

行政院國家科學委員會專題研究計畫 期末報告

公開收購下之資訊使用及揭露與內線交易之研究(第2年)

計畫類別：個別型
計畫編號：NSC 100-2410-H-004-025-MY2
執行期間：101年08月01日至102年07月31日
執行單位：國立政治大學法律學系

計畫主持人：朱德芳

計畫參與人員：碩士班研究生-兼任助理人員：邱冠文，高于婷

報告附件：出席國際會議研究心得報告及發表論文

公開資訊：本計畫涉及專利或其他智慧財產權，2年後可公開查詢

中華民國 102 年 12 月 19 日

中文摘要： 公開收購為內線交易規範下所謂的重大消息。究竟公開收購人，公開收購的內部人，能否於消息公開收購下利用此一消息進行有價證券的買賣？我國開發金公開收購金鼎證一案中，一審法院與二審法院均認為不構成內線交易。其理由如下：其一，法人不能成為內線交易之犯罪主體；其二，本件開發金與開發國際購入兆豐金股票時，重大消息尚未成立。其三，開發金與開發國際係依證交法第 43-1 條第 1 項共同取得金鼎證之股票，且亦符合該條項關於大量持股申報之規定；

本文逐一檢討前述法院判決理由。本文認為雖認同本案中，被告買入股票時消息尚未成立，故不構成內線交易，但對於法院提出其他兩點不構成內線交易的理由，本文有不同意見。本文從美國法與我國法分析認為，倘重大消息成立，公開收購人雖可以買進目標公司股票，但不可將此一訊息傳遞他人，並且不可將此一訊息授權他人使用。本文並進一步分析，內線交易的規範與大量持股申報與共同取得的規定，其立法目的不同，後者不能作為前者的避風港。

中文關鍵詞： 公開收購，內線交易，大量持股申報，共同取得，私取理論，消息傳遞理論

英文摘要：

英文關鍵詞：

公開收購與內線交易—

朱德芳*

壹、案件事實概要與法院判決

貳、法人是否為證交法第 157-1 條第 1 項所定內線交易之犯罪主體？

一、各國立法趨勢逐漸肯認法人犯罪

二、我國法下的解釋

參、公開收購與內線交易

一、公開收購要約人在公開收購消息公開前買入目標公司股票，是否構成內線交易？資訊平等理論內涵之再確認

1. 資訊平等理論內涵之再確認

2. 美國 SEC Rule 14e-3 的借鏡

二、併購公司之內部人在消息公開前買入目標公司股票時，是否構成內線交易？

1. 證交法第 43-1 條大量取得股份之申報義務與內線交易之關係

2. 「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第 13 條保密義務與內線交易規範之關係

3. 證交法第 43-3 條公開收購期間交易管道單一規定與內線交易之關係

三、公開收購要約人於公開收購消息公開前與他人共同取得目標公司股票，是否構成內線交易？證交法第 43-1 條共同取得是否為內線交易之安全港？

(一) 美國法之規定

1. Rule 14e-3 之規定

* 政治大學法學院副教授。

2. 公開收購人與他人共同取得目標公司股票

(二) 共同取得之利與弊

四、 公開收購下內線交易消息何時明確？

肆、 結論

壹、 案件事實概要與法院判決

中華開發金融控股股份有限公司（下稱開發金控）與金鼎證券股份有限公司（下稱金鼎證）經營權爭奪戲碼，高潮迭起，從 94 年上半年起開發金控透過開發國際投資股份有限公司（下稱開發國際，自 91 年 7 月 11 日起為不繼續公開發行之公司，開發金控 100% 持股子公司中華開發工業銀行股份有限公司（下稱開發工銀）持有開發國際百分之二十八點七一之股權）買入金鼎證股票，至今年 6 月份傳出群益證券擬收購開發金控手中金鼎證持股併與金鼎證合併新聞以來¹，可謂爭議不斷。關於開發金控併購金鼎證是否涉及內線交易，業已經台北地方法院於今(99)年 8 月 27 日作成 98 年度金重訴字第 12 號刑事判決²。本案經台北地方法院檢察官 96 年偵字第 22215 號起訴書起訴，主張，(1)辜仲瑩、吳春臺、劉紹樑共同涉犯證交法第 171 條第 1 項內線交易、第 2 項犯罪所得超過一億元³。(2)辜仲瑩、吳春臺、劉紹樑、陳木在共同涉犯金融控股公司法第 57 條第 1 項金融背信、第 2 項金融控股公司負責人或職員二人已上共同實施犯罪行為之罪嫌⁴。台北地方法院均為無罪之認定。

由於是否構成內線交易涉及內線消息是否已經成立等事實問題，本文分別就檢察官起訴事實、被告主張以及法院認定事實，整理本案事實如下：

¹ 田裕斌，「成本殺出 開發金 忍痛賣金鼎證」，http://www.cna.com.tw/ShowNews/WebNews_Detail.aspx?Type=FirstNews&ID=201007260055，最後瀏覽日 2010/10/28。

² 本判決除涉及開發金控透過開發國際購買金鼎證是否構成內線交易外，另涉及開發金為使金鼎證反制開發金併購的四合一合併案(金鼎證、環華證金、第一證券、遠東證券四家公司合併，並以金鼎證為存續公司)破局，安排開發國際等購買環華證金股票是否涉及偽造文書等罪嫌。本文以內線交易為評析核心。

³ 辜仲瑩自民國九十三年四月間起擔任開發金控總經理、開發金控 100% 持股子公司中華開發工業銀行股份有限公司（下稱開發工銀）董事長兼常務董事；吳春臺係兼任開發金控執行副總經理、開發工銀董事（九十五年七月間辭任）及開發國際董事長；劉紹樑為開發金控策略企畫處資深副總經理暨策略長。

⁴ 陳木在兼任開發金控董事長與開發國際董事。

時間	檢察官起訴事實	被告主張事實	法院認定事實
94/3/23 ~3/31	<p>➢ 94 年年初開發金控經營團隊開始規劃大華證、中信證與統一證之三合一合併，惟同年 3 月 24 日召開之董事會反對，辜、吳、劉等開發金控高層遂決策改以金鼎證為併購對象，並擬提前佈局。</p>	<p>➢ 開發金控於 94 年 3 月底起至 4 月下旬仍在進行三合一合併案之相關事宜，董事會延會至 4 月 25 日、重新委由摩根史坦利鑑價、與公股協調等程序，在人力及財務上，均無能力在另行規劃其他併購案。</p> <p>➢ 開發金控幕僚係於 94 年 5 月下旬，因金管會於同年月初擬修正金融控股公司依金融控股公司法第三十六條申請轉投資審核原則，始開始研議有關轉投資金鼎證事宜⁵。</p>	<p>➢ 開發金控高層因三合一合併案受阻，乃決策轉以金鼎證為併購標的，由黃偉佳⁶於 94 年 3 月底、4 月初，以開發金控擬併購金鼎證為由，指示開發國際經理部門買進金鼎證股票，開發國際經理部門係配合開發金控併購金鼎證，並與開發金控共同取得金鼎證之目的而買進金鼎證股票⁷。</p>
94/2/2~ 4/12	開發工銀(開發金 100% 持股之子公司)以短期投資名義陸續購入金鼎證	未爭執	雙方不爭執

⁵ 被告辜仲瑩等人主張，依 94 年 6 月修正前之金融控股公司轉投資審核規則，金控若欲轉投資證券商，需一次投資達百分之二十五之控制性持股，在上開規範修正前，法令上亦不允許開發金控轉投資金鼎證，且併購決策至少需董事會決議才算數，若僅有少數人有此規劃，並未與幕僚討論形成決議，且未經董事會決議，根本不能算開發金控之決策。

⁶ 黃偉佳係開發金控海外直接投資業務部資深部總經理，94 年 8 月起並兼任開發國際總經理。

⁷ 法院認為被告辜仲瑩等人稱由於當時金控法相關法規關於金控公司限制之限制，致使開發金根本沒有可能考慮併購金鼎證之說明不足採，法院認為「雖相關法規就金控公司轉投資審核原則設有限制，然以我國行政機關之行事作風及慣例，在開始著手修改相關行政命令之前，必有一段時間非短之對外徵詢各界意見時期，而以開發金控經理部門就金控公司各項業務與金管會各單位人員接觸往來密切之情況以觀，開發金控經理部門在金管會於 94 年 5 月 5 日具體形成新轉投資審核原則草案前，當已對於金管會將著手修改相關行政命令及將如何修改有所風聞；且因開發金控透過開發工銀僅持有開發國際股權百分之 28.71，開發金控復未經由開發工銀指派開發國際過半數之董事、監察人，依金融控股公司法之規定，開發國際非屬開發金控之子公司，則開發國際於 94 年 4 月間先行買進金鼎證，並不因開發金控受限於舊轉投資審核原則不得轉投資而受影響，即便開發金控受限於舊轉投資審核原則而不得轉投資金鼎證，開發金控仍可以其實際控制之開發國際經理部門所先行買進之 4.32% 金鼎證股權，作為其與金鼎證經營者談判合意併購之籌碼，舊轉投資審核原則之前限制並非絕無突破之方法，況三合一合併案已現頹勢，如前所述，而指示開發國際經理部門先行轉投資金鼎證，並未動用開發金控資金，對開發金控資金水平並無影響，且開發國際先行買進金鼎證僅為併購前期部署，仍保有可攻可守之彈性，並無經開發金控之三長及幕僚人員進行評估之必要，復若三合一合併案不能通過，開發國際買進金鼎證股權之先行部署可用以作為與金鼎證經營者談判之籌碼，亦可用以逼退其他潛在之競爭者，若三合一合併案真能通過，則開發金控仍有評估如何籌資及是否繼續併購金鼎證之空間，即便開發金控事後評估決定不併購金鼎證，開發國際亦可透過處分金鼎證股票而輕易撤出，並無影響。綜上各點，本案尚難以舊轉投資審核原則設有限制、同時進行三合一合併案及金鼎證併購案資金水平不足、三合一合併案尚未確定破局及開發金控三長及相關幕僚並未進行評估等理由即逕認開發金控之經理高層即被告辜仲瑩、被告吳春臺、被告黃偉佳於 94 年 4 月間並未形成併購金鼎證之決策。」。

	股票 4 萬千股，為 4.88%，已達工業銀行設立及管理辦法所定轉投資之上限。		
94/4/7-8, 4/11-12	<ul style="list-style-type: none"> 開發國際陸續以短期投資⁸名義購入金鼎證共計 35474 千萬股，每股均價為 9.82 億元，總金額計 3.5 億元。 	<ul style="list-style-type: none"> 開發國際之董事共 17 席，開發工銀因持股開發國際約 28%之股份而僅占開發國際之董事 4 席，其餘 13 席均為國內知名上市公司及金融機構，開發金控及開發工銀對於開發國際並無絕對控制力。 開發國際購買金鼎證股票係出於自行專業投資判斷。 	<ul style="list-style-type: none"> 法院認為，由開發金控、開發工銀與開發國際間人事流動、財務管理報告、業務影響力、績效檢討報告等情況，可知開發金控經由開發工銀確切掌控開發國際之人事、財務、業務等各項重要事務，開發金控、開發工銀對於開發國際之經理部門具有實質控制力。 開發國際於 94 年 4 月間買進金鼎證之決定，係由受開發金控、開發工銀實質控制之開發國際經理部門所決行，與開發國際董事會、常董會並無關連。 法院認定開發國際買進金鼎證並非單純的短期投資，而係基於開發金欲併購金鼎證所為之提前佈局。開發國際經理部門係配合開發金控併購金鼎證並與開發金控「共同取得」金鼎證之目的而買進金鼎證股票。
94/6/27	<ul style="list-style-type: none"> 開發金董事會決議轉投資金鼎證 5%-15% 	未爭執	雙方不爭執
94/7/21	<ul style="list-style-type: none"> 金管會核准轉投資案 	未爭執	雙方不爭執
94/9/12	<ul style="list-style-type: none"> 開發金、開發工銀、開發國際依證交法§43-1 向金管會申報已共同取得金鼎證股份超過 10% 	未爭執	雙方不爭執
94/10/7	<ul style="list-style-type: none"> 開發金控董事會決議通過增加轉投資金鼎證可達 70% 	未爭執	雙方不爭執

⁸ 經法院審理認定，開發國際短期投資係授權開發國際經理部門決定，無須董事會決定，開發國際總經理之授權額度為投資總額上限 50 億元，其中國內投資總額上限為 30 億元，國內單一個股投資總額上限為二億元；倘逾限額，則須簽請董事長專案核准。開發國際購買金鼎證之交易均依照相關規定，分別經由當時總經理沈平與董事長吳春臺簽核。

94/11/23	➤ 開發國際常董會決議出售金鼎證股票	未爭執	雙方不爭執
95/2/17	➤ 開發金董事會決議公開收購金鼎證，並向金管會申報，公開收購期間，開發國際將所持有之金鼎證股票以每股14元價格授予開發金控，開發國際獲利1.4億元。	未爭執	雙方不爭執

法院依其所認定之事實，認為被告辜仲瑩等人以開發國際名義於94年4月買進金鼎證股票之行為不構成內線交易，同時，開發國際參與開發金控發起之公開收購賣出金鼎證股票，亦不構成金控背信。本文以下將以開發國際於94年4月先買進金鼎證股票是否構成內線交易為評析核心。

我國證交法第157-1條禁止特定身分之人，獲悉未經公開且影響證券價格的重要消息後買賣證券，違反此一禁止內線交易規定者，應負民事責任(證交法第157-1條)與刑事責任(證交法第171條)⁹。

法院認定本件不構成內線交易，本文同意此一結論，但理由有所不同，茲就重要爭點分析如下。

貳、 法人是否為證交法第157-1條第1項所定內線交易之犯罪主體？

關於本件內線交易之行為主體，檢察官主張，辜仲瑩、吳春臺、劉紹樑及黃偉佳等人係基於「職務關係」，明知開發金控轉投資金鼎證之重大訊息將影響金鼎證股票價格，在消息未公開前，以其可控制之開發國際名義購入金鼎證股票，隨後出售予開發金，因而使開發國際獲利1億元4489萬5520元，是以辜仲瑩等人違反內線交易¹⁰。本件檢察官以自然人為起訴對象，而未起訴實際執行買入金鼎證券股票之開發國際。至於檢察官為何不起訴開發國際，則應與實務上對於法人是否得為內線交易犯罪主體有所疑慮有關。

⁹ 賴英照，最新證券交易法解析，2009年10月再版，頁445。

¹⁰ 檢察官起訴書並以辜等人與陳木在明知開發國際已事前持有金鼎證股票，於開發金公開收購金鼎證股票期間，將開發國際持有之金鼎證股票售予開發金，造成開發金1億元4489萬5520元之損害，亦涉及金融控股公司法第57條第1項罪嫌。

本件法院明確指出公司不得為內線交易之犯罪主體，「證券交易法第 157-1 條第 1 項內線交易所訂之犯罪主體不包括法人，而證券交易法第 179 條僅為過橋條款，亦即證券交易法各個刑事處罰條文規定法人得為犯罪主體時，始得援引證券交易法第一百七十九條作為處罰法人行為負責人之依據，是揆諸前開規定及說明，法人並非證券交易法第一百五十七條之一第一項所定內線交易之犯罪主體，法人之機關為法人名義所為之行為，為立法疏漏而不能逕以該機關為內線交易罪之處罰對象，本院九十六年度重訴字第一九號判決（即紅火案）亦同此見解，我國權威學者復有相同之見解（見賴英照著最新證券交易法解析九十八年十月再版第四九九頁、第五〇〇頁），因證人沈平係以開發國際法人名義購買金鼎證股票，是本案開發國際於九十四年四月間買進金鼎證之行為，尚難論處證人沈平¹¹觸犯證券交易法第一百五十七條之一第一項之內線交易罪，自亦無從論以被告辜仲瑩、吳春臺、黃偉佳共犯內線交易罪。」

簡言之，法院認為本案件購入金鼎證股票之人為開發國際，而法人並非內線交易之犯罪主體，故無法處罰開發國際，又因立法疏漏，法律未規範法人機關以法人名義所為之行為，故亦無法處罰辜仲瑩等人。

一、各國立法趨勢逐漸肯認法人犯罪

法人是否具犯罪能力，我國實務上向來採否定看法。本件法院援引最高法院 54 年臺上字第 1894 號判例認為，「法人為刑事被告，除有明文規定外，在實體法上不認其有犯罪能力，在程序法上不認其有當事人能力。」此一看法源自傳統大陸法系國家刑法理論，認為刑法乃以倫理道德為基礎，自僅得以具有倫理性的自然人為規範對象，又認為刑法概念中的行為係出於自然人之內在意思決定與意思活動，並行諸於外在可見之行止，法人並無如自然人之意思決定與活動，其自身亦無法為行止，自不能成為適格之犯罪主體¹²。

然，各國也關注到工業革命後，高度資本化之結果，經濟力逐漸集中於各類法人，法人成為社會經濟生活中重要的參與者。以美國為例，其法院即早在近一個世紀以前，即承認公司有犯罪能力。美國聯邦最高法院於 1909 年 *NEW YORK CENTRAL & HUDSON RIVER RAILROAD COMPANY v. UNITED STATES* 一案開

¹¹ 開發金控經理高層（含被告辜仲瑩、吳春臺、黃偉佳）於三合一合併案受阻後，乃決策以金鼎證為併購標的，由時任開發金控海外直接投資業務部資深部總經理黃偉佳於 94 年 3 月底、4 月初，以開發金控擬併購金鼎證為由，指示時任開發國際總經理之沈平買進金鼎證股票，沈平係實際執行買進金鼎證股份之人。

¹² 蔡墩銘，刑法精義，頁 53-56（2005 年 7 月二版）。林山田，刑法通論（上），頁 150-151（2000 年 10 月七版）。

啟了承認法人犯罪的先例¹³。聯邦最高法院於判決中指出，「吾等無論從法規本身以及公共政策之目的，均無法否認為何對於透過代理人與經理人行為並從交易中獲利之公司，不得課以罰金……法律不能忽視現今社會中，絕大多數的交易係透過公司等法人進行……不能僅以過時的理論即放棄得以刑罰手段控制與矯正法人行為之機會¹⁴」。雖然美國學術界對於法人犯罪仍有爭論，但實務判決與立法上均肯認得課予法人刑事責任¹⁵。

而大陸法系國家亦逐漸關注法人犯罪議題，我國刑法學者也指出行政刑法的發展逐漸承認課以法人行事責任之必要性，並且指出行政刑法由於不具倫理性，與普通刑法以自然人為犯罪切入點不同¹⁶，且承認法人犯罪亦有其實益¹⁷。然，如何認定法人犯罪？依學者之見解，除必須是刑罰法規有處罰法人之規定外，以法人名義實施犯罪行為，實施者必須是可代表法人之代表人、主管人員或其他法人成員，且係為法人利益而實施犯罪行為者¹⁸。

二、我國法下的解釋

在我國法下，法人究竟得否為內線交易之犯罪主體呢？證交法第 157-1 條並未直接規定公司等法人得為內線交易主體，而證券交易法第 179 條規定「法人違反本條之規定者，依本章各條之規定處罰其為行為之負責人」，這樣是否可以解釋為「刑罰法規已有處罰法人之規定」？還是如本件判決所言，第 179 條僅為「過橋條款」，並非法人得為證交法犯罪主體之規定？

根據本文觀察，財經法學界學者似多主張法人得為內線交易之主體。

首先，本件判決指出賴英照教授否認法人得為內線交易主體，實則法院對於賴教授論述似有誤解。本件法院引用認為賴英照教授否定法人得為內線交易犯罪主體之依據，係賴教授論及「上市、上櫃公司如有內線交易，在消息未公開前，

¹³ See 212 U.S. 481, 29 S.Ct. 304 (1909).

¹⁴ *Id.*, at 495-496 (“We see no valid objection in law, and every reason in public policy, why the corporation, which profits by the transaction, and can only act through its agents and officers, shall be held punishable by fine...While the law should have regard to the rights of all, and to those of corporations no less than to those of individuals, it cannot shut its eyes to the fact that the great majority of business transactions in modern times are conducted through these bodies, and particularly that interstate commerce is almost entirely in their hands, and to give them immunity from all punishment because of the old and exploded doctrine that a corporation cannot commit a crime would virtually take away the only means of effectually controlling the subject-matter and correcting the abuses aimed at.”)

¹⁵ 關於各國法人犯罪規範與發展之介紹，詳見林志潔，我國公司犯罪防制之研究，法務部 96 度委託研究計畫，2009 年 2 月 10 日，頁 10-26。

¹⁶ 林山田，經濟犯罪與經濟刑法，頁 141-142 (1984 年)。

¹⁷ 林志潔，我國公司犯罪防制之研究，法務部 96 度委託研究計畫，2009 年 2 月 10 日，頁 10-26。

¹⁸ 蔡墩銘，刑法精義，頁 53-54 (2005 年 7 月二版)。

公司買回或賣出本公司股份，是否構成內線交易？」於此一特定議題下，賴教授認為「就現行規定而言，公司本身既非證交法第 157 條之一第 1 項所規定之內部人，如何加以處罰？可否認為董事利用公司名義進行內線交易，因而董事應負刑責？由於買賣股票的資金係公司所有，且盈虧亦歸屬於公司，依證交法實施細則第 2 條規定，難以認定董事係利用公司名義買回股票。此外，在民事責任方面，證交法第條 157-1 第 2 項明定賠償義務人應對於『善意從事相反買賣之人』負損害賠償責任；由於買回股份者為公司，而董事並無買入股票，並非『相反買賣之人』，賣出股票之投資人亦無法向董事求償。斧底抽薪之計，應修法予以明定，並依本法第 179 條『法人違反本法之規定者，依本章各條之規定處罰其為行為之負責人』的規定，處罰行為的公司負責人。」也就是說，賴教授此處論述並非討論法人得否為內線交易之犯罪主體，而係發行股票公司買回自己股份是否構成內線交易的問題¹⁹。又賴教授於分析本條第 1 項第 3 款「基於職業或控制關係獲悉消息之人」時，亦指出「所謂控制關係，指控制發行公司業務經營、或重要人士之人，例如關係企業的控制公司」。顯見，賴英照教授並未否認法人有成為內線交易犯罪主體之可能性²⁰。

又本件法院所引用之最高法院五十四年臺上字第一八九四號判例，亦未否認法人之犯罪能力，其所強調者為應有法律明文規定者。然倘如本件法院認為，證交法第 157-1 條並未明文規定法人得為犯罪主體，又第 179 條僅為過橋條款，並以此否定法人得為內線交易之主體，則可能造成具有控制關係的自然人構成內線交易，而具有控制關係的法人卻不構成內線交易，或者持股超過 10% 之自然人股東為內部人，而持股 10% 之法人股東卻非內部人，又或者法人股東依公司法第 27 條第 1 項當選為公司董監事，卻得從事內線交易等不合理現象。如此，自然人即可透過法人遂行其犯罪。是以，本文認為法人亦得為內線交易之犯罪主體應為本條適用下之必然結果。

然承認法人得為內線交易主體之實益究竟何在？本文認為，如此即可對法人實施沒收，防止法人因為違法行為而更有所得。我國證交法第 171 條第 6 項規

¹⁹ 由於現行證交法確係未明文規定，公司應內線消息買回自己股份時，「該公司」本身是否為內線交易之犯罪主體，且此亦涉及公司內部消息屬於公司資產，公司本身利用屬於公司資產從事交易有無違反內線交易規範目的之討論，是仍有討論之必要。詳細分析請見張心悌，從法律經濟學與資訊財產權探討內線交易理論：兼論內線交易內部人之範圍，台大法學論叢第 37 卷第 3 期(2008 年 9 月)，頁 116-121。

²⁰ 賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，元照，2009 年 10 月再版，頁 488；劉連煜教授亦認為本條項之控制關係例如關係企業中控制公司與從屬公司間之關係，參見劉連煜，新證券交易法實例研習，2010 年第八版，頁 392。林國全教授亦認為法人可為內線交易主體，其認為「在我國承認法人董監之情況下，應認法人得為內線交易主體，且包括刑事責任與民事責任主體。」，參見財經法研究會舉辦，新修正證券交易法有關內線交易規定之剖析研討會會議紀錄，2010 年 7 月 15 日。

定，「……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。」如此，得對從事內線交易之法人沒收其犯罪所得，以免法人因從事內線交易更有所得。至於課予法人罰金是否適當，則容有討論空間。有認為科以法人罰金，無疑處罰其構成員，在法人為股東人數眾多的公開發行公司，股東對於公司運營並無決定權，要股東承擔責任似乎並不公平；然亦或有認為，使用者付費，由於法人犯罪耗費國家社會資源，罰金可視為使用國家資源之對價，否則將是由全體社會負擔此一成本，如此也未必公平。

然依證交法第 179 條之規定，「法人違反本法之規定者，依本章各條之規定處罰其為行為之負責人」，則是否可以對法人主張沒收，解釋上可能有所疑義。本文認為或可修法採許兩罰制，對於法人本身以及實際執行犯罪行為之代表人或負責人同時併罰，如此一方面可對法人進行沒收，必要時亦可課予罰金，另一方面可以刑罰威嚇法人之代表人或負責人，追本溯源，遏止法人犯罪。

然，即便在肯認法人得為內線交易之犯罪主體的前提下，也必須進一步討論，究竟是法人犯罪，抑或是自然人以法人名義從事犯罪行為，而法人僅為工具無須負責，應由自然人以間接正犯負責？於本案例事實下，倘本案例符合其他內線交易之構成要件，則係屬「開發國際構成內線交易」或者「辜等人利用開發國際名義進行內線交易」？

如前所述，法人構成犯罪，除應有刑罰法規有處罰法人之規定外，以法人名義實施犯罪行為，實施者必須是可代表法人之代表人、主管人員或其他法人成員，且係為法人利益而實施犯罪行為者²¹。

而所謂以法人作為工具，又應如何認定？證交法第 157-1 條第 5 項規定「第 22-2 條第 3 項規定，於第 1 項第 1 款、第 2 款，準用之。」也就是公司內部人以他人名義買賣有價證券，屬該內部人之內線交易行為，又證交法施行細則第 2 條，「以他人名義持有股票，指具備下列要件：一、直接或間接提供股票與他人或提供資金與他人購買股票。二、對該他人所持有之股票，具有管理、使用或處分之權益。三、該他人所持有股票之利益或損失之全部或一部歸屬於本人。」由於本條第 5 項規定「第 22-2 條第 3 項規定，於第 1 項第 1 款、第 2 款，準用之」，此即產生本條其他各款之人有無準用的爭議。而今(2010)年 5 月修正證交法時，本條第一項本文即加入「自行或以他人名義買入或賣出」之文字，其修正理由謂：「衡諸目前行為人交易模式多不以自己名義買賣，實務上認定亦包含以他人名義

²¹蔡墩銘，刑法精義，頁 53-54 (2005 年 7 月二版)。

買賣之行為，爰修正第一項規定，以求周延及明確」²²。也就是說，倘符合此一以法人名義買賣之內線交易行為，即法人僅屬於工具，應由實施該犯罪行為之人以間接正犯負責。

由本件案例事實來看，實難認定開發國際為辜仲瑩等人之工具，辜等人為開發金控的經營高層，開發金控以其 100% 持股之子公司開發供銀持有 28% 開發國際之股權，開發金控雖然對於開發國際具有實際上之控制權，但難認為開發金控直接或間接提供資金予開發國際購買金鼎證股票，亦難認定開發國際因此所獲之利益歸屬於辜仲瑩等人。

是以本文認為，在本案事實符合內線交易構成要件的前提下，被告辜等人係屬於第 3 款基於職業關係獲悉消息之人，而開發國際係自辜等人受領消息，故為第 5 款之消息受領人。由於實際從事內線交易者為開發國際，故以民事責任論，則賠償義務人應為開發國際，而辜等人依本條第三項應連帶負責。至於刑事責任，由於內線交易處罰對象為實際從事內線交易者，故在本文肯認法人亦得為內線交易犯罪主體的前提下，應認為開發國際違犯本條，除依將開發國際犯罪所得沒收外，尚得依證交法第 179 條處罰內線交易行為之負責人。

參、 公開收購與內線交易

一、 公開收購要約人在公開收購消息公開前買入目標公司股票，是否構成內線交易？

針對此一問題，本件法院採否定說。本件雖公開收購要約人開發金控因當時法規範之限制，無法自己取得金鼎證股票，而係透過其可實質控制的開發國際購入金鼎證股票，惟由法院論述中可知，法院認為倘公開收購要約人開發金在公開收購消息公開前買入金鼎證之股票，不構成內線交易。本文對此一表贊同。

法院分別就內線交易之三個理論，資訊平等理論、信賴關係理論，以及私取理論檢驗是否構成內線交易。

首先，在信賴關係理論 (the fiduciary relationship) 下，構成內線交易之前提，在於交易之一方對於他方具有信賴關係。本案中，開發金(或其內部人)對於金鼎證之股東並無受託義務，自無受「公開否則戒絕交易」原則(the disclose or abstain rule)之拘束。

²² 賴英照教授認為，本次修正所表達之意旨，為現行法應有之解釋，其目的亦非變更現行法之規定，賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，元照，2009 年 10 月再版，頁___。

又在私取理論(the misappropriation theory)下，買賣有價證券者縱或與交易相對人沒有信賴關係，然如其違背對於消息來源之忠誠與信賴義務，將所獲得之消息據為己有，圖謀私利，則仍構成內線交易。本案公開收購之消息來自於開發金，開發金倘購入金鼎證之股票，屬於自己利用自己產生之消息，並未違背對於任何人之義務，故亦不構成內線交易。

至於適用範圍最大的資訊平等理論(the equal access to material information，亦有稱為市場論)，係認為任何人獲悉公司重大且未公開之消息時，均應遵守「公開否則戒絕交易原則(the Disclose or Abstain Rule)」，使市場參與者有公平獲取資訊之機會。本件法院認為，即便在資訊平等理論下，倘開發金於公開收購消息公布前買入金鼎證股票，亦不構成內線交易。理由有二：首先，法院認為資訊平等理論無法合理說明何以開發金須事前公開併購訊息與其他投資大眾分享，「且以開發金控本身利益及開發金控股股東利益而言，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？」

其次，法院認為依照我國證券交易法第 43-1 條第 1 項之規定，顯已明文規定取得他公司股票達 10% 以上者應於 10 日內向主管機關申報之義務，「投資大眾業可藉此獲悉相關訊息而判斷是否買賣股票，對於投資大眾之權益之保障亦有所兼顧」，反面來說，倘持股未達 10%，併購公司並無資訊揭露之義務，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，始於實質公平正義法則較為相合。」

本文同意法院前述結論，即公開收購要約人於消息公開前購買目標公司之股票不構成內線交易，但理由有所不同：

1. 資訊平等理論內涵之再確認

關於我國證交法第 157-1 條內線交易規範之立論基礎為何，向為司法實務界與學說界討論焦點。由於證交法第 157-1 條於民國 77 年增訂時，立法理由指出「……為健全我國證券市場發展，爰參照美國立法例(一九三四年證券交易法第十條規則五判例)，增訂本條……」，是以我國司法實務與法院判決常以美國內線交易案件之理論與實務案例，作為論斷基礎。

學者觀察，我國實務似多採資訊平等理論，僅有少數案例兼採忠實義務理

論，而學說則多主張忠實義務與市場保護兼具，但較強調前者²³。亦有學者認為，解釋我國內線交易的相關規定，不須以忠實義務等關係論畫地自限，強調我國內線交易之規定有頗多市場論的趨向，並指出採忠實義務理論可能產生之盲點²⁴。另有學者提出「資訊財產權理論」作為內線交易規範之理論內涵²⁵。

倘觀察我國關於內線交易之判決，常見強調在資訊公開原則下，所有市場參與者應同時、平等地取得相同資訊，任何人先行利用，將違反公平原則²⁶。惟如同學者觀察，「判決一方面指稱『任何人先行利用，將違反公平原則』，一方面就將規範對象限於『公司內部人』，其真意為何，尚待釐清²⁷。」當然，此乃由於大部分之內線交易案件仍屬公司內部人利用公司未公開消息獲利之型態，在這類案例中，法院自無須亦無法過於抽象地討論除公司內部人以外之其他任何人是否構成內線交易。

然由於我國目前法院實務與學者論辯仍可常見關於市場論的論述，顯見，市場論在我國內線交易司法實務與學說論辯中，占有重要地位，故吾人有必要先確認美國法下所謂的市場論之範圍為何。本文認為，美國關於內線交易基礎理論之發展與沿革，儘管市場論因為規範範圍過於寬泛，而被其後之法院判決予以限縮，但本文認為，即便是最一開始的市場論，亦非包山包海，無所不包的規範內涵。

一般認為，美國第二巡迴法院於1968年的SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.一案確立資訊平等原則。本案系爭事實，是關於Texas Gulf Sulphur Co (TGS)公司為一礦業公司，在公司尚未宣布發現豐富礦藏此一消息之前，TGS公司之董事兼副總經理，以及公司負責探勘工作的地質專家與工程師等人即買進公司股票，待公司宣佈發現礦藏消息後，股價隨即大漲，SEC起訴主張構成內線交易，違反1934證交法Section 10(b)以及Rule 10(b)-5，原告勝訴。該判決指出，「SEC基於1934年證交法Section 10(b)所制定的Rule 10(b)-5，其目的在於使所有投資人都有公平獲取重大資訊之機會(The Rule is based in policy on the justifiable expectation of the securities marketplace that all investors trading on impersonal exchanges have relatively equal access to material information).....公司內部人自不得從事不公平

²³ 曾宛如，建構我國內線交易之規範：從禁止內線交易所欲保護之法益切入，台大法學論叢第38卷第1期，頁253、302(2009)。

²⁴ 賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，元照，2009年10月再版，頁472-477。

²⁵ 張心悌，從法律經濟學與資訊財產權探討內線交易理論：兼論內線交易內部人之範圍，台大法學論叢第37卷第3期，頁97(2009)。

²⁶ 參見最高法院台上字第2587號刑事判決、最高法院96年度台上字第1244號民事判決、最高法院91年度台上字第3037號刑事判決。

²⁷ 賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，元照，2009年10月再版，頁456-457。

交易之行為，但其他並非在 1934 年證交法第 16(b)條內部人定義下之人亦有所適用 (Insiders, as directors or management officers are, of course, by this Rule, precluded from so unfairly dealing, but the Rule is also applicable to one possessing the information who may not be strictly termed an ‘insider’ within the meaning of Sec. 16(b) of the Act)..... 因此，任何擁有重大消息之人應揭露此一資訊，如其為保護公司機密而有保密之義務無法揭露資訊，或選擇不揭露時，在資訊未公開前，其必須戒絕交易 (Thus, anyone in possession of material inside information must either disclose it to the investing public, or, if he is disabled from disclosing it in order to protect a corporate confidence, or he chooses not to do so, must abstain from trading in or recommending the securities concerned while such inside information remains undisclosed)²⁸。」

美國第二巡迴上訴法院雖於判決中指出「任何人擁有未公開的內部消息.....」，但事實上本件案例為非常典型的內線交易案件：公司董事等內部人取得公司重大內部消息，並藉此買賣股票獲利。本案中進行內線交易者為公司內部人，並非「任何其他入」。是以，雖然法院判決中提及「任何人.....」，但倘仔細區別美國判例法根據案件重大事實(material facts)所作成之法院決定為具有拘束力(binding)的holding，其餘論述為僅有說服力(persuasive)效力之旁論(dicta)來看的話，此一「任何人」之範圍究竟有多大，其實仍有解釋的空間。倘案例事實如同本件開發金公開收購金鼎證，開發金是否會被認定為Texas Gulf Sulphur一案中法院所稱之「任何人」，從而除非公開消息，否則不能買賣金鼎證股票？如同美國學者Bainbridge教授所言，即便是廣義解釋TGS案所建構的資訊平等理論，也極難想像任何法院會認定要約人在公開收購消息公開前買入目標公司股票，將構成內線交易²⁹。

因此，所謂「任何人」獲悉重大未公開之消息即應公開否則戒絕交易，如此廣義的市場論，似乎並未真正地適用於實際法院判決中。也因此，當論者主張我國證交法關於內線交易之基本理論為市場論時，也應注意，就美國實務上曾經採用的市場論之涵攝範圍而言，有其適用範圍，從 TGS 一案中，吾人可以確定的是，倘係公司內部人使用公司未公開之消息，則屬內線交易，至於其他人是否構成，在案例法(case law)的精神下，尚必須透過具體個案加以檢驗與界定。

此外，由美國關於是否應該禁止內線交易之論辯中亦可發現，即便是贊成內線交易應受規範的論者，也認為某些情況下應不構成內線交易，例如股票分析

²⁸ 401 F.2d 833, 848 (2d Cir. 1968).

²⁹ Stephen M. Bainbridge, *SECURITIES LAW: INSIDER TRADING*, 57, Foundation Press (1999).

專家利用自己的專業技術與時間所得之分析結果買賣股票，蓋此時倘市場論立論之基礎—市場公平(equity)觀之，也應認為此種使用自己產生之消息並不會影響市場投資人之信心與市場之公平性³⁰。

是以本件法院認為「以前開資訊平等理論觀之，開發金似負有公開義務，然資訊平等理論無法合理說明何以開發金控須事前公開併購資訊與其他投資大眾分享利益之理由……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之難題」，本文認為乃係法院對於資訊平等理論之適用範圍有所誤解。本文認為，併購公司使用公司資源、花費高額成本，以搜尋與評估適合之目標公司，在公開收購消息公佈前購買目標公司股票，以降低併購成本、增加併購成功率，即便在資訊平等理論下，亦不會被認定為內線交易行為。

對此，亦有學者提出資訊財產權理論說明內線交易的規範理論³¹，在此一理論下，應可認為公開收購要約人係公開收購此一消息之所有者，其自然有權使用此一消息而在消息公開前買入目標公司股票。

2. 美國 SEC Rule 14e-3 的借鏡

依美國法之規定，公開收購要約人於消息公開前購入目標公司股票不構成內線交易。SEC於1980年制定的Rule 14e-3(a)明文規定，「倘任何人已採取重要步驟進行公開收購或者已開始公開收購者(下稱公開收購要約人)，**任何其他人士(any other person)**擁有關於此公開收購之重要消息，且其明知或可得而知此一消息尚未公開，且其明知或可得而知此消息係直接或間接來自公開收購要約人、目標公司，或者公開收購要約人或目標公司之經理人、董事、合夥人、職員或公開收購要約人或目標公司之代理人者，不得買賣目標公司股票或具有股權性質之有價證券，否則即構成證交法第14e條之詐欺與操縱行為，除非該消息已公開並經一段合理時間。³²」

³⁰ Louis Loss & Joel Seligman, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION (Aspen Publishers, 5th ed., 2004), 921-922.

³¹ Stephen M. Bainbridge, The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer, 78-82 (2001); 張心悌，從法律經濟學與資訊財產權探討內線交易理論：兼論內線交易內部人之範圍，台大法學論叢第37卷第3期，頁109-116 (2009)。

³² Rule 14e-3(a) ("If any person has taken a substantial step or steps to commence, or has commenced, a tender offer (the "offering person"), it shall constitute a fraudulent, deceptive or manipulative act or

Rule 14e-3 為內線交易涉及公開收購之特別規定，依此規定，除公開收購要約人之外，其他任何人均不可在公開收購消息公開前買賣目標公司股票。

本文認為，本條雖明文要約人不受限制，但本條真正的重點不在此。蓋Rule 14e-3 制定前的法院判決所確定的無論是資訊平等理論或者信賴理論，都難以想像將禁止要約人自己使用此一資訊；SEC制定本條之目的係在禁止除要約人以外之其他任何人在消息公開前進行交易，無論該等人對於交易相對人或消息來源有無信賴關係，故一般認為Rule 14-e-3 突破了Chiarella下信賴關係論的限制，而近似資訊平等理論³³。

綜上所述，本文認為公開收購要約人在公開收購消息公開前買入目標公司股票，不構成內線交易³⁴。

二、 併購公司之內部人在消息公開前買入目標公司股票時，是否構成內線交易？

併購公司在公開收購消息前買入目標公司股票不構成內線交易以如前所述，但倘係併購公司之內部人在消息公開前買入目標公司股票時，是否構成內線交易？

從信賴關係論而言，雖併購公司之內部人對於與其交易之目標公司股東未負信賴義務，從而不構成內線交易，但從私取理論以及資訊財產權角度而言，併購公司係花費高額成本，搜尋與評估適合之目標公司，公開收購消息屬於併購公司之財產，倘公開收購消息公佈前內部人即購買目標公司股票，顯然會增加併購公司併購目標公司之成本，內部人取得此一消息倘加以利用，將造成公司損害，

practice within the meaning of section 14(e) of the Act **for any other person** who is in possession of material information relating to such tender offer which information he knows or has reason to know is nonpublic and which he knows or has reason to know has been acquired directly or indirectly from: (1) The offering person, (2) The issuer of the securities sought or to be sought by such tender offer, or (3) Any officer, director, partner or employee or any other person acting on behalf of the offering person or such issuer, to purchase or sell or cause to be purchased or sold any of such securities or any securities convertible into or exchangeable for any such securities or any option or right to obtain or to dispose of any of the foregoing securities, unless within a reasonable time prior to any purchase or sale such information and its source are publicly disclosed by press release or otherwise.”)

³³ 劉連煜，新證券交易法實例研習，2010年第八版，頁405-407。

³⁴ 但亦有採不同見解者。參見吳韶芹，企業併購內線交易法規範之研究，台北大學法律學系碩士論文，99年6月，頁122（「併購消息公開前，併購公司可能會先行買入目標公司之股票，例如於公開收購時，併購公司可能欲於收購期間開始前，先行買入目標公司之股票，提前佈局以確保收購成功，並可將手中持股作為日後併購談判之籌碼。併購公司若明知併購消息公開後，目標公司之股票價格會大漲，仍於消息公開前大幅買入目標公司之股票，對於賣出股票之投資人而言，甚為不公平，應有同受禁止內線交易規範之必要。」）

自應予以禁止³⁵。

從倘從資訊平等理論來看，亦應在禁止之列，倘與之交易的目標公司股東獲悉此一未公開之消息，必然影響其交易決定，故若容認內部人利用未公開之公開收購消息獲利，將使投資人對於市場喪失信心。

綜合以上各種理論，本文亦認為應禁止併購公司內部人利用未公開之公開收購消息買賣目標公司股票之行為。

在我國目前法規範下，由於證交法第 157-1 條第 1 項第 1 款所稱「該公司董事、監察人、經理人……」之「該公司」，亦係指有重大影響股票價格消息之公司，在公開收購的情況下，應為目標公司，故併購公司之內部人不該當第一款所稱之內部人，而係屬本條項第三款「基於職業關係獲悉消息之人」，此等人不得在消息未公開前買賣目標公司股票，否則即構成內線交易³⁶，倘併購公司內部人將消息傳遞給其他人，亦有本條第 5 項之適用。

但亦有採取不同見解者。學者有認為，「我國證券主管機關基於證交法第 43-1 條第 4 項授權，所頒布的公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 13 條，明文『公開收購決定之日起至申報及公告日前，因職務或其他事由知悉與該次公開收購相關之消息者，均應謹守秘密。』但如此保密義務，是否得以擴大解釋為禁止買賣之義務？原則上，其在法律上並非等同於明文禁止上述人士在公開收購訊息未公開前，買賣被收購公司股票。再者，依台灣規定禁止買賣被收購公司股票者，僅於證交法第 43-3 條第 1 項規定公開收購期間，公開收購人及其關係人不得購買之限制³⁷。」從而得出我國關於公開收購下內線交易規範內容與美國有所不同，以及在我國法下，此應屬於證交法第 43-1 條規範內容之結論³⁸。

除前述學者提出有關我國內線交易規定與公開收購規範間之關聯性問題外，本案被告亦主張「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

³⁵ Louis Loss & Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation* (Aspen Publishers, 5th ed., 2004), 922. 賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，元照，2009 年 10 月再版，頁 467。

³⁶ 賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，元照，2009 年 10 月再版，頁 488-89；劉連煜，新證券交易法實例研習，2010 年第八版，頁 163，414；張心悌，從企業併購論我國公開收購法制，月旦法學教室第 60 期，頁 86，92 (2007 年 1 月)。

³⁷ 證券交易法第 43-3 條規定「(第一項)公開收購人及其關係人自申報並公告之日起至公開收購期間屆滿日止，不得於集中交易市場、證券商營業處所、其他任何場所或以其他方式，購買同種類之公開發行公司有價證券。(第二項)違反前項規定者，公開收購人應就另行購買有價證券之價格與公開收購價格之差額乘以應募股數之限額內，對應賣人負損害賠償責任。」

³⁸ 廖大穎，資訊不正流用理論與證券交易法第 157 條之 1，月旦財經法雜誌第 16 期，頁 77，94，113 (2009 年)。

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。」

被告此一主張可能會導致以下推論：併購公司在公開收購消息公開前買入目標公司之所以不構成內線交易，是因為依照我國證交法第 43-1 條第 1 項之規定，併購公司持有目標公司股票未超過其已發行股份總數 10% 時，由於併購公司不負資訊揭露之義務，故應不構成內線交易。則倘併購公司持有目標公司股份超過 10% 但仍未申報而繼續買入時，是否即構成內線交易呢？此一推論是否妥適，值得進一步探究。

本文以下就證交法第 157-1 條內線交易與第 43-1 條公開收購規定之關係進行分析：

1. 證交法第 43-1 條大量取得股份之申報義務與內線交易之關係

本文認為，併購公司之所以可以於消息公開前購買目標公司股票而不構成內線交易，並不是因為證交法第 43-1 條第 1 項的規定，如前所述，此乃係基於內線交易規範理論之必然結果，吾人無論從資訊平等理論、信賴關係論、私取理論，或者資訊財產權論，以及美國法上之借鏡，均應認為如是。

本文認為，併購公司有無證交法第 43-1 條第 1 項之揭露義務之有無與內線交易是否成立之間，並無直接關聯。

本案被告前揭論述，或係基於為併購公司得以使用併購消息找到一個成文法上的依據以便說服法官，此實用心良苦。蓋在我國實務與學說對於內線交易規範目的為何仍未見一致的情況下，藉此提供法官一個成文法上之認定基礎，確實重要；惟倘係如此，則吾人在解讀相關主張時也必須留心，應認為此乃權宜，斷不可依此即推論倘併購公司持有目標公司股份超過 10% 但仍未申報而繼續買入時，由於違反其於證交法第 43-1 條第 1 項資訊揭露之規定，即構成內線交易，此時應依證交法第 178 條第 1 項之規定，應處新台幣 24 萬元以上 240 萬以下罰鍰，並得連續罰。

又或者被告論述係出於對美國資訊平等理論下「公開否則戒絕交易理論」之解讀。倘此，則吾人有必要重新審視資訊平等理論下「公開否則戒絕交易理論」

之意涵。

如前所述，TGS 一案所闡釋的「公開否則戒絕交易理論」之範圍為何，實必須以該案重要事實為根據，加以解讀，否則即可能望文生義，解讀為任何人對於未公開之消息有揭露義務，倘未揭露義務即進行交易，則屬於內線交易。

實則，如前所述，本案係典型公司內部人在公司重大消息尚未公開前，買入公司股票獲利之情況，如學者所評論，本案例中TGS事實上並無揭露發現豐富礦藏之義務，反而會因為保密，公司可以較低之價格買進礦場附近土地，進一步擴大獲利，是以「公開否則戒絕交易理論」之重點，即在獲悉消息之內部人必須戒絕交易，這也是內線交易比較常見的情況³⁹。

而於公開收購的情況下，如前所述，併購公司本來即可使用此一資訊進行交易，即便是在涵攝面最廣的資訊平等原則下，亦應無「公開否則戒絕交易理論」之適用，而今證交法第 43-1 條第 1 項大量持股資訊揭露之規定，是否將使併購公司因為有資訊揭露之義務，而負有內線交易之責任？本文認為答案應為否定。

當然，既然證交法第 43-1 條第 1 項訂有資訊揭露之規定，當然期望併購公司依法揭露，同時為促進揭露，並應設計有處罰之規定。在證交法第 178 條第 1 項已定有處罰規定的情況下，併購公司未揭露持股仍繼續買入目標公司股份，是否有以內線交易繩之之必要，則值得思考。此外，參照同為資訊揭露的其他規範，吾人亦可發現，我國法規對於公司財務報表等內部資訊之揭露，以及公司持有多少他公司股份等外部資訊(市場資訊)之揭露，輕重之間確係有所不同。例如，違反公開說明書之資訊揭露規定時，依證交法第 174 條之規定，係處 1 年以上 7 年以下有期徒刑，得併科 2000 萬元以下罰金，發行人違反財務報告及財務業務之資訊揭露義務時，依證交法第 171 條之規定，係處 3 年以上 10 年以下有期徒刑，得併科 1000 萬元以上 2 億元以下罰金。這些處罰，無疑較第 178 條第 1 項來得輕。

是以，本文認為併購公司得在公開收購消息公開前，買入目標公司股票當不受內線交易之限制，然倘持有目標公司股份達到申報義務卻未申報時，應負擔相應之責任。

2. 「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第 13 條保密義務與內線交易規範之關係

³⁹ See Bainbridge, SECURITIES LAW: INSIDER TRADING, 45-46.

證交法第 43-1 條第 4 項授權制訂的「公開發行公司有價證券管理辦法」第 13 條，明文「公開收購決定之日起至申報及公告日前，因職務或其他事由知悉與該次公開收購相關之消息者，均應謹守秘密。」但負有如此保密義務之人如併購公司之內部人等，是否即有戒絕交易之義務？

本文認為答案當屬肯定。如前所述，倘從私取理論、資訊財產權，甚或資訊平等原則來看，併購公司之內部人或者因職務或其他事由取得未公開消息者，均不得交易，相關人士之究責，在現行法上亦得以證交法第 157-1 條第 1 項第 3 款為主張之依據。簡言之，本文認為，是否構成內線交易仍應以是否該當內線交易之構成要件來判斷。

3. 證交法第 43-3 條公開收購期間交易管道單一規定與內線交易之關係

證券交易法第 43-3 條規定「公開收購人及其關係人自申報並公告之日起至公開收購期間屆滿日止，不得於集中交易市場、證券商營業處所、其他任何場所或以其他方式，購買同種類之公開發行公司有價證券」。

因此，對於公開收購人而言，這段期間其僅能透過公開收購一途取得目標公司股票；對公開收購人之關係人而言，則是全面性禁止於本期間內買入目標公司股票。本條所稱之關係人，依照「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第 3 條之規定，係指以下情況之一：「一、公開收購人為自然人者，指其配偶及未成年子女。二、公開收購人為公司者，指符合公司法第六章之一所定之關係企業者。（第二項）前項關係人持有之有價證券，包括利用他人名義持有者。」

本條規定係在確保公開收購人及其關係人不能以其他管道取得目標公司股票，以免規避公開收購相關規範之適用。此外，由本條全面禁止公開收購人之關係人於此一期間取得目標公司股票之規定來看，更可見法規禁止關係人等有機會比市場早一步獲取消息之人，藉此獲取利益，以維護市場公平與投資人信心。是以，不能僅由其文義反面推論除併購公司以外之其他人於非公開收購期間均可購買目標公司股票。

學者並指出此一規定尚有補充防杜利用尚未公開之收購消息進行內線交易的功能⁴⁰，蓋公開收購消息經申報及公告後，消息雖已公開，然證券市場無法立即吸納此一訊息，目標公司股價可能仍處低檔，內部人即可能利用此時間差進行內線交易，獲取巨大利益。故本條之規定原有填補從消息公開至消息經市場消化

⁴⁰ 劉連煜，新證券交易法實例研習，2010 年第八版，頁 158。

期間進行交易將造成不公平現象之疑慮，然 2006 年修正證交法第 157-1 條時，已經增訂「消息公開後 12 小時」不得交易之等待期間，今(2010)年 6 月更將等待期間延長至「消息公開後 18 小時內」，已使相關規範更為完善。

三、 公開收購要約人於公開收購消息公開前與他人共同取得目標公司股票，是否構成內線交易？證交法第 43-1 條共同取得是否為內線交易之安全港？

本件法院認為，「本案開發國際經理部門因受開發金控指示而為配合開發金控併購金鼎證及與開發金控共同取得金鼎證股票之目的，乃於 94 年 4 月間買進金鼎證股票」，從而認定，本案開發國際經理部門配合開發金控併購金鼎證併與開發金控基於共同取得金鼎證之目的，而於 94 年 4 月間以開發國際名義買進金鼎證股票，並未違反證券交易法第 157-1 條內線交易規定。

本件法院並未多加說明何謂共同取得？為何本案屬於共同持有？又為何共同取得即不構成內線交易？共同取得可以作為內線交易之安全港嗎？

本件被告則主張，「美國西元 1934 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 1934 年之證券交易法，自應將 Rule 14e-3 作為法理以解釋證券交易法第 157-1 條之依據，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 94 年 4 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 10%，依據證券交易法第 43-1 條第 1 項之規定，不負有揭露之義務，直至開發金控於 94 年 9 月 6 日開始自行買進金鼎證股份，因超出 10%之門檻，並於同年 12 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。」

然本件事實是否符合美國法 Rule 14e-3(c)規定代表併購公司取得股份之人無構成內線交易責任？協議由他人先行取得目標公司股份是否即不構成內線交易？被告以上主張有待進一步釐清。

(三) 美國法之規定

1. Rule 14e-3 之規定

美國 SEC 於 1980 年公布的 Rule 14e-3 規範涉及公開收購的內線交易，Rule 14e-3(a)規定倘公開收購人已採取重要步驟進行公開收購時，其他任何人取得此一重大消息之人即不得買賣目標公司股票，否則將構成內線交易。Rule 14e-3(c)(1)則規定「證券經紀商或其他代表要約人買入目標公司股票者(“Purchase(s) of any security described in paragraph (a) of this section by a broker or **by another agent on behalf of an offering person**”)」，不構成內線交易。

此一除外規定實屬必要，蓋Rule 14e-3(a)規定除要約人外，任何人均不可利用未公開消息買賣目標公司股票，故倘不允許證券商或其他代理人為公開收購人買入，則恐無法達到(a)項不禁止公開收購人購買目標公司股票之目的⁴¹。

然，本案開發金與開發國際間之關係，是屬於代理關係嗎？開發國際是代表開發金購買金鼎證，損益由開發金負擔嗎？從本案事實似難以得到肯定答案。

首先，被告辜仲瑩等人，或者抗辯其對於開發國際購買金鼎正一無所悉，或者主張係開發國際經理部門獨立判斷與決定而購買金鼎證股票，如此自難以認定開發金與開發國際間有代理關係；其次，縱使法院不採被告前述主張，而認定係被告等人指示開發國際購入金鼎證，然當開發金控公開收購金鼎證券之股票時，開發國際參與應賣並獲利達 1.4 億元。倘開發國際作為開發金之代理人，為其購入金鼎證，則開發國際為何參與應賣？又為何保有此一獲利？

事實上，本件開發金與開發國際間之關係，應屬SEC制定Rule 14e-3 急欲遏止 1980 年代普遍存在的「囤積目標公司股票行為(warehousing takeover securities)」。所謂warehousing，係指要約人將擬公開收購之消息傳遞給予對其友好之人，大家在消息公開前買入目標公司股票，並且將持股數量控制在申報義務之下以避免消息公開，如此一方面可以使特定人獲取利益，亦可提高公開收購成功之機會⁴²。為避免此一情況造成不公平與市場投資人喪失信心，Rule 14e-3 規

⁴¹ SEC Release No. 34-17120 (Sep. 4, 1980) (“This exception addresses the concern by some commentators that a broker or other agent making purchases on behalf of an offering person would violate the proposed rule if the offering person disclosed material, nonpublic information to such broker or agent. As adopted, Rule 14e-3(a) applies to any person and since the broker or the offering persons agent is a person within the meaning of paragraph (a), the exception is necessary for the offering person to consummate lawful purchases if the broker or agent acquires material, nonpublic information from the offering person.”)

⁴² See *United States v. Chestman*, 947 F.2d 551, 561 (1991) (“Indeed, in *Chiarella*, the Court even distinguished sections 10(b) and 14(e). The Court acknowledged that the SEC had recently acted pursuant to its rulemaking authority under section 14(e) to bar warehousing, a form of insider trading involving tender offers: In this case, as in warehousing, a buyer of securities purchases stock in a target corporation on the basis of market information which is unknown to the seller. In both of these situations, the seller's behavior presumably would be altered if he had the nonpublic information.”)

定，併購公司一旦已實施重要步驟以進行公開收購，即禁止除公開收購人以外之其他人，買入目標公司股票，無論此人是否對於目標公司股東負有信賴義務，或者是否違背對於消息來源的義務。Rule 14e-3(d)同時對於公開收購人之保密義務訂有嚴格規定("anti-tipping" rule)，公開收購消息不得傳遞給任何人，除非係善意(good faith)且係基於計畫、融資、準備、與實施公開收購之必要，而將消息傳遞給公開收購人或目標公司之經理人、董事、合夥人、員工，或其他依法令要求應予告知之人⁴³。

倘就本件法院所認定之事實來看，先不論開發金告知開發國際公開收購消息的時間點，是否為「已採取實施公開收購的重要步驟」之階段，開發金此一資訊傳遞之目的，如同本件被告所為，「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」，應可認定為 warehousing。

簡言之，在美國法下，倘尚未進入「實施公開收購的重要步驟」之階段，則開發金傳遞消息使開發國際購買目標公司股票行為，不受 Rule 14e-3 之規範，但倘一旦進入「實施公開收購的重要步驟」階段後，則開發金應有保密義務，其他人並應戒絕交易。

Significantly, however, **the Commission has acted to bar warehousing under its authority to regulate tender offers [citing proposed Rule 14e-3] after recognizing that action under § 10(b) would rest on a “somewhat different theory” than that previously used to regulate insider trading as fraudulent activity.**”); See also Bainbridge, *SECURITIES LAW: INSIDER TRADING*, 118, Foundation Press (1999) (“In particular, the rule was intended to strike at the practice known as warehousing. Anecdotal evidence suggests that before Rule 14e-3 was on the books bidders frequently tipped their intentions to friendly parties. Warehousing increased the odds a hostile takeover bid would succeed by increased the number of shares likely to support the bidder’s proposal.”). See also David S. Ruder, *Recent Development in Insider Trading and Enforcement*, <http://www.sec.gov/news/speech/1987/111187ruder.pdf> (last visited 2010/10/25) (“The problem is that a bidder may distribute to other non-public information about its takeover plans. The bidder’s motivation may be to reward others or perhaps to encourage accumulation of the target’s securities in the hands of persons willing to tender when the bidder’s offer is made. The activity does not involve a breach of duty, but it has characteristics of unfairness to the market that justify regulation.”)

⁴³ Rule 14e-3(d)(1): “As a means reasonably designed to prevent fraudulent, deceptive or manipulative acts or practices within the meaning of section 14(e) of the Act, it shall be unlawful for any person described in paragraph (d)(2) of this section to communicate material, nonpublic information relating to a tender offer to any other person under circumstances in which it is reasonably foreseeable that such communication is likely to result in a violation of this section *except* that this paragraph shall not apply to a communication made in good faith, (i)To the officers, directors, partners or employees of the offering person, to its advisors or to other persons, involved in the planning, financing, preparation or execution of such tender offer; (ii)To the issuer whose securities are sought or to be sought by such tender offer, to its officers, directors, partners, employees or advisors or to other persons, involved in the planning, financing, preparation or execution of the activities of the issuer with respect to such tender offer; or (iii)To any person pursuant to a requirement of any statute or rule or regulation promulgated thereunder.”

2. 公開收購人與他人共同取得目標公司股票

本件法院同意被告主張，認為開發金控擬併購金鼎證為由，指示開發國際經理部門買進金鼎證股票，且開發國際經理部門係配合開發金控併購金鼎證，並與開發金控依證交法第 43-1 條第 1 項「共同取得」金鼎證之目的而買進金鼎證股票，故不構成內線交易。

問題在於，何謂共同取得？何以共同取得不構成內線交易？如此是否將破壞內線交易的規範架構？

我國證交法第 43-1 條第 1 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。」本條係我國證交法 1988 年修訂時增訂，立法理由說明：「美國證券交易法第十三條第四項之規定，任何人單獨或與他人共同取得某一證券超過發行股數百分之五者，應於取得後十日內向證券交易所、發行公司、證管會等提出說明書，說明其資金、取得證券之目的、取得人之背景等資料，用使主管機關及投資人能了解公司股權大量變動之來由及其趨向，亦是『完全公開』原則之發揮。」

(1) 美國 1934 年證券交易法 Section 13(d)(3)與內線交易之關係

如前所述，美國 1934 年證券交易法 Section 13(d)為大量取得股權申報之規範，Section 13(d)(3)則是規定了在此條項下將被視為同一人而有申報義務之情況，「兩人以上基於共同取得、持有或處分目標公司有價證券所組成之合夥、有限合夥、聯合會或其他團體，在本條項下均視為同一人。」⁴⁴

此一規範是否為內線交易之安全港？被告是否可以共同取得視為同一人，是以無內線交易之適用。答案是否定的。

首先，Section 13(d)(3)明確規定關於視為同一人之規定，**僅係在本條項申報義務之情況下**（“such syndicate or group shall be deemed a "person" for the purposes of this subsection”）。是以，自無法以公開收購人與他人間共同取得主張該他人為與公開收購人同一人，從而免除該他人依 Rule 14e-3 應戒絕交易否則為內線交易之責。

⁴⁴ Section 13(d)(3): “When two or more persons act as a partnership, limited partnership, syndicate, or other group for the purpose of acquiring, holding, or disposing of securities of an issuer, such syndicate or group shall be deemed a "person" for the purposes of this subsection.”

其次，1987年美國參議院曾研議修正證券交易法，擬加入兩條內線交易規範的除外條款，一為符合Section 13(d)(3)共同持有人間之資訊傳遞，一為基於善意而邀請他人加入共同持有人團體所為之資訊傳遞。SEC對於此一修法建議表示反對，認為此一修法將無法有效打擊內線交易行為，從而建議仍維持現行法之架構⁴⁵。亦即，Section 13(d)(3)共同持有無法排除Rule 14e-3之適用；倘要約人已採取公開收購之重要步驟，則除了前述Rule 14e-3(d)(1)所列例外可以傳遞消息的情況外，其他一切之資訊傳遞均被禁止，自然亦無法與他人共同取得，warehousing亦在禁止之列。參議院此一修法建議最終並未獲得通過，但也凸顯出在防制公開收購內線交易行為的同時，實務上仍有共同取得目標公司股票之需求。

(四) 共同取得之利與弊

併購公司倘與他人共同取得目標公司股份，必然涉及併購公司將尚未公開之消息傳遞給該他人，此一行為是否構成內線交易，涉及吾人在政策與規範設計上是否要給予併購公司傳遞此一訊息之權利？

併購公司與他人共同取得可能的原因好處有：首先，併購公司可掌握之目標公司股份增加，併購成功率增加。至於為何要與他人共同取得目標公司，而不全數由併購公司自己買入？可能的原因，是避免市場與目標公司過多的關注，導致併購破局；此外，倘併購未成，部分成本也可由其他人承擔。考量併購對於公司治理有其正面意義，共同取得不僅可以對併購公司與其股東創造利益，亦有助於整體社會財富之累積。

然，併購公司與他人共同取得亦可能產生以下負面影響：例如由於他人買進目標公司股票，使目標公司股價上漲，將增加併購公司之併購成本，並使獲悉消息之人可藉此獲利。另外，倘獲悉消息之人為併購公司之董事等內部人，這些人一方面持有目標公司股票，一方面負責公開收購決策，例如是否公開收購，公

⁴⁵ 18A Insider Trading Regulation, Enforcement and Prevention Appendix D Letter of the Securities and Exchange Commission Proposing New Insider Trading Legislation: November 18, 1987 (“S. 1380, by contrast, would prohibit a person planning to acquire or dispose of an issuer or a material block of its securities or assets from communicating its plans, if the purpose of the communication is to influence or encourage trading; exceptions are made for communications to members of the person's group (within the meaning of Section 13(d)(3) of the Exchange Act) or in the course of a good faith solicitation to join such a group. A majority of the Commission believes it preferable to retain the approach of Rule 14e-3. The demonstrated potential for insider trading abuses in the tender offer area warrants maintaining the substance of the protections afforded by current law. The Commission does not believe, however, that such provisions, which go beyond the "wrongfulness" rationale as defined in the proposal's principal prohibitions, are warranted when transactions other than tender offers are involved.”)

開收購時間點以及收購價格與條件，由於利益衝突，此等內部人有可能作出有利予己但不利於併購公司之決策，使公司財富流向特定人，亦打擊市場參與者之信心。

在共同取得利弊互見的情況下，吾人在立法政策與內線交易的規範上究應如何選擇，實為一難題。

依照美國由Rule 10b-5 發展下的信賴關係理論，至O'Hagan案確立的私取理論，其所架構的內線交易規範基礎為，內線交易之所以必須禁止，是因為行為人違反其對於交易相對人或消息來源之信賴關係，私自使用未公開消息，從而構成詐欺(fraud)。O'Hagan判決中多數決法官認為，在私取理論下，只要行為人已向消息來源揭露其將使用未公開資訊，即不構成內線交易⁴⁶。由於O'Hagan一案之案例事實為，被告從事內線交易的O'Hagan違背其消息來源，即律師事務所以及律師事務所客戶之信賴義務，將自消息來源取得之未公開消息據為己用，O'Hagan並未向消息來源揭露其將使用機密資訊，則法院判決關於「倘對其消息來源揭露其將使用未公開資訊，則不構成內線交易」是否為有具有拘束力的holding或是不具有拘束力的旁論(dicta)，則尚有討論空間。

但無論如何，O'Hagan已經引發學者多方討論。有學者指出O'Hagan判決的內在矛盾：判決一方面認為內線交易禁止之規範係在確保證券市場的公平運作以及維護投資人之信心，確保市場參與者可以透過進行研究分析買賣股票，但另一方面判決卻又容許獲悉消息之人可以利用內線交易獲利——此一資訊不對稱，係其他市場參與者無法藉由自身之分析判斷加以克服的。學者認為，在此一情況下，極難想像投資人能對市場保持信心。學者甚至認為，倘從這點來看，已遭到美國法院廢棄的資訊平等原則似乎更有其優越性⁴⁷。

O'Hagan所衍生另一個問題是，倘行為人係在公司的授權下利用機密消息進行交易(authorized trading)，則是否構成內線交易？O'Hagan雖然沒有明白表達此一問題的立場，但倘由其認為行為人揭露利用機密資訊則可免責之論點來看，O'Hagan或有可能被解讀為公司可授權其他人使用機密資訊進行交易。倘係如此，則誠如學者所言，內線交易將成為任意規定，而非具有強制力之法規範，且

⁴⁶ United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 655 (1997) (“full disclosure forecloses liability under the misappropriation theory: Because the deception essential to the misappropriation theory involves feigning fidelity to the source of information, if the fiduciary discloses to the source that he plans to trade on the nonpublic information, there is no “deceptive device” and thus no § 10(b) violation...”)

⁴⁷ Stephen M. Bainbridge, *The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer*, 32, 2001, at http://papers.ssrn.com/paper/taf?abstract_id=261277.

因而失之公平⁴⁸。

O'Hagan一案所引發的爭議，所幸在公開收購下的適用受到了Rule 14e-3之限制。如前所述，只要公開收購人已實施公開收購之重要步驟，則即受Rule 14e-3之規範，原則上任何機密資訊之傳遞都將被禁止，是以前述授權交易亦將被視為內線交易；同理，獲悉消息之人亦應戒絕交易，無論其是否已向消息來源揭露其將利用機密資訊進行交易。因此，一般多認為Rule 14e-3以接近資訊平等理論。除此之外，SEC於1998年頒布的公平揭露原則，明訂倘公司將消息有意地傳遞給證券市場專業人士或公司股東時，應同時向大眾公布消息⁴⁹，也可見美國法上對於資訊所有人使用與處分資訊的方式亦有相當之限制。

在考量共同取得之利與弊後，本文同意Rule 14e-3在立法政策上之選擇，亦即只要內線消息明確後，公開收購人即不可傳遞消息給其他人，任何獲悉消息之人，亦不可在消息未公開前買賣目標公司股票。

問題在於，公開收購人本身購買目標公司股票之行為不受限制，則公開收購人100%持股的子公司，或者未達100%持股，但公開收購人可以實質控制的從屬公司，是否可以買進目標公司股票？

或有認為既然公開收購人本身購買目標公司並無限制，則100%之子公司應視為與公開收購人同一人。本文初步認為，雖然此時利益衝突較小，但畢竟併購公司與子公司分屬兩個獨立法人，利害關係人不同，子公司因從事內線交易所獲得之利益，未必能全數回流公開收購人，內部人仍可能透過此一安排，例如安排自己任職子公司要職，而獲得相關利益。舉輕以明重，本文認為其他非100%持股的子公司或關係企業，均不可買進目標公司股票。

四、 公開收購下內線交易消息何時明確？

證交法今(2010)年6月份修正第157-1條時，將第1項本文由「獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時」改為「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」，另外第本條第5項亦改為「其具體內容對其股票價格有重大影響……」。實務界多認為此一部份的修正並未產生實質的影響⁵⁰，但亦有學者認為可能造成從嚴認定內線消息成立的結果⁵¹。

⁴⁸ 賴英照，最新證券交易法解析，頁451，元照，2009年10月再版。

⁴⁹ 同上，頁466。

⁵⁰ 參見財經法研究會99年7月15日會議法務部覃正祥參事發言紀錄：「……至於文字上的調整，獲悉改為實際知悉、消息明確後等文字增加，從刑事案件的偵辦上來看，差異並不大。」

本案之公開收購消息是否已經明確？依據「證券交易法第一百五十七條之一第四項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」第4條規定，「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。」實務界對於認定消息何時明確之標準見解分歧，然誠如學者所言「任何重大消息都有它形成之過程，如果固守僵硬的標準，認為凡程序尚未完成，消息尚未確定者，消息尚未成立，因此均非內線消息，此種見解顯然過於僵化，甚至導致有人故意遲延消息成立的時間點，為內線交易的操作⁵²。」並進一步指出，倘以美國聯邦法院於Basic Inc., v. Levison一案之見解，以事件的可能完成的機率與完成後對投資決定的影響程度來認定消息是否成立時，「就我國實務情形而言，在判斷特定交易完成的機率時，並應注意行為人對該項交易能否完成所具有的影響力。例如行為人對公司董事會是否作成決議，具有舉足輕重的力量，則不待董事會的召開，行為人已可確定特定交易必將完成⁵³。」

而由本案法院所認定之事實來看，開發金董事會決議在陳木在擔任董事長期間均採共識決，亦即需取得董事會全體董事共識始作成決議，又開發金高層辜仲瑩等人提交董事會之中信證、統一證以及大華證的三合一合併案，由於董事會有董事反對故遭到延會再議，可見開發金董事會對於經理部門並非全然友善⁵⁴，或可以認為併購金鼎證僅屬辜仲瑩等經理部門高層之決定，在辜仲瑩等似乎無法掌握開發金董事會的情況下，此一公開收購之消息應屬尚未明確。

美國證券交易法Rule 14e-3 規定，「任何人已採取重要步驟進行公開收購或者已開始公開收購者(If any person has taken a substantial step or steps to

⁵¹ 劉連煜，新證券交易法實例研習，2010年第八版，頁459-461（「新法要求內線消息應有具體內容，始足當之。以併購案為例，當雙方董事長坐下來喝咖啡以探詢彼此併購意願時，通常不會談及具體的交易細節，例如換股比例或併購價格。因此屬於單純『兩家公司探詢彼此意願』的磋商這類初步訊息，因尚無具體內容，依新法規定似可能難以稱為重大消息。」）。

⁵² 賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，元照，2009年10月再版，頁488-89；劉連煜，新證券交易法實例研習，2010年第八版，頁525。

⁵³ 同前註。

⁵⁴ 臺灣臺北地方法院刑事判決98年度金重訴字第12號：「……由被告吳春臺、陳木在前開陳述之情節及當時開發金控董事會公股、民股運作情況推敲，可知由被告陳木在擔任董事長、被告辜仲瑩擔任總經理所組成之經理部門所面對之開發金控董事會成員，對開發金控經理部門並非全然友善，在被告陳木在所採取董事會決議需經共識決之前提下，開發金控經理部門所提之三合一合併案於九十四年三月二十三日董事會僅因一人堅決反對即遭延會再議，再考慮開發金控就三合一合併案所需支出之併購成本、統一證、中信證經營者接受更不利新方案之可行性及說服開發金控唯一反對董事之可能性，於九十四年三月二十三日開發金控董事會延會再議時，開發金控經理部門即可合理預見三合一合併案順利成功之機率非大。」前述雖係法院用以認定開發國際購入金鼎證股票，乃係開發金控經理高層已為併購金鼎證之決策而所為之指示，並用以駁斥被告等人所言開發國際係基於自身專業分析購入金鼎證說辭之依據，但由此亦可看出開發金當時之決策程序。

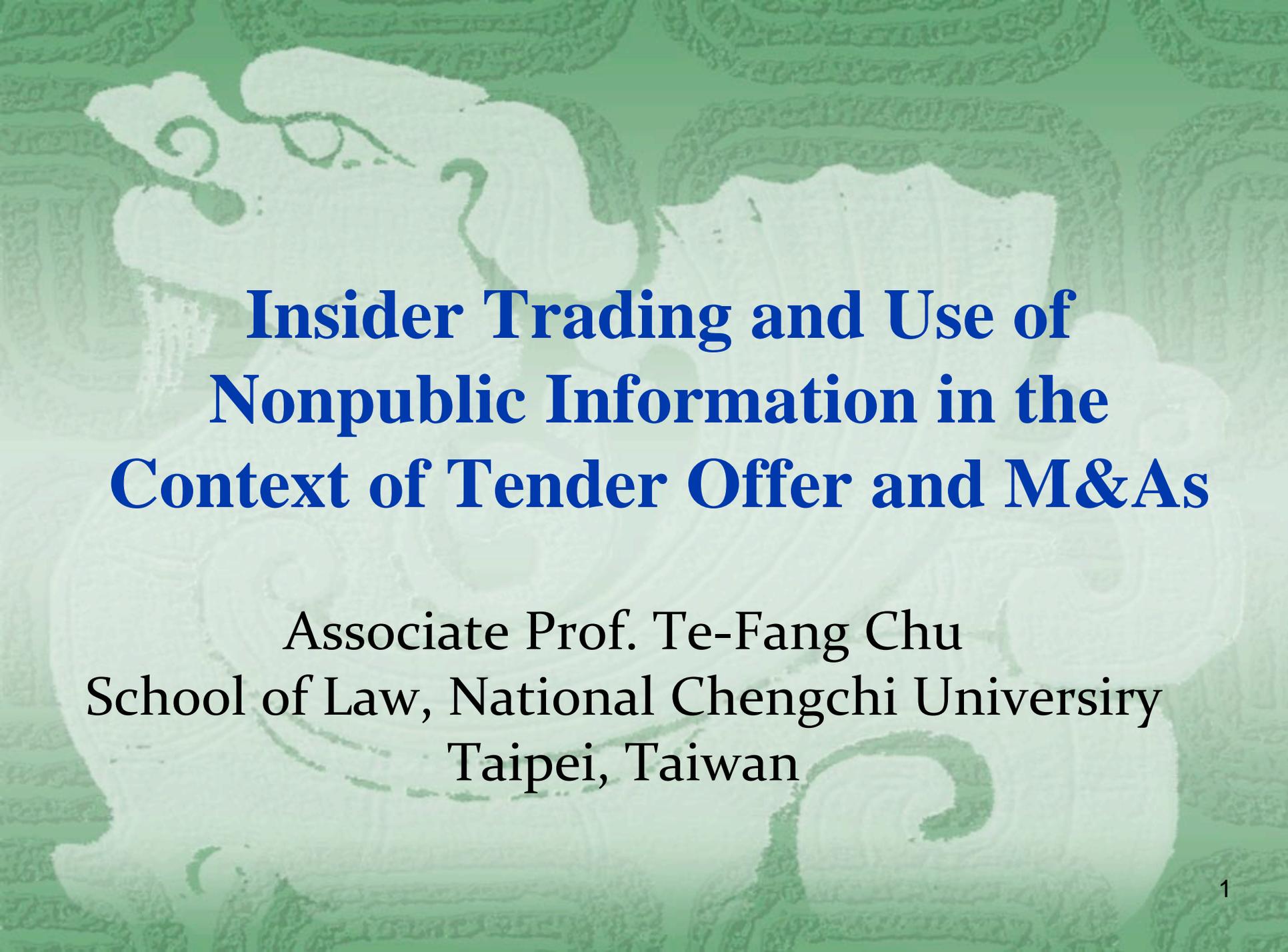
commence, or has commenced, a tender offer)」，作為禁止內線交易之時間點，而所謂「已採取重要步驟」，例如併購公司之董事會作成決議、公開收購計畫或提案規劃完成、公開收購所需之融資安排，或者準備、指示或授權準備公開收購文件與資料等。本案事實在美國法的標準下，或亦難認定為消息成立⁵⁵。

肆、 結論

開發金公開收購金鼎證一案是否構成內線交易，業已經台北地方法院作成 98 年度金重訴字第 12 號刑事判決。法院認為被告不構成內線交易之主要理由有二：其一，法人不能成為內線交易之犯罪主體；其二，開發金與開發國際係依證交法第 43-1 條第 1 項共同取得金鼎證之股票，且亦符合該條項關於大量持股申報之規定。

本文雖然亦認為本案被告不構成內線交易，但理由與本件法院不同。本文認為，法人可以成為內線交易之主體，此乃係適用證交法應有之解釋，亦符合立法政策上之需求；本文並從美國關於內線交易理論與實務之發展趨勢，以及我國法規範，進一步釐清證交法第 43-1 條第 1 項共同取得與第 157-1 條內線交易之關聯性，主張共同取得並非內線交易之安全港，相關行為仍依內線交易構成要件逐一審查之。

⁵⁵ SEC Release No. 34-17120 (Sep. 4. 1980)(The Commission believes that a substantial step or steps to commence a tender offer include, but are not limited to, voting on a resolution by the offering persons board of directors relating to the tender offer; the formulation of a plan or proposal to make a tender offer by the offering person or the person(s) acting on behalf of the offering person; or activities which substantially facilitate the tender offer such as: arranging financing for a tender offer; preparing or directing or authorizing negotiations, negotiating or entering into agreements with any person to act as a dealer manager, soliciting dealer, forwarding agent or depository in connection with the tender offer.)

The background of the slide features a large, stylized green dragon sculpture. The dragon is depicted in a dynamic, coiled pose, with its head turned towards the left. The sculpture is set against a lighter green, textured background that resembles a stone or wood surface. The overall aesthetic is traditional and formal.

Insider Trading and Use of Nonpublic Information in the Context of Tender Offer and M&As

Associate Prof. Te-Fang Chu
School of Law, National Chengchi University
Taipei, Taiwan

Introduction

- Increasing takeover activities occur in Taiwan, China and other Asian Countries.
- Insider trading scandals frequently associate with M&As and takeover activities.
- More cross-bordering takeovers.
- Two main theories for regulation of insider trading
 - ❧ The Equal Access Theory: EU, UK, Canada, Australia, Taiwan, China.
 - ❧ The Fiduciary Duty Theory: U.S.; BUT tender offer: the equal access theory.

Scenario One: Tender Offer

- Company A owns 40% of Company A1 and has the actual control over Company A1. A decides to tender offer Company B. Before making the announcement of the tender offer, A buys B from the market. A discloses the forthcoming t/o to A1 managers and asks A1 to buy the shares of B via market. A also tips the information to several big shareholders and asks them support the tender offer. So shareholders buy B as well. The shares of B that A, A1 and shareholders acquire amount to 9.9% (The law requires 10% ownership filing). After A makes the announcement, the price of B goes up. Shareholders and A1 then tender shares to A and makes profits.

Questions

- **Q1:** Why does A acquire B and want A1 and shareholders to purchase B as well before the announcement?
- **Q2:** Can A purchase B before the announcement?
- **Q3:** Can A1 and shareholders purchase B before the announcement?



Offeror Purchases Target before the Announcement

1. To lower the cost of takeover;
 2. Warehousing target's securities;
 3. To hide the real intention from the target.
- **The basic argument from Company A:** A creates and owns the information, and so A can use the information in the ways it wants.



Should the law allow A to use this information?

- **YES**→A CAN purchase B.
- **NO**→A1 and Shareholder CANNOT purchase B.
- But the trail court held differently.



But the Court Held...

1. A acquired 9.9% of B, below the 10% ownership filing requirement (§43-1(1) of the Securities Act). Since A has no duty to disclose, A has no duty to abstain from acquiring B.
 - If A acquires more than 10% of B but fails to disclose the ownership, A should abstain from trading, otherwise A constitutes insider trading.
2. A and A1 **jointly** acquired B under Section 43-1(1).
 - The court says: The 10% ownership filing requirement is the safe harbor for the insider trading regulation.

The 10% Ownership Disclosure

- *Any person who acquires, either individually or jointly with other persons, more than 10% of the total issued shares of a public company shall file a statement with the Competent Authority within 10 days after such acquisition, stating the purpose and the sources of funds for the purchase of shares and any other matters required to be disclosed by the Competent Authority... (Section 43-1(1))*



The 10% Ownership Disclosure

- Purpose of disclosure: To signal to the market as well as target management that the company may be in play.
- What is “JOINTLY?” two or more persons agree to act together for the purpose of acquiring, holding, voting, or disposing of equity securities of an issuer.



Is the Ownership Disclosure a Safe Harbor for Insider Trading Regulation?

- NO!
- The court misunderstood the **“Disclose or Abstain”** rule.
- The essence of insider trading regulation is not to force the company to disclose the information since the company may have good reasons to keep the information confidential.
- The duty to disclose is not the prerequisite for insider trading.



Theory for Prohibiting Insider Trading

- **The Equal Access Theory/The Fairness Theory**
- Q1: Should Company A be prevented from buying B under the theory?
→ NO. Discourage efficient transaction; A's business property; A can use it to pursue its own business purpose.



The Reasons for Prohibiting Insider Trading

- **The Equal Access Theory/The Fairness Theory**
- Q2: Can A authorize A1 or selective persons to buy B?
 - Authorized trading could be used for A's benefit or for the benefit of A's insiders.
- SEC's response: Rule 14e-3, broader than the fiduciary duty theory.



Rule 14e-3

- *If any person has taken a substantial step or steps to commence, or has commenced, a tender offer (the "offering person"), it shall constitute a fraudulent, deceptive or manipulative act or practice within the meaning of [section 14\(e\)](#) of the Act for any other person who is in possession of material information relating to such tender offer which information he knows or has reason to know is nonpublic and which he knows or has reason to know has been acquired directly or indirectly from: (1) The offering person, or... to purchase or sell or cause to be purchased or sold any of such securities or any securities convertible into or exchangeable for any such securities or any option or right to obtain or to dispose of any of the foregoing securities...”)*
- **Purpose: to prevent the offeror from rewarding selective persons and maintain the fairness to the market.**

What About Taiwan?

- The CDF case is the first case involving authorized trading by the offeror in the tender offer.
- **My Conclusion:**
 - Company A can acquire as many shares of B as it wants. Even A fails to make the 10% ownership disclosure, A doesn't constitute insider trading.
 - Company A1 and shareholders should abstain from trading B under the consideration of market integrity and the conflict of interest.

Scenario II : Mergers

- Company C makes a merger proposal to Company D, and Company D agrees Company C can send a team to conduct the Due Diligence. During the DD, C is aware of D's material and nonpublic information. C's legal counsel then advises C that the merger must stop otherwise insider trading regulation will be violated.
- Is the legal counsel correct?



Issues

- Q1: Can D disclose the nonpublic information to C?

→ Yes. Information asymmetry is often the main reason for contract failure.

- Q2: Can C and D proceed the merger?

→ Yes. What should be concerned is that whether the merger price can reflect the real value of D.

- Q3: Will anyone be hurt if the merger is proceeded?

→ No, if the directors meet their fiduciary duty.



- *It is of the essence of economic function of a securities exchange that it be a free market...free of unfairness of insider trading (playing cards with marked deck.)*

Louis Loss & Joel Seligman, Fundamentals of Securities Regulation.





Thank you.

tfchu@nccu.edu.tw

國科會補助計畫衍生研發成果推廣資料表

日期:2013/12/19

國科會補助計畫	計畫名稱: 公開收購下之資訊使用及揭露與內線交易之研究
	計畫主持人: 朱德芳
	計畫編號: 100-2410-H-004-025-MY2 學門領域: 商事財經法
無研發成果推廣資料	

100 年度專題研究計畫研究成果彙整表

計畫主持人：朱德芳		計畫編號：100-2410-H-004-025-MY2				計畫名稱：公開收購下之資訊使用及揭露與內線交易之研究	
成果項目		量化			單位	備註（質化說明：如數個計畫共同成果、成果列為該期刊之封面故事...等）	
		實際已達成數（被接受或已發表）	預期總達成數（含實際已達成數）	本計畫實際貢獻百分比			
國內	論文著作	期刊論文	0	0	100%	篇	
		研究報告/技術報告	0	0	100%		
		研討會論文	0	0	100%		
		專書	0	0	100%		
	專利	申請中件數	0	0	100%	件	
		已獲得件數	0	0	100%		
	技術移轉	件數	0	0	100%	件	
		權利金	0	0	100%	千元	
	參與計畫人力（本國籍）	碩士生	0	0	40%	人次	
		博士生	0	0	100%		
博士後研究員		0	0	100%			
專任助理		0	0	100%			
國外	論文著作	期刊論文	0	0	100%	篇	
		研究報告/技術報告	0	0	100%		
		研討會論文	1	0	80%		
		專書	0	0	100%		章/本
	專利	申請中件數	0	0	100%	件	
		已獲得件數	0	0	100%		
	技術移轉	件數	0	0	100%	件	
		權利金	0	0	100%	千元	
	參與計畫人力（外國籍）	碩士生	0	0	100%	人次	
		博士生	0	0	100%		
博士後研究員		0	0	100%			
專任助理		0	0	100%			

參加 2013 於慶應大學舉行，由 AsLEA and WEAI 聯合舉辦的年會，發表論文

<p>其他成果 (無法以量化表達之成果如辦理學術活動、獲得獎項、重要國際合作、研究成果國際影響力及其他協助產業技術發展之具體效益事項等，請以文字敘述填列。)</p>	<p>無</p>
--	----------

	成果項目	量化	名稱或內容性質簡述
科 教 處 計 畫 加 填 項 目	測驗工具(含質性與量性)	0	
	課程/模組	0	
	電腦及網路系統或工具	0	
	教材	0	
	舉辦之活動/競賽	0	
	研討會/工作坊	0	
	電子報、網站	0	
	計畫成果推廣之參與(閱聽)人數	0	

國科會補助專題研究計畫成果報告自評表

請就研究內容與原計畫相符程度、達成預期目標情況、研究成果之學術或應用價值（簡要敘述成果所代表之意義、價值、影響或進一步發展之可能性）、是否適合在學術期刊發表或申請專利、主要發現或其他有關價值等，作一綜合評估。

1. 請就研究內容與原計畫相符程度、達成預期目標情況作一綜合評估

達成目標

未達成目標（請說明，以 100 字為限）

實驗失敗

因故實驗中斷

其他原因

說明：

2. 研究成果在學術期刊發表或申請專利等情形：

論文： 已發表 未發表之文稿 撰寫中 無

專利： 已獲得 申請中 無

技轉： 已技轉 洽談中 無

其他：（以 100 字為限）

3. 請依學術成就、技術創新、社會影響等方面，評估研究成果之學術或應用價值（簡要敘述成果所代表之意義、價值、影響或進一步發展之可能性）（以 500 字為限）

內線交易規定於公開收購下的適用，各方意見不同，本文從美國法與我國法，以及各學說分析，評析我國法下應有的是用。同時分析內線交易規範與大量持股取得之申報等相關規範的關係。對於我國法上應有的解釋以及市場交易的安排，與證券市場秩序的維護有其正面意義。