

淺談內線交易

惇安法律事務所 羅祖芳律師/劉孟哲律師

2016/3

- 壹、 前言
- 貳、 為何需規範內線交易
- 參、 我國內線交易規範簡介
- 肆、 實例分析
- 伍、 結語

壹、 前言

日前因普訊創投董事長柯文昌涉內線交易遭判刑九年定讞，引起國內產業界高度重視，其中法院以雙方簽署無拘束力意向書（Non-binding LOI）之後重大消息已成形、有具體內容，並且已臻明確乙節，判決涉及內線交易，甚至引發國泰金控董事長蔡宏圖、宏碁創辦人施振榮、台達電創辦人鄭崇華、和碩董事長童子賢等四位企業大老舉行記者會公開力挺，並呼籲國內法律能釐清併購消息時點，以免企業界無所適從¹。內線交易之制度及規範爰再度成為各界關切之話題。

我國之內線交易規範係訂於證券交易法第 157 條之 1，其自 1988 年增訂以來，已歷經 2002 年、2006 年及 2010 年數次修正，故是否需再行修法使規範內容更加明確，並使其能與時俱進，為立法者須關注討論之議題。本文之目的僅在就現行之內線交易制度為一簡介及實例分析，俾供各界參考。

貳、 為何需規範內線交易

具特定身分之人，獲悉未經公開且影響證券價格的重要消息後買賣證券，一般稱為內線交易(insider trading)²，是否須立法禁止，有分歧之見解。由於世界證券市場較為先進的國家多立法明文禁止內線交易，我國證券交易法於 1986 年制定公布時原無禁止之規範，惟自 1988 年起仿美國 1934 年證券交易法有關禁止詐欺(1934 年證券交易法第 10(b)條及證管會 Rule 10b-5)的規定增訂了第 157 條之 1³。考其立法目的，一般認為主要是在於維護交易市場之公平性及公正性⁴。

簡而言之，公司之內部關係人處於資訊優越地位，如取得資訊後並未公開，在投資者不知的情況下與其一同在市場上交易，自然形成資訊不對等的情況，會破壞投資者對於市場公正性的信賴。另，因公司內部人易取得相關的優位資訊，投資者自然會注意其持股變化，間接造成不當影響市場機制的

¹ 請參閱聯合新聞網，內線交易判刑九年 4 大巨頭聲援柯文昌，<http://udn.com/news/story/9167/1393004-%E5%85%A7%E7%B7%9A%E4%BA%A4%E6%98%93%E5%88%A4%E5%88%91%E4%B9%9D%E5%B9%B4-4%E5%A4%A7%E5%B7%A8%E9%A0%AD%E8%81%B2%E6%8F%B4%E6%9F%AF%E6%96%87%E6%98%8C>，最後瀏覽日期：2016/02/20。

² 請參閱賴英照，證券交易法解析(簡明版)，第 207 頁，賴英照出版，2013 年再版。

³ 另學者認為我國內線交易之規定雖參考美國法，但有明顯不同。證券交易法第 20 條為反詐欺的規定，與 1934 年證券交易法第 10(b)條及證管會 Rule 10b-5 相似，但並未長出內線交易的高大橡樹，而第 157-1 的適用，亦非以欺騙行為為前提要，併此敘明。賴英照，同註 2，第 209 頁。

⁴ 請參閱劉連煜，內線交易構成要件，第 3 至 4 頁，元照出版社，2011 年 7 月初版一刷。

結果，故有必要對於該等內部關係人的持股加以規範，以充分減少投資人的疑慮⁵。

就實務面的角度而言，一般認為須予禁止之理由包含下列數項⁶：

- 一、促進證券市場交易公平性，維護投資大眾信心。
- 二、促進證券市場資訊流通，以利投資人作最佳的投資評估與決策。
- 三、促使公司股價反映其真實價值，導引市場資金作更有效之配置。
- 四、防止公司內部人之道德風險，避免違反受任人之信賴義務。
- 五、促進公司決策之健全性，維護資訊財產之正當利用。

參、 我國內線交易規範簡介

承上，我國現行證券交易法第 157 條之 1 之規定如下：

- I. 下列各款之人，實際知悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息明確後，未公開前或公開後十八小時內，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票或其他具有股權性質之有價證券，自行或以他人名義買入或賣出：
 - 一、該公司之董事、監察人、經理人及依公司法第二十七條第一項規定受指定代表行使職務之自然人。
 - 二、持有該公司之股份超過百分之十之股東。
 - 三、基於職業或控制關係獲悉消息之人。
 - 四、喪失前三款身分後，未滿六個月者。
 - 五、從前四款所列之人獲悉消息之人。
- II. 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。
- III. 違反第一項或前項規定者，對於當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將賠償額提高至三倍；其情節輕微者，法院得減輕賠償金額。
- IV. 第一項第五款之人，對於前項損害賠償，應與第一項第一款至第四款提供消息之人，負連帶賠償責任。但第一項第一款至第四款提供消息之人有正當理由相信消息已公開者，不負賠償責任。
- V. 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

⁵ 請參閱吳光明，證券交易法論，第 325 頁，三民書局出版，2015 年 9 月增訂十三版。

⁶ 請參閱臺灣證券交易所股份有限公司，內線交易一點通，第 4 頁，2015 年 5 月編印。

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。

VI. 第二項所定有重大影響其支付本息能力之消息，其範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之。

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

簡而言之，內線交易之構成要件可分下列五個層面理解：

一、 適用主體

依上開規定，我國證券交易法界定之受規範對象包含下述六類：

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。須注意者，**公務員亦可能成為本款之規範對象**。例如於勁永公司案，法院引用美國法下之私取理論，認為金管會金檢局局長及證交所專員，均屬基於職業關係獲悉消息之人⁷。
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。關於獲悉消息是否限於直接獲悉，我國學說尚有爭議，惟**法院實務有認不以直接受領人為限者**⁸。

此外，上述第 1 款及第 2 款所訂內部人之配偶、未成年子女及為其持有股票者，亦受本條之規範⁹。

二、 實際知悉

於 2010 年 6 月證券交易法修正前，原係使用獲悉之文字，後改為實際知悉，目的在使其係指內部人對公司重大消息實際知悉的情況更為明確。惟學者多認因過去的司法判決多數均認應以行為人實際知悉時為準，故此變更不致影響司法實務之運作¹⁰。

三、 發行股票公司有重大影響其股票價格/支付本息能力之消息

⁷ 台北地院 94 年度囑訴字第 1 號刑事判決、台灣高等法院 95 年度囑上訴字第 5 號刑事判決及最高法院 99 年度台上字第 922 號刑事判決。相關評析請參閱劉連煜，同註 4，第 53 至 67 頁。

⁸ 賴英照，同註 2，第 217 頁。

⁹ 此種情形，學者認為負內線交易責任之人仍為董監經理人及大股東本身。參閱劉連煜，同註 4，第 10 頁。

¹⁰ 賴英照，同註 2，第 229-230 頁。劉連煜，同註 4，第 112 頁。

本條所稱之內線消息可分為二大類，分述如下：

1. **發行股票公司有重大影響其股票價格之消息**，此依同條第4項，係指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，其具體內容對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息；其範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之。
2. **針對公司債部分，則是發行股票公司有重大影響其支付本息能力**，其依同條第6項，範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之。

基於上述之法律授權，主管機關制訂了「證券交易法第157條之1第5項及第6項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」（下稱「重大消息及公開辦法」）以茲規範。是否屬內線消息，宜參酌前述管理辦法及其不時之修訂。

而依學者之彙整，我國以往之案例顯示，所謂重大消息，主要是有關公司財務業務等營運事項，少數為市場變動因素、證券主管機關對增資案的准駁及檢調機關或證交所對上市公司進行搜索或調查行為等¹¹。

四、 在消息明確後，未公開前或公開後 18 小時內

首先，此要件涉及重大消息之成立時點，為實務上爭議最多的要件之一。2010年6月修正之證交法雖有「在該消息明確後」之規定，但並無「成立」之用語，惟前揭重大消息及公開辦法第五條規定，所稱之消息之成立時點，為事實發生日、協議日、簽約日、付款日、委託日、成交日、過戶日、審計委員會或董事會決議日或其他依具體事證可得明確之日，以日期在前者為準。由於此僅為主管機關之命令，故實務上法院判斷雖會援引，但僅為參考而可能有不同之見解。學說上，學者亦贊成應依具體情形是否對投資人的投資決定具有重大影響作為判斷標準，而不應認為凡程序尚未完成者，消息即未成立，因此均非內線消息¹²。

再，關於公開的意義，證交法並未明訂，但前揭重大消息及公開辦法第六條，規定如下：

- (1) 關於公司財務、業務及影響支付本息能力等重大消息的公開，係指經公司輸入公開資訊觀測站。
- (2) 關於證券市場之市場供求之重大消息，係指透過下列方式之一公開：公司輸入公開資訊觀測站；臺灣證券交易所股份有限公司基本市況報導網站中公告；財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心基本市況報

¹¹ 賴英照，同註2，第226頁。

¹² 賴英照，同註2，第228至229頁。

導網站中公告；或兩家以上每日於全國發行報紙之非地方性版面、全國性電視新聞或前開媒體所發行之電子報報導。

同上，雖已有前揭重大消息及公開辦法，惟法院實務之見解對於是否公開之認定仍屬分歧¹³。

五、 自行或以他人名義，買入或賣出該公司上市(櫃)股票或其他具股權性質之有價證券/賣出該公司上市(櫃)公司債

依上開規定，內線交易之規範僅適用於交易市場，而不及於發行市場。換言之，未上市(櫃)之證券、發行市場買賣(不論發行人是否為上市(櫃)公司)，均不受內線交易之規範¹⁴。

適用於股票、公司債或其他具有股權性質之有價證券。須注意者，公司債部分，僅規定知悉內線消息後不得賣出，此點與股票或其他具有股權性質之有價證券不同。另，證交法施行細則第 11 條第 1 項規定此之具有股權性質之有價證券係指可轉換公司債、附認股權公司債、認股權憑證、認購(售)權證、股款繳納憑證、新股認購權利證書、新股權利證書、債券換股權利證書、臺灣存託憑證及其他具有股權性質之有價證券，併此敘明。

以上為內線交易構成要件之簡要說明，違反效果部分，茲分民事責任及刑事責任部分簡要說明如下：

一、 民事責任

違反內線交易之規範者，對於當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將賠償額提高至三倍；其情節輕微者，法院得減輕賠償金額。此部分之三倍賠償係修法引進之制度，對於何謂情節重大，目前之司法實務多從寬認定¹⁵。

內線交易之消息受領人(亦即第 157-1 第一項第五款之人)，對於前述損害賠償，應與第 157-1 第一項第一款至第四款提供消息之人，負連帶賠償責

¹³ 劉連煜，同註 4，289 至 292 頁。賴英照，同註 2，第 234 頁。

¹⁴ 對此規範，有學者認為係規範之疏漏，如賴英照，同註 2，第 210 頁。

¹⁵ 賴英照，同註 2，第 239 至 240 頁，舉板橋地院 93 年度金字第 6 號民事判決、台北地院 93 年度重訴字第 859 號民事判決、最高法院 96 年度台上字第 1244 號民事判決以及台灣高等法院 97 年度訴字第 6 號民事判決為例。

任。但第一項第一款至第四款提供消息之人有正當理由相信消息已公開者，不負賠償責任。換言之，我國證交法明訂內線交易須負連帶賠償責任者，僅限於消息受領人及不具免責事由之消息提供者。

二、 刑事責任

違反內線交易之規定者，除民事責任外，依證交法第 171 條，尚可能面臨三年以上十年以下有期徒刑，以及併科新臺幣一千萬元以上二億元以下罰金之刑事責任。須注意者，本條之處罰對象，一般認為係以實際知悉內線消息後買賣證券之人為限，如無買賣行為，即不受處罰¹⁶。

此外，其犯罪所得金額達新臺幣一億元以上者，處七年以上有期徒刑，得併科新臺幣二千五百萬元以上五億元以下罰金。其犯罪所得利益超過罰金最高額時，得於所得利益之範圍內加重罰金；如損及證券市場穩定者，加重其刑至二分之一。

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

肆、 實例分析

如前所述，關於內線交易的成立，實務上爭議最多的議題之一，是重大消息成立時點的認定問題。茲以近期引起廣泛討論的普訊創投柯文昌內線交易案為例討論如下。

一、 事實摘要¹⁷

綠點公司為著名之手機機殼製造商。自 94 年間起，其欲爭取成為 Nokia 手機之供應商，考量紐約證交所上市公司美商捷普公司（以下稱「美商捷普公司」）為 Nokia 全球三大供應商之一，且該公司並無生產製造手機機殼之能力，在斟酌產業垂直整合面之互補性，認為美商捷普公司為綠點公司最適合之合作對象，便透過管道與該公司接洽。

於溝通協商後，綠點公司於 95 年 9 月 6 日召開之董事會中，決議通過

¹⁶ 賴英照，同註 2，第 242 頁。

¹⁷ 參最高法院 104 年台上字第 3877 號判決及台灣高等法院 102 年金上重更(一)字 7 號刑事判決。

與美商捷普公司簽訂內容為「美商捷普公司以百分之一百現金方式併購或取得公司股權，雙方合併後，美商捷普公司為存續公司，綠點公司為消滅公司，美商捷普公司同意以 95 年 8 月 24 日綠點公司每股收盤價 79.7 元為基礎，每股溢價率為百分之 18 至 38，價格為 94 元至 110 元之現金取得綠點公司百分之一百流通在外股權，在雙方簽訂該不具約束力之意向書後，美商捷普公司並將執行為期二週的 Due Diligence（實地查核），且排他條款期間將持續至 95 年 10 月 31 日，以供雙方進行本併購案最後合約之討論，綠點不可與其他第三方進行由其他第三方所提出之可能的股權或資產之交易」之不具約束力意向書案。而美商捷普公司於 95 年 9 月 11 日對綠點公司提出與上開決議內容大致相同之無拘束力意向書，由綠點公司董事兼總經理江懷海於 95 年 9 月 12 日代表綠點公司簽署無拘束力意向書（Non-binding LOI）後，將之回傳並委請委外快遞人員寄送予美商捷普公司。

美商捷普公司自 95 年 10 月 2 日起，在綠點公司進行為期四週之實地查核。於實地查核完成後，雙方於 96 年 11 月 8 日於美國舊金山簽署協議，約定美商捷普公司將以每股 109 元之價格，收購綠點公司負責人李毓洲及其他高階主管持有之全部股份，以利美商捷普公司後續公開收購綠點公司股票之計劃進行，並將由美商捷普公司透過其直接及間接持有百分之百之子公司即臺灣捷普科技股份有限公司（下稱「臺灣捷普公司」）與綠點公司簽署合併契約案，臺灣捷普公司與綠點公司合併後，將以臺灣捷普公司為存續公司，綠點公司為消滅公司。綠點公司於 95 年 11 月 22 日召開董事會，通過與臺灣捷普公司簽署合併契約案，現金合併價格為每股 109 元，並於同日在公開資訊觀測站公布此一重大消息。

普訊公司（普訊集團中之一員）為綠點公司之股東，王榮哲（普訊集團市場交易部經理）與何正卿（綠點公司之獨立董事，前普訊公司於綠點公司之法人董事代表）先後將上開消息告知柯文昌（普訊集團之負責人），柯文昌並於 95 年 9 月 12 日以後（即簽署無拘束力意向書後），同年 11 月 22 日前（即公開此重大消息前），指示王榮哲等購入綠點公司股票，獲利約新台幣 4 億餘元。判決認定柯文昌、何正卿及王榮哲為共同實行刑法第 157 條之 1 第 1 項第 1 款及第 4 款內線交易罪之共同正犯，且犯罪金額達一億元以上，依同法第 171 條第 1 項第 1 款及第 2 項規定處罰。

二、 重大消息成立時點之認定

本案判決認為，關於重大消息成立時點之認定，應「以客觀觀察，重大消息所指內涵於一定期間必然發生之情形是否已經明確，或有事實足資認定事實已經發生。」「就併購契約之成立，通常須歷經數個階段，包括初步磋商、達成協議、簽訂契約、董事會決議等。在雙方初步磋商過程中，因屬意

見交換，若未達成共識，尚難認已有合併之雛形，惟若雙方已針對重要之點達成協議，意謂雙方已對合併達成共識，則其後續之簽訂契約及經董事會決議之過程，僅係逐步完成合併之程序，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，應以消息最早成立之時點為準。」

本案判決認定，綠點公司 95 年 9 月 6 日董事會會議記錄載明本二階段併購案之交易架構、評價基礎、價格區間等內容，足認美商捷普公司與綠點公司對於美商捷普公司併購綠點公司之條件、金額已有具體內容。且美商捷普公司於 95 年 9 月 11 日對綠點公司提出與綠點公司董事會決議通過內容大致相同之無拘束力意向書，亦經由江懷海於同年 9 月 12 日簽署並將之回傳予美商捷普公司，應認「美商捷普公司合併、收購綠點」此一重大消息於 95 年 9 月 12 日美商捷普公司與綠點公司簽署無拘束力意向書(Non-binding LOI) 之後，已成形、有具體內容，並且已臻明確，故認定美商捷普公司併購綠點公司之重大消息成立時點為 95 年 9 月 12 日美商捷普公司與綠點公司簽署無拘束力意向書 (Non-binding LOI) 時。

三、 本文見解

1. 於併購談判實務上，為確認雙方進行併購之意願及初步共識，於談判初期，就進行併購之主要前提及條件，例如獨家議約期間、保密條款、實地查核之期間及範圍、可能之價格區間及併購架構等，先行簽署「無拘束力意向書」（惟部分條款例如獨家議約期間及保密條款多有拘束力）為常見之作法。由於該文件並無法律上之拘束效力，且一般而言，從簽署「無拘束力意向書」起至簽署具拘束力之併購契約間，通常尚須經過實地查核、合約談判等過程，依案件之複雜程度，可能有多寡不一之條件或問題必須協商解決及取得共識，且雙方當事人通常均隨時可叫停，一般認為，其並無依據重大消息及公開辦法予以公開之必要，於本案前，似無前例認定簽署「無拘束力意向書」為內線交易之重大消息成立時點。
2. 本案判決認為，雖然於 95 年 9 月 12 日簽署「無拘束力意向書」時，收購之具體價格尚未確定，但在美商捷普公司與綠點公司在雙方均具有高度意願之情況下，對於價格的談判始終以達成併購為目標，最後議定的價格亦落於雙方共識的價格區間內，既然雙方對於每股收購價格區間既有初步共識，亦以該範圍議價，故雙方於 95 年 9 月 12 日簽訂意向書(LOI) 時，實堪認雙方對於美商捷普公司併購綠點公司已有初步共識，自可謂為重大消息明確時點。
3. 本案之股份收購本質為一買賣契約，依據民法第 345 條第 2 項規定，「標

的物」及「價金」為買賣契約成立之必要之點。故就股份收購而言，雙方對收購之標的及對價是否達成合意，自為認定「重大消息所指內涵是否於一定期間必然發生之情形是否已經明確」所應考量之重要之點。本案判決就價金的部分認定雙方如就對價金之區間有初步共識，即可認為已臻明確，而不以有確定之交易價格或金額為必要。

4. 有疑問的是，本案雙方雖於「無拘束力意向書」中載明對價金區間之初步共識，惟如前所述，「無拘束力意向書」無法律上拘束力，充其量只能認為是併購談判之起點，雙方將於實地查核後，根據實地查核之結果再行協商討論包括價金在內之收購條款及條件。最後雙方是否能達成協議，最後合意之收購對價是否確係在「無拘束力意向書」所載之價格區間內，於簽署「無拘束力意向書」時均無法確定。則其是否適宜認定為重大消息明確時點，確有值得探究之處。
5. 本案判決就「無拘束力意向書」無法律上拘束力之本質，似不認為其為應考量之點，而以「雙方均具有高度意願之情況下，對於價格的談判始終以達成併購為目標，最後議定的價格亦落於雙方共識的價格區間內」認定本案重大消息已臻明確。亦即以整個併購案之歷程，為事後觀察，並以之判斷最後雙方達成之具體協議內容之最早明確時點。至於在該時點當時，該內容是否有法律上之拘束力、就當事人主觀而言，是否確屬「必然發生」，似均非重大消息是否成立應考量之點。
6. 上開認定標準，就促進證券市場交易公平性，防止公司內部人之道德風險等角度，或有必要，惟對內部人而言，或有構成要件不明確之虞。試想，如於簽署「無拘束力意向書」後，雙方變更交易架構，或最後確定之交易價格並未落在該意向書載明之價格區間，則對重大消息時點之認定，是否將有不同？更何況簽署「無拘束力意向書」後，仍有不成案之可能。則就內部人而言，其確有不明確而無從遵循之疑慮。
7. 本案相較於力晶公司董事長黃崇仁買賣旺宏公司股份涉及內線交易無罪確定¹⁸一案，亦可凸顯目前司法實務上對重大消息成立時點認定之不一致性。旺宏公司就出售其晶圓三廠與力晶公司一案，係自 94 年 8 月開始洽談。歷經力晶公司專案小組先期評估報告(94 年 9 月 30 日)、進行實地查核(94 年 10 月 11 日至 14 日)、力晶公司董事長黃崇仁裁示在 50 億元內與旺宏洽談購廠事宜(94 年 10 月底)、旺宏公司開始規劃晶圓三廠淨空作業，將晶圓三廠機台搬回二廠(約自 94 年 11 月 28 日起)、雙方於 94 年 12 月 16 日召開會議決議廠房以 48 億元買斷成交、再於

¹⁸ 參最高法院 104 年台上字第 78 號判決及台灣高等法院 102 年重金上更(一)字第 4 號判決。

94年12月22日召開會議以53億元成交等歷程後，力晶公司及旺宏公司於95年1月18日同一天召開董事會通過本交易簽定備忘錄，並將該等消息輸入公開資訊站。本案各級法院對重大消息之成立時點各有不同見解，有認為早至94年11月28日旺宏公司開始規劃晶圓三廠淨空作業時，該消息已明確者¹⁹，亦有認為遲至95年1月18日董事會通過該案並公開此等消息時，該重大消息始成立²⁰。其後最高法院104年度台上字第78號刑事判決雖認定94年12月22日召開會議價格洽定時為重大消息明確之時點，惟鑒於刑事妥速審判法之規定，檢察官上訴經最高法院駁回，而維持台灣高等法院102年度重金上更(一)字第4號判決，即以95年1月18日董事會通過為重大消息成立時點，黃崇仁之無罪判決即告確定。惟不論是94年12月22日或95年1月18日，皆是以完成實地查核，具體交易價格已確定為前提所為之認定，與普訊創投柯文昌內線交易案認定時點顯有不同。

伍、 結語

為促進證券市場交易之公平性，內線交易之規定有其必要，惟重大消息成立時點之認定困難，在實務上迭生爭議亦是不爭的事實。就併購案而言，柯文昌內線交易案以就價格區間達成初步合意，並簽署無拘束力之意向書為重大消息成立時點之見解是否會成為一般性的法院見解尚待觀察，惟就內部人而言，就內線交易之構成要件等應有一定之認知。如公司擬進行併購或其他足以該當重大消息之事件時，內部人即應避免買賣公司之股票，以避免內線交易之風險。尤其現今立法之趨勢不論係就民事責任或刑事責任，均朝加重之方向修法，實不可不慎。

(本文為作者個人意見，不代表事務所立場。)

¹⁹ 參最高法院102年台上字第1672號判決。

²⁰ 參台灣高等法院102年重金上更(一)字第4號判決。