。此外，

最高法院並引述第二巡迴法院之法官在一件涉及「初步合併磋商」的案子所為之分析：「因為合併可使一家公司消失，故其應為最重大之事件。吾人認為，有關此類合併的內線消息，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，而且即使合併不成功之可能性，在項這樣的磋商階段是如此的高，亦應如此認定」[37]。

---

[35] 401 F. 2d, at 849.

[36] 其原文如下「…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.”」。

[37] 其原文如下「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, it’s death, we think that inside information , as regard a merger of this sort, can became 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.」。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

再者，最高法院為闡明前述「可能性/影響程度」方式（probability/magnitude approach）的適用，特別指引是的謂：一般而言，評估一項事件是否將發生之「可能性」（probability），得以公司最高層人士對係爭交易之興趣如何而定，此外，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工作指示，以及兩造公司實際磋商之內容，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「影響程度大小」（magnitude），最高法院認為，得參酌合併兩造公司之規模，以及考慮因合併可能帶來之股價漲幅等因素加以斷定。

從上面最高法院之見解可知，低發生可能性與高程度影響力之組合的事件，可以構成重大事件；同樣的，高發生可能性與低程度影響力之組合的事件，亦可能成為重大事件[38]。

（三）公開收購案件：Rule 14e-3 及相關司法判決[39]

在公開收購案件，SEC 依 1934 年證券交易法第 14 條(e)的授權，於 1980 年訂頒 Rule14e-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，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。

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書，或籌措收購所需資金，或準備公開收購及相關事宜等，但不限於上述措施。

美國法院判決認為，所為實質步驟，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

[38] 同前註 28，頁 302。

[39] 賴英照，內線交易的紅線-重大消息何時明確？，中原財經法學，第 36 期，頁 12~14，2016 年 6 月。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

面探詢對方收購的意願及是否有足夠的收購資金等[40]。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[41]。SEV 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，及為實質步驟[42]。 SEV v. Falbo 案，判決指出，供淤延聘財務、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[43]。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[44]。

法院是以實質步驟為基礎，判斷潛在收購人發出公開收購要約的可能性，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 Rule14e-3 的規定。法院並非以公開收購是否能順利完成，或收購人能否取得目標公司的經營權作為判斷基礎。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。

二、歐盟[45]

（一）2003 年歐盟指令

2003 年歐盟禁止濫用市場指令（Market Abuse Directive, 2003,MAD，屬第一級規範）有關內線交易的定義，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。

---

[40] 轉引自前註 39，SEC v. Mario, 51 F. 3d 623, 636 (7th Cir. 1995)。

[41] 轉引自前註 39，SEC v. Mayhew, 121 F. 3d 44, 53 (2th Cir. 1997)。

[42] 轉引自前註 39，SEC v. Warde, 151 F. 3d 42, 49 (2th Cir. 1998)。

[43] 轉引自前註 39，SEC v. Falbo, 14 F. Supp. 2d 508, 524-525 (S.D.N.Y. 1998)。

[44] 轉引自前註 39，SEC v. Ginsburg, 362 F. 3d 1293, 1304 (11th Cir. 2004)。

[45] 同前註 39，頁 15~24。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

依歐盟委員會的行政命令（European Commossion Directive 2003/124，屬第二級規範），所謂性質明確，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作為投資決定的基礎者，即為對金融商品價格可能產生動要影響的消息。

此外，歐盟證券管理機構（The Committee of European Securities Regulations, 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：

1. 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[46]。
2. 如消息所指的內涵，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協商的消息，也可能具有明確的性質[47]。
3. 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，亦可能為性質明確的消息[48]。
4. 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，作為投資決定的基礎。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消息最為投資決定的基礎[49]。

---

[46] 轉引自前註 39，CESR/06-562b, para. 1.5。

[47] 同前註，para. 1.6。

[48] 同前註，para. 1.7。

[49] 同前註，para. 1.8。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

（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」或「事件」，具體內容為何？所謂合理期待行將生如何認定？這些問題是決定一項消息是否具有明確性質的重要關鍵，歐盟法院在 Markus Geltl v. Daimler AG 案[50]作出解釋。

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，但她在 2005 年 4 月 6 日 D 公司股東會後思考提前離職。同年 5 月 17 日 S 君向 D 公司的監事會主席 Kopper（K 君）表達提前離職的計畫，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 公司開始準備新聞稿即通知員工的信件。7 月 13 日 D 公司發出通知，將於 7 月 27 日即 28 日分別舉行監事會主席委員會議及監事會。會議通知並未載明更換執行長一事。7 月 18 日 S 君與 K 君討論後，同意 S 君離職及由 Zestche 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 27 日及 28 日分別經監事會委員會及監事會通過。D 公司在會議後約 15 分鐘公布此項消息，D 公司股價隨即大漲。

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 公司未即時公開，有延誤之嫌，乃訴請 D 公司損害賠償。

2009 年 4 月，德國思圖嘉高等法院判決認為，S 君離職消息於 7 月 28 日監事會通過時確定，並於 27 日監事會委員會決議時明確。至於決議之前的中間步驟，包括 S 君與 K 君 5 月 17 日之討論，及 7 月 18 日同意將亦案提交監事會議決等事向，都不能構成明確的內線消息。

德國聯邦最高法院受理上訴後，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？是否適用「發生機率和影響程度」綜合判斷的測試準則？在考量事件發生的可能性時，

[50] 轉引自前註 39，Case C-19/11 Geltl v. Daimler, 2012。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

是否應將事件可能的影響程度一併考量已決定消息的重大性[51]？

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 項所規定的「性質明確」包括兩項要件，即可以合理期待特定其況或事件的發生，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或事件並未明文規定，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[52]。

就規範體系而言，MAD 第 6 條第 2 項及委員會行政命令第 3 條第 1 項有關公司延遲發布重大消息的規定，均以交易協商過程及簽訂草約（尚待公司權責單位批准的契約）作為例子，可見中間步驟本身即可構成性質明確的情況或事件[53]。

從立法目的觀察，歐盟指令的判定，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，因此資訊必須即時而公平的揭露[54]。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，顯然違背其立法目的[55]。因此，所謂性質明確的消息，不僅指最後的結果，尚應包括導致最後結果的中間步驟在內[56]。

關於第二個問題，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作為解釋基礎[57]。判決認

---

[51] 同前註，para 22-23。

[52] 同前註，para 30-31。

[53] 同前註，para 32。

[54] 同前註，para 33。

[55] 同前註，para 36。

[56] 同前註，para 40。

[57] 同前註，para 43。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

為某種情況或事件是否發生，應依個案事實判斷[58]。為維護市場健全及提升投資信心的目的，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。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[59]。另方面，為維護法律的明確安定，如依客觀事證難以相信某種情況或事件將會發生，即非性質明確的消息[60]。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，可以務實欲（realistic prospect）其發生的情形而言[61]。

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，應降低合理期待的標準。但歐盟法院明白拒絕此項主張[62]。判決認為「事實發生的可能性」與「事實對價格的影響程度」是構成消息明確的兩項要件，而且各自獨立，並分相互依存。價格影響程度大小，與事情發生的可能性應分別處理[63]。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[64]。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。

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作綜合判斷，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」

---

[58] 同前註，para 45。

[59] 同前註，para 47。

[60] 同前註，para 48。

[61] 同前註，para 49。

[62] 同前註，para 54。

[63] 同前註，para 53。

[64] 同前註，para 56。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

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目的[65]。

關於「事件發生可能性」的判斷，事否應考量事件影響程度問題，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（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，表達本文解釋的特色[66]。

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，指事確認相關事實，並指出本案更線 D 公司執行長的重大消息，於 2005 年 5 月 17 日 S 君向 D 公司監事會主席 K 君表得辭職意向時，應已明確[67]。

（三）2014 年歐盟管理規則

2014 年歐盟禁止濫市場管理規則（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 年歐盟指令第 4 項要件，即性質明確、尚未公開、直接或間接與金融商品相關，極可能重大影響金融商品價格等[68]。

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

---

[65] 同前註 39，頁 21。

[66] 同前註 39，頁 22。

[67] BGH,Ⅱ ZB7/09.

[68] MAR§7(1) 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.

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

融商品價格產生影響[69]。同條第 3 項規定，如某情況的發生（或完成），必須經歷冗長的程序、中間進行的步驟，如符合上開內線消息的要件，本身亦為內線消息[70]。同條第 4 項規定，如理性投資人可能用以作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[71]。

上開定義，將 2003 年歐盟委員會的行政命令、歐盟證券管理機構委員會的解釋令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 並未明訂，應依 Daimer 案的「務實預期」標準加以認定。

三、我國現行法規定

（一）現行條文

1.何謂「重大消息」

我國對於內線交易之重大消息規範於證券交易法第 157-1 條第一項「下列

[69] 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 allowances. 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.

[70] 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.

[71] MAR§7(4) For the purposes 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, 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 decisions.

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

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」，另於第五項規定「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」，依前開法條所示，重大消息之內容可分為「涉及公司之財務、業務消息」或「涉及該證券之市場供求」兩種類型。為建立明確之標準，主管機關授制定「證券交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」，其中關於「涉及公司之財務、業務消息」之態樣有：

(1)本法施行細則第七條所定之事項。

(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。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

(9)公司財務報告有下列情形之一：

A.未依本法第三十六條規定公告申報者。

B.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。

C.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。

D.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。

(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：

A.辦理資產重估。

B.金融商品期末評價。

C.外幣換算調整。

D.金融商品採避險會計處理。

E.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。

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

(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。

對於「涉及該證券之市場供求」之態樣有：

(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。

而無論是「涉及公司之財務、業務消息」或「涉及該證券之市場供求」之消息，均須符合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，該消息才具有「重大性」，方為內線交易所欲禁止之對象。

2.何謂重大消息「明確」

重大消息須「明確」為 2010 年修正之條文，此須探討重大消息於何種時點始為明確。有學者認為，消息不以來自公司內部為必要，任何重大消息都有形成之過程，何況消息沒有真實性的要求，指要求內容應具體明確，亦即消息不保證其所傳述的事實必然發生，則消息所傳述的是成立時點，應是相對而非絕對。在消息未真正明確以前，會經過一連串的作業程序，而形成「消息鍊」，亦即消息的形成具有程序性、漸進性[72]，故消息明確應指在消息鍊中之某一時點。

[72] 陳志龍，證券交易法內線交易-探討證券交易法與操縱股價之差異、構成要件明確性諸問題，企業 與金融法制-余雪明大法官榮退論文集，元照出版社，419 頁，2009 年 1 月。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

是以重大消息明確應指其重大消息成立時點。

我國證券交易法在2006年1月修正第157-1條時，雖未就重大消息之認定、重大消息成立時點以及重大消息公開之認定等不確定構成要件詳為規範，但已授權主管機關訂定重大消息之範圍及其公開方式，參其修法理由「鑒於重大消息內容極其成立時點涉及刑事處罰之法律構成要件，如明訂於本法，共過於瑣碎且較僵化，同時難以因應未來市場變化。故為即時檢討重大消息內容，以維持彈性，併符合市場管理需求，爰修正本項...」等語，以及重大消息管理辦法第4條規定：「前二條所定消息之成立時點，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」，及該條文說明指出「本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，包含初步之合併磋商（即協議日）亦可能為重大消息之認定時點」[73]可知我國主管機關係採「多元時點、日期在前」之認定方式，其意旨在闡明同一程序下之不同時點，均有可能成為重大消息成立之時點，亦即強調消息成立之相對性[74]。

而涉及公司併購等事由時，主管機關在重大消息管理辦法第2條第2款「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，」訂定時，特別指出本款所定事由依實務公司在提報董事會討論前，應均已事先評估決定，故為落實內線不法交易之查核，爰將「董事會決議」修正為「公司辦理」，包含公司內部評估決定實施之前置作業時間，且因將「事實發生日」、「協議日」亦列為重大消息可能之成立時點，可見主管機關亦認為不

[73] 中華民國九十五年五月三十日行政院金融監督管理委員會金管證三字第0950002519號令。
[74] 劉連煜，併購案內線交易重大消息何時明確？，法令月刊，第67卷第11期，頁45，2016年11月。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

以該消息已確定發生為必要[75]。

2010 年 6 月，依立委提案修正證券交易法第 157-1 條，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中大消息，必須在「消息明確後」始有禁止內線交易的適用，其修正理由為「鑒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』所規範重大消息之行程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 對內線交易之定義『inside information shall mean information of a precise nature which has 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』之文字後面增列『明確後』一詞，以求完備，至於具體案件負擔舉證責任者，應舉證證明涉案之重大消息已達『性質明確』之程度，使該當此內線交易之構成要件」[76]。

2010 年 12 月，金管會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「依其他具體事證可得明確之日」，並在修正理由強調「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」。該修正說明所提及「發生機率與投資影響」的判斷標準，明顯源自於美國聯邦最高法院 Basic 案有關消息重大性的判決。依據此說明並考量證券交易法第 157-1 條之立法目的，如系爭交易形成至某一階段，以達到對「正當投資人之投資決定有重要影響」之程度，重大消息即屬明確，此一認定原則，一直以來均為主管機關立法見解，修法僅係調整文字避免誤解，並非指判斷原則有所變更。

---

[75] 陳月秀，公開收購前內線交易重大消息之認定時點，萬國法律，第 158 期，頁 6，2008 年 4 月。

[76] 2010 年 5 月 4 日證券交易法修正說明。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

（二）法院實務見解

1.法院判決標準[77]

在實務上，不論在 2010 年「性質明確」之文字增訂前或增訂後，法院對對於消息明確之認定標準並無顯著差別。有學者將認為判決所表達之標準主要包括：

(1)「重大消息所指內涵於一定期間內必然發生之情形已明確」（最高法院 102 年度台上字第 4868 號及 99 年度台上字第 3770 號。

(2)「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）

(3)「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）

(4)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）

由上述法院判決文字可整理歸納出法院判決所依循之兩條主軸：

(1)「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。

(2)「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，於依定期間內必然發生，據以認定消息明確性。

基於上述兩條主軸，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，

[77] 同前註 21，頁 27~29。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

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。

2.相關法院案例整理如下[78]：

案件	判決字號	重大消息之「內容」	認定重大消息之時點		認定重大消息之「判斷用語」	判決結果
			認定之時點	判決所敘述之時點「內容」		
耀文公司併購欣興公司	台北地院91年度訴字第845號	合併案利多消息與暫停合併案利空消息	董事會決議(晚期標準)	2001年5月3日：耀文公司董事會決議合併案 2001年6月8日：耀文公司董事會決議暫停合併案	成立或確定	2001年1月10日判決 被告朱ＯＯ、駱ＯＯ於九十年五月三日合併案利多消息及九十年六月八日暫停合併案利空消息確定公開前事先並不知情，均為無罪之認定。
	高等法院92年度上訴字第605號	同上	同上	同上	同上	2003年6月11日判決 上訴駁回，維持一審判決無罪之認定
品佳與世平股份轉	士林地院96年度	品佳公司與世平公司共同以	初步磋商階段（早	*2005年2月15日：*雙方代表協商人員決定「依企	發生機率高	2008年6月20日判決 被告胡ＯＯ部分，因於2005年2月16

[78] 申心蓓，內線交易中重大消息認定之實務分析-以企業併購案例為中心，國立交通大學管理學院科技法律學程碩士論文，頁78~87，2012年。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

案件	判決字號	重大消息之「內容」	認定重大消息之時點		認定重大消息之「判斷用語」	判決結果
			認定之時點	判決所敘述之時點「內容」		
換新設大聯大控股公司之一	訴字第1135號刑事判決	股份轉換方式新設大聯大公司	**期標準）**	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，經委由會計師、專家提出評估、分析報告」		日前即「*獲悉*」上開重大消息，並在消息未公開前買入品佳公司股票，涉有內線交易罪。 另被告黃ＯＯ部分，因尚不足以認定亦知悉品佳公司與世平公司以換股方式共同成立大聯大公司之重大消息，可能僅單純依被告胡ＯＯ指示而買入品佳公司股票，故為無罪之認定
	高等法院97年度上訴字第3834號刑事判決	同上	換股比例確定(中期標準)	合併是否成功，在雙方之換股比例為確定前，仍有太多之變數，亦即是否已達於確實交易之履行比燃性，均有疑義	成立	2009年8月26日判決 被告胡ＯＯ、黃ＯＯ均為無罪認定
	最高法院100年度台上字第	X	最早確定「交易對象」、「交	2005年2月15日似為最早確認品佳公司與世平公司合組意願(即交易對	成立	2011年7月14日判決 原判決關於被告胡ＯＯ無罪部分撤銷，發回台灣高等法院

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

案件	判決字號	重大消息之「內容」	認定重大消息之時點		認定重大消息之「判斷用語」	判決結果
			認定之時點	判決所敘述之時點「內容」		
	3800號刑事判決		易內容之確定」及「確實履行之必然性」之時點（早期標準）	象確定），且以控股方式合組（即交易內容確定），此等有關交對象，交易內容之確定即確實履行之必然性的事實，實質上已有可能改變投資人對原股票投資價格的判斷，似可認定為重大影響其土票價格之消息最早成立之時點		
	高等法院100年度金上更（一）字第7號	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	同上	同上	同上	2011年12月22日判決 判決認為不論主觀意圖是否為獲取利益或規避損失，「被告於知悉品佳公司與世平公司合併之重大消息後，在該消息未公開前即買入股票」，故維持一審之認定，認被告胡OO涉有內線交易犯

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

案件	判決字號	重大消息之「內容」	認定重大消息之時點		認定重大消息之「判斷用語」	判決結果
			認定之時點	判決所敘述之時點「內容」		
						行
德宏公司與大強森公司交換股權	臺中法院-96年度金重訴字第3586號刑事判決	大強森公司與德宏公司交換股權	初步之磋商(早期標準)	2006年2月23日：雙方董事長指派代表洽談，並初步以交換股權作為合作方向，做成協議：「(一)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，雙方於近日內簽訂「合作意向書」。(二)換股比例 (三)董監席次規劃(四)公司組織、人事安排及人員年資問題，未來再做討論。(五)經雙方出席人員確認無誤後，各自呈報董事長裁示。」。	成立	2009年4月22日判決 被告顏ＯＯ、陳ＯＯ，分別均係於重大消息「*成立*」後，「*得知*」本件重大消息，進而買入德宏公司股票，均涉有內線交易罪。 另被告朱ＯＯ、陳ＯＯ、林ＯＯ三人部分，因認為檢察官無法證明被告等係「*知悉*」上開重大訊息始購入德宏公司股票，且本件龍邦公司及臺灣人壽保險公司決議、決定購入德宏公司股票，均在重大消息「*成立*」之前，均為無罪之認定。
	高等	同上	同上	同上	成立	2009年11月10日

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

案件	判決字號	重大消息之「內容」	認定重大消息之時點		認定重大消息之「判斷用語」	判決結果
			認定之時點	判決所敘述之時點「內容」		
	法院臺中分院98年度金上訴字第1358號刑事判決					判決 上訴駁回，除被告顏ＯＯ另給予緩刑之諭知外，均維持一審判決結果
美商捷普公司併購綠點公司	臺北地院96年度重訴字第132號刑事判決	美商捷普公司併購綠點公司	針對重要交易內容已有初步協議、共識(中期標準)	2006年9月12日：由綠點公司代表簽署美商捷普公司提出之不具約束力之意向書	高度可能發生、具體明確	2010年10月26日判決 被告柯ＯＯ、何ＯＯ、王ＯＯ部分： 判決認為「*足認被告被告柯ＯＯ、何ＯＯ、王ＯＯ確係利用渠等獲悉美商捷普公司欲併購綠點公司之未具體明確重大消息後，即積極加碼買進綠點公司股票，甚而於前開重大消息具體並明確後，仍違反證券交易法第一百五十七條之一第一項第一款、第四款之規定，買進綠點公司股票*

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

案件	判決字號	重大消息之「內容」	認定重大消息之時點		認定重大消息之「判斷用語」	判決結果
			認定之時點	判決所敘述之時點「內容」		
						甚明」。故而被告三人共同涉犯內線交易罪。 被告林ＯＯ部分： 被告林ＯＯ於審理中坦承犯行，亦經判決認定涉犯內線交易罪
宏碁公司併購倚天公司	臺北地院99年度金訴字第24號	宏碁與倚天公司以前揭「股份交換」方式所進行之「合併」	敲定換股比例（重要議題）(中期標準)	2008年2月12日宏碁公司董事長同意以前揭換股比例合併	具體確定或明確、成立或具體明確	2011年2月25日判決 被告駱ＯＯ、吳Ｏ銘共同利用被告駱ＯＯ「*實際知悉*」本件合併案係由宏碁公司以溢價換股合併方式併購倚天公司之重大消息業已「*具體明確*」，共謀買入倚天公司股票，均涉有內線交易罪。 另被告吳Ｏ銘、吳Ｏ橈部分，因認無法證明被告二人間消息傳遞，以及犯意聯絡、行為分擔，均為無罪之認定。
	高等法院100	倚天公司與宏碁公司	敲定換股比例	同上	具體明確	2012年3月28日判決 被告駱ＯＯ、吳Ｏ銘

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

案件	判決字號	重大消息之「內容」	認定重大消息之時點		認定重大消息之「判斷用語」	判決結果
			認定之時點	判決所敘述之時點「內容」		
	年度金上訴字第17號	以換股方式進行合併				肯認原審判決理由，仍認二人涉有內線交易罪，刑度亦維持原審判決之量刑。 另被告吳O銘、吳O橈部分，駁回上訴，維持原審無罪之認定。
榮化公司併購福聚公司	士林地院99年度金訴字第6號刑事判決	榮化公司合併福聚公司之消息	換股比例合理性專家意見書(中期標準)	2007年8月9日：雙方收到換股比例合理性專家意見書	明確、明確成立	2011年3月31日判決 判決以尚難認定被告於本件合併重大消息明確成立後、未公開前從事內線交易之不法行為為由，而為被告無罪之認定。
	高等法院100年度金上訴字第20號刑事判決	同上	同上	同上	明確成立、確實發生	2011年6月22日判決 維持一審判決，為被告無罪之認定。
美商橡樹	臺北地院	以公開收購普	初步之磋	2007年3月6日：橡樹公司	成立、高度可	2011年7月28日判決

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

案件	判決字號	重大消息之「內容」	認定重大消息之時點		認定重大消息之「判斷用語」	判決結果
			認定之時點	判決所敘述之時點「內容」		
資本公司併購復盛公司	100年度金訴字第7號刑事判決	通股方式所進行之併購案	商及協議日（重要議題）(早期標準)	對復盛公司作具體併購架構之簡報，簡報後復盛公司負責人首次對於橡樹資本公司之併購提議表達了正面且積極之回應	能性、具體明確	被告王ＯＯ坦承犯行，經法院判決以違反內線交易罪論處
英商渣打銀行併購新竹商銀	臺北地院97年度金重訴字第6號刑事判決	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	雙方達成股權價格收購之共識（重要議題）**(中期標準)**	2006年8月30日：第二次議價協商，雙方達成股權價格收購之共識。	明確	2011年9月1日判決 被告被告陳ＯＯ、江ＯＯ、吳ＯＯ、關ＯＯ、蘇ＯＯ及林Ｏ和等六人，分別均係於重大消息「*明確*」後，「*獲悉*」本件重大消息，進而買入新竹商銀公司股票，均涉有內線交易罪。 另被告詹ＯＯ部分，因難以遽論被告確有傳遞重大消息予方ＯＯ，亦無證據證明被告詹ＯＯ與方ＯＯ間有何內線交易之犯意聯絡及行為分擔，故為無罪

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

案件	判決字號	重大消息之「內容」	認定重大消息之時點		認定重大消息之「判斷用語」	判決結果
			認定之時點	判決所敘述之時點「內容」		
						之認定。

而根據學者研究及觀察，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[79]。

四、學者見解

學者賴英照認為，禁止內線交易目的，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。以中間步驟最為認定標準，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」作為認定標準，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。故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[80]。

學者劉連煜認為，重大性之決定，具有高度事實認定之性質，必須依據個案具體事實決定。可參酌美國司法實務在 TSC 案與 Basic 案所建立之判斷基礎[81]，換言之，某一事件對公司之影響，屬確定而明確時，法院之判斷的基準應

[79] 同前註 39，頁 28~29。

[80] 同前註 39，頁 108~109。

[81] 國內多數學者肯認此一判斷基礎。參郭大維，內線交易中有關「內線消息」與消息「公開」之認定，月旦裁判時報，第 44 期，頁 22，2016 年 2 月；李智仁，橫看成嶺側成峰-內線消息相關要件之判斷標準與適用爭議，月旦法學雜誌，第 180 期，頁 206，2010 年 5 月；陳彥良，

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

問：一項未經公開的消息，是否「合理之投資者」於知曉此一消息後，「非常可能」會重大改變其投資決定，或者，是否將該未經公開之消息，與合理投資人已獲悉之其他消息合併觀察後，合理投資人便會對該股票之價格或投資與否之決定予以重新評估。為如果某一事件本身屬於「或許會、或許不會發生」或「尚未確定發生，僅是推測性」的性質時（如兩家公司進行「合併磋商」消息），則判斷「重大性」的基準應該是：就該事件最後發生之可能性與該事件在整個公司所佔之影響程級加以評估；換言之，如果事件影響確屬深遠，即令當時發生之可能性不大，亦可能成為重大事件，而如果當時事件發生之可能性極大，雖然該事件對整個公司影響效果稍微輕微，亦仍可能在那時被認為是重大事件[82]。

惟新證券交易法第 157 條之 1 第 5 項，在原來對重大消息的定義上，增列必須符合「具體內容」的要件，換言之，新法要求內線交易應有具體內容，始足當之。已洽談併購案為例，當雙方董事長探詢彼此併購意願時，通常不會談及具體的交易細節。因此屬於單純「探詢彼此意願」的磋商，因尚無具體內容可能難已稱作重大消息。另外，新法又增訂重大消息應達「明確」的要件才能稱得上重大消息。依此新法規定及其立法背景觀之，若雙方已就契約重要之點達成共識，例如併購案之換股比例、基本架構，或許此時才可認為達到新法所謂「明確」的程度，而可構成內線交易的重大消息。從而，在新法下，美國 Basic 案聯邦最高法院所表示之「可能性/影響程度」方式的見解，也許某個程度會受到限縮適用[83]。

學者林國全認為，由於我國並未將消息之重要性予以量化，明文列出認定標準，故須由法院於具體事例就消息是否重大影響股票價值或影響正當投資人之投資決定予以認定。而認定時，應考慮以下三個基準（一）重大性：成為違

開發金控併金鼎案中內線交易相關問題探討，月旦裁判時報，第 43 期，頁 30，2016 年 1 月。

[82] 劉連煜，重大內線消息之認定，月旦裁判時報創刊號，頁 131~132，2010 年 2 月。

[83] 同前註 74，頁 48~49。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

法內部人交易基礎之消息，須為將對投資人之投資決定造成顯著影響的消息。（二）具體性：例如公司內部雖已決定跨進新領域做重大投資，且因此需大量增資，但是投資方式、投資時期、規模等尚未決定，則此消息並不具備具體性，以之為違法內部人交易之基礎，並不妥適。（三）確定性：做為違法內部人交易基礎的消息，不能謹是單純的想像或推測，以發生事實故不待言，即使公司預估盈餘變動，雖為未來發展之預測，但仍需以發生之事時為基礎一定之發則推算出數字，使足當之[84]。

學者賴源河及郭土木則認為，企業併購因涉及複雜之過程及轉折，在未完成實地查核，且雙方洽定主要併購交易條件前，重大消息並無可能於某特定時間必然發生，該訊息尚未達到明確之程度，並非內線交易所規定之重大消息，行為人字不應處以內線交易之罪責[85]。

五、本文案例判決

（一）中信金控收購兆豐金控

1.臺北地院 96 年度重訴字第 19 號

查證券交易法第一百五十七條之一第一項之禁止內線交易罪，列有四款禁止買賣之人，其中第一款、第二款有「該公司」之規定，與第一項條文文句中之「該公司」應為相同之公司，於本案應指中信金控公司，因而所購買之股票，亦應以中信金控之股票為限，而第三款雖規定基於職業或控制關係而獲悉之人，其所購買之股票是否應與第一款、第二款之人所購買之股票相同？雖外國實務有肯定說與否定說之演進，惟在我國實務及學者則趨向於否定說。因而兆豐金控之股票於本案亦得為內線交易法規適用之標的。

---

[84] 林國全，證券交易法第 157 條之 1 內部人員交易禁止規定之探討，政大法學評論，頁 290，1992 年 7 月。

[85] 賴源河、郭土木，論企業併購涉及內線交易之重大消息何時明確，月旦法學雜誌，第 244 期，頁 193，2015 年 9 月。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

又查內線交易必須在消息成立與消息公開間之購買始得成立，於本案所謂之消息，應指「中信金控公司轉投資兆豐金控公司，經申請主管機關核准」一事，必待核准始有所謂消息之成立，依上所述，中信金控公司因雙重槓桿比率未符合規定前，並不具備轉投資申請符合相關規定自動生效之原則，自不可能獲准轉投資兆豐金控公司，因而並無消息成立之可能，必待符合比率並經申請始因得因符合相關規定自動生效，況且是否符合規定得否自動生效，仍須主管機關檢視，並為核准之通知。因而本件必待九十五年一月六日主管機關核准後始有消息產生。

2.高等法院 99 年度金上重訴第 75 號

按「內線交易」必須在消息成立與消息公開間之購買特定公司股票行為始得成立，而於本案所指之「內線消息」，應指「中信金控決定轉投資兆豐金控」或「中信金控申請轉投資兆豐金控案，業經主管機關金管會核准或同意」。

就本案而言，前揭中信金控轉投資兆豐金控之消息，或該轉投資案業經金管會函覆同意，並適用前揭轉投資審核原則第 4 點關於自動核准生效規定等消息，對兆豐金控股票之交易價格均有重大影響，均應屬前揭重大消息，固無疑義。惟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，並應以消息最早成立之時點為準，故認定上開重大消息發生之時點及內部人係於何時獲悉此消息，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及判斷。故倘依客觀上情形觀察，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，固不能僅因公司內部人於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，致資訊流通受影響而阻礙證券市場之公平競爭，惟倘依上開客觀情形觀察結果，上開重大消息所指內涵於當時尚難認為已明確符合於一定期間必然發生之情形，或有事實足資認定

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

事實已經發生而內部人已實際上亦已知悉此消息，自難認為該消息業已成立或具體明確，自難遽以違反禁止內線交易之規定相繩。

因中信金控於94年12月29日以前之雙重槓桿比率並不符合轉投資自動核准生效之規定，並不具備得申請轉投資之條件，自不可能獲金管會核准或同意轉投資兆豐金控,自無該項消息成立之可能,必待其財務條件符合前揭比率後，始得提出並適用前揭相關規定而自動核准生效，是縱以中信金控因完成前揭特別股募集，使其財務條件符合前揭轉投資門檻並得適用自動核准生效之規定，亦應認為該項重大消息係於94年12月29日始成立或具體明確,而被告辜仲諒或張明田等人亦於此時始實際知悉。

3.高等法院103年度金上重更(一)字第9號

關於被告辜仲諒、張明田、林祥曦被訴內線交易無罪部分，此部分本院之結論與理由與本院上訴審相同，略以：關於「中信金控因於94 年12 月29 日完成前揭特別股募集，而得申請轉投資兆豐金控，並得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」、「中信金控於95 年1 月12 日經董事會決議通過轉投資兆豐金控」及「中信金控申請轉投資兆豐金控案業經金管會於95 年2 月3 日函覆同意」等消息，固均得認為係屬重大消息。惟上開消息成立或具體明確之時間均係公訴人所指交易行為之後。經參照證券主管機關依證券交易法第157 條之1 第4 項授權所訂定之管理辦法第4 點關於「前2 條所定消9 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。」之規定後，應認為無論係以前揭何項消息之成立或具體明確之時間為基準，均無從認定公訴人所指交易行為，係在上開消息成立或具體明確後，在該消息未公開或公開後12 小時內所為[86]。

[86] 2018年9月12日臺灣高等法院103年度金上重更一字第9號辜仲諒等證券交易法等案件新聞稿，頁8-9。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

4.判決分析

地院判斷消息成立或具體明確時點於「95 年 1 月 6 日主管機關核准」，高院判斷消息成立或具體明確時點於「94 年 12 月 29 日完成特別股募集，使其財務條件符合前揭轉投資門檻並得適用自動核准生效之規定」，故在判斷消息成立或具體明確之時點屬「晚期標準」，偏重該消息發生機率高之時點。故雖併購小組於 6 月開始將兆豐金控列為併購標的，94 年 8 月到 10 月間子公司中信銀行、中信保經公司、中信保全公司及中信鯨育樂公司等名義，直接於國內證券集中交易市場買進兆豐金控股票，中信金控財務長張明田 10 月指示透過香港分行結構債連結兆豐金股票，均在消息成立或具體明確時點前而無內線交易之罪。

（二）開發金控收購金鼎證券

1.臺北地院 98 年度金重訴字第 12 號

依據證券交易法第四十三條之一第一項之規定，併購公司自行或與他人共同取得目標公司已發行股份總額達百分之十之前，併購公司並無義務揭露資訊，若在購入發行股份總額達百分之十之前，認併購公司需依據證券交易法關於內線交易之規定加以公開，證券交易法第四十三條之一又有何規範實益？併購公司與他人共同取得目標公司股份，若符合證券交易法第四十三條之一第一項資訊揭露之法定要求，一方面可累積將來併購談判籌碼，一方面可避免消息公開後股價攀升造成併購成本增加，且防止觸動目標公司之防禦，當屬合法正常之併購前置行為，與內線交易無關。

美國西元一九三四年證券交易法 Rule 14（e）係規範企業併購之內線交易案件，授權美國證管會制訂 Rule 14e-3 規範以公開收購股權為併購方式可能產生之內線交易，其適用範圍包括任何人，然 Rule 14e-3（c ）規定代表併購公司取得股份之人無 a 項之內線交易責任。我國證券交易法於立法之初即係仿照美國西元一九三四年之證券交易法，自應將 Rule14e-3 作為法理以解釋證券交易法第一百五十七條之一之依據，應認我國法下之資訊公平揭露概念並非齊頭式平等，是併購公司經營階層，基於併購目的協議由他人先行取得目標公司股

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

份，仍屬合法之資訊公平狀態，並未構成內線交易。

本案退萬步言，若認開發國際係基於與開發金控之合作關係而先行買進金鼎證股票，本案開發國際於九十四年四月初取得金鼎證股票當時，因開發工銀與開發國際所共同取得之股份，並未超過百分之十，依據證券交易法第四十三條之一第一項之規定，不負有揭露之義務，直至開發金控於九十四年九月六日開始自行買進金鼎證股份，因超出百分之十之門檻，並於同年月十二日依規定與開發國際、開發工銀申報共同取得，依據前開說明，當無破壞法定資訊平等取得之狀態，應不構成內線交易之適用。

2.高等法院 99 年度金上重訴字第 61 號

茲查開發金控於 94 年初原積極規劃進行其子公司大華證與中信證、統一證合併之所謂「三合一合併案」，於 94 年 4 月 25 日開發金控董事會，仍無法達成決議，三合一合併案始行破局。且三合一合併案尚未確定破局，開發金控於 94 年 4 月 25 日前猶積極促成三合一合併案（三合一合併案若完成，開發金控即擁有相當證券市場之佔有率，毋庸再行規劃轉投資其他券商），縱開發金控經理部門當時或已有三合一合併案可能破局之認知，而有另行規劃合併其他證券商，惟開發金控經理部門先行規劃轉投資其他證券商之行為，難認即屬公司之決策，是當時開發金控就是否轉投資金鼎證，依客觀情形顯尚未確定形成公司之決策，嗣於 94 年 4 月 25 日三合一合併案確定破局，而同年 5 月間金管會復有意修改上揭「金融控股公司申請轉投資審核規則」，擬放寬金融控股公司轉投資之條件，開發金控始行符合該轉投資之規定，而縱開發金控經理部門在預知三合一合併案可能破局之情況下，而有另行規劃合併其他證券商之舉，惟參酌開發金控經理部門原提案之三合一合併案，亦因董事會部分董事之反對而破局，則開發金控經理部門復行規劃之合併金鼎證是否終能成局，亦未可知（嗣開發金控終亦未能達成併購金鼎證），是開發金控經理部門規劃併購金鼎證，在未經董事會決議前，是否得認本件開發金控併購金鼎證乙節，已屬「消息明確」，非無可斟酌之餘地。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

茲查本件開發金控併購金鼎證乙節，於 94 年 6 月 27 日始行經開發金控董事會決議併購金鼎證，再於同年 7 月 21 日經金管會核准，而開發國際經理部門於 94 年 4 月 7、8、11、12 日，以短期投資之名義購入金鼎證股票，即在開發金控是否併購金鼎證尚未經該公司及董事會決議及金管會核准前，該「開發金控併購金鼎證」之重大消息是否已達「明確」，非無疑義，是縱開發金控經理高層在該公司董事會形成併購金鼎證之決策，而在相關訊息公開前，開發國際經理部門即行依開發金控經理部門之指示買入金鼎證股票，縱主觀上係基於與開發金控共同取得金鼎證之目的而先行買進金鼎證股票，亦核與證券交易法第 157 條之 1 第 1 項內線交易之規定尚屬有間。

另徵諸學理上禁止內線交易之相關理論基礎，資訊平等理論係認為任何人獲悉公司重大且未公開之消息時，均應遵守公布消息否則禁止買賣之規則，使市場投資人均有公平獲取資訊之機會。就形成併購金鼎證消息之開發金控本身，於該消息公開前，執行相關決策併購金鼎證是否構成內線交易而言，信賴關係理論及私取理論均難以適用，唯一需討論者僅餘資訊平等理論，然此時應優先考慮者為開發金控在執行決策前是否有義務公開其決策併購金鼎證之消息而與投資大眾共享前開消息之利益？以前開資訊平等理論觀之，開發金控似負有公開義務，然資訊平等理論並無法合理說明何以開發金控需事先公開併購訊息與其他投資大眾分享利益之理由，且以開發金控本身利益及開發金控股東利益而言，若開發金控事先公開併購之決策，則必然引發金鼎證股價上揚、併購成本提高、觸動金鼎證經營者進行防禦、增加併購之困難度等不利結果，將使併購案憑添更多變數，若因併購成本提高及標的公司之防禦成功導致併購公司放棄併購或併購失敗，則之前相信併購公司事先公開併購消息而買賣股票之投資大眾權益又應如何保障？況以現今社會狀況以觀，具有決定投資某種股票即足影響該股票股價之經濟實力或影響力之自然人或法人所在多有，則是否應同引前開資訊平等理論要求上開具有經濟實力或影響力之自然人及法人需在執行投資決策前公開其投資決策內容與其他投資大眾共享利益，亦將面臨欠缺合理基礎

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

之難題；此外，證券交易法第 43 條之 1 第 1 項業已規定取得或共同取得公開發行公司已發行股份總額超過百分之 10 時需向主管機關提出申報，且依據證券交易法第 43 條之 1 第 1 項取得股份申報事項要點第 5 點（95 年 5 月 19 日修正前為該要點第 6 點）之規定，取得及共同取得者亦應於取得超過公開發行公司已發行股份總額超過百分之 10 之股份後十日內公告，並檢附公告報紙向主管機關申報，已明文規定大股東事後公開公告義務，投資大眾業可藉此獲悉相關訊息而判斷是否買賣股票，對投資大眾之權益之保障亦有所兼顧，是於公司進行併購時，自應限縮解釋資訊平等理論之適用範圍，始與實質公平正義法則較為相合。綜上各點，開發金控執行其併購金鼎證決策前，並無需事先公開相關訊息之義務，亦難認違反證券交易法第 157 條之 1 第 1 項內線交易之規定。

3.判決分析

地院判決係主張開發國際與開發工銀及開發金控基於共同目的持有金鼎證股票，係依證券交易法第 43-2 條第一項規定於持股超過 10%時於市場申報持股即可，共同持股未達 10%以前不負有揭露之義務，屬合法正常之併購前置行為，與內線交易無關。

高院判決則主張因開發國際於 94 年 4 月投資金鼎證時，內部亦積極進行三合一規劃，而後三合一破局加上金管會放寬「金融控股公司申請轉投資審核規則」始於 94 年 6 月 27 日始行經開發金控董事會決議併購金鼎證，故認為開發金控併購金鼎證尚未經該公司及董事會決議及金管會核准前，該「開發金控併購金鼎證」之重大消息是否已達「明確」，非無疑義。是以高院判決係以「董事會決議」為重大消息成立時點之重要判斷標準，係採行「晚期標準」，以消息發生機率高之時點做為重大消息成立或具體明確之時點。

較特別的是，高院認為關於內線交易之資訊平等理論，無法合理說明何以開發金控需事先公開併購訊息與其他投資大眾分享利益之理由，且若因資訊公開導致併購失敗，對於相信併購會成功之投資人又該如何保障？是以資訊平等理論並不足以支持開發金將決策併購金鼎證之消息公開前不得先於市場購入金

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

鼎證之股票，而應回歸證券交易法第 43-1 條規定，當取得者與共同持有人因超過 10%持股而於市場公告時，由市場投資人自行判斷較符合對投資大眾的保障。故認為公司進行事前收購時，應限縮解釋資訊平等理論之適用範圍，始與實質公平正義法則較為相合。是以認為開發金控執行其併購金鼎證決策前，並無需事先公開相關訊息之義務，亦難認違反證券交易法第 157 條之 1 第 1 項內線交易之規定。

六、小結

（一）事前布局階段以現行法院實務判決觀之，似未構成重大消息成立或明確

將併購實務上之交易階段，與法院認定併購之重大消息成立或明確之判斷時點比較，可整理如下表：

併購階段	作業項目	作業細節	期間階段	法院案例
規劃	自我評估	評估併購之目的及必要性	早期	
	訂定併購策略	設立併購專案小組或聘請顧問進行可行性分析及擬定併購策略	早期	
	初期審核及篩選併購標的	依可行性篩選潛在標的	早期	
協商	初步洽詢標的公司	擬定交易架構並詢問潛在對象被併購之意願	早期	品佳案(地院) 品佳案(最高法院、高院二) 德宏案 橡樹案
	簽訂併購協議	簽屬保密協議或併購意向書	中期	捷普案
	實質審核及執行計畫	組成專家團隊對被併購對象進行實質審查	中期	
執行	評價及會計處理	擬定併購價格	中期	

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

併購階段	作業項目	作業細節	期間階段	法院案例
	協商議價	與被併購對象協議價格，並確認價格或換股比率	中期	品佳案(高院一) 宏碁案 榮化案 渣打案
	簽約結算及執行法定程序	董事會通過併購案 執行法定申請程序	晚期	耀文案 中信金案 開發金案

若以併購三階段觀之，由於規劃階段充滿不確定性，僅為內部評估，併購案在此階段發生之機率不高，且併購實務上，因規劃階段係就併購互補性及業務綜效方面加以評估，故往往潛在併購對象亦不只一家，故在法院判決上尚無認定公司執行併購規劃即認定併購之重大消息已成立。

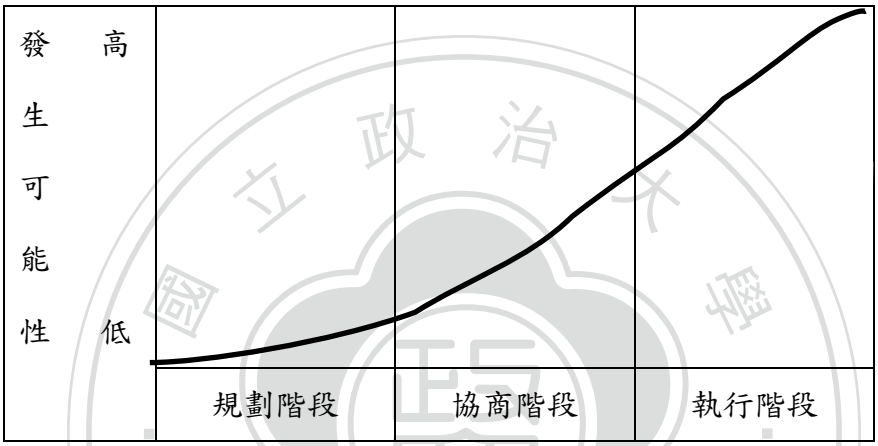
經整理法院判決可知，法院實務上多以中期標準做為重大消息成立或明確之時點，惟本文討論之兩案均採晚期標準，係因為若屬非合意併購之形式，併購階段中將無「協商」階段、亦無「執行」階段中「協商議價」之程序。換言之亦即併購流程僅有「規劃」及「執行」之「擬定價格」及「執行法定程序」，是故在判決上多落於晚期標準。

本文所欲探討之併購事前布局模式，主要係探討發生在併購之「規劃」階段或更早之事前取得行為。因併購標的之產生，有可能係因市場上出現合適且可行之併購標的，故於內部進行評估規劃；亦可能因子公司已先進行財務投資而對該公司之財務業務潛力已有所了解，在進一步評估具有併購之價值時，將其納為併購標的。是以事前布局所持有之標的是否必然轉化為實質之併購對象，充滿不確定性。以現行我國法院判決實務觀之，重大消息成立或明確之時點多為重要交易條件達成共識，惟因事前布局階段發生時間較早，不確定性亦高，似未構成重大消息成立或明確。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

（二）事前布局階段以 Basic 案及歐盟指令判斷標準分析，似未構成重大消息成立或明確

考量併購之性質及影響性，對公司係屬涉及公司財務、業務之重大消息，惟因併購消息成立前會經過一連串作業程序，即併購自規劃、協商到執行階段[87]，越到後面階段，相關之交易對象、架構及價格等將因過程中執行之內部討論、實地審查、與對方管理階層協商程序等使得發生可能性逐步增加，故須探討各階段作業下消息發生之可能性，圖表示意如下：



Basic 案係採「可能性」及「影響程度大小」之綜合判斷標準，即評估一項事件是否將發生之「可能性」，得以公司最高層人士對係爭交易之興趣如何而定，此外，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工作指示，以及兩造公司實際磋商之內容，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「影響程度大小」，最高法院認為，得參酌合併兩造公司之規模，以及考慮因合併可能帶來之股價漲幅等因素加以斷定。是以，低發生可能性與高程度影響力之組合的事件，可以構成重大事件；同樣的，高發生可能性與低程度影響力之組合的事件，亦可能成為重大事件。

另外，依歐盟委員會的行政命令，所謂性質明確，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

[87] 此處不加入第四階段「整合階段」，係因整合作業是完成併購後進行業務整合及評估併購綜效，與一般所稱「併購」之定義及作業程序無關。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

品或相關之衍生性金融商品的價格產生影響。對於合理期待之意涵，歐盟法院判決認為某種情況或事件是否發生，應依個案事實判斷。為維護市場健全及提升投資信心的目的，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。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。另方面，為維護法律的明確安定，如依客觀事證難以相信某種情況或事件將會發生，即非性質明確的消息。

如前所敘，事前部局係屬併購流程之「規劃」階段，在此階段僅為內部評估，即便透過子公司事前投資，在此階段即正式形成併購計畫之機率極低，故依歐盟法院判決，為維護法律的明確安定，不會因公司之事前部局行為而判定併購消息明確。此外，依 Basic 案應以「可能性」及「影響程度大小」，低發生可能性與高程度影響力之組合的事件，可以構成重大事件。故在併購規劃階段雖屬低發生可能性仍可能因為併購案係屬影響重大而被判斷事前部局行為已形成重大消息。惟本文認為，依據法院判決解釋，一項事件是否將發生之「可能性」，得以公司最高層人士對係爭交易之興趣如何而定，此外，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工作指示，以及兩造公司實際磋商之內容，加以認定最高層人士興趣之高低。故即便可能性低，似乎亦應有「併購案」之雛形產生，惟事前部局之投資係指針對潛在標的進行事前財務投資以利獲得財務收益並更能清楚知悉該公司之財務業務能力，尚無涉併購案之討論，故事前部局當時，併購案發生之可能性極低，在此認定下，似應判定事前部局階段尚不構成併購案之重大消息成立或明確。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

第三節 企業併購法第 27 條第 10 項探討

一、開發金收購金鼎證案關於內線交易判決探討

高等法院於開發金收購金鼎證案，99 年度金上重訴字第 61 號判決指出，資訊平等理論並不足以支持開發金將決策併購金鼎證之消息公開前不得先於市場購入金鼎證之股票，而應回歸證券交易法第 43-1 條規定，當取得者與共同持有人因超過 10%持股而於市場公告時，由市場投資人自行判斷較符合對投資大眾的保障。故認為公司進行事前收購時，應限縮解釋資訊平等理論之適用範圍，始與實質公平正義法則較為相合。是以認為開發金控執行其併購金鼎證決策前，並無需事先公開相關訊息之義務，亦難認違反證券交易法第 157 條之 1 第 1 項內線交易之規定。

依高等法院見解，因取得者與公同持有人未超過證券交易法第 43-1 條規定之 10%申報門檻，故無事先公開訊息義務，亦難認違反內線交易。

二、企業併購法第 27 條第 10 項

企業併購法於 2015 年修正，其中第 27 條增訂第 10 項規定公司「為併購目的而取得任一公開發行公司已發行股份總額百分之十以下之股份者，得以不公開方式先行單獨或與他人共同為之。」，其修正理由指出「併購交易涉及多方當事人（包括客戶、供應商、股東、員工、債權銀行、董事及經營階層、監理機關、媒體等），故於併購初始階段，任何資訊之不當揭露，均可能因關係人揭露及投資客介入，使股價大幅波動損害一般投資人權益，並導致併購案件破局。從而，併購實務均肯認於併購初期階段，隱密性有其合理性及必要性。另參考現行證券交易法第四十三條之一規定，為兼顧併購案件隱密性需求之現實狀況及有價證券交易市場資訊揭露規範，爰增列第十項規定，明定為併購目的而取得任一公開發行公司已發行股份總額百分之十以下之股份者，得以不公開方式

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

先行單獨或與他人共同為之，以臻明確」。

經觀察其修正理由，與前述高等法院之判決意旨相同，認為併購初期階段考量併購隱密性之必要性，公司不負資訊公開之義務，並明文規定可與他人基於併購目的共同取得,惟不負資訊公開義務是否即為免除內線交易,不無疑義。

三、學者見解

學者朱德芳認為證券交易法第 43-1 條大量取得股份之申報規定,不是內線交易之安全港條款。其認為公開收購人利用自己的交易計畫與策略，於消息公開前購買目標公司股票不構成內線交易,並非因為其持股未達證交法第 43-1 條第 1 項申報之規定，乃係基於內線交易規範理論之必然結果，無論從資訊平等立論、信賴關係理論或私取理論、外國立法例與我國證交法規定，均應允許此類交易行為。此外，針對企業併購法第 27 條第 10 項修正，肯認在併購初始階段，有先購入目標公司股票以建立部位以及保密之必要，但資訊之使用以及目標公司股份之買進或賣出，仍必須符合證交法第 157-1 條內線交易規範。證交法第 43-1 條或企併法第 27 條第 10 項，無論從文義解釋、體系解釋，或從內線交易規範理論與外國立法例，均無法豁免內線交易規範之適用，否則將形成內線交易規範大漏洞，戕害市場交易秩序與打擊投資人信心[88]。

四、小結

本文肯認學者見解，亦認為大量股權申報規定與內線交易並無關聯，並非共同取得未達申報門檻，即無內線交易之適用，共同取得人是否涉及內線交易仍應回歸相關規範論處，否則將使市場透過共同取得之模式規避內線交易，有違證券交易法保障投資及健全市場發展立法意旨。

[88] 朱德芳,公開收購下之資訊使用與內線交易-以開發金控併金鼎證券案為例,政大法學評論，第 153 期，頁 239、248，2018 年 6 月。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

第五章　操縱市場

第一節 操縱市場禁止之探討

於探討操縱市場行為之前，必須先說明正常交易下之證券市場。在證券市場中，原則上證券之價格應由買賣雙方基於供需關係決定，賣方提出其欲成交之每股價格，而買方亦就其欲購買之價格向集中交易市場拋出，雙方價格如達合致，買賣即成交，也因其係於集中交易市場成交，雙方於不知買賣雙方為何人之情況下，如何取得公開、透明、正確的資訊，即成為投資人買賣之重要關鍵。然而操縱市場之行為如出現，則可能製造了供需及價格變動之假象，扭曲市場價格機能，不但在操縱期間買賣證券之投資人可能受害，包括金融、稅務及國家經濟發展也可能受到不利影響。是以，各國立法多明文禁止操縱市場的行為，惟美國對於證券操控市場行為到底需不需要管制，曾有過正反二派激烈辯證，爰先說明美國及歐盟關於操縱市場禁止之規定。

一、美國法[89]

依美國 1934 年證券交易法第 9 條規定，操縱市場的成立，須（一）行為人具有操縱的故意，亦即其買賣行為的目的，在於操縱股價；(二)有操縱的行為。操縱行為的態樣主要包括：1、沖洗賈賣；2：相對委託；3、以連續交易的行為，製造買賣熱絡的假象，或藉以抬高、壓低價格，進而引誘他人買賣，或達成固定價格的目的；散布不實資訊，以影響證券價格，或誘使他人買賣等。然而，操縱行為的花樣不斷翻新，並不是一個固定的型態；聯邦最高法院指出，操縱(manipulation)一詞，國會沒有提供明確的定義，就是有意讓它涵蓋任何精心設

[89] 賴英照，最新證券交易法解析，頁 630，2017 年 9 月

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

計的操縱手法，以貫徹維護自由市場的立法目的。

此外，1934 年證券交易法第 9 條(a)(6)並授權聯邦證管會(SEC)訂頒行政命令，對固定價格等安定操作的行為，例外允許但予以適當的管理。

二、歐盟[90]

2003 年 1 月 28 日公布的歐盟內線交易及操縱市場指令[91]，明文禁止操縱市場行為。指令並循上開原則，界定操縱市場的意義。指令第 1 條第 2 項列舉三種操縱行為的態樣：(一)單獨或與他人共同取得對特定有價證券供需關係的支配地位，以直接或間接影響證券價格，或製造不公平的交易條件；(二)在交易行將結束之時買賣證券，以誤導投資人依該收盤價格為買賣行為(拉尾盤或殺尾盤)；(三）買進特定證券後，利用媒體發表對該證券或其發行公司的評論，藉以影響證券價格，期能從中獲利，且未公開其中的利害衝突關係。指令特別強調，有關操縱的定義，應適時調整，使市場上隨時翻新的操縱伎倆，均能納入規範。

在操縱行為的認定上，歐盟相關指令提供幾項參考指標，包括：(一）買賣證券的委託，或交易的數量，占市場當日成交量相當高的比率，並帶動價格的重大變化；(二）大量買進賣出的行為，明顯影響該證券的價格；(三）買賣行為是否產生證券實質所有權的移轉；(四）集中在短時間內委託或成交，且由買進轉為賣出或由賣出轉為買進，導致價格的變動與逆轉；(五）集中在短時間內的委託買賣行為，明顯變更證券價格，且隨後價格走向又被翻轉；(六）特定行為對於市場上最高買價託或最低賣價委託的影響程度，及是否在成交前取消買賣的委託；(七）是否在計算某種證券價格的特定基準時點委託買賣，以影響該證券的成交價格；(八）是否在交易前、後散布虛假不實的資訊，或不實的研究

[90] 同前註，頁 632。

[91] 轉引自前註 89，頁 632。Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on Insider Dealing and Market Manipulation; Moloney, supra note3, at 981 et. Seq.

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

報告或投資推薦，或該等報告明顯受重大利益所左右等[92]。

上開指標係參考指標，可作為認定操縱行為的因素，但並非出現這些指標的買賣，當然就構成操縱行為。

三、美國關於證券操控之管制與去管制討論[93]

相較於西元 1960 年帶即開始對內線交易合法化的激烈論辯，證券操縱行為的不法性向來較少受到懷疑，通說多認證券操縱行為當屬違法。一直到 1991 年美國 Daniel R. Fischel 與 David J. Ross 發表「Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?」[94]一文，才受到較強烈的批評與質疑，下列謹就去管制與管制派之見解作摘要說明：

（一）Fischel & Ross(去管制派，西元 1991 年)

Fischel & Ross 認為證券操縱行為違法的規定，於法律解釋適用及立法政策上皆有其缺陷：

1.於「法律解釋適用」上有二主要理由：

(1)法律規範缺乏具體明確的客觀標準

若當事人買賣證券之交易行為確實存在，如何判斷此一交易行為是否屬於操縱行為，法律規範始終缺乏具體明確的客觀標準。其主要原因在於「操縱行為」與「非操縱行為」的區別只在於當事人進行交易時是否存有不良意圖，惟此主觀因素難以客觀標準判斷。

(2)以證券詐欺規範為已足

若當事人買賣證券之交易行為係虛偽交易(如沖洗買賣或相對委託)，以詐

[92] 轉引自前註 88，頁 632。Arts. 4 ,5, Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside and the definition of market manipulation.

[93] 邵慶平，論相對委託之規範與強化—從證券操縱禁止之理論基礎出發，月旦民商法雜誌，第 19 期，頁 38-41，西元 2008 年 3 月。

[94] 轉引自前註 93，頁 38。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

欺(fraud)規範相繩，即為已足。證券操縱行為禁止之規定，可說是疊床架屋。

2.於「立法政策」上，規範成本明顯大於效益：

(1)欲成功進行證券操縱而獲利並非易事，因此以法律加以規範的需求不強，效益亦不特別顯著。

(2)操縱行為偵查困難

由於操縱行為之客觀表徵難以認定，當然就不容易判斷交易當事人的主觀意圖，發現、偵查操縱行為顯非易事。

(3)禁止操縱行為的規範在運作上將衍生重大成本

首先，由於偵查的困難，法規的執行成本(enforcement cost)不容小覷；其次，因操縱行為與非操縱行為在實務上的判斷極為困難，因此「誤判」的可能性極大；再者，對有意從事證券交易之人，因害怕誤判所帶來的嚴重後果，因而決定不進行交易，此將形成法規上不容忽視的機會成本(opportunity cost)。

（二）Steve Thel (管制派，西元 1994 年)

美國 Fordham 大學教授 Steve Thel 特別發表「$850,000 in Six Minutes – The Mechanics of Securities Manipulation」一文，對 Fischel & Ross 去管制意見進行反駁。其主要可分三層面來進行簡要的說明：

1.有意操縱市場者有機可趁

Thel 認為雖然當事人的買進或賣出行為不必然導致證券價格的上漲或下跌，然而交易行為在有些時候確實能影響證券價格，尤其巨額交易時，操縱市場的交易行為可能會被投資大眾認為是掌握特定資訊之人所作出的理性投資行為，進而改變投資大眾對該證券的評價，操縱者自然可能藉由證券的買進或賣出影響價格。

2.操縱行為確實有獲利可能性

Thel 認為雖然欲藉由操縱行為而獲利非易事，但並非不可能。就資訊傳導功能而言，除非擁有重要資訊，否則大多數人不會在短時間內大量買進特定證券。因此，特定證券被大量買進或賣出，對於價格確實有抬高或壓低的影響。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

3.證券操縱的問題難以藉由市場機制解決

Thel 認為放任市場機制自行處理操縱問題並不明智，而是應思考如何規劃適當的管制手段，若能有明確具體的規範，盡可能僅針對明顯具有不良意圖的操縱行為給予嚴厲懲罰，並配合行政、司法機關的謹慎執法。至於 Fischel & Ross 顧慮過度嚇阻所形成的機會成本問題並不會那麼嚴重。

四、小結

本文以為，證券相關法規規範建構既以「資訊」為中心，證券操縱行為則可能影響證券價格，進而誤導投資人之判斷。因此，證券相關法對操縱行為加以管制，實係為保障投資大眾資訊正確傳遞之可能性，而有其必要。

我國證券交易法於 57 年制定之初，即明文禁止操縱市場之行為，並於第 155 條明文規範了數種操縱市場的禁止行為，其中與本文案例相關，主要為證交法第 155 條第 1 項第 3 款相對委託禁止，及第 7 款之概括規定。因此本文爰以證券操控行為之管制與去管制角度出發，進而探討證交法第 155 條第 1 項 3 款相對委託行為之構成要件，並說明我國對於第 7 款概括條款禁止之各方見解，以利分析在金控執行併購並於市場買進標的公司股份時，子公司或關係企業同時於市場拋售事前取得之股份，使得併購成本因而受到壓抑，是否違反證券交易法第 155 條有關禁止操縱市場之規定。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

第二節 操縱市場之相關規定

一、相對委託

無論是Fischel & Ross或 Thel，對於相對委託行為則一致認為應加以管制。而我國對於相對委託禁止行為，則規定於證交法第155條第1項第3款：「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，與他人通謀，以約定價格於自己出售，或購買有價證券時，使約定人同時為購買或出售之相對行為。」

實務上沖洗買賣與相對委託之操作手法極為相似，二者之不同在於，沖洗買賣通常由「同一人」在二或二以上之券商為買與賣的委託；而相對委託則是由二人或二人以上分別在兩家(或兩家以上)券商開戶，鎖定特定種類之有價證券，一方買進、另一方賣出，藉此拉抬或壓低證券價格，製造交易熱絡的假象，以誘使他人跟進，常見之情況即是利用不同之人頭戶進行交易[95]。

下列即針對相對委託之相關要件進行探討：

（一）主觀構成要件

在現行法的構成要件上，相對委託有「意圖影響證券價格」及「與他人通謀」之規定[96]。

所謂「意圖影響證券價格」須從具體事實予以認定，如二人(或二人以上)在一定期間內重複多次為買賣的相對委託，藉此製造交易熱絡的假象，應可推定有通謀及影響股價的意圖。例如順大裕公司案，法院綜合整理案情後發現該案有18人分為數個小組，以相對委託方式大量買進及賣出該公司股票；在特定期間內，每日買賣數量往往達該檔股票當日總成交量20%以上；委託買賣時間頗多發生在開盤或收盤之際，但亦不限於該等時段等等，因此法院即據此等事

[95] 轉引自前註89，頁657。

[96] 劉連煜，新證券交易法實例研習，元照出版社，西元2018年9月，頁469。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

實，認定犯罪成立[97]。

（二）相對委託禁止規定相關問題之探討[98]

依美國 1934 年證券交易法，雙方委託的數量、時間及價格均須相當(orders of substantially the same size, at substantially the same time, and at substantially the same price)，始構成相對委託的刑事責任。但雖不相當，如其買賣委託係為製造交易熱絡的表象，並據以影響市場價格時，則成立§9(a)(2)(類似我國證交法第 155 條第 1 項第 4 款)抬高或壓低交易價格之犯罪。

至於我國證交法對於相對委託禁止規定，是否如美國法一樣在委託的數量、時間及價格均須相當呢？以下是本文綜合整理之相關問題：

1.相對委託是否以「約定價格」為必要？

通說認證交法第155條第1項第3款相對委託禁止規定中所謂「約定價格」，不需雙方均以相同的價格委託買賣為必要，因實務上係依「價格優先，時間優先」的原則撮合成交，雙方委託買賣的價格雖不相同亦可能成交，而達到操縱市場的目的。

2.相對委託是否須「同時」委託？

通說認所謂「同時」，不必於同一時刻為買賣的委託。實務上投資人的委託在「同一營業日」均有效，因此買賣雙方委託時間雖不相同，如有成交的可能，均可解為「同時」。

3.相對委託是否須委託「相同數量」？

通說認無須以相同數量為必要，委託買入與賣出的數量雖不相同，但只要有撮合成交的可能，即可達到影響股價的目的，因此亦不能免除本款責任。此與美國法顯有不同。

[97] 轉引自前註 89，頁 658。

[98] 轉引自前註 89，頁 657-659；及前註 95，頁 469-471。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

4.相對委託是否須以意圖抬高或壓低價格為必要？

此問題之主要關鍵，即在於倘若維持股價(俗稱平盤，或稱護盤)的行為，是否可能構成相對委託。

於尚鋒公司違反證交法案[99]，最高法院採不同見解，認約定人如同時為購買或出售的相對行為，其目的倘係使股價維持一定價位，而非抬高或壓低交易價格，則應屬行為時證交法第 155 條第 1 項第 6 款規範(即現行法第 7 款概括禁止條款)之範疇，不得以同條項第 3 款相對委託或第 4 款規定處斷。因此該案發回後，高院即依最高法院意旨，認為「維持股價」之行為係構成概括條款禁止規定。

5.「真實交易」是否排除於相對委託禁止範疇之外？

此問題之主要關鍵，在於主觀要件中所謂「通謀」，是否須為「虛偽交易」(fictitious trade)，「真實交易」是否排除於相對委託禁止範疇之外。目前多數學者認只要符合意圖影響證券價格等要件，即使為真實交易，亦應以相對委託規定繩之。因為製造市場活絡假象，引人錯誤，才是相對委託規範的重點，至於係藉由虛偽交易或真實交易，則非所問。因此，相對委託主觀要件中的「通謀」，無須與民法第 87 條所稱「通謀虛偽意思表示」同視，而應解為互相謀議。

二、操縱市場行為概括條款

（一）構成要件

我國證交法第 155 條第 1 項第 7 款禁止「直接或間接從事其他影響集中交易市場有價證券交易價格之操縱行為」(2006 年 1 月證交法修正前為第 6 款)，本款規定的目的係鑑於操縱市場的行為，態樣複雜，第 155 條各款規定可能掛一漏萬，因此特加本款規定，以補不足[100]。本款就條文文義，似無主觀要件之

[99] 台北地方法院 89 年訴字第 1160 號判決；最高法院 95 年台上字第 5487 號判決；台灣高等法院 95 年上更(二)字第 745 號判決。

[100] 同前註 89，頁 657。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

規定，惟實務上依最高法院 97 年台上字第 2012 號判決明確指出：「…本罪之構成，需有以人為方式影響證券市場價格之意圖，結合其誘使或誤導他人為交易之積極行為，致生集中交易市場某種有價證券之市場價格以異於正常供需方式而為變動之結果，其間並具有因果關係，始足當之。」如從最高法院判決分析第 7 款概括條款禁止規定之構成要件，即可得知不易構成刑事責任：

1.主觀構成要件：需有影響市場價格之意圖。

2.客觀構成要件：誘使或誤導他人為交易之行為。

3.須為結果犯：致使市場價格亦於正常供需方式而為變動之結果。

4.構成要件與結果間必須具備因果關係。

（二）與同條項其他規定之適用順序

從解釋論而言，證交法第 155 條第 1 項第 7 款係屬概括規定，此為學界及司法實務界皆肯認之見解。惟對於第 7 款概括條款禁止之規定係屬同條項前 6 款之補充規定，還是得併同適用，則有不同之見解：

1.第 7 款係前 6 款之補充規定

部分法院認為，如具體違反證交法前 6 款規定，自應優先適用，而排除同條項第 7 款(95 年 1 月修法前為第 6 款)之適用。此為最高法院 93 台上字第 2886 號、台灣高等法院 89 年度上更(一)字第 625 號、台灣高等法院 91 上更(二)字第 365 號判決之見解。

2.各款間互不相斥

多數學者[101]認證交法第 155 條所列舉的各種態樣，往往無法涵蓋全部犯罪事實，各款間應立於互相補充支援的地位，不必然相互排斥，至於如何適用，當取決於犯罪事實，依個案認定，並非適用前面各款時，即當然排除概括條款之適用。

[101] 賴英照教授、劉連煜教授及邵慶平教授皆採此一見解，參閱前註 88，頁 691-692；前註 95，頁 466，註 6；前註 92，頁 55。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

（三）維持股價依部分法院實務見解係依第 7 款概括條款論處

學者認為，安定股價的人為操作，其實質效果即是將走跌趨勢的股價，施加拉抬的力道，使其股價暫停繼續走跌而維持在期待的一定價位，或將股價攀升的走勢，施加外力的干預，使其股價暫停繼續攀升，亦維持在一個預期價位個技術操作，這種人為的安定操作，自屬於操縱市場的一環[102]。法院實務見解多認為違反第 4 款炒作股價禁止規定[103]；不過亦有法院認為第 4 款犯罪行為不包括維持股價行為，蓋第 4 款之主觀不法意圖為「抬高」或「壓低」股票價格，依罪刑法定主義，自不包括「維持」。惟因不可否認仍有操縱事實，故仍應以第 7 款論罪[104]。

（四）概括條款存在之必要性

有學者認為，由於操縱市場行為態樣複雜，反操縱條款所明示的操縱手否可能掛一漏萬，有第 7 款概括規定在實際適用上有相當彈性的空間，乃有助於市場造縱禁止之有效性[105]。惟另有學者從罪刑法定主義要求構成要件明確性之觀點，對於現行法第 7 款不具有「主觀犯罪構成要件」多有批評[106]。再者，其亦與刑事罰則之個別罪名不應存在概括條款，以免有羅織入罪之嫌的立法趨勢不符。因此，似應及早刪除，始為妥當[107]。

---

[102] 廖大穎，人為操縱市場爭議與鑑識會計的訴訟支援，月旦法學雜誌，第 202 期，頁 59，2012 年 3 月；曾宛如，操縱市場之禁止，台灣本土法學雜誌，第 108 期，頁 305，2008 年 7 月。

[103] 最高法院 91 年台上字第 3037 刑事判決；同院 89 年台上字第 3323 號刑事判決；同院 98 年度台上字第 2659 號刑事判決；同院 97 年度台上字第 5036 號刑事判決；高等法院台中分院 90 年度上重訴字第 28 號判決等。

[104] 台灣高等法院 91 年上更(一)字第 25 號刑事判決;同院 88 年上重訴字第 39 號刑事判決等。

[105] 同前註 89，頁 688；林麗青，證券市場操縱行為成立台灣本土法學雜誌，第 100 期，288 頁，2007 年 11 月；林孟皇，論沖洗買賣之構成要件、法律適用與罪數問題，法令月刊，第 60 卷，第 9 期，頁 60-1421，2009 年 9 月。

[106] 林國全，從日本法之規定檢視我國證交法第 155 條反操縱條款，政大法學評論第 49 期，頁 139，1993 年 12 月；陳彥良，禁止操縱市場條款證交法第 155 條第 1 項第 4 款主觀意圖要件暨高價買入低價賣出認定問題，台灣本土法學雜誌，第 169 期，頁 183，2011 年 2 月。

[107] 劉連煜，沖洗買賣行為之合法性，月旦法學教室，試刊號，頁 27，2002 年 10 月。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

三、企業併購法第 27 條第 13 項

企業併購法於 2014 年修正，將股權申報標準及單獨及共同持股計算原則增訂於第 27 條第 10 項至第 12 項（詳本文第三章、第一節、一、(二）之說明），並增訂第 13 項「依第十項規定取得上市（櫃）公司股份者，其股票之轉讓，得於有價證券集中交易市場、證券商營業處所以盤中或盤後方式為之」，其立法理由為：併購實務中，併購方自行或利用他人名義，或與他人共同取得標的公司股份達一定比例後，通常會進行股權移轉整合以與標的公司經營者進行協商或持續收購股份行為。倘標的公司為公開發行公司者，其股票之轉讓，現行法令雖無禁止交易市場及證券商營業處所以盤中或盤後交易等方式為之，且實務上亦常採用。惟上開基於併購及股權整合目的所為股票轉讓行為，形式上或有證券交易法第一百五十五條第一項第三款相對委託之外觀，有時亦有影響集中交易市場上標的公司股價之情形。然其主觀上係為併購及股權整合目的而為，並無證券交易法第一百五十五條第一項第三款及第七款有關影響集中交易市場某種有價證券交易價格之意圖。為杜爭議並使市場參與者明確知悉及遵守相關規範，爰增訂第十三項規定以使併購實務上一向得以移轉整合股權之方式明文化。

四、本文案例判決

（一）相對委託

1.臺北地院 96 年度重訴字第 19 號

證券交易法第一百五十五條第一項第三款相對委託成交罪，係以意圖抬高或壓低某種有價證券之交易價格，與他人通謀，以約定價格於自己出售，或購買有價證券時，使約定人同時為購買或出售之相對行為。本件雖中信金控中轉投資兆豐金控，獲准自集中交易市場購入百分之十之股份，中信金控並期董監事改選有所斬獲，因而於股權禁止轉讓前大量購買兆豐金控之股票，而巴克萊

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

銀行亦因紅火公司贖回結構債為支付款項而透過巴克萊證券拋售所持有之避險部位，雖被告張明田購買結構債之目的即在間接鎖單，藉此持有一定比例之兆豐金控股票，於獲准轉投資時贖回結構債，利用巴克萊銀行先行鎖單，並於拋售避險部位時予以買回，其目的並非在於抬高或壓低兆豐金控公司之股票。

又相對委託成交，必須與他人通謀，雖由九十五年二月十四日巴克萊銀行與中信金控分別以高價賣出及買進片刻後，雙方均停止交易，一個半小時後，雙方再度以極為接近但價格顯已降低之價格買賣，並開始有大量之成交，惟並無積極之證據足證確係由本件被告張明田、鄧彥敦、林祥曦或其他相關之共犯有與巴克萊銀行、巴克萊證券之何人有如何之謀議，此外並無積極之證據足證有事先謀議，因而尚難僅憑公訴人之指訴認被告張明田、鄧彥敦、林祥曦等有相對委託犯行。

再經本院向主管機關調取中信金控及巴克萊銀行買入及賣出兆豐金控股票資料，由其買賣過程中可知，中信金控先行進場二日，購買近二分之一之股票後，巴克萊銀行始開始進場拋售，其間容或有相當之默契，以致中信銀行在結構債之出售方面獲取三千餘萬美金之利益，而中信金控因巴克萊銀行售出避險部位，增加供給，使得購買之價格得之維持在一定之區間（二十四元上下），惟此應係被告張明田、鄧彥敦、林祥曦等觸犯前開間接操縱股價之結果。又查中信金控在短時間內購買市場上超過七成以上之股票，其與出售者有相當比例之成交，亦堪認係當然之結果，自難據此為被告張明田、鄧彥敦、林祥曦等不利之認定。

2.高等法院 99 年度金上重訴字第 75 號

按證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款規定之「相對委託成交罪」，係以意圖抬高或壓低某種有價證券之交易價格，與他人通謀，以約定價格於自己出售，或購買有價證券時，使約定人同時為購買或出售之相對行為。本案系爭結構債係為便於中信金控逾量持有兆豐金控股票而特別設計，紅火公司回贖結構債時，巴克萊銀行將出售避險部位所購買之兆豐金控股票，中信金控則進行承接等節，

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

均在被告等預先設計之內，事實上中信金控、紅火公司、巴克萊銀行亦確實如此操作，均已論述如前，是被告等前揭規劃目的並非僅在於抬高或壓低兆豐金控公司之股票，殆可認定。

本件事證，並無積極證據足以證明上開再度進場所為之買賣委託及成交，確係因被告辜仲諒本身或由其指示被告張明田、鄧彥敦、林祥曦或其他相關人員，與巴克萊銀行或巴克萊證券公司之何人（包括前揭「顧震宇」）為如何之謀議或通謀所為。是前揭巴克萊銀行與中信金控所為之相對買賣，應係因被告辜仲諒與張明田等前揭規劃及預期所造成之成交結果，為有利於被告等之認定，故認被告辜仲諒與張明田等雖未與巴克萊銀行為前揭「相對委託成交」之約定，惟因巴克萊銀行所為前揭行為均在被告辜仲諒與張明田等人前揭規劃及預期範圍內，乃為被告辜仲諒與張明田等共同利用而為前揭相對成交，以達成其等前揭間接操縱兆豐金控股票之交易價格，控制中信金控購入兆豐金控股票之成本，並達成轉投資兆豐金控之規劃目的，是尚難認定被告辜仲諒與張明田等以中信金控之資金與名義與巴克萊銀行所為前揭相對成交之行為，符合前揭「相對委託成交」之構成要件。

依前揭事證及說明，並應認為前揭表面上之「相對成交」，及兆豐金控股票之交易價格因而被操縱於前揭一定範圍內，實均係被告辜仲諒與張明田等所為前揭間接操縱兆豐金控股價之結果，蓋中信金控既於前揭短期間內（自 95 年 2 月 10 日起至同年 3 月 2 日止），於證券集中交易市場購入前揭逾 96 萬兆豐金控股票，其購入數量占同一期間之兆豐金控股票成交量 60% 以上，而巴克萊銀行亦於短期間（自 95 年 2 月 14 日起至同年 3 月 2 日止），在同一交易市場售出前揭逾 44 萬 3905 張兆豐金控股票，是其彼此間因而有相當比例及數量之相對成交，乃屬當然之結果，尚難據此即為不利於被告等之認定。

3.高等法院 103 年度金上重更(一)字第 9 號

高等法院更一審關於相對委託之結論與理由與前審相同，均認無通謀相互配合事實。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

4.判決分析

對於相對委託部分，地方法院、高等法院及高等法院更一審均認定無罪，所持理由為：(1)無意圖影響證券價格之目的。法院認張明田購買結構債之目的在間接鎖單，藉此持有一定比例之兆豐金股票，於獲准轉投資時贖回結構債，利用巴克萊銀行先行鎖單，並於拋售避險部位時予以買回，其目的並非在於抬高或壓低兆豐金控公司之股票。(2)無與他人通謀之積極證據。法院認相對委託行為必須與他人通謀，惟並無積極之證據足證確係由張明田、鄧彥敦及林祥曦或其他相關之共犯有與巴克萊銀行、巴克萊證券之何人有如何之謀議，此外並無積極之證據足證有事先謀議。

法院判決體現構成相對委託罪，在主觀及客觀不法均須有高度事實認定。由於金控公司獲准投資後，子公司於市場上釋出事前布局所投資之部位，其目的不在抬高或壓低某種有價證券之交易價格，而係由金控公司承接持股及控制併購成本，故無成立「相對委託」之主觀構成要件，惟控制價格本身是否仍惟操縱行為，則容有疑義，法院判決亦有不同見解，擬於下段討論。

（二）操縱市場行為概括條款

1.臺北地院 96 年度重訴字第 19 號

本院基於下述之理由認定中信銀行香港分行與紅火公司間結構債買賣之目的在避人耳目，以免金管會知悉中信金控子公司已利用結構債先行鎖單，控制一定數目之兆豐金控股票行為，俟金管會核准中信金控轉投資兆豐金控之後，再利用紅火公司贖回結構債，巴克萊銀行為因應紅火公司贖回結構債，須透過巴克萊證券大量出售其為建立避險部位而持有之兆豐金控股票，而以此種供需配合之方式間接操縱股價，並圖利紅火公司。

2.高等法院 99 年度金上重訴字第 75 號

本件被告辜仲諒、張明田、鄧彥敦、林祥曦與陳俊哲、林孝平等人既係共同以前揭方式，利用中信金控所有之資金，並以中信金控之名義為本件間接從事其他影響證券集中交易市場有價證券即兆豐金控股票交易價格之操縱行為，

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

依前揭規定，均屬為該行為之負責人。是核被告辜仲諒、張明田、鄧彥敦、林祥曦等人所為，均核係犯證券交易法第 155 條第 1 項第 7 款之間接從事其他影響集中交易市場有價證券交易價格之操縱行為。

3.高等法院 103 年度金上重更(一)字第 9 號

關於被告辜仲諒、張明田、林祥曦不成立證券交易法第 155 條第 1 項第 7 款「間接操縱股價」罪，而應為無罪諭知，理由略以：

證券交易法第 155 條第 1 項第 7 款係概括條款，應藉由合憲解釋具體化其要件。

除最高法院逐案適用證券交易法第 155 條第 1 項第 7 款之概括條款已續造的不成文構成要件要素，即行為人主觀上仍須具備操縱不法意圖，客觀上則須有誘使或誤導他人為交易之積極行為，致生集中交易市場某種有價證券之市場價格以異於正常供需方式而為變動之結果之操縱行為，其間並具有因果關聯外，本條款既係概括條款，其與列舉條款之間應具有內在上的一致性。而列舉條款之非法操縱行為類型，雖欠缺共同解釋方向，難以從積極規範面尋得共通意旨。惟從消極面而言，如係列舉規定之出罪事由，其與概括條款性質相近之範圍內，亦應為概括條款規範案型之出罪事由。是如具有購股之正當事由者，是否仍具操縱股價意圖，即應嚴謹認定。另最高法院亦曾針對同條項第 4 款規定，續造「須有利用股價落差圖謀不法利益意圖」之法所未明文之主觀構成要件要素於此亦應適用。

最後，除了主觀構成要件應要求其不法性，而應證明「圖謀不法利益」之意圖外，於客觀上，由於證券交易法第 155 條第 1 項第 7 款有其不明確性，不能明確特定規範之可罰對象，則藉由構成要件該當表徵不法的機能亦與一般刑法構成要件不同。一般刑法構成要件該當後，當然表徵行為之不法性，進而須於違法性層次論斷有無阻卻違法事由；在此，則因構成要件不明確，具有開放性，則於解釋適用時，即須積極地確認交易行為之不法性，綜合一切情事而為判斷。依此標準檢視卷內事證，被告等雖有影響兆豐金控股價之交易行為，

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

但其購股有正當之轉投資交易目的，其所為導致兆豐金股票價格變動與形成，乃基於真實之「供給與需求」所致，此與製造股價非合理價格變動、圖利自己或他人並損害投資人利益之違法情形有別，且有其合理之商業上目的。另依交易資料，也不能認定被告等有與巴克萊銀行相互配合刻意壓低兆豐金控股價具體操縱行為，或有何變態交易事實，難認所為係「誘使或誤導他人為交易致兆豐金控股票之市場價格遭異於正常供需方式而為變動之結果之操縱行為」。至被告等藉由結構債連結兆豐金控股票方法，預先建立避險部位，此一操作手法從證券交易市場角度觀之是否具不法性，而可認係可罰操縱行為？本院認此一手法雖容易衍生內線交易及其他相對委託之操作弊端，然本件未據證明有此等事實。而此一重大訊息未經揭露，雖有市場資訊不對等之事實，且此一交易安排對於市場所生影響，雖亦導致市場投資人因欠缺紅火公司為中信金控關係人，將贖回系爭結構債以致可預期巴克萊銀行將出售避險部位之資訊，以及此一事實對於市場可能影響，以致於做成最適之投資判斷。惟被告等行為時並無明確之揭露規範與義務，事後觀之，被告等所為也有避免兆豐金控股價因中信金控轉投資之交易行為產生過度波動之效果，此與金管會核准函文要求中信金控一內完成轉投資計畫，避免股價波動，以及 104 年 7 月 8 日修正公布企業併購法第 27 條立法委員提案版本所載之立法理由則異曲同工，應認不具不法性[108]。

4.判決分析

雖各審法院均認定不成立「相對委託」，地方法院及高等法院一審仍認為中信金控因巴克萊銀行售出避險部位，增加供給，使得購買之價格得之維持在一定之區間（二十四元上下），此應係被告張明田、鄧彥敦、林祥曦等觸犯前開間接操縱股價之結果，是以認定被告有操縱市場事實而觸犯第 7 款間接操縱股價之犯行。

[108] 同前註 86，頁 9-11。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

惟在最高法院撤銷二審判決發回更審後[109]，高等法院更一審判決不成立證券交易法第 155 條第 1 項第 7 款「間接操縱股價」罪。所持理由為證券交易法第 155 條第 1 項第 7 款之概括條款之主觀構成要件仍應證明「圖謀不法利益」之意圖，於客觀上，由於證券交易法第 155 條第 1 項第 7 款構成要件不明確，具有開放性，則於解釋適用時，即須積極地確認交易行為之不法性，綜合一切情事而為判斷。高等法院所持論點整理如下：

(1)被告影響股價係基於投資目的，並非圖謀不法利益

被告雖有影響兆豐金控股價之交易行為，惟其購股係正當投資目的，兆豐價格波動乃基於市場供給與需求，與製造股價非合理價格變動、圖利自己或他人並損害投資人利益之違法情形有別。

(2)無具體證據證明被告有與巴克萊銀行配合壓低股價行為

依交易資料不能認定被告與巴克萊銀行有相互配合壓低兆豐金股價之具體操縱行為，或有何變態交易事實，難認所為係「誘使或誤導他人為交易致兆豐金控股票之市場價格遭異於正常供需方式而為變動之結果之操縱行為」。

(3)被告藉由結構債連結兆豐金控股票預先建立避險部位，此一操作手法不具不法性

被告等藉由結構債連結兆豐金控股票方法，預先建立避險部位，此一操作手法從證券交易市場角度觀之是否具不法性？因被告等行為時並無明確之揭露規範與義務，事後觀之，被告等所為也有避免兆豐金控股價因中信金控轉投資之交易行為產生過度波動之效果，與金管會核准函文要求及企業併購法所載之立法理由則異曲同工，應認不具不法性。

綜合上開判決，地院及高院一審判決係認為被告等藉由結構債事先建立股票部位，並於中信金控進行投資時透過處分結構債於市場拋售避險部位以壓抑兆豐金股價，已構成間接操縱市場，惟並未對不法構成要件多加敘明。高院更

[109] 最高法院 103 年度台上字第 2792 號。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

一審則由商業交易目的觀點出發，認定被告並無主觀不法意圖，客觀上此投資操作亦不具不法性，因而認定不成立間接操縱市場之罪，本文肯認此一見解，蓋因企業規劃併購作業，所考量者主要係控制併購成本並提高案件之成功率，該些考量係著眼於提升公司獲利及股東報酬，與一般行為人係為圖利個人利益而進行市場操縱之本質不同，故在構成要件之判斷上實應更加嚴謹論證。

五、小結

本文欲探討，金控公司正式執行併購作業並於市場收購標的公司股票時，子公司及關係企業事前取得之股份同步於市場釋出，使得市場供給增加，以利金控公司得以承接持股並控制併購成本，該操作是否屬操縱市場之行為？綜合學理及法院判決，本文認為：

（一）不構成證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款之相對委託

相對委託成交罪之構成要件為「意圖抬高或壓低某種有價證券之交易價格」及「與他人通謀」。當金控公司於市場進行股票收購時，子公司或關係企業釋出持股，主要目的係為讓金控承接持股，並非意圖抬高或壓低有價證券之價格，惟此一操作仍可能使市場因為供應量大增而對標的公司之股價產生壓抑效果，但此係反應市場供需所呈現之結果，並非刻意而為。再者，由於金控母子公司及關係企業各為獨立法人主體，收購及處分股份均由各自之權責單位依其內部授權負責，實務上較無通謀約定價格之可能，是以在相對委託之構成要件上均較無成立之可能。

（二）可能構成證券交易法第 155 條第 1 項第 7 款之概括性條款

在罪刑法定主義之精神下，要依第 155 條第 1 項第 7 款之概括性條款論處，應嚴格論證其構成要件。是以依最高法院實務判決，應有下列四項構成要件：

1.主觀構成要件：需有影響市場價格之意圖。

2.客觀構成要件：誘使或誤導他人為交易之行為。

3.須為結果犯：致使市場價格異於正常供需方式而為變動之結果。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

4.構成要件與結果間必須具備因果關係。

就上述四項構成要件觀之，金控公司基於併購投資目的於市場收購股票，子公司及關係企業藉機於市場拋售事前取得股票，主要目的雖為金控整合持股，惟亦可能因子公司及關係企業於市場拋售持股，使得市場因為供應量大增而對標的公司之股價產生壓抑效果，並影響他人之出售價格，故難謂此一操作無影響市場價格之意圖、無誤導他人交易及使市場價格異於正常供需。是以若金控於最後股權整合階段，係於公開市場以市價收購持股，另一方面子公司及關係企業於市場拋售事前取得股份，有可能構成證交法第 155 條第 1 項第 7 款操縱市場之罪。

（三）企業併購法第 27 條第 13 項豁免操縱市場罪責，似有檢討修正之必要

2015 年之企業併購法修正案增訂第 27 條第 13 項，將股權整合方式明文化，其立法理由謂「在併購實務中，併購方單獨或與他人共同持股達一定比例後，通常會進行股權整合，形式上或有證券交易法第一百五十五條第一項第三款相對委託之外觀，有時亦有影響集中交易市場上標的公司股價之情形。然其主觀上係為併購及股權整合目的而為，並無證券交易法第一百五十五條第一項第三款及第七款有關影響集中交易市場某種有價證券交易價格之意圖。為杜爭議並使市場參與者明確知悉及遵守相關規範，爰增訂第十三項規定以使併購實務上一向得以移轉整合股權之方式明文化」。本文認為此將使股權整合之模式得以豁免操縱市場罪責，實務上股權整合之方式有很多種，如公開收購、公開市場收購、盤後鉅額交易及換股合併等。其中公開收購、盤後鉅額交易及換股合併等方式，因不影響市場供給及價格，似無操縱市場之適用，惟若屬本文所討論之股權整合模式，即金控公司於公開市場收購，子公司及關係企業同時於公開市場拋售持股，如前段所敘，難謂無操縱市場之意圖及行為，並影響交易市場之正常運作，現行企業併購法豁免操縱市場之罪，將損及投資人公平交易之權益並有礙市場健全發展，似有檢討修正之必要。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

第六章　結論

本文係針對金控公司安排子公司事前布局進行股權收購所涉及證券交易法等相關法律爭議，研究結論如下：

一、子公司基於財務投資目的事前買入持股，與金控公司是否屬證券交易法第43-1條或企業併購法第27條之「共同取得」，應依個案事實判斷之

依大法官釋字586號，我國證券交易法第43-1條第一項「共同」二字依一般文義理應具備以意思聯絡達到一定目的（如控制、投資）之核心意義；另外，依美國證交法有關「視為一人」，係認為持有股份的集團（Group），是根據明示或默示的合意而形成，也因此有造成目標公司控制權轉移的潛在可能性即是。

實務上，金控公司基於發揮綜效之組織目的，均有建立母子公司資源共享機制，包括總經市場展望及投資標的推介，故子公司針對同一標的均有持股實屬常態，即便投資標的係由金控母公司所推介，其內部亦會經過嚴謹之投資評估，在基於投資具有獲利之可能性而執行相關投資作業程序，實不宜因金控母公司而後針對投資標的發動併購而推定子公司間與母公司係存在共同目的之合意。惟若金控高階管理階層及幕僚單位已針對某特定潛在標的進行併購之規劃階段，並安排子公司針對該特定標的進行投資，同時考量未來若執行併購程序，將可加速控制權之取得，故在客觀上似可認定金控及子公司已具有「投資、控制」或「併購」之合意，而判斷金控及子公司間係對潛在標的基於同一目的共同取得。

二、股權申報要點關於金融控股公司之子公司及關係企業之持股揭露規定不符股權申報意旨，建議由主管機關進行實質審查以杜爭議

金融監督管理委員會於2006年修正「證券交易法第四十三條之一第一項取得股份申報事項要點」時，於第五點應申報事項增列「取得人為金融控股公司，

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

且被取得股份之公司為金融機構者，取得人之子公司及關係企業持有被取得公司之股權情形」，亦即金控公司因持有標的公司股份數達 10%以上而須依法進行公告申報時，須一併揭露子公司及關係企業持有標的公司股數。分析該規定可得知，主管機關受限於釋字 586 號之解釋，無法直接推定金控公司與子公司因控制從屬關係而有「共同取得」之合意，惟因金融業掌握人民財產並運營對社會經濟具有重大影響，故對於金控公司之監管乃較一般產業為高，在考量金控公司對子公司及關係企業之實質控制力，於是透過資訊揭露來管理金控公司及子公司及其關係企業之持股情形。惟此作法已造成實務上業者申報之困難。因子公司及關係企業若屬自行財務操作而非與金控公司基於共同目的取得，依法不需與金控公司併計持股。惟當金控公司自行取得標的公司股權達 10%而須申報持股，依規定須連帶申報子公司及關係企業持股，此時不免引發市場質疑金控公司未與子公司及關係企業申報共同取得，而有漏未申報之疑慮；亦引發市場猜測其子公司及關係企業是否因事前得知金控併購消息而涉及內線交易疑慮，徒生爭議；亦將使股票價格上升從而降低收購的收益和試圖進行收購的積極性，並使大量由收購產生的收益外部化[110]，大幅降低未來併購成功之可能性。有學者認為，大量持有申報制度之規範理念，乃是因其持有可能對發行人經營權或業務營運產生影響者，即應將此類資訊公開給大眾知悉[111]，惟若取得人並非有投資或控制之合意，公告相關訊息對市場投資人而言，僅增加對併購消息之臆測，並非真正提供正確之資訊，並不符合透過資訊公開保障市場投資人之原意。

本文認為，由於非基於共同目的而取得股票之子公司及關係企業，依法不需合併申報持股，大法官釋字 586 號已有明確之解釋，現行股權申報辦法特別

---

[110] Gregg A. Jarrell & Michael Bradley, The Economic Effect of Federal and State Regulation of Cash Tender Offer, 23 J.L. & Econ. 371(1980).

[111]黃銘傑，國外對於大量單獨或共同取得公開發行公司股權申報相關規定及執行情形之研究，臺灣集中保管結算所股份有限公司委託計畫，頁 80，2007 年 8 月。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

針對金融控股公司訂定需揭露子公司及關係企業持股資訊，不但不符合「共同持有」之申報規範目的，亦造成金控公司之併購障礙，降低金融市場整併效率，並有在市場公開一項不確定資訊之疑慮，金控公司進行股權申報時做此揭漏並非妥適，建議主管機關可於金控公司申請併購核准時，將金控公司之子公司及關係企業對標的公司事前取得之持股列入審查，並要求金控公司詳細說明子公司及關係企業取得之目的及時間，若子公司申報目的為財務性投資，惟實質係配合金控於取得併購核准前先行於市場取得股份，可依主管機關權責依情節重大與否做適當處分，如命其更正申報目的、限制事前股份之表決權或作為准駁併購案之依據等，即透過實質審查程序減少金控公司濫用事前布局之操作模式，以杜爭議。

三、子公司透過事前布局取得股權，依法院見解及國外法理判斷，似不涉及內線交易

現行國內法院實務主流見解，對於併購重大消息成立或具體明確之判斷時點，多以交易之重要條件，如公開收購價格或換股比例等，於雙方達成共識時，即屬併購重大消息成立或明確。該些作業於併購實務流程「規劃」、「協商」及「執行」三階段中係處於「協商」階段，惟本文所欲探討之併購事前布局模式，主要係探討發生在併購之「規劃」階段或更早之事前取得行為。因併購標的之產生，有可能係因市場上出現合適且可行之併購標的，故於內部進行評估規劃；亦可能因子公司已先進行財務投資而對該公司之財務業務潛力已有所了解，在進一步評估具有併購之價值時，將其納為併購標的。是以事前布局所持有之標的是否必然轉化為實質之併購對象，充滿不確定性。以現行我國法院判決實務觀之，重大消息成立或明確之時點多為重要交易條件達成共識，惟因事前布局階段發生時間較早，不確定性亦高，似未構成重大消息成立或明確。

此外，因公司安排事前布局投資時，僅為內部評估，在此階段即形成併購計畫之機率極低，故依歐盟法院判決意旨，為維護法律的明確安定，不會因公司之事前部局行為而判定併購消息明確。此外，依 Basic 案應以「可能性」及

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

「影響程度大小」，低發生可能性與高程度影響力之組合的事件，可以構成重大事件。故在併購規劃階段雖屬低發生可能性仍可能因為併購案係屬影響重大而被判斷事前部局行為已形成重大消息。惟本文認為，依據法院判決解釋，一項事件是否將發生之「可能性」，得以公司最高層人士對係爭交易之興趣如何而定，此外，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工作指示，以及兩造公司實際磋商之內容，加以認定最高層人士興趣之高低。故即便可能性低，似乎亦應有「併購案」之雛形產生，惟事前部局之投資係指針對潛在標的進行事前財務投資以利獲得財務收益並更能清楚知悉該公司之財務業務能力，尚無涉併購案之討論，故事前部局當時，併購案發生之可能性極低，在此認定下，似應判定事前部局階段尚不構成併購案之重大消息形成。

四、金控進行股權整合可能構成證券交易法第 155 條第 1 項第 7 款操縱市場之罪，企業併購法第 27 條第 13 項豁免操縱市場罪責似有檢討修正之必要

金控公司於市場進行股權收購時，亦將整併子公司及關係企業事先取得持股，實務操作上係由子公司及關係企業於金控於市場收購股份時同步於市場拋售持股，由於該項交易安排主要目的雖為金控整合持股，惟亦可能因子公司及關係企業於市場拋售持股，使得市場因為供應量大增而對標的公司之股價產生壓抑效果，並影響他人之出售價格，故難謂此一操作無影響市場價格之意圖、無誤導他人交易及使市場價格異於正常供需。是以若金控於最後股權整合階段，係於公開市場以市價收購持股，另一方面子公司及關係企業於市場拋售事前取得股份，有可能構成證交法第 155 條第 1 項第 7 款操縱市場之罪。

2015 年之企業併購法修正案增訂第 27 條第 13 項，將股權整合方式明文化，其立法理由謂「在併購實務中，併購方單獨或與他人共同持股達一定比例後，通常會進行股權整合，形式上或有證券交易法第一百五十五條第一項第三款相對委託之外觀，有時亦有影響集中交易市場上標的公司股價之情形。然其主觀上係為併購及股權整合目的而為，並無證券交易法第一百五十五條第一項第三款及第七款有關影響集中交易市場某種有價證券交易價格之意圖。為杜爭議並

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

使市場參與者明確知悉及遵守相關規範，爰增訂第十三項規定以使併購實務上一向得以移轉整合股權之方式明文化」。本文認為此將使股權整合之模式得以豁免操縱市場罪責，實務上股權整合之方式有很多種，如公開收購、公開市場收購、盤後鉅額交易及換股合併等。其中公開收購、盤後鉅額交易及換股合併等方式，因不影響市場供給及價格，似無操縱市場之適用，惟若屬本文所討論之股權整合模式，即金控公司於公開市場收購，子公司及關係企業同時於公開市場拋售持股，如前段所敘，難謂無操縱市場之意圖及行為，並影響交易市場之正常運作，現行企業併購法豁免操縱市場之罪，將損及投資人公平交易之權益並有礙市場健全發展，似有檢討修正之必要。

五、主管機關本於提升金融市場效率及產業競爭力之政策理念，不應對金控併購方式加以限縮，建議回歸併購相關法規之適用

金融業之經營影響廣大民眾權益並關係國家金融穩定，是以金融監督管理委員會身為金融市場及金融服務業發展、監督、管理及檢查業務之主管機關，係以健全金融機構業務經營、維持金融穩定及促進金融市場發展為職責。於是為解決台灣金融業內部過度競爭及規模過小無法與國際競爭的問題，推行各項政策鼓勵金融業加速整合，並基於管理目的訂定「金融控股公司投資管理辦法」做為金控公司進行併購之引導。惟觀察 2001 年金融控股公司法制定以來，金管會所制定之「金融控股公司投資管理辦法」也歷經數次修正，金融政策若為加速金融市場整併以提升產業競爭力，則將投資管理辦法予以放寬，若遇上爭議之金融併購案，則加以限縮，直到金融市場改革派之聲量再起，金管會再予以放寬。在歷次更迭下，目前金管會於 2018 年修正之「金融控股公司投資管理辦法」及「金融控股公司或銀行投資金融控股公司、銀行、保險公司及證券商應遵行事項」，雖將對金融機構首次投資門檻由 25%降為 10%，似乎為業者降低併購門檻提供較佳之法規彈性，惟在投資形式上卻大幅度限縮，尤其是對事前布局模式之限制。依最新公布之釋令規定，金控公司選定投資標的後，於未經主管機關核准投資前，申請人及其子公司、關係企業、及上開公司之負責人、

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

大股東或以他人名義(以下合稱關係人)因財務性投資已購買申請人本次所申請之被投資金融機構股份，不得再主動增加；於經主管機關核准投資後，申請人依公開收購規定進行股份收購，關係人不得為應賣人。據此，金控公司已難以運用事前布局政策，因即便由子公司及關係企業進行事前投資，當金控公司於市場執行公開收購時，子公司及關係企業不得參與應賣，金控公司即無法進行股權整合。本文認為，主管機關限定金控對金融機構首次投資應採公開收購，並禁止子公司事前取得之股份參與應賣，可能是為了避免金控進行股權整合可能產生之操縱市場及內線交易之疑慮，惟金控最終仍需進行股權整合，不論是另外申請承接子公司持股或採換股併購，仍是購買子公司所持股份，主管機關作此限制似無實質意義。

金融市場存在過度競爭，金融機構產業競爭力不如國際性銀行，提供友善之併購法律及鼓勵業者整併，實為主管機關應積極推動之政策方向，本文建議金控公司關於併購之適用應回歸併購相關法規適用，主管機關可基於考量金融機構體質強健與否，針對併購方之資格條件本於主管機關之管理權責加以限制，針對事前布局，如本段二所述，可要求金控公司提交相關資料加強實質審查，並作適當處分，而非限制事前布局持股不得參與應賣，以符合主管機關為了提升金融市場效率加速金融機構整併而推動金融控股公司之立法原意。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

參考文獻

（一）書籍

Larry D. Soderquist 著，胡軒之 張云暉譯，美國證券法解讀(Understanding The Securities Law)，法律出版社，2004 年 7 月。

Weinberg and Black on Take over and Mergers”,M. A. Weinberg & M. V Black(5th Ed.).

劉連煜，新證券交易法實例研習，元照出版公司，2018 年 9 月。

賴英照，最新證券交易法解析，2017 年 9 月。

（二）專書論文

王文宇，世界主要國家併購相關法律規定之比較，公司與企業法制，元照出版社，2000 年。

陳志龍，證券交易法內線交易-探討證券交易法與操縱股價之差異、構成要件明確性諸問題，企業與金融法制-余雪明大法官榮退論文集，元照出版社，2009 年 1 月。

（三）期刊論文

Gregg A. Jarrell & Michael Bradley, The Economic Effect of Federal and State Regulation of Cash Tender Offer, 23 J.L. & Econ. 371(1980).

王志誠，公司內部人違反持股資訊接露義務之責任，月旦裁判時報，第 23 期，2013 年 10 月。

申心蓓，內線交易中重大消息認定之實務分析-以企業併購案例為中心，國立交通大學管理學院科技法律學程碩士論文，2012 年。

朱德芳，公開收購下之資訊使用與內線交易-以開發金控併金鼎證券案為例，政大法學評論，第 153 期，2018 年 6 月。

李智仁，橫看成嶺側成峰-內線消息相關要件之判斷標準與適用爭議，月旦法學

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

雜誌，第 180 期，2010 年 5 月。

李智仁、洪培睿，論公開收購前內線交易認定時點之問題，證券暨期貨月刊，第 22 卷第 7 期，2004 年 7 月。

林孟皇，內線交易的重大消息成立與舉證責任，檢查新論，第 4 期，2008 年 7 月。

林孟皇，內線交易重大消息的明確性與實際知悉，月旦法學雜誌，第 184 期，2010 年 9 月。

林孟皇，論沖洗買賣之構成要件、法律適用與罪數問題，法令月刊，第 60 卷，第 9 期，2009 年 9 月。

林國全，證券交易法第 157 條之 1 內部人員交易禁止規定之探討，政大法學評論，1992 年 7 月。

林國全，從日本法之規定檢視我國證交法第 155 條反操縱條款，政大法學評論第 49 期，1993 年 12 月。

林麗青，證券市場操縱行為成立台灣本土法學雜誌，第 100 期，2007 年 11 月。

邵慶平，臺灣高等法院 102 年度金上重更（一）字第 7 號刑事判決-內線交易禁止規定的適用，月旦民商法雜誌，第 53 期，2016 年 9 月。

邵慶平，論相對委託之規範與強化—從證券操縱禁止之理論基礎出發，月旦民商法雜誌，第 19 期，西元 2008 年 3 月。

黃銘傑，國外對於大量單獨或共同取得公開發行公司股權申報相關規定及執行情形之研究，臺灣集中保管結算所股份有限公司委託計畫，2007 年 8 月。

張心悌，部門法律系列研討會-證券交易法，學術研討會，2013 年 1 月。

郭大維，內線交易中有關「內線消息」與消息「公開」之認定，月旦裁判時報，第 44 期，2016 年 2 月。

陳月秀，公開收購前內線交易重大消息之認定時點，萬國法律，第 158 期，2008 年 4 月。

陳彥良，開發金控併金鼎案中內線交易相關問題探討，月旦裁判時報，第 43

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

期，2016 年 1 月。

陳彥良，禁止操縱市場條款證交法第 155 條第 1 項第 4 款主觀意圖要件暨高價買入低價賣出認定問題，台灣本土法學雜誌，第 169 期，2011 年 2 月。

曾宛如，內線交易重大消息明確時點之認定，綠點案之啟示，月旦法學教室，第 165 期，2016 年 7 月。

曾宛如，操縱市場之禁止，台灣本土法學雜誌，第 108 期，2008 年 7 月。

廖大穎，大量取得股權，月旦法學雜誌，第 85 期，2002 年 6 月。

廖大穎，人為操縱市場爭議與鑑識會計的訴訟支援，月旦法學雜誌，第 202 期，2012 年 3 月。

劉連煜，大量取得股權之申報，月旦法學教室，第 37 期，2005 年 11 月。

劉連煜，內線交易重大消息的範圍及其公開方式的認定，台灣本土法學雜誌，第 87 期，2006 年 10 月。

劉連煜，內線交易理論與內部人範圍（上），月旦法學教室，第 50 期，2006 年 12 月。

劉連煜，內線交易理論與內部人範圍（下），月旦法學教室，第 51 期，2007 年 1 月。

劉連煜，併購案內線交易重大消息何時明確？，法令月刊，第 67 卷第 11 期，2016 年 11 月。

劉連煜，重大內線消息之認定，月旦裁判時報創刊號，2010 年 2 月。

劉連煜，證券交易法第四三條之一第一項共同取得認定之研究，月旦法學雜誌，第 126 期，2005 年 11 月。

劉連煜，沖洗買賣行為之合法性，月旦法學教室，試刊號，2002 年 10 月。

賴英照，內線交易的紅線-重大消息何時明確？，中原財經法學，第 36 期，2016 年 6 月。

賴英照，內線交易的基礎理論，月旦法學雜誌，第 123 期，2005 年 8 月。

賴英照，金融機構與內線交易，興大法學，第 1 期，2007 年 5 月。

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

賴英照，美國內線交易法制的方法與價值，台北大學法學論叢，第 99 期，2016 年 9 月。

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，2012 年 1 月。

賴源河、郭土木，論企業併購涉及內線交易之重大消息何時明確，月旦法學雜誌，第 244 期，2015 年 9 月。

（四）法院判決

Basic v. Levinson 485 U.S. 224, 108 S. Ct. 978,99 L. Ed. 2d 194(1988).

Bath Industrial, Inc. v. Bolt, 427 F.2d 97(7th Cir.1970).

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

CESR/06-562b, para. 1.5.

GAF Corp. v. Milstein,453 F.2d 709(2d.Cir 1971).

Market Abuse Regulation§7.

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

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

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

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

SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 401 F. 2d, at 849.

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

TSC industries, inc. v. Northeway, Ina. 426 U.S. 438(1976).

96 年度金重訴字第 19 號。

98 年度金重訴字第 12 號。

99 年度金上重訴字第 61 號。

99 年度金上重訴字第 75 號。

103 年度金上重更(一)字第 9 號。

大法官釋字第 586 號。

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10

（五）行政命令

Alan R. Palmiter, Securities Regulation, 1998.

GAF Corp. v. Milstein,453 F.2d 709(2d.Cir 1971).

Market Abuse Regulation§7.

中華民國九十一年八月二十三日財政部台財融（二）字第 0912001152 號令。

中華民國九十二年十二月二日財政部台財融（二）字第 0922001357 號令。

中華民國九十四年六月十四日行政院金融監督管理委員會金管銀（六）字第 0946000399 號令。

中華民國九十五年五月三十日行政院金融監督管理委員會金管證三字第 0950002519 號令。

中華民國九十六年十月十八日行政院金融監督管理委員會金管銀（六）字第 09660001390 號。

中華民國九十九年十二月一日行政院金融監督管理委員會金管銀控字第 09960007020 號令。

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/THE.NCCU.LLME.004.2019.F10