



國立臺灣大學法律學院法律學研究所

碩士論文

Graduate Institute of Law

College of Law

National Taiwan University

Master Thesis

內線交易抗辯條款於我國制定之必要性

The legislative necessity for affirmative defense of insider trading in Taiwan.

許婉慧

Wan-Hui Hsu

指導教授：林仁光教授

Advisor: Professor Jen-Guang Lin

中華民國一〇三年一月

January, 2014



國立臺灣大學碩士學位論文
口試委員會審定書

內線交易抗辯條款於我國制定之必要性
The legislative necessity for affirmative defense of
insider trading in Taiwan.

本論文係許婉慧 (R97A21052) 在國立臺灣大學法律學系完成之碩士學位論文，於民國 103 年 1 月 22 日承下列考試委員審查通過及口試及格，特此證明

指導教授： 林 仁 光

口試委員： _____

張 心 弟

林 仁 光

孫 榮 心



謝辭

這本論文能完成，首先要感謝我的指導老師林仁光教授，感謝老師對我的許多提醒和包容。在我撰寫論文的漫長時光中，老師總是會指出我思考的盲點，幫我注意很多小細節，感謝老師對我的耐心，讓我可以將論文完成。老師對我的指導也不僅止於論文，在研究所就學期間，因為擔任老師的助理，讓我學到很多方面的知識。老師也常常藉著小事提點我人生經驗，讓我獲益良多。

同時要感謝張心悌老師與蔡英欣老師，因為決定口試的時間較為緊迫，所以對兩位老師發出邀請及寄送論文的時間較為匆忙，但是兩位老師都很迅速地便同意口試的邀請，也為我點出論文的格式及內容還有未盡之處。不是嚴厲的斥責而是溫柔的提醒，讓我知道還有哪邊還有進步的空間，實在非常感謝老師。

接著要感謝許多協助我找資料、討論的朋友們。感謝于軒，在我開始著手論文的時候給我許多意見、建議，也教了我很多小秘訣。感謝欣潔，在我開始寫論文時給了我很多自己的經驗之談。感謝雅琳，協助我當發表會、口試的紀錄，處理程序的文件。感謝盛鐸學長與琳珊學姐，在我回台南找實習時給我很多幫助。感謝明照，常常回答我臨時想到的問題。感謝NONO、鬼人，在研究所的過程中給我很多幫助。感謝正欣，有語言檢定的最新消息就馬上通知我。感謝詩梅，在我準備的期間給我很多意見。感謝秉錡，如果沒有你帶讀書會，可能根本無法有這篇論文。感謝榕芝，常常陪我出來玩耍、聊天。感謝雅鈴，在我們一起開寫論文的時候互相流用資料。感謝津菁，為我校對論文的錯別字。感謝憶如，在我有點徬徨的時候幫我指了一條明路。感謝雲釵，讓我很期待我們一群人出去玩。感謝君維，在寫論文的時候看到你桌上一堆德文書，我就覺得其實看英文也沒什麼。感謝阿CO，幫我在圖書館借書。感謝彥凱，常常陪我討論一些我想不通的問題。謝謝阿根，幫我處理發表跟口試的場地、文件等等。感謝卉玲，在宿舍時常幫我煮飯，還會督促我去寫論文、當我的小秘書。

還要感謝我的前輩蘇文斌律師，在我實習以來都熱心的教導我，不厭其煩得告訴我撰狀的技巧與實務工作的要領，對於我要完成論文一事也十分支持，讓我



即使已經開始工作，仍可以繼續將這本論文寫完。感謝中央研究院的鍾騏老師，在我擔任助理的期間，對於論文寫作的方向給我很多意見，也很耐心教導我如何搜尋、分析英文資料。

最後也是最重要的，要感謝我的家人。感謝我的弟弟，雖然每次你嘴上都說不想理我，但是遇到真的需要幫忙的時候，你還是會挺身而出。感謝親愛的媽咪，在我論文執照兩頭空，徬徨不安的時候，她只是安慰我並說「都養你那麼多年了，再養一年我也還養的起。」這句話平撫了我心中的焦慮，讓我可以繼續準備考試、論文。也感謝你對我無微不至的照顧，有你這樣的母親，是我最大的幸運。還有親愛的爸爸，雖然平常都一副嚴肅傳統的樣子，但是對於我的要求卻總是不忍讓我失望。雖然常常做出一些令我們無言的舉動，卻一直用自己的方式在愛護家人。還記得我論文寫到一半，卻想先去歐洲旅行完成一直以來的夢想，爸爸嘴上說我浪費錢，卻又在私底下問我存的錢夠不夠用。這麼一個悶騷可愛的爸爸，卻檢查出了胰臟癌併發肝癌，在知道爸爸生病的消息後，我馬上打包行李搬回家中。102年1月發現，他卻在7月就離開。還記得看著爸爸那張熟悉的臉，靜止不動，似乎只是睡著了，我最後卻只能不斷流淚重複著請他好好照顧自己，再無他話。半年的時間，我們一家人有足夠的時間接受疾病的事實，卻還沒準備好離別，這本論文也因此停工了近一年。爸爸在知道我考上研究所之後偷偷樂了很久，如果能快點畢業，爸爸應該也會開心的。我抱持著這種想法，繼續將論文收尾，希望能告訴爸爸「我從研究所畢業了，我們很好，也希望您一切安好。」

這本論文的出現也代表了我研究所生涯的終結，過程中有許多美好回憶也有一些辛酸淚水。套句老梗台詞，這是一個充滿歡笑與淚水的故事。我想我是個幸運的人，一路走來身邊有許多人陪伴我、支持我。不論身在何方，只要有值得珍惜的人在身邊，此心安處是吾鄉。

許婉慧 2014年2月 於台南家中



摘要

我國制定內線交易禁止條款由來已久，然而內線交易之犯罪卻仍時有所聞。其原因可能是因為我國實務上內線交易定罪率低，而難生嚇阻之作用。為了解決此問題，我國證券交易法一再修法，希望藉由採取獲悉說來加強禁止內部人內線交易的規範。然而在採取獲悉說的前提下，因為內部人只要知悉內線消息，客觀上又有進行交易行為，即會推定主觀上有犯意而成罪，其打擊犯罪的範圍太為寬廣，在某些個案可能會有不正義的狀況發生，故而參考外國立法例，研擬有關內線交易抗辯條款之規定，使行為人得自己舉反證推翻其有犯意的推論，進而為無罪之答辯。

內線交易抗辯事由於 2010 年證券交易法修法時曾有討論，然而當時並未成功修法。抗辯事由雖然給予被告一個答辯武器，然我國目前內線交易罪之定罪率本就偏低，增設之抗辯條款規定即應審慎為之。

探討內線交易抗辯事由，即應先說明內線交易制度之本質。本文先介紹美國、歐盟、英國、日本、中國及我國之內線交易制度，再進一步討論各國有關內線交易抗辯、豁免條款之規定。外國對於抗辯條款有多種型態的規定，如預定交易契約、安定市場行為、收購等，我國修正草案卻僅有預定交易契約一種例外事由。本文欲藉由瞭解國外各種例外之類型，來檢視我國新增之抗辯事由是否足夠。

內線交易抗辯事由是否應於我國制定，也應視我國實務上是否有此需求。抗辯事由最早係因採獲悉說將使內部人容易成立內線交易罪，故而增設抗辯事由加以對抗。然我國實務上法院對於內線交易案件，似乎未皆是採取獲悉說標準判案，故而抗辯事由之增設是否有刻不容緩之必要，則有探討的空間。

關鍵字：內線交易、抗辯條款、Rule 10b5-1、安全港、獲悉說、利用說



Abstract

Taiwan set the insider trading for a long time. However, we still can hear some criminal cases of insider trading somrtimes. The main reason might be the conviction rate is too low to intimidate the insiders. In order to slove this problem, we amended the law and want to block the insiders strickly. The stringent law formulate the insider will be guilty once he/she being a knowing possession and trade the stock in the same time. Unfortunately, the range of potential criminals is way too wide so there might be some unfair cases. As a result, the legislators reference the foreign legislation about the defence of insider trading provisions. In this way, the defendens could calim for innocent and overthrow the inference by proving that they are not offending insider trading regulations intentionally.

The defendse prviosions had been discussed when amending the Securities Exchange Act on 2010, however, the provisions are not passed. The conviction rate of insider trading is low in Taiwan, since the reasons of defendece give the defenders a shield, the decision for defence provisions should be cautious.

In order to discuss the defence provisions of insider trading, we should start with the insider trading regulations. In this thesis, I will introduce the insider trading regulations of the U.S., the EU, the U.K., Japan, China and Taiwan. And next are the insider trading defence/ exemption regulations in the countries. There are many types of defence provisions, for example, written trading plans, stabilization, takeover, etc. However, there is just one kind of defence regulation in the drft of Securities Exchange Act. This thesis wants to discuss whether the types of defence proviosn are enough in Taiwan by knowing the foreign regulations.

The decision whether the defence provisions should be set also needs to consider about the courts in Taiwan. The defense provisions are preventing the defenders from easily being guilty by on a knowing possession. The provisions are using as a shield for D.A.s' charge. The court seems not judge insider trading cases by "knowing possession" as an only standar in Taiwan. As a result, the necessity for defense provisions of insider



trading in Taiwan is worth to discuss.

Key words: Insider trading, Defense provisions, Rule 10b5-1, Safe Harbor, Knowing possession, Using



目錄

第一章、緒論	1
第一節、研究目的與動機	1
第二節、研究方法	2
第一項、歷史分析法	2
第二項、文獻分析法	2
第三項、比較法分析法	3
第四項、實證案例分析法	3
第三節、研究架構	3
第二章、內線交易制度	5
第一節、美國內線交易制度	5
第一項、歷史演進	5
第二項、歸責理論	6
第三項、規範	9
第四項、責任	14
第二節、歐盟內線交易制度	17
第一項 歷史背景	17
第二項、內線交易協調指令(89/592/EEC)	18
第三項、內線交易及市場濫用指令(2003/6/EC)	23
第三節、英國內線交易制度	30
第一項、歷史背景	30
第二項、刑事正義法	31



第三項、金融服務及市場法.....	33
第四項、責任.....	36
第四節、中國內線交易制度.....	39
第一項、歷史背景.....	39
第二項、構成要件.....	39
第三項、責任.....	45
第五節、日本內線交易制度.....	50
第一項、歷史背景.....	50
第二項、構成要件.....	50
第三項、責任.....	55
第六節、我國內線交易制度.....	57
第一項、 規範理論.....	57
第二項、構成要件.....	59
第三項、責任.....	63
第三章、內線交易免責抗辯條款.....	65
第一節、美國內線交易之抗辯規定.....	65
第一項、 利用說及獲悉說之爭議.....	65
第二項、 Rule 10b5-1.....	70
第二節、歐盟內線交易之抗辯及豁免規定.....	87
第一項、內線交易協調指令.....	87
第二項、內線交易及市場濫用指令.....	91
第三項、小結.....	97
第三節、英國內線交易之抗辯及豁免規定.....	98
第一項、刑事正義法.....	98



第二項、金融服務及市場法.....	102
第三項、小結.....	110
第四節、中國內線交易行為之抗辯規定.....	111
第一項、內幕交易解釋之規定.....	111
第二項、抗辯條款.....	112
第三項、小結.....	115
第五節、日本內線交易之抗辯規定.....	115
第一項、抗辯條款.....	115
第二項、小結.....	120
第四章、我國內線交易抗辯條款之取捨.....	121
第一節、我國法案獲悉說及利用說爭論.....	121
第一項、「獲悉說」標準.....	121
第二項、「利用說」標準.....	122
第三項、我國法院見解.....	123
第二節、修正草案.....	124
第一項、行政院提案草案新增抗辯事由.....	124
第二項、2010年版草案評論.....	126
第三節、抗辯之實務案例.....	137
第一項、因主管機關規定而交易.....	138
第二項、遭斷頭.....	141
第三項、預定交易計畫、契約.....	147
第四項、股價相反交易.....	156
第五項、以分析報告為買賣.....	157
第六項、我國實務案例分析.....	162



第四節、增訂抗辯免責條款之必要.....	165
第一項、抗辯免責事由之地位.....	165
第二項、新增抗辯事項之必要.....	167
第五章、結論	173



第一章、緒論

第一節、研究目的與動機

內線交易之定義係為具有特定身份之人，獲悉未經公開且影響證券價格的重要消息後，買賣證券之行為¹。是否應禁止內線交易行為學說雖有爭議²，然世界上各國多已立法制定禁止規定，我國亦於 1988 年修正證券交易法時，參考美國法增訂第 157 條之 1³，至此確立我國內線交易禁止之規定。我國雖已經制定內線交易禁止規定，然而依據瑞士洛桑管理學院所公佈的評比，我國內線交易的排名評比一向不佳⁴，為了達到嚇阻作用，我國於 2004 年證券交易法修法時，又提高刑責程度，期望能以重罰制止內線交易橫行。然而即使我國對內線交易之處罰刑度越來越重，但內部人涉嫌內線交易遭檢方調查之消息仍時有所聞。

我國內線交易規定之處罰雖重，然仍有內部人前仆後繼的原因或許在於實務上案件成罪率相對較低。會造成此結果，與我國內線交易學說上係採取獲悉說或利用說亦有關聯。內部人一旦知悉重大消息、又有交易情況即成罪的獲悉說，將造成不論內部人是否具有惡意，皆可能成立犯罪；利用說則是要內部人的確有利用該內線消息為交易的意思，才可將內部人定罪。我國立法之時條文內容係採取「獲悉」二字，故解釋上應採獲悉說，然而在立法理由中，卻明白寫出立法者是為了避免內部人利用內線消息。此兩學說之矛盾至今仍存在，導致法院實務與學說間產生紛爭，行為人在進行交易行為時，檢方在偵查追訴案件及法院在評議成

¹ 請參閱賴英照(2006)，《股市遊戲規則-最新證券交易法解析》，頁 319，台北：自刊。

² 前揭註 1，頁 445-449。曾宛如(2008)，《證券交易法原理》，頁 216，元照出版。

³ 請參閱 1988 年 1 月 29 日增訂 157 條之 1 之立法理由。

⁴ 瑞士洛桑管理學院針對各國之內線交易予以評比，其評比方式係以問券方式請各國專業人士就該國「證券市場之內線交易是否普遍 (Is insider trading common?)」乙項議題作答，該議題係探究受訪者對國內內線交易是否普遍之整體觀感，一般而言，該等調查結果受下列事項影響：1. 填具問卷期間媒體是否報導重大不法交易案件。2. 媒體所報導之重大不法交易案件是否於短時間內經司法機關起訴或判決。3. 受訪者對該國發生不法交易案件情形之綜合評價。查 2001 年我國於全球 49 個受訪國家中排名第 46 (於亞洲則為第 10 名，僅優於中國大陸及菲律賓)，隔年 (2002 年) 該項排名進步至第 31 名 (於亞洲則為第 6 名)；2004 年全球受訪國家或地區增為 60 個，我國排名第 34 (於亞洲亦為第 6 名)。2001 年我國內線交易之排名欠佳，主要原因可能為一般大眾對內線交易相關規定之瞭解及認知不足，復由於缺乏宣導，而產生內線交易嚴重之調查結果；該情形經證券主管機關與臺灣證券交易所採行各項宣導措施及多方努力下已有明顯改善 (自 2001 年之 46 名進步至 2003 年之 31 名)。2005 年起該學院已取消此內線交易評比項目，據瞭解係因客觀性不足，故不再予以排名評比。請參閱羅贊興、吳博聰，〈內線交易面面觀〉，《證交資料》，第 541 期，頁 50。



罪與否的過程中，皆可能採取不同見解而有不同結論。我國 2010 年修法時，將證券交易法第 157 條之 1 原規定的「獲悉」修改為「實際知悉」的用語，解釋上似乎仍排除利用說見解，而應採取獲悉說。

在採取獲悉說的前提下，因為內部人只要知悉內線消息，客觀上又有進行交易行為，即會推定主觀上有犯意而成罪，其打擊犯罪的範圍太為寬廣，在某些個案可能會有不正義的狀況發生。立法者亦思量到此一問題，故而參考外國立法例，研擬有關內線交易抗辯條款之規定，使行為人得自己舉反證推翻其有犯意的推論，進而為無罪之答辯。然而此內線交易抗辯條款的制定，係要求被告自行舉證證明其未有犯罪行為，是否違反無罪推定原則本身已有疑慮。且我國目前內線交易罪之定罪率本就偏低，若再增設抗辯條款之規定，是否又提供內線交易罪之被告脫身良機？而若需制定該抗辯條款，其制定之內容、要件應寬鬆或嚴格又應如何定之？因有上開疑慮，故而內線交易抗辯條款雖有提出研擬，但內容卻始終爭議不休。⁵內線交易禁止規定目的是要維持市場公平性，故而應以我國目前市場上狀況觀察之，引進外國立法例之抗辯條款後，是否對我國內線交易規範體系有所助益，即值得探討。

第二節、研究方法

本論文預計使用之研究方法包含有歷史分析法、文獻分析法、比較法分析法以及實證案例分析法：

第一項、歷史分析法

本文主要探討重點為內線交易抗辯條款，然抗辯條款之討論與規定，皆肇因於內線交易禁止之規定，故而討論時即先自內線交易之理論、制度及規範加以介紹。因法律之制定多有其歷史原因背景，本文並會談及各國規範之背景架構及理論牽涉之重要案例。

第二項、文獻分析法

本文將透過蒐集相關文獻資料以為論著基礎，文獻包含國內、外學者所著書籍、期刊、學位論文、法規條文和網路資源等文獻資料。蒐集的文獻內容包含我

⁵ 請參閱「內線豁免條款，閩關失敗九種版本—歧見太大，操縱股價行為認定也無共識，將交付朝野協商」，經濟日報，A20 版，金融、稅務法務，2010 年 11 月 18 日。



國、美國、歐盟、英國、中國及日本文獻資料。其中日本文獻部份因筆者能力所限，未能直接閱讀日文文獻，係搜尋討論日本法之中文、英文期刊論文及翻譯著作。因美國、歐盟、英國對於內線交易抗辯條款規定已久，藉由上開文獻分析，得觀察國外對於內線交易抗辯條款適用之情況，再對照我國現今狀況，對於目前草案是否增訂加以提出建議。

第三項、比較法分析法

我國關於內線交易之規定受美國法影響頗深，故而欲比較美國法已經有的抗辯條款規定，對於我國是否增訂加以建議。歐盟為西方之強大經濟體系，其頒布之指令中亦有關於內線交易抗辯條款之規定，英國則基於歐盟之指令修訂國內法，藉由介紹歐盟及英國之規定，得分析歐盟法規之背景。中國證券法與我國證券交易法規定相似；日本法則受美國法影響頗深，且中國與日本與我國地理位置相近、經濟活動頻繁，此二國家皆有抗辯條款之制定，我國考量是否制定條款亦得加以參考。藉由比較上述數國之法規，衡量我國與外國法制上差異，進而對於抗辯條款之制定為建議。

第四項、實證案例分析法

法律之制定除了立法者對於某些問題的預先防範，更多的是因為實務上特定案例出現，導致法律漏洞的修正，故而實際案例與法律規定實是息息相關。我國法上雖尚未有內線交易抗辯條款之制定，但法院在審理內線交易案件時，仍有審酌實質抗辯事由之情況。藉由討論我國與內線交易抗辯事由相關之實務案例，可能得對於我國實際上是否需要制定抗辯條款此議題加以回答。

第三節、研究架構

本文共分為五章，分別為緒論、內線交易法制理論演進與規範、外國免責、抗辯條款之立法規定、豁免條款於我國制定之必要性與結論。

緒論主要介紹本文研究動機、目的及架構，並介紹所使用之研究方法，對於本文之體系架構有初步之說明。

第二章為介紹內線交易制度。因本文討論之主題為內線交易抗辯條款是否應於我國制定，要討論抗辯條款之規定，即應先討論內線交易制度的整體規範及歷史淵源，故而本章在介紹各國及我國對於內線交易之立法例，並對於背景及要件皆加以介紹。



第三章則介紹外國內線交易免責、抗辯條款之立法規定。美國法針對 Rule 10b5-1 法規及相關示例、學說介紹，歐盟則著重介紹內線交易協調指令與市場濫用指令兩指令的規定，並介紹英國法制定免責、抗辯條款的背景及規定。中國法則是因新增訂最高人民法院、最高人民檢察院對於內線交易之司法解釋，而將抗辯條款正式納入實務體系中，日本法亦對於金融商品取引法中有相關的規定。藉由介紹外國內線交易抗辯例外事由的立法例，就其學說或實際案例加以歸納分析。

第四章回歸到我國是否應制定內線交易免責、抗辯條款之討論。首先先就我國內交易學說上對於行為人主觀採何種認定為介紹，再就我國目前對於抗辯條款的草案加以分析，其後介紹我國實務上曾討論到有關抗辯事由之內線交易案例，最後分析免責、抗辯條款之性質及我國是否有增訂必要之討論。

第五章則係針對上述介紹，結合實際案例及外國學說、規定之內容，對於我國是否應增訂內線交易抗辯條款之議題為一結論。



第二章、內線交易制度

第一節、美國內線交易制度

第一項、歷史演進

美國於 1933 年至 1940 年間制定了 6 個聯邦證券法⁶，其中雖針對詐欺行為的禁止有眾多規定，其中卻並未有關於內線交易的明文規定。然而 1934 年所制定之證券交易法中 Section 10(b)之規定、及依照該條在 1942 所制定的 Rule 10b-5，卻成為法院對內線交易行為處罰的依據⁷。

1934 年證券交易法 Section 10(b)中規定⁸，任何人買賣上市或未上市證券時，不得有違反證管會規定的禁止詐欺行為的條文。而 Rule 10b-5 則是因為 Section 10(b)中僅有空泛禁止規定，為進一步實際執行該規定，故於 1942 年加以制定⁹。此兩條文原本僅係針對詐欺行為而為的禁止規定，並未係針對內線交易行為而設。然而依照法院在 *Kardon v. National Gypsum Co.* 案中的見解，「當董事具有內部資訊而購買股票，卻又未全部揭露資訊，如此的行為將會構成詐欺(fraud)而違反法律¹⁰」，此處所指的法律即為上述的 Section 10(b) 及 Rule 10b-5。此處可見美國院實務上認

⁶ 1933 年證券法(Securities Act of 1933)、1934 年證券交易法(Securities Exchange Act of 1934)、1935 年公用事業控股公司法(Public Utility Holding Company Act of 1935)、1939 年信託憑證法(Trust Indenture Act of 1939)、1940 年投資公司法(Investment Company Act of 1940)及 1940 年投資顧問法(Investment Advisers Act of 1940)。See NANCY K. KUBASEK, BARTLEY A.

BRENNAN, M. NEIL BROWNE, *THE LEGAL ENVIRONMENT OF BUSINESS: A CRITICAL THINKING APPROACH* 835-838, Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice Hall (2009).

⁷ 賴英照(2011)，《股市遊戲規則-最新證券交易法解析》，頁 452，台北：自刊。

⁸ Section 10(b)之原文為：“To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act), any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors”。

⁹ Rule 10b-5 之原文為：“To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act), any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors”。

¹⁰ “As pointed out in the opinion, the Act is violated when directors with inside information purchase stock without full disclosure. Such conduct constitutes engaging in an ‘act, practice, or course of business which... would operate as a fraud.’” 見 *Kardon v. National Gypsum Co.*, 83 F.Supp. 613, D.C.Pa. 1947.



為，內線交易行為係為詐欺行為之一種，故法院方以此兩條文做為對內線交易行為的規定依據。

因法院認為未揭露資訊而買賣證券為詐欺行為，故內部人若要避免違法，則應將消息公開後再買賣證券，或是雖不公開消息、亦不買賣證券，此即形成「公佈消息否則禁止買賣」原則(disclose or abstain rule)¹¹。惟此一規則之定義在初期仍模糊不清，例如禁止買賣證券之內部人範圍界定，在實務上即有寬嚴不一的情況，故而發展許多內線交易的規則理論，試圖解決此爭議，將介紹如下：

第二項、歸責理論

第一款、資訊平等理論

資訊平等理論係以 1961 年 Cady Roberts & Co.案¹²為代表，聯邦證管會在該案中宣示了「公佈消息否則禁止買賣」原則。該案事實為：J. Cheever Cowdin 為 Curtiss-Wright 公司的董事，同時亦身為另一證券公司 Cady, Roberts 的合夥人。而在 Cowdin 獲悉了 Curtiss-Wright 公司將調降下一季發放盈餘的數額比例後，Cowdin 將此一情事告知了證券公司的另一合夥人 Gintel，此時消息尚未公開。而 Gintel 立即為其客戶售出、並同時放空 Curtiss-Wright 公司的股票。其後當消息公佈後，Curtiss-Weight 公司股價顯著下跌，Gintel 並因此獲利。

證管會認為 Gintel 違反 Section 17(a)、10(b)及 Rule 10b-5，理由在於：Gintel 明確獲悉此消息來源的可信度，且可以知道此消息尚未公開。雖然此等反詐欺條款係要求公司董事、經理人及控制股東等內部人不得在未開消息前買賣股票，然而此揭露義務並不限於內部人。在因特定關係獲悉消息時，當事人只得為公司利益而不得謀取私利；或是交易中一方獲悉他方不知道的重大消息而有不公平的情事，此時「任何人」皆有揭露消息之義務¹³。在本案中，雖然在集中市場的證券交易並非傳統上「面對面交易」的性質，美國證管會仍認為禁止詐欺行為係為了維護市場上的公平性，若反詐欺條款不能適用則不合乎常理，故將禁止詐欺的規定擴大到集中市場的交易行為上。

¹¹ 參閱賴英照，前揭註 7，頁 454。

¹² 40 S. E. C. 907(1961).

¹³ *Id.* at 911,其原文為：“first, the existence of a relationship giving access, directly or indirectly, to information intended to be available only for a corporate purpose and not for the personal benefit of anyone, and second, the inherent unfairness involved where a party takes advantage of such information knowing it is unavailable to those with whom he is dealing”.



其後，1968年發生的SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.案¹⁴中，法院支持了上述證管會的論點。Texas Gulf Sulphur 是一家礦業公司，其在安大略省的 Timmins 附近發現豐富礦產後，立即著手要取得周圍的土地以利開採。而在媒體披露此一利多消息後，該公司卻出面否認並未有如此利多的消息，數日後該公司方又出面證實探勘到豐富礦產之消息。然而在此消息公佈前，公司的職員、受雇人及其他獲悉此消息之人，卻已經於市場上買進該公司的股票，並在公佈消息後因股價上漲而獲利。

法院判決認為內部人及消息受領人皆違反 Section 10(b)及 Rule 10b-5 之規定，因其未遵守「公開消息否則禁止買賣原則」。此一見解支持了 In re Cady Roberts & Co.案中證管會的意見。法院認為任何人一旦獲悉有重大且未公開之消息，均應遵守上述原則¹⁵，使市場上投資人有公平獲取資訊之機會。故不論是否為內部人，在得知重大消息時而會導致不公平交易時，皆應負有揭露義務，以促進資訊平等流通，增進投資人信心，此即所謂資訊平等理論之基礎。

第二款、信賴關係理論

在 1980 年的 Chiarella v. United States 案¹⁶中，法院基於信賴關係(fiduciary relationship)之理論限縮了內部人範圍，挑戰了資訊平等理論。該案之事實為：Chiarella 為 Pandick Press 印刷廠的工人，一日其發現他所處理印製的文件是有關公司併購的內容。雖然該文件的目標公司資訊已被塗銷或是以代號表示，其仍準確猜出目標公司名稱，並在市場上購入股票，在併購消息公佈後隨即售出股票獲利 3 萬餘元。

雖然行政及司法解釋都認為未揭露資訊而買賣股票即可能違反 Section 10(b)而成為詐欺行為，然而聯邦最高法院認為，此條件僅在交易雙方對彼此具有信賴關係時方成立。若是當事人獲悉重大消息卻未加以揭露，以普通法的看法來說，僅有在當事人具有揭露義務時方構成詐欺行為。而所謂揭露義務，則是指因為當事人間存有委託或其他類似的信賴關係，而取得重大消息時¹⁷。故依此見解，Chiarella 因為並不是併購公司的內部人故對股東無信賴義務，亦非自被併購公司處獲取資訊，故即便其獲取未公開資訊，仍未有公開的義務¹⁸。

¹⁴ 401 F. 2d 833, (2d Cir. 1968).

¹⁵ *Id.* at 848.

¹⁶ 445 U. S. 222(1980).

¹⁷ *Id.* at 228.

¹⁸ See JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, SECURITIES REGULATION, CASES AND MATERIALS 882, Aspen Publishers, (5th ed., 2006).



第三款、消息傳遞理論

在最高法院基於信賴關係而認為 Chiarella 不構成內線交易後，在 3 年後的 Dirks v. SEC 案¹⁹中，法院又再度重申有關信賴關係之看法。Dirks 是一家紐約證券商之經理，專長是提供證券投資之分析。一日，Equity Funding of America(EFA 公司)的前員工告知 Dirks，該公司資產被高估的詐欺行為，該員工希望 Dirks 查清楚是否有此情事。Dirks 本身與他工作的公司皆未持有 EFA 公司的股票，但是在調查過程中，Dirks 曾與他的一些客戶及投資人公開的談論此事，而有些人賣掉了 EFA 公司的股票總計達到 1 千 6 百萬元。

本案之特點在於，消息的持有人本身並未持有目標公司的股票，亦未加以買賣，其行為僅是將消息傳遞告知他人，此時當事人之行為即難以界定是否違反規定。最高法院認為消息的受領人(tippee)雖是自內部人處得知消息，並未一定繼受內部人的信賴關係。只有在消息受領人也有共同參與違反信賴義務的行為時，例如：明知消息傳遞人(tipper)係為自己利益違反信賴義務而傳遞消息，方應負責²⁰。故本案中法院認為：Dirks 獲悉消息是因為離職員工委託其調查 EFA 公司有無詐欺情事，該離職員工並非為了自己的私利，且 Dirks 與 EFA 公司間並無其他的信賴關係，因而其並不違反 Section 10(b)及 Rule 10b-5 之規定。此兩案例相較於資訊平等理論，聯邦最高法院顯然限縮了 Section 10(b)及 Rule 10b-5 之範圍。

第四款、私取理論

上述信賴關係理論及消息傳遞理論在一定程度上都限制了資訊平等理論下放寬的內部人範圍限制，也導致內線交易較為難成立。而在內部人雖不具有信賴關係而取得、並不當使用內線消息時，上述理論即有其侷限性。在 Chiarella v. United States 案中大法官 Burger 提出之不同意見書中，即針對此不足加以探討²¹。不同意見書中認為，若是當事人以不正當手段取得消息，而非基於本身經驗、專長等而來，即應違反 Section 10(b)及 Rule 10b-5。1981 年的 United State v. Newman 案²²中，聯邦第二巡迴法院即贊同上開不同意見書之見解，認為詐欺行為的構成並無需是交易中的買方或賣方其中一方所為之行為，只要是具有「詐欺來源」(fraud in the source)的私取理論即應成立 Rule 10b-5 的詐欺行為²³。

¹⁹ 463 U. S. 646 (1983).

²⁰ See STEPHEN J. CHOI & A.C. Pritchard, SECURITIES REGULATION CASE AND ANALYSIS 377 (2005).

²¹ See Chiarella v. United States, 445 U. S. 222 at 1121.

²² 664 F. 2d 12 (2d Cir. 1981).

²³ See COX & HILLMAN & LANGEVOORT, *supra* note 18, at 888.



1987 年的 *Carpenter v. United States* 案²⁴中，本案被告之一 R. Foster Winans 為華爾街日報的專欄作者，負責評論市場上股價之表現，深受投資大眾信賴。因受 Winans 好評的股票股價多為上揚，反之則下跌，華爾街日報嚴禁其洩漏專欄內容。然而 Winans 與另一被告 Carpenter 仍共謀將專欄內容事先洩漏與他人，並因此買賣股票獲利 69 萬元。聯邦最高法院並未對此案件是否應適用私取理論下一定論，然而之後的 *United States v. O'Hagan* 案²⁵ 中，最高法院即明確表示支持。

Grand Metropolitan PLC 為一家英國公司，預計要併購 Pillsbury 公司，於是委託 Dorsey & Whitney 律師事務所為法律顧問。O'Hagan 是該事務所的合夥律師，但其並非承辦併購業務的律師。1988 年 9 月 Grand Metropolitan 終止與該 Dorsey & Whitney 的顧問關係，然而在此前，O'Hagan 已經購入 Pillsbury 公司的股票，並於其後併購消息宣佈後賣出股票而獲利達 430 萬元。

聯邦最高法院認為，私取理論的設計是為了防止有權力接觸資訊的外部人在影響公司股價後，卻因為其間無信賴關係而無責任²⁶。本案中 O'Hagan 雖然非對交易相對人具有信賴關係，也是交易股票公司的外部人，然而其擁有消息的來源係基於律師事務所，其對律師事務所的忠實義務仍有所違背，故其仍構成 Section 10(b) 及 Rule 10b-5。公開消息否則禁止交易係針對交易人對於公司及投資人之欺騙行為，而私取理論則著重於對於消息來源的欺騙，但兩者皆係以違反信賴關係為基礎²⁷。

第三項、規範

第一款、Section 10(b)及 Rule 10b-5

Section 10(b)與 Rule 10b-5 原本制定目的係針對證券詐欺行為而設，然因法院實務上將內線交易行為解釋為詐欺行為之一種，故此兩條文也成為規範內線交易行為的重要條文。而美國實務上之見解，亦係基於上述的歸責理論而來。在 1961 年證管會因 *Cady Roberts & Co.* 的案子而認為內線交易行為係詐欺，理由即是基於資訊平等理論。因當事人物未揭露資訊而買賣證券的行為可視為對其他投資大眾的詐欺，故而使 Section 10(b)及 Rule 10b-5 得以將內線交易行為納入規範範圍中。

惟此兩條規定雖將內線交易行為納入規範，內部人的範圍卻仍有爭議。信賴

²⁴ 484 U.S. 19 (1987).

²⁵ 521 U.S. 642 (1997).

²⁶ *Id.* at 653.

²⁷ 參閱賴英照，前揭註 7，頁 464。



關係理論、傳遞消息理論及私取理論，皆是對於內部人範圍界定的可能，單僅就此兩條基本的規範，似有不足。對於私人是否得依照此兩條文起訴，因為法條中未有明文，所以雖然實務上肯認，但是係以法官造法的方式，認為此處有隱含的民事責任（implied civil liability），而給予當事人私人的訴權²⁸。

第二款、Rule 14e-3

在 Chiarella 案後，法院採取信賴關係理論，對於資訊平等理論的範圍加以限縮，而公開收購(tender offer)又是內線交易最容易獲利方式，若是不加以制止，似乎會成為證管會執法的一大漏洞。所以在 1980 年，證管會即依照 Sectoin 14(e)的授權規定訂定 Rule 14e-3，這條規定主要針對公開收購部份加以規定²⁹。

Rule 14e-3(a)將外部人亦納入規範規定³⁰，當有一個公開收購消息產生時，對於任何取得此一消息的人，只要明知或可得而知這項未公開的消息來源是要約人、目標公司或是其他有相關連之人時，都不得買賣證券。理由係因為，公開收購的程序往往複雜而牽涉甚廣，在進行的過程中，許多非內部人如律師、會計師、證券商等都將會得知此一內線消息，若不加以限制，則此等「外人」都可以援用其未具有信賴關係為理由而進行內線交易，卻不能以法相繩。

Rule 14e-3(b)則是規定了「中國牆(Chinese Wall)」的措施，使得非自然人的法人得加以抗辯³¹。而所謂中國牆，係指具有多角化經營的公司，為防範資訊在公司

²⁸ 郭大維，〈論我國內線交易法制—由英美兩國對證券市場內線交易之規範談起〉，《軍法專刊》，56:4 期，頁 71。

²⁹ See Cox & Hillman & Langevoort, *supra* note 18, at 914.

³⁰ Rule 14e-3(a)原文為：“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, (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.”

³¹ Rule 14e-3(b)原文為：“A person other than a natural person shall not violate paragraph (a) of this section if such person shows that: (1) The individual(s) making the investment decision on behalf of such person to purchase or sell any security described in paragraph (a) of this section or to cause any such security to be purchased or sold by or on behalf of others did not know the material, nonpublic information; and (2) Such person had implemented one or a combination of policies and procedures, reasonable under the circumstances, taking into consideration the nature of the



間內流通所建構的資訊壁壘。若是在同一法人下有兩部門，其中一部門得知未公開的重大消息，而另一部門進行了買賣證券的動作，此時若是可以證明買賣的部門並不獲悉該未公開重大消息，且該法人有進行中國牆的措施，該法人仍得免責。

而在 Rule 14e-3(d)也設有防止消息傳遞的規定³²，若是在可以遇見該重大未公開消息會遭第三人利用時，則不應將消息透露。規範的對象則不僅限於內部人，其他如提出收購方及被收購方的董事、職員、經理人等，還有其他自其獲得訊息之人皆在限制範圍內。僅在當事人為善意而傳遞消息時，方得免責。

而且 Rule 14e-3 並不以違反了忠實義務為前提，無須舉證證明對造違反了忠實義務³³，只要是獲悉未公開重大消息的人，皆有適用。最高法院也認為，對於公開收購來說，Rule 14e-3 相較於 Rule 10b-5 是一個適當的工具，因為幾乎不可能證明內部人是因為違反忠實義務而得知或接受資訊證明³⁴。當事人使用 Rule 14e-3 請求時，並不需如 Rule 10b-5 需要證明交易的因果關係及忠實義務的違反。

第三款、內線交易制裁法

為了加強內線交易的取締，1984 年美國制訂了內線交易制裁法(Insider Trading Sanction Act of 1984)。此部法令之特點在於，將原本 1934 年的證券交易法 Section

person's business, to ensure that individual(s) making investment decision(s) would not violate paragraph (a) of this section, which policies and procedures may include, but are not limited to, (i) those which restrict any purchase, sale and causing any purchase and sale of any such security or (ii) those which prevent such individual(s) from knowing such information. ”

32 Rule 14e-3(d)原文為：”(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) The persons referred to in paragraph (d)(1) of this section are: (i) The offering person or its officers, directors, partners, employees or advisors; (ii) The issuer of the securities sought or to be sought by such tender offer or its officers, directors, partners, employees or advisors; (iii) Anyone acting on behalf of the persons in paragraph (d)(2)(i) of this section or the issuer or persons in paragraph (d)(2)(ii) of this section; and (iv) Any person in possession of material information relating to a 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 any of the above. ”

³³ See *O'Hagan*, 521 U.S. at 676.

³⁴ See *SEC v. Peters*, 978 F.2d 1162, 1167.



21(d)(2)及其他相關的規定加以修正，並以成文法方式補充 Rule 10b-5 的規定。

原本違反 Rule 10b-5 時，證管會只能下達一個禁制令，使該當事人無法再從事證券業務，但內線交易制裁法賦予證管會權力，得對被告請求或是其所得或是避免之損失的 3 倍以下的罰款³⁵。但是此處之行政罰款(civil penalty)³⁶性質非等同於我國的行政罰鍰，行政機關不得自行決定數額，需要由行政機關在訴訟中向法院提出後，等法院加以判定³⁷。除了規定 3 倍罰鍰的請求，內線交易制裁法將刑事的處罰提高為 10 年以下的有期徒刑或是併科 100 萬美元以下罰金。

第四款、內線交易及證券詐欺禁止法

或許是認為內線交易制裁法的刑度罰則尚不足以遏止內線交易，1988 年又通過了內線交易及證券詐欺禁止法(Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988)，加重了對於內線交易的的刑事處罰。對於自然人來說，刑事罰金從原本的 10 萬提高到最多 100 萬美元，刑期也從 5 年提高到最多 10 年；對非自然人的罰金則由 50 萬提高到最多 250 萬美元。同時對於民事責任的請求，也加以明文。對於 1934 年的證券交易法增訂了 Section 20A(a)，使得私人訴權得以此加以請求³⁸。內線交易及證券詐欺禁止法另一特色是對於舉報人(whistle-blowers)有所獎勵，當有人舉報內線交易行為，而證管會因此而得對於行為人進行處罰請求時，可將處罰所得之數額提取 10% 作為舉報者的獎金。證管會雖然對於金額及頒給對象有裁量權，但為了避免利益衝突，證管會、司法部、證交所及其他負有查核內線交易工作之機構之員工，則不得領取獎金³⁹。

第五款、公平揭露規則

2000 年證管會又公佈了公平揭露規則(Regulation Fair Disclosure, Regulation FD)，禁止公司在揭露資訊予投資大眾前，事先將重要非公開資訊透漏予特定的專業人士，如：證券分析師、律師、法人投資人與經紀商等。此項規定的目的在於，實務上許多公司在對投資大中公佈重大消息前，都會事先將資訊透露予上述的專

³⁵ Securities and Exchange Act of 1934, art. 21A(a)(2).

³⁶ Civil Penalty 之翻譯於我國文獻上有眾多稱呼，有稱為民事懲罰金者，廖大穎，〈資訊不正流用與證券交易法第 157 條之 1〉，《月旦財經法雜誌》，第 16 期，頁 77-144。有稱為行政罰款者，賴英照(1992)，《證券交易法逐條釋義(一)》，頁 563。本文採用「行政罰款」之翻譯。

³⁷ 參閱賴英照，前揭註 7，頁 468。

³⁸ See THOMAS LEE HAZEN, THE LAW OF SECURITIES REGULATION 495 (6th ed 2009).

³⁹ 參閱郭大維，前揭註 28，頁 71。



業人士，使其避免損失，以便於討好這些專業人士⁴⁰。此行為因為公司內部人並非「為自己利益」而揭露訊息，故而並不違反忠實義務而無內線交易責任⁴¹。但如此一來將使市場資訊嚴重不對等，與內部人藉由其資訊優勢進行內線交易之情況相類似⁴²，故應加以禁止。

雖然公平揭露規則有導致公司揭露資訊時害怕違規，而乾脆三緘其口不再對證券業者透露消息，而有導致寒蟬效應的可能，然而證管會認為在公佈消息予專業人士後，同時(simultaneously)⁴³向大眾公佈消息、並向證管會揭露資訊並非難事。如是無意中透露，亦應立即(promptly)公佈資訊與投資大眾。

為了反應質疑該規定的聲浪，公平揭露規則亦設有除外規定⁴⁴。例如：證券市場的專業人士與發行單位證券持有者，在合理預期情況下，可使用該項資訊進行交易。僅有公司高級經理人與經常和證券市場專業人士或證券持有者傳遞資訊者，才受規範。若是經過合理考量，卻仍錯誤的判定某消息非重大資訊而未揭露時，不得事後諸葛認為公司有疏失。

公平揭露規則僅適用於次級的交易市場，對於發行市場並不在規範範圍之內。且為避免寒蟬效應，違反該規則僅會受到證管會的處分，並不會構成 Rule 10b-5 的違反，而遭到私人民事的求償。

第六款、沙賓法案

因 2001 年安隆公司(Enron Corp.)爆發的破產事件，美國國會於 2002 即制定沙賓法案(Sarbanes-Oxley Act of 2002)，又加重了對於內線交易行為的處罰，希望可以恢復投資人對於市場的信心。因為沙賓法案的背景，故其對於證券詐欺行為的刑事罰責大幅加重：在刑期方面，807 條中規定，若是明知而仍為證券詐欺的行為，最高可達到 25 年；在罰金部份，1106 條則加重了 1934 年證券交易法 32(a)的規定。對於自然人，由原本的 100 萬美元大幅提昇至 500 萬美元；非自然人則由 250 萬加重至 2,500 萬美元⁴⁵。而於沙賓法案也針對 1934 年證券交易法的 21A 條中，增列的行政罰鍰，應該作為賠償投資人損害之公平基金，應該交由證管會負責運作

⁴⁰ See J. Robert Brown, Jr., *Corporate Communications and the Federal Securities Laws*, 53 Geo. Wash. L. Rev. 741, 804-808 (1985).

⁴¹ 參閱林繼耀，〈美國證券交易法「公平揭露規則」新制〉，《證交資料》，484 期，頁 2。

⁴² 參閱徐如慧，〈選擇性透露資訊與內線交易之探討〉，《證交資料》，463 期，頁 10。

⁴³ 17.C.F.R. §243.100(a).

⁴⁴ See COX & HILLMAN & LANGEVOORT, *supra* note 18, at 910-911.

⁴⁵ 15 U.S.C. § 78ff



該基金賠償受害投資人之相關事項⁴⁶。該公平基金得在法院處罰內線交易行為人的行政罰款後，將該收入作為被害投資人之補償⁴⁷。

第四項、責任

第一款、刑事責任

依照 Rule 10b-5 之規定，違反內線交易之行為人得處 1 萬美元的罰金，有期徒刑則得處最高 5 年以下之刑。其後在 1988 年通過的內線交易及證券詐欺禁止法將刑責提高，對於自然人可處罰的罰金數額提高到 100 萬美元，有期徒刑從 5 年提高至最重 10 年；非自然人的罰金則由原先的 50 萬美金提高至 250 萬美金。2002 年沙賓法案通過後，內線交易之罰金金額、刑期刑度又被提高，對於內線交易行為人最高可處 20 年以下有期徒刑，並可併科 500 萬美元以下罰金；若行為人為法人，則可科以 2,500 萬美元以下之罰金。此外，證交法授權美國證管會在進行其民事訴訟時，得將相關證據送交檢察體系，以讓其決定是否開啟刑事訴訟。而系爭案件若經轉介給檢察體系，美國證管會就必須將其所有資料揭露給檢察官。

第二款、行政責任

第一目、禁制令

證管會對於違反內線交易情事的行為人得對其下達禁制命令，該禁制令的內容不一定完全相同，而是由證管會視個別案件內容性質加以核發。若是行為人為證券商，證管會可藉由其職權之吊銷、吊扣行為人的註冊執照。或是要求行為人在未來不可以再違反某特定證交法條文或規則，或是禁止被告於未來一定期間內或終身不得從事證券相關工作等⁴⁸。禁制令有可能由證管會自行下達，或是在證管會提起訴訟時向法院為請求。

第二目、行政罰款

依照 1984 年的內線交易制裁法規定，證管會可請求法院判處行為人其所得利益或避免損失 3 倍以下之行政罰款 (civil penalty)。此處「行政罰款」並非單獨由

⁴⁶ 15 U.S.C. § 78u-1.

⁴⁷ See Adam Reiser, *Compensating Defrauded Investors while Preserving the SEC's Mission of Deterrence: A Call for Congress to Counteract the Troubling Consequences of Stoneridge*, Utah L. Rev. 257, 266-267 (2009).

⁴⁸ Securities and Exchange Act of 1934, §21(d).



行政機關所自行決定，而是由證管會向行為人起訴時，在民事法院訴訟中所提出的主張。行政罰款裁處的數額最高可達行為人犯罪所得的三倍，有學者認為內線交易犯罪十分難以察覺，為了達成嚇阻之效果，應將三倍裁罰作為原則性之規定⁴⁹。在 S.E.C. v. Happ 案⁵⁰中，法院提出了幾項標準：(1)違反行為的重大性；(2)違反行為係獨立或將會重複發生；(3)被告的財務狀況；(4)被告如何隱匿他的交易；(5)被告之行為是否有成立其他的處罰；(6)被告是否在證券行業中為雇員。

對於行為人所處得行政罰款之金額，依照沙賓法案中，對於 1934 年證券交易法 21A 增列行政罰款充作公平基金 (Fair Funds) 之規定，法院在判處行為人繳交行政罰款後，即得因為 21A 之條文而將該行政罰款納入公平基金之中，使得因為行為人之內線交易行為而受有損害之投資人以該罰款補償損失。而因為證管會具有一定程度的專業性，故而尤其負責執行分配罰款數額⁵¹，法院只需審查證管會所提出的方案是否具有公平合理性，若是認為並無違誤，則法院的審查工作就結束，細部事項則交由證管會加以執行⁵²。

第三目、不法利益吐還

不法利益吐還制度之主要目的在於剝奪違法者之不法利益所得⁵³，避免犯罪行為人在事發後仍得享有犯罪所得，蓋若不法所得利益金額甚高，則可預見仍會有行為人抱持僥倖心態欲犯法。既然此種不法利益吐還得目的在於除去行為人不法利益所得，則在行為人將不法利益交出後，該筆款項的去處則非一定是償還被害人，證管會與法院得依照個案具體決定該筆款項的用途，決定應該歸入國庫或是分配與受損害之投資人。通常當該不法利益數額較小時，因為分配給受損害之投資人較不符合程序及實體利益之平衡，故而多會收歸國庫；反之，若是該不法利益金額較高，或是受損害投資人數量較少，此時多半會用以補償受損害投資人⁵⁴。「利益吐還」之性質較不似處罰，而為一種「矯正」之手段，目的在於除去行為人獲取之不法結果⁵⁵，故而仍可搭配其他處罰方式一併懲罰。

⁴⁹ DONALD C. LANGEVOORT, *INSIDER TRADING: REGULATION, ENFORCEMENT AND PREVENTION* §8.02 (1991).

⁵⁰ S.E.C. v. Happ, 392 F.3d at 32. *See also* SEC v. Sargent, 329 F.3d 34(1st Cir. 2003).

⁵¹ 15 U.S.C. § 78u-1

⁵² SEC v. Wang, 944 F.2d 80 (2d Cir.1991).

⁵³ SEC v. First Jersey Secs., Inc., 101 F.3d 1450, 1475 (2d Cir. 1996)

⁵⁴ See Verity Winship, *Fair Funds and the SEC's Compensation of Injured Investors*, 60 Fla. L. Rev. 1103, at 1120-1121, also *See* SEC v. Drexel Burnham Lambert, Inc., 956 F. Supp. 503 (1997), SEC v. Lund, 570 F.Supp. 1397 (1983).

⁵⁵ See Thomas Lee Hazen, *Civil and Criminal Enforcement: SEC Injunctions, Investigation, Parallel Proceedings, Administrative Hearing and Disciplinary Sanctions*, 6 Law Sec. Reg. §16.2 (2009).



第三款、民事責任

最早的證券法及證券交易法中並未明文規定私人訴訟之提起，但是因為美國之司法制度，法官透過法官造法給予私人的受損害投資人提起訴訟之機會，而有了默示的民事責任（implied civil liability）。其後國會於 1988 年的內線交易及證券詐欺禁止法中，對 1934 年證券交易法增訂了 20 條(A)規定，而將內線交易之民事責任明文，並擴大了請求權人的範圍⁵⁶，將相對人及同時期買賣證券者 (contemporaneous traders) 皆納入請求權人的範圍之內。賠償數額的計算則為行為人實際獲利或所避免損失的數額，扣除證管會所處行為人必須吐還之金額。民事賠償的目的在於補償受損害之人的損失，故而請求的數額並不能超過原告實際上所損失的數額，且亦不能高於行為人所得利益或所避免之損失金額。若是受損害之人的損失尚不足滿足，仍得依照其他法律加以請求賠償。

原本依照 1934 年證券交易法 Section 10(b) 請求時，因為當時僅是法官造法之隱藏的默示責任，並未有其他規定，故而並無請求金額上限與扣減問題。然而因為增訂了 20 條(A)之後，已經將得求得數額標準明文，故而若私人依此條加以起訴則必須遭到限制。

⁵⁶ See *supra* note 38, at 495.



內線交易制度 1-美國內線交易責任

	Rule 10b-5(1942)	內線交易制裁法 (1984)	內線交易及證券詐欺禁止法(1988)		公平揭露規則 (2000)	沙賓法案 (2002)	
行政機關之權	禁制令	請求法院判 100 萬或是所得 3 倍罰鍰 (1934 年證交法 21A)	提取 10% 獎金給告密者		處分	罰鍰成立補償投資人之基金	
		禁制令					
刑事責任	5 年/1 萬	10 年/10 萬	自然人	10 年/100 萬	X	自然人	25 年 /500 萬
			法人	250 萬		法人	2,500 萬
私人訴權	V：未明文但隱含，透過法官造法賦予訴權		V：對於 1934 年證交法增訂 20A(a)		X	X	

第二節、歐盟內線交易制度

第一項 歷史背景

創建一個單一的歐洲市場是歐盟努力的目標，而當跨國界的金融市場形成時，伴隨投資市場效率的提高，卻也無法避免的面對內線交易等操縱市場的行為。在對於此類行為進行管制的同時，首先面對的問題即是各國間規範不同步、寬嚴不一，極易損失投資人對此「單一市場」的投資信心。於是，重新建構一個規定相同的跨國市場即成為主要任務⁵⁷。

⁵⁷ See Raffaello Fornasier, *The Derivative on Insider Trading*, 13 Fordham Int'l L.J. 149, 149 (1989-1990).



因此在 1976 年，歐洲委員會即成立了一個工作小組，針對內線交易行為加以檢視，並建議各會員國間應該如何調整規範，將差異降至最小⁵⁸。隔年，工作小組並發布了一個「歐洲可轉讓證券交易行為準則建議」⁵⁹。其主要有六點主要原則，其中第四點特別針對董事、監察人或其他因為具有控制關係而取得資訊之人，不可以有不公平或損害股東權益的情事⁶⁰。雖然此一建議對於內線交易行為有了初步規範的草圖，但是因為該「建議」的性質並不具有強制力，所以所收實效仍不大，甚至可說是微弱⁶¹。

在 1989 年，委員會又發布了「內線交易協調指令」⁶²，要求各會員國針對內線交易行為加以規定或修法。「指令」(directive)的性質相對於「建議」(recommendation)具有強制力，故各會員國必須遵守⁶³，但此指令僅為一最低程度要求，各會員國仍有自己的裁量空間。而因為內線交易協調指令只專門針對內線交易行為而設，為因應日漸多樣化的市場操控行為似仍有不足，故委員會於 2003 年又發布「內線交易與市場濫用指令」⁶⁴，將其他操控市場的行為一併納入規範，並對於本就有規定之內線交易規定加以修正。而後市場濫用指令取代了內線交易協調指令，成為至今歐盟中對於會員國內線交易規定之標準。下文中，因為內線交易協調指令與市場濫用指令對於歐盟內線交易行為之規定有重大影響，故主要介紹此兩指令。

第二項、內線交易協調指令(89/592/EEC)

第一款、理論背景

內線交易協調指令的前言中，即宣示次級市場的交易是金融經濟的重要一部分⁶⁵，故而為了達成一個有效率的市場，所有市場操控的行為皆應被禁止⁶⁶。且為

⁵⁸ See Cruickshank, *Insider Trading in the EEC*, 10 INT'L Bus. LAW. 345, 346 (1982).

⁵⁹ See Commission Recommendation of 25 July 1977 Concerning a European Code of Conduct Relating to Transactions in Transferable Securities (77/534/EEC), 20 O.J. Eur. Comm. (No. L 212) 37 (1977).

⁶⁰ Id. at 39.

⁶¹ See Manning Gilbert Warren III, *The Regulation of Insider Trading in the European Community*, 48 Wash. & Lee L. Rev. 1037, 1044 (1991).

⁶² Council Directive of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing (89/592/EEC)

⁶³ See Takis Tridimas, *Insider trading: European harmonisation and national law reform*, 40(4) I.C.L.Q. 920 (1991).

⁶⁴ Directive 2003/6/EC of The European Parliament and of The Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (2003/6/EC)

⁶⁵ 內線交易協調指令(89/592/EEC)前言第二段。



了保持投資人的信心，即不應有不當利用內部資訊的行為⁶⁷。而因為各會員國中，有些並無關於內線交易行為的規定，或是規定並不一致⁶⁸，所以各會員國應依循內線交易協調指令所要求的程度去訂定或是修正內線交易的條文，協調各國間規範的差異後，方得更有效率的打擊內線交易的行為⁶⁹。其中或許有政治力的因素存在，但是不論如何，內線交易協調指令在經濟上的利益仍被會員國認可⁷⁰。

內線交易協調指令之宗旨，在於建立投資人對於投資市場的信心，並保障投資人皆立於平等的地位，未提及信賴義務之存在對象。會規範內部人的原因係因其具有一定的地位及途徑，而得以優先接觸資訊，並因此對於市場造成侵害，並未著重在於內部人對於公司的侵害⁷¹。故而投資人對於市場上資訊的平等，是內線交易協調指令所欲保護的重心⁷²，其理論性質應相近於資訊平等理論。

第二款、規範要件

第一目、內部人

對於內部人的定義，以往在會員國中有著兩種不同的規範範圍⁷³。一種是列出特定的對象，再藉由其他的條款來加以補充未規定到的其他人，英國、法國、德國及愛爾蘭以此種方式立法。第二種則是只有規定一般成立內線交易的情況，沒有針對特定人的身份加以規定，如：西班牙、希臘及比利時。本次內線交易協調指令採取了一個較廣泛的定義，期望能夠「協調」此間的差異。

內線交易協調指令，將內部人區分為「初級內部人」(primary insider)與「次級內部人」(secondary insider)。所謂初級內部人，依照第2條第1項之規定⁷⁴，又可分為三類。第一，利用其為發行人之行政、管理、監督人員的身份而獲取資料。第二，因持有發行人之股份。第三，其他利用專業、職務等機會取得資訊之人。

⁶⁶ 內線交易協調指令(89/592/EEC)前言第三段。

⁶⁷ 內線交易協調指令(89/592/EEC)前言第五段。

⁶⁸ 內線交易協調指令(89/592/EEC)前言第八段。

⁶⁹ 內線交易協調指令(89/592/EEC)前言第十段。See Takis Tridimas, supra note 63, at 920.

⁷⁰ See NIAMH MOLONEY, EC SECURITIES REGULATION, at 934 (2nd ed. 2009).

⁷¹ See Davies, P. L., *The European Community's Directive on Insider Dealing: From Company Law to Securities Markets Regulation*, 11 Oxford J. Legal Stud. 92, 102-103 (1991).

⁷² See Thomas Lee Hazen, *Defining Illegal Insider Trading - Lessons from the European Community Directive on Insider Trading*, 55 Law & Contemp. Probs. 231, 236 (1992).

⁷³ See Takis Tridimas, supra note 63, at 924.

⁷⁴ 內線交易協調指令(89/592/EEC) Art 2(1)，原文為：“Each Member State shall prohibit any person who: by virtue of his membership of the administrative, management or supervisory bodies of the issuer, by virtue of his holding in the capital of the issuer, or because he has access to such information by virtue of the exercise of his employment, profession or duties.”



初級內部人之對象明顯是基於身份加以規定，因為具有上述三種類型身份之人，對於內線消息有較易獲悉的途徑，所以特別將其點出，列入規範。

而次級內部人則是規定於第 4 條⁷⁵，係指對於自己擁有資訊有此事有全面性瞭解(with full knowledge of the facts)，而且明知此資訊是直接或間接來自初級內部人之人。對於次級內部人的定義，內線交易協調指令則規定的較為寬鬆，只要當事人符合要件，即成為內部人。但是為避免打擊的範圍太廣，所以僅限定要「全面性的瞭解」該資訊為內部資訊，對於消息來源也有所限定。

第二目、交易客體

內線交易協調指令第 2 條第 3 項規定其適用的對象為「可轉讓證券」(transferable securities)，而對於可轉換證券的定義，則規定於第 1 條第 2 項，範圍很廣泛。如：相似於股票或債券的有價證券、期貨契約、選擇權、指數契約等，計有 4 種類型⁷⁶。

而這些可轉讓證券必須是在受到管制及監督的市場中進行交易，因為這個受規範的市場才是投資大眾可以接觸到的地方，所以有規定的必要⁷⁷。若是在該市場外交易，如果是透過專業仲介(professional intermediary)進行的交易，也是在規範範圍內⁷⁸。對於那些未涉及到專業仲介的場外交易行為，指令在第 2 條第 3 項段則給予會員國自行決策的空間。

第三目、內線消息

內線交易協調指令的第一條第一項即規定了內線消息的定義：當一個消息具有明確性卻未被公開，且對於一個或數個發行人及可轉讓證券有關時，若此消息

⁷⁵ 內線交易協調指令(89/592/EEC) Art 4，原文為：“Each Member State shall also impose the prohibition provided for in Article 2 on any person other than those referred to in that Article who with full knowledge of the facts possesses inside information, the direct or indirect source of which could not be other than a person referred to in Article 2.”

⁷⁶ 內線交易協調指令(89/592/EEC) Art 1(2)，原文為：“transferable securities' shall mean: (a) shares and debt securities, as well as securities equivalent to shares and debt securities; (b) contracts or rights to subscribe for, acquire or dispose of securities referred to in (a); (c) futures contracts, options and financial futures in respect of securities referred to in (a); (d) index contracts in respect of securities referred to in (a).”

⁷⁷ 內線交易協調指令(89/592/EEC) Art 1(2)後段，原文為：“when admitted to trading on a market which is regulated and supervised by authorities recognized by public bodies, operates regularly and is accessible directly or indirectly to the public.”

⁷⁸ 內線交易協調指令(89/592/EEC) Art 2(3)，原文為：“The prohibition laid down in paragraph 1 shall apply to any acquisition or disposal of transferable securities effected through a professional intermediary. Each Member State may provide that this prohibition shall not apply to acquisitions or disposals of transferable securities effected without the involvement of a professional intermediary outside a market as defined in Article 1 (2) in fine.”



公佈後，將造成顯著的價格影響，則此消息即為所謂內線消息。

定義中規定消息要未被公開(which has not been made public)，但是此處定義仍有模糊地帶，例如：所謂的「公開」係指發行人需自行向大眾揭露說明才算，或是只要一般投資人皆獲悉此訊息就已經算是公開？但參照此指令原本提議的版本中，對於內線消息之未公開，有著「對於大眾無法接觸或取得」(inaccessible or not available to the public)的字樣⁷⁹，最後卻未保留。故似乎可以認為限縮了未公開的定義，即便發行人本身未公佈，只要大眾獲悉此消息，即已非內線消息⁸⁰。其中關於明確性的要求，在內線交易協調指令的初次提案中，則認為如果僅為謠言，則尚非成為內線消息⁸¹。

內線交易協調指令的內線消息對於明確性、影響價格此兩個要件，與美國法上 Rule 10b-5 中要求的重大性(materiality)似乎有所相似，但是因為重大性的定義較為抽象廣泛，相較之下，此處要求較為具體、範圍也較小⁸²。

第四目、主觀要件

內線交易協調指令第 2 條第 1 項認為，要禁止行為人利用內線消息獲取利益，而此時行為人係為「充分獲悉此事實」(with full knowledge of the facts)，對於內部人有一個主觀要件的限制。

對於初級與次級內部人，原本初次提案中有著差別對待。初級內部人若是「獲得」(acquire)內部資訊後，即不得使用⁸³；次級內部人則是需要明知(knowingly)該資訊為內部資訊才受禁止⁸⁴。對於初級內部人的嚴格限制，應是考量因為一般內線消息通常最先係由初級內部人所獲得，甚至於係由初級內部人所進行，所以禁止的要件較為強烈。

然而在修正建議中，對於兩者間的主觀認知需求已無所差別，而規定任何人「獲悉取得」(knowingly obtained)⁸⁵皆應受規範。而在最後公佈的版本中，則使用了充分獲悉此事實(with full knowledge of the facts)的字句，也未對內部人類型的不同加以區別主觀要件。原因應該在於，內線交易協調指令的目的係保護市場資訊

⁷⁹ COM (88) 549 final 初次提案, art 6.

⁸⁰ See Manning Gilbert Warren III, supra note 61, at 1060.

⁸¹ Commission Proposal for a Council Directive Coordinating Regulations on Insider Trading, COM (87) 111 final (21 May 1987), art. 2. 以下稱初次提案。

⁸² See Manning Gilbert Warren III, supra note 61, at 1060.

⁸³ 初次提案, supra note 81, art. 3 (a).

⁸⁴ See id. art. 3(d).

⁸⁵ Commission Amendment to the Proposal for a Council Directive Coordinating Regulations on Insider Trading, COM (88) 549 final (4 October 1988), art. 3(1). 以下稱修正提案。



平等，所以只要有資訊不平等情況，皆應禁止，區分初級、次級內部人的主觀程度似乎並不必要。指令著重之重點在於內部人在持有資訊時進行交易，而非有無信賴義務違反問題⁸⁶。

對於充分獲悉事實的程度，應不是要求內部人要對於內線消息的成因、來龍去脈全部獲悉，重點應該在於獲悉此消息未公開、會影響價格、具有明確性⁸⁷。然而強調要有充分獲悉的要件，似乎是為內部人打開一道逃避處罰的大門。因為即便以合理狀況推想內部人已經獲悉內線消息，原告仍必須要充分的證明，方能勝訴⁸⁸。

第五目、禁止行為類型

內線交易協調指令第 2 條第 1 項後段即明文，要求會員國禁止持有內線消息的行為人以自己或他人名義，直接或間接的買賣相關金融商品而獲取利益，第 4 條又將此種禁止的規定擴及到次級內部人身上。第 3 條則是規定，除了是基於通常執行職務而將消息洩漏與員工或是專業人士等，否則皆一律不得洩漏消息與第三人。同時也禁止行為人基於內線消息而建議(recommending)或促成(procure)他人進行相關金融商品的交易。而在第 4 條的規定中，並未有如第 2 條有著獲利(taking advantage)的用語，傳遞消息或是勸誘他人買賣的行為人是否要有所利益的情況。

第三款、責任

指令第 13 條要求會員國對於違反內線交易之行為制定處罰(penalties)，以確保指令得以順利實行⁸⁹。然而指令中言僅於此，並未再進一步說明所謂的處罰應該以民事、刑事或是行政責任來加以設計。有學者認為既然指令之基本立場是為了保護整體市場的安定而頒布，則似乎採取國家公權力來進行較為合適⁹⁰。但是因為指令本身並未明確表明立場，故而各國對於懲處的規定仍有所落差。例如當時英國修正其刑事正義法，刑期視犯罪情節最重可處 7 年以下；同時的法國最重的刑期也不過 2 年⁹¹。此種結果大大削弱了整合各國對於內線交易規範的一致性，也令指

⁸⁶ See Thomas Lee Hazen, *supra* note 72, at 236.

⁸⁷ See Manning Gilbert Warren III, *supra* note 61 at 1068.

⁸⁸ See Zachary Joseph Winner, *A Comparative Analysis of the European Community Insider Trading Directive*, 3 *Transnat'l Law*. 231, 239 (1990).

⁸⁹ 內線交易協調指令(89/592/EEC) Art 2(3)，原文為：“Each Member State shall determine the penalties to be applied for infringement of the measures taken pursuant to this Directive. The penalties shall be sufficient to promote compliance with those measures.”

⁹⁰ See Moloney, *supra* note 70, at 770.

⁹¹ Ordonnance No. 67-833, art. 10-1. See Amy E. Stutz, *A New Look at the European Economic Community Directive on Insider Trading*, 23 *Vand. J. Transnat'l L.* 135 (1990-1991).



令的功效不彰。

第三項、內線交易及市場濫用指令(2003/6/EC)

第一款、理論背景

內線交易協調指令雖然宣示了歐盟對於內線交易行為的禁止態度，但是因為其僅是以一個最低的標準要求會員國修訂或增訂相關的規範，且其文字規定抽象，使會員各國的裁量權非常大，最終僅淪於擺飾。故歐盟在 2003 年又增訂了內線交易及市場濫用指令(the Market Abuse Directive 2003/6/EC)，此指令相較於之前的內線交易指令，對於市場濫用行為規定更加完整。

然需先瞭解的是歐盟有關法令的制定程序。有鑑於證券市場日新月異的投資方式，規範自應該要與日俱進方不致過時。故歐盟自 2001 年提出的報告書中，開始決定採取 Lamfalussy model of law-making⁹²的四階段立法模式。而 2003 年所制定的內線交易與市場濫用指令，即是以此種方式立法。此種立法方式係先規定原則架構，日後再以其他規則、綱要加以補充⁹³。在制定市場操控的規則時，第一階段是先制定一個框架性質的指令，第二階段則是制定施行的技術性規則⁹⁴，在第三階段，歐盟證券監管委員會(Committee of European Securities Regulators, CESR)則公佈應如何執行該指令的指導規則、解釋建議等，最後第四階段則由該委員會持

⁹² See Niamh Moloney, *The Lamfalussy Legislative Model: A New Era for the EC Securities and Investment Services Regime*, 52 I.C.L.Q. 509, 512 (2003). 另參閱陳斌、曾冠，〈論歐盟證券法一體化的發展與困境〉，《證券市場導報》，2007 卷 10 期，頁 73。

⁹³ See Mathias M. Siems, *The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis*, 2 Law & Fin. Mkt. Rev. 39, 3 (2008).

⁹⁴ 此時制定的事項如：定義內線消息與公開揭露事項相關的 2003/124/EC 號指令(Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation)、對於投資建議的公平陳報還有揭露利益衝突之 2003/125/EC 號指令 (Commission Directive 2003/125/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the fair presentation of investment recommendations and the disclosure of conflicts of interest)、對於內線交易衍生問題進一步詳細定義的 2004/72/EC 號指令 (Commission Directive 2004/72/EC of 29 April 2004 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards accepted market practices, the definition of inside information in relation to derivatives on commodities, the drawing up of lists of insiders, the notification of managers' transactions and the notification of suspicious transactions) 以及關於買回計畫與金融工具安定操作之豁免規則 Regulation (EC) No. 2273/2003 號指令(Commission Regulation (EC) No 2273/2003 of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards exemptions for buy-back programs and stabilization of financial instruments).



續監督各會員國，若有違反的情事則令其改正⁹⁵。

內線交易及市場濫用指令之宗旨，與內線交易協調指令相似，皆在於保障投資市場及大眾的信心。而前者所規範的範圍又更加擴大，不僅只限於內線交易行為，而是將其他操控市場的行為亦一併規範，禁止的行為範圍更加全面。為了避免疊床架屋，在增訂內線交易及市場濫用指令後，其即取代了先前的內線交易協調指令，而成為歐盟地區對於投資市場規範最重要的依據。

第二款、規範要件

第一目、內部人

與內線交易協調指令相似，內線交易及市場濫用指令中，亦將內部人區分為初級與次級內部人。初級內部人規定於指令的第2條第1項⁹⁶，其規定對於第2項中接觸到內線消息之人，應被禁止直接或間接取得或處分該內線消息，與該內線消息相關的金融商品也在禁止範圍內。第2條第1項將初級內部人區分為四類：

- (一)發行人之行政、監督人員。
- (二)為發行人之股東。
- (三)利用雇傭關係或專業職務機會取得消息之人。
- (四)利用犯罪行為而取得消息之人。

相較於內線交易協調指令中僅將初級內部人分為三類，本指令中多出「利用犯罪行為而取得消息」的種類。此項增訂考量於前言的第17段⁹⁷提及，因為犯罪行為取得內線消息也可能嚴重影響金融市場，故應加以規範。

⁹⁵ 張益輔、林振東、江璧岑，〈內線交易案件有關重大消息成立時點之探討(上)〉，《證交資料》，第561期，頁43-55

⁹⁶ 內線交易及市場操控指令(2003/6/EC) art 2(1)，原文為：The first subparagraph shall apply to any person who possesses that information: (a) by virtue of his membership of the administrative, management or supervisory bodies of the issuer; or (b) by virtue of his holding in the capital of the issuer; or (c) by virtue of his having access to the information through the exercise of his employment, profession or duties; or (d) by virtue of his criminal activities.

⁹⁷ 內線交易及市場操控指令(2003/6/EC)前言(17)，原文為：As regards insider dealing, account should be taken of cases where inside information originates not from a profession or function but from criminal activities, the preparation or execution of which could have a significant effect on the prices of one or more financial instruments or on price formation in the regulated market as such.



至於次級內部人則是規定於第4條⁹⁸，只要當事人獲悉或可得而知某消息為內線消息，即成為次級內部人。相較於內線交易協調指令，內線交易及市場濫用指令並不要求次級內部人對於自己擁有內部資訊此事有全面性瞭解，也不要求其明知此資訊是直接或間接來自初級內部人的要求，只要明知或可得而知該消息為內線消息即會成為次級內部人，範圍明顯較廣。

第二目、交易客體

內線交易及市場濫用指令第1條第3項中，將金融商品分成9種類型⁹⁹：

- (一) 依據1993年發布的證券市場中投資服務指令(93/22/EEC)中所規定的可轉讓證券定義
- (二) 集合投資之單位
- (三) 貨幣市場的工具
- (四) 金融期貨契約以及等值現金的結算工具
- (五) 遠期利率協定
- (六) 利率、通貨及資產轉換
- (七) 選擇權
- (八) 與商品相關的衍生性商品
- (九) 其他在受管制市場中已獲得交易同意、或已經向該市場申請的證券

相較於內線交易協調指令的4個類型，內線交易及市場操作指令除了包含原本就有規定的選擇權、期貨契約等類型外，又擴大了規制的範圍，目的是為了因

⁹⁸ 內線交易及市場操控指令(2003/6/EC) art 4，原文為：“Member States shall ensure that Articles 2 and 3 also apply to any person, other than the persons referred to in those Articles, who possesses inside information while that person knows, or ought to have known, that it is inside information.”

⁹⁹ 內線交易及市場操控指令(2003/6/EC) Art. 1(3)，原文為：“Financial instrument’ shall mean: (a)transferable securities as defined in Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field, (b)units in collective investment undertakings, (c)money-market instruments, (d) financial-futures contracts, including equivalent cash-settled instruments, (e) forward interest-rate agreements, (f) interest-rate, currency and equity swaps, (g) options to acquire or dispose of any instrument falling into these categories, including equivalent cash-settled instruments. This category includes in particular options on currency and on interest rates, (h) derivatives on commodities, (i) any other instrument admitted to trading on a regulated market in a Member State or for which a request for admission to trading on such a market has been made.”



應新產生的金融商品類型。

第三目、內線消息

內線交易及市場操作指令第1條第1項即首先闡明內線消息的定義，若是一個未被公開的消息係有關於一個或數個發行人，或是直接或間接地與一個或數個金融工具，而此消息性質明確，且公佈後會對市場價格產生一定影響，此即為所謂內線消息。此定義相近於內線交易協調指令中的定義，兩個指令皆認為內線消息需具有明確性、價格影響性且未公開。

但是在內線交易與市場濫用指令中，因為是採四階段立法的模式，在第二階段所公佈的細節性規定中，就有針對於內線消息的定義加以闡明的指令¹⁰⁰，則又更進一步的就其他細節性的定義加以規定。例如對於明確性加以解釋，認為內線消息的明確性是在認為該消息存在或是可以合理被預期發生，且具體到可以影響投資的決策¹⁰¹。雖然有論者質疑該定義仍未清楚區別「即將存在」與「已經發生」此兩種情況在明確性的程度¹⁰²，但該定義指令已經針對原本的框架規範加以解釋。至於衍生性商品的內線消息的定義範圍，則另有其他指令規定¹⁰³。

第四目、主觀要件

內線交易及市場濫用指令第2條第1項中，對於初級內部人的限制是，禁止其為了自己或他人利益而去取得、處分該內線消息¹⁰⁴。本條規定並未如內線交易協調指令，認為要具有「充分獲悉此事實」的要件。故而，若是初級內部人獲悉了內線消息，則可以直接推定其主觀上有利用之意圖。至於對於次級內部人的規範，也不要求充分獲悉事實，只要是明知或可得而知該消息為內線消息則可認為

¹⁰⁰ 內線消息定義與公開揭露及市場操控行為的定義指令(2003/124/EC)，以下簡稱內線消息定義指令。

¹⁰¹ 內線消息定義指令(2003/124/EC) Art. 1(1)，原文為：For the purposes of applying point 1 of Article 1 of Directive 2003/6/EC, information shall be deemed to be of a precise nature if it indicates a set of circumstances which exists or may reasonably be expected to come into existence or an event which has occurred or may reasonably be expected to do so and if 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 financial instruments or related derivative financial instruments.

¹⁰² Carmine Di Noia, Matteo Gargantini, Consob, *The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for Future Actions*, *Rivista delle Società*, No. 4/2009, 21 (2009).

¹⁰³ 關於衍生性金融商品的內線消息定義、對於內部人名單的起草、對於經理人交易及嫌疑交易的通知指令(2004/72/EC)。

¹⁰⁴ 內線交易及市場操控指令(2003/6/EC) Art. 2(1)，原文為：Member States shall prohibit any person referred to in the second subparagraph who possesses inside information from using that information by acquiring or disposing of, or by trying to acquire or dispose of, for his own account or for the account of a third party, either directly or indirectly, financial instruments to which that information relates.



其具有主觀上意圖。

相較於內線交易協調指令，新的市場濫用指令對於初級、次級內部人皆不要具有充分獲悉事實的要件，使內部人的主觀要件防禦薄弱許多。對於初級內部人，更是直接推定有利用意圖，若要推翻此推定尚須當事人自行舉證。此種嚴格的態度原因應該在於，初級內部人比他人更有途徑接觸內線消息，故在防範內線交易行為的態度下，對於初級內部人更是應該加以看管。而對於次級內部人，只要是明知或可得而知即具有主觀上意圖，是否出於過失或疏忽亦在所不論¹⁰⁵。雖然對於次級內部人的主觀要件相較於內線交易協調指令較為嚴格，但是仍與初級內部人有所區別。對於次級內部人，仍需證明其係明知或可得而知，未如同初級內部人一般直接推定主觀意圖。理由應在於，次級內部人係自他人處得知該內線消息，若其未具備明知或可得而知的主觀心態，則該消息對次級內部人而言，並不具有特別性，故而似乎也不具有處罰的必要性。將初級與次級內部人因為性質不同，而將主觀要件分開做不同程度的要求，對於初級與次級內部人的區別似乎較有實益¹⁰⁶。

第五目、禁止行為類型

依據內線交易及市場濫用指令第2條第1項，此指令要求會員國應該禁止持有內線消息的內部人，以自己或他人的名義利用(using)或試圖去利用該消息，而對於該內線消息相關的金融商品買入或賣出。而第2項則禁止了任何持有消息之人，將次級內部人也納入規範。指令第3條也明文，除非是對員工或專業人員揭露必要資訊，否則禁止無故洩漏內線消息予他人。同時，若是基於內線消息而對於他人有勸誘(inducing)或是建議買賣相關金融商品的行為，也在禁止之列。

故而可以看出，此指令禁止的行為除了當事人利用內線消息的行為外，也禁止行為人對於內線消息的洩漏以及對他人的勸誘行為。此些規範的態樣與內線交易協調指令其實相去不遠。

第三款、責任

在內線交易協調指令未言明責任設計的情況下，導致各國規範仍有所分歧，故而在本次內線交易及市場濫用指令制定時，即對懲罰方式加以說明。第14條第1項規定，在不妨礙各國刑事處罰的前提下，各國應制定法律，對於違反指令之人

¹⁰⁵ 何建寬(2009),《內線交易之理論與實務之研究》,頁85,國立台灣大學法律學系碩士論文。

¹⁰⁶ 何建寬,前揭註,頁85。



處以行政處罰或是施加一定的行政措施。而且此措施、處罰必須具備效率性、適當性及嚇阻性。以此觀之，新指令認為對於違反規定的行為人主要應以行政手段加以制裁。思考其目的，似乎仍在於效率性。刑罰手段雖然涉及人身自由權，然而因為仍需考量行為人的主觀犯意，成罪仍有一定的困難性，反而威嚇性不高。若採用行政手段，則可由主管機關決定裁罰之質與量，相較法院審判的漫長過程效率較高。且行政手段較為靈活，除了可以處以罰鍰，尚得施加一定行政措施。只要當事人仍具有一個公正的申訴管道¹⁰⁷，似乎是最有效率的處罰方式。同時，指令也要求各會員國在施加行政裁處時，除非有危急金融市場的情況，否則原則應該要公佈裁處的原因¹⁰⁸。此規定使主管機關的處罰透明化，對其他投資人而言也具有可依循的模式。

指令中雖以行政手段作為主要規範的責任類型，然而並不代表指令捨棄刑事處罰與民事賠償的方式，此兩種責任則係交由各會員國自行決定。不規定刑事處罰的原因，似乎可以從第 14 條的用語推知，既然條文中指明不妨礙各國刑事權利，代表委員會不想干涉各國對於刑事處罰的權利，故而不規定刑事處罰似乎也不難理解。民事責任未規定之原因，似乎也可從指定規範禁止內線交易的中心思想得知。指令禁止內線交易及操控市場等行為，目的是基於保護交易市場的安定性及投資人信心，故而私人間求償的訴訟，並不是歐盟指令關心的重點。是否要賦予被害人請求之權，由各個國家自行決定即可。

¹⁰⁷ 受到裁處的對象得訴諸法院尋求救濟。內線交易及市場操控指令(2003/6/EC) art 15，原文為：“Member States shall ensure that an appeal may be brought before a court against the decisions taken by the competent authority.”

¹⁰⁸ 內線交易及市場操控指令(2003/6/EC) Art. 14(4)，原文為：“Member States shall provide that the competent authority may disclose to the public every measure or sanction that will be imposed for infringement of the provisions adopted in the implementation of this Directive, unless such disclosure would seriously jeopardise the financial markets or cause disproportionate damage to the parties involved.”



內線交易制度 2-歐盟指令

	內線交易協調指令		市場濫用指令	
內部人	初級內部人	<ul style="list-style-type: none"> ①利用其為發行人之行政、管理、監督人員的身份而獲取資料。 ②因持有發行人之股份 ③其他利用專業、職務等機會取得資訊之人。 	初級內部人	<ul style="list-style-type: none"> ①發行人之行政、監督人員 ②為發行人之股東 ③利用僱傭關係或專業職務機會取得消息之人 ④利用犯罪行為而取得消息之人
	次級內部人	對於自己擁有資訊有此事有全面性瞭解之人。	次級內部人	獲悉或可得而知某消息為內線消息
內線消息	<ul style="list-style-type: none"> ①與證券或其發行人相關 ②明確性 ③未公開 ④價格影響性 		<ul style="list-style-type: none"> ①與證券或其發行人相關 ②明確性 ③未公開 ④價格影響性 	
主觀	充分獲悉此事實		初級內部人	推定有利用意圖
			次級內部人	明知或可得而知該消息為內線消息
責任	要求會員國對於違反內線交易之行為制定處罰（未規定何類型處罰）		要求各國應制定法律，對於違反指令之人處以行政處罰或是施加一定的行政措施。（未排除民、刑事）	



第三節、英國內線交易制度

第一項、歷史背景

原先英國對於證券市場的態度採取自由放任，不願意使政府介入太多，方有效率，所以並沒有特殊的規範而是讓市場自行加以自律¹⁰⁹。然而隨著金融市場上交易增多以及投資人不正當手段的風行，在1980年，英國「公司法」(Companies Act 1980)中規定了有關內線交易係違法行為的禁止規定¹¹⁰。在1985年又制定了公司證券法(Company Securities (Insider Dealing) Act 1985)對內線交易行為加以詳盡規範。一年後，又為了因應市場上許多不公正的市場操作行為，又制定了「金融服務法」(Financial Services Act 1986)，其中對於內線交易行為於第7部份加以規範¹¹¹。而在歐盟發布內線交易協調指令後，英國也從善如流¹¹²，在1993年的英國「刑事正義法」(Criminal Justice Act 1993)第5部份¹¹³將內線交易行為認定為刑事犯罪行為，希望對於內線交易行為給予更加嚴格的懲治。然而正因為刑事案件中對於行為人違反要件的舉證責任認定嚴格，且法條中對於行為人的主觀亦有要求¹¹⁴，故而關於內線交易的起訴及定罪案件數量都不多¹¹⁵。

其後，在2000年的「金融服務及市場法」(Financial Services and Markets Act 2000, FSMA)中，成立了金融服務局(Financial Services Authority, FSA)，其後因責任範圍不同，分割為金融行為監管局(The Financial Conduct Authority, FCA)及審慎監管局(The Prudential Regulation Authority, PRA)。後者主要是針對銀行及金融信用機構監管；金融行為監管局則是承續金融服務局之業務，主要管理金融市場活動。作為英國對於金融方面事務的監理機關，金融服務局為唯一的監理機構，故其權力範圍非常大，例如可以對疑似進行內線交易的行為發動調查程

¹⁰⁹ See EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 4, Richmond Law & Tax (2006).

¹¹⁰ See Douglas W. Hawes, T. Peter Lee & Marie-Claude Robert, *Insider Trading Law Developments: An International Analysis*, 14 Law & Pol'y Int'l Bus. 335, 338 (1982-1983). Companies Act, 1980, ch. 22, §§ 68-73.

¹¹¹ 金融服務法(Financial Services Act 1986), ch. 60, §§ 173-178.

¹¹² 刑事正義法(Criminal Justice Act 1993), ch. 36 前言。

¹¹³ 刑事正義法(Criminal Justice Act 1993), ch. 36, §§ 52-64.

¹¹⁴ Id. § 52(2)(a), 原文為: he encourages another person to deal in securities that are (whether or not that other knows it) price-affected securities in relation to the information, knowing or having reasonable cause to believe that the dealing would take place in the circumstances mentioned in subsection (3). 認為行為人在鼓勵勸誘他人進行內線交易行為時，要明知或可得而知。

¹¹⁵ See MICHAEL BLAIR, GEORGE WALKER & ROBERT PURVES, FINANCIAL SERVICES LAW 208-209, Oxford University Press (2006).



序、對行為人進行民事制裁、或者是請求法院發布禁制令或進行刑事訴訟¹¹⁶。而該法因為認為內線交易與市場操控行為有相似性，於是將其合併為「市場濫用」(market abuse)之概念一併規定。該法 118 條中將市場濫用行為分為三類型：利用內線消息、有虛偽或誤導的行為、或是有扭曲市場的行為，雖然未將「內線交易」加以明文，然而內線交易的行為應仍可以藉由該法規定之範圍加以禁止¹¹⁷。而依照該法 119 條所訂定的「市場行為準則」(The Code of Market Conduct, MAR 1)中，也針對內線交易行為態樣的模式加以規範，告知市場參與者何種行為會有違法情事。

而在 2003 年歐盟公佈內線交易與市場濫用指令後，規定各會員國應該以此為最低標準，而對於國內有關市場濫用行為的規定加以增訂或是修正。英國在 2005 年亦對金融服務及市場法加以修正。在內線交易及市場濫用指令中，對於市場濫用的行為主要就是內線交易及市場操控，而在金融市場服務法中，又將內線交易分成了依照內線消息交易以及不當揭露資訊兩大類，對於市場濫用行為也認為具有操控行為以及散布虛偽消息的行為兩種¹¹⁸。故修正後的金融市場服務法，將原本規定的市場濫用行為由 3 種擴增到 7 種¹¹⁹。包含內線交易、對他人揭露內線消息、誤用消息、操控交易行為、詐欺、虛偽或誤導的行為以及扭曲市場行為，更加詳盡規定市場濫用行為的態樣。

今日英國對於內線交易的規範，主要由上述的刑事正義法與金融市場服務法所構成，故以下對於英國內線交易規範要件的介紹，即是以此兩法案為本。

第二項、刑事正義法

第一款、內部人

對於內部人的定義，在英國刑事正義法中的規定與歐盟的內線交易協調指令相去不遠，亦是區分為初級內部人與次級內部人的概念。依照英國刑事正義法第 57 條，內部人是指明知或可得而知此資訊為內部資訊，而從內部管道加以取得或可得而知。初級內部人之範圍界定為：行為人為發行人之董事、雇員或股東、或是因為專業職務而得資訊之人。次級內部人則是指直接或間接從初級內部人處得

¹¹⁶ 金融服務及市場法(Financial Services and Markets Act 2000), art. 123, 381, 383, 384 and 402.

¹¹⁷ 郭大維，前揭註 28，頁 58。

¹¹⁸ See Alistair Alcock, *Five Years of Market Abuse*, 28(6) Comp. Law. 163, 166 (2007).

¹¹⁹ 金融服務及市場法修正規定(The Financial Services and Markets Act 2000 (Market Abuse) Regulations 2005) art.118(2)-(8).



到資訊之人¹²⁰。

第二款、交易客體

依照刑事正義法第 54 條，對於內線交易行為規範的對象，依照附錄 2(schedule 2)中的定義，包括股票、債券、選擇權、存託憑證、認購權證、期貨等種類。且依照同法 52 條規定，此證券必須是限於英國境內受規範的市場（regulated market）中所交易的證券，或是雖非受規範的市場，但仍透過專業仲介機構交易的證券。

第三款、內線消息

刑事正義法第 56 條第 1 項規定，內線消息有幾項要件：需與某證券或其發行人相關、特定或明確、尚未對大眾公開，且公開後將產生一定的價格影響。此要件大致與內線交易協調指令對於內線消息的定義一致，需要具有明確性、未公開以及價格影響性¹²¹。而消息何時才算是「公開」，同法第 58 條列示了許多情況，但也提及並不限於列舉的情況才符合公開的要件¹²²。只要是已經依該規範市場之規則揭露消息、或該消息已涵蓋於可供公開查閱之文件中，就算已經公開。其他情況即使例如該消息需要付費才能取得、或是係在英國境外公開，皆算是「已公開」的情況。

第四款、主觀要件

刑事正義法 57 條中認為，只要當事人是「獲悉」(knows)此消息為內線交易消

¹²⁰ 刑事正義法(Criminal Justice Act 1993), ch. 36, § 57.原文為：「Insiders」—(1) For the purposes of this Part, a person has information as an insider if and only if—(a) it is, and he knows that it is, inside information, and (b) he has it, and knows that he has it, from an inside source. (2) For the purposes of subsection (1), a person has information from an inside source if and only if—(a) he has it through—(i) being a director, employee or shareholder of an issuer of securities; or (ii) having access to the information by virtue of his employment, office or profession; or (b) the direct or indirect source of his information is a person within paragraph (a).

¹²¹ 刑事正義法(Criminal Justice Act 1993), ch. 36, § 56(1).原文為：(1) For the purposes of this section and section 57, “inside information” means information which—(a) relates to particular securities or to a particular issuer of securities or to particular issuers of securities and not to securities generally or to issuers of securities generally; (b) is specific or precise; (c) has not been made public; and (d) if it were made public would be likely to have a significant effect on the price of any securities.

¹²² 刑事正義法(Criminal Justice Act 1993), ch. 36, § 58(1).原文為：(1) For the purposes of section 56, “made public”, in relation to information, shall be construed in accordance with the following provisions of this section; but those provisions are not exhaustive as to the meaning of that expression.



息，或者是當事人獲悉此消息的來源是由內部傳來，此時若是當事人又進行有價證券的買賣行為，即應成立內線交易。對於初級或次級內部人的主觀要件要求，並沒有加以區別。與 1989 年公佈的內線交易協調指令中認為主觀要件需要「充分獲悉此事實」相較，刑事正義法中的主觀要件需求似乎就寬鬆。這也許是因為當時在刑事法中制定內線交易罰則的目的就是為了遏止此行為的增長，若是又對主觀要件限制太過嚴格，則失去增訂的意義。

第五款、禁止行為類型

刑事正義法第 52 條中，即明確規定禁止擁有內線消息的內部人基於內線消息，而對價格遭到影響的該證券進行交易¹²³。然而此交易被禁止的前提是該交易係在受規範的市場、或雖是場外交易，惟交易人本身是專業代理機構的身份時亦被禁止¹²⁴。

而在行為人明知、或可以合理推知他人會進行買賣有價證券的行為時，又鼓勵(encourage)他人進行買賣，此時不論他人是否獲悉有內線消息的情事，行為人皆構成內線交易之行為¹²⁵。

而在內部人自己未買賣股票，而只是洩漏消息的傳遞者的情況，亦為刑事正義法所禁止。擁有內線消息的內部人無正當理由將消息洩漏與他人時，亦會構成內線交易犯罪¹²⁶。

第三項、金融服務及市場法

第一款、內部人

而在 2003 年內線交易及市場濫用指令發布後，於 2005 年也加以修正的金融服務及市場法中，又對於內部人定義做了進一步的界定，原則上因為是基於該指令而為的修正，所以結果基本上與該指令定義相同。對於初級內部人，如同指令中的定義，認為應該是擁有內線消息的任何人，分為四類：第一，發行人之行政、監督人員。第二，為發行人之股東。第三，利用雇傭關係或專業職務機會取得消息之人。第四，利用犯罪行為而取得消息之人。而對於次級內部人則是認為，只

¹²³ 刑事正義法(Criminal Justice Act 1993), ch. 36, § 56(1).

¹²⁴ 刑事正義法(Criminal Justice Act 1993), ch. 36, § 56(3).

¹²⁵ 刑事正義法(Criminal Justice Act 1993), ch. 36, § 52(2)(a).

¹²⁶ 刑事正義法(Criminal Justice Act 1993), ch. 36, § 52(2)(b).



要該人透過上述的其他方法得知消息，且明知或可得而知此為內線消息，即成為次級內部人¹²⁷。

第二款、內線消息

而在修正的金融服務及市場法中，則是將內線消息的定義分為三大類，進行不同的規範¹²⁸。第一類及第二類皆為關於合格投資(qualifying investment)的內線消息，區別在於是否包含衍生性商品(commodity derivatives)。第三類則為執行人員在執行關於合格投資所下達的指令時，因而產生的內線消息。

此三類內線消息共同的要件為，該消息必須尚未普遍的可利用(not generally available)、且該消息要直接或間接地與該項投資標的或其發行人有關。至於價格影響性的要件，則只在第一類及第三類消息中才出現，第二類消息則是因為其衍生性商品的特質，而認為行為人會「預期去得到符合市場慣例」的內線消息。第三類消息主要著重於執行交易的人員，在要件中也多出一項「該消息必須是由客戶所傳達的資訊且與客戶的掛單(pending orders)有關」的要件，且需具備明確性。

有論者認為相較於歐盟指令，金融服務及市場法對於內線消息的定義似乎範圍較廣。因為內線交易及市場操作指令中，規定要具有明確性與顯著影響價格的要件，但是金融服務及市場法中，卻不是每一類消息都要具有明確性¹²⁹。而對於所謂顯著影響價格的「顯著性」，本法第 118 條第 6 項對此加以定義，認為僅只在合理投資人會以此作為投資決定的基礎，此規定應該是基於內線消息定義指令而來¹³⁰。此種立法遭到質疑，認為該內線消息定義指令為第二層級的立法，規定範圍應不可超出第一層級的內線交易及市場濫用指令，所以為錯誤立法，故而第 6 項之定義亦為錯誤立法¹³¹。然而內線消息定義指令僅是對於第一層級的母法加以

¹²⁷ 金融服務及市場法修正規定(The Financial Services and Markets Act 2000 (Market Abuse) Regulations 2005) art. 118B 原文為：insiders— For the purposes of this Part an insider is any person who has inside information— (a) as a result of his membership of an administrative, management or supervisory body of an issuer of qualifying investments, (b) as a result of his holding in the capital of an issuer of qualifying investments, 10 (c) as a result of having access to the information through the exercise of his employment, profession or duties, (d) as a result of his criminal activities, or (e) which he has obtained by other means and which he knows, or could reasonably be expected to know, is inside information.

¹²⁸ 金融服務及市場法修正規定(The Financial Services and Markets Act 2000 (Market Abuse) Regulations 2005) art. 118C (2)(3)(4)

¹²⁹ 金融服務及市場法修正規定(The Financial Services and Markets Act 2000 (Market Abuse) Regulations 2005) art. 118C 明確性的要件只有在第三類內線消息中才規定。

¹³⁰ 此規定的內容與內線消息定義指令第 1 條第 2 項相同(2003/124/EC) Art. 1(2)。

¹³¹ See Alistair Alcock, *supra* note 118, at 166.



進行相關定義說明，且其對於價格顯著影響性的解釋，似乎也未越界，故此規定似乎並無問題。

第三款、主觀要件

在金融服務及市場法中，對於初級內部人的主觀要件並沒有明文的規範，法條並不強調行為人主觀上的可罰性，而將重點著重於市場遭到破壞的行為¹³²。此種規範與歐盟內線交易及市場濫用指令相似，皆認為若是初級內部人獲悉了內線消息，則可以直接推定其主觀上有利用之意圖¹³³。至於對於次級內部人的規範，只要是明知或可以合理期待獲悉該消息為內線消息，則可認為其具有主觀上意圖。此種分別規範的理由應與歐盟指令中區別的理由相同，認為對於初級內部人而言，其最先接觸內線消息，故有加強防範的必要。次級內部人則僅應在其獲悉自己獲知的消息是內線消息時，才應該有禁止的必要。

第四款、禁止行為類型

金融服務及市場法對於內線交易行為的禁止行為，在 2000 年訂定的時候並未有明文，之後雖在發布的市場行為準則中有列舉違反內線交易行為的態樣，然而因該準則為授權訂立之規則，是否有逾越授權則有疑慮¹³⁴。其後 2005 年的修正中，第 118 條則言明行為人在基於(on the basis of)或是不正當的揭露(discloses)內線消息時構成內線交易行為的違反，將規定更加明確化。而市場行為準則也在 2005 年一併修訂，對當事人基於內線消息從事交易的行為做出更詳盡的列舉。

金融服務與市場法第 118 條第 2 項規定了基於內線消息而交易，而在新修正的市場行為準則中則更詳盡的列舉了行為：行為人不得基於內線消息進行交易，然而若是基於交易消息(trading information)¹³⁵從事買賣，則似乎可以接受。而行為人若是得知他人尚未進行的交易，而此交易的指示將成為內線消息時，行為人基於自己的利益而有偷跑(front running)或是先占(pre-positioning)此種預先獲取利

¹³² See David Mayhew & Karen Anderson, *Whither market abuse (in a more principles-based regulatory world)?*, J.I.B.L.R. 2007, 22(10), 515, 516 (2007).

¹³³ See Andrew Henderson, *First light: the Financial Services Authority's enforcement of the market abuse regime*, 20(10) J.I.B.L.R. 494, 496 (2005).

¹³⁴ 參閱陳照世(2008)，《從歐盟與英國市場濫用防制計畫反思我國對內線交易與操控市場之制度設計》，頁 113，國立台灣大學法律學系碩士論文。

¹³⁵ 根據 FCA 的解釋，交易消息有數種類型，如特定投資已經被買入賣出、或正在進行買賣協商等消息。詳見 <http://fshandbook.info/FS/glossary-html/handbook/Glossary/T?definition=G1697> (最後瀏覽日期：20140117)



益的情況也一律禁止。在進行併購時，收購方所提出的要約若將導致目標公司股價變動，此時收購方與目標公司的內部人也不得基於此消息進行對於目標公司的交易。此外，在收購進行中為收購方進行活動者，也不得為了自身利益而利用該消息¹³⁶。

除了內部人對內線消息加以利用，金融服務及市場法 118 條第 3 項也將消息傳遞的行為列入禁止行列。依照市場行為準則的分析，若是發行人的董事無故洩漏內線消息予他人，則為不當揭露的行為¹³⁷。然而是否為「無故」，則仍要視該消息的類型、當事人是否具有保密義務等情況來決定。

第四項、責任

第一款、刑事責任

在英國違反內線交易禁止的規定，刑事責任即為刑事正義法 61 條所定。若是簡易判決 (summary conviction)，將處以 6 個月以下有期徒刑或科或併科不超過法定最高限額之罰鍰；如果是在一般的起訴判決 (conviction on indictment) 的情況，則最高可處以 7 年以下有期徒刑或科或併科罰鍰。

第二款、行政責任

在金融服務及市場法中，則是規定行政責任，若是行為人有內線交易的情事，金融服務局得進行調查。在認為行為人有違反行為時，並得加以課處裁罰金¹³⁸、公開譴責、自行或請求法院發布恢復原狀之命令¹³⁹ (restitution orders)、請求法院發布禁制令等措施¹⁴⁰。而為了避免當事人因同一行為遭致二罰，原則上若內線交易行為人已經受刑事追訴在先，則金融服務局就不會再對當事人做出行政裁罰。而若是當事人已受金融服務局的行政裁罰，則公訴人亦不會再以相同的基礎起訴行為人¹⁴¹。

¹³⁶ MAR 1.3.2.

¹³⁷ MAR 1.4.2.

¹³⁸ 金融服務及市場法(Financial Services and Markets Act 2000), art. 124.

¹³⁹ *Id.* 第 383 條是請其法院判決，384 條則是金融服務局自行發布命令。兩者的差別在於：若當初行為人係經過金融服務局授權而進行金融業務，則此時金融服務局有權逕行發布命令命行為人回復原狀，反之則需要法院判決。

¹⁴⁰ *Id.* art. 381. 法院得要求行為人停止市場濫用行為、進行補救措施等。

¹⁴¹ See MICHAEL BLAIR, BLACKSTONE'S GUIDE TO THE FINANCIAL SERVICES AND MARKETS ACT 2000 131, Oxford University Press, (2nd ed., 2009).



第三款、民事責任

至於民事責任方面，英國現今並未有私人因內線交易而得對行為人提起訴訟的規定。私人若要起訴，往往只能依照普通法(common law)中的規定¹⁴²。依照英國公司法，董事或經理人利用公司內線消息而進行內線交易行為，係違反了對於公司的信賴義務，故公司得對其起訴。然而此信賴義務並不存於股東與董事經理人間，僅公司得起訴。另一個私人可以得到賠償的方式則是由金融服務管理局出面，令行為人返還違法所得之利益予已知之受損害之人¹⁴³。然而此種回復原狀的方式，本質上還是一種行政決定，只是具有民事賠償之結果而已，與一般意義上的民事責任仍有本質上的不同。

¹⁴² 郭大維，前揭註 28，頁 65。

¹⁴³ 金融服務及市場法(Financial Services and Markets Act 2000), art. 383.



內線交易制度 3-英國

	刑事正義法		金融服務及市場法		
內部人	初級內部人	<ul style="list-style-type: none"> ①董事、雇員或股東 ②因為專業職務而得資訊之人 	初級內部人	<ul style="list-style-type: none"> ①發行人之行政、監督人員 ②為發行人之股東 ③利用僱傭關係或專業職務機會取得消息之人 ④利用犯罪行為而取得消息之人 	
	次級內部人	直接或間接從初級內部人處得到資訊之人	次級內部人	利用其他方法得知消息，且明知或可得而知此為內線消息	
內線消息	<ul style="list-style-type: none"> ①與證券或其發行人相關 ②明確性 ③未公開 ④價格影響性 		<ul style="list-style-type: none"> ①直接或間接地與該項投資標的或其發行人有關 ②未公開 	第一類	③價格影響性
				第二類	③「預期去得到符合市場慣例」的內線消息
				第三類	<ul style="list-style-type: none"> ③明確性 ④價格顯著影響性 ⑤該消息必須是由客戶所傳達的資訊且與客戶的掛單有關
主觀	獲悉消息為內線消息或來源為內部		初級內部人	推定有利用意圖	
			次級內部人	獲悉或合理期待獲悉該消息為內線消息	
責任	簡易判決	6 個月以下有期徒刑或科或併科不超過法定最高限額之罰鍰	裁罰金、公開譴責、自行或請求法院發布恢復原狀之命令、請求法院發布禁制令		
	一般判決	7 年以下有期徒刑或科或併科罰鍰			



第四節、中國內線交易制度

第一項、歷史背景

中國對於內線交易的規範，一開始只有行政規則與證券業的自行規範¹⁴⁴。在1993年的「股票發行與交易管理暫行條例」中，初次以正式行政法規的方式規定內線交易¹⁴⁵。其後1998年制定、2005年修正的「證券法」，對於內線交易的規範又更加具體。1997年中國修訂刑法時，於180條增設了內幕交易罪、洩漏內幕信息罪，首次將內線交易的行為刑罰化。

第二項、構成要件

第一款、內部人

中國刑法第180條對於內線交易主體的範圍認定，係依法律及行政法規認定¹⁴⁶，故內部人範圍則應依證券法即相關規定觀之。而中國證券法第73條將內線交易行為的主體分為兩大類：知情人與非法獲取內線消息之人。

第一目、知情人

其中對於知情人的範圍，則規定於證券法第74條，其將內部人分為數種類型：

- ①發行人的董事、監事、高級管理人員；
- ②持有公司百分之五以上股份的股東及其董事、監事、高級管理人員，公司的實際控制人及其董事、監事、高級管理人員
- ③發行人控股的公司及其董事、監事、高級管理人員
- ④由於所任公司職務可以獲取公司有關內幕信息的人員

¹⁴⁴ 1990年10月，中國人民銀行發布的「證券公司中管理辦法」，第17條規定，「證券公司不得從事操縱市場價格、內幕交易、欺詐和其他以影響市場行情從中漁利的行為和交易。」其後，「上海市證券交易管理辦法」第39條第2項、40條也有禁止規定。「深圳市股票發行與交易管理暫行辦法」第43條第4項也禁止利用內幕消息進行買賣。

¹⁴⁵ 參閱吳孝勇，〈內幕交易規制的制度安排與建議〉，《中國金融》，2011年第3期，頁32。

¹⁴⁶ 中華人民共和國刑法(2011)第180條第3項，原文為：「內幕信息、知情人員的範圍，依照法律、行政法規的規定確定。」



⑤證券監督管理機構工作人員以及由於法定職責對證券的發行、交易進行管理的其他人員

⑥保薦人、承銷的證券公司、證券交易所、證券登記結算機構、證券服務機構的有關人員

⑦國務院證券監督管理機構規定的其他人

上述知情人員的類型，係針對因為職務、業務或控制關係而得知內線消息之人員本身，為避免掛一漏萬，第7款也包含了證券監管機關以行政命令規定的對象，避免有行為人具有實際身份卻又不在此範圍之內。然而有學者也指出，對於此種兜底條款認定為仍有瑕疵。因為該種授權主管機關加以解釋受規範人範圍的作法，雖然在形式上的確有著明確列出知情人員的規定，然而並未有實質的界定標準，使知情人的範圍隨時處於變動的狀態，亦可能進一步導致證券主管機關裁量權過大¹⁴⁷。

除了上述7種類型，中國於2012年頒布「最高人民法院、最高人民檢察院關於辦理內幕交易、洩漏內幕資訊刑事案件具體應用法律若干問題的解釋」(下稱「內幕交易解釋」)，對於知情人的範圍又增列了「基於職業或地位而得獲取消息」之類型¹⁴⁸。此內幕交易解釋的位階並非法律，而是法院及檢察院針對內線交易犯罪類型而表明的態度見解，為一種司法解釋。此種解釋只會針對特定的案件類型，也只拘束法院內及檢察院，然而因為檢察院決定起訴與否以及法院判決時或有受拘束，故此種司法解釋的效力也應一併觀之。由此內幕交易解釋似也可推知，法院認為證券法中針對特定行為人身份列舉的方式並不完善，以概念式檢視當事人是否符合要件之方式為之似較為妥適。對此，學者除了表示贊同外，更進一步認為應該將知情人員之範圍認定，直接以「基於職務而可獲取證券內線消息」的方式加以界定。證券法中原本規定的列舉人員類型，皆是因為具有此種性質而遭到列舉。如此一來，更可以將目前法尚未明文的人員一併納入規範。例如上市公司的控制股東、影子董事、或甚至實際掌權人所擁有的其他公司之董、監事等¹⁴⁹。

¹⁴⁷ 劉憲權，〈論內幕交易犯罪最新司法解釋及法律適用〉，《法學家》，2012年5月，頁40。

¹⁴⁸ 「最高人民法院、最高人民檢察院關於辦理內幕交易、洩漏內幕資訊刑事案件具體應用法律若干問題的解釋」中，第1條第2項增列了「期貨交易管理條例」第85條第12項之人員。係指由於其管理監督地位或者職業地位，或者作為僱員、專業顧問履行職務，能夠接觸或者獲得內線消息的人員，包括：期貨交易所的管理人員以及其他由於任職可獲取內線信息的從業人員。

¹⁴⁹ 劉憲權，前揭註147，頁41。



第二目、非法獲取消息之人

有論者認為內部人範圍太過狹隘，應該擴大規範，如增列知情人之配偶、子女等¹⁵⁰，方不致有法律漏洞。其後於2007年中國證券監督管理委員會發布了「證券市場內幕交易行為認定指引」的試行法¹⁵¹，其中第6條第3項即將知情自然人之配偶、子女列入內部人之範圍。雖與正式立法的效力仍有差距，然而也表示主管機關對於此問題有所認識。而在「非法獲取內線消息之人」的類型，因法條文字未定義非法的概念，故而解釋上極具爭議性¹⁵²。

對於解決此二爭議問題，內幕交易解釋第2條即規定了非法獲取內幕消息之人的範圍，分為3類型：利用竊取或詐欺等手段取得、身為知情人的親近親屬或是在具有內線消息期間與知情人有所聯絡之人¹⁵³。第一種利用竊取或詐欺手段獲取消息之人，因為要符合此身分，本身必定有一定的主動行為，故與內部人的關係則非重點。而後兩種人的認定是基於身份關係，所以尚要其有從事或者明示、暗示或者洩露內幕信息使他人從事與內幕信息有關的證券、期貨交易，且無正當理由或者正當信息來源的，才會被認定為非法獲取消息之人。

相較於原本的爭議規範，內幕交易解釋對於非法獲取內線消息之人的認定又更為寬鬆。原本在中國實務認定上，對於此處非法獲取信息的手段，皆是要利用騙取、套取、偷聽、監聽、或是私底下的交易等非法手段取得¹⁵⁴。但是在內幕交易解釋中，其更進一步地將知情人員之親近親屬及在特定時間內有所聯絡之人街一併納入規範。此舉雖是為了解決知情人利用自己配偶、子女進行內線交易因而脫罪的問題，然而學者也認為，內幕交易解釋的增訂仍有所缺失，最主要的一項因素就是對於「親近親屬」的界定。學者認為因為目前中國刑法上並未有條文或是解釋對於親近親屬的定義加以規定，故而在適用內幕交易解釋時，勢必要沿用到刑事訴訟法或是行政、民事法上的定義，然而適用此三種法律皆有疑慮。刑事訴訟法基於其具有罪刑上考量，對於親屬的定義本就較為嚴苛；而行政及民事法

¹⁵⁰ 參閱譚書尹，股市內幕交易及其防範對策，人民論壇，第353期，頁99。

¹⁵¹ 中國大陸一種立法方式，因為囿於客觀形式的複雜性和主觀技術及條件的缺乏，首先擬出較大綱、原則的草案法試行，待以後根據法律實施情況予以修訂完善。一般而言，試行法的效力位階低於正式法。

¹⁵² 參閱孟慶華，內幕交易罪構成要件若干爭議問題辨析，江西科技師範學院學報，2011年10月第5期，頁23。

¹⁵³ 內幕交易解釋第2條，規定之3種類型：

- (一) 利用竊取、騙取、套取、竊聽、利誘、刺探或者私下交易等非法手段獲取內幕信息的人員；
- (二) 具有特殊身份，即內幕信息知情人員的近親屬或者其他與其關係密切的人員；
- (三) 在內幕信息敏感期內與內幕信息知情人員聯絡、接觸的人員。

¹⁵⁴ 王作富主編(2003)，刑法分則實務研究(上)，頁546，中國方正出版社。



律上為了問題之解決，所定義的範圍則又較為寬鬆。內幕交易解釋的制定係針對刑事案件的處理，而對於應適用那一種標準則又產生新的問題。故而該學者認為釜底抽薪之計應是以親屬間的財產關係加以為認定是否親近的標準，例如是否兩人有繼承關係、財產共有、贍養費負擔等情狀¹⁵⁵。

第二款、交易客體

中國內線交易行禁止行為既然規定於證券法，其適用的客體範圍也應限於證券法規範的範圍。依據證券法第 2 條中所列出的類型，受到證券法規範的對象包含了股票、公司債券和中國國務院認定的其他證券。此外，政府債券以及在市場上買賣的投資基金證券，皆在禁止內線交易對象之列。

第三款、內線消息

依據證券法第 75 條，內線消息需是在證券交易活動中，涉及公司的經營、財務或者對該公司證券的市場價格有重大影響的尚未公開的信息。為避免抽象性條文在實際狀況難以界定，同條第 2 項則列舉了數種內線消息的類型：

- 一、本法第 67 條第 2 款所列重大事件¹⁵⁶。
- 二、公司分配股利或者增資的計劃。
- 三、公司股權結構的重大變化。

¹⁵⁵ 劉憲權，前揭註 147，頁 42。

¹⁵⁶ 證券法第 67 條第 2 項規定的重大消息共有 12 種：

- (一) 公司的經營方針和經營範圍的重大變化；
- (二) 公司的重大投資行為和重大的購置財產的決定；
- (三) 公司訂立重要合同，可能對公司的資產、負債、權益和經營成果產生重要影響；
- (四) 公司發生重大債務和未能清償到期重大債務的違約情況；
- (五) 公司發生重大虧損或者重大損失；
- (六) 公司生產經營的外部條件發生的重大變化；
- (七) 公司的董事、三分之一以上監事或者經理發生變動；
- (八) 持有公司百分之五以上股份的股東或者實際控制人，其持有股份或者控制公司的情況發生較大變化；
- (九) 公司減資、合併、分立、解散及申請破產的決定；
- (十) 涉及公司的重大訴訟，股東大會、董事會決議被依法撤銷或者宣告無效；
- (十一) 公司涉嫌犯罪被司法機關立案調查，公司董事、監事、高級管理人員涉嫌犯罪被司法機關採取強制措施；
- (十二) 國務院證券監督管理機構規定的其他事項。



- 四、公司債務擔保的重大變更。
- 五、公司營業用主要資產的抵押、出售或者報廢一次超過該資產的百分之三十。
- 六、公司的董事、監事、高級管理人員的行為可能依法承擔重大損害賠償責任。
- 七、上市公司收購的有關方案。
- 八、國務院證券監督管理機構認定的對證券交易價格有顯著影響的其他重要信息。

依照法條文義，內線消息需要具備：重大性、相關性及非公開性之性質，此種規定與歐盟法上對於內線消息的要件大概一致。上述列舉的條文具體化了立法者所認為的重大性內線消息定義，是否具有重大性由列舉之情況相似度加以決定。公開與否則視是否已經證交所公開或是由指定媒體公開來加以判斷，相較我國法上公開後尚有一定期間限制的規定，中國法則付之闕如¹⁵⁷。而再參照前所提及的內幕交易解釋，對於內線消息的定義則主要要求三項要件：未公開、價格影響性及相關性。

該內線消息是否公開，即是要視大眾是否知悉，然而大眾是否已經知悉、何處公開？這些問題目前仍存有爭議。就形式上規定¹⁵⁸，公司欲發布重大消息，應經由國務院證券監督管理機構指定的「七報一刊」媒體發布¹⁵⁹。但是即便是形式上符合公開的規定，然而中國證券法中並未如同我國有等待期間的規定，若是消息已形式上公開，但是投資人尚未有充足時間做出反應，此時這種形式上公開、實質尚未公開的狀態，即有所爭議。即有學者認為實質上未公開的消息，仍屬於內線消息的範疇¹⁶⁰。

至於價格影響性則是針對於該內線消息是否具備重大性的指標，只要是對於該目標證券有可能產生價格影響性的消息，似乎就可以被認定為具有價格影響性。目前實務案件中，對於認定是否產生價格影響性一事，通常會由中國證監會結合

¹⁵⁷ 參閱余方，海峽兩岸證券禁止交易行為比較研究，中國證券期貨，2011年9月，頁8。

¹⁵⁸ 證券法第70條。

¹⁵⁹ 依據中國證監所網站上公佈的訊息，其所指定的媒體為：報紙：中國證券報、上海證券報、證券時報、證券日報、中國日報、金融時報、中國改革報；刊物：證券市場週刊；網站：www.sse.com.cn、www.szse.cn、www.cninfo.com.cn。

¹⁶⁰ 參閱陳林躍，〈試論證券內幕交易、洩露內幕信息罪之內幕信息界定〉，《雲南大學學報法學版》，第25卷第5期，頁23。



專家學者共同出具一份「認定函」，表達對於某消息是否有重大性之認定¹⁶¹，但此一結果僅是作為參考之用。有學者即主張，對於認定是否消息具重大性，應該回歸於探討該消息是否會對一般投資人產生影響力，以及界定所謂「重大」的影響幅度為何¹⁶²。

要求該內線消息與目標證券具有相關性，此項要求十分合理。畢竟若是該消息與目標證券無相關，則自不會對於該證券價格有所影響。歐盟市場濫用指令中也規定消息必須「是一個未被公開的消息，且有關於一個或數個發行人，或是直接或間接地與一個或數個金融工具」相關聯。

第四款、主觀要件

內線交易行為的主觀要件的程度要求，依據其所應負擔之責任而有所不同。由於刑法 180 條並未規定過失亦罰，故要成立內線交易罪的刑事責任，則當事人主觀上一定必須具有故意，若僅是過失則未成立。故而在行為人對於自己利用、洩漏或是勸誘他人進行買賣時，明知自己正在利用內線消息而為之，則成罪。

若是在民事責任方面，因為法條未明確表示歸責的原則，故而學說上仍有契約說、侵權說、特殊類型說的爭議¹⁶³。然而不論採何種見解，行為人至少需具有過失，受損害之人方得加以請求。

行政責任方面，證券法 202 條僅直接規定一旦行為人做出禁止的行為，即處以一定處罰。並沒有另行對行為人的主觀有所規定，應可理解為一旦行為人客觀上出現該行為，即推定其有利用的行為而加以處罰。

第五款、禁止行為類型

依證券法 76 條，中國內線交易禁止的行為主要分為三種類型：利用內線消息進行交易、洩漏內線消息與建議他人根據內線消息買賣相關金融商品。此三種禁制的行為類型與其他國家的規定原則上範圍相同。

第一目、利用內線消息進行交易

利用內線消息進行交易，此種行為係內線交易最常見之類型。證券法第 73 條

¹⁶¹ 參閱王潤生、余雲華，〈內幕交易犯罪中「知情人員」和「內幕信息」的認定探討〉，《犯罪研究》，2012 年第 4 期，頁 59。

¹⁶² 參閱陳林躍，前揭註 160，頁 24。

¹⁶³ 參閱陳曉明，論證券市場內幕交易的民事責任制度，福州黨校學報，第 126 期，頁 45。



明文規定，禁止行為人利用內線消息進行證券交易活動。而因為法條中並未言明行為人要獲取利益，故而解釋上似乎可認為，行為人獲利或是虧損皆在所不論，交易應一律禁止。

第二目、洩漏內線消息

證券法 76 條規定，知情人及非法獲取消息之人皆不得洩漏內線消息。由此推論，洩漏消息的主體範圍應為內部人。其本身雖未進行交易，然而洩漏消息予他人，仍造成證券市場上一定程度影響，故仍應禁止洩漏消息的行為。

第三目、勸誘他人基於內線消息而交易

證券法 76 條最後規定禁止建議他人買賣股票，此種建議行為的基礎為：行為人明知、或可得而知，該被建議人會依照自己的建議去進行股票的交易。有認為，只要行為人對於他人提供交易時間、價位的諮詢意見，就算是「建議」的行為¹⁶⁴。

第三項、責任

第一款、刑事責任

刑法第 180 條規定，違反了內線交易的禁止行為時，應區分違反程度而有所區別，其區分為情節嚴重、情節特別嚴重，或是犯行重大。在犯行嚴重之情況下，行為人可能只被處以 5 年以下徒刑、或是單獨處以犯罪所得 1 倍以上 5 倍以下罰金。中國最高人民檢察院、公安部於 2008 年頒布的「補充規定」對於洩漏內線消息行為的追訴標準為成交額 50 萬元、或獲利額 15 萬元以上，超過此額度似乎就可認為是情節嚴重¹⁶⁵。而在內幕交易解釋公佈後，對於何謂情節嚴重的規定，也有了明白的依據。其標準與先前的規定大致相同：若是證券成交額在 50 萬元以上的、期貨交易佔用保證金數額在 30 萬元以上的、獲利或是避免損失數額在 15 萬元以上、先前從事內幕交易、洩漏內幕消息的行為達三次以上，或是其他依職權認定的嚴重情節¹⁶⁶。

原本實務上對於「情節特別嚴重」的定義付之闕如，但是在內幕交易解釋出爐後，對於所謂「情特別嚴重」的標準，似乎可以參照之。內幕交易解釋其中第 7

¹⁶⁴ 參閱譚書尹，前揭註 150，頁 98。

¹⁶⁵ 參閱張小寧、解永熙，中美證券內幕交易的規制比較研究，四川警察學院學報，第 23 卷第 6 期，頁 15。

¹⁶⁶ 內幕交易解釋第 6 條。



條規定成交額在 250 萬元以上、獲利在 75 萬元以上等情況¹⁶⁷，則是情節特別嚴重。此時行為人可能同時被處 5 年以下徒刑以及罰金。若是法院認定行為人罪行重大，則可判處 5 年以上 10 年以下有期徒刑，並科處違法所得 1 倍以上 5 倍以下罰金。

然而有學者質疑此處情節嚴重及特別嚴重的情況，相較於中國實務上所發生的內線交易犯罪數額來說，根本一點也不嚴重。依據中國證監會所公佈之 2011 年的數據，內線交易案有 9 件，其中證券成交金額超過 50 萬的有 5 件，金額分別為：79 萬、104 萬、312 萬、380 萬、416 萬元，最高甚至是情節嚴重標準數額的 8 倍，情節特別嚴重標準數額的近 2 倍。故而學者認為內幕交易解釋雖然明文了情節嚴重的標準，但是對於標準數額的認定，似乎仍得有再加以細緻的空間¹⁶⁸。

第二款、行政責任

中國證券監督管理委員會¹⁶⁹(以下簡稱證監會)目前為中國唯一的證券監督主管機關。其下設有監管、稽查、行政罰委員會等部門。在證監會監管市場時若發現行為人有交易異常等情況，稽查部門則負責調查有無內線交易等情事。行為人有違反內線交易禁止之行為時，證監會得對行為人處以罰款。原本證監所尚有對於行為人沒收其違法所得、並得責令其處理非法持有之證券等權力，但在證券法公佈後，內幕交易行為人的行政責任僅餘下行政罰款以及市場禁入的部份。

(1)沒收非法所得

依《禁止證券詐欺行為暫行辦法》第 13 條第 1 款，證監會得沒收行為人因內線交易所得之非法利益。此處之非法所得，似乎僅指行為人因為內線交易行為而賺取的實際價差。此利益即便遭受沒入，對行為人本身而言僅是未獲取利益，並未有實際損失，故此項處罰雖有必要，但若單獨使用則嚇阻性似乎不足。然在 2005 年《禁止證券詐欺行為暫行辦法》因為《證券法》之制定而遭廢止，而《證

¹⁶⁷ 內幕交易解釋第 7 條，認為應認定為刑法第一百八十四條第一款規定的「情節特別嚴重」的情況有：

- (一)證券交易成交額在二百五十萬元以上的;
- (二)期貨交易佔用保證金數額在一百五十萬元以上的;
- (三)獲利或者避免損失數額在七十五萬元以上的;
- (四)具有其他特別嚴重情節的。

¹⁶⁸ 謝杰，〈最新內幕交易犯罪司法解釋的缺陷與規則優化〉，《上海公安高等專科學校學報》，2012 年 8 月，頁 18。

¹⁶⁹ 原本中國證券監督業務事由中國人民銀行監管，其後又增設了證券委員會與證監會作為多頭的管理機關。中國證監會隸屬於中國國務院，在 1998 年修訂證券法後，該法取消中國人民銀行的證券監督業務。其後國務院的組織改革中，又取消了證券委員會。故而在 1998 年後，中國只剩下證監會為唯一的證券監督機構。



券法》中並未留有類似規定，故而證監會不能再沒收行為人非法所得，僅得對行為人處以罰款，但因罰款金額之訂定，係依照不法所得數額加以計算，故應不會使行為人仍存有利益。

(2) 行政罰款

處以罰鍰之數額，係依照行為人違法所得之數額定之，可處行為人其違法所得 1 倍以上、5 倍以下罰鍰。然而此處違法所得之範圍，並未明定是否包含行為人避免之損失，解釋上即可能出現爭議。若行為人知悉目標股價即將下跌而將自己持有之股票賣出，此時行為人是避免股價下跌所生之損失，此價差解釋上是否也可定義為「違法所得」？然因內線交易行為之處罰並不以行為人有獲利為前提，故在未獲利時主管機關仍得處 3 萬元以上 60 萬元以下罰鍰¹⁷⁰。

(3) 市場禁入

除上述懲處，主管機關尚得對行為人採取市場禁入的禁制措施。「證券市場禁入規定」第 3 條中規定的 7 種類型行為人¹⁷¹，若是有違反法規而情節重大者，證監會得禁止其於一定期間或永久不得從事證券相關事務、或是擔任相關公司的董、監事或高級經理人¹⁷²。

(4) 業務資限制

若是內線交易行為人為證券商，因證券業務為許可經營，證監會原本依據證券經營機構證券自營業務管理辦法第 12 條及第 36 條，得對於該證券業者所進行的業務處以一定的限制或甚至剝奪其經營證券業務之權利。證監會得令進行內線

¹⁷⁰ 證券法(2005)第 202 條。

¹⁷¹ 證券市場進入規定(2006)第 3 條規定的行為人有下列 7 種：

- (一) 發行人、上市公司的董事、監事、高級管理人員，其他信息披露義務人或者其他信息披露義務人的董事、監事、高級管理人員；
- (二) 發行人、上市公司的控股股東、實際控制人或者發行人、上市公司控股股東、實際控制人的董事、監事、高級管理人員；
- (三) 證券公司的董事、監事、高級管理人員及其內設業務部門負責人、分支機構負責人或者其他證券從業人員；
- (四) 證券公司的控股股東、實際控制人或者證券公司控股股東、實際控制人的董事、監事、高級管理人員；
- (五) 證券服務機構的董事、監事、高級管理人員等從事證券服務業務的人員和證券服務機構的實際控制人或者證券服務機構實際控制人的董事、監事、高級管理人員；
- (六) 證券投資基金管理人、證券投資基金託管人的董事、監事、高級管理人員及其內設業務部門、分支機構負責人或者其他證券投資基金從業人員；
- (七) 中國證監會認定的其他違反法律、行政法規或者中國證監會有關規定的有關責任人員。

¹⁷² 證券市場禁入規定(2006)第 4 條。



交易行為的證券業者暫停其業務半年至一年、取消其營業資格或兩年內不再接受此證券業者申請經營業務。惟該管理辦法已於 2009 年由證監會加以廢止，故而現今並未有業務資之限制。

第三款、民事責任

證券法第 76 條第 3 項規定，若是行為人從事內線交易而使其他投資人遭受損失，則行為人應負擔賠償責任，此規定肯認了內線交易行為人需要負擔民事賠償責任。此民事責任的請求權人雖然依理論上應是受損害之投資人，然而法條並未明文規定其資格。例如：在何等期間為交易之人方為適格之原告？是否一定要與內線交易行為人為相反交易行為之人方為原告？此外，法條亦未規定求償的性質、方式、範圍。此種民事損害賠償的過失責任為何¹⁷³？損害賠償的金額如何計算？這些疑問也使民事賠償的爭議屢屢成為議題，尚待修法方有解決爭議之可能。

¹⁷³ 參閱朱軾，試論我國證券內幕交易法律規制的完善，法制與社會，2011 年 3 月(下)，頁 102。



內線交易制度 4-中國

	證券法	刑法	
內部人	知情人	①發行人的董事、監事、高級管理人員 ②持有公司百分之五以上股份的股東及其董事、監事、高級管理人員，公司的實際控制人及其董事、監事、高級管理人員 ③發行人控股的公司及其董事、監事、高級管理人員 ④由於所任公司職務可以獲取公司有關內幕信息的人員 ⑤證券監督管理機構工作人員以及由於法定職責對證券的發行、交易進行管理的其他人員 ⑥保薦人、承銷的證券公司、證券交易所、證券登記結算機構、證券服務機構的有關人員 ⑦國務院證券監督管理機構規定的其他人	
	非法獲取消息之人	①利用竊取或詐欺等手段取得 ②身為知情人的親近親屬 ③在具有內線消息期間與知情人有所聯絡之人	
內線消息	①價格影響性 ②相關性 ③未公開		
主觀	知悉消息為內線消息	明知自己正在利用內線消息	
責任	行政罰款、市場禁入	情節嚴重	5 年以下徒刑、或單獨處以犯罪所得 1 倍以上 5 倍以下罰金。
		情節特別嚴重	5 年以下徒刑以及罰金
		犯行嚴重	5 年以上 10 年以下有期徒刑，並科處違法所得 1 倍以上 5 倍以下罰金



第五節、日本內線交易制度

第一項、歷史背景

日本於因二次大戰後深受美國影響，於 1948 年引進美國 1934 年之證券交易法及相關法規，制定為「證券取引法」，內線交易則規定於其中第 58 條第 1 款。因當初立法係參照美國法上制度，故而證券取引法內線交易禁止的規定與美國法上 Rule 10b-5 相似，然而因當時日本學說上並不認為內線交易應以刑罰處罰，故而並未有依據該法規處罰內線交易之情況¹⁷⁴。其後因 1987 年日本發生保化學內線交易案促使日本修法，然修法後最重本刑僅 6 個月，科或併科 50 萬日圓以下罰金，對法人則得處 50 萬元以下罰金。1989 年修法後，依照重大消息規定的不同，166 條規定有關公司內部的特定消息而進行內線交易的情形，第 167 條則規定以公開收購為基礎的內線交易。其後日本又於 2006 年修法，以舊有之「證券取引法」為主，整合其他法律後制定成「金融商品交易法」¹⁷⁵。內線交易之規定主要規定於該法 166 條以下，對於公司關係人的禁止行為。日本內線交易禁止規定之立法理由，係基於「確保投資人對證券市場之公正性及健全性之信賴」¹⁷⁶，與美國資訊平等理論之意旨相同。

第二項、構成要件

第一款、內部人

第一目、與公司相關之人

因自己具有之身分或職務關係而取得內線消息之人，金融商品交易法第 166

¹⁷⁴ 請參閱陳建緒(2006)，證券犯罪之規範理論與界限，法律出版社，頁 102-103。

¹⁷⁵ 金融商品交易法(金融商品取引法 2006)係整合「金融期貨交易法」、「外國證券業者法」、「有價證券之投資顧問業規範法」、「抵押證券業規範法」。

¹⁷⁶ 參閱服部秀一，インサイダー取引規制のすべて(2001年初版)，商事法務，頁 3-4；河本一郎監修，逐條解說證券取引法(2002年新訂版)，商事法務，頁 998。轉引自吳元曜(2003)，《美國、日本、德國及我國內線交易刑法規制之比較以及內線交易除罪化之研究》，台灣大學法律系碩士論文，頁 43。



條第 1 項規定，依照下列情形而知悉重要事實的人，將受到禁止買賣有價證券及衍生性金融商品的規範：

①該公司的負責人、代理人、使用人或職員因職務而知悉該重要事實，該公司的母公司或是子公司的負責人等皆在規範範圍之內。負責人之地位約等同董事，但是定義上並不只限於董事，高級經理人也可算入負責人的範疇¹⁷⁷。

②公司可請求閱覽會計帳簿或相關書冊之大股東、投資人。

依照日本公司法第 433 條第 1 項規定，持股百分之三以上股東¹⁷⁸得有權閱覽會計帳冊等文件；其他普通投資人，如公司債權人，亦得依據相關法律¹⁷⁹請求閱覽會計帳簿，若因此得知重要事實，亦成為內部人。

③對於公司基於法令有監督權限之人。

例如該公司經營之事業為特許行業，而准駁特許事項的公務員對於該公司將進行的營業及有所認知。或是因法令而對公司有監督檢查之公務員，因為檢視文件時獲知消息，也不能令其自由交易。

④公司與其他公司締結契約過程中，相關之知情人員。

在與該公司締結契約時，其他外部人可能因為知悉締結契約一事，而對於該契約內容有所接觸，從而知悉重要事實，亦應受到規範。例如：他公司職員、董事、融資之銀行、證券公司、專業技術人員等。

上述第 2 款到第 4 款之情況，因為其主體可能為法人，此時法人的負責人若是未受規範則有漏洞。故而第 116 條第 1 項第 5 款則規定，該知悉消息的法人其負責人及其他部門的負責人均受規範。而在上述第 1 到第 4 款的內部人，即便已經喪失該身份，這些「前內部人」仍有 1 年期間內不得為買賣證券之交易禁止期間的限制。

在公司併購時，亦受到規範。規定的類型大致與上述 166 條第 1 項規定之情況相同，因職務而知悉公開收購起終時點之人，地位即同於一般情況下知悉內線消息之人，故亦不得為禁止行為。

¹⁷⁷ See Tomoko Akashi, *Regulation Of Insider Trading In Japan*, 89 CLMLR 1296, fn 18.

¹⁷⁸ 依照日本會社法(2005)第 433 條第 1 項，持股百分之三以上大股東方得請求閱覽會計帳冊。

¹⁷⁹ 依照合作金融機構優先投資相關法(協同組織金融機關の優先出資に関する法律 2008)第 22 條，出資者得在合作金融機構的營業時間內，向其請求閱覽、抄錄會計帳簿。



第二目、消息受領人

金融商品交易法第 166 條第 3 項中規定，即便非具有上述內部人之身份，只要從上述人處知悉內線消息，其即為消息受領人，亦成為內部人。然而若是自消息受領人處得知消息的第二重、或第三重消息受領人，則不在限制範圍之內¹⁸⁰。在公司併購的情況下，第 167 條第 3 項之規定也相似於 166 條第 3 項，從內部人處知悉併購消息時，亦成為規範對象。

第二款、交易客體

金融商品交易法第 166 條第 1 項，禁止對於「特定有價證券」及「衍生性金融商品」為交易。

而所謂特定有價證券¹⁸¹，則是指在證交所或是店頭市場交易的公司債、「協同組織金融機構優先出資法」中規定的優先出資債券及新股認購權證券。在金融商品交易施行令第 27 條中，也規定信託受益憑證與外國人發行之證券或證明也包含在特定有價證券的範圍內。

至於衍生性金融商品的定義，則依據金融商品交易法第 2 條第 20 項以下之規定認定之。衍生性金融商品包含了證券市場、店頭市場以及外國市場中的衍生性金融商品 3 類¹⁸²。證券市場中的衍生性金融商品係指在集中市場中對於期貨、選擇權、利息、匯兌及其他依行政命令所定義之類型的證券¹⁸³。店頭市場中的衍生性商品則是指非在本國或外國的集中市場中的交易，包含了金融商品的遠期交易、選擇權、利率交換契約、金融指標遠期交易、其他店頭的衍生性金融商品及行政命令訂定之類似的店頭衍生性商品等¹⁸⁴。而最後一項外國市場的衍生性商品交易，則顧名思義，係指在日本國外市場中所為的衍生性金融商品及類似商品的交易¹⁸⁵。

而在公司併購的特殊情況，金融商品交易法 167 條第 1 項則禁止了之內部人對於公司股票、可轉換公司債、同法第 2 條第 1 項第 19 款¹⁸⁶所規定的相關選擇權

¹⁸⁰ See Mark J. Ramseyer, *Insider Trading Regulation In Japan*, Harvard Law, Economics and Business Discussion Paper No. 705, 10 (2011).

¹⁸¹ 依照金融商品交易法第 163 條第 1 項，特定有價證券為同法第 2 條第 1 項第 5、7、9 款規定的有價證券。

¹⁸² 金融商品交易法(金融商品引取法 2006)第 2 條第 20 項。

¹⁸³ 金融商品交易法(金融商品引取法 2006)第 2 條第 21 項。

¹⁸⁴ 金融商品交易法(金融商品引取法 2006)第 2 條第 22 項。

¹⁸⁵ 金融商品交易法(金融商品引取法 2006)第 2 條第 23 項。

¹⁸⁶ 金融商品交易法(金融商品引取法 2006)第 2 條第 1 項第 19 款規定，選擇權係包括依照集中交



證券及其他依照行政命令訂定之對象。

第三款、內線消息

金融商品交易法 166 條第 1 項係禁止行為人於知悉業務上重要事實後進行交易，故該所謂「重要事實」的範圍，即為內線消息的範圍。依照 166 條第 2 項之規定，除了由主管機關所規定的輕微情況，否則下列四大類型情況皆應視為重要事實：

一、決定事實

當該公司的業務執行機關對於下列事項作成執行或是不執行的決定時，都算是有關公司的重要事實：

①該公司有無要依照會社法第 199 條第 1 項發行新股（包含在與會社法相似的規定下，在外國發行的情況。）、或是依照會社法 238 條發行新股認購權。

②減少公司資本額。

③減少資本準備金或是盈餘保留準備金。

④依會社法第 156 條第 1 項或是外國法規定取得自己股份。

⑤無償分配股份。

⑥股份分割。

⑦盈餘之分配。

⑧股份交換。

⑨股份轉換。

⑩合併。

⑪分割公司。

⑫營業全部或是一部讓與。

⑬解散。

易市場中的規則進行交易、或是在外國市場中，如第 2 條第 22 項第 3、4 款相類似的選擇權。



⑭新商業化的產品或技術。

⑮業務上之結盟或是其他依法令所定之事項。

二、發生事實：

當該公司有下列情況產生時，則因為該些事實的發生，而認定為重要消息

①因天然災害或是執行業務過程中所生之損害。

②大股東之變動。

③特定有價證券及其選擇權之上市、廢止或取消登錄的原因事實。

④其他由主管機關規定，而與上述 3 情況相類似的情況。

三、財務修正

該公司的營業收入或是利潤進行盈餘分配時，如果其數值與之前公布的年報中的預測值有顯著差異時，即營業利潤分配數值與已公佈的期望不相當，因為此結果會對投資人判斷產生重要影響，所以也列入規範。

四、概括條款

而在公司的子公司發生的情況是否為重要事實，大致上亦是用上述的標準加以判斷¹⁸⁷，但在檢視子公司業務執行機關決定的事項時，則只有股份交換、股份轉換、合併、分割公司、營業全部或一部讓與、解散、新商業化的產品或技術、業務上之結盟或是其他依法令所定之事項這幾種，其他對於投資人投資判斷會產生重要影響之情況。

而在公開收購的情況，重要事實的範圍則是依據第 167 條第 2 項，是否進行公開收購、或是關於公開收購行為的施行與中止，此皆是有關公開收購的重要事實。

第四款、主觀要件

金融商品交易法中，並未對於內部人進行內線交易行為的主觀要件有所規範。然而因為其所負擔責任程度不同，故在主觀要件上應仍有所差別。因為在金融商品交易法第 197 條及 207 條規定了刑事罰責，而日本刑法之原則適用到金融商品

¹⁸⁷ 金融商品交易法(金融商品引取法 2006)第 166 條第 2 項第 5 到 8 款。



交易法，其法條規定要有犯罪之故意行為方處罰¹⁸⁸，其並未言明過失即罰，故主觀上行為人應仍具備故意。民事責任部份目前係認為原告應依照侵權行為加以主張¹⁸⁹，故若有過失即可能成立。至於行政責任，則是只要行為人有違反禁止行為時，即負擔責任，並不要求行為人本身的主觀意圖¹⁹⁰。

第五款、禁止行為類型

依金融商品交易法第 166 條第 1 項規定，其禁止內部人在知悉有關公司業務上重要事實後，在事實未公開前進行針對該公司之特定有價證券或相關之衍生性金融商品進行交易。在公開收購的情況則是規定於第 167 條第 1 項，知悉公開收購情事之人對於該目標公司之股票、新股認購權、公司債、選擇權或其他有價證券，在消息公開前不得買入、公開後不得賣出。

日本的禁止行為類型為內線交易最傳統的行為，利用知悉內線消息而進行交易。相較於他國的禁止行為規定，並沒有對於洩漏內線消息及勸誘他人進行買賣的行為加以規制，或許此係因立法者認為實際進行交易之行為人方有處罰之必要。但在 2012 年修法後，第 166 條第 6 項的例外事由已將「未進行交易之人」刪除，似乎也昭示著日本內線交易禁止之規定逐漸嚴格。此後即便未進行交易之人，亦有可能會遭受內線交易之處罰。

第三項、責任

第一款、刑事責任

原本舊有之證券交易法中，對內線交易的處罰為 3 年以下有期徒刑，科或是併科 300 萬元以下罰金。在 2004 年修訂證券交易法時，立法者為遏止內線交易行為，將罰則提高。在 2006 年制定金融商品交易法時，仍維持該處罰標準。依照金融商品交易法第 197 條之 2 第 13 款，處罰提高為 5 年以下有期徒刑，科或併科 500 萬元以下罰金。若是行為人為法人，依第 207 條第 1 項第 2 款，將可處 5 億元以下罰金。而為防止行為人為重利不懼處罰，第 198 條之 2 第 1 款也規定在行為人

¹⁸⁸ 日本刑法第 8 條本文規定：「本法總則對於其他有刑罰規定之法令亦適用之。」第 38 條本文規定：「無犯罪之故意行為，不罰。」

¹⁸⁹ See George F. Parker, *The Regulation Of Insider Trading In Japan: Introducing A Private Right Of Action*, 73 WAULQ 1399, 1421(1995).

¹⁹⁰ See Shinsuke Matsumoto, *Saishin Insaidda torihiki kisei, NEW: INSIDER TRADING REGULATION 273*(Tokyo: Shoji homu, 2006)轉引自 Mark J. Ramseyer, *supra* note 180, at 12.



為內線交易行為後，得沒收其因犯罪所得之財產；若是有無法沒收的狀態，第 2 款也規定得追徵其價額，以防止行為人即便是受罰仍得享有違法所得。

第二款、民事責任

金融商品交易法中，並未明定行為人為內線交易後的民事責任。故若要主張行為人負擔民事賠償責任，似乎依循侵權行為會是較適當的方式。日本民法第 709 條規定，行為人因故意或過失侵害他人權利時，要對造成的損害結果負責。然而採取侵權訴訟即代表原告需證實被告確實有違反內線交易行為的規定，導致原告要負擔沈重的舉證責任。

第三款、行政責任

行政處罰不必如刑事責任需要證明行為人之故意，對於政府控管的程序無疑較為便利。相較於刑事責任，行政手段將較節省政府的處罰成本¹⁹¹。日本於 2004 年修法時，仿美國的行政罰款制度，增加「課徵金」的規定，由證券交易監視委員會¹⁹²加以進行調查及認定是否有內線交易情事而應加以處罰，期待可以更有效率處理內線交易的利益吐還問題¹⁹³。而此規定在 2006 年也一併規定至金融商品交易法的條文之中。

課徵金性質上為行政罰款，則其與刑罰上所處得罰金性質得否並存，即因為一事不二罰之原則而有所爭議。日本實務上認為，刑罰係為制裁該行為的嚴重手段而生遏阻之效，課徵金制度目的係為維持公平正義，兩者規範目的不一，自無抵觸一事不二罰的規定¹⁹⁴。

¹⁹¹ See Mark J. Ramseyer, *supra* note 180, at 12.

¹⁹² 日本為監管證券市場而於 1992 年修訂證券交易法後設立的機構，1998 年由大藏省轉為總理府下的金融監督廳管轄，後由於 2001 年移轉於內閣府下的金融廳管轄。

¹⁹³ 參閱曾宛如，〈有關證券投資人保護之未來發展〉，《月旦財經法雜誌》，第 2 期，頁 206。

¹⁹⁴ 參閱黃銘傑(2006)，《日本最近證券交易法修正對我國之啟示，公司治理與企業金融之挑戰與改革》，頁 222，元照出版，台北。



內線交易制度 5-日本

金融商品交易法		
內部人	與公司相關之人	①該公司的負責人、代理人、使用人或職員 ②公司可請求閱覽會計帳簿或相關書冊之大股東、投資人 ③對於公司基於法令有監督權限之人 ④公司與其他公司締結契約過程中，相關之知情人員
	消息受領人	從上述人處知悉內線消息，第三重受領人不包含
內線消息	①該公司業務執行機關的重大決定 ②公司重大變故 ③未公開	
主觀	知悉消息為內線消息並利用	
責任	刑事	5 年以下有期徒刑，科或併科 500 萬元以下罰金 沒收、追徵其價額
	行政	課徵金
	民事	依照民法侵權行為規定

第六節、我國內線交易制度

第一項、規範理論

我國證券交易法之立法目的，於第一條明定，為發展國民經濟，保障投資而設定，故立法核心即為保障投資人。原本我國證交交易法中並未設有內線交易行為之罰則，然而因內線交易行為對於一般投資大眾的投資信心影響甚鉅，故在 1988 年證交法修訂時，新增 157 條之 1 明文加以禁止。當時之立法理由除了是為彌補



證券交易法關於內線交易的漏洞，也是為了因應世界潮流¹⁹⁵。其後又歷經數度修正，方成今日之版本¹⁹⁶。

我國內線交易制度的規定，係借鏡美國證券法、證券交易法及日本法之規定¹⁹⁷，故關於內線交易理論之形成，也深受影響。有學者認為我國內線交易制度之理論解釋，不僅限於關係理論及市場理論，更可將私取理論加以包含¹⁹⁸。理由在於依照我國條文解釋，若限於單一理論框架，則多有所偏。例如：157條之1對於內部人之範圍規範，限於公司董事、監察人、大股東等，雖似乎是著重於此些內部人與公司本身的關係，然而未必即是採取美國法上的信賴關係理論¹⁹⁹。因為信賴關係理論強調行為人與公司本身間之信賴關係，然而大股東依照我國公司法並未有受任人之義務，且現行法中公司債亦為內線交易之客體，惟公司董事並未因此即對債券持有人負有受任人義務。由此可見我國內線交易責任並不僅限於具有受任

¹⁹⁵ 參閱 1988 年 1 月 29 日增訂 157 條之 1 之立法理由。

¹⁹⁶ 證券交易法 157 條之 1：下列各款之人，實際獲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、喪失前三款身份後，未滿六個月者。

五、從前四款所列之人獲悉消息之人。

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

違反第一項或前項規定者，對於當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將賠償額提高至三倍；其情節輕微者，法院得減輕賠償金額。

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

第一項所稱有重大影響其股票價格之消息，指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，其具體內容對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息；其範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之。

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

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

¹⁹⁷ 證券交易法 2006 年 1 月 11 日修法理由，參閱立法院議案關係文書，院總字 727 號，頁討 41 至討 46。

¹⁹⁸ 參閱賴英照，前揭註 7，頁 477；劉連煜(2011)，《新證券交易法實例研習》，頁 430，台北：自刊。

¹⁹⁹ 參閱賴英照，前揭註 7，頁 475。



人義務之人，顯與信賴關係理論不符²⁰⁰。且條文中規定「基於控制關係獲悉消息之人」、以及「喪失身份後未滿三個月之人」亦為內部人，要想包含此種形式上不成立、實質上卻具有內部人身份的行為人類型，就必須借助私取理論的概念加以解釋²⁰¹。

第二項、構成要件

第一款、內部人

依照證券交易法 157 條之 1，內線交易行為受規範之主體有下列數種類型：

- (一) 公司董事、監察人及經理人
- (二) 持有公司股份超過 10% 之股東
- (三) 基於職業或控制關係獲悉消息之人
- (四) 喪失前述身份後未滿 6 個月之人
- (五) 消息受領人
- (六) 第一、第二類之內部人的配偶、未成年子女及為其持有股票者

對於公司董事、監察人及經理人之認定，由於我國公司法及證券交易法皆未明定其意義，故解釋上有學者認為純以形式認定即可²⁰²，有學者則主張應如歐盟法之規定，不明定實際職稱而以實際是否執行職務為認定較有彈性²⁰³。而不論是形式或實質認定，公司董事、監察人其受規範之原因，可由信賴關係理論加以理解，因其與公司間具有一定程度的信賴關係。其他如基於職業或控制關係獲悉消息之人、持有公司股份超過 10% 之股東，則可用私取理論來加以解釋²⁰⁴。即便行為人與公司未具有直接的信賴關係，仍受一定程度的限制。且為避免行為人意圖進行內線交易而故意失去內部人身份，對於喪失身份後之原內部人，仍有一段期間的交易限制。

至於從公司董事、監察人、經理人、大股東及基於職業或控制關係獲悉消息

²⁰⁰ 同上註。

²⁰¹ 參閱劉連煜，前揭註 198，頁 431。

²⁰² 參閱林國全(2000)，《證券交易法研究》，頁 274 以下，元照出版。

²⁰³ 參閱賴英照，前揭註 7，頁 486。

²⁰⁴ 劉連煜(2011)，《內線交易構成要件》，頁 39，元照出版。



之人處獲取消息之消息受領人，亦受到規範。此概念即為歐盟法下之次級內部人，係由與消息關係密切之初級內部人之處直接或間接獲悉內線消息。

公司董事、監察人、大股東等內部人的配偶、未成年子女及為其持有股票者，所擁有之股票皆加計入內部人的股票作計算，但不得即推論內部人的配偶、子女或是受任人即亦成為內部人。原本此規定主要係立法者憂心行為人規避法律之規定，然而此項規定卻令學者有所疑慮²⁰⁵，擔心太過嚴苛。

第二款、交易客體

依照我國證交法第 157 條之 1 的規定，內線交易行為禁止的交易對象為該條第 1 項規定之股票、「其他具有股權性質之有價證券」及第二項所定之「非股權性質之公司債」。原本最初增訂內線交易禁止規定時，限制的對象僅限於股票，然而隨著金融市場不斷發展演進，立法者從善如流，在其後的修正中又增列其他類型的證券，以防闕漏。

所謂「具有股權性質之有價證券」的定義在證券交易法中並未明文，然而在證券交易法施行細則中，立法者為釐清規範對象，對此概念加以列舉例示²⁰⁶。而公司債之增訂係為了防範行為人在獲悉公司負面消息後，賣出公司債而避免損失。然而有學者質疑現行法只禁止賣出公司債，而未禁止買入，亦未將政府債券納入規範，似乎仍有形成內線交易規範漏洞的可能²⁰⁷。

第三款、內線消息

內線消息之意義，依照 157 條之 1 第 5 項之規定，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。公司債則是依照該條第 2 項，在發行股票公司有重大影響其支付本息能力之消息時，該消息即為重大消息。然而此處所謂重大消息仍是一個抽象之概念，因此證券主管機關依照授權而訂定了「證券

²⁰⁵ 參閱林國全，〈證交法第一百五十七之一內部人交易禁止規定之探討〉，《政大法學評論》，第 45 期，頁 278。

²⁰⁶ 證券交易法施行細則(民國 97 年 1 月 8 日)第 11 條第 1 項：「本法第一百五十七條第六項及第一百五十七條之一第一項所稱具有股權性質之其他有價證券，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。」

²⁰⁷ 參閱賴英照，前揭註 7，頁 480。



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」²⁰⁸，其後又配合 2010 年證券交易法對於公司債的修正，將前述辦法修正並改名為「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」²⁰⁹。(以下簡稱「重大消息範圍辦法」)

依照重大消息範圍辦法，重大消息之公開有依照類型而有不同程度的公開方式²¹⁰。若是涉及公司之財務、業務之重大消息，因此類消息公司有掌控能力，故公開方式為「經公司將資訊輸入公開觀測站」，始為公開²¹¹。金管會認為公開觀測

²⁰⁸ 民國 95 年 5 月 30 日金管證三字第 0950002591 號函。

²⁰⁹ 民國 99 年 12 月 22 日金管證交字第 0990070860 號令。

²¹⁰ 參閱劉連煜，前揭註 198，頁 465。

²¹¹ 此類消息依照重大消息範圍辦法第 2 條，共有：

- 一、本法施行細則第七條所定之事項。
- 二、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。
- 三、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。
- 四、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。
- 五、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。
- 六、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。
- 七、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。
- 八、公司與主要客戶或供應商停止部分或全部業務往來者。
- 九、公司財務報告有下列情形之一：
 - (一) 未依本法第三十六條規定公告申報者。
 - (二) 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。
 - (三) 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。
 - (四) 會計師出具繼續經營假設有重大疑慮之查核或核閱報告者。
- 十、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。
- 十一、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。
- 十二、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：
 - (一) 辦理資產重估。
 - (二) 金融商品期末評價。
 - (三) 外幣換算調整。
 - (四) 金融商品採避險會計處理。
 - (五) 未認列為退休金成本之淨損失。
- 十三、為償還公司債之資金籌措計畫無法達成者。
- 十四、公司辦理買回本公司股份者。
- 十五、進行或停止公開收購公開發行公司所發行之有價證券者。



站已運行多年，投資人有得從該網站獲取資訊之信賴。若是涉及該證券市場供求之重大消息，由於此為公司本身無法控制之情況，故除了將資料輸入公開資訊觀測站外，尚得透過證交所或是櫃買中心之網站公告，或經由兩家全國性媒體公告²¹²。

重大消息範圍辦法雖已經對於重大消息的定義加以列舉，然而條文中仍有概括之規定，故在實務判斷上，似乎仍需實質檢視是否具有重大性。而在 2010 年修法中增列了「具體內容」及「明確」的要件，提供了新的判斷標準。此處明確性的要件，依照修正理由中說明，係參照歐盟的內線交易與市場濫用指令而增訂。而依照內線消息定義指令中所闡明的明確性定義，內線消息的明確性是在認為該消息存在或是可以合理被預期發生，且具體到可以影響投資決策的消息²¹³。而對於具體內容的認定，似乎可以理解為：針對該內線消息之內容是否已經具有必要之點而加以認定。例如有兩公司欲談併購，若此時兩公司針對價格、方式已達合意，則可認為已對重要原則有合意，即具備具體內容²¹⁴。

十六、公司取得或處分重大資產者。

十七、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。

十八、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。

對公司有重大影響其支付本息能力之消息，依照重大消息範圍辦法第 4 條，則有：

一、本法施行細則第七條第一款至第三款所定情事者。

二、第二條第五款至第八款、第九款第四目及第十三款所定情事者。

三、公司辦理重整、破產或解散者。

四、公司發生重大虧損，致有財務困難、暫停營業或停業之虞者。

五、公司流動資產扣除存貨及預付費用後之金額加計公司債到期前之淨現金流入，不足支應最近期將到期之本金或利息及其他之流動負債者。

六、已發行之公司債採非固定利率計息，因市場利率變動，致大幅增加利息支出，影響公司支付本息能力者。

七、其他足以影響公司支付本息能力之情事者。

前項規定，於公司發行經銀行保證之公司債者，不適用之。

²¹² 此類消息依照重大消息範圍辦法第 3 條，則有：

一、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。

二、公司或其控制公司股權有重大異動者。

三、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。

四、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。

五、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。

²¹³ 內線消息定義指令(2003/124/EC) Art. 1(1)，參閱前揭註 101。

²¹⁴ 劉連煜，前揭註 198，頁 484。



第四款、主觀要件

證券交易法 2010 年修法後，規定行為人在實際獲悉內線消息後，不得買賣該有價證券。此次修正將行為人之主觀要件規定由「獲悉」修正為「實際獲悉」，似乎是對於行為人的主觀要件要求更加嚴格。原本條文中所言之獲悉，只要行為人獲悉了有內線消息的存在，又在未公開前買賣有價證券，即成立內線交易，並不強調行為人的主觀目的²¹⁵。然而此處的「主觀目的」並不等於「主觀要件」，即行為人雖沒有利用內線消息獲利的目的，只要其對於內線交易構成要件要素有所認知，又為交易行為，則其仍成立內線交易之行為²¹⁶。

第三項、責任

在我國違反內線交易禁止規定時，有負擔民事或刑事責任之可能，惟關於行政法上之罰則則尚未有所規定。

第一款、刑事責任

刑事責任依照證券交易法 171 條之規定，為 3 年以上 10 年以下有期徒刑，並得併科 1,000 萬元以上、2 億元以下之罰金。而且為了遏止此種行為，各設有兩種加重事由。若是行為人犯罪所得金額達 1 億元以上，因其所得甚多，恐仍有人為了獲利而執意為之，刑期加重為 7 年以上 15 年以下，併科之罰金也增為 2,500 萬元以上 5 億元以下。而對於因為進行內線交易行為而損及證券市場穩定性之人，因其行為觸動到證券交易法立法的最根本核心，罪性更加重大，所以處罰加重刑度至二分之一²¹⁷。應負刑事責任之對象為獲悉內線消息後進行交易之行為人，換言之，若無交易行為則不會有刑事責任，惟仍有負擔相關民事責任之義務。

第二款、民事責任

民事責任係由該內線交易行為交易當日，善意從事相反買賣之人為請求權人，而向進行交易的行為人請求。未進行交易之消息傳遞人，仍需與受領消息而交易

²¹⁵ 最高法院 91 年台上第 3037 號判決。

²¹⁶ 劉連煜，前揭註 198，頁 444。

²¹⁷ 證券交易法第 171 條第 1 項、第 2 項、第 5 項。



之行為人共同負連帶責任²¹⁸。請求之數額為求公平，則為消息公開後 10 個營業日收盤平均價格之差額，惟情節重大者法院得提高至 3 倍。

內線交易制度 6-台灣責任

	一般規定		金額達 1 億元以上	損及證券市場穩定性
刑事	罰金	1,000 萬元以上、2 億元以下	2,500 萬元以上 5 億元以下	加重二分之一
	刑期	3 年以上 10 年以下有期徒刑	7 年以上 15 年以下	
民事	消息公開後 10 個營業日收盤平均價格之差額，情節重大者法院得提高至 3 倍。			
行政	命證券商停業、為警告、命解任董監事、對營業許可之撤銷。			

²¹⁸ 證券交易法第 157 條之 1 第 3 項、第 4 項。



第三章、內線交易免責抗辯條款

第一節、美國內線交易之抗辯規定

第一項、利用說及獲悉說之爭議

第一款、歸責理論下的爭議

對於內線交易行為，行為人使用內線消息的行為程度，究竟應採獲悉持有(knowing possession)或者要加以利用(using)才構成內線交易，在美國一直是一個爭議的問題²¹⁹。因為一旦被告成立內線交易行為，即可能面臨鉅額的行政罰鍰或者是刑事責任²²⁰，採取不同見解，對於當事人的舉證責任難易度不同，罪名成立的難易度也有所不同。美國證管會傳統上採取獲悉說的見解，認為只要當事人獲悉了該內線消息又進行交易，即成立內線交易；利用說之看法則是認為，要建立當事人之行為與該內線消息的關聯性方成罪。美國法中，原本並未有對此要件加以規範的文字，而是依照不同案例的累積加以修正看法，因此以隨著依照案例形成的歸責理論不同，此項爭議結論亦常有變動。

若是採取資訊平等理論，因為所保護的重點在於市場投資人資訊獲取的平等性，故只要資訊地位不平等、又進行交易行為即具有可罰性，而似乎不用在意當事人是否有利用資訊的問題。若是站在信賴關係理論的角度，內部人為內線交易行為受苛責之因，係違反本身對於交易他方的忠實義務而未揭露資訊。若只是單純持有資訊而未揭露，並不會有違反忠實義務的問題。換言之，採取信賴關係理論時，似乎需要行為人有利用該非公開消息的行為方為違法²²¹。消息傳遞理論則是信賴關係理論的延伸，故應也可認為不能單純以行為人獲悉內線消息買賣證券，即認為其構成內線交易。若是採取私取理論的觀點，其係著重於因為當事人詐欺的行為而對信賴關係的違反，故亦應可以認為與信賴關係理論有相同的結論：當

²¹⁹ See Donna M. Nagy, *The Possession vs. Use Debate in the Context of Securities Trading by Traditional Insiders: Why Silence Can Never Be Golden*, 67 U. Cin. L. Rev. 1129, 1129 (1998-1999). 另參閱賴英照，前揭註7，頁527。

²²⁰ 1934年證交法21A，對違反內線交易禁止規定之人可處最高三倍之行政罰鍰，刑事責任方面，沙賓法案807條將自然人的徒刑提高到25年，罰金則加重到最高500萬，法人則是最高處2,500萬美元。

²²¹ 參閱武永生，〈內線交易案件「獲悉」與「利用」之爭論-股市之極限遊戲規則(一)〉，《銘傳大學法學論叢》，卷10，頁184。



事人亦要是利用該未公開內線消息進行交易方得成立內線交易。

第二款、美國證管會立場

關於內線交易行為應該採取獲悉或是利用的立場，在 1978 年的一份調查報告中顯現此爭議²²²。三位 Sterling Drug 公司的董事在獲悉該公司的重大未公開的消息後，出售自己手中的持股。雖然三名董事皆宣稱自己是依照獨立判斷而出售股票，故不成立內線交易。然而證管會認為，Rule 10b-5 並不要求行為人一定要從出售股票的舉動獲利。更進一步地說，證管會認為當內部人持有重大未公開消息而交易時，即是利用優於其他市場上交易人之地位而交易，從而違反 Rule 10b-5²²³。而在 1984 年修訂內線交易制裁法時，針對內線交易的行為定義，證管會也在進行國會聽證時，明白表示其立場²²⁴。其認為法律禁止內部人在持有自己公司股份、且得知重大未公開資訊時交易。只要有上述情況，交易應一律禁止，也不會有所謂是否利用資訊與否的認定問題，其採取獲悉持有資訊即禁止交易的立場。隨後在 1988 年的內線交易與證券詐欺禁止法中，1934 年證券交易法 Section 20A 中，也使用了與 Section 21A 一樣的用語，明文使用持有內線消息之用詞²²⁵。故而證管會認為條文文字既然已有明文，即應採取獲悉持有的立場為宜。

第三款、美國法院立場

雖然利用說獲悉說的爭議不斷，但是美國聯邦最高法院卻未對此明文表示過結論。聯邦巡迴法院間也有採取不同的看法，使此爭議結論更加難以釐清。

第一目、聯邦巡迴法院

在聯邦巡迴法院等級下，關於內線交易行為採取獲悉說或是利用說爭議的案件，討論較詳盡的主要有三個：United States v. Teicher 案、SEC v. Adler 案以及 United States v. Smith 案。

獲悉說與利用說的爭議在判決中浮出檯面，始於 1993 年的 United States v.

²²² Exchange Act Release No. 14675, [1978 Transfer Binder] Fed. Sec. L Rep. (CCH) 81,570, at 80,295 (Apr. 18, 1978).

²²³ See *id.* at 80,298.

²²⁴ See H.R. REP. 98-355, P.L. 98-376, Insider Trading Sanctions Act Of 1984 House Report No. 98-355, at 2282.

²²⁵ 1934 年證券交易法 Section 21A(a)1. 中用語為：“...any person has violated any provision of this title or the rules or regulations thereunder by purchasing or selling a security...while in possession of material, nonpublic information...”



Teicher 案²²⁶。在本案中，第二巡迴法院採取了獲悉說的立場。該案之事實為：Teicher 為一名套利證券商，Salsbury 是 Drexel 公司的財務分析部門中的一名分析師，Michael David 則為 Salsbury 的好友，同時也是 Paul Weiss 法律事務所的合夥人。David 在 1985 年 12 月起到 1986 年 3 月間，經常性的提供其法律事務所客戶可能會併購的公司名單給 Teicher 與 Salsbury；Salsbury 也提供 Drexel 公司客戶的潛在併購或收購的名單給 Teicher。Teicher 使用這些資訊獲利達到 18 萬美元。

巡迴上訴法院在判決中肯認了證管會對於內線交易違反的標準，認為只要是獲悉持有資訊就構成，法院認為此種標準與「公開否則戒絕交易」的觀點一致²²⁷。有論者認為 Teicher 案中對於獲悉持有或是利用的討論，影響的程度並不強²²⁸。原因在於 Teicher 案主要似乎與 O'Hagan 案較為相似，主要在探討私取理論下 Rule 10b-5 的要件，主要著重在行為人的買賣證券行為與私自取得重大未公開資訊間的關聯性。法院認為違反 Section 10(b)以及 Rule 10b-5 之標準為：行為人詐欺的行為與買賣證券有所關聯(in connection with)，此項關聯性應該被彈性的認定²²⁹。換言之，只要可以推論出行為人的買賣行為與內線消息具有關聯性，就有認定成為內線交易的可能。法院也舉例說明，認為重要的資訊不可能只是像已裝備、但尚未使用武器一樣，僅是單純存在人類的大腦中²³⁰。而其立論的主要理由也是認為，當一個人持有重大非公開資訊時，很難去說服他人其買賣相關證券的行為並沒有去利用該資訊²³¹。

而在 SEC v. Adler 案²³²中，聯邦第十一巡迴法院則持不同於第二巡迴法院的見解，採取了利用說的標準。Harvey Pegram 是 Comptronix 公司的董事，在其參加過公司的一次董事會議後，便開始大量出脫手中該公司的股票。而因為該次董事會議的內容係關於公司可能損失一個重大的客戶的訂單，將造成公司股價顯著損失²³³。SEC 認為 Pegram 身為公司董事，未揭露內部資訊而進行買賣即違反了 Rule 10b-5，對於市場上購買其股票而不獲悉此不利消息的投資人有詐欺行為²³⁴，於是 SEC 即對 Pegram 提出民事訴訟。對此，Pegram 提出反駁，認為其出售股票的決定並非是基於此非公開的重大資訊，而是預先就已經擬定好的計畫。Pegram 表示自己是為了幫助兒子的生意而需要籌資，並提出證據表示其早在得知該重大消息

²²⁶ 987 F.2d 112 (2d Cir. 1993).

²²⁷ See *id.* at 120-21.

²²⁸ See Donna M. Nagy, *supra* note 219, at 1146.

²²⁹ Teicher, 987 F.2d 112 (2d Cir. 1993) at 120.

²³⁰ See *id.*

²³¹ See Anish Vashista, David R. Johnson & Muhtashem S. Choudhury, *Securities Fraud*, 42 Am. Crim. L. Rev. 877, 897(2005).

²³² 137 F.3d 1325 (11th Cir. 1998).

²³³ See *id.* at 1328.

²³⁴ See *id.*



的一星期前，就已經向仲介商表示要出售股票，也有向公司的顧問詢問過。再加上 Pegram 主張其出售的股票數量相較自己尚持有的而言，比例非常少，可見其本身並沒有要藉由此重大消息獲利的意思²³⁵。

地方法院似乎是同意了這些看法，下達了一個中間判決，認為 Pegram 並沒有主觀上的故意²³⁶。第十一巡迴法院更進一步採取了利用說的見解，認為即使內部人在交易時有獲悉該重大為公開資訊的地位，也未必就一定違反 Rule 10b-5²³⁷。第十一巡迴法院認為，若是內部人基於該未公開的重大消息而為內線交易，其的確是違反了對股東們的忠實義務無疑，然而卻不能以此認為應該以獲悉持有(knowing possession)的見解來認定行為人一定構成詐欺²³⁸。該法院認為行為人僅有在被證實其積極的利用該未公開重大資訊而獲利時，才是違反 Rule 10b-5 的情況²³⁹。所以並不得依照證管會所持的立場，認為只要獲悉資訊就可推斷行為人買賣證券的行為一定違法，尚須證明行為人對於該未公開重大消息加以利用。惟此處所謂「利用」的認定，為了減輕證管會的舉證責任，法院也認為可以推論為之。若是行為人在獲悉內線消息的時候，卻又進行了買賣股票的行為，則此原則上可以推論出行為人有利用該內線消息的行為。而與傳統證管會立場不同之處在於，行為人得舉證推翻此認定。依照此見解，法院認為 Pegram 出售股票的行為，與該未公開重大消息並無關聯，且其又提出了「預先存在的交易計畫」加以證明，故不應認其有罪²⁴⁰。法院認為證管會應負擔舉證責任，不得逕行推論當事人在持有內線消息而交易，即一定違反內線交易規定。這個見解也導致 Teicher 案中由第二巡迴法院所認證的獲悉持有的立場遭到挑戰²⁴¹。

在 Adler 案後幾個月，第九巡迴法院也追隨第十一巡迴法院的見解，在 *United States v. Smith* 案²⁴²中採取了利用說的見解。Richard Smith 是 PDA 公司北美行銷處的副總裁，Smith 在 1993 年將其所持有的 PDA 公司股票全數出售，並更進一步對該公司股票加以放空。第九巡迴法院仍維持 Smith 的有罪判決，但理由並非僅是依照美國證管會所認定「獲悉持有」標準的獲悉說，而是認為 Smith 有利用內線消息的行為²⁴³。當事人是否違反內線交易的規定，重點應在於當事人的利用行為而非他的資訊地位。Smith 原本還主張地方法院不應僅因為其因地位而持有該內線消息

²³⁵ See *id.* at 1329.

²³⁶ See *id.*

²³⁷ See *id.* at 1338.

²³⁸ See *id.*

²³⁹ See *id.* at 1340.

²⁴⁰ See *id.* at 1337.

²⁴¹ See *id.* at 1337-1338.

²⁴² 155 F.3d 1051 (9th Cir. 1998).

²⁴³ See *id.* at 1055.



就認定其違反 Rule 10b-5。但法院發現 Smith 曾在一個電話錄音中，對其同事表示其因為獲悉該內線消息而出售並放空股票²⁴⁴，從而認定 Smith 有利用的行為及主觀意圖。該法院以當事人是否利用該內線消息來做為判斷當事人主觀的依據，理由是法院認為如果當事人並沒有對內線消息加以利用，則交易的雙方都是處於相同的地位，也就沒有所謂詐欺的問題²⁴⁵。所以如果投資人在獲悉內線消息前就已經有一個預先訂立的交易計畫時，原則上並不會有詐欺的問題，因為那只能算是投資人的投資策略²⁴⁶。Rule 10b-5 之制定目的是為了避免證券交易上的詐欺行為，如果當事人並沒有詐欺意圖，則不能也不應使當事人遭到內線交易罪之處罰。

Adler 案與 Smith 案皆是採取利用說的立場，Adler 案中法院首先挑戰美國證管會的「獲悉持有」標準，認為若要使被告成罪，原告需負擔舉證責任，而且被告可以舉反證推翻其利用內線消息之推論。Smith 案中，法院則更進一步分析應該如何加以舉證。因為重點在於該內線消息與行為人之買賣行為是否具有關連性，所以第九巡迴法院認為，任何種類的情況證據皆可以提出作為探討是否有關聯性的議題²⁴⁷。例如：行為人在得知內線消息後投下鉅額投資，然而其先前並未有類似舉動、或是異常的投資模式等，皆是行為人是否有利用行為的判斷依據。

雖說此兩案件皆採取利用說標準，然而對於行為人是否有利用行為的認定程度仍有不同。在行為人獲悉重大未公開消息後，又發生了買賣證券的情況下，依照 Adler 案的論斷過程，原則上仍是先彈性的認定行為人有利用該內線消息，再來檢視行為人是否得舉證證明其交易行為與內線消息無因果關係。若是依照 Smith 案的模式，一開始則是不得認定行為人有利用之行為，全交由原告加以舉證證明行為人有利用的舉動。然而此時考量原告舉證之困難，所以認為不必以確切證據為必要，若是可以綜合推斷的情況證據亦可。會有此種差別的原因在於兩者案件類型不同，Adler 案為民事案件，所以在推斷行為人是否有利用行為時，法院同意加以彈性認定；Smith 案則為刑事案件，在追訴時不應將範圍任意擴大，而增加當事人成罪之可能性，故法院認為 Adler 案的彈性認定標準僅適合用在民事案件上²⁴⁸。

第二目、聯邦最高法院

聯邦最高法院並未針對內線交易係採獲悉說或是利用說加以表明立場，然而在美國法上關於內線交易歸責事由理論形成的重要案例，多是由最高法院加以判

²⁴⁴ See *id.* at 1053.

²⁴⁵ See *id.* at 1068.

²⁴⁶ See *id.*

²⁴⁷ See *id.* at 1069.

²⁴⁸ See *id.* note 27.



決，故似乎還是得以側面推論出最高法院的立場²⁴⁹。在 *Cady Roberts & Co.* 案中，美國證管會基於資訊平等理論的立場，認為當內部人得知重要資訊，而其交易相對人不知情時，內部人有一個「積極揭露義務」²⁵⁰。以此推論，如果內部人持有未公開資訊而交易，不論其是否有利用的意圖，或是在交易時是否有加以使用該消息，皆成立內線交易²⁵¹，似乎是採獲悉說之立場。但是聯邦最高法院在 *Chiarella v. United States* 案中則援用了 *Cady Roberts* 案中的評論，認為證券交易法目的即是在於避免內部資訊被利用來獲取個人利益，所以公司內部人在為自己利益「利用」未公開消息時，才構成對於 Section 10(b) 的違反²⁵²，此見解似乎又偏向利用說立場。而在 *Dirks* 案中，最高法院認為 *Dirks* 並未因為傳遞消息而獲取利益而認定其無罪，理由也是因為認為證券法之立法目的是為了消除利用內線消息而獲利的情況²⁵³。其後的 *O'Hagan* 的案件中，雖然重點係在討論私取理論，然而法院也表達見解認為 Section 10(b) 要求行為人利用資訊的行為要與買賣證券的行為有所關聯²⁵⁴。似乎仍可推論出法院採取利用說之見解²⁵⁵。

綜此觀之，聯邦最高法院除了一開始的 *Cady Roberts & Co.* 案採取證管會傳統上的獲悉持有立場，其他似乎多是採取行為人要有利用的動作方構成內線交易之違反的利用說立場。然而因為其一直未明確表示看法，再加上聯邦巡迴法院間見解亦有所不同，使得此爭議仍未有定論。

第二項、 Rule 10b5-1

傳統上美國證管會對於內線交易所採取的立場為獲悉持有的獲悉說，然而法院判決時卻又有利用說之案例，再加上最高法院並未表示意見，導致實務執行時有諸多疑惑。證管會在 2000 年制定公平揭露規則時，亦著手 Rule 10b5-1 及 Rule 10b5-2 的制定，其以較接近獲悉持有標準的「察知(awareness)」來檢視內線交易行為，期望可以消除獲悉說與利用說的差異²⁵⁶。之所以採取察知的標準，是基於證管會長久以來獲悉持有的立場上，又針對利用說見解加以修正。

²⁴⁹ 參閱武永生，前揭註 221，頁 185。

²⁵⁰ *Cady Roberts & Co.*, supra note 12, at 911.

²⁵¹ See Allan Horwich, *Possession Versus Use: Is There a Causation Element in the Prohibition on Insider Trading*, 52 Bus. Law. 1235, 1240 (1996-1997).

²⁵² *Chiarella*, supra note 16, at 229. See also *Cady Roberts & Co.*, supra note 12, at 912, n. 15.

²⁵³ *Dirks*, 463 U. S. 646 (1983), at 662.

²⁵⁴ *O'Hagan*, 521 U.S. at 655-656.

²⁵⁵ 參閱武永生，前揭註 221，頁 190。

²⁵⁶ SEC 發布之 Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading, <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>，最後檢索日期：2012 年 6 月 12 日。



第一款、法條分析

Rule10b5-1(a)²⁵⁷：通則。除別有規定外，1943年之證券交易法 Section10(b) 及美國證管會發布之 Rule 10b-5 所禁止的操縱及詐欺行為，係包含基於發行人或該有價證券之非公開消息，而對於該有價證券所為的買賣行為。對於發行人、發行人之股東或其他擁有重要非公開資訊之人，直接、間接或衍生違反信賴或保密的義務。

此項係為通則，認為 1943 年證交法 Section10(b) 及 Rule10b-5 所禁止的操控及詐欺行為本應受到禁止。除此之外，若是行為人基於內線消息，而對於發行人、股東或內線消息的來源之人有直接或間接違反信賴或保密義務之行為，也同樣應該在禁止之行列。

Rule10b5-1(b)²⁵⁸：定義「基於」。本條中(c)項的積極抗辯，所謂發行人是「基於」該證券重大非公開資訊而為的買賣行為，係為發行人在進行買賣時有察知此重大非公開資訊。

本項則是藉由定義何謂「基於(on the basis of)重大消息」來釐清獲悉持有說及利用說之爭議。該項中認為行為人若是在進行交易時，對於該重大非公開消息是有所認知的，此時就可以說行為人是基於該內線消息而進行的買賣。對於行為人的主觀要求，也選擇了以「察知」的標準來檢視。之所以採取獲悉說的立場，也與證管會一向的主張相符。基於保障投資人及維護證券市場的公平安定性的想法，若在內線交易行為的認定上採取利用說，對於行為人主觀要件的成立可能性必然遠遠小於採取獲悉說的情況。畢竟在多數的情況，證明行為人獲悉有內線消息一事的難度要小於證明行為人有利用內線消息的情事。因此，美國證管會採取較嚴格的立場，希望可以使內部人及發行人可依法行事²⁵⁹。

²⁵⁷ (a) General. The 「manipulative and deceptive devices」 prohibited by Section 10(b) of the Act (15 U.S.C. 78j) and § 240.10b-5 thereunder include, among other things, the purchase or sale of a security of any issuer, on the basis of material nonpublic information about that security or issuer, in breach of a duty of trust or confidence that is owed directly, indirectly, or derivatively, to the issuer of that security or the shareholders of that issuer, or to any other person who is the source of the material nonpublic information.

²⁵⁸ (b) Definition of 「on the basis of.」 Subject to the affirmative defenses in paragraph (c) of this section, a purchase or sale of a security of an issuer is 「on the basis of」 material nonpublic information about that security or issuer if the person making the purchase or sale was aware of the material nonpublic information when the person made the purchase or sale.

²⁵⁹ 張瑞玲(2009)，《內線消息之認定與豁免條款之研究—以我國法院實務為中心》，頁 136，國立臺北大學法律系碩士論文。



美國證管會既然在內線交易成立的問題上採取了較為嚴厲的立場，然而為避免動輒陷人於罪，在 Rule10b5-1(c)項中也增加了給予行為人抗辯的條款。在特定的情況下，行為人即使客觀上皆有內線交易行為的事實，卻仍得依照此處的規定而免於處罰。此處的例外規定應該稱為抗辯或是免責條款，涉及刑法上要件之判定。若是認為係抗辯條款，則行為人可以此為其主觀要件上的抗辯，若成立則從而未有主觀上故意；若是認為係免責條款，則行為人已然構成要件而成罪，僅有免去罰責之功效。而在(c)項條文內容中，已言明此條款為積極抗辯事由，故而應以抗辯條款稱之。

Rule10b5-1(c)²⁶⁰：積極抗辯。

²⁶⁰ (c) Affirmative defenses.

- (1)(i) Subject to paragraph (c)(1)(ii) of this section, a person's purchase or sale is not 「on the basis of」 material nonpublic information if the person making the purchase or sale demonstrates that:
- (A) Before becoming aware of the information, the person had:
- (1) Entered into a binding contract to purchase or sell the security,
 - (2) Instructed another person to purchase or sell the security for the instructing person's account, or
 - (3) Adopted a written plan for trading securities;
- (B) The contract, instruction, or plan described in paragraph (c)(1)(i)(A) of this Section:
- (1) Specified the amount of securities to be purchased or sold and the price at which and the date on which the securities were to be purchased or sold;
 - (2) Included a written formula or algorithm, or computer program, for determining the amount of securities to be purchased or sold and the price at which and the date on which the securities were to be purchased or sold; or
 - (3) Did not permit the person to exercise any subsequent influence over how, when, or whether to effect purchases or sales; provided, in addition, that any other person who, pursuant to the contract, instruction, or plan, did exercise such influence must not have been aware of the material nonpublic information when doing so; and
- (C) The purchase or sale that occurred was pursuant to the contract, instruction, or plan. A purchase or sale is not 「pursuant to a contract, instruction, or plan」 if, among other things, the person who entered into the contract, instruction, or plan altered or deviated from the contract, instruction, or plan to purchase or sell securities (whether by changing the amount, price, or timing of the purchase or sale), or entered into or altered a corresponding or hedging transaction or position with respect to those securities.
- (ii) Paragraph (c)(1)(i) of this section is applicable only when the contract, instruction, or plan to purchase or sell securities was given or entered into in good faith and not as part of a plan or scheme to evade the prohibitions of this section.
- (iii) This paragraph (c)(1)(iii) defines certain terms as used in paragraph (c) of this Section.
- (A) Amount. 「Amount」 means either a specified number of shares or other securities or a specified dollar value of securities.
- (B) Price. 「Price」 means the market price on a particular date or a limit price, or a particular dollar price.
- (C) Date. 「Date」 means, in the case of a market order, the specific day of the year on which the order is to be executed (or as soon thereafter as is practicable under ordinary principles of best execution). 「Date」 means, in the case of a limit order, a day of the year on which the limit order is in force.
- (2) A person other than a natural person also may demonstrate that a purchase or sale of securities is not 「on the basis of」 material nonpublic information if the person demonstrates that:



(1)(i)如果某人進行買賣時證明了下列事項，則其買賣並非「基於」重大非公開資訊：

(A)在察覺該資訊前，該人已經：

- (1)簽訂一個具有拘束力的證券買賣契約
- (2)指示他人用指示人的帳戶購買證券，或
- (3)簽訂書面的預定交易證券計畫

(B)前項中的契約、指示及計畫

- (1)已決定證券買賣的價格、數量與日期
- (2)包含了決定買賣證券數量、價格及日期的書面公式、算法或電腦程式。
- (3)不允許行為人對於如何、何時或是否買賣股票，得行使後續的影響力；此外，行為人在執行該契約、指示或計畫時，必須是未察覺重大非公開資訊

(C)已發生的買賣需遵循前述之契約、指示或計畫為之。若是行為人在執行該契約、指示或計畫時有所改變或偏離（如改變買賣的數量、價格或日期），或產生相對的改變，或是進行套利交易等行為，則會成為未依據當初訂立之契約、指示或計畫而進行證券買賣。

(ii)前述之規定，僅在該買賣證券之契約、指示及計畫訂立時，係基於誠信原則，且非是規避本條禁止行為計畫的一部分。

(iii)本款定義本條(c)項之用語

(A)數量。所謂數量係指特定數目之股份或證券，或特定證券之價值。

(B)價格。所謂價格係指在特定日期之市場價格、限制之價格或特定之價

-
- (i) The individual making the investment decision on behalf of the person to purchase or sell the securities was not aware of the information; and
 - (ii) The person had implemented reasonable policies and procedures, taking into consideration the nature of the person's business, to ensure that individuals making investment decisions would not violate the laws prohibiting trading on the basis of material nonpublic information. These policies and procedures may include those that restrict any purchase, sale, and causing any purchase or sale of any security as to which the person has material nonpublic information, or those that prevent such individuals from becoming aware of such information.



格。

(C) 日期。所謂日期係指在市價訂單時，該訂單執行的時間；限制訂單時，則為該限制訂單生效之日。

(2) 非自然人之行為人，若可證明下列事項，則也可主張其未「基於」重大非公開資訊買賣證券。

(i) 為行為人作成進行買賣證券之投資決定之人，並不獲悉該資訊；且

(ii) 基於行為人事業的本質，已有合理的政策及程序去保證該人做出的投資決定並不會違反法律禁止基於重大未公開消息而交易之規定。這些政策與程序需要包含此規定：當行為人已經獲悉重大非公開資訊時，要限制任何買賣或導致買賣有價證券之行為、或是防止作成決定之人獲悉此類重大非公開資訊。

此處抗辯條款性質，依照法條文字，應為抗辯主觀故意成立與否的抗辯條款。該項規定行為人得為積極抗辯(affirmative defense)：在行為未察覺到有重大消息時而進行之行為，若符合以下的規定，即可成立積極抗辯之事由，從而不成立內線交易罪。

依照 Rule10b5-1(c)(1)(i)(A) 之規定，例外之行為有三：(1) 已訂立買賣股票之有拘束力契約；(2) 指示他人用指示人的帳戶去買賣股票；(3) 有一個預定的書面交易計畫。此處所規定的三個行為，為避免有心人士鑽漏洞，皆在 Rule10b5-1(c)(1)(i)(B) 中詳細規定其要求。不論是契約、對他人之指示或是預定交易計畫，皆要符合抗辯的特殊要件：(1) 明定所買賣股票的數量、價格及日期；(2) 且需包含書面的決定證券買賣數量、價格及日期公式、算法或是電腦程式；(3) 亦不允許任何人因此而對於後續的股票買、賣、供給造成影響，而且行為人在根據前述的契約、指令或計畫執行時，也需要未意識到有重大未公開消息的存在。此些規定主要在斷絕行為人的後續影響力，防止行為人藉由該契約、指令或是交易計畫存在，表面上擁有抗辯事由，實際上卻為脫法行為。上述要件明定交易的數量、價格、日期及交易公式的書面等要求，即是為行為人設立抗辯的範圍。行為人只有在預先設定好的交易內容中進行交易，斷絕自己設定契約、指令或交易計畫後的後續影響力，方能成立積極抗辯事由。

Rule10b5-1(c)(1)(i)(C) 則是假設若行為人雖有前述之契約、指示或計畫，若是在執行時並未依照其規定執行，則屬於未依據當初契約、指示或書面計畫執行的情況，言下之意即為不具有積極抗辯事由。此時即是因為行為人並未斷絕自己的「後續影響力」，從而有規避法規之嫌，難以斷定一定具有善意，而不符合積極抗



辯事由的要件，要另行檢視當事人是否基於故意違反禁止內線交易行為。而積極抗辯事由既然是行為對於自己行為的主觀故意加以抗辯，在行為人當初訂立契約、發布指示或簽訂書面交易計畫時，即不得基於規避法律之理由而為之，Rule10b5-1(c)(1)(ii)即規定行為人必須是基於誠信原則方能有抗辯之理由。

在非自然人有內線交易行為時，要如何認定其是否有抗辯之事由？此處所謂非自然人通常係指法人，法人若有內線交易行為，因為其不能如自然人般對其「主觀上故意」進行判斷，故而得否使用抗辯條款則有疑慮，此處 Rule10b5-1(c)(2)則是對此加以規定。在下列情況時，法人仍有機會可使用積極的抗辯事由：(1)若是為法人作成投資決定的該人並未察知到該內線消息，並且(2)該作成投資決定之人有遵循合理的政策及程序，並考量該法人業務之本質，並確認個人作成投資決定時並未違反「禁止基於重大未公開消息交易」之法律。此外，前述被遵循之政策及程序包含了限制買賣、有內線消息之人去進行買賣或是防止他人察知內線消息之規定。

第二款、抗辯事由實例

在適用 Rule10b5-1 時，為避免某些爭議情況，美國證管會公佈某些民眾來電諮詢的實際例子²⁶¹。以下即分類介紹：

第一目、信託契約

在行為人不獲悉內線消息時，其訂立了一個信託契約。該信託契約中規定每季出售 1,000 股的某股票，除了這個規定外，行為人對於該信託的資產並無持有或控制。此時行為人每季出售股份的行為是否得為抗辯事由？

行為人在不獲悉內線消息時所訂立的信託契約，若訂約當時行為人並不獲悉內線消息，自然可以委託第三人進行交易。此委託即便具有後續的影響力(如：何時、如何或是否影響買賣股票)，亦得成立積極抗辯。然而即便如此，此時若當事人在契約中設有一定的條款，則該第三人即應遵守而不得有後續的影響力產生。例如信託人在信託契約中設定了對於交易數量、價格或日期的限制，此時執行該契約之人即受到限制，沒有人可以藉由該契約對股票的買賣產生後續的影響力，則自然可以成立 Rule 10b5-1(c)(1)(i)(B)(3)的積極抗辯。

²⁶¹ SEC 電話答辯之實例，<http://www.sec.gov/interps/telephone/phonesupplement4.htm>(最後瀏覽日期 2012 年 12 月 18 日。)



第二目、預先成立之書面交易計畫

此項理由係為 Rule 10b5-1(c) 的第一個積極抗辯理由，在行為人尚未獲悉內線交易消息時，其已經先簽訂買賣股票之契約，嗣後之交易係基於原先預定的契約而為之，行為人原則上即得以此加以抗辯。

一、預定書面交易計畫之條款

- (一) 在行為人並不獲悉重要非公開消息時，簽訂了一份委託證券商出售股票之契約。該契約係委託股票經紀人在每個月的第二或第三個禮拜，若是價格在每股 20 元或高於此價格時，即為其每個月固定出售 5,000 股。此外，在交易發生時，行為人並不會與股票經紀人交流可能影響交易的資訊。此時行為人若之後得知重大非公開消息，此時是否有抗辯事由存在？

證管會認為此預定交易契約的條款尚須加上兩個要件：需該契約中不得允許行為人得對銷售時點為變動的後續影響力、且股票經紀人在依據該契約出售股票時也需為不獲悉內線消息的狀態。此兩要件實際上即為 Rule 10b5-1(c)(1)(i)(B) 所解釋之要求。因此若行為人對於該委託契約並不得再有所影響，且該股票經理人出售股票時為善意，行為人自得主張其有積極抗辯事由存在。

- (二) 行為人在不獲悉內線消息時簽訂了書面預定交易計畫，在股價為每股 20 元或高於此價格時，每個月固定出售 10,000 股。而為了實現銷售，該契約讓行為人得以在每個月最後一日對股票經紀人為一個限價訂單 (limit order) 的指令，該指令效力持續到下個月最後一日。若是行為人在為限價訂單指令時，獲悉了未公開之重要資訊，此時該限制是否為非全權委託對則有所不同：

1. 若該限價訂單為非全權委託，則股票經紀人一旦有買家出價到所規定的範圍就要立即出售，經紀人並無決定出售與否之權。此時該契約中即要明定行為人每個月的限價訂單執行的日期，以該執行日期為基準來檢視行為人是否符合抗辯條件，此時方符合 Rule 10b5-1(c) (1)(i)(A)(3) 及 (B)(1) 所提供之預定交易計畫抗辯。若是契約中並未明定每個月的限價訂單執行的日期，此時應該就每次交易加以檢視，看行為人是否已經獲悉內線消息而又指示交易。此種情況下，抗辯之原因已非預定交易計畫，而是 Rule 10b5-1(c)(1)(i)(A)(2) 及 (B)(1)，即「指示他人進行交易」之抗辯事由。



2. 若該限價訂單為全權委託，則股票經紀人有自行決定股票出售時之價格及時間。此時因為契約中未能確定股票買賣時的交易價格、數量及日期，但是若該契約可以如 Rule 10b5-1(c)(1)(i)(B)(3)中所規定，經紀人並未獲悉內線消息，斷續後續之影響力，則仍得以預定交易計畫之理由加以抗辯。
- (三) 若是以上述的預定交易計畫契約為例，其中又規定了每個月出售的股票數量要逐漸減少，如果必要的話，尚須遵循 Rule 144(e)²⁶²的數量限制。此時得否有抗辯條款適用？

書面的預定交易計畫，依照 Rule 10b5-1(c)(1)(i)(B)(2)之規定，如果預先已決定售出股票的數量、價格及日期，則即便每月出售股票的數量不同，亦可得為之。Rule 144(e)係對證券發行人之子公司購買證券時，所為數量的限制。即便是遵循 Rule 144(e)，只要書面預定的交易計畫中定有可計算的標準，則符合抗辯條件。然而若是授予股票經紀人全權決定之權，仍如同上例所分析，要視經紀人本身是否獲悉內線消息為判斷。

二、交易計畫變動

- (一) 行為人在不獲悉內線消息時簽訂了預定交易計畫，在股價為每股 20 元或高於此價格時，每個月固定出售 10,000 股。而為了實現銷售，該契約讓行為人得以在每個月最後一日對股票經紀人為一個限價訂單的指令，該指令效力持續到下個月最後一日。而在該書面預定交易計畫已開始執行後，行為人又致電予股票經紀人，想多出售 15,000 股股份？

此時因為行為人之指示非包含於原本的計畫內容，屬於 Rule 10b5-1(c)(1)(i)(C)的情況，不得以「有預定書面交易計畫」之理由加以抗辯。然而就此額外之 15,000 股部份，仍應檢視行為人在致電時是否已知內線消息而對經紀人下達指示，方能決定是否有內線交易行為。原本按照預定交易計畫執行之 10,000 股部份，則仍有抗辯理由存在。

- (二) 承上開例子，若是行為人在交易計畫執行期間，告知經紀人將每個月出售之股票數額自 10,000 股提高為 15,000 股？

此時亦是為改變預定交易計畫的情況，依據 Rule 10b5-1(c)(1)(i)(C)，原則上應不可以此預定交易計畫之理由抗辯。然在證管會對於 Rule 10b5-1

²⁶² 17 CFR 230.144



的解釋上²⁶³，若是行為人並未獲悉內線消息，則此種情況似乎也可以認為是行為人欲訂立一個新的交易計畫契約。若以此見解，則行為人對於交易計畫的變動成為新的預定交易計畫，仍可能以此理由為抗辯內容。

(三) 承上開例子，若是行為人在交易計畫執行期間，致電股票經紀人要求終止該預定的交易計畫，並取消限價訂單。若行為人在取消交易計畫時，係已經獲悉內線消息，此時是否會有內線交易之責？

證管會則是認為即便是因為行為人已經獲悉內線消息而取消交易之計畫，也不會有違反 Section 10(b)及 Rule 10b-5 的問題。理由在於，Section 10(b)及 Rule 10b-5 僅適用於「與買、賣任何證券有關的」(in connection with the purchase or sale of any security.)情況²⁶⁴。言下之意，行為人單純終止交易計畫繼續執行，所以尚未實際賣出股票，故而亦未有違反的問題。

然而在終止交易計畫前的交易行為，則需要檢視其是否具有善意。若是終止計畫前的交易被認為是「不具有誠信」且為「逃避內線交易規則的一部分」行為，此時則可能無法主張 Rule 10b5-1(c)的抗辯事由。

此外，若是行為人取消預定的交易後，該計畫即有所偏離或呈現終止狀態。行為人若想再重啟該交易計畫，則會被認為是欲成立一個新的交易計畫，需要重新檢視是否符合抗辯條款的要件。

第三目、選擇權(Options)

一、 行為人在不獲悉重大非公開消息時，就購買了一個認售期權(a put option)。行為人可以在 12 個月內，用固定的價格賣出 10,000 股。兩個月後，行為人若是因為獲悉了重大非公開資訊而想行使此賣權，此時是否有積極抗辯之適用？

此時證管會認為行為人之行為並不符合 Rule 10b5-1(c)的積極抗辯。即便行為人購買選擇權的時候是善意，但是決定要執行該選擇權的行為與購買行為應該分別觀之²⁶⁵。行為人若是在獲悉內線消息之後才決定執行該選擇權，此時行為人執行的行為已不能說具有善意，自不符合抗辯條款。

二、 行為人在不獲悉重大非公開消息時，就購買了一個認售期權(a put option)。同時，行為人對他的股票經紀人下達指示：若是在 2001 年 1 月

²⁶³ Release 33-7881 at n. 111.

²⁶⁴ See S.E.C. v. Zandford, 535 U.S. 813, 815.

²⁶⁵ Supra note 263 at n. 115.



30日，該選擇權的價格達到若干，則行使該選擇權。此時是否有機及抗辯之適用？

選擇權在購入時，可以換算的股份數量及價格早已決定。故而行為人對其股票經理人所為行使選擇權的指示，實際上對於要出售的股票數量、價格早已有決定。而且行為人於特定日期設下條件，則執行之日自然也已特定。此時行為人係預先特定出售股份時的數量、價格及日期，自符合 Rule 10b5-1(c)(1)(i)(B)(1)的抗辯條件。

三、 行為人出售一看漲期權(a call option)，給予購買者任何時候接得向其用固定的價格向其購買 10,000 股股票。2 個月後，行為人接到購買者欲行使選擇權的通知，要求行為人出售股票。此時行為人出售股票之行為是否得為 Rule 10b5-1 的抗辯？

只要這個選擇權並未允許行為人有後續的影響力，就可能有抗辯之適用。行為人在出售該期權時，就已經特定好了出售時的價格及數量。故若行為人對於何時行使該選擇權並無決定之影響力，則其對交易時的數量、價格及日期三要件都未具有影響力，自有 Rule 10b5-1(c)(1)(i)(B)(3)之適用。

第四目、貸款及抵押(Loans and Pledges)

一、 行為人在不知道重大非公開消息時，為了投資不動產，而以證券為抵押品向銀行貸款。當還款期日到期，行為人卻無法償還貸款。於是銀行將作為抵押品的證券在公開市場上賣出。此時行為人是否有 Rule 10b5-1(c)(1)(i)(B)(3)的抗辯事由的存在？

Rule 10b5-1(c)(1)(i)(B)(3)要求行為人不可以對不知情時候訂定的契約、指令或交易計畫有後續影響力，證管會認為本案的情況與此條抗辯情形皆不符合。此處將股票賣出的交易，並非基於契約、指令或是預定的交易計畫。此外，行為人對於此賣出行為仍有可能有影響力存在：行為人可以藉由是否償還債務這項事由來間接決定股票是否會被出售。且若是行為人可以提供額外的現金或是其他擔保品，該股票即不會被出售。

二、 行為人在不知道重大非公開消息時，從某證券公司處貸款了 100 萬美元，當時行為人在該證券公司開的帳戶中有價值約 200 萬美元的股票。其後因為股票價格下跌，證券商即通知行為人回補，然而行為人雖然有能力卻未動作。證券商故而出售行為人帳戶中的股票以保障自己的債權。此時證券商出售股票的行為，是否為行為人的積極抗辯事由？



證管會為此時不得使行為人援用積極抗辯的理由，因為行為人仍對證券是否將被出售有著一定的影響力。股票價格下跌雖並非為行為人所能控制，但是行為人可以選擇償還貸款或提供額外抵押品的方式，來阻擋抵押的股票被出售。然而若是該貸款契約中，並沒有賦予行為人有後續處理的選擇，證券商在出賣股票時也沒有先問過行為人的意見，此時就不能說行為人具有「後續的影響力」。從而，若是在此例外情況下，證券商本身不知道重大非公開消息而出售行為人的股票，則可以成立 Rule 10b5-1(c)(1)(i)(B)(3)的抗辯。

第五目、契約型式

依據美國某些州法，口頭的協議即可被視為有拘束力的契約。而 Rule 10b5-1(c)中，得成立積極抗辯的契約、指示及書面交易計畫是否一定皆要為書面型態，方得有 Rule 10b5-1(c)的積極抗辯適用？

證管會對此之解釋，係認為 Rule 10b5-1 中並未強求任何抗辯事由皆要為書面的型態。故而 Rule 10b5-1(c)(1)(i)(A)(1)規定之訂立證券買賣之契約，及 Rule 10b5-1(c)(1)(i)(A)(2)命他人買賣證券的指示，皆毋需為書面之形式。若是有法認定口頭協議也為具拘束力之契約，上述之契約及指示本得以口頭為之。然而，因 Rule 10b5-1(c)(1)(i)(A)(3)已明確規定預定交易計畫需為書面，Rule 10b5-1(c)(1)(i)(B)(2)對於交易的公式等也要書面或程式，故此兩項內容即需為書面，而不得以口頭定之。

第三款、批評

有論者認為 Rule 10b5-1 雖是證管會為了檢測內部人是否為內線交易行為的手段之一，然而水能載舟亦能覆舟，此規則同時也提供了內部人逃避內線交易罪的手段之一²⁶⁶。依據 Rule 10b5-1 之規定，行為人不得對於自己在未獲悉重大非公開消息時，所訂定的契約、指令與交易計畫有後續變動的權力。然而行為人即便不變動這些契約、指令與交易計畫，仍有可能達到內線交易而使自己獲利的情況。且 Rule 10b5-1 雖是使行為人得免於動輒得咎，然而仍可能使行為人承受負擔。

²⁶⁶ See Alan D. Jagolinzer, *SEC Rule 10b5-1 and insiders' strategic trade*, 55 Management Science 224, February 2009, 6., available at <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract7id=541502>, 最後瀏覽日：2012年10月28日。



第一目、調整重大消息公佈時點

行為人獲悉重大非公開消息後，即使不去變動自己的契約、指令與交易計畫，仍可能轉而調整重大消息公佈的時點，使自己獲取最大利益²⁶⁷。例如行為人在不知重大非公開消息時所訂定的契約、指令與交易計畫，其預定每月 15 日時，固定賣出 A 公司股份 1,000 股。此時若 A 公司有一負面的重大未公開消息於 13 日發生，此時行為人延遲發布該重大消息的時點至 16 日方公佈，是時其預定交易的交易已經結束，行為人得以避免損失。假設今行為人係預定每月 15 日時，固定買出 A 公司股份 1,000 股。今 A 公司有一利多消息未公佈，行為人將該消息公佈時間推遲至 16 日，此時行為人之交易已經結束。又假如行為人係預定每月 15 日時，固定賣出 A 公司股份 1,000 股。此時 A 公司內部有一利多消息原訂於 16 日公佈，行為人則促使公司提前於 14 日公佈。上述各例中，行為人之交易皆基於其所預定之交易計畫而為之，且其並未變動預定的計畫，原則上符合 Rule 10b5-1 之要求，似得有積極抗辯之主張。

藉由內線消息進行的內線交易，係行為人獲悉重大非公開消息後，在消息發布前而為交易。而 Rule 10b5-1 提供例外的要件即為，要求行為人對於自己善意時所訂定的契約、指令與交易計畫斷絕後續影響力，防止行為人在嗣後獲悉內線消息後，藉由此些例外事項主張免責。換言之，若是行為人不變動自己對於預定契約、指令與交易計畫，即便其獲悉重大非公開消息，且交易行為在重大消息公佈前發生，此時行為人仍得主張積極抗辯。故此時行為人雖未違背 Rule 10b5-1 要件，然調整消息發布時點一事是為謀求私益，此時是否仍得主張積極抗辯即有疑義。

有學者指出此種情況雖然形式上符合抗辯條款之條件，然而會存有法律上漏洞，反而給予有心的行為人可趁之機。行為人即可能隱瞞利空消息或是提早公佈利多消息，以便在交易以完成的情況下，獲取利益²⁶⁸。對於基於內線消息交易的行為人，實在不應使 Rule 10b5-1 成為他們的掩護，而被濫用²⁶⁹。然而要證明行為人是否有操縱的行為十分困難。因為此時揭露消息的決定，只要在規定的時間內揭露²⁷⁰，則決定公佈消息的確切時間則為公司自己的獨立判斷，此時即無所謂「未

²⁶⁷ See Stanley Veliotis, *Rule 10B5-1 Trading Plans and Insiders' Incentive to Misrepresent*, 47 Am. Bus. L.J. 313, 343.(2010)

²⁶⁸ See Karl T. Muth, *With Avarice Aforethought: Insider Trading and 10b5-1 Plans*, 10 U.C. Davis Bus. L.J. 65, 71.(2009).

²⁶⁹ See Stanley Veliotis, *supra* note 267, at 332.

²⁷⁰ 美國證管會要求公司對於某些特定的事項進行申報，其中 Rule 10b5-1 的例外事項就需要先進行申報，規定於 Form 8-K。Form 8-K 內容可於美國證管會網站上查詢。*available at* <http://www.sec.gov/about/forms/secforms.htm#1934forms> (hyperlink to 8-K)，最後瀏覽日：2014 年 1 月 17 日。



揭露之責任」²⁷¹。依照 Form 8-K 之規定，在事件發生後 4 個工作天內申報，即符合要求。故若為前述三例情形，即可能符合規定。

有學者認為行為人調整重大消息發布時點，並不會與 Rule 10b5-1 產生矛盾。因為條文只限制該「契約、指示及預定交易計畫」是基於非公開資訊而加以修改、增訂時，才違反 Rule 10b5-1 的問題，故此規則並不處罰行為人調整發布消息時間之行為²⁷²。另一個認為不違反 Rule 10b5-1 的理由則是基於市場論之立場：因為沒有人被欺騙²⁷³。基於市場論的立場，禁止內線交易行為係為防止市場上有部份行為人基於自己優越的資訊地位，而使其他市場上交易人處於弱勢。此時在公佈消息後，行為人也與市場上其他人處於相同地位，且行為人在訂約時並不獲悉消息，即無欺騙市場上其他人之情況。

美國證管會對於調整重大消息公佈時間此方面的爭議，則僅在 2009 年發布的指示中簡略回應。其認為在獲悉重大非公開消息時訂定的書面交易計畫，即便交易是在該消息已經公佈之後才進行，也不能以 Rule 10b5-1 加以抗辯²⁷⁴。換言之，只要行為人在訂定交易計畫時不知內線消息，則即便有調整消息公佈時間的事情存在，也在形式上符合抗辯之條件。

第二目、終止預定交易計畫

假設在行為人在不知內線消息時，預先擬定了一個交易計畫，預計每個月以每股 20 元或以上的價格，出售 A 公司 10,000 股的股票。其後行為人獲悉了 A 公司重大利多消息後，命其股票經理人停止出售股票，此時美國證管會認為其並不違反內線交易規定²⁷⁵。因為 Rule 10b5-1 並未規定契約不能加以撤銷或終止，故而行為人終止預定交易計畫一事並未有任何問題，至多只會對於行為人之行為是否「具有善意」或是為「脫法行為之一部」有所疑慮而已。若是認定行為人之行為係惡意或為脫法行為，即因為 Rule 10b5-1(c)(1)(ii) 而不得主張抗辯；然而若是不能認定行為人為惡意，則抗辯事由自然仍存在。

證管會認為終止預定交易計畫合法的理由在於，其認為 Section 10(b) 及 Rule

²⁷¹ Allan Horwich, *supra* note 273, at 953.

²⁷² See Maureen McGreevy, *Insider Waiting: The New Loophole Under 10b5-1*, 17-18., available at http://works.bepress.com/maureen_mcgreevy/1/, 最後瀏覽日：2014 年 1 月 17 日。

²⁷³ See Allan Horwich, *The Origin, Application, Validity, and Potential Misuse of Rule 10b5-1*, 62 BUS. LAW. 913, 952 (2007).

²⁷⁴ SEC Exchange Act Rules at Question 120.20 (May 29, 2009), available at <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/exchangeactrules-interps.htm>, 最後瀏覽日：2014 年 1 月 17 日。

²⁷⁵ *id.*



10b-5 應該只有適用於與買賣證券有關的詐欺行為，而且這個「關聯性」必須建立在詐欺行為與證券交易「相符」(coincides)的情況下²⁷⁶。此時因為行為人終止預定交易計畫後，即無所謂的買賣行為²⁷⁷，故而無法直接與內線交易行為產生關聯性。依此脈絡，行為人即便實質上基於內線消息而得以避免損失或增加收益，形式上其仍不會有內線交易行為之成立。

證管會在主張要有實際交易行為時，也引用了 *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores* 案²⁷⁸ 的見解。本案的原告對被告起訴，主張其因為被告告知的錯誤資訊，而未去購買某公司的股票，結果該公司股價最後表現良好，原告即主張被告對其有機會成本的損害。地方法院最初判決原告敗訴²⁷⁹，原告不服上訴後，第九巡迴法院²⁸⁰則採取相反見解。最高法院則表示，若原告要基於 Rule 10b-5 提出損害賠償的民事訴訟，則限於有實際交易發生才得提出²⁸¹。故而 *Blue Chip Stamps* 案中，因為沒有實際的交易行為，原告並不適格。但有學者認為證管會的見解有待商榷²⁸²，並舉出在 2006 年的 *Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc. v. Dabit* 案²⁸³ 中，最高法院已經明確表示 *Blue Chip Stamps* 案中對於當事人所增加的限制，係基於政策考量，應該加以駁回²⁸⁴。故只要行為人的行為與詐欺有相關聯，即使無實際的交易行為存在，仍有可能成立 Rule 10b-5 之罪。如果以此見解，則上述例子中，行為人有預先擬定賣出 A 公司股票計畫，然而其在獲悉重大消息後將計畫終止，此時行為人並沒有實際的交易行為，然而終止交易係與不當使用未公開重大消息有相關聯，此時仍應成立內線交易罪而不得有 Rule 10b5-1 的抗辯。

學者認為若是行為人得依據內線消息而自由終止定交易計畫，實際上行為人仍是藉由使用該內線消息而影響證券市場²⁸⁵。另外也有學者的研究也指出，內部人利用終止預定交易計畫的方式，相較於使用其他的方式高出許多²⁸⁶。或許是因為預定交易計畫的成本不高，方式亦不困難，且在獲悉內線消息之後，行為人也

²⁷⁶ See *Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc. v. Dabit*, 547 U.S. 71 (2006), 72.

²⁷⁷ 劉成墉，〈內線交易免責抗辯事由之探討〉，《銘傳大學法學論叢》，第 15 期，2011 年 6 月，頁 169。

²⁷⁸ 421 U.S. 723 (1975).

²⁷⁹ 339 F.Supp. 35

²⁸⁰ 492 F.2d 136

²⁸¹ 421 U.S. 723, 723. "A private damages action under Rule 10b-5 is confined to actual purchasers or sellers of securities and the Birnbaum rule bars respondent from maintaining this suit."

²⁸² See Alexander P. Robbins, *The Rule 10b5-1 Loophole: An Empirical Study*, working paper, 10, available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=941238, 最後瀏覽日：2014 年 1 月 20 日。

²⁸³ 547 U.S. 71 (2006)

²⁸⁴ *Id.* at 84.

²⁸⁵ See Jesse Fried, *Insider Abstention*, 113 YALE L.J. 455, 490-91 (2003).

²⁸⁶ See Alan D. Jagolinzer, *supra* note 266, at 226.



可自由決定是否繼續進行交易。此時抗辯條款即等於幫內線交易的行為人大開方便之門。行為人得基於內線消息選擇是否交易，卻又得主張積極抗辯事由²⁸⁷，實有不公。

第三目、操控財務報告

Rule 10b5-1 另一個可能使行為人藉此追求利益的問題，即在於行為人可能藉由操控公司的財務報告，而散布虛偽消息的風險。行為人在不獲悉內線消息時，預先訂定契約、指示及交易計畫後，依照 Rule 10b5-1 之規定，應要斷絕行為人之後續影響力。然而若行為人不變動其已決定的契約、指示及計畫，轉而在市場上散布不實消息，或操控目標公司的財務資訊²⁸⁸，此時即產生與上述兩缺失相同的結果：行為人形式上並未違反抗辯條款之內容，然而卻可能使行為人在進行不法行為後，實際獲有利益，又得以主張抗辯。

公司的財務狀況對於股價的影響十分重大，公司的財務人員所發表的財報數字都會是市場上的焦點²⁸⁹。有心的行為人欲追求獲利，自然希望公司股價在其賣出股票之前大漲、或是在買入前大跌。而既然公司的財務報告對於股票價格影響重大，對於行為人來說，即是提供了巨大的誘因。誘使行為人對財務報告動手腳，使報告上數字與自己預想相符²⁹⁰。但依據美國法規定，若是公司的財務報告未採用通用會計準則(GAAP)，則應該要向證管會報告、並揭露其計算方法²⁹¹，在此限制下，行為人似乎難以一手遮天。

然而有學者指出，此時行為人仍有操作的空間。舉例而言，對於尚未實現的利益及虧損，行為人即得暫時不將其列入報告之中，而「暫緩」獲利之登錄²⁹²，使得股價持平。待行為人以前所定下之預定交易結束，買入股票後，再紀錄該獲利消息使股價上揚，行為人即可從中獲利。反之若是行為人係預定賣出定額之股票，則行為人即可能誇大公司獲利，嗣後再修正其預估獲利數額。即便之後修正預估，股價也定然已被拉高，行為人此種「拉高倒貨」(pump-and-dump)²⁹³之行為

²⁸⁷ See Alexander P. Robbins, *supra* note 282, at 12.

²⁸⁸ See Karl T. Muth, *supra* note 268, at 73.

²⁸⁹ See John R. Graham et al., *The Economic Implications of Corporate Financial Reporting*, 40 J. ACCT. & ECON. 3, 21 (2005).

²⁹⁰ See Stanley Veliotis, *supra* note 267, at 343.

²⁹¹ 依照 Regulation G，開放公司得不使用 GAAP 的財務方法，Regulation G 的規定可參閱美國證管會網站 <http://www.sec.gov/rules/final/33-8176.htm>，最後瀏覽日期：2014 年 1 月 17 日。

²⁹² See Karl T. Muth, *supra* note 268, at 74.

²⁹³ 美國證管會對於 pump-and-dump 的定義係指：行為人在市場上使用錯誤資訊拉抬特定股價後，再藉機出售手中持股獲得鉅額利潤之行為。詳細定義可見美國證管會網站 <http://www.sec.gov/answers/pumpdump.htm>，最後瀏覽日期：2014 年 1 月 17 日。



也可為其賺取利益。且因為通常有能力操控財務數字的財務經理人，其報酬通常不是以公司獲利抽成之方式計算。對於改動財務報告數字，對這些財務經理人並不會影響其薪資卻又可從中獲利，此等誘惑自是令人心動。因此財務經理人操控財務報告，而使自己獲利一事，也顯得不那麼令人意外²⁹⁴。

Rule 10b5-1 之規定，行為人在不獲悉重大消息時所訂定的預先交易行為，只要斷絕行為人之後續影響力，原則上應即得成立抗辯。故而行為人即便是該預定交易執行前獲悉了重大消息，只要行為人無法對於預定行為有影響，仍可主張抗辯。然而行為人操控財務報告數字的行為，並非是行為人「獲悉取得」重大消息，而係行為人「創造」(created)內線消息，此時是否為 Rule 10b5-1 所規範的範疇即有疑義²⁹⁵。爭議的問題點在於：Rule 10b5-1 重點係在賦予訂定交易計畫之行為人之抗辯權利，而為避免濫用，要求行為人在訂約時處於不獲悉內線消息的狀態。故即便嗣後行為人取得了重大非公開消息，單純以訂約當時行為人的狀態來論，只要行為人當時為不知情，即有抗辯條款之適用。行為人若基於此基礎而去創造了虛假的消息，此時行為人之行為似可認為其具有惡意，而不符合抗辯條款之要件。

證管認為 Rule 10b5-1 的抗辯條件，規範的範圍應僅在「行為人在不知情時訂定交易計畫，在實際交易發生前獲悉了內線消息」的情況²⁹⁶。故而對於行為人創造內線消息一事，其認為並不在規範範圍之中，因而使行為人操控財務報告後仍有可能主張抗辯事由。然而有學者認為行為人製作出錯誤財務報告後，還得主張抗辯之見解實為一大漏洞。行為人即便當時訂定預先交易之計畫時係為善意，然而其後操控財務報告之行為，係為追求自己的最大利益，其主觀意圖應該再分析²⁹⁷。因為 Rule 10b5-1 之前提係要求行為人具有誠信原則，故而在行為人操控財務報告時，應該對於行為人之行為加以判斷是否為善意，不應逕行認為一定適用抗辯事由之規定。

第四目、揭露與否之申報成本

依照目前的規定，Rule 10b5-1 並不一定需要書面的形式為之，法條中僅有規定預定交易計畫一項要有書面，其他抗辯條款若是其他州法律沒有特別要求，未有書面也得成立。然而如此一來即可能造成在舉證證明上的困難，在認定行為人是否具有抗辯條款的時候，若是沒有具體的書面證據，要證明行為人的確是具有

²⁹⁴ See Karl T. Muth, *supra* note 268, at 74.

²⁹⁵ See Stanley Veliotis, *supra* note 267, at 349.

²⁹⁶ Proposed Release. Selective Disclosure and Insider Trading, 64 Fed. Reg. 72,590, 72,600 (Dec. 28, 1999).

²⁹⁷ See Stanley Veliotis, *supra* note 267, at 350.



善意、且係預先成立之抗辯事由即有一定的難度。學者有認為 Rule 10b5-1 的規定並無法保證一定不會被濫用，所以提倡預定交易計畫、契約等抗辯事由皆應為公開或是登記。²⁹⁸為了避免此一潛在的問題，證管會也有意加以解決。對於公司的董事、高級經理人等特定對象，若是有基於 Rule 10b5-1 所成立的契約，將立法要求其依照 Form 8-K 加以申報。但是此項規定但尚未完成立法，故仍有問題存在²⁹⁹。

將 Rule 10b5-1 的契約申報後，雖說可以較明確的知悉抗辯事由成立的時點，也對於證明有所助益，然而反面來說，計畫申報時亦有可能涉及商業機密保密之成本。為了證明抗辯事由之證明程度，而要求公司董事、高級經理人將自己所擁有之抗辯事由契約公佈，這本是自然，然而申報及公開的方式決定即有所疑慮。

首先是申報公開的對象，學者認為應該對一個中立的第三方如美國證管會為紀錄³⁰⁰。若是行為人只單純對證管會為申報，其接受此一申報的資訊並無太大問題，然而若是對一般私人訴訟情況而言，此種申報即較無助益。申報有抗辯事由契約的目的，係要證明抗辯事由之存在時點，藉此推斷行為人之善意惡意而是否有脫法行為。在進入法院訴訟時，預先申報之契約明顯具有較強的證明力。行為人申報後，在證管會提起訴訟的情況下，證管會本身已經知悉此一事前申報的內容，自然對於是否要基於此理由對行為人加以起訴有所衡量。然而若是在私人提起訴訟的情況下，私人一般並無法事前得知行為人是否有申報、申報內容為何。行為人若有事先申報其契約，又遭受私人提出訴訟，此時若行為人的確具有抗辯事由，則對於原告來說，基於此理由所提出訴訟即顯得多餘，對於被告來說則是面臨了一次多餘的訴訟。若是令行為人對一般投資大眾公佈其預先訂定的契約，卻又等於是強迫將行為人的投資內容向大眾公佈，雖說目的是為了防範 Rule 10b5-1 遭到濫用，然而手段的強度似乎無須侵害到該行為人之資訊隱私，仍有思考空間。

第二個問題則是保密的成本負擔。若是上開第一個問題的答案是不對投資大眾為公開，而僅向證管會為申報，則此部份的保密成本應由何人負擔？公司的董事、經理人將自己的投資契約為申報，原本其投資策略應可保密，然而為了證明力而對證管會為揭露，此時既然沒有向大眾公佈的打算，則證管會自然要對於此項揭露之內容加以保密。此時此項申報保密的成本負擔，即似應由證管會加以負擔，故而證管會必須撥出人力及預算對於這些申報的資訊加以保密，對於證管會之運作成本即有增加。

²⁹⁸ See Karl T. Muth, *supra* note 268, at 82.

²⁹⁹ Telephone Interpretations Fourth Supplement (Includes Interpretations Issued May 2001, December 2000, and October 2000)。

<http://www.sec.gov/interps/telephone/phonesupplement4.htm>，最後瀏覽日：2014年1月17日。

³⁰⁰ See Karl T. Muth, *supra* note 268, at 82.



另一個問題則是有關申報成本。若是依照證管會所要求，公司必須依照 Form 8-K 對於董事、經理人的抗辯內容之契約加以申報，則公司必須去調查、製作是否公司之董事、經理人有此種契約，並加以製作表格申報資訊。此項申報的成本則是由公司所負擔，對於公司營運的成本又多增添一筆費用。若是一般個體私人所訂立的預定交易契約，則不能經由公司而是自己要另外對證管會為申報，此時若有製作申報文件的成本，也是私人自行要負擔。雖然但交易計畫的重要性提昇後，也可能演變成公司必須依 Form 8-k 申報所有交易計畫的結果³⁰¹，然而對於此些申報的成本，有可能阻礙行為人使用 Rule 10b5-1，降低該法條使用的意願，變相架空該規範。

第五目、無法阻卻私人訴訟

美國證管會將 Rule 10b5-1 當作阻卻「依據」要件的事由。由於私人訴訟之結果可能異於證管會對內部人之處罰及行政訴訟之結果，所以內部人縱使遵循證管會所訂定的 Rule 10b5-1 仍有再受私人控告內線交易之可能性。美國律師協會發布的聲明表示 Rule 10b-5 僅作為阻卻證管會執法的依據，若是私人向一般民事法院提起訴訟，法院仍有可能不採 Rule 10b5-1 的規定，而造成行政司法相異結果³⁰²。

第二節、歐盟內線交易之抗辯及豁免規定

第一項、內線交易協調指令

第一款、排除於規範外之行為

內線交易協調指令的前言中列舉了幾種情況不構成內線交易行為，若是該交易為場外交易，或是有關於國家的政策執行，則有豁免條款之適用。指令中所使用的文字為「豁免」(exemption)，係直接排除指令的適用，應為豁免條款之定義，因為根本不將該行為視為成內線交易。

³⁰¹ Final Rule: Insider Trades During Pension Fund Blackout Periods, 17 CFR Parts 240, 245 and 249 [RELEASE NO. 34-47225 ; IC-25909; File No. S7-44-02] ,
<http://www.sec.gov/rules/final/34-47225.htm> , 最後瀏覽日：2014 年 1 月 17 日。

³⁰² 請參閱 Comments of ABA on S7-22-02 ,<http://www.sec.gov/rules/proposed/s72202/skeller1.htm> , 最後瀏覽日：2014 年 1 月 17 日。



第一目、場外交易

依照內線交易協調指令第2條第3項後段，或是該交易並非是經由如第1條第2項中所述之專業受認可的代理機構而為之，則會員國得不適用本指令³⁰³。推論其理由，應是內線交易協調指令帶有市場論之立場，重點在於維護投資人對於投資市場之信心³⁰⁴，故而對於非經由專業代理機構進行的交易，因該交易並非在受認可之交易平台進行，故而不需對於投資人的投資信心加以保障。此種場外交易的行為，因為交易的客體根本未符合協調指令中對於內線交易客體的規定，所以指令直接將其排除於適用範圍之外。

第二目、國家政策

內線交易協調指令第2條第4項中規定，主權國家或是其中央銀行或其他可代表國家權力之類似機構或個人，其所進行的交易行為，涉及貨幣、匯率或公債政策時，得不適用本指令³⁰⁵。此處所列舉之貨幣、匯率等事項，皆是各會員國得自主的金融政策，與國家本身政策制度息息相關。行為人係基於公益理由，而且其代表公權力身份，內線交易的行為並不會為交易市場帶來不利益，故得不受規範。

第二款、未使用內線消息之行為

在內線交易協調指令前言中，有列舉數種事項不成立內線交易罪。此時雖然仍認為行為人有成立交易行為，然而因為行為人並無利用內線交易的犯意，而不罰之。

第一目、預先交易計畫

若是該交易進行時，是依照先前已經存在的決定，則此時進行交易的人即可被認為其未有利用內線消息的行為³⁰⁶。此種例外的原因係因，內線交易協調指令

³⁰³ 內線交易協調指令(89/592/EEC) Art 2(3)後段，原文為：“Each Member State may provide that this prohibition shall not apply to acquisitions or disposals of transferable securities effected without the involvement of a professional intermediary outside a market as defined in Article 1 (2) in fine.”

³⁰⁴ See Thomas Lee Hazen, *supra* note 72, at 236.

³⁰⁵ 內線交易協調指令(89/592/EEC) Art 2(4)，原文為：“This Directive shall not apply to transactions carried out in pursuit of monetary, exchange-rate or public debt-management policies by a sovereign State, by its central bank or any other body designated to that effect by the State, or by any person acting on their behalf. Member States may extend this exemption to their federated States or similar local authorities in respect of the management of their public debt.”

³⁰⁶ 內線交易協調指令(89/592/EEC)前言第十一段，原文為：“Whereas, since the acquisition or



中對於行為人的主觀要件需求，是「充分獲悉事實」。而在行為人進行交易是基於先前就存在的決定時，在行為人做該決定時，並未有內線消息的存在，行為人也無從可加以獲悉，故不認為行為人有為內線交易之故意。

第二目、執行他人命令之人

當造市者(market maker)³⁰⁷或是證券商等被授權得進行或代理他人進行交易的主體，其本身獲悉某內線消息而又進行交易時，若該交易係通常的買賣交易、或是執行客戶的指示，則其交易行為並不被視為是內線交易³⁰⁸。因為即便證券商本身獲悉內線消息，然而其進行常規證券買賣以及執行客戶指示時，並非證券商本身之意圖，則亦未有使用該內線消息之情況。

第三目、安定市場行為

若是為了安定市場的行為，如在初次或再次發行時，為了穩定股票的價格而對該目標股票進行買入或賣出，此時則認為行為人並未具有利用內線消息之故意，故而亦不將此安定市場行為視為構成使用內線消息之行為³⁰⁹。

第四目、利用公開資訊

行為人雖然在獲悉消息後進行買賣有價證券的交易，然而若是此消息是基於目前已公開的資料加以評估而來之資訊，則依照內線交易協調指令中對於內線消息的定義³¹⁰，此種自己推測而來的結論根本不能算是內線消息，故而行為人也無

disposal of transferable securities necessarily involves a prior decision to acquire or to dispose taken by the person who undertakes one or other of these operations, the carrying-out of this acquisition or disposal does not constitute in itself the use of inside information.”

³⁰⁷ Market maker 係指有資金及能力之人，對於投資商品持續性的進行買入及賣出價格的報價，且自己有能力去進行證券的買入及賣出。詳細的定義可參見：

<http://fshandbook.info/FS/glossary-html/handbook/Glossary/M?definition=G696>，最後瀏覽日：2014年1月17日。

³⁰⁸ 內線交易協調指令(89/592/EEC)前言第十二段前段，原文為：“Whereas insider dealing involves taking advantage of inside information; whereas the mere fact that market-makers, bodies authorized to act as contrepartie, or stockbrokers with inside information confine themselves, in the first two cases, to pursuing their normal business of buying or selling securities or, in the last, to carrying out an order should not in itself be deemed to constitute use of such inside information;”

³⁰⁹ 內線交易協調指令(89/592/EEC)前言第十二段後段，原文為：“whereas likewise the fact of carrying out transactions with the aim of stabilizing the price of new issues or secondary offers of transferable securities should not in itself be deemed to constitute use of inside information.”

³¹⁰ 內線交易協調指令對於內線消息的定義規定於第1條第1項，只有在當對於一個或數個發行人及可轉讓證券有關的消息具有明確性卻未被公開時，若此消息公佈後，將造成顯著的價格影響，則此消息方為所謂內線消息。。



成立內線交易行為之問題³¹¹。

第五目、對主管機關報告

內線交易協調指令第3條禁止原始內部人洩漏內線消息與他人，然而在主管機關要確查公司有無遵循本指令之規定時，內部人將資訊報告給主管機關的行為，因為這是對於其義務之遵循，明顯地不構成洩漏義務的違反³¹²。

第三款、小結

內線交易協調指令之宗旨，在於建立投資人對於投資市場的信心，並保障投資人皆立於平等的地位，其理論性質應相近於資訊平等理論。若是以資訊平等理論的立場，則只要資訊地位予他人不對等又進行交易，即可能成立內線交易，對行為人的主觀應為獲悉說的概念。然而在內線交易協調指令中，要求內部人需對於內線消息需處於一個「充分獲悉此事實」的狀態。相較於單純獲悉內線消息的情況，又多加了一絲限制。但是觀察指令內對於內線交易的例外規定，似又與單純獲悉說之概念不甚相同。

協調指令中將場外交易及國家政策之行為規定為「豁免」之行為，理由或是因為交易客體不符要件、或是因為國家公益性，既然係排除於協調指令規定之外，則對行為人的主觀要件似無討論的必要。然而在協調指令中除了豁免條款所規定的情況，尚有所謂「未使用內線消息之行為」。此些例外規定之共同點是，即使行為人在獲悉內線消息後為交易，指令中認為行為人並未具有利用內線消息的惡意。利用公開資訊之行為因為該資訊根本非為內線消息，尚可認為是行為人未「獲悉內線消息」，然而其餘之行為，例如預先交易計畫、安定市場行為、對主管機關為報告，皆是行為人獲悉內線消息、而有交易或洩漏行為。對於預先交易計畫、執行他人命令以及安定市場行為之規定，其所使用的文字係為「並不構成利用內線消息」(does not constitute in itself the use of inside information)，從而不應成立內線交易罪。此處豁免的規定，是基於行為人並未對於內線消息加以利用之理由。

協調指令中對於行為人之主觀要求係為充分獲悉內線消息之事實，亦即獲悉

³¹¹ 內線交易協調指令(89/592/EEC)前言第十三段後段，原文為：“Whereas estimates developed from publicly available data cannot be regarded as inside information and whereas, therefore, any transaction carried out on the basis of such estimates does not constitute insider dealing within the meaning of this Directive.”

³¹² 內線交易協調指令(89/592/EEC)前言第十四段，原文為：“Whereas communication of inside information to an authority, in order to enable it to ensure that the provisions of this Directive or other provisions in force are respected, obviously cannot be covered by the prohibitions laid down by this Directive.”



該重大消息未公開、會影響價格、具有明確性。一旦獲悉此事實之後，再有交易或洩漏消息的行為即為內線交易。除去豁免的場外交易及國家政策行為，其他例外的情況行為人並未具有惡意而不應罰之，故而方有上述之例外規定。故而可推論出協調指令對於內線交易行為處罰除外的條件，係基於行為人主觀上是否存在利用內線消息之惡意。除外的規定除了明文的豁免條款，僅限於「並非屬於利用內線消息」的情況。

第二項、內線交易及市場濫用指令

第一款、安全港條款

內線交易及市場濫用指令中，亦如同內線交易協調指令，亦列舉了幾種情況不構成內線交易行為，則自無指令規制之必要。此時似可將該種規定理解為豁免條款之定義，因為文字上根本不將該行為視為成內線交易。

第一目、安定市場行為

市場濫用指令的第 8 條中即規定，行為人若是對於自己之股票進行買回 (buy-back) 或是安定操作 (stabilisation) 特定金融商品的行為，皆不適用本指令³¹³。此處除外的買回計畫以及穩定金融商品的行為，目的皆是為了市場的安定性，避免在進行案定市場行為時，又要承擔違法的法律風險³¹⁴。而因為歐盟的立法採取四階段的模式，故而關於詳細的細節性規定，則是由 2003 年 12 月 22 日通過的「買回計畫與金融工具安定操作之豁免」(後稱：買回及安定操作豁免規則)³¹⁵加以決定。

一、買回計畫

公司基於自己的營運操作，有時的確有買回股份的需要。例如藉由買回公司股份來退還股東股本、員工庫藏股不足、避免股價被低估的護盤行為等。然而公

³¹³ 內線交易及市場濫用指令(2003/6/EC) art 8，原文為：“The prohibitions provided for in this Directive shall not apply to trading in own shares in ‘buy-back’ programmes or to the stabilisation of a financial instrument provided such trading is carried out in accordance with implementing measures adopted in accordance with the procedure laid down in Article 17(2).”。

³¹⁴ Carmine Di Noia & Matteo Gargantini, *The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for Future Actions*, *Rivista delle Società*, No. 4/2009, 32.

³¹⁵ 買回計畫與金融工具安定操作之豁免規則，Commission Regulation (EC) No 2273/2003 of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards exemptions for buy-back programs and stabilization of financial instruments



司買回自己股份也會產生一定的風險：在市場上買回股票將導致公司流動資金減少，同時也會產生是否有內線交易以及操控市場的疑慮³¹⁶。為了避免發行人在買回自己公司股票的時候，藉由此項豁免條款加以進行脫法的行為，故而買回計畫原則上係為禁止，只有在特定條件下方得為之。依據買回及安定操作豁免規則的第3條，欲進行股份買回計畫，需要符合同規定的第4到6條之要件，並且在目的為：減資、員工入股或是基於因應可轉換公司債之實現此三種情況時才例外可行。

買回及安定操作豁免規則的第4到6條之要件，即是對於買回計畫之限制。第4條係規定，在公司要在市場上買回股份時，其要先向會員國內的主管機關加以揭露此事項³¹⁷。揭露的內容必須說明該公司本次買回計畫，係基於第3條何種例外目的為之，也要說明本次買回計畫所預計購買的股票數額及收購的期間為何，並且在交易後七天內公佈交易的細節。

第5條則是對於該買回計畫的交易條件加以限制³¹⁸：在進行買回計畫時，為了避免炒作股價的情況，發行人的出價不得高於市場上之前出現的最高獨立交易價格或是最高額的報價。這個價格限制即使是在行為人利用衍生性金融商品買回股份時，也可以適用。若是該目標股票並非在規範市場內交易而無市場上的價格，則以其他會員國市場中已實現的交易價額為基準。除了對於價格的控管，本條尚有對於買回數量的限制。發行人在買回股份時，其平均一日買回股份的數量不得超過市場日平均交易數量的百分之二十五。市場日平均交易的數額，則是以買回股份之交易日為基準，往前一個月內的日交易平均數量。

而在避免此買回計畫的豁免行為成為內線交易禁止的法律漏洞，買回及安定操作豁免規則第6條則規定在進行買回計畫時所禁止出現的行為³¹⁹。發行人在股份買回的期間，禁止賣出自己所持有之股份、也不得在禁止期間內交易、發行人也不得藉由延後揭露內線消息之機會交易。然在同條的第2、3項，卻又為這些禁止規定留有後路。若是發行人本身為投資公司或信貸機構，又有設置資訊壁壘的機制，仍得售出自己本身之持股。此規定之原因似乎可認為，若發行人設置有中國牆之機制，則雖為同一公司然而資訊彼此間並不流傳，故較不會出現利用消息而為內線交易的情況。此外，若是發行人對於買回計畫已預先訂出實施的時間表，或是該買回計畫之交易決定，係由獨立之投資公司或是信貸機構所主導的，此時因為交易之決定對於發行人之股份產生之影響力有限，斷絕後續之影響關係，故

³¹⁶ Mathias M. Siems, supra note 93, 23.

³¹⁷ 買回計畫與金融工具安定操作之豁免規則((EC) No 2273/2003)，第4條。

³¹⁸ 買回計畫與金融工具安定操作之豁免規則((EC) No 2273/2003)，第5條。

³¹⁹ 買回計畫與金融工具安定操作之豁免規則((EC) No 2273/2003)，第6條。



而例外許之。

二、安定操作

安定操作係配合承銷制度而來，在新股發行時，承銷商為保障自己承銷股票之任務順利完成，在合法的規定下，對於該特定的證券，在交易市場上進行連續買入賣出，以求將該特定證券之市場價格維持在一定的目標。因為剛上市發行的新股股價變動可能較為劇烈，券商為了避免股票價格跌破發行價格，因而進行操控市場的舉動。此種例外豁免的操控市場行為，在買回及安定操作豁免規則的第7條以下規定了有關安定操作的要件，若行為人欲主張豁免，則該安定操作行為要符合買回及安定操作豁免規則的第8到10條規定。

買回及安定操作豁免規則第8條係規定了安定操作的時間限制，券商得進行安定操作的時間，限於該股票公開發行後，在交易市場上開始進行交易的30天內方得為之。若是該證券為再次發行，則在該證券價格最後公開之日起算，30天內為之³²⁰。為了避免安定操作行為的模糊性，指令中也規定了在進行安定操作時所應該要揭露及報告的內容，例如：表明其將如何進行安定操作，但並非係強制一定實施此操作行為、表明安定操作行為的目標證券、此操作行為所開始到結束的期間為何、表明參與此操作行為的人員，以及表明有超額配股或是選擇權時所涉及的條件³²¹。

安定操作的目的雖是為了調整目標證券的市場價格，但是同時為了避免炒作，第10條也規定了有關價格的限制。目標證券價格的調整上限，就是該證券的市場報價。若是可轉換股權的公司債，則是以轉換後的股票為準，調整價格的上限就是該轉換後股票的最新市場價格³²²。

相較於內線交易協調指令係將安定市場行為認為是「視為未使用內線消息」，市場濫用指令將安定市場的行為直接排除於規範之外，直接不適用內線交易禁止的規定，兩者對於安定市場行為的定位有所不同。

第二目、國家貨幣金融政策

與內線交易協調指令中之規定相似，市場濫用指令第7條規定，對於國家的貨幣、匯率、公債政策這些涉及國家財政的事務，並不在市場濫用指令的規範範

³²⁰ 買回計畫與金融工具安定操作之豁免規則((EC) No 2273/2003)，第8條。

³²¹ 買回計畫與金融工具安定操作之豁免規則((EC) No 2273/2003)，第9條。

³²² 買回計畫與金融工具安定操作之豁免規則((EC) No 2273/2003)，第10條。



圍之內³²³。上述的金融政策決策之主體不一定為國家，可能是各會員國內的中央銀行、歐盟中央銀行、官方之認證機構，亦有可能是代表上述單位的個人。指令中也如同內線交易協調指令一樣，認為各會員國將此豁免之規定擴及至管理其公債事務的聯邦政府或相似的地區組織。此種關於各會員國之金融決策，歐盟決意交由各會員國自行加以處理，故而條文係規定本指令不適用(shall not apply to)這部份議題。若依照文字上解釋，應認為若是涉及此種金融政策，即便發生內線交易行為的客觀事實，也因為此處規定不及之，而豁免於禁止規定之外。

第三目、獲悉消息前所定下之契約義務

市場濫用指令第2條3項規定³²⁴，行為人在取得內線消息前就已經訂立一個買入或賣出金融產品的契約，則行為人嗣後的交易行為即得不適用該指令。市場濫用指令第2條係對於初級內部人之規定，故而此種豁免類型解釋上也應限於初級內部人。行為人事前不知道內線消息時，其已經訂立的契約即對其產生了拘束力，行為人即應遵循。即便後來行為人取得了內線消息，然而當時訂約時行為人處於不知情的狀態，後續交易的行為僅是為了完成其契約義務，並非利用該內線消息或有損害市場之狀態，故而豁免此行為。

此處亦是使用「此行為不適用本指令」的字句，直接將此種情況排除於指令之外。然而此處之遵循契約義務的行為，似乎與內線交易協調指令中的預先交易計畫情況相似。在內線交易協調指令中，因為對於行為人主觀要件的需求為「充分獲悉事實」，在行為人尚未得知內線消息前就訂定的契約，在訂約當時行為人主觀要件並不符合，故而在內線交易協調指令中，係認為行為人未有使用內線消息之故意而不成罪³²⁵。然而在市場濫用指令中，將此行為更加放寬，直接排除於市場濫用行為、內線交易之討論之外，雖結果皆是行為人不觸及內線交易之處罰，然而法理上層次不同，變動之理由值得商榷。

此外，此處所規定之契約義務，若是在行為人知悉內線消息後，將原本訂立

³²³ 內線交易及市場濫用指令(2003/6/EC) 第7條，原文為：“This Directive shall not apply to transactions carried out in pursuit of monetary, exchange-rate or public debt-management policy by a Member State, by the European System of Central Banks, by a national central bank or by any other officially designated body, or by any person acting on their behalf. Member States may extend this exemption to their federated States or similar local authorities in respect of the management of their public debt.”。

³²⁴ 內線交易及市場濫用指令(2003/6/EC) art 2(3)，原文為：“This Article shall not apply to transactions conducted in the discharge of an obligation that has become due to acquire or dispose of financial instruments where that obligation results from an agreement concluded before the person concerned possessed inside information.”。

³²⁵ 內線交易協調指令(89/592/EEC)前言第十一段，條文中係認為“does not constitute in itself the use of inside information”。



的契約內容加以變動或終止，此時是否還有內線交易行為的豁免，不無疑義。因為指令中僅提及遵循在知悉內線消息前所定的契約義務為豁免事由，然而若是該契約嗣後遭到變動，其所得豁免的義務範圍即有疑義。解釋上，似乎得將知悉內線消息後所修改或是終止的契約視為一嶄新的契約存在，如此一來，行為人若是依照舊的契約行事，則仍得主張豁免。反之若是行為人依照變動後的新契約，則非為豁免事由所保障的範圍，是否成立內線交易則依照行為人之行為認定。

第二款、其他抗辯行為

除了上述之安全港條款，市場濫用指令中上有列舉排除內線交易罪之成立之其他事項。指令中使用了「不應被視為構成內線交易」(should not in itself be deemed to constitute insider dealing)的字眼，在內線交易協調指令中係直接言明行為人並未使用內線消息，因為無主觀上故意，故而不成立。市場濫用指令中則直接認為不構成內線交易，並未說明緣由。結果雖與內線交易協調指令相同，皆是排除內線交易之成立，然而論述過程略有不同。惟若觀察下述之豁免行為，皆是因為行為人並不具備主觀上利用內線消息之故意，故而似可推論此處的行為係缺乏主觀上要件而得豁免，解釋上似乎將其解為缺乏主觀要件的抗辯條款較為合宜。然而此處的主觀抗辯情狀僅適用於內線交易的行為，若是行無人之行為有違反其他市場濫用禁止的規定，仍要加以處罰。

第一目、單純執行業務之人

市場濫用指令中序言 18 段中³²⁶，將造市者、被授權為交易對造之機構及執行第三人指示之行為人，此三類型之人擁有內線消息時，即便進行交易也不被認為是內線交易行為。理由在於，前兩者多為專業的證券商，在市場上買賣股票本就是其業務活動之一項。證券商本就得依據市場上之需求狀況，分配買賣自己手中之股票，維持交易市場之活絡。而執行第三人指示之人，例如證券營業員、股票經紀人，其所執行之買進賣出之行動，皆是其客戶所下達之指示。即便其本身獲悉某個內線消息，然而因為下達指示之人為不知情的客戶，營業員只是單純的執

³²⁶ 內線交易及市場操控指令(2003/6/EC)前言(18)，原文為：“Use of inside information can consist in the acquisition or disposal of financial instruments by a person who knows, or ought to have known, that the information possessed is inside information. In this respect, the competent authorities should consider what a normal and reasonable person would know or should have known in the circumstances. Moreover, the mere fact that market-makers, bodies authorised to act as counter-parties, or persons authorised to execute orders on behalf of third parties with inside information confine themselves, in the first two cases, to pursuing their legitimate business of buying or selling financial instruments or, in the last case, to carrying out an order dutifully, should not in itself be deemed to constitute use of such inside information.”。



行其業務，故而不能認其有成立內線交易之行為。然而若是營業員將消息透露給其客戶，客戶依此消息再下達交易指示，自然有內線交易之問題。

第二目、併購

依據市場濫用指令序言第 29 段³²⁷，若是對於其他公司有取得內線消息的管道，而將此內線消息用在取得他公司控制權，或是進行併購時，此時利用該內線消息的行為並不被視為成立內線交易。豁免併購行為之原因，應是因應全球化經濟的商業時代。歐盟經濟體成立的目的本就是鼓勵會員國內的經濟互相流通，故而在公司間為了競爭而併購或與其他公司合併的情況，也應加以鼓勵而非禁止。在併購協商過程中，雙方公司皆可能得知他方公司的商業情況，若是單純以一方公司事後購買股票的行為就認為其有內線交易，將導致併購公司的法律風險大大提昇，不利經濟上發展。然而為了避免有力人士公司藉由併購之時規避法律，此項併購之例外仍有條件。歐盟於 2004 年發布了「併購競標指令」³²⁸，其中第 1 條即言明本指令係為協調各會員國對於併購行為之規範。在併購競標指令的第 6 條，規定了欲對於他公司進行併購之併購方，不可延遲公佈其併購消息，而且必須向主管機關預先報告，表明其併購之意願³²⁹。市場濫用指令的第 6 條第 2 項本有公司得延遲公佈重大消息之例外情況，但是在併購行為進行時，為了防範漏洞，故而剝奪此一特權。

第三目、研究

在市場濫用指令序言第 31 段規定³³⁰，研究資訊以及預測的資訊不應被視為是內線消息。從而依照這些資訊所進行的買賣，也不應被認定是內線交易。但是此處仍有一項限制，該研究及預測的資訊的基礎必須是藉由公開可取得的資訊而來。因為在內線消息定義指令中，對於內線消息明確性的定義，是在認為該消息存在或是可以合理被預期發生。因此若是未規定此一限制，只要該推測具備合理性、

³²⁷ 內線交易及市場操控指令(2003/6/EC)前言(29)，原文為：“Having access to inside information relating to another company and using it in the context of a public takeover bid for the purpose of gaining control of that company or proposing a merger with that company should not in itself be deemed to constitute insider dealing.”。

³²⁸ Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids, 2004 O.J. (L 142).

³²⁹ 併購競標指令(2004/25/EC)第 6 條第 1 項，原文為：“Member States shall ensure that a decision to make a bid is made public without delay and that the supervisory authority is informed of the bid. They may require that the supervisory authority must be informed before such a decision is made public. As soon as the bid has been made public, the boards of the offeree company and of the offeror shall inform the representatives of their respective employees or, where there are no such representatives, the employees themselves.”。

³³⁰ 內線交易及市場操控指令(2003/6/EC)前言(31)，”Research and estimates developed from publicly available data should not be regarded as inside information...”



非常可能發生，即可能產生是否為內線消息的爭議。然而若該資訊來源是市場上公開且一般可取得的資料，則市場上投資人皆得加以利用，並無不公平的情況。研究機構或個人研究出的資訊或是預測，是基於其自身經驗推斷而知，並非對於內線消息具有比他人強勢的地位，故此處直接將此種情況排除。

第四目、延遲公佈消息

市場濫用指令第 6 條第 2 項³³¹中規定，公司得在其負責後果的前提下，延遲公佈重大消息。為了建立透明公開的市場，當公司中產生了一個重大消息時，似乎即刻將其公佈於大眾。然而在某些情況，公司為了自己的商業考量，可能希望暫緩公開消息。學者有舉出兩種情況³³²：例如在兩公司進行商業談判的過程中，彼此皆會想要保留談判的籌碼，不欲令他方得知己方的底牌。若此時其中一間公司遭到揭露其財務問題，則談判的結果可能不盡如人意。更甚之，可能使該公司面臨破產、倒閉，反而對於該公司股東更沒有保障。第二種例外情況則是狀況不明的決定。例如兩公司間協商，然而代表們所協商暫定的條款尚未交由各公司自己內部的決議，內容尚非完全確定無法更改。此時若將此事披露於大眾，將可能導致最後條約內容的變動，外界對於此一可能變動的資訊也無法得到正確的評估。此時延遲公佈重大消息並非為了進行不法獲利，而係基於公司營運政策之考量，故而延遲公佈的行為本身並未有故意性，不會有內線交易的問題。

第三項、小結

內線交易及市場濫用指令之宗旨，與內線交易協調指令相似，皆在於保障投資市場及大眾的信心。故其對於內線交易行為之控管，也應是採取市場論之立場，認為行為人一旦獲悉內線消息，即應禁止進行交易、傳遞消息之行為。對於初級內部人的主觀要求，更是直接推定有利用意圖。次級內部人則只要是明知或可得而知即具有主觀上意圖，是否出於過失或疏忽亦在所不論。由此觀之，市場濫用指令對於行為人主觀要件上的要求亦是採取偏獲悉說的立場。

而為避免動輒陷人於罪，市場濫用指令中亦如同協調指令，有規定對於內線

³³¹ 內線交易及市場操控指令(2003/6/EC)第 6 條第 2 項，原文為：“An issuer may under his own responsibility delay the public disclosure of inside information, as referred to in paragraph 1, such as not to prejudice his legitimate interests provided that such omission would not be likely to mislead the public and provided that the issuer is able to ensure the confidentiality of that information. Member States may require that an issuer shall without delay inform the competent authority of the decision to delay the public disclosure of inside information.”。

³³² 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 1 期，2009 年 3 月，頁 267。



交易行為的豁免規定。規定的方式也類似於協調指令，有直接將某行為認為要排除於市場濫用指令外的，也有認為該行為只是不構成內線交易行為。對於排除於市場濫用指令外的安定市場行為、國家貨幣政策、獲悉消息前的契約此三項行為，指令條文中明白使用了「不應適用本指令」(This Directive shall not apply to)之字眼，尤其在第7條規定國家貨幣金融政策的條文中，更直接用上「豁免」(exemption)的字眼，表明了上述三種行為排除於指令規範範圍之外。其他例如單純執行業務、併購、研究成果、延遲公佈消息的行為，指令則是使用「不應被視為構成內線交易」(should not in itself be deemed to constitute insider dealing)的字眼排除內線交易之成立。規定為不適用本指令的行為自然是豁免規定，而其他不應被視為構成內線交易的行為，僅是排除內線交易行為之成立，然而市場濫用指令中尚其他的操控市場禁止規定，如若這些行為構成要件，則仍有其他處罰的問題。故而將較於協調指令，市場濫用指令中豁免行為規定的層次不同即有其用意存在。

市場濫用指令中的豁免規定與協調指令之規定不盡相符，在排除適用指令的豁免條款中，將場外交易排除在外，理由或許是因為市場濫用指令的本質就是要規定「交易市場內」的行為，場外交易本就不是市場濫用指令所要規定的範圍。安定市場行為原本在協調指令中只是未利用內線消息的行為，但是在市場濫用指令中直接將其排除於指令之外，此種改變之理由在於兩個指令的規範廣度不同。協調指令規定的目的單純僅針對內線交易行為，然而市場濫用指令中上規範了其他操控市場的行為。安定市場行為若僅單純如協調指令中之規定，是為「未利用內線消息」之行為，則仍有可能成立其他短線交易、操控股價之操控市場的行為。為了保有使發行人安定股價之本意，不使其動輒得咎，故而將其直接排除於整個指令之外，否則即便排除內線交易罪，行為人也會因為成立其他操控市場行為的風險不敢為之。

第三節、英國內線交易之抗辯及豁免規定

第一項、刑事正義法

刑事正義法中對於內線交易豁免規定於刑事法 53 條，法條中直接使用了抗辯(Defence)的字眼，而觀察其內容，係對於行為人主觀上是否具備故意而有所爭執，故為抗辯事由。抗辯的事由又可分成一般抗辯及特殊抗辯³³³。另外尚有第 63 條有關公權力行為的豁免。

³³³ See MICHAEL BLAIR, GEORGE WALKER & ROBERT PURVES, FINANCIAL SERVICES LAW, (Oxford University Press, 2nd ed. 2009) at 459.



第一款、一般抗辯

一般抗辯類型為 53 條第 1 項所規定的四種類型³³⁴：「未期待獲利」、「信賴資訊以揭露」、「即便不知該消息仍會進行交易」、「以及未預期會有內線交易行為」。基本上是以行為人主觀要件作為抗辯，主張行為人並未基於內線消息或是有利用內線消息意圖而進行的交易。

第一目、未期待獲利或者避免損失

一般抗辯的第一種類型是未期待獲利或者避免損失的抗辯³³⁵，對於 52 條規定的 3 種違反情況都有適用³³⁶。亦即，當行為人是自行買賣、鼓勵他人買賣證券、或是洩漏內線消息時，都可以用未期待獲利或者避免損失的抗辯。此處的觀點係認為，內線交易行為通常是為了自己或他人獲取利益或是避免損失，若是當事人並沒有預期自己或他人會因為此行為而受有利益，則似乎不具備可罰性。

第二目、信賴資訊已公開

第二種一般抗辯則是行為人進行交易時信賴資訊已經公開，此項抗辯得在行為人自行或鼓勵他人買賣證券時適用³³⁷。行為人得主張其合理信賴在交易當時，此資訊已經被揭露且流傳的夠廣，所以交易之時其可認為雙方皆不會因為沒有認識到該消息，而對交易內容有所偏差³³⁸。此項抗辯的立論理由在於，由於當事人信賴資訊已揭露，故而在其認知下，該交易並不會有雙方資訊地位不平等的情況，故也也沒有處罰的必要³³⁹。而此處要求交易雙方資訊地位的平等，並不代表一定要所有交易的當事人實際上皆要享有相同的資訊，只要是當事人主觀上可以相信資訊已被揭露，而使交易當事人可以「獲悉其本身所處的資訊地位所應該知道的資訊」就算³⁴⁰。舉例而言，在證券商進行承銷的時候，發行人理所當然的相較於次級承銷商會擁有更多資訊。此時若是行為人抗辯其信賴資訊已公開，即不得單

³³⁴ 刑事正義法(Criminal Justice Act 1993), ch. 36, § 53(1), 原文為：“Defences: (1) An individual is not guilty of insider dealing by virtue of dealing in securities if he shows—(a) that he did not at the time expect the dealing to result in a profit attributable to the fact that the information in question was price-sensitive information in relation to the securities, or (b) that at the time he believed on reasonable grounds that the information had been disclosed widely enough to ensure that none of those taking part in the dealing would be prejudiced by not having the information, or (c) that he would have done what he did even if he had not had the information.”。

³³⁵ 刑事正義法 53 條第 6 項規定除了獲利之外，避免損失也是規範的行為。

³³⁶ 刑事正義法(Criminal Justice Act 1993), ch. 36, §§ 53(1)(a), 53(2)(a), 53(3)(b).

³³⁷ 刑事正義法(Criminal Justice Act 1993), ch. 36, §§ 53(1)(b), 53(2)(b).

³³⁸ Id.

³³⁹ See MICHAEL BLAIR, GEORGE WALKER & ROBERT PURVES, *supra* note 333 at 460.

³⁴⁰ Id.



純認為發行人與次級承銷商所擁有的資訊不同而否認其抗辯，只要當事人信賴對方在其資訊地位已經得知訊息則成立抗辯。

第三目、不知道該內線消息仍會進行交易

第三種一般抗辯則是即使不知道該內線消息仍會進行交易，此種抗辯亦得在行為人自行交易或是其勸誘他人進行交易時適用³⁴¹。此項抗辯的理由係認為，若是當事人不知道該內線消息時仍會進行該交易，則其獲悉消息與否並不會影響該交易的進行，故此時不應以刑罰相繩。可以想見的例子如，當一個專業的投資基於自己的分析，而已決定購入某公司的證券，隨後其雖然得知有關於目標證券利多的內線消息，但是因為其早就已經決定購買，此消息對其交易行為並不影響。又例如某個投資人決定要出清其手上全部股票，退出市場，雖然之後其得知手上某股票利空的內線消息，然而此消息並非是其決定賣出證券的原因³⁴²。以上兩個例子都是在解釋不應僅以行為獲悉內線消息而即成立內線交易，重點應在於該消息是否成為其交易決定之因，故方有此項即便不知內線消息仍會進行交易的抗辯類型。

第四目、未預期他人進行內線交易

第四種類型則是，當事人未預期會有他人基於自己洩漏的資訊，去進行內線交易行為。此項抗辯適用於行為人洩漏內線消息時³⁴³，但是這項抗辯的判斷非常具有主觀性。當事人只要表明其誠實，即便其相信不會發生交易的理由並不完全合理，還是有可能成立此一抗辯³⁴⁴。

第二款、特殊抗辯

第 53 條第 4 項中所規定的特殊抗辯類型，基於附錄 1(Schedule 1)中所規定的特殊影響而來。特殊抗辯僅會在行為人自己進行、或是勸誘他人從事內線交易行為時才適用，此類型的抗辯特別係針對專業的造市(market making)、仲介以及公司財務活動而規定³⁴⁵。

第一目、造市者

在金融服務及市場法中，「造市者」(market maker)係指具有一定能力之人，通

³⁴¹ 刑事正義法(Criminal Justice Act 1993), ch. 36, §§ 53(1)(c), 53(2)(c).

³⁴² See MICHAEL BLAIR, GEORGE WALKER & ROBERT PURVES, supra note 333 at 461.

³⁴³ 刑事正義法(Criminal Justice Act 1993), ch. 36, §§ 53(3)(b).

³⁴⁴ See MICHAEL BLAIR, GEORGE WALKER & ROBERT PURVES, supra note 333 at 461.

³⁴⁵ Id.



常為證券商，對於投資商品持續性的進行買賣價格的報價。而且必須自己具有一定資金，可以進行證券買入及將證券賣出給投資人。然而在刑事正義法中的定義，主要側重於是否有被認證：一個行為人，認為自己符合並遵守受到規範的市場或是被批准的組織中的規則，而且想要去出售或購入證券，並且被確認他的確有依照這些規則行事³⁴⁶。對於造市者及其員工，只要他們能證明自己是出於善意而進行此項商業活動，則其所進行的內線交易行為就可以被認為具有抗辯事由³⁴⁷。但是因為此處的造市者定義相較於金融服務及市場法又更加嚴格。必須是要被認可的機構，而目前唯一一個被認可的機構也只有國際資金市場協會(International Capital Market Association, ICMA)，故使用此項抗辯的機會似乎不高³⁴⁸。

第二目、市場資訊

市場資訊(market information)係指，取得或處分特定證券的相關消息，只要合於附錄 1 的第 4 條中所示的 5 種情況，就算是市場資訊³⁴⁹。

- (1) 某特定的投資已經被取得、處分或將被取得或處分，而這樣的取得或處分將成為協商的主題。
- (2) 某特定的投資未被取得、處分或將不會被取得、處分。
- (3) 某特定的投資已取得、處分或將要取得、處分的數量，已經被考慮或是成為協商的主題。
- (4) 某特定的投資已取得、處分或將要取得、處分的價格(或是某範圍中的價格)已經被考慮或是成為協商的主題。
- (5) 具有身份的行為人已經參與或是可能參與取得、處分某特定投資的行為。

內部人如果可以證明他所持有的資訊是一個市場資訊，而且儘管當時他擁有內線消息，但是如果換成是其他人處於他的地位，也會合理的進行一樣的行為，

³⁴⁶ 刑事正義法(Criminal Justice Act 1993), Sched 1, §1(2).

³⁴⁷ 刑事正義法(Criminal Justice Act 1993), Sched 1, §1(1).

³⁴⁸ See MICHAEL BLAIR, GEORGE WALKER & ROBERT PURVES, supra note 333 at 461.

³⁴⁹ 刑事正義法(Criminal Justice Act 1993), Sched 1, §4. 原文為：For the purposes of paragraphs 2 and 3 market information is information consisting of one or more of the following facts—(a) that securities of a particular kind have been or are to be acquired or disposed of, or that their acquisition or disposal is under consideration or the subject of negotiation; (b) that securities of a particular kind have not been or are not to be acquired or disposed of; (c) the number of securities acquired or disposed of or to be acquired or disposed of or whose acquisition or disposal is under consideration or the subject of negotiation; (d) the price (or range of prices) at which securities have been or are to be acquired or disposed of or the price (or range of prices) at which securities whose acquisition or disposal is under consideration or the subject of negotiation may be acquired or disposed of; (e) the identity of the persons involved or likely to be involved in any capacity in an acquisition or disposal.



此時內部人即不構成內線交易³⁵⁰。刑事正義法中並沒有明文指出何種情況才是所謂「合理的行為」，但是似乎可以從當時獲得資訊的情況、該資訊的整體觀察等方式來推論³⁵¹。

第三目、穩定價格

行為人得抗辯其行為與價格穩定規則(price stabilization rules)相符，或是符合內線交易及市場濫用指令下的買回計畫及穩定市場的建構規定，則亦不成立內線交易。所謂價格穩定規則，係規定於金融服務及市場法的 144 條第 1 項³⁵²，授權主管機關有權在為了穩定特定投資標的價格時所制定的規範。

第三款、公權力行為

刑事正義法第 63 條第 1 項即規定，任何人若是代表政府機關從事有關於貨幣政策、公債、匯率的情事時，皆不受刑事法中內線交易的規範。其理由應在於，行為人係基於公益理由，而且其代表公權力身份，內線交易的行為並不會為其帶來利益，故得不受規範。

第二項、金融服務及市場法

金融服務及市場法對於內線交易的豁免條款規定於 118A 條第 5 項，認為若是行為人遵守了其他的法規而不構成市場濫用行為³⁵³、或是符合歐盟內線交易及市場濫用指令中的例外規定³⁵⁴，則亦得成為處罰內線交易的例外規定。另外行為人代表公權力進行的內線交易行為也不在金融服務及市場法規範的範圍之內³⁵⁵。依據此例外條款的內容，有學者將其分類為「安全港條款」及「證據抗辯條款」兩大類型。「安全港條款」係基於市場濫用指令之規定而來，原則即是不受金融服務及市場法之限制，為豁免之條款。在 2005 年金融服務及市場法修正後，大幅刪減原本存有的豁免規定，現下僅存安定市場行為之豁免。「證據抗辯條款」的內容中，則是由舊有的內線交易協調指令中的安全港條款及其他具有「爭執證據力」的抗

³⁵⁰ 刑事正義法(Criminal Justice Act 1993), Sched 1, §2(1).

³⁵¹ See MICHAEL BLAIR, GEORGE WALKER & ROBERT PURVES, *supra* note 333333 at 462.

³⁵² 金融服務及市場法(Financial Services and Markets Act 2000), art. 144 (1), 原文為：The Authority may make rules (“price stabilising rules”) as to—(a) the circumstances and manner in which, (b) the conditions subject to which, and (c) the time when or the period during which, action may be taken for the purpose of stabilising the price of investments of specified kinds.

³⁵³ 金融服務及市場法(Financial Services and Markets Act 2000), art. 118A (5)(a).

³⁵⁴ 金融服務及市場法(Financial Services and Markets Act 2000), art. 118A (5)(b).

³⁵⁵ 金融服務及市場法(Financial Services and Markets Act 2000), art. 118A (5)(c).



辯條款內容加以組成。

第一款、安全港條款

安全港條款之用語係由歐盟的市場濫用指令中而來，英國金融服務及市場法之訂定與修正與該指令息息相關，故用語也加以承襲。安全港則指稱原本會被認定為市場濫用之行為得例外加以豁免³⁵⁶。此處的安全港條款規定則為金融服務及市場法第 118A 條第 5 項 b 款規定，在符合相關於歐盟關於買回計畫與金融工具安定操作之豁免指令(No. 2273/2003)³⁵⁷的例外規定時，即非市場濫用行為。

第一目、股份買回計畫

英國原則上禁止公司自行買回自己公司之股票，然而公司基於自己的營運操作，有時的確有買回股份的需要。故而依據金融服務及市場法第 118A 條第 5 項 b 款的規定，可在符合歐盟例外規定時加以買回自己之股份。要進行此行為時，目的僅限於要進行減資、發員工庫藏股及因應可轉換公司債方得為之³⁵⁸。此外進行時的要件也要符合「買回計畫與金融工具安定操作之豁免指令」，要經過股東會同意、需要在閉鎖期間以外、買回金額不能超過公司資本額百分之十等、必須公佈交易細節等要求³⁵⁹。而該公佈的對象包含了所有會員國，公佈細節內容包含了計畫的目的、買回股票之數額及進行買回的期間等，一旦資料有所變更就要再次公開更正，且公開的時間需要在交易後七日內為之等³⁶⁰。在金融服務及市場法中僅言及要符合「相關條款」，進一步的細節則是由金融服務局在市場行為準則的附件一中加以規定³⁶¹。這些規定於市場行為準則中的細節規定，其實都與歐盟買回及安定操作豁免規則之規定相似。該指令係為針對內線交易及市場濫用指令所制定的技術性規定，而市場行為準則的規定也多是將該指令化為英國國內的規定而已。

英國金融服務局所擬定的規定，原則上即與歐盟買回計畫的豁免規定中的規定相同。依照該規定，在進行買回股份的程序時，其主要目的應該是為了要減少公司的資本或是股東、為了因應可轉換公司債的兌換、或是因為員工認股分紅的

³⁵⁶ MAR 1.10.1 G.

³⁵⁷ 買回計畫與金融工具安定操作之豁免規則，the Regulation (EC) No. 2273/2003 號指令 (Commission Regulation (EC) No 2273/2003 of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards exemptions for buy-back programs and stabilization of financial instruments).

³⁵⁸ MAR 1 Annex 1 1.1.3.

³⁵⁹ 內線交易及市場濫用指令(2003/6/EC) art 8.

³⁶⁰ MAR 1 Annex 1 1.1.5.

³⁶¹ MAR 1 Annex 1.1.3.



需求。而且在進行股份買回的動作時，公司也應該要向主管機關加以報告、以及在一定時間內為資訊揭露³⁶²。而也因為該豁免規則係基於市場濫用指令中的第 8 條規定而來，認定買回股份計畫行為係為例外，豁免於內線交易之禁止規定，根本不成立內線交易行為。

第二目、安定初次發行股價

該豁免規定中除了買回計畫之外，尚包含初次發行股票時，為穩定股票價格的安定市場行為，故而金融服務局又增訂市場行為準則的第二部份³⁶³，將安定市場行為也包含進例外的範圍中。其在該部份所規定的內容因為係將歐盟指令成文化，故而與市場濫用指令相去不遠。大部分的規定，如：僅能在特定期間內為之、僅能對資產基礎的證券、債券及可轉換的債券為之、在一週內應向大眾揭露消息，表明其將如何進行安定操作、表明安定操作行為的目標證券、期間為何、參與此操作行為的人員、向主管機關報告...等事項。

第三目、代表公權力之行為

金融服務及市場法第 118A 條第 5 項 c 款規定，行為人若是代表國家公權力，對於貨幣政策、貨幣匯率政策、政府公債管理或是有關外匯事務執行時，則成為金融服務及市場法的例外。此項規定與市場濫用指令中，對於國家貨幣金融政策之規定相同。皆是認為國家對於金融貨幣政策有其一定的考量性存在，若是行為人在代表國家公權力時，又必須防範有內線交易行為處罰，必將使其政策執行綁手綁腳，故而直接將此種行為排除在規範之外。

第二款、證據性抗辯條款

此處規定的抗辯條款，並無法如同安全港條款一般，有著一定豁免的地位。相較於一定豁免的安全港條款，這些依靠證據力來進行抗辯的條款就如同訴訟上的攻擊防禦方法，只能使行為人依據這些條款加以主張抗辯，再決定其是否有所違誤，並不保證有抗辯款之存在即不會有犯罪之問題。這些證據性的抗辯條款所主張的重點在於，行為人並未具有實施市場濫用行為的意圖或是行為人之行為實際上並不會造成市場濫用之結果。

金融服務及市場法中主要的重點係在防止市場濫用行為，所以若是行為人符合其他法規的要求，則原則上應不構成市場濫用，故而亦不會有內線交易的問題

³⁶² MAR 1 Annex 1.1.5.

³⁶³ MAR 2



發生。而所謂遵行其他法規要求，金融服務局在市場行為準則中，也列舉的數種可能符合的情況³⁶⁴，但主要的要求皆是希望行為人符合資訊控制規範。例如公司內部設置有中國牆的資訊隔離機制³⁶⁵，使真正進行內線交易的行為人難基於機構另一部門取得的消息從事內線交易。又或是在兩公司進行併購或收購行為時，得符合有關收購準則(Takeover Code)關於時間、揭露資訊等要求³⁶⁶。例如在收購公司基於內線消息而對於被併購公司取得控制權時，此時因為強制其公開消息將使收購行為難以進行，故此項為揭露消息則例外不被視為內線消息³⁶⁷。

然而即便行為人符合其他法規的要求，也未必就一定可以成立抗辯，因為金融服務局對於此項抗辯的態度仍嫌保守。其似乎僅認為在其他法規中，有「可被視為不構成市場濫用的條款」，然而其似乎並未直接認為只要符合規定就一定有免責規定的適用，實際上是否成立仍應視整體情況觀之³⁶⁸。換言之，即使是行為人在公司內部設有中國牆的防範機制，也不代表行為人一定可以豁免於內線交易之處罰之外。市場行為準則中之列舉事項，僅是代表有此種豁免之可能，個案是否成立仍待金融服務局加以認定³⁶⁹。

第一目、舊的安全港條款

在2005年金融服務及市場法修正後，原本的豁免規範遭到刪除，然而某些型態的豁免規範被金融服務局藉由修訂市場行為準則時，將其納入行為準則的規定中。於是這些舊有的豁免條款搖身一變成了證據性的抗辯條款。然而這些條款規定的情況雖然相同，效力卻大為不同。在新法中，這些條款僅是由金融服務局加以認定個案是否符合例外的參考標準。而因為「是否具有市場濫用」這個答案係由具有裁量之權的金融服務局加以決定，故而这些抗辯條款效力也較薄弱。

第二目、基於其他理由

內線交易行為之所以會遭到處罰，主要原因即是為了懲罰行為人不當使用資訊。然而若是行為人並未基於不當的動機而進行交易，此時加以處罰是否有所過當則是疑問。市場行為準則中將原本舊有的安全港條款納入，規定若是行為人係為實行「未知悉內線消息前」所產生之合法義務或規範，則此時即便行為人在知悉未公開之內線消息的情況下而交易，亦不處罰之³⁷⁰。要求該合法義務或規範之

³⁶⁴ MAR 1.10.

³⁶⁵ SYSC 10.2.2 R (1). MAR 1.3.5E.

³⁶⁶ MAR 1.10.4C

³⁶⁷ MAR 1.3.17.

³⁶⁸ See EDWARD J. SWAN, *supra* note 109 at 139. 陳照世，前揭註 134，頁 150。

³⁶⁹ See EDWARD J. SWAN, *supra* note 109 at 135.

³⁷⁰ 原規定於 MAR 1.4.20 C，已於 2005 年 6 月 30 日刪除。



發生應該要在知悉內線消息之前，目的應該是為了避免行為人有脫法行為，防範行為人在知悉內線消息之後，又轉瞬締結契約而藉口要遵守義務而行內線交易行為之實。在新修定的市場行為準則中，則進一步對於「合法義務或規範」的原因加以認定，認為需要是考量行為人是否有利用該未公開內線消息，再加以決定³⁷¹。

第三目、非基於內線消息

同上所述，內線交易係為了處罰行為人不正當利用資訊，故而若今天行為人所進行的交易行為根本沒有利用該內線消息，則自然不能依照內線交易禁止之條款加以處罰³⁷²。而認定行為人是否非基於內線消息而交易，則是由金融服務局來個案加以認定³⁷³。

若是在擁有多數個自然人的組織(organization)，其若持有內線消息又為交易的行為，此時因為組織本身並未有主觀意識，要如何認定該組織的交易行為是否違法則有疑問。金融服務局也注意到此一問題，而在新修訂市場行為準則中也增加了相同類型的規定，對於擁有內線消息之人是否有以下之情況作為參考³⁷⁴：

- (1)是否與交易或預備交易的決定做成有所相關
- (2)是否有直接或間接對於該交易或預備交易行為有所影響
- (3)與做出交易或預備交易行為之決策者有任何接觸而傳遞部份的消息

第四目、資訊阻隔措施

此處的資訊阻隔措施係指中國牆，其作用在於一多部門的法人內部中，禁止消息流通之措施。如此即便法人中的其中一個部份獲得了未公開的內線消息，因為資訊交流在法人內部受到阻隔，消息並不能傳遞到另一個部門。此時另一部門仍處於未知悉內線消息的狀態，則另一部門即便進行交易，也因為其並未有不當利用資訊的行為而不成立內線交易³⁷⁵。在新修訂的市場行為準則中，也重新將資訊隔絕的規定納入³⁷⁶，要求中國牆必須符合一定的標準與規定。並在 COB(Conduct of Business Rules in the FSA Handbook)中對於中國牆的定義詳細又加以規定³⁷⁷，但是 COB 之實行日期僅至 2007 年，市場行為準則中對於資訊阻隔的規定又遭刪除，

³⁷¹ MAR 1.3.3 E (2).

³⁷² 原規定於 MAR 1.4.21 C，已於 2005 年 6 月 30 日刪除。

³⁷³ MAR 1.3.3 E (1).

³⁷⁴ MAR 1.3.3 E (3).

³⁷⁵ 原規定於 MAR 1.4.24 C，已於 2005 年 6 月 30 日刪除。

³⁷⁶ MAR 1.10.1 E.

³⁷⁷ COB 2.4: Chinese Walls.



故而現今形式上並未有直接規定資訊阻隔的抗辯存在。

然而若是以反面來說，現今市場行為準則中有規定，若是一個組織創造出了虛偽資訊，而創造出該虛偽資訊的行為人只有在接觸到中國牆後的其他資訊，才知道自己所創造出的資訊是虛假的，此時因為該行為人根本未意識到自己有創造虛偽資訊，故而並不認為其有意擾亂市場³⁷⁸。此時該行為人之所以免罰，皆是因為有資訊阻隔措施，行為人並不知悉組織內其他部門或其他人的資訊，方而對自己的行為無所認識。此處藉由資訊阻隔措施而使行為人無庸受罰的概念，應也可存在於內線交易的行為認定上。雖然目前形式上未有內線交易行為有關中國牆的抗辯，但是若是行為人提出此項資訊阻隔的抗辯，仍似會使金融服務局在判斷個案時會傾向於「未利用內線消息」的判斷。

第五目、交易消息

交易消息(trading information)應指對於某特定標的加以處分之相關消息，金融服務局對於交易消息的定義，係以列舉方式加以界定³⁷⁹：

- (1) 某特定的投資已經被取得、處分或將被取得或處分，而這樣的取得或處分將成為協商的主題。
- (2) 某特定的投資未被取得、處分或將不會被取得、處分。
- (3) 某特定的投資已取得、處分或將要取得、處分的數量，已經被考慮或是成為協商的主題。
- (4) 某特定的投資已取得、處分或將要取得、處分的價格(或是某範圍中的價格)已經被考慮或是成為協商的主題。

³⁷⁸ MAR 1.9.5 E (6).

³⁷⁹ information of the following kinds:

- (1) that investments of a particular kind have been or are to be acquired or disposed of, or that their acquisition or disposal is under consideration or the subject of negotiation; or
- (2) that investments of a particular kind have not been or are not to be acquired or disposed of; or
- (3) the quantity of investments acquired or disposed of or to be acquired or disposed of or whose acquisition or disposal is under consideration or the subject of negotiation; or
- (4) the price (or range of prices) at which investments have been or are to be acquired or disposed of or the price (or range of prices) at which investments whose acquisition or disposal is under consideration or the subject of negotiation may be acquired or disposed of; or
- (5) the identity of the persons involved or likely to be involved in any capacity in an acquisition or disposal.

Aviliable at <http://fshandbook.info/FS/glossary-html/handhook/Glossary/T?definition=G1697> ,
最後瀏覽日：2014 年 1 月 17 日。



(5)具有身份的行為人已經參與或是可能參與取得、處分某特定投資的行為。

此處對於交易消息的定義與刑事正義法附錄中，對於市場消息(market information)的定義相同³⁸⁰。

在原始版本的規定中，金融服務局認為單純基於這些有關於未來交易資訊的行為，並不會構成市場濫用的情況³⁸¹。雖然因為金融服務及市場法的修訂，而使此種安全港文遭刪除，然而金融服務局隨即將這些情況重新規定，雖然失去了被稱為安全港條文的形式，然而若有相同的情況，金融服務局基本上也不會認定為市場濫用行為³⁸²。

第六目、造市者

市場行為準則中對於造市者的抗辯也有加以規定，認為若是該交易是由造市者所進行的合法交易，或是其他相似的行為，就不認為具有市場濫用³⁸³。造市者(market maker)之交易係指有資金及能力之人，對於投資商品持續性的進行買入及賣出價格的報價，且自己有能力去進行證券的買入及賣出。造市者的工作基本上就是對於特定證券或投資商品進行報價，而後促成自己與投資人或是證券發行人之交易。造市者存在之意義即在於促進市場上交易，欲買入或賣出股票之投資人無須自行費力尋找交易對象，而可直接與造市者進行交易。對於投資人來說，交易的時間、成本大幅下降，故而會增加其交易意願。為了促進市場流通之需要，對於造市者之抗辯規定早已其來有自，刑事正義法中即規定了對於造市者的特殊抗辯條款³⁸⁴。而在市場濫用指令中序言中，也有規定對於造市者的抗辯條款³⁸⁵。

第七目、執行客戶指令

2005年新修正的金融服務及市場法第118C條第4項中，在規定內線消息的定義時，就有特別對於執行客戶指令的情況加以定義，要求該種的內線消息必須是由客戶所傳達的資訊且與客戶的掛單有關。此處的規定基本上是基于歐盟的市場濫用指令中而來。市場濫用指令中序言18段中，將造市者、被授權為交易對造之機構及執行第三人指示之行為人，此三類型之人擁有內線消息時，即便進行交易也不被認為是內線交易行為。而金融服務及市場法2005年的修正即是針對市場濫

³⁸⁰ 刑事正義法(Criminal Justice Act 1993), Sched 1, §4.，參前揭註349。

³⁸¹ 原規定於MAR 1.4.26 C，已於2005年6月30日刪除。

³⁸² MAR 1.3.

³⁸³ MAR 1.3.7 C.

³⁸⁴ 可參閱本章第三節第一項第二款，刑事正義法對於內線交易行為的特殊抗辯類型中，就有造市者的抗辯。

³⁸⁵ 內線交易及市場操控指令(2003/6/EC)前言(18)。



用指令加以調整，故而對於執行客戶指令的情況也特別定義。

在市場行為準則中，也特別將執行他人指令的情況列出，說明有抗辯的情況。若是行為人只是盡責的執行他人的指示，則行為人因為只是完成其責任，並未有可歸責的行為，故而認定其並不具有市場濫用之行為³⁸⁶。而金融服務局對於行為人「是否盡責執行指令」的認定，其也將標準加以公告³⁸⁷，例如：行為人是否有遵守 COBS(the Conduct of Business sourcebook)³⁸⁸的相關規定、行為人是否同意其客戶以特殊的方式執行或安排執行該指示、行為人之行為係為了確保或促進該指示執行的效率、行為人的行為是合理的依照市場、拍賣平台的適當標準行為，並考量其風險承擔的比率、如果行為人進行了某交易，而該交易又與客戶指示的交易相關，此時應考量前一個交易的價格是否會影響後頭的交易，且亦應斟酌前一個交易是否有洩漏消息等。

第八目、收購或併購

依據市場濫用指令序言第 29 段，若是對於其他公司有取得內線消息的管道，而將此內線消息用在取得他公司控制權，或是進行併購時，此時利用該內線消息的行為並不被視為成立內線交易。歐盟本以促進聯盟內部會員國的經濟活動為目標，而併購公司及代表會員國內商業流動之活躍，自然不應一律禁止。併購活進行時，得知對目標公司之消息而進行證券收購本是併購手段，然而會大大提昇成立內線交易之風險。故而歐盟認為只要在遵守併購競標指令的情況之下，併購下的知悉消息購入證券之行為並非內線交易。市場行為準則為了因應此一概念，也將以併購為目的之行為列入可抗辯的情況³⁸⁹。

而認為成立「以併購為目的」之情況，市場行為準則中也有加以列出說明，例如是併購方在尋找目標公司證券持有人時，取得證券之提議並不可加以撤銷、是否的確是針對目標公司的證券加以交易等要求³⁹⁰。併購行為雖然容許併購方在知悉內線消息時進行目標證券的交易，而為內線交易例外的情況。然而其對於併購時所知悉的內線消息有所限制：併購方在進行目標公司的證券收購時，其所擁有的內線消息，必須限制是(1)要約人或是潛在的要約人對於目標公司，將要或正在考慮發出併購的提議；(2)要約人或是潛在的要約人基於正當調查(due diligence)所得來之消息³⁹¹。若是不符合上述要件，則及便是進行併購行為，仍不得享有抗

³⁸⁶ MAR 1.3.12.

³⁸⁷ Mar 1.3.15.

³⁸⁸ 於 2007 年 11 月 1 日起取代 COB 之規定。

³⁸⁹ MAR 1.3.17 C.

³⁹⁰ MAR 1.3.19 E.

³⁹¹ MAR 1.3.18 G.



辯條款之例外。

第三項、小結

英國法上對於內線交易之規定即如前述，係由刑事正義法及金融服務及市場法所共同構成。這兩部份規定的雛型其實都源自於歐盟指令，刑事正義法中可見內線交易協調指令的規範；而在金融服務及市場法中則為市場濫用指令的體現。內線交易協調指令及市場濫用指令之頒布，皆是為了保障投資大眾的信心，其立論之基礎應為市場論。行為人一旦獲悉了內線消息原則上即應禁止交易或是洩漏消息。在內線交易協調指令及市場濫用指令中，對於內線交易的行為人主觀的要求，僅需要行為人有獲悉內線消息之存在即已足，若是知悉消息後進行交易，原則上即推定有利用故意，應是採取獲悉說的立場。而刑事正義法及金融服務及市場法既是跟隨上述兩指令之規定，其對於行為人主觀的要求也應是採用獲悉說之立場。

而為了避免獲悉說之下可能容易使行為人成立內線交易之疑慮，故而兩部法典中皆有設置抗辯之條款。刑事正義法係直接在法條中直言其為抗辯(Defence)條款，依照其抗辯事由的類型，得分為一般抗辯、特殊抗辯及公權力之抗辯。金融服務及市場法中，則因為市場濫用指令的頒布，原本故有的安全港條款遭到刪減。但是原有的這些安全港條款仍未被廢棄，在市場行為準則中仍有相同的規定，僅是成為抗辯事由。

刑事正義法中的抗辯事由與市場濫用指令不盡相同，原因或許在於刑事正義法係參考內線交易協調指令而來，而市場濫用指令係其後才頒布之指令。市場濫用指令與刑事正義法相同的抗辯事由為「安定市場行為」及「國家貨幣的公權力政策」兩種。相較於市場濫用指令，刑事正義法的抗辯事由多出了「未期待獲利或避免損失」、「信賴資訊已公開」、「即便未知悉該內線消息仍會進行交易」、「未預期他人進行交易」這四種對於行為人主觀上未有利用故意之抗辯，以及對於「造市者」及基於「市場資訊」的抗辯。反之，刑事正義法並未有市場濫用指令中「單純執行業務之人」、「併購」、「研究」及「延遲公佈消息」的四種抗辯類型。

而在金融服務及市場法中，安全港條款則與市場濫用指令有「安定市場行為」及「國家貨幣的公權力政策」兩項事由相同。金融服務及市場法另外多出了「股份買回計畫」的豁免事由，然而「預定交易契約義務」的豁免類型則未被包含。抗辯事由部份，市場濫用指令與金融服務及市場法中，皆有包含了「併購」事由及「執行他人命令」的抗辯。市場濫用指令的其他三個抗辯類型「單純執行業務之人」、「研究」及「延遲公佈消息」則未被規定。金融服務及市場法則又另外多



出「基於其他理由交易」、「非基於內線消息交易」、「資訊阻隔措施」、「基於交易消息交易」及「造市者」之抗辯類型。

第四節、中國內線交易行為之抗辯規定

第一項、內幕交易解釋之規定

中國法律對於內線交易罪的規定，係由證券法與刑法兩部法律共同規範。而因為刑法中僅規定處罰的刑度，對於內線交易行為構成的要件，仍要回頭再於證券法中檢視，故而行為的成立與否其實係以證券法為依歸。證券法中關於內線交易的規定係規定於證券法第 73 條以下，按照該法條文的規定，原本並未規定有抗辯豁免條款的存在。然而在 2012 年 6 月 1 日起施行的「最高人民法院、最高人民檢察院關於辦理內幕交易、洩露內幕資訊刑事案件具體應用法律若干問題的解釋」（以下簡稱「內幕交易解釋」）³⁹²中，則有著對於內線交易抗辯事由的規定。

中國之法律體制為大陸法系，體系與我國相近。法律係規定最基本的大綱架構，細節性規定則有授權之機關加以制定規則以為依循。而中國大陸此類型之「解釋」，係針對刑事案件的辦理加以制定之司法解釋，經過最高人民法院審判委員會及最高人民檢察院委員會通過後，即具有一定的效力。雖然僅拘束法院之判決及檢察院內部，然而因為此兩機關即為國家司法權利行使之核心，故而該解釋也具有一定的影響效果。

在內幕交易解釋中，第 4 條即規定了不屬於內線交易情況的交易：

「具有下列情形之一的，不屬於刑法第一百八十四條第一款規定的從事與內幕信息有關的證券、期貨交易：

- （一）持有或者通過協議、其他安排與他人共同持有上市公司百分之五以上股份的自然人、法人或者其他組織收購該上市公司股份的；
- （二）按照事先訂立的書面合同、指令、計劃從事相關證券、期貨交易的；
- （三）依據已被他人披露的信息而交易的；
- （四）交易具有其他正當理由或者正當信息來源的。」

³⁹² 經由 2011 年 10 月 31 日由最高人民法院審判委員會第 1529 次會議、2012 年 2 月 27 日由最高人民檢察院第十一屆檢察委員會第 72 次會議通過，於 2012 年 3 月 29 日公佈，而於 2012 年 6 月 1 日起施行。



在內幕交易解釋的說明中，指出對於第 4 條抗辯事由的增訂，原因即是為了防止內線交易罪及洩漏內線消息罪適用的對象被不當擴大，從而侵害到嫌疑人的抗辯權利。在制定內幕交易解釋的過程中，中國係採借了其他資本發展成熟的國家，而決定採用列舉及概括規定並存的制定方式³⁹³。而其規定若是符合該四項的例外，就不屬於內線交易行為，此時應是以行為人構成要件不該當而不成罪，該四項例外事由即屬於抗辯條款。

第二項、抗辯條款

第一款、上市公司收購

內幕交易解釋第 4 條第 1 項，規定了「持有或者通過協議、其他安排與他人共同持有上市公司百分之五以上股份的自然人、法人或者其他組織收購該上市公司股份」這樣的情況並不屬於內線交易。本項所規定的情況為上市公司針對目標公司進行收購，此項抗辯條款之規定並非首創，而與歐盟市場濫用指令以及英國金融服務及市場法中規定相似。歐盟市場濫用指令為了促進經濟發展，而對公司收購、併購事項未加以禁止，故而不願讓此行為背負內線交易的風險。英國的金融服務及市場法係以該指令為基礎，規定之內容自是相近。然而中國內幕交易解釋中，並未如市場濫用指令及英國法之規定，有對於收購事項進行的限制。

依據歐盟之規定，行為人在進行收購併購時，仍要符合其他條件限制，例如不可延遲公佈其併購消息，而且必須向主管機關預先報告，表明其併購之意願...等，英國法上也有類似規定。此舉係為了避免行為人得藉由併購事由而行內線交易之實，但是內幕交易解釋中並未對此例外設有限制，有心人士似乎仍得有操控的空間？

第二款、預定交易契約、計畫

第二個抗辯事由是按照事先訂立的書面契約、指令、計畫而進行的證券、期貨交易，此項抗辯事由十分普遍，在美國、歐盟指令及英國的抗辯事由中，都有此項抗辯條款的存在。然而與其他國家相比較，中國內幕交易解釋所規定的預定交易抗辯又與前所提及的美國及歐盟法規定不盡相同。

³⁹³ 「關於辦理內幕交易、洩露內幕資訊刑事案件具體應用法律若干問題的解釋」的新聞發布稿，其中第二部份第(四)之說明，2012 年 5 月 22 日。



美國法上對於預定交易契約、指令及預定交易計畫係規定於 Rule 10b5-1，分為三個項目分別規定，並非如同內幕交易解釋全部規定在一起。在要件上的要求也不太一樣：依據內幕交易解釋，此處所得抗辯的預定交易契約、指令、計畫需要是書面形式的，然而 Rule 10b5-1 只有對於預定交易計畫的形式要求必須是書面，其餘兩種事由則未必要強制書面，僅是到時證明程度的問題。且美國法上尚對於預定交易契約、指令及計畫所包含的內容，例如決定交易的公式、交易的金額、數額等有所規定，內幕交易解釋則未提及。有學者則內幕交易解釋之意旨僅係為了保障被追訴人之抗辯權，卻為注意到可能產生的漏洞，憂心可能會導致抗辯事由遭濫用的風險³⁹⁴。

市場濫用指令中對於此項抗辯條款的規定較為抽象，其係認定抗辯之事由為「基於知悉內線消息前所決定之契約義務」。此時契約義務的範圍是基於事前已經成立的買賣證券契約而來，故而規範的範圍即是本項抗辯事由的預定交易契約及計畫的部份。至於預定交易的指令在市場濫用指令中亦有規定，然而非為安全港條款的抗辯事由，而是基於「單純執行業務之人」，自己主觀並未有惡意的立場加以抗辯。

第三款、已公開之消息

內幕交易解釋抗辯條款的第三種類型是基於已經被公開之消息而交易，此時即不成立內幕交易。因內線交易罪之成立，係基於行為人主觀上有故意，而基於內線消息進行交易。此處的內線消息必須是具有重大性、價格影響性及非公開性的消息。若是此消息已經被他人所披露，則似乎就不成立非公開性的要求。雖然目前中國學界仍有著對於形式上雖符合公開要件，但實質上市場投資人根本未有充分時間反應的實質上公開方式有所爭議³⁹⁵。然而目前依照法規條文，僅符合形式上公開即已足。故而只要該重大消息被刊登在指定報紙、書刊或網站上，即已符合公開的要件，此時行為人進行交易則無懼於內幕交易罪之成立。

單純就此項抗辯條款觀之，其所例外之事項十分合理，基於已經公開之消息進行交易自然應無可苛責。但是因為中國證券法規中並未有如同我國的等待期間之規定，故而學界方有形式公開與實質公開之爭論，如今此項抗辯條款，無異又將使此一爭論再掀浪潮。因為若是完全採取形式認定公開之時間，又輔以內幕交易解釋的此項抗辯，無疑是為行為人大開漏洞之門。有心之行為人只要將重大消

³⁹⁴ 參閱謝杰，前揭註 168，頁 145。

³⁹⁵ 參閱陳林躍，前揭註 160，頁 23。



息在指定的刊物上發布後，轉瞬進行內線交易，因為一般投資大眾不一定得以在第一時間得知發布的重大消息，此處的時間差即為行為人之機會。行為人得實際上進行內線交易行為卻又形式上完全合法，漏洞即產生。然而要杜絕此缺失，並非由抗辯條款處下手，而需由公佈消息之方向加以處理。

第四款、正當理由或正當消息來源

交易具有其他正當理由或者正當信息來源的，就不算是內幕交易。此種抗辯的事由與英國法上金融服務及市場法上規定有相似。該法的證據性抗辯條款中，即有規定基於其他理由而在知悉內線消息時進行交易，仍不算入內線交易的範疇³⁹⁶。因為此時行為人的主觀上並未基於內線交易的故意而進行交易，在刑事追訴中，內線交易罪之成立需要行為人主觀上具有犯意，若行為人本身並不具備此項故意似不應罰之，故而得讓行為人基於此種理由加以抗辯。

基於正當消息來源的消息而交易並不處罰，所謂的正當消息來源應可以理解為非基於內部人身份得知的內線消息，或是非由內部人處得知的消息。若是基於自己研究分析得來的資訊，則即便未公告周知而進行交易，亦非是基於「內線消息」而交易，自不應處罰。例如行為人可能主張本身為證券分析師或是證券、期貨之從業人員，交易係基於自己本身之專業分析而來。然而有學者主張較有疑慮的是有關基於其他正當消息來源的規定可能遭致濫用：所謂正當消息來源的定義目前並未現蹤跡，僅能依賴法院及主管機關之解釋加以界定，該範圍即具有不確定性。且即便行為人本身具有專業性而有能力分析證券，也不一定代表行為人一定沒有利用內線消息。其指出行為人可能在獲知內線消息後，無法確定該消息是否準確，在結合自己的專業加以分析從而推出確定的交易結論³⁹⁷。但是本文以為此項擔憂的實際癥結似乎並不是專業判斷與內線消息可否共存，而在於行為人是否實際上有利用其所得的內線消息。若是行為人有利利用，則其即便具有專業分析能力，該消息也非是「正當消息來源」；反之，若行為人無利用，則其交易判斷來自本身之專業性，自無處罰必要。至於如何證明行為人是否有利利用、行為人之專業判斷是否影響其取得內線消息後之交易決定，這些應屬於個案事實判斷的問題，並非法規決定之部份。

³⁹⁶ MAR 1.3.3 E (2).

³⁹⁷ 劉憲權，前揭註 147，頁 45。



第三項、小結

綜上所述，中國內幕交易解釋中對於例外事由之規定，其實亦可看出美國法 Rule10b5-1 及歐盟指令的影子。此例外規範的制定，雖是中國法向西方證券市場規範借鏡之成果，然中國法目前對於內線交易之認定，因為有刑事處罰之規定，而刑法中並未規定得處罰過失犯，反面推論下，即代表行為人主觀上需為故意方得成罪。故而檢察官需證明行為人有利用重大消息之故意，方得使行為人成立內線交易罪。此時對於檢察官來說，舉證責任本就已經較為沈重，是否會有不當擴大內線交易行為對象的問題，本身即具有疑問。且在原始的規定下，檢方本來就應該舉證行為人有犯意，但是若被告欲依照內幕交易解釋的抗辯條款主張未有利用故意時，此時舉證責任似乎又應由被告自行舉證，如此將造成本來無須證明已罪之被告反而需要負擔舉證責任，結果似乎又與原先規範衝突。

然內幕交易解釋對於例外事由的規定亦並非全無意義，或許亦可減少訴訟數量。在內線交易案件採取利用說的脈絡下，本應由檢方提出被告有利用重大消息犯意的證據，此時案件事實若有上開規定的例外事由，則檢方似可直接推論行為人未有故意，從而在偵查階段就可以採取不起訴等處置方式，避免過多案件進入法院。

第五節、日本內線交易之抗辯規定

第一項、抗辯條款

金融商品交易法 166 條第六項 1 到 12 款對於內線交易的禁止有例外規定，而第 167 款雖是對於公開收購部份加以規定，然而因為其中亦有規定行為人若是基於公開收購之意圖而有客觀上內線交易情事，也不罰：

第一款、新股認購權³⁹⁸

此處所稱的新股認購權，包括日本優先出資法所規定之優先出資認購權。行為人若是行使該新股認購權而取得股票、優先出資證券之情形，則因為其僅是在行使「早已有之權利」，故而成為內線交易之例外。

³⁹⁸ 日本金融商品交易法第 166 條第 6 項第 1 款。



然而此種例外實際產生的情況，卻又令人存疑。若行為人擁有某公司之選擇權一直未行使，某日其知悉該公司對於股價有利多之重大消息，其即行使其選擇權認購進大量該公司股票。此時行為人雖是基於行使自己之權利，然實際仍造成「知悉重大消息之人，利用該重大消息獲取股份」之結果，此例外事由是否有其合理性，則有疑問。美國 Rule10b5-1 亦對選擇權有所探討，然而美國證管會認為即便當初行為購入選擇權時為善意不知悉消息的狀況，仍應要檢視行使選擇權時是否知悉重大消息，以及該選擇權是否有嗣後變動之可能性。

第二款、新股預約權及選擇權

(一) 有新股預約權者行使該新股預約權而取得股票之情形³⁹⁹。

(二) 取得特定有價證券等之選擇權者行使該選擇權而買賣等特定有價證券等之情形⁴⁰⁰。

此條規定基本上與前述情狀相去不遠，皆是規定原本有認購股份之人，在嗣後行使其權利時，不受內線交易罪之限制。然而此例外亦會造成上述假設情狀之困境，擁有權利之人行使權利與實際上產生之不平等現象之衝突。

第三款、因法令而生之義務

在公司因為分割、讓與、合併時所生的反對股東收買請求權、如在日本公司法第 166 條第 1 項、第 469 條第 1 項規定公司讓與事業時，反對股東得行使收買請求權。公司合併時消滅公司股東得依照日本公司法第 785 條第 1 項有請求收購股票之權、續存之公司股東若有反對，亦得依照第 797 條第 1 項請求收購股票。若是在公司欲分割事業群成立子公司時，反對此決策的股東亦可依照公司法第 806 條第 1 項請求收買自己之股份。⁴⁰¹

上述之反對股東收買請求係基於日本公司法所規定，係基於法律上之義務之為之，故而交易時並不能說公司即有內線交易而使負責人受此苛責。其他法令上之義務而買賣等之情形，亦不成立內線交易行為。

³⁹⁹ 日本金融商品交易法第 166 條第 6 項第 2 款之 1。

⁴⁰⁰ 日本金融商品交易法第 166 條第 6 項第 2 款之 2。

⁴⁰¹ 日本金融商品交易法第 166 條第 6 項第 3 款。



第四款、公司基於正當理由購入自己股份

(一) 對抗公開收購而購入股票⁴⁰²

公司對面臨他企業欲公開收購自己公司之股份時，為使公司有得自保維持經營權之對抗力，故規定若是目標公司之董事會決定欲對抗公開收購，而決定於市場上購入公司之股票或選擇權時，則此種防範行為因有正當經營上理由，並不會被當成是內線交易。

其他若是有因法律所規定類似公開收購，即他公司收購目標公司股票之情況，目標公司所為之對抗亦在此例外範圍之內。而目標公司所購買之標的，除了可購買市場上之股票，購買選擇權或是自第三人處有償受讓股票或選擇之情況亦為內線交易之例外。然上述之選擇權需是為「行使後成為得買受」該特定有價證券等之買方選擇權方得為之。

(二) 基於股東會決議購買股份⁴⁰³

公司在經過日本公司法第 156 條第 1 項之股東會決議後，決議買回自己公司之股票或是買方選擇權時，亦為內線交易之例外。然而此例外需是在股東會決議時，尚未公佈對公司股價有影響之重大消息時方得為之。

第五款、因法令規定之情況而買賣

依照金融商品交易法第 159 條第 3 項之規定而為之買賣股票行為⁴⁰⁴。

第 159 條第 3 項係規定，當內閣發布命令欲穩定上市或上櫃證券的價格時，行為人即不得有連續買賣、掛單等交易行為。而若是依照內閣命令對於某證券要有某些特定交易行為而交易時，此時因行為人交易係有正當理由，故而亦為內線交易之例外事由。

第六款、公司債⁴⁰⁵

買賣公司債券或其他政令所規定有價證券為例外，然所謂的「其他政令」並

⁴⁰² 日本金融商品交易法第 166 條第 6 項第 4 款之 1。

⁴⁰³ 日本金融商品交易法第 166 條第 6 項第 4 款之 2。

⁴⁰⁴ 日本金融商品交易法第 166 條第 6 項第 5 款。

⁴⁰⁵ 日本金融商品交易法第 166 條第 6 項第 6 款。



不包含內閣府令，且附新股預約權公司債券亦無法包含於此例外項目中。

金融商品交易法中，對於內線交易買賣行為的客體本來就包含公司債，然而此處卻又放寬限制。立法者或許係認為公司債對於市場上股票之交易影響較小，或公司有獲利時贖回公司債將有助公司發展，且此規定已限縮不得使附認股權公司債，似不會對於公司股票造成影響。然而仔細探究，公司債之購買，將導致公司資金現階段較為充裕，市場上消費者對於該公司有價證券之信心將會增加，如此情況下購入該公司股票則極為可能，如此亦將導致公司股價變動，故而放寬公司債部份之規定似仍有疑義。

第七款、場外交易

第 166 條第 1 項及第 3 項規定的內部人，若不是利用證券市場或是店頭市場進行買賣，則為內線交易之例外。但是若雙方明知違反第 2 項之規定而交易，則仍未有例外事由的主張⁴⁰⁶。

166 條第 2 項係規定重大事由之情狀，是以若買賣雙方明知有重大消息交易，此時雖為場外交易，卻仍不得主張例外事由之抗辯。場外交易成為例外事由之因素，原是基於並未有危害其他市場上交易人資訊平等的可能，故而也成為內線交易禁止之例外行為。然而若是行為人間明知有重大事由，卻又私下交易，無異鼓勵內部人藉由私下交易之機會進行內線交易，故而方有但書避免之。

第八款、合併、分割價值不高

透過合併、分割、事業一部讓與或收購而承繼目標公司證券之企業，若目標公司所剩餘之帳面價值與繼受公司合併後，其比例低於內閣府令所定的一定比例時⁴⁰⁷。

在公司有合併、分割或事業一部讓與時，若該分割、讓與之價值對於繼受公司來說，資產比例或因此所受之價值並不高，此時對於繼受公司的股價影響似乎也不會太劇烈。本款情況實際上應可認為，在分割出去的資產價值僅佔繼受公司一定比例以下的情況，此時該分割、合併行為並不能算是對公司股價有影響之「重大消息」，故而內部人基於此消息進行交易，也難以認為是內線交易。

⁴⁰⁶ 日本金融商品交易法第 166 條第 6 項第 7 款。

⁴⁰⁷ 日本金融商品交易法第 166 條第 6 項第 8 款。



第九款、知悉消息前之合併決議⁴⁰⁸

若新設分割、合併等契約內容的決定是基於董事會在知悉重大消息前的決定，此時董事會所作成的該合併等決議執行後，公司所因此獲得有價證券並不會被認定為內線交易。

依據第 166 條之規定，合併分割為公司重大消息，故而公司董事會做出該決議而進行公司間合併分割時，繼受公司所得到目標公司之股票仍有可能被認定為內線交易。本條例外事由即類似預定交易契約，若在決定合併、分割前，決定之人並不知悉該重大消息，則也如同預定交易契約一樣，不應將此行為所獲得之有價證券認定為內線交易之所得。

第十款、新設分割⁴⁰⁹

公司將自己內部之某一部門獨立出來成立新的子公司，此時子公司若有繼承母公司之股票，並不認為是內線交易的情況。但是上開情況僅限定是母公司自己部分設立公司，若是其他公司一起進行合作而設立新公司，即非本條例外之範圍內。

第十一款、股份交換⁴¹⁰

上市公司們在進行合併或是股份交換之際，該等公司間彼此受讓對方公司之有價證券，在這等交付或受領彼此有價證券的情況，並不會被認定為內線交易。

第十二款、預定交易計畫⁴¹¹

在知悉可能會影響公司股價之重大消息前，行為人就已經締結內容為「買賣目標公司股票」之契約，或是已經訂立一個買賣目標公司股票的預先交易計畫，或是有其他類似的特別情事，當行為人嗣後在市場上進行買賣目標公司股票時，行為人係在執行上述之契約或交易計畫，其既然並未利用內線消息而交易，則亦不能論以內線交易罪責。

⁴⁰⁸ 日本金融商品交易法第 166 條第 6 項第 9 款。

⁴⁰⁹ 日本金融商品交易法第 166 條第 6 項第 10 款。

⁴¹⁰ 日本金融商品交易法第 166 條第 6 項第 11 款。

⁴¹¹ 日本金融商品交易法第 166 條第 6 項第 12 款。



第十三款、公開收購⁴¹²

金融商品交易法第 167 條第 5 項規定了公司知情人士在公開收購時買賣目標公司股票之例外，內容與內線交易的例外事由相差不遠。若是內部人買賣目標公司股票是基於原有的新股預約權、選擇權，或是基於收購公司董事會之決策等，皆是例外事由。其中第 8 款亦規定，若是公開收購的知情人買進目標公司股票是基於預定的交易契約或計畫而作成，也會成為例外的事由。

第二項、小結

日本金融商品交易法於 2006 年修法，其中對於內線交易抗辯條款的部份，規定了多款例外事由，於 2013 年時，又新增數條例外事由。日本法上對於內線交易禁止的立法理由，係基於「追求市場資訊平等」，然而其對於內線交易禁止的範圍卻十分狹隘，僅有知悉消息的行為人自己進行交易時方成罪，此規定係明文規定於法條中，然而其規定內容初觀時似略顯無謂，蓋因若未進行交易，則不可能有內線交易行為，自然無法成立本罪。蓋因身為內部人，若其未有交易行為，唯一可能觸犯內線交易界線的行為即為傳遞重大消息予他人。此時日本法上卻又規定了數種容易抗辯之抗辯事由給予被告，對於被告之防禦能力大為加強。金融監督管理委員會告發內線交易的案件，雖定罪率高但案件數量十分稀少。平成 22 年（2010 年）僅有告發 1 件、23 年 3 件、24 年 4 件⁴¹³。也許是認為嚇阻性不夠，故而在 2013 年修法時，此條限制僅交易行為人方成立內線交易之規定已被刪除。

⁴¹² 日本金融商品交易法第 167 條第 5 項。

⁴¹³ 證券取引等監視委員會の事務處理狀況の公表，平成 22 年度（平成 22 年 4 月～平成 23 年 3 月末）、平成 23 年度（平成 23 年 4 月～平成 24 年 3 月末）、平成 24 年度（平成 24 年 4 月～平成 25 年 3 月末）：<http://www.fsa.go.jp/sesc/reports/reports.htm>（最後瀏覽日：2014 年 1 月 1 日）。



第四章、我國內線交易抗辯條款之取捨

第一節、我國法案獲悉說及利用說爭論

我國對於內線交易行為人的主觀認定，究竟是採獲悉說或是利用說，此爭論長久以來爭辯未休。爭議之起因在於條文用語及立法理由說明之衝突。證券交易法 157 條之 1 對於內線交易之規定，當初其用語係為「獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息...」。由此觀之，條文文字應是採取獲悉說。然而在立法理由中，卻又強調利用內線消息的概念，而有「內線交易乃『利用』公司未經公開之重要消息買賣公司股票圖利...」⁴¹⁴之文字。而在 2010 年 5 月 4 日證券交易法修訂，將 157 條之 1「獲悉」的文字修改為「實際知悉」，對此爭議似乎也有蓋棺定論之可能。

第一項、「獲悉說」標準

獲悉說之見解顧名思義，就是在行為人獲悉了重大非公開消息後，又在消息未公開前進行該特定證券的交易行為，即有內線交易之成立⁴¹⁵。在訴訟中攻防時，起訴方無須證明被告行為人有主觀上之利用故意，只要客觀上有獲悉情事、又有交易之行為即已足。採取獲悉說立場之理由，學者認為可從下列數點觀之⁴¹⁶：

一、從法條文字及立法理由觀察之：

在 2010 年修法前，法條文字採用「獲悉」之字句，雖然立法理由中有提及利用說之概念，然而終究只是立法之理論基礎，不應超越法條文字之規範。法條內容對於內線交易行為所規定的成立要件，並未對於行為人主觀上是否有惡意加以認定。只要具備「獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息」，及「在該消息未公開前，對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票，買入或賣出」此兩要件，即應成立內線交易行為。由法條條文內容可以推出該法條係採形式認定主義，內部人只要認識到「重大消息未公開」、又進行交易行為就算，並不考慮行為人主觀意圖⁴¹⁷。此外，雖然我國證券交易法係仿效美國法制，然而並未納入利用說之判決概念。僅以立法理由中之利用

⁴¹⁴ 「立法院公報」，第 76 卷第 96 期，院會紀錄，頁 75-77。

⁴¹⁵ 賴英照，前揭註 7，頁 552。

⁴¹⁶ 賴英照，前揭註 7，頁 531-538。劉連煜，前揭註 198，頁 474。

⁴¹⁷ 林國全，前揭註 205，頁 264。



的用語就認定應該利用說，似乎並不妥適⁴¹⁸。

二、自理論基礎觀之：

我國證券交易法受美國法制影響雖劇，然而在理論基礎上，並未完全複製美國法上的信賴關係理論。信賴關係理論係基於行為人與特定人有著特殊信賴關係，從而獲悉內線消息時方課與行為人有一保守秘密的義務，因此行為人若有利用該內部消息之行為時，方受苛責。然而我國對於內線交易理論並未明文有採此種信賴關係理論之見解，故而不應逕行認定採取利用說。

三、自訴訟實務上觀之：

內線交易行為遭到起訴後，若是客觀要件上具備，檢察官作為原告，對於被告行為人是否得以定罪本應信心十足。然而若要考慮行為人的主觀意圖，則對於原告方的舉證責任即十分沈重。若採利用說，檢察官必須證明行為人有利用該內線消息獲取利益或是避免損失的惡意，舉證困難的情況下，將使定罪率下降，無法有效打擊內線交易行為的猖獗。

但是在新修法後，法條文字修改為「實際知悉」，修正後的文字是否即完全為獲悉說？學者似乎仍有疑問⁴¹⁹。

第二項、「利用說」標準

相較於只要知悉內線消息就可能觸法的獲悉說，利用說則是著重於認定行為人是否有實際上有利用的行為。有論者以為，即使是採取美國法上資訊平等理論的立場，也不應排除利用說之概念。其認為，即便基於保護投資市場的立場，而要求市場上資訊平等，然而若是行為人無使用該訊息，則無「侵害」市場公平，無資訊不對等之情況。⁴²⁰「公開否則禁絕交易」的義務，係在要求行為人在知悉內線消息之後，將該消息公開，使市場上投資人處於信息平等的地位。然而若是行為人之行為與該消息並無關聯性，則行為人之資訊地位與市場上其他投資人相同，自不應加以苛責。

⁴¹⁸ 劉連煜，〈論預定的交易計畫作為內線交易之免責之抗辯〉，《證券櫃檯》，第 137 期，頁 13。

⁴¹⁹ 劉連煜，內部人「獲悉」或「實際獲悉」內線消息之認定-評最高法院九十九年台上字第一五三號刑事判決，月旦裁判時報，3 期，頁 87。

⁴²⁰ 林孟皇，〈內線交易實務問題之研究-以我國刑事責任規定的解釋適用取向為中心〉，《法學叢刊》，210 期，頁 61。



此外，在 1988 年對於內線交易之立法理由，係採抽象危險犯之概念，未有實害前即加以處罰則太擴張可罰性的範圍。故而，應在該交易之觸發係基於該內線消息而來時，再加以處罰。然而若採此見解，對於行為人主觀意圖之舉證即具有一定的困難度。故而論者認為，為避免舉證困難，則可以推定方式為之。刑法上有「對於危險的立法推定，應容許反證推翻」的論點⁴²¹，法律先預設行為人有成立罪行的推定，但是應賦予行為人得舉起反證加以推翻該推定。故而採取利用說見解時，原則上可先推定消息與交易間有所關聯，但行為人可自行舉證其「未利用」而加以推翻。⁴²²

內線交易本質為詐欺，應考慮行為人主觀意圖，其要件考量方才完備⁴²³。有學者認為，證券交易法第 157 條之 1 對於內線交易之要件規定，雖未規定行為人一定要有獲利的意圖，但是對於行為人主觀要件之考量仍不可或缺⁴²⁴。因為處罰的行為應是基於「行為人利用該消息進行交易」之理由，是否獲利並不在要件考量的範圍之內，然而重點著重於是否有利用消息而交易。此外在我國實務上，法院判決有區分利多買入利空賣出行為處罰，而不罰利多賣出利空買入之例子⁴²⁵。由此可見，並非一旦獲悉內線消息而交易即會受罰，法院仍會區分是否有利用內線消息之情事。

第三項、我國法院見解

學說界對於內線交易犯罪應採獲悉說或是利用說之議題爭論不休，法院的判決似乎也有所分歧。有支持利用說論點而判決被告無罪；同時，也有認為一旦獲悉消息而交易即一律成罪之判決存在。例如在東隆五金公司一案⁴²⁶中，第一、二審法院之立場即與最高法院之立場不同。第一、二審採取利用說立場認為行為人主觀上要有利用重大消息的故意方得成罪，故而認定被告未有利用意圖而無罪。最高法院認有違誤而發回更審後，法院的立場轉變為獲悉說，認為行為人若是知悉重大消息後，若無可豁免之理由交易則應成罪，並未考慮行為人主觀意圖。雖然其後該更審之判決因上訴不合法而遭到最高法院認定為無效判決，然而亦表現

⁴²¹ 林東茂(1996)，《危險犯與經濟刑法》，頁 41-43，五南出版。

⁴²² 參見林孟皇，前揭註 420，頁 62。

⁴²³ 紀文富(2008)，《論內線交易行為人之主觀惡意》，頁 96，中原財經法律系碩士論文。

⁴²⁴ 郭土木，〈內部人員利用內線消息交易之禁止〉，《法官協會雜誌》，第 7 期，頁 39。

⁴²⁵ 台灣台北地方法院 94 年度訴字第 1152 號刑事判決。

⁴²⁶ 參見台灣台北地方法院 88 年度訴字第 292 號刑事判決、台灣高等法院 88 年度上重訴字第 39 號刑事判決、最高法院 91 年度台上字第 3037 號刑事判決、台灣高等法院 91 年度上重更(一)字第 25 號刑事判決、最高法院 93 年度台上字第 2443 號刑事判決，判決駁回上訴。



出法院對於同一問題的立場並不一致。

我國證券交易法於 2010 年修正時，將 157 條之 1 原規定的「獲悉」修改為「實際知悉」的用語。有學者認為，此修正係宣示我國內線交易之主觀要件之標準，採取偏向美國證管會立場的察知說，而非利用說之結論⁴²⁷。我國法之所以有著獲悉說及利用說之爭論，最初的原因即為法條用語與立法理由間之差異。原本條文之獲悉用語，似乎是採取獲悉說。然而立法理由又對利用說有所堅持。該次修正之用語「實際知悉」，雖然並未直接明言採取何說，然而從獲悉至實際知悉的用語演變，皆僅是在獲悉說範圍內的程度增減，應可推論出不採取利用說之結論。

而在法條用語修正為實際知悉後，學者認為此修正並不影響司法實務判斷標準。因為皆屬於行為人之主觀要件認定，仍需要藉由客觀事實加以推斷。兩者僅有程度上區別。修正後法條用語較清晰，但無加重檢察官舉證責任，實務操作上並無不同⁴²⁸。法條之修正目的，應在於提醒實務判決時，不應憑空加以推斷。法院在判決時，仍應綜合直接及間接的證據及經驗法則加以判斷⁴²⁹。

第二節、修正草案

第一項、行政院提案草案新增抗辯事由

在 2010 年修正證券交易法時，對於內線交易是否應有抗辯免責條款之規定，立委諸公之爭議也紛亂不休。立法委員提案時，即認為因為當時法制對於內線交易行為人是否要依照刑法原理需具有犯意才成罪並不清楚，且其他先進國家，如美國、英國等皆有關於內線交易免責、抗辯或是豁免條款之規定，故而提案增訂我國內線交易抗辯條款。雖然其後在通過證券交易法修正案時，因要件過於嚴格且認定不易，各方未能達成共識，因而並未通過抗辯條款之部份，然而亦要求主管機關應擬定相關部份的修正草案而函請立法院審議。行政院也從善如流，於 2010 年 10 月 26 日提出有關於內線交易抗辯條款之修正草案。⁴³⁰該修正草案中增訂了第八項至第十一項，對於抗辯的內容、不得抗辯的情況以及抗辯內容的要件詳細加以規定。

⁴²⁷ 劉成墉，前揭註 277，頁 178。

⁴²⁸ 林孟皇，內線交易重大消息的明確性與實際知悉-二〇一〇年新修正內線交易構成要件的解析，月旦法學雜誌，184 期，頁 154-155。

⁴²⁹ 劉連煜，證券交易法：第三講-內線交易之主觀要件，106 期，頁 82。

⁴³⁰ 立法院第七屆第六會期第七次會議議案關係文書（院總第 727 號，政府提案第 12340 號）。



草案第八項規定行為人得援以為抗辯之例外情況：

「...行為人證明其交易係為執行實際知悉第一項或第二項所定消息前已訂立之買賣有價證券契約者，不受第一項及第二項規定之限制。但買賣有價證券契約顯係行為人意圖規避第一項或第二項之適用而訂立者，不在此限。」

草案第九項則是避免行為人利用抗辯條款而有規避脫法的行為，從而規定不得主張抗辯的情況：

「前項但書所稱買賣有價證券契約顯係行為人意圖規避第一項或第二項之適用而訂立者，指有下列情形之一：

- 一、行為人未依契約內容執行有價證券之買賣。
- 二、行為人訂立二個以上存續期間重疊或接續之契約，未依契約內容執行有價證券之買賣。
- 三、行為人訂定買賣有價證券之價格、數量或金額區間過大，且其買賣有價證券明顯集中於第一項或第二項所定之消息明確後至消息公開後十八小時內。
- 四、行為人為第一項或第二項所定之消息有關事件負責人或參與人員，於事件進行中至消息明確前，訂立契約，且其買賣有價證券明顯集中於消息明確後至消息公開後十八小時內。
- 五、其他行為人非基於誠信而訂立契約之情形。」

草案第十項則是對於第八項的例外情況做要件上的規定：

「第八項前段之買賣有價證券契約，應符合下列要件：

- 一、以書面為之，並載明下列事項：
 - (一)訂立之日期及存續期間。
 - (二)有價證券之買賣數量或交易金額。
 - (三)有價證券之買賣價格及執行日期。
 - (四)受委任執行有價證券買賣之人。
- 二、前款第二目及第三目之有價證券買賣數量、交易金額、買賣價格及執行日期，係依固定公式或電腦程式決定者，應於契約載明其公式或電腦程式內容。



三、行為人無正當理由不得變更契約內容或終止買賣，亦不得影響受任人執行方式。行為人或受任人於契約存續期間另行從事相關避險交易者，視為變更契約內容。

四、行為人已於契約訂立後二日內將契約副本申報下列機構：

(一)契約買賣標的之有價證券在證券交易所上市買賣者，申報證券交易所。

(二)契約買賣標的之有價證券在證券商營業處所買賣者，申報證券櫃檯買賣中心。」

草案第十一項亦是對於例外抗辯情況之要件規定，規定應公開之：

「證券交易所或證券櫃檯買賣中心應於第八項前段之契約存續期間屆滿後十日內，將該契約之主要內容於網站公告。」

第二項、2010 年版草案評論

第一款、法條分析

2010 年版的行政院修正草案，對於內線交易例外的規定方式，似乎與美國 Rule 10b5-1 的結構有些類似。都是先規定行為人得主張之例外情況，再進一步規定該情況所需達成的要件。Rule 10b5-1(b)明文(c)項的規定為積極抗辯事由；我國法之草案雖未明定此規定為抗辯或是免責事由，然就草案條文中所要求「...行為人證明其交易係為執行實際知悉第一項或第二項所定消息前已訂立之買賣有價證券契約者，不受第一項及第二項規定之限制。...」行為人需要先證明其有上述之例外情事，方得不受限制，故而應解為抗辯條款之存在。

草案第八項規定抗辯事由僅有「預定買賣契約」一種，係為行為人在尚未知悉重大非公開消息之前，就已經預先訂定的買賣有價證券之契約。原本在 2010 年立法委員所提出的原始草案版本中⁴³¹，抗辯事由不只一種：「為擔任交易標的公司之董事或監察人為目的而買進」、「清算人或財產管理人為執行職務而進行之交易」、「無買賣決定權之代理人受本人指示而進行交易」、「為履行於實際知悉第一項或第二項所稱消息前已簽署之契約義務而進行之交易」、「行為人有其他情形，足資證明其交易非基於實際知悉第一項或第二項所稱消息者」，這五種情況皆為抗辯事

⁴³¹ 立法院第七屆第五會期第十次會議議案關係文書（院總第 727 號，委員提案第 9695 號）。



由。然而後來在行政院提案的版本中，僅保留了預定交易契約此項抗辯，而將其其他理由刪除，究其原因似乎還是為了避免抗辯事由遭到濫用。

第九項則是規定了「意圖規避」的情況，除了概括規定非基於誠信原則即不是用抗辯之規定，更列舉出何謂意圖規避的情況。而在第十項對於該預定買賣契約則有規定要件：

一、書面：

雖然民法中並未規定契約成立之形式一定要以書面為之，然而在修正草案的說明中，有提及為了避免行為人所訂定之預定交易計畫契約是否可信或有無證據力等問題，因此要求此一預定交易計畫需以書面定之。⁴³²此處強制要求書面的規定似乎較為嚴格，與美國 Rule 10b5-1 即不盡相同。Rule 10b5-1 僅針對「預定交易計畫」以及計算決定買賣證券數量、價格及日期的書面公式、算法或電腦程式等，才需要強制以書面方式為之。如果只是預定的交易契約，即便是以口頭約定亦無不可。

二、載明「法定事項」：

草案第十項規定預定買賣契約應該載入該契約訂立之日期、存續期間、目標交易證券之數量及價格、交易執行的日期及受委託執行之人等事項。此外若是證券交易的價格及數量係由固定公式或程式所決定者，也需要一併記載於契約之上。立法者如此強調契約內容需要明確規定的理由，目的在於防止行為人有影響契約之可能⁴³³，避免行為人藉由記載內容不清的契約而有規避內線交易禁止規定的行為。

三、不得無故變更、終止契約：

草案第十款第三項規定行為人無正當理由不得變更契約內容或終止買賣，亦不得影響受任人執行之方式。有此一規定之理由，同樣在於防範行為人影響契約所定之交易的進行。草案中並另外規定行為人若有從事與契約相反地避險行為時，因為該避險交易具有抵銷的效果，從而造成實際上規避內線交易禁止之規定，故而在行為人從事避險行為時，將其視為變更契約內容之行為⁴³⁴。此處禁止行為人變動契約內容之想法，與 Rule 10b5-1 中所規定的斷絕後續影響力規定原理相同，皆是為了避免

⁴³² 同前註 430，修正草案第一五七條之一之說明，理由第三項。

⁴³³ 同前註 430，修正草案第一五七條之一之說明，理由第四項。

⁴³⁴ 同前註。



行為人得主張預定交易契約存在的抗辯，卻又實際上享有內線交易行為之特權。

四、向主管機關為申報並公告：

為了避免抗辯條款成為有心人士脫法之利器，草案規定訂立預定交易契約之行為人，需要於契約成立後二日內向證券交易所或是櫃檯買賣中心為申報。如此將該預定交易契約申報，除了揭示行為人訂立該預定交易契約的日期，也將條款內容一併揭露，避免契約可信度及是否具有證據力的疑慮。而除了對於主管機關之申報，草案的第十一項規定證券交易所或證券櫃檯買賣中心應於該預定交易契約存續期間屆滿後十日內，將該契約之主要內容於網站公告。

第二款、與外國立法比較之限制

第一目、與美國相較

或許因為我國商法受美國法影響頗深，我國內線交易抗辯條款的草案與美國 Rule 10b5-1 的結構頗為相似。都是先規定行為人得主張之例外情況，再進一步規定該情況所需達成的要件。Rule 10b5-1(c)先列出三種抗辯事由，而後規定抗辯事由所需具備的要件，再規定主張抗辯事由之行為必須斷絕後續的影響力，此外行為人之行為尚須基於誠信原則。其後才對於條文中的名詞做一定義，最後規定法人是否具有抗辯事由之適用。我國法之規定排序大略相同：先規定預定交易契約的抗辯事由，而後對於意圖規避法規之行為加以界定，最後再規定抗辯事由所需具備的要件。

美國法上對於內線交易抗辯的規定為 Rule 10b5-1，對於抗辯事由的規定有三種例示情況：預定交易契約、指示他人進行買賣及預定交易計畫。我國草案相較於美國法之規定，僅有「預定交易契約」一種抗辯事由，少了「指示他人買賣」及「預定交易計畫」兩種類型。在立法委員提案的草案中，原本抗辯事由亦有「無買賣決定權之代理人受本人指示而進行交易」，即指示他人買賣的情況。然而其後在行政院提案版本中只餘下「預定交易契約」一種，會如此限制只有一種抗辯事由的原因，可能也是為了避免抗辯事由遭到濫用，故而在抗辯事由處控制把關之緣故。

Rule 10b5-1(c)(ii)有規定積極抗辯事由必須基於誠信原則，或是非出於規避禁止內線交易規範的行為。這項關於誠信原則的規定，在我國法的草案中也有相似的影子存在。證券交易法第 157 條之 1 的行政院版草案第 8 項但書中，即有規定



「...但買賣有價證券契約顯係行為人意圖規避第 1 項或第 2 項之適用而訂立者，不在此限。」這個規定與上述 Rule 10b5-1 的規定類似，要求行為人不得出於規避禁止規定的原因而為抗辯。此外，我國草案第 9 項又進一步將「意圖規避而不得主張」抗辯事由的情況加以細緻列舉出來。除了列出四種明定的「意圖規避」情況，也在該項第五款概括的禁止行為人非基於誠信原則而主張抗辯事由。草案第 8 項及第 9 項的規定，皆是為了表達禁止行為人「非基於誠信原則」而主張抗辯。與美國法上規定相較，Rule 10b5-1(c)(ii)僅是概括的規定抗辯事由在行為人具有誠信原則時才適用，而行為人是否具有誠信原則，基本上仍待法院在個案上加以判斷。我國草案則是除了概括禁止規定外，又更進一步加以對禁止的內容進行列舉，對於行為人主張抗辯的要求程度又更加嚴格。

此外，草案第 9 項第 3 款及第 4 款的條文中，規定了行為人所為的交易若是明顯集中於消息明確至公開後 18 小時內，則不能主張抗辯事由，此項交易限制期間的限制並未出現在 Rule 10b5-1 的規定中。會有此種限制，主要的原因應仍是為了避免抗辯條款之濫用。18 小時的規定，應是基於證交法 157 條之 1 第 1 項所規定的禁止交易期間而來。而當初規定禁止交易期間的限制，目的就是為了使市場上一般投資人有時間加以反應，使形式上已經公佈的重大消息實際上為市場所接受，避免行為人在公佈消息後趁市場尚未反應過來時立即進行交易，造成形式合法實質非法的行為。故而在抗辯條款中設置此項禁止交易期間的，也應是合理的限制。

草案第 10 項規定抗辯事由需以書面為之，此處強制要求書面的規定似乎較為嚴格，與美國 Rule 10b5-1 即不盡相同。Rule 10b5-1 僅針對「預定交易計畫」以及計算決定買賣證券數量、價格及日期的書面公式、算法或電腦程式等，才需要強制以書面方式為之。如果只是預定的交易契約或是指示他人的命令，因為這兩種抗辯事由並未直接規定一定必須是書面，故而應看各州法之約定。若是該州承認非書面形式的契約效力，則即便是以口頭約定亦無不可⁴³⁵。

草案第 10 項第 3 款中，也規定了行為人不得任意變動契約內容或終止契約，也不得影響受任人執行契約的方式。這項禁止影響契約效力的行為，在美國法上也有所規定，為了避免行為人利用抗辯事由掩蓋非法。若是行為人在簽訂契約後，又在重大消息公佈後對契約加以變動，則可能該契約實質上成為行為人脫法的工

⁴³⁵ Rule 10b5-1 並未規定是否一定為書面型式，根據 SEC 的解釋則以各州契約規定為依據，故若是該州准許口頭契約，則亦無不可。詳可見 SEC 電話答辯之實例，
<http://www.sec.gov/interp/telephone/phonesupplement4.htm>(最後瀏覽日期 2014 年 1 月 17 日。)



具，故而規定行為人必須「斷絕後續的影響力」⁴³⁶，不得再對先前訂立的契約加以干涉。變動契約內容固違法所不許，然而關於終止之規定，草案與 Rule 10b5-1 規定則有差異。Rule 10b5-1 中並未規定到行為人若將預定交易契約終止將產生何種結果，也導致了學者批評此將導致法律漏洞⁴³⁷。若是行為人發現自己所預先訂立之交易計畫執行後將導致損失，依照目前 Rule 10b5-1 之規定，其終止行為若是未被認定為不遵守誠信原則，則因為 Rule 10b5-1 並未規定契約不得加以撤銷或終止，故其行為並不會有違反內線交易之問題。而我國草案似是為了避免此一問題，故而對於終止的行為也加以規定，認為行為人並不得任意對於契約加以終止，以防範上述美國法上之缺失。

草案第 10 項第 4 款，規定預先交易契約的行為人需要先將契約對於主管機關加以申報，若是目標證券在證券交易所上市，則對證券交易所為申報。若是該證券在證券商營業處所買賣，則向證券櫃台買賣中心申報。申報的內容除了該預定交易契約的日期，也應將條款內容一併揭露，以加強該抗辯事由的合理性。這項申報的規定目前美國上並未有明文，雖然學者有疾呼建議應該使此抗辯事由加以揭露⁴³⁸，美國證管會亦有意將此項抗辯事由的申報強制公司提出，但是尚未有強制性的規定出現。況且，若是依照美國證管會的作法，由公司加以申報，對於調查、保密契約的成本若由公司負擔，似乎也有一定的問題存在。我國草案則是考量到此一問題，規定了行為人需自行向主管機關提出申報。且為了避免申報行為提前揭露了行為人的投資布局，草案第 11 項規定在該預定交易契約屆滿後，主管機關官方得將該契約之主要內容公佈。

我國草案與美國法之規定另一項不同即為對於法人的規定：Rule 10b5-1(c)(2) 中對於法人為內線交易主體時有所規定，反觀我國草案則付之闕如。如此的差異似乎也可從我國對於內線交易的主體認定範圍中觀察得知。我國並未規定內線交易罪的主體得為法人，而美國 Rule 10b5-1(c)(2) 則對此有加以規定：在下列情況時，法人仍有機會可使用積極的抗辯事由：(1) 若是為法人作成投資決定的該人並未察知到該內線消息，並且(2) 該作成投資決定之人有遵循合理的政策及程序，並考量該法人業務之本質，並確認個人作成投資決定時並未違反「禁止基於重大未公開消息交易」之法律。此外，前述被遵循之政策及程序包含了限制買賣、有內線消息之人去進行買賣或是防止他人察知內線消息之規定。

⁴³⁶ Rule 10b5-1(c)(1)(i)(B)(3)。

⁴³⁷ 關於此處缺失前已有所提及，將可能導致行為人在知悉利空的消息後，終止原先訂定的預定交易計畫，從而規避損失。詳請參閱第三章第一節第二項第三款，有關終止預定交易計畫之內容。

⁴³⁸ See Karl T. Muth, *supra* note 268, at 82.



第二目、與歐盟相較

歐盟對於內線交易之具體完整規定係起源於內線交易協調指令，而後在內線交易及市場濫用指令發布後，目前則是以市場濫用指令為主。而因為歐盟的指令係對於其會員國所頒布的上位概念，具體的實現仍待各國國內的法律加以落實。若是光檢視歐盟指令的規定，可發現其規定僅為抽象性認定，且未有具體的處罰準。

歐盟指令中的例外條款，其規定方式與美國法 Rule 10b5-1 又不盡相同。Rule 10b5-1 係明文規定其為積極抗辯事由，歐盟指令中則有著豁免(exemption)字樣的存在，也有可視為是抗辯條款的事由存在。對於稱之為安全港的豁免條款，若要件符合規定，則直接豁免於指令之外，根本不會有成立內線交易行為指控的問題。然而若探究其他的例外事由，因為市場濫用指令只認為其不應該被視為是內線交易，並未詳細敘述緣由。本文將市場濫用指令中之例外情況區分為兩大類：安全港條款之豁免事由，以及基於行為人未有主觀故意的抗辯條款。

若以市場濫用指令為例，則安定市場行為、國家貨幣政策、獲悉消息前的契約此三項行為，指令條文中明白使用了「不應適用本指令」之字眼，更有直接用上「豁免」字眼的情況，表明了上述三種行為排除於指令規範範圍之外，為豁免之事由。其他例如單純執行業務、併購、研究成果、延遲公佈消息的行為，市場濫用指令則是認為這些行為「不應被視為構成內線交易」而排除內線交易之成立。在市場濫用指令之前的協調指令中，有直接言明行為人不成立內線交易係因為其未使用內線消息的情況。例如在協調指令中，執行他人命令的證券代理商，其所為的交易即因其未利用內線消息而不成立。類似的規定在市場濫用指令中也有出現，然而係直接認定為不構成內線交易，並未說明緣由。但觀察這些例外事由，似乎也可推出其係因為行為人本身並未有主觀利用內線消息之意圖，故而似可認定為抗辯條款之存在。

市場濫用指令係因為規定包含了除內線交易行為以外的市場濫用行為，故而有區分豁免及抗辯事由的意義。然而若單就著眼於內線交易行為之規定，其不論是豁免或是抗辯事由，皆是例外事項。我國草案中的例外條款只有預定交易契約一項，的例外事由來說，相較於市場濫用指令的豁免及抗辯事由計有「安定市場行為」、「國家貨幣金融政策」、「預定之契約義務」、「執行業務之人」、「併購」、「研究」、「延遲公佈消息」等類型，事由十分狹隘。

而在要件的规定上，我國草案的规定也嚴格許多。我國草案有規定行為人所訂立的契約，若不是基於誠信原則，則不得主張其具有抗辯事由，此外草案第9項亦具體規定不得主張抗辯事由的情況。市場濫用指令中有著「獲悉消息前所定



下之契約義務」的例外情況，此項契約義務之成立，似乎也應該要具備誠信原則。然而若是該「契約」並非是獲悉消息前所定，則該契約本不符要件。而若是該契約係基於虛偽不實情事而訂定，則該契約之義務本就不存在，亦未有遵循義務之情況可言。意圖規避的情況似乎也有隱藏的規定在市場濫用指令中。

而對於該預定交易契約上所需具備的要件規定，例如需要為書面、記載決定交易的公式等等，我國於草案第 10 項詳細定之，市場濫用指令中則未規定。這部份的原因也可能係基於市場濫用指令係歐盟對於會員國所發布的上位規則，為概念式的規定。故而僅規定有哪些項目為例外事由似乎已足，詳細的規定則交由各會員國自行規定較為適宜。

此外我國草案尚有規定交易消息明確至公開後 18 小時內之集中交易並無法主張抗辯，此種交易的時間限制，若是基於預定交易契約的類型，市場濫用指令中並無類似限制。然而若是交易事由係基於安定市場之行為，則似乎有交易期間的限制規定存在。若是基於公司的買回自己股份，則依據買回及安定操作豁免規則，則會限制行為人即公司在特定期間內為交易，也會對交易數量、條件加以限制。然而此項限制係規定交易可以進行的時間，與草案規定的交易禁止的時間似乎又不盡相同。

而在斷絕後續影響力的部份，我國草案第 10 項第 3 款禁止行為人無故變更預定交易契約之內容或終止，市場濫用指令中則未有規定。雖說在市場濫用指令中，僅有在獲悉內線消息前所訂定的契約才有成為例外事由的可能，然而指令中並未詳細進一步規定該契約在嗣後是否能加以變動終止。我國草案或許是參酌美國學者所疾呼之疏失而加以規定，然而歐盟指令中甚至未規定變動契約後是否能得主張其為「基於契約義務」而主張抗辯事由，似乎有所疏漏。

對於將例外事由申報與主管機關，我國草案與歐盟指令也都有相似規定。我國草案第 10 項第 4 款規定，行為人應將預定交易契約申報與證交所或是櫃買中心。市場濫用指令中並未對於預定交易契約有類似的規定，而是在安定市場行為中加以規定。若是在公司買回股票或是券商進安定操作時，買回及安定操作豁免規則中皆有規定行為人需向主管機關在一定期間內為報告。報告的內容也需要包含行為人將進行的買回或安定操作計畫的詳細情況，此與我國草案規定應該契約內容報告主管機關之規定目的相同，皆是先使主管機關知悉行為人之行為。除了使行為人的抗辯事由更具有說服力之外，也可以使主管機關得免於重複調查的資源耗費。

至於對於法人的規範，我國草案中並沒有將法人納入抗辯事由的規定中，而歐盟指令中則有規範但並未詳細。市場濫用指令中將公司買回自己股份、券商進



行安定操作的行為認定為豁免行為，進行交易的行為人即公司，自得主張該法人未成立內線交易行為。然而市場濫用指令中並未如同 Rule 10b5-1 中的規定，提及如何認定這些法人的行為是否正確。

第三目、與英國相較

英國法上對於內線交易的規範，係分成刑事及行政兩部份。刑事部份則由刑事正義法中第五部份所規定，行政部份則係由金融服務及市場法規定之。刑事正義法對於內線交易部份之修訂，係在歐盟頒布內線交易協調指令後。歐盟所公佈之指令本就是較為抽象之標準，希望由各會員國依照指令所規定之大綱制定內國法律。英國既身為歐盟之會員國，對於該協調指令自有所尊重，故而該次修法之規定多與協調指令中規定相似。而金融服務及市場法之規定，則與市場濫用指令相去不遠。金融服務及市場法 2005 年有過一次修正，目的即是因應在 2003 年歐盟頒布市場濫用指令後，規範市場濫用行為，其中亦包含內線交易行為。

在刑事正義法中對於內線交易的例外事由，係規定於第 53 條，法條言明其為「抗辯」是否成立內線交易之事由，此種直接言明抗辯類型的規定與 Rule 10b5-1 頗為相似。金融服務及市場法則是基於市場濫用指令加以衍伸，規定了安全港之豁免事由及抗辯的條款兩大類。英國法將內線交易之規定分別規定於刑法及金融服務及市場法中，與我國僅規定於證券交易法中並未相同，然而我國於內線交易處罰時之行政責任或是民、刑事訴訟，皆是分別依據該訴訟性質處理。雖然僅有規定於證券交易法中，仍有對於刑事責任之規範。故而在比較時，本文即將刑事正義法與金融服務及市場法並同提及，與我國法草案比較。

英國法上內線交易抗辯事由之規定，相較於市場濫用指令而言，範圍似乎又更加擴大。但是即便是範圍擴大，英國法上的例外事由卻未包含市場濫用指令中「獲悉消息前所定之契約義務」一項，我國之「預定交易契約」的抗辯事由並未直接規定於英國法現行的抗辯事由中。但是因為英國的市場行為準則中，有規定了若是非基於內線交易之目的，而係基於其他理由所進行的交易得為抗辯事由。此項的「其他理由」，解釋上亦可包含「為履行未知悉內線消息時所預先訂立之契約義務」。若以此邏輯觀之，則英國法上亦包含了我國草案所規定之預定交易契約之抗辯事由。我國內線交易抗辯的草案中唯一例外的事由為「預定交易契約」，相較於英國法中之例外事由，似乎太過稀少。英國刑事正義法與金融服務及市場法之規定中，對於內線交易之幾個相同的例外：為促進市場流通而給予造市者的抗辯、基於未來推測訊息的交易消息抗辯、穩定特定商品之市場價格的抗辯、公權力行為之抗辯。刑事正義法中還有四項其他抗辯之理由：「未期待獲利或避免損失」、「信賴資訊已公開」、「即使未知悉該內線消息仍會進行交易」及傳遞消息時「未預期他人進行交易」。金融服務及市場法則尚有「股份買回計畫」、「非抱持內線交



易目的」、「未基於內線消息交易」、「資訊阻隔措施」、「執行客戶指令」及「收購或併購」等類型的抗辯。

我國草案中有規定若是非基於誠信原則而訂立預定交易契約，則不得主張抗辯事由。這項規定並未見諸於英國法上之規定，然而似乎也不能直接斷言不具有此原則。英國刑事正義法中的抗辯事由，若要認定行為人有符合該事由，本應該應使行為人具備誠信原則而為之，否則再多的抗辯事由也僅是有心行為人鑽漏洞之蹊徑。

而對於抗辯事由要件的規定，我國草案規定的較為嚴謹。草案第 10 項除了規定該預定交易契約應以書面為之，並又詳細規定了該契約所應記載的事項範圍，包括交易標的、金額、數量、時間等等。相較下，刑事正義法中對於抗辯事由之規定，僅是列明行為人所為之哪些行為得以為抗辯事由，但是並未進一步對於該事由所需具備的要件加以詳細規定，抗辯事由之有無則仰賴刑事法庭對於個案之事實加以判定。而金融服務及市場法中，雖說在市場行為準則中有著應紀錄交易之規定⁴³⁹，但是此規定僅是在交易時應加以紀錄證明，並未提及抗辯事由之成立是否應有書面才成立。整體觀之，除了安全港條款中對於安定市場及買回計畫有規定應依照歐盟指令加以說明、申報等，其餘抗辯事由並未規定。或許因為這些抗辯事由即便有明文也是存在於市場行為準則中，係由金融服務局加以認定，為行政上之處理，故而多偏向於個案之判斷。

我國草案規定在成立預定交易契約後，應於二日內將該契約申報與主管機關，一方面是使行為人所訂立的預定交易契約證明力更加足夠，一方面也是避免了主管機關查緝之煩。在英國法上也有類似的規定。在市場行為準則的附件中，英國參考歐盟「買回計畫與金融工具安定操作之豁免指令」，即訂定了相關的規定。在申報主管機關的部份，係指安定初次發行證券價格的情況。該種安定市場的行為係內線交易的豁免事項，但是要成立該事項，仍需遵守參照前述指令所訂定的市場行為準則附件二之規定⁴⁴⁰。行為人必須將表明其將如何進行安定操作、表明安定操作行為的目標證券、期間為何、參與此操作行為的人員等事項，並申報與主管機關。

此外，草案第 11 項亦規定主管機關的公佈義務，英國法上的類似規定，則是對於公司買回自己股份的情況。公司應符合一定的要件並且公佈其買回計畫，並要將該買回計畫所開始、結束、目標等事項公佈大眾⁴⁴¹，公司在交易日後 7 日

⁴³⁹ MAR 1 Annex 1.1.5.

⁴⁴⁰ MAR 2.

⁴⁴¹ MAR 1 Annex 1.1.5.



內公佈其安定操作之行為。我國草案對於公佈的時間，係在行為人預定交易契約期日屆滿後 10 日內公佈。如此在契約效力終結後公佈，得使行為人之交易策略不致因為要申報而無法保密。然而英國法公開規定與我國草案不同之處在於，其規定要公開之事項，係為買回計畫及安定操作，與我國的預定交易契約不盡相同。預定交易契約為行為人自己的投資策略，即使進行中未公佈仍不會侵害太多市場利益；然而若是在安定操作及股份買回的情況，該種情況進行時本就應該揭露使市場得知消息，則將對證券價格造成一定影響，故而規定該兩種行為不應在完成後方公開。且因為此兩行為的特殊性，則要求行為人自行向大眾公佈，與我國規定不盡相同。

第四目、與中國相較

中國法對於內線交易抗辯免責條款係由證券法及刑法兩者共同規定，然刑法中僅規定有內線交易行為時應處以刑罰，並未對內線交易有所定義，故而仍應回歸至證券法檢視內線交易之定義。在內幕交易解釋中規定了 4 種例外於內線交易處罰的情狀，相較於我國草案僅有預定的交易計畫之規定，多出「收購上市公司」、「依據已被揭露之訊息交易」或是「基於正當消息來源交易」的情況。內幕交易解釋中另外的 3 個例外事由，皆可從美國、歐盟及英國法上規定窺見類似事由。「收購上市公司」係於歐盟及英國法中，為了避免公司併購此等增金市場經濟之行為方遭受內線交易之風險而設。「基於正當消息來源而交易」之例外規定，或許亦可參見歐盟指令中「研究」之規定，因自己研究市場上經濟狀況而推測目標證券之市場行情進行交易，此時因資訊係基於己身而來，故而具有正當性，不該當內線交易之情況。

至於要件部份，內幕交易解釋與我國有相同規定的「預定交易計畫」之規定，係免除按照事先訂立的書面契約、指令、計劃而進行的證券、期貨交易有成立內線交易的情況。中國的內幕交易解釋中與我草案相同，也規定此例外情況需要該交易計畫以書面為之。然內幕交易解釋中則未有如我國草案規定嚴格，草案第 10 項除了規定該預定交易契約應以書面為之，並又詳細規定了該契約所應記載的事項範圍，包括交易標的、金額、數量、時間等等。然反觀內幕交易解釋規定中，並未有要求交易計畫需揭露公式、算式或是記明買賣時間等，也未規定事後契約得否變動、變動效果如何。此種放寬或許是為了避免此一例外條款太過嚴格，然亦有學者擔憂此將大開後門⁴⁴²使有心人士進行內線交易之防護罩。

我國草案第 11 項尚有規定交易消息明確至公開後 18 小時內之集中交易並無

⁴⁴² 參閱謝杰，前揭註 168，頁 145。



法主張抗辯，此種交易的時間限制，在內幕交易解釋中則付之闕如。內幕交易解釋中依據已被揭露之訊息交易為例外之情況，然中國現行法上並未如我國證券交易法一般定義閉鎖期間，內幕交易解釋中又未著墨此處。將可能導致有心人士將重大消息形式公佈後，瞬即進行交易，然此時該重大消息實際上仍未為大眾所知，仍然造成實質上交易資訊不公平。

我國草案第 10 項第 4 款中，尚規定行為人若有預定交易計畫之契約，則需先向主管機關加以申報，然中國法上則未有類似規定。至於交易契約嗣後公告之情況，亦未有相關規定。如此將造成預定交易計畫例外事由的法律風險，該預定交易之契約如何認定係行為人知悉重大事由前所訂定？此一疑慮無法消除，解決之方法僅有依靠當事人自行舉證，再由判斷之機關或法院依據個案觀察之，然如此一來更圖添困擾。

第五目、與日本相較

日本因 2006 年修法後將內線交易之規定移至金融商品交易法中，因日本此次修法係希望將所有金融商品之交易類型全部規定到同一部法律中，故而有關之處罰、刑度亦包含在此法中。

金融商品交易法所規定關於內線交易例外事由的類型，係包含「新股認購權」、「新股預約權及選擇權」、「因法令所生之義務」、「公司基於正當理由購入自己股份」、「買賣公司債」、「未進行交易之人」與「預定交易計畫」等多種事由。此些事由與其他國家規定之例外事由有些許不同，例如新股認購權之行使，日本法中係認定此權利本就是擁有選擇權之人所有，故而其行使認購之權利亦僅為合法行使，故而為例外原因。然而其實際上，若該擁有選擇權之人係知悉重大消息後而實現其選擇權，實際上亦產生行為人知悉內線消息而獲有股票之結果，此中理論與實質間可能產生之落差，亦值得思量。

預定交易計畫為日本法及我國草案中皆有規定之例外事由，然我國草案規定較為詳盡，日本金融商品交易法中則較為概括。其僅規定預先交易計畫或其他類似的特別情事係在執行知悉重大消息前之契約，但針對契約內容之要件規範，金融商品交易法第 166 條中並未如同我國草案中針對契約形式、內容等要件等加以詳細要求。

第三款、小結

我國目前修草條文中，規定的例外事由僅由預定交易計畫契約，且要件十分嚴格。在草案第 10 項即規定：



「第八項前段之買賣有價證券契約，應符合下列要件：

一、以書面為之，並載明下列事項：

- (一)訂立之日期及存續期間。
- (二)有價證券之買賣數量或交易金額。
- (三)有價證券之買賣價格及執行日期。
- (四)受委任執行有價證券買賣之人。

二、前款第二目及第三目之有價證券買賣數量、交易金額、買賣價格及執行日期，係依固定公式或電腦程式決定者，應於契約載明其公式或電腦程式內容。

三、行為人無正當理由不得變更契約內容或終止買賣，亦不得影響受任人執行方式。行為人或受任人於契約存續期間另行從事相關避險交易者，視為變更契約內容。

四、行為人已於契約訂立後二日內將契約副本申報下列機構：

- (一)契約買賣標的之有價證券在證券交易所上市買賣者，申報證券交易所。
- (二)契約買賣標的之有價證券在證券商營業處所買賣者，申報證券櫃檯買賣中心。」

該預定交易契約，不僅需要書面、載明交易依據之公式、存續期間等，也規定申報主管機關之必要。立法者係欲杜絕有心人士以此抗辯事由鑽法律漏洞的可能，故而詳細規定各種要件，也規定斷絕後續影響力、嗣後申報等使該契約更為可信之限制。且在草案第8項的但書中亦規定誠信原則之適用，若有「意圖規避」的狀況，也不能免除內線交易之責任，避免有心人士以抗辯條款為媒介，大開內線交易之大門。

草案規定的要件相較於外國立法例，的確較為嚴格，然此部份之考量應肇因於我國實務上之結果，因內線交易案件之定罪率低，故而立法者不願意給予被告過多的訴訟上防禦武器，避免抗辯條款又成為規避罪行之保護傘。

第三節、抗辯之實務案例

內線交易的抗辯免責條款雖然在我國尚未有明文，然而在我國實務上仍有部



份案例談及此方面議題，抗辯之理由固然是由被告所提出，有部份事由與外國立法例中的抗辯事由相似。然而法院並未一概肯定或否認抗辯事由之存在，即便承認抗辯事由，也未必即判決被告無罪。。

第一項、因主管機關規定而交易

第一款、台灣煉鐵公司案

(一) 案例事實：

台灣煉鐵公司於 1988 年 2 月 29 日，將其位於汐止之場地約 13 萬 2,061 平方公尺出售，售價為新台幣 17 億元。而因該筆進帳，該公司當年上半年之財務報告即由稅後淨損轉為稅後淨利，但該公司並未將此筆交易公佈。同年 3 月 9 日及 19 日，台灣煉鐵公司之董事長陳某透過集中交易市場，共買進該公司股票 40 萬股。同年 7 月 6 日，報章媒體披露台灣煉鐵公司出售土地之交易一事，台灣證交所調查後，該公司方將該筆售地資訊公開。檢方認為董事長陳某在重大消息未公開前進行交易，故而對其以內線交易罪加以起訴。被告則抗辯其購入股票並非基於內線交易之目的，而係為滿足董、監事持股比例，應主管機關之要求而購入股票。

(二) 法院認定：

一審⁴⁴³及二審⁴⁴⁴的法院採取相同立場，認為被告雖辯稱「買入股票係為補足董事持股之不足，而非為圖得利益」。然而其在知悉內線消息的情況下購入股票，且買入後未曾賣出，故不得以此為理由免責。補足董、監事持股比例之理由並非法院所認可的內線交易免責事由。

第二款、楊鐵公司案

(一) 案例事實：

乙為股票上市之國豐興業股份有限公司（以下稱國豐公司）、楊鐵工廠股份有限公司（以下稱楊鐵公司）、南港輪胎股份有限公司（以下稱南港公司）之所謂「國豐集團」之董事長兼總經理。楊鐵公司於民國 88 年上半季，經會計師查核後認稅後虧損為 5908 萬 2609 元，將嚴重影響楊鐵公司之股價，故該公司在 88 年 4 月 26

⁴⁴³ 臺北地方法院 78 年度易字第 1031 號。

⁴⁴⁴ 臺灣高等法院 78 年度上易字第 2428 號刑事判決。



日之董監事聯席會議中，決議將公司所有坐落台中縣太平市○○段 98 建號等建物 25 筆及同地段 814 地號等土地 32 筆，共 57 筆授董事長乙全權處理，加以出售。乙找來其兄長甲出資，並以第三人周彥暢之名義購買。楊鐵公司出售土地後所得之利益達 11 億 8217 萬 5 千元，而此筆進帳則使楊鐵公司 88 年度前三季之稅後盈餘數字，由營業損失 1422 萬 8 千元，變為稅後盈餘 11 億 9628 萬 9072 元，此項自屬對楊鐵公司有重大影響其股票價格之利多消息。

而國豐公司因長期股權投資淨額佔股東權益比率超限，台灣證券交易所即要求國豐公司於 88 年 6 月 30 日前依規定改善完畢。乙乃於 88 年 5 月 19 日至 21 日將國豐公司所持有之楊鐵公司股票，及其妻賴秋貴名義持有之楊鐵公司股票大量賣出，致楊鐵公司股票每股約在 23 元左右。其後，甲乙兩人又於同年 5 月及 6 月間，多次利用多個人頭帳戶連續以高價大量買進楊鐵公司股票，合計共買進楊鐵公司股票 3618 萬 1 千股，祇賣出 39 萬 4 千股。楊鐵公司經此操作，股價由 5 月 25 日之跌停價 21.9 元，向上漲至 6 月 28 日之 40 元。乙隨於 88 年 7 月 2 日下午 2 時 38 分許，在股市觀測站及媒體公布楊鐵公司出售上開房屋土地，因而可獲利 11 億 5 千萬元，每股盈餘將逾 10 元之重大利多消息，楊鐵公司之股價更於 5 月 20 日上漲至每股 73.5 元。乙又於 88 年 5 月 19 日至 21 日間，將國豐公司及其妻賴秋貴名義下之楊鐵股票賣出，共計 548 萬 8 千股

（二）法院認定：

1. 一審法院⁴⁴⁵認被告係因證交所要求行事，無內線交易情事：

法院認為乙之配偶賴秋貴於 88 年 5 月間賣出楊鐵公司股票之行為，係為賴秋貴之個人行為，於本件訴訟上無從認定與甲乙二人有關。法院更進一步接受被告所提出抗辯，認為被告之所以出售股票係為了遵守證交所提出之要求。「...按楊鐵公司之內部人國豐公司於八十八年五月二十一日固有賣出楊鐵公司股票，惟被告辯稱此乃因為證交所來函要求國豐公司必需出脫手中持股所致，經查：證交所確實於八十八年五月四日以該公司台證上字第一二七五〇號函要求國豐公司因該公司長期股權投資淨額佔股東權益比率超限，而要求國豐公司於八十八年六月三十日前依規定改善完畢...，故國豐公司依證交所上開函文之要求賣出其所持有之楊鐵公司股票，核與被告所辯內容並無不符...」此外，法院所持的另一個見解係認為，國豐公司在此消息未公開期間，並無大肆購買楊鐵公司股票，故而無炒作股票的情況。

2. 二審法院⁴⁴⁶則推翻地方法院之見解：

⁴⁴⁵ 臺灣臺北地方法院 91 年度訴字第 9 號刑事判決。



法院認為楊鐵公司在決定出售土地時，即已授權負責人乙全權處理，乙也有與其兄甲洽談此事，並簽訂買賣契約，甲乙明顯早就知悉此重大情事。而甲乙在重大消息公佈前，大量買進楊鐵公司股票，又在重大消息公開後賣出，「利用內線消息，炒作股票，彰彰甚明」。二審法院雖然承認證交所的確有對國豐公司發函，要求國豐公司於八十八年六月三十日前依規定改善完畢長期股權投資淨額佔股東權益比率超限一事，然而法院並未就此部份加以論述。但就法院論述之文字觀察之，似乎是認為被告甲乙二人既然已經知悉重大消息，又在消息公開前對目標公司的股票進行交易，有此行為即成立內線交易，證交所改善的函令並不得成為內線交易罪豁免的原因。

3.然而二審法院的見解瞬即又遭到最高法院⁴⁴⁷駁斥，最高法院認二審法院判決之理由並不完備，因為二審法院並未將被告行為之意圖憑證敘明，故而撤銷二審之判決發回更審。

4.更一審⁴⁴⁸及更二審⁴⁴⁹法院之認定皆同原一審判決：

更一審及更二審法院皆同意被告並非利用人頭帳戶進行股票買進之行為，該各帳戶之交易行為係出於帳戶主人行為，與甲乙二人無關。而嗣後乙將國豐公司及其妻賴秋貴名義下之楊鐵股票賣出之行為，也認為乙妻賴秋貴之出售行為與乙無涉。國風公司出賣股票之部份，則肯認乙係為符合證交於88年5月4日所發之台證上字第12750號函，要求國豐公司因該公司長期股權投資淨額佔股東權益比率超限，而要求國豐公司於88年6月30日前依規定改善完畢之函令行事，故而「自難認被告乙○○有公訴人所指之內線交易犯行甚明。」

其後檢方雖又對更二審判決上訴，然而最高法院⁴⁵⁰認為並無期他積極證據能證明甲乙之犯行，而駁回檢方之上訴。除了二審法院之反對見解，其餘法院似乎皆是支持被告所提出「依循主管機關所下達之指令」之抗辯，而不認為被告應成立內線交易罪。法院採取此見解，似乎也是為了避免被告進入動輒得咎的狀態。因主管機關所下達之函令，若是未被遵從，主管機關有權得對其下達行政處分。若未肯認此種抗辯理由，行為人明明是遵守函令卻需面對刑事訴追，或是其為避免刑事責任而遭受行政處罰，兩種情況下皆對行為人不甚公平。

⁴⁴⁶ 臺灣高等法院刑事判決 93 年度金上重訴字第 4 號。

⁴⁴⁷ 最高法院刑事判決 96 年度台上字第 5055 號。

⁴⁴⁸ 臺灣高等法院 96 年度金上重更(一)字第 56 號刑事判決。

⁴⁴⁹ 臺灣高等法院 98 年度金上重更(二)字第 11 號刑事判決。

⁴⁵⁰ 最高法院 98 年度台上字第 5959 號刑事判決。



第二項、遭斷頭

第一款、華票公司案

(一) 案例事實：

張甲兼任同光公司及福光公司董事長一職，張乙則為兩家公司的董事。1992年間，福光公司為籌集資金，請中華票券公司發行商業本票。其兩人提供自己持有的同光公司股票共450張給華票質押。其後，同光公司資金出現問題而跳票，同年10月19日華票台南分公司經理王某得知後，即與福光公司董事周某連絡，經徵得張甲同意出售質押股票後，立即電告華票總經理傅某，以華票經理蔡某之名義，於10月20日10時許，將質押的同光市場股票在市場出售。同日下午收盤後，同光公司遭退票消息方由公司通知證交所加以公告。同光公司的股價，在此後數日，從19.73元持續下跌到10月24日的14.94元。張甲即因此被依內線交易罪加以起訴。

(二) 法院認定：

雖張甲辯稱其出賣股票之行為並非為對於個人或是福光、同光公司之利益為之，且也沒有故意要賣出股票，但是一審⁴⁵¹及二審⁴⁵²法院皆認為華票公司出賣股票的行為係：「1992年10月20日約9時許……以電話取得董事長張甲之同意」。故張甲係明知且允許次出賣質押股票的行為發生。此外，償還華票債務可使同光及福光公司可保有一定數額之保證額度，並非全無利益，故判決張甲成立內線交易罪。

張甲係在同光公司跳票的利空消息公開前賣出該公司股票，雖其股票出賣的行為係由華票公司即質押單位所執行，且賣出股票後得使同光公司保有一定的信用額度而具有利益，但張甲同意此一賣出舉動似乎才是法院認為張甲有罪的最大原因。因為法院在判決敘述中，係論及張甲知悉此跳票事實而又同意出售股票一事，似乎可推論法院係認為張甲具備主觀犯意。

⁴⁵¹ 台灣台南地方法院83年度訴字第2280號刑事判決。

⁴⁵² 台灣高等法院台南分院84年度上訴字第2178號刑事判決。



第二款、金島案

(一) 案例事實：

1995 年 6 月到 1996 年 2 月間，金島公司以關係企業正豐公司的股票 5,766 張作為擔保，向中聯信託公司借款。1996 年 8 月，金島公司及正豐公司均發生週轉不靈，擔任金島及正豐公司董事長之廖某及陳某預期正豐公司即將發生週轉不靈，於是同意由中聯信託公司在同年 8 月 26 日、27 日賣出質押股票 768 張，用以償還債務。在同年 8 月 28 日至 31 日，金島公司董事長廖某又從中聯信託公司領回 1600 張質押股票，並立即出售。同年 8 月 31 日正豐公司跳票 3000 萬元，9 月 5 日對外公佈跳票的利空消息，9 月 23 日起，正豐公司股票變更全額交割股。

(二) 法院認定：

法院⁴⁵³認定廖某與陳某係被動出售股票之人，因為該股票之所有權雖在金島公司名義之下，但是既已質押與中聯信託公司，是故「被告 2 人既非主導出售正豐公司股票者，且該等股票已質押予債權人即中聯信託公司，事實上亦無出售該等股票之決定權，則彼等當是在主觀上是否確有『獲悉重大影響股票價格消息而賣出股票』之犯意，即非無疑」。且法院認為中聯信託公司出售股票 768 張之後，金島公司仍無法償還全部債務，中聯信託公司方決定繼續出售質押股票。而因該公司人手不足，才委由廖某及陳某兩人自行取回股票出售，並非「預知該等偶發情況而先行謀劃出售原先質押」的股票，因此被告「在客觀上雖有於正豐公司發生跳票 3000 萬前陸續出售正豐公司股票之行為，惟彼等主觀上既未具有『獲悉正豐公司即將發生退票 3000 萬元之重大影響股票價格消息而出售股票』之犯意」，不能構成犯罪。

法院對於本案的判決與華票公司案截然不同，在華票公司案中，法院認定被告有罪之原因，正是因為質押人詢問被告是否出售股票返還借款，而被告表示同意，因而法院才認定被告有主觀上的故意。本案與華票公司案相類，且本案中係被告自行將股票取出、出售，然法院認為本案被告「非主導出售」之人而判決未有內線交易的罪行，兩者判斷標準不一，令人存疑。

第三款、尖美公司案

(一) 案例事實：

⁴⁵³ 臺灣臺北地方法院 87 年度易字第 3913 號刑事判決。



張某為尖美建設股份有限公司（下稱尖美公司）副總經理及聖豐營造股份有限公司（下稱盛豐公司）董事長。在 87 年間聖豐公司因受承包東山河工程發生財務危機，尖美公司受到拖累損失九億一千餘萬元。此外尖美公司轉投資子公司投資，卻遭到虧損因而虧損六億二千餘萬元。當時擔任尖美公司副總經理及聖公司董事長的張某自 88 年 1 月 11 起至 22 日止，大量賣出自己及以聖豐公司名義所持有尖美公司股票，共計 2,000 餘張，得款 2000 餘萬元。88 年 2 月 5 日，尖美公司所召開的董事會即決議調降財測。同年 2 月 6 日，尖美公司於公開觀測站發布：「本公司之營運概況，更新後每股虧損 2.42 元」等調降 87 年度財務預測之訊息。

（二）法院認定：

法院⁴⁵⁴認為張某早已預見其所質押的擔保股票價值不夠償還借款，故而認定其成立內線交易罪：「被告抗辯因融資擔保維持率不足而遭斷頭，因質押擔保品不足而被斷頭並非事實。加以案發當時，尖美公司股票價格持續下跌，被告對於『聖豐公司以融資買進或向銀行質借之股票，必將因融資擔保維持率或質押擔保品不足而遭斷頭』乙節，早有預見」。張某則抗辯其並不知悉要調降財報預測一事：「...88 年 1 月間起，尖美公司股票價格持續下跌，聖豐公司以融資方式買進之股票，因融資擔保維持率不足而遭斷頭，另伊持向銀行質押借款之股票，亦因質押擔保品不足而被斷頭，並不知悉要調降財務預測」等語。但是法院認為張某得預測到質押股票會被賣出的事實，且實際上也有賣出的行為，故而成內線交易罪。

第四款、東隆五金公司案

（一）案例事實：

范芳源及范芳魁兩人分別為東隆五金公司的董事長及總經理，均為東隆公司之商業負責人及從事業務之人，掌控公司之經營權及保管該公司公債票券及小印、大印。而兩人自 84 年 5 月起，為了取得公司之經營權，以兩人持有之東隆公司的股票向銀行及金主質借鉅款，並央請金主出面購買東隆公司股票。然其後范芳魁資金週轉不靈，又懼怕銀行及債主行使質權處分股票，即欲動用東隆公司之資金償還債務。范芳魁遂與范芳源共謀，利用其保管大印、小印的機會，趁機挪用公司資產。在 86 年 2 月到 3 月間，范芳源及范芳魁兩人指示不知情之總經理室經理葉增榮、財務部副理邱美惠兩人，將東隆公司所持有之公債債券、可轉讓之定存單為標的，以不知情之王文澤、黃志尚、黃建昌、黃志堅、邱士韜等人名義，向銀行質借款項，共三億八千萬元，供己資金週轉。

⁴⁵⁴ 參見台灣高雄地方法院 90 年度訴字第 2171 號刑事判決。



86年7月東隆公司以償還銀行債務之理由辦理增資，范芳魁即於86年8月利用李宜霞、邱世薰及劉淑櫻等人頭戶認購新股。而因是時范芳魁資金不足，故其以該股票為標的，向復華證券金融公司辦理借款，還款期限為87年8月。而至87年9月，范芳魁仍未將86年間挪用之金額返還東隆公司，公司之財務有缺口存在。其後於87年9月15至10月7日期間，范芳魁在86年間以他人名義認購之增資新股被全數賣出，金額達136,030,000元。

檢方認為范芳魁明知「……發行股票公司之董事、監察人、經理人、持有該公司股份超過百分之十股東、基於職業或控制關係獲悉消息之人，獲悉該公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息未公開前，不得對該公司之上市股票買入或賣出」之行為，竟於八十七年九月十五日至十月七日期間，深知彼等大量挪用東隆公司資產填補私人債務之消息公開後，東隆公司將爆發財務危機，而於八十七年九月二十五日違約交割前，指使葉增榮於復華證券高福分公司喊盤下單賣出渠八十六年八月間使用李宜霞、邱世薰及劉淑櫻等人頭戶認購之東隆公司增資股票三、四五〇千股，金額達一三六、〇三〇、〇〇〇元，涉嫌內線交易起訴……。」

（二）法院認定：

1. 法院在一審⁴⁵⁵、二審⁴⁵⁶中皆是認為范芳魁並未有進行內線交易之行為：

雖然范芳魁係為東隆公司之內部人，其挪用公司資產以致財務出現問題一事，亦為對公司營運上之重大消息，然而法院認為范芳魁係因對於復華證券金融公司借款期日到期未償還而導致股票遭到出售，並非是為了避免掏空消息公開後遭受損失之先手。且法院並以短線交易之歸入權制度加以參考，認為「參諸證券交易法施行細則第七條對『存款不足之退票、拒絕往來或其他喪失債信情事者』，因為對股東權益或證券價格有重大影響，惟須行為人亦因此重大消息未公開前買入或賣出股票有所獲利始足當之。又上市、上櫃公司董、監事，因質押之股票遭金融機構斷頭等非自發性或不可歸責之原因，導致持股不足而買進股票時，不算入短線交易額度；即被銀行斷頭之股票造成董監事持股不足時，因此而買進之股票，公司不可以此行為行使歸入權。」法院認為被告范芳魁並未有故意在重大消息公開前出脫持股之行為，亦無證據證明其因此賣出股票獲利，故其所為與證券交易法第一百五十七條之一第一項規定之構成要件尚有不符。

在東隆五金案第一、二審法院的見解，推論起來即是採取利用說之意見。必須要認定行為人有故意利用該重大消息後，方得成立內線交易之罪。故而若是行

⁴⁵⁵ 台灣台北地方法院 88 年度訴字第 292 號刑事判決。

⁴⁵⁶ 台灣高等法院 88 年度上重訴字第 39 號刑事判決。



為人並非基於利用該重大消息之意圖，而僅被外力推著去賣出持股，即便其知悉重大消息亦不會成立內線交易罪名。

2.三審法院⁴⁵⁷及更審⁴⁵⁸法院皆採取不同之見解，言明應依照「平等取得資訊理論」為處理。

三審法院發回更審，更審法院認為依照資訊平等取得理論，若是「公司內部人於知悉公司之內部消息後，若於未公開該內部消息前，即在證券市場與不知該消息之一般投資人為對等交易，則該行為本身即已破壞證券市場交易制度之公平性，足以影響一般投資人對證券市場之公正性、健全性之信賴，而應予以非難。而此內線交易之禁止，僅須內部人具備『獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息』及『在該消息未公開前，對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票，買入或賣出』此二形式要件即成，並未規定行為人主觀目的之要件。故內部人於知悉消息後，並買賣股票，是否有藉該交易獲利或避免損失之主觀意圖，應不影響其犯罪之成立；且該內部人是否因該內線交易而獲利益，亦無足問，即本罪之性質，應解為即成犯（或行為犯、舉動犯），而非結果犯。」更審法院也針對一、二審法院參考歸入權之看法有所回應，認為該歸入權之豁免係基於公開發行公司董事、監察人因「非自發性之行為或非可歸責於自己之事由」，造成持股成數不足時，補足的持股成數方不列入。而「非自發性之行為或非可歸責於自己之事由」，係指「其他董事持股質押而遭金融機構強制賣出」，並未包括「董事自行決定斷頭賣出之行為」。故而若是自行決定賣出，則非屬「非自發性之行為或非可歸責於自己之事由」。本案中范芳魁雖係質借期限到期，然而賣出股票係為自己之決定，並非由金融機構直接進行賣出的「斷頭」行為，故而不應有上述之例外可循。范芳魁既已知悉重大消息，又在消息公開前賣出股票，且又不是「非自發性行為」，自然應成立內線交易罪。

由上述法院見解，亦可輕易看出更審法院係採獲悉說見解，行為人若是一旦知悉消息而在消息公開前交易，若其未有得例外之原因，即應成立內線交易之罪並不去探討行為人主觀上是否有使用重大消息之意圖。而此處認為得為抗辯原因的「非自發性之行為或非可歸責於自己之事由」，在本案中則是因為被告係自行賣出股票而非由金融機構為出售股票的主體，故而認定不得以此理由免責。但是若自反面思考，法院之見解似乎即為：在被告符合該例外事由時，則應不成立內線交易，似乎也有抗辯事由之影子。

⁴⁵⁷ 最高法院 91 年度台上字第 3037 號刑事判決。

⁴⁵⁸ 台灣高等法院 91 年度上重更(一)字第 25 號刑事判決。



第五款、福懋油脂

(一) 案例事實：

子○○、卯○○、戊○○分係股票上市公司福懋油脂股份有限公司（下簡稱福懋油脂公司）之副董事長、副總經理、監察人，子○○更因此任福懋油脂公司轉投資之耀福公司、福平公司、福臨門公司之董事長，並自行投資設立灝福公司、慧弘公司（87年9月前由卯○○任董事長）、潤霖公司，除潤霖公司由妻張惠珍為名義董事長外，餘均自任名義、實際董事長。惟因灝福、潤霖、慧弘三家公司於現金增資、貸款、發行商業本票時均以福懋油脂公司之股票（下簡稱福懋油股票）向多家銀行、證券金融股份有限公司為融資擔保，約定擔保品維持率不足一定比率時，應補繳差額，倘未能於期限內補繳，銀行、證券金融股份有限公司有權自行拍賣處分清償債權等條件。

詎子○○因見87年8月底福懋油脂公司股票市場交易價格即將跌破每股新臺幣（下同）三十五元，為恐該股票市場交易價格持續走低，必導致擔保品維持率不足，融資單位繼之緊縮銀根，上開公司將遭受重大損失，遂與卯○○、卯○○之弟寅○○及戊○○四人基於犯意之聯絡，意圖抬高福懋油脂公司股票在證券交易所集中交易之交易價格。而利用子○○、卯○○擔任灝福、耀福、慧弘、潤霖公司職務之便，於上述公司開設於證券公司之帳戶買賣股票；另子○○、戊○○也利用其兩人擔任福平、福臨門公司職位之便，利用兩公司於證券公司之帳戶買賣股票；另，高明公司、誠信公司之董事長則雖為黃○○，但此二家公司亦為福懋油脂公司之轉投資公司，且於證券公司負責營業員均與前開灝福、耀福、慧弘、潤霖、福平、福臨門等公司之業務營業員同一，子○○、卯○○、戊○○均熟識且知悉二公司之營業帳戶之便，而能自由操作之帳戶；連續由子○○指示卯○○、戊○○，或卯○○公忙時則由卯○○指示寅○○代之，分別用電話聯絡證券公司業務員下單買賣福懋油脂公司股票，以「高買低賣」之方式，試圖抬高福懋油脂公司之股價。嗣因財政部證券暨期貨管理委員會（下稱證期會）依該會有價證券監視報告函送偵辦案件作業要點第2條規定，發現福懋油股票交易異常，並符合該條標準，提出告發。

(二) 法院認定

本案一審法院⁴⁵⁹認為，至被告戊○○雖辯稱其之所以會賣出835,000股福懋油脂公司的股票，係因該批股票是於86年12月時融資買進，因融資期限將屆，經金豪證券營業員吳世恆通知，為避免遭斷頭而賣出，故始於87年11月13日大量

⁴⁵⁹ 臺灣臺北地方法院89年度訴字第241號刑事判決。



賣出福懋油脂公司股票。惟經訊之證人吳世恆證稱：伊並未曾於86年12月時通知被告戊○○其以融資買進的福懋油脂公司股票擔保品不足，且融資期限屆至，而將遭斷頭，且該案實際上並無人做斷頭通知等語。法院又參酌證期會所提出之投資人集團買賣股票明細表，載明87年11月13日戊○○所指示賣出835,000股之福懋油脂公司股票中，其中597,000股竟係現股賣出，而非融資賣出，顯與被告所述因融資期限將屆，為避免遭斷頭而賣出股票的陳述不符，故而法院認被告戊○○所辯，顯係卸責之詞，不足採信。二審法院⁴⁶⁰亦同意原審法院之見解，認為被告之抗辯並不成立，駁回被告之上訴。

法院最後採取被告有成立內線交易之見解，係因被告自己用現股賣出，與其抗辯「因融資到期而遭融資機構賣出」之說法不符合。然法院之見解若是以反面去思考，法院是否將「因融資到期而遭融資機構賣出」視為一抗辯的理由，若是被告戊○○賣出股票時，的確是因營業員工告知其融資股票即將遭斷頭而賣出，法院對於戊○○之行為似乎就可能認為其未有主觀上犯意而不成立內線交易。

第三項、預定交易計畫、契約

第一款、琨詰案

(一) 案例事實：

乙○○自民國94年6月27日起至96年4月2日改組前，擔任琨詰科技股份有限公司（於96年4月23日更名為勝昱科技股份有限公司，以下仍以本案發生時之名稱琨詰公司稱之，該公司股票於89年1月27日起在財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心上櫃交易）之董事長，綜理公司全部決策事宜，亦兼任琨詰公司子公司琨詰應用材料科技公司（以下簡稱琨詰材料公司）董事長；鐘淳淵係琨詰公司之副總經理，亦為公司董事（於95年7月19日解任），負責綜理公司財務、業務之決策事宜。丁○○則為乙○○之妻。

乙○○於94年6、7月間，認為由林國華擔任實際負責人之司峰電子股份有限公司（下稱司峰公司）所生產之元件前景看好，為求提升琨詰公司之營業額，遂與司峰公司實際負責人林國華訂定合作計畫，訂定「營業業務推廣合約書」，另由子公司琨詰材料公司與寶展公司簽訂「租賃契約」，由琨詰公司生產司峰公司原先所生產之元件，並約定移轉重要客戶光寶公司（為司峰公司最大客戶，交易額，

⁴⁶⁰ 臺灣高等法院91年度上訴字第552號刑事判決。



占此合作計畫之百分之 60 額度) 之訂單、分紅抽成等事項。此二契約使琨詰公司正式跨入電子業，營收大幅增加，生產該元件之營收淨額並佔近 50%，成為琨詰公司之重要營收項目。然因司峰公司初時並未依約移轉光寶公司之訂單，琨詰公司為了實現獲利，反而出資為司峰公司購料，由司峰公司直接將成品交給光寶公司。且司峰公司並未在取得產品時付款，光寶公司亦將貨款依照其與司峰公司當初約定的條件，直接給予司峰公司之香港分公司進寶公司，使司峰公司(以司峰、進寶公司名義)累積對琨詰公司之應付款項遲未給付。自 94 年 12 月 25 日起，即有進寶公司到期應收款項開始無法回收，因而造成琨詰公司之嚴重虧損。是系爭合作計畫，自一開始除造成琨詰公司帳面上營收金額增加外，卻導致琨詰公司實質上之虧損。

乙○○、鐘淳淵均參加 95 年 1 月 12 日琨詰公司第八次董事會議，知悉公司獨立董事子○○在董事會報告，若司峰公司不移轉客戶，應終止與司峰公司之合約，董事會對此均表同意之事實。又乙○○、鐘淳淵均參加 95 年 2 月 20 日琨詰公司第九次董事會議，在會議中知悉，子○○等人與林國華談判破裂，司峰公司確定無法將光寶公司等重要客戶移轉給琨詰公司，是以子○○在董事會中正式報告要解除與司峰公司之契約，其後並告知林國華表示要解除契約，並以同年 3 月 1 日為結束合作之基準日，至此確立琨詰公司將與司峰公司解約之目標。乙○○、鐘淳淵均明知琨詰公司於 95 年 3 月 18 日，為進行解除契約之點交事項，派員前往中國大陸盤點，且隨後雙方於 95 年 3 月 20 日正式解約。琨詰公司於 95 年 5 月 5 日 18 時 44 分 40 秒在公開資訊觀測站公告上開解除契約，並追溯自 95 年 3 月 20 日起生效。

95 年 3 月 20 日至 95 年 5 月 5 日間，乙○○自行，或丁○○依據乙○○指示之數量、價格，由乙○○帳戶賣出琨詰公司 727,000 股，得款 5,904,680 元。另丁○○又以自己、黃彩月、黃彩雯、徐偉峰、徐偉航之帳戶，賣出琨詰公司股票 1,036,000 股。乙○○及丁○○總計得款 1,566 萬 3,400 元，將款項做為支付房屋貸款，或琨詰公司周轉費用。鐘淳淵則於同樣的期間，將其出資、實際管理使用之琨詰公司股票置於自己，及不知情之李亞玲、鍾秀琴、鍾政霖在元大京華證券板橋分公司之證券帳戶，並將股票賣出，總計賣出 1,736,000 股，得款 1,232 萬 1,210 元。

(二) 法院認定：

一審法院⁴⁶¹因乙○○、丁○○在偵查、準備程序及審理時均供認不諱，已自認犯行，故而自成立內線交易罪無疑。然鐘淳淵提出其自退休後未有收入，出售股票

⁴⁶¹ 臺灣板橋地方法院 96 年度訴字第 3355 號刑事判決。



乃為維持生活，且對琨詰公司解除契約一事並不清楚。惟法院認為鐘淳淵至遲於 95 年 3 月 2 日已知悉要解除契約，雖自 95 年 3 月 1 日起至同年 3 月 20 日止並未買賣股票。惟琨詰公司與司峰公司因解約事宜繁雜，雙方一直在進行溝通與確認，持續進行，而被告鐘淳淵身為琨詰公司董事，於 95 年間均有參加董事會，對於公司業務發展情形頗為關心，其已知悉公司將 95 年 3 月 1 日作為與司峰公司解約之時點，惟後續仍需經雙方洽談、實際簽署契約等相關事宜，琨詰公司何時將此重大訊息公告，應為被告鐘淳淵在出賣股票所應瞭解、確認之事。故而認定「... 被告鐘淳淵無視公司有無公告，即自 95 年 4 月 4 日起至同年 5 月 5 日公告前，以自己及親友名義，密集而大量地出售股票，堪認被告鐘淳淵獲悉此一重大訊息，在該消息尚未公開前即出售股票，主觀上並未毫無所悉，至少有不確定故意，核與內線交易罪之構成要件相當。」

被告鐘淳淵雖辯稱其於 92 年間自琨詰公司退休，自 93 年 4 月即在慈心基金會擔任全職義工，因義工係無給職，為支出生活費用、維持家計，即開始出售股票，從未間斷，縱使於 95 年 5 月 5 日公告解約後，仍繼續出售股票，可知解約一事與被告出售股票並無因果關係，且其亦提出行政院 96 年 10 月 31 日通過證券交易法修正草案，主張其行為符合草案 157 條之 1 第 8 項之豁免條款。然而法院認為草案尚未通過，故而不得以此為主張。且雖草案有其學理依據，然草案之規定與鐘淳淵之行為仍有不符。蓋因上開草案規定公司內部人須證明其交易行為是「持續 6 個月以上定期定額買賣同額之交易」、「與持續 6 個月以上依固定公式決定交易內容之相同內容之交易」，惟本案中被告鐘淳淵提出之交易明細資料，可知被告出售琨詰公司股票之期間、金額及張數均非固定，並非該修正草案所載之定期定額買賣或以固定公式決定內容之交易，顯係被告在當時衡量各種情形後選擇較佳「買點」或「賣點」而為股票買賣，與上揭所討論應排除於內線交易範圍之持續性理財行為不符，故而法院認定鐘淳淵抗辯之理由仍不足採。

二審法院則認為被告之抗辯堪足採信，故而改判鐘淳淵減輕刑期。然，最高法院⁴⁶²基於資訊公開之原則，而認為二審法院並沒詳細交待為何被告得減刑，也未清楚交待被告是否成立內線交易罪之原因。顯見最高法院並不採信鐘淳淵之抗辯理由，而認為為支出生活費用、維持家計並非可抗辯之事由。最高法院並撤銷二審判決而發回更審。

更一審法院⁴⁶³則與一審採取相同見解，認為鐘淳淵出售的金額及股票張數皆不固定，所以很難認定是草案豁免事項。法院判決似乎認為要「定期定額」方得

⁴⁶² 最高法院 99 年度台上字第 6864 號刑事判決。

⁴⁶³ 臺灣高等法院 99 年度金上更(一)字第 6 號。



主張，但是草案中只要求「以固定公式決定交易內容」，是以法院以此為由似乎不盡符合草案豁免的規範。但若有固定公式，則應該會使出售的股票金額、數量皆有一定邏輯可循，本案中即便草案內容已有法依據，鐘淳淵仍會因為難以推出固定的公式而不得主張此豁免事項。

第二款、突破公司案

（一）案例事實：

辰○○自九十三年一月十六日起至同年五月七日止，擔任突破公司董事長，並於同年三月二十九日起至同年五月十一日兼任突破公司總經理。於九十二年三月二十七日在臺育證券公司開設證券交易帳戶，並經其兄劉紹樺（掛名突破公司監察人）、劉紹樺之友人高莉莎（掛名突破公司董事）之同意及授權，使用渠等於九十二年四月九日在臺育證券公司所開立帳號之證券交易帳戶從事證券買賣。

突破公司於93年4月30日18時35分許，在臺灣證券交易所公開資訊觀測站公告「突破公司董事會決議減資案」；同日18時41分許公告「92年度財務報表經會計師出具修正式無保留意見之查核意見」；同日19時1分許公告「93年度財務預測相關資料...預測稅後虧損」等三項將重大影響該公司股票價格之重大消息。檢方認定被告因擔任突破公司董事長兼總經理，而知悉上列三項重大消息，故自93年4月21日起至同年月30日止，將上述帳戶內之所有突破公司股票全數賣出。

（二）法院認定：

法院一審⁴⁶⁴認定被告係在93年4月29日始獲悉重大消息，然被告在此之前即已出售公司股票，故而認定被告無罪。突破公司92年第四季財務報告係於93年4月15日經會計師核閱後出具查核報告，93年第一季財務報告財務預測於同年月19日編制完成，於同年月28日經上開會計師核閱後出具會計師核閱報告，突破公司並於同年月29日召開董事會核閱報告，雖因29日當天因董事出席人數不足而流會，然會計師之財報內容應可為董事長之辰○○所知悉。檢方雖認為辰○○於93年4月29日前即已獲悉上開重大影響突破公司股票價格之消息，然並未舉證證明，故而法院認為辰○○最早也是在召開董事會之時才知悉上述重大消息。然在29、30日出售之股票是否有內線交易，則有疑義。針對此部份，法院有另加說明：「被告辰○○確係因突破公司內部人

⁴⁶⁴ 台灣台北地方法院 95 年度重訴字第 9 號刑事判決。



事紛爭，欲退出公司經營而於九十四年四月二十六日申報轉讓持股，旋即委由臺育證券公司營業員辛○○出脫持股，惟因市場需求量小，始於九十三年四月二十九、三十日始賣出...」

檢察官雖以：「...然被告倘卻係因突破公司內部人事紛爭，欲退出公司經營，何以於上開重大消息公開前之 93 年 4 月 26 日，及申報轉讓持股，並要求營業員出脫全部持股，且未指定賣出持股之日期及價格區間，僅向營業員表示將持股全數賣出，惟遲至上開重大消息公開後之 93 年 5 月 7 日、93 年 5 月 11 日，始先後辭去董事長及總經理之職務，故其所辯欲退出公司經營乙節，已非無疑。縱使其於 93 年 4 月間，係因公司內部人事紛爭，欲退出公司經營，始賣出突破公司股票，惟其至遲於 93 年 4 月 29 日應即已知悉上開影響突破公司股票價格之重大訊息，則其仍應於該等重大消息公開後，始得為買入或賣出股票之行為，自不得於知悉該等重大影響股價後且消息未公開前，仍得以其欲退出公司經營為由，即不受修正前證交法第 157 條之 1 第 1 項規定之限制，而得以任意賣出其以劉紹樺與高莉莎名義所持有突破公司股票。」之理由上訴，並推論被告應早於 94 年 4 月 29 日知悉公司之重大消息，然二審法院⁴⁶⁵仍維持前審之見解，認為被告係於 94 年 4 月 29 日方知重大消息，且被告早於 93 年 4 月 26 日申報預定轉讓持股申報書，顯見並非利用該重大消息而交易，從而駁回檢察官之上訴，維持被告無罪之判決。

法院判決之理由，係認定被告早於知悉重大消息前，就已決定要進行交易，若以草案之內容觀之，與預定交易契約之理由較為相似。然草案中要件嚴格，需決定出賣數量、價格等，本案被告則如檢察官所言，未指定賣出持股之日期及價格區間，僅向營業員表示將持股全數賣出，是否得成立草案中豁免事由似乎未必一定。

第三款、茂矽案

(一) 案例事實：

丙○○於民國 91、92 年間，係臺灣股票上市公司茂矽電子股份有限公司（下稱茂矽公司）之總經理、茂德科技股份有限公司（下稱茂德公司）、茂福投資股份有限公司（下稱茂福公司）之董事長，其另以不詳資金，設立環龍公司、（登記負責人庚○○）、威力公司（登記負責人庚○○），並綜理上開公司之決策業務；戊○○則在茂矽公司負責處理股務業務，於 92 年 9 月 1 日自股務資深

⁴⁶⁵ 臺灣高等法院 96 年度上重訴字第 49 號刑事判決。



經理調任股務處副處長並兼任代理資金信用管理業務主管，聽命並協助胡○○處理財務調度，並經丙○○指示於 91 年 9、10 月間擔任環龍公司、威力公司在臺灣之代理人，全權處理環龍公司、威力公司之事務；上開二人在執行職務範圍內，為從事業務之人，丙○○復為商業會計法上之商業負責人。庚○○則受丙○○指示擔任環龍公司、威力公司之名義負責人。丙○○、戊○○為處理環龍公司、威力公司之股務，分別在昇豐證券股份有限公司（下稱昇豐證券）、大華證券股份有限公司（下稱大華證券）、復華證券股份有限公司（下稱復華證券）開立股票帳戶，以買賣環龍公司、威力公司所持有之股票，丙○○、戊○○並委託昇豐證券董事長子○○，處理環龍公司、威力公司之股務事項。

茂矽公司自 90 年度起營業狀況由盈轉虧，於 91 年 10 月底甫完成茂矽公司新台幣 40 億元增資案用以償還 12 月到期之可轉換公司債約新台幣 30 億元後，財務狀況已呈趨緊，且茂矽公司向財政部證券暨期貨管理委員會（現已改製為行政院金融監督委員會證券期貨局，即證期局）申請海外可轉換公司債遲至 92 年 4 月 4 日始經主管機關核准，依公司正常作業流程亦無法及時募集資金以償還茂矽公司應於 92 年 4 月 25 日到期公司債新台幣 47 億元之重大影響茂矽公司股票價格之消息，乃於 92 年 4 月 17 日 19 時 5 分許在臺灣證券交易所（下稱證交所）股市公開資訊觀測站公告：「有關報導茂矽即將到期 INDEX BOND 一事，茲因此次 1.2 億美元海外可轉換公司債甫於本月初獲證期會核准，資金不及到位，茂矽將請監察人壬○○出面約集 4 月到期公司債之主要持有人於明日（4/18）召開協商會議，討論償還及贖回等有關事項...」之重大影響茂矽公司股票價格之利空消息。

檢方認為丙○○及戊○○明知上開等情形，竟基於犯意聯絡，為減少手中持有茂矽公司股票因重大訊息公布而致股價重挫所造成之損失，乃分別通知不知情而受託處理茂矽公司股務之昇豐證券董事長子○○自 92 年 2 月 25 日起至同年 4 月 17 日止，連續賣出鴻瑞公司、茂福公司、環龍公司及威力公司所持有茂矽公司之股票，以茂矽公司 92 年 4 月 17 日重大消息公開後 10 個營業日收盤平均價 2.96 元計算，共計減少損失 3 億 62 萬 9,390 元，而認胡○○及葉○○有內線交易之嫌。

（二）法院認定：

法院⁴⁶⁶認為子○○在接受之委託處理鴻瑞公司、茂福公司之股務時，丙○○並未指示售出之時機、數量，係子○○依市場狀況、機制規則及其專業判斷，

⁴⁶⁶ 臺灣臺北地方法院 95 年度重訴字第 17 號刑事判決。



向丙○○建議出售後，由胡○○全權委任其處理，而子○○亦未於事前知悉茂矽公司於92年4月17日所公告之重大訊息內容，是以，子○○自91年11月間開始，先行賣出昇豐證券之茂矽公司持股後，再於92年2月25日至3月5日售出鴻瑞公司持股，同年3月5日至同月13日賣出茂福持股，與茂矽公司92年4月17日公告之訊息並無關係。且戊○○分別於倍利公司、群益證券股份有限公司（下稱群益證券）開立證券帳戶，惟群益證券之帳戶從未賣出茂矽公司股票，倍利公司之帳戶則自89年3月8日起即未有賣出茂矽公司股票之紀錄，則若戊○○確於茂矽公司92年4月17日消息公告前即已知悉，其自應賣出手上所持有之茂矽公司股票以減少自己損失，惟其並未為之，故其顯無內線交易之犯行。

法院判決被告無罪係因認定被告早在知悉重大消息前，就已經授權他人處理股票買賣事宜，即便其知悉重大消息，若其未告知股票經紀人，則未有內線交易之問題。然此種認定若以草案之預定交易計畫來檢驗，即會發現被告之行為並未有先預定是否買、賣、交易之金額、期日等要件，故而難以成立豁免原因，被告仍可能負擔刑事責任。

第四款、中纖公司案

（一）案例事實：

甲○○於民國87年間，係公開發行上市之中國人造纖維股份有限公司。董事長兼總經理，同時為中纖投資股份有限公司（以下簡稱中纖投資公司）、名慶投資股份有限公司（以下簡稱名慶投資公司）、大發投資股份有限公司（以下簡稱大發投資公司）、台益投資股份有限公司（以下簡稱台益投資公司）及磐亞投資股份有限公司（以下簡稱磐亞投資公司）之實際負責人。而被告丙○○為被告甲○○之秘書，平日負責聽從被告甲○○指示，為其操盤買賣股票。

中纖公司因本業石化、聚酯等產品售價滑落，致營收遽減，乃於87年9月4日依法公告將原預測之稅前淨利由848,834千元，調整為損失16,225千元。惟迨87年10月中旬，中纖公司財務部自行結算87年第三季損益後，發現該公司第三季稅前損失已擴大為592,386千元，其稅前損益金額變動已達20%以上，且影響金額達新臺幣3千元及實收資本額之千分之5，該公司財務部經理戊○○於第三季損益表結算製作，即層轉報告被告甲○○知悉，再交由會計師庚○○複核。該調降財務預測之消息依照公開發行公司財務預測資訊公開體系實施要點第18條之規定，係為上市公司之重大消息。

被告甲○○指示丙○○，自同年10月21日起至同年12月30日止，出售中興證



券公司、百富勤證券公司、群益證券公司、第一證券公司、新竹證券公司、太平洋證券公司、土地銀行信託部、交通銀行信託部、臺灣中小企業銀行信託部等證券商所開立之中纖投資公司、名慶投資公司、大發投資公司、台益投資公司、磐亞投資公司帳戶內之中纖公司股票，總計出售 55,146,000 股。同年 12 月 29 日將中纖公司 87 年度第二次提降財測案提請中纖公司第 19 屆第 10 次董事會承認，並於翌日即 12 月 30 日下午 2 時 35 分，於股市觀測站公告第二次調降財務預測，將稅前損益調整為損失 920,000 千元、稅後損益調整為損失 842,820 千元。

（二）法院認定：

法院⁴⁶⁷闡明不得因有重大消息而有交易行為即成立內線交易罪，仍應檢視行為人是否有利用重大消息的行為。「...顯見重大消息與買賣股票行為間之關聯性，不得棄而不論，仍應探究『利用』與否。」

而因為中纖及其他化工同類股價在當時持續走低，「中纖投資公司、名慶投資公司、大發投資公司、台益投資公司、磐亞投資公司之集保帳戶，自 87 年 1 月起，即多次融券賣出中纖公司股票並於同日或翌日沖銷之作空交易行為，各公司合計每月總量約有 1 萬至 2 萬千股...每月均有數次融券並當日沖銷之交易習慣，於 87 年 10 月間，亦無特別情形。再就附表所示各公司於 87 年各月份賣出中纖公司股票之總量，比較各公司於 87 年 10 月 21 日至同年 10 月 31 日所賣出之中纖公司股票數量及買賣百分比，並無何異常大量之情形...至於被告甲○○自 87 年 10 月 21 日獲悉上開消息後，至 87 年 10 月 31 日消息公開前所為賣出中纖公司股票之行為，因與先前買賣模式相同，並無異常，自無何「利用」消息而為買賣之情形，則此期間賣出中纖公司股票之行為與上開未公開重大消息間，亦難認具合理關聯性。」

法院基於被告自 87 年 1 月起一直有固定的出售中纖公司股票的交易紀錄，而認為被告於 87 年 10 月 21 日至同年 10 月 31 日所為的出售股票行為係固定的交易模式，故而未有「利用」重大消息之情事，不應成立內線交易罪。此處法院認定 10 月 21 日至同年 10 月 31 日出售股票的數量與前數月相去不遠，故而認為被告在特定期間的交易行為，並非基於使用重大消息而為之的行為。然草案中相關的豁免事由為預定的交易計畫標準較為嚴格，若是以草案的標準來衡量，因為草案中規定要有一定公式、數量，故而本案被告是否得以主張此項抗辯，仍會有所疑問。

⁴⁶⁷ 臺灣臺北地方法院 94 年度訴字第 1152 號刑事判決。



第五款、九德案

(一) 案例事實：

丙○○係為上櫃公司「九德電子股份有限公司」(下稱九德公司)之董事長兼總經理。於民國95年6月間，九德公司資金周轉困難，不足以支付該公司所開出7月份應兌現之票款，於95年6月30日召開之股東會中，並討論資金不足退票需大家互助解決之議題。丙○○於95年6月28日起，連續以電話聯絡，分別委託不知情之德信綜合證券股份有限公司(下稱德信證券)、元大京華證券股份有限公司(下稱元大京華證券)內湖分公司、桃園分公司及大華證券股份有限公司(下稱大華證券)之營業員，在證券商櫃檯買賣營業處所以其個人名義所申請開立之德信證券帳戶，及以乙○○名義所申請開立並授權丙○○使用之大華證券及元大京華證券桃園分公司帳戶、以張彩琴名義申請開立，帳號為25031號元大京華證券內湖分公司帳戶，於如附表一所示日期、帳戶下單買進或賣出九德公司股票。其後，95年7月7日，在臺灣證券交易所股份有限公司(下稱臺灣證券交易所)「公開資訊觀測站」，九德公司公告其因存款不足退票之消息。

(二) 法院認定：

被告以出售九德公司股票並非因獲得利空消息而大量售出手頭持股，應屬例行性交易，無內線交易之犯意，而符合證券交易法修法所欲增定之豁免規定等語答辯，然一審法院⁴⁶⁸則認被告明知其為九德公司之內部人，主觀上知悉消息後客觀上又有買賣股票之行為，即應視為有內線交易之構成要件成立。且法院又認定：「...行政院於九十六年十月三十一日所通過之『證券交易法部分條文修正草案』，係欲將公司內部人能證明其交易行為是持續六個月以上定期定額買賣，或持續六個月以上以固定公式決定內容之交易，排除於證券交易法第一百五十七條之一『內線交易』之規定之外。惟觀諸卷內所附被告及其利用證人張彩琴、乙○○名義所為九德公司股票買賣之交易明細資料，即知被告購買九德公司股票之期間、金額及張數均不固定，並非該修正草案所載明之定期定額買賣或以固定公式決定內容之交易，顯係基於被告於買賣股票當時衡量各種情形後所為，而與各界討論應排除於內線交易範圍內之持續性理財行為不符，是被告此部分所辯，亦屬無據。」而駁回被告之辯解，仍認被告成立內線交易行為。

二審法院⁴⁶⁹則同意一審法院之見解，認為被告即便得主張草案中的豁免條款，

⁴⁶⁸ 臺灣臺北地方法院 96 年度訴字第 1311 號刑事判決。

⁴⁶⁹ 臺灣高等法院 98 年度上訴字第 882 號刑事判決。



亦須符合該等規定，如明定購買數量、交易期間、價格等等，然被告購買股票之期間、金額及數量均未有預定，而不符合草案之規定，故亦無法豁免。

最高法院⁴⁷⁰亦同意前兩審之見解，更認為被告係在知悉並可確定九德公司資金有重大缺口，無法支付七月之票款之消息後，於該消息公開前，即開始在證券商營業處所買賣股票，故而仍違反證券交易法之規定。

法院在本案中雖同意有例外事由之存在，然認定被告並未符合草案之規定，我國草案中並未要求行為人預定之買賣股票契約，需為持續六個月以上、定期定額，然就交易數量、期日等要件的確需明確以書面約定，以避免有規避法律之情況發生。一審法院之見解推論未必完全正確，最後結果仍是值得肯定，蓋因本案被告雖抗辯其有長期的交易計畫，然就此交易計畫並未先預定，法院即難以認定行為人決定買賣股票係在知悉消息前或後。

第四項、股價相反交易

新亞電器公司案⁴⁷¹中，被告係因大量售出目標公司股票而遭起訴有內線交易情事，然而因本案法院對於行為人是否有違法之判定，係採利用說之見解，若行為人並未利用內線交易消息，則不認行為人有構成內線交易罪。本案中因內線消息係屬於有利於股價的利多消息，然而被告之行為卻係出售大量股票。法院因而認定「衡之常理，被告獲悉此事，應大量買進股票，方屬合理，其反而出脫持股，顯見被告辯稱係支付上開保證金而賣出股票乙節，尚非無據。被告既未利用該利多消息未公開錢買入股票，縱令其係證交法第 157 條之 1 第 1 項第 3 款所稱：基於職業或控制關係獲悉之人，揆諸前揭說明，亦無違反禁止規定可言」。

因被告雖可能知悉內線消息，然卻與該消息為相反之交易行為，在利用說的立場觀之，即是行為人並未利用該內線消息以獲利之證明，故而認定被告並未構成內線交易罪。

⁴⁷⁰ 最高法院 100 年度台上字第 5420 號刑事判決。

⁴⁷¹ 台北地方法院 79 年度易字第 22 號刑事判決。轉引自林國全，同前揭註 205，頁 265。



第五項、以分析報告為買賣

第一款、綠點公司案

(一) 案例事實

綠點公司主要經營項目為行動電話通訊零組件、陸上行動通訊零組件、充電器零組件等模具射出成型機，為著名手機機殼製造商。自九十四年間起，綠點公司亟思擴大客戶群，欲爭取成為 Nokia 手機之供應商，考量紐約證券交易所上市公司美商捷普公司 (Jabil Circuit, Inc.) 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，在斟酌客戶面與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，便積極尋找管道爭取與美商捷普公司合作機會。於九十四年十月間，綠點公司董事兼總經理江懷海先透過何正卿之介紹，認識臺灣花旗環球財務管理顧問股份有限公司臺灣亞太區環球投資銀行（下稱臺灣花旗投資銀行）董事李明山，又經由李明山之牽線前往位在美國佛羅里達州之美商捷普公司總部，並認識捷普公司之高階主管等人，此後美商捷普公司高階主管經過多次至綠點公司各工廠參訪，瞭解綠點公司之科技能力，自九十五年六月起，再次重提欲與綠點公司合作事宜。

嗣於九十五年八月二十五日，美商捷普公司 Mike Ward 先以電子郵件通知江懷海美商捷普公司執行團隊想繼續推動與綠點公司交易，內容為美商捷普公司欲以現金百分之百收購在外流通綠點公司股數，並有排他條款。綠點公司需於九十五年八月三十一日前回覆美商捷普公司此初始意向書，兩公司高層應於九月中會面，協商實地查核之時程、公佈交易之時間、交易之架構，並完成協議等內容之「Jabil Initial indication of Interest」（下稱初始意向書）予江懷海。江懷海於九十五年八月二十六日收受上開檢附初始意向書之電子郵件後，旋告知數名高階幹部，於同日在綠點公司內部管理會議中並獲得眾人同意。李毓洲、江懷海為避免在綠點公司董事會中正式討論前開美商捷普公司有意以現金併購綠點公司案，依法須將該重大消息上傳公開資訊觀測站，會造成綠點公司股票市場價格波動，兼顧美商捷普公司對此併購案保密之要求，乃於九十五年八月二十八日綠點公司董事會結束後，方由江懷海向在場之董監事表示美商捷普公司有意以現金收購綠點公司一事。其後綠點公司於九十五年九月六日召開之董事會中，簽署上開意向書而同意捷普公司所提之併購案。

綠點公司則先於九十五年十一月二十二日十四時三十五分許，召開董事會，通過與臺灣捷普公司簽署合併契約案，合併後，以臺灣捷普公司為存續公司，綠



點公司為消滅公司，經參考專家意見，現金合併價格為每股一百零九元，並授權董事長及總經理與臺灣捷普公司簽訂合併契約案後，於九十五年十一月二十二日，在臺灣證券交易所舉行記者會宣佈合併案，並於同日十六時十四分十七秒，在公開資訊觀測站公佈此一重大消息。翌日，綠點公司又於八時四十五分召開董事會，通過該公司接獲臺灣捷普公司之收購通知並已同意。綠點公司並於九十五年十一月二十三日上午八時五十七分二十八秒，在公開資訊觀測站公佈此一重大消息。

何正卿身為綠點公司獨立董事，於綠點公司九十五年九月六日召開董事會時，以獨立董事身份出席該次董事會，而於會中實際知悉美商捷普公司有意併購綠點公司一事。卻為圖謀普訊創投公司、普訊伍創投公司、普訊陸創投公司、普訊捌創投公司、普實創投公司、達訊公司、達訊二公司及達訊三公司賺取不法利益，竟與柯文昌、王榮哲共同於前開綠點公司有被美商捷普公司進行收購，進而與美商捷普公司合併等消息明確（九十五年九月十二日下午一時十四分後某時許）後，公開（九十五年十一月二十二日）前，將其所知悉前開影響綠點公司股票價格之重大消息，轉知柯文昌作為普訊創投公司、普訊伍創投公司、普訊陸創投公司、普訊捌創投公司、普實創投公司、達訊公司、達訊二公司及達訊三公司買進綠點公司股票之重要參考，柯文昌則指示王榮哲買進綠點公司股票之時間、價格區間及數量，再由王榮哲在上開普訊公司辦公室內，指示不知情之普訊公司經理蕭亦惠，買進綠點公司股票之價格、時間及數量。復於臺灣捷普公司公開收購綠點公司股票期間，將前開股票悉數應賣，獲取達四億七千二百八十四萬七千零六十五元之不法利益。

（二）法院認定

一審法院⁴⁷²認為本案被告應適用當時修正前之證券交易法第 157 條之 1，在行為人「獲悉」內線交易重大消息而為交易時，即應成罪。法院雖然認為 95 年 9 月 6 日召開之董事會中，綠點公司董事雖同意美商捷普公司所提之併購案，但是對於議價部份仍有爭執，綠點公司董事會之決議僅為單方面之決議，尚未被美商捷普公司所接受，故而該時重大消息尚未成立。然在其後 9 月 11 日綠點公司與美商捷普公司彼此磋商、價格差距縮小，並要求保密等等之文件往來，皆使此重大消息處於「已屬高度可能發生之重大消息」的狀態。故而何正卿在 9 月 6 日參與綠點公司之董事會後，已經初步得知美商捷普公司所提議之併購案，其後在 9 月 11 日後綠點公司與美商捷普公司間文件往來緊密，消息之成立可得預期，此時內部人何正卿即應保守此消息。然被告何正卿卻仍將此消息告知柯文昌、王榮哲，三人並在此重大消息公開日 11 月 22 日下午 4 時 14 分 17 秒前，並買進綠點公司股票

⁴⁷² 臺灣臺北地方法院 96 年度重訴字第 132 號刑事判決。



之行為，即屬於內線交易罪之行為。

然而二審法院⁴⁷³之見解則有部份不同，其認為依據內線交易禁止條款之設立，係基於美國平等資訊理論而來，係為避免知曉訊息之內部人先一步行為，造成一般投資大眾不可預期之交易風險，以維護市場交易公平。故而重大消息成立的時點判斷，需要「於當時尚難認為已明確符合於一定期間必然發生情形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，自難認為該消息業已成立或具體明確」。而綠點公司雖然於9月11日董事會決議同意收購，然而在美商捷普公司於9月12日1時45分前某時許，仍未同意綠點公司提出之溢價率範圍，故而此時「美商捷普公司合併、收購綠點」，此一重大消息固已開始成形，並有具體內容，惟在美商捷普公司尚未與綠點公司達成雙方初步共識前，難謂已達到明確，需至11月9日此消息方具體明確。

此外，二審法院亦認為「證券交易法第一百五十七條之一規定『獲悉』（修正後規定『實際知悉』），似不以「利用」為要件。惟刑事法律處罰行為人犯罪行為，須其主觀有故意或過失，...內部人倘能提出並舉證其並非「利用」此重大消息，即行為人獲悉未公開重大消息，以上消息作為驅使其決定購買股票；換言之，倘內部人所以買賣股票，並非因獲悉消息而致，二者僅有偶然關聯性，此時內部人應無犯罪故意，而可解免刑責。」被告等人係主張其等對綠點公司發展有正面期待，且認為綠點公司具有研發能力，若與其成為策略聯盟，將有助於自己公司發展，可以達成上、下游聯合之結果。而因為要達成策略聯盟則需先購入綠點公司之股票，其等購買綠點公司的股票亦是基於以往上場上觀察、分析而來，並非聽信內部人之內線消息等語。法院則採信被告等人之辯駁，認為其動機及行為均具正當性，並未有利用內線消息之意圖，故而撤銷原判決改判被告等人不成立內線交易罪。

第二款、新普公司案

（一）案例事實

被告辛○○係弘鼎創業投資股份有限公司（下稱弘鼎創投公司）及宏誠創業投資股份有限公司（下稱宏誠創投公司）董事及總經理，負責評估弘鼎創投公司及宏誠創投公司各項投資案，丁○○（另經檢察官為不起訴處分確定）則係聯華電子股份有限公司（下稱聯電公司）投資管理經理，負責聯電公司投資交易執行、投資後管理等事宜。被告於民國95年4月19日，與新普科技股份有限公司（下稱

⁴⁷³ 臺灣高等法院100年度金上重訴字第1號刑事判決。



新普公司)董事會談,而獲悉新普公司將辦理國內現金增資發行新股案,新普公司將以增資方式引進策略性投資人,且弘鼎創投公司將參與投資。此消息涉及新普公司財務對其股票價格有重大影響之消息。

被告連續於前述影響股價之重大消息公開前之95年4月24日至同年月28日期間內,指示不知情之丁○○利用弘鼎創投公司、宏誠創投公司在宏遠證券公司信義分公司(下稱宏遠證券信義分公司)所開立之證券帳戶,向該證券公司不知情營業員陳章能等人下單買進新普公司股票,計弘鼎創投公司買進300千股,金額新臺幣(下同)2,558萬400元,宏誠創投公司買進1,090千股,金額9,286萬6,900元。其後新普公司於95年5月2日下午9時32分在公開資訊觀測站揭露私募發行普通股1,250萬股、總金額7億1,637萬5,000元、應募人弘鼎創投公司、應募股數500萬股,餘洽特定人之重大訊息後,新普公司股價由95年5月2日之89.6元攀升至95年5月15日之110.5元,漲幅達23.33%,95年5月30日收盤價格103元。嗣弘鼎創投公司及宏誠創投公司分別於95年6月1日至8日間,全數賣出所持有之新普公司股票,獲利共計約1612萬8千元。

(二) 法院認定

一審法院⁴⁷⁴認定新普公司遲至95年4月26日仍認此次增資案其第一首選係威盛創投公司,並未決定由弘鼎創投公司參與此次私募增資案,自難以上開電子郵件及私募增資案之補充說明據以認定被告係於95年4月19日與新普公司會談時即已知新普公司將以私募方式辦理增資、而弘鼎創投公司將參與應募此一重大消息。故而認定被告辛○○並未於4月19日即知悉重大消息。

法院尚採信被告等人之辯述,認為被告係依相關證券分析研究報告、產業分析等資料,顯示新普公司表現極為良好,95年度之每股盈餘預估為10元,等於是賺1個資本額,且未來營運效益將持續擴大,因認新普公司營業狀況良好,值得投資。且因加坡商瑞銀證券股份有限公司於95年4月20日之研究報告中,將新普公司之目標價格由86元提高至110元,故而被告等人因認新普公司基本面良好,始於95年4月21日於丁○○所上呈之簽呈上批示買入新普公司股票,並由丁○○於95年4月24日至同月28日間分批下單買入。且本件於影響新普公司股票價格之上揭重大消息發佈前買入之新普公司股票,係屬弘鼎創投公司與宏誠創投公司所有,丁○○所下單買入者,亦是為弘鼎創投公司、宏誠創投公司買入之新普公司股票,我國內線交易禁止規定規範之行為主體均為自然人,並不包括法人,在無證據證明被告個人有買入新普公司股票之行為時,其自然不成立內線交易罪。

⁴⁷⁴ 臺灣臺北地方法院 97 年度金訴字第 12 號刑事判決。



檢察官雖上訴高等法院，然而二審法院⁴⁷⁵認為並無積極證據證明被告等人有內線交易情事，且亦認為即便被告等人曾於4月19日與新普公司與新普公司相關人員會談，然該日增資消息尚難以確定，重大消息尚未成立，被告等即便知悉此事亦無法肯認其等即為「知悉重大消息」。故而判決上訴駁回，而維持一審之判決認被告等無罪。

第三款、新竹商銀案

(一) 案例事實

關弘鈞係晶磊半導體股份有限公司（下簡稱晶磊公司）董事長，亦為家族事業晶富投資股份有限公司（下簡稱晶富投資公司）之實際負責人（登記負責人為其妹關俐麗）、大股東，為蔣國樑之妹婿。而蘇郁嵐係晶磊公司財務副理兼發言人，平日並受關弘鈞指示為晶富投資公司處理財務及投資業務，及協助關弘鈞從事資金調度以及證券交易事務。緣蔣國樑於95年9月21日上午自蔡明忠及新竹商銀董事會獲悉渣打銀行將併購新竹商銀之重大消息後，多次致電關弘鈞並將上開消息告知。關弘鈞獲悉上開重大訊息後，為指示蘇郁嵐為晶富公司購入新竹商銀股票，乃將該未公開之重大訊息及其來源告知蘇郁嵐。

關弘鈞、蘇郁嵐均明知蔣國樑受富邦金控集團指派以富邦人壽公司法人代表身份出任新竹商銀常務董事，具備證券交易法之內部人身份，而自己為消息受領人之身份，卻仍於上開重大消息明確後、未公開前，為圖晶富公司不法利益，竟共同基於違反證券交易法內線交易之犯意聯絡，由關弘鈞指示蘇郁嵐以晶富公司證券帳戶為晶富公司大量購入新竹商銀股票。蘇郁嵐遂於95年9月25日指示不知情之營業員以晶富投資公司設於太平洋證券公司營業部之帳戶以融資方式買進新竹商銀股票買進577張，復以晶富投資公司設於寶來證券公司敦南分公司14850-6號證券帳戶，以融資買進新竹商銀股票1440張；26日以上開太平洋公司證券帳戶融資買進731張、以寶來證券公司帳戶現股買進250張；於28日以太平洋公司證券帳戶融資買進140張；於29日以寶來證券公司帳戶現股買進500張。蘇郁嵐亦自行以融資方式買進新竹商銀股票200張。

嗣於95年9月29日下午1時52分12秒，新竹商銀於公開資訊觀測站上將新竹商銀董事會通過英商渣打銀行擬以每股24.5元公開收購新竹商銀全部已發行普通股股份等消息對外公開後，關弘鈞指示蘇郁嵐將晶富投資公司上開所購買之新竹商銀股票，於95年10月5日以24.2元之價格悉數售出，獲取不法所得2454

⁴⁷⁵ 臺灣高等法院99年度金上訴字第23號刑事判決。



萬 5245 元

(二) 法院判決

被告蘇郁嵐雖然抗辯其替晶富公司購買新竹商銀股票之原因，基於自己分析研究股票市場所得出之結論。因自己兼任晶富公司投資人員，被告蘇郁嵐即參考 95 年 9 月 20 日經濟日報報載新竹商銀將發行 3 億美元之海外可轉換公司債，研判股票有上漲之可能，因此進一步研究結果，製作「晶富投資股票投資概略建議-2807 新竹商銀」書面報告，持向負責人關俐麗建議投資新竹商銀股票並經其同意云云，故其買進股票之行為並非基於重大消息。然而一審法院⁴⁷⁶否認其抗辯，認為：「自被告蘇郁嵐負責晶富公司之投資事務後，該公司之買賣股票之交易習慣，不論是決策買賣股票者係被告蘇郁嵐或他人，主要投資對象為科技類股，除曾於 94 年 5 月 9 日以現股買進新竹商銀股票 100 張，金額 193 萬 2500 元外，其餘並未投資任何新竹商銀股票，亦未對於其他金融股有何買賣行為。另除了曾融資買進飛宏，張數共 309 張，金額合計共 519 萬 3350 元外，均未曾以融資方式買進。另以短時間（以與本案相同連續 5 日計）內買進單股來觀察，本案發生前，以 94 年 4 月 7 日至同年 4 月 8 日以融券補回方式買進瑞軒股票共計 630 張，金額 1115 萬 5350 元。是晶富公司決策者之買股票之交易習慣，主要採取保守之現股方式買進股票，且幾乎不買金融股，而短時間內買某個股最大金額為 1 千餘萬元，然本案被告蘇郁嵐竟決定以融資（自備融資款共 1998 萬 5700 元）及現股（自備現款 1317 萬 7500 元）方式大量買進新竹商銀股票，買進共約 6311 萬 4200 元之新竹商銀股票，此顯與其從前之交易習慣明顯不符，應可推論係獲悉重大消息而為交易，殆無疑義。」而判定被告蘇郁嵐基於研究計畫之抗辯不成立，而為有罪判決。

二審法院⁴⁷⁷對於抗辯部份，則肯認一審法院之見解，認為蘇郁嵐之過往投資紀錄與本案行為不符，且被告蘇郁嵐平日購買股票均以現股買入，且單筆交易金額至多不超過 40 餘萬元（以復華綜合證券帳戶而言），主要投資對象為科技類股，從未買入過新竹商銀，惟本案卻短時間內以 345 萬 2500 元融資買進新竹商銀股票，顯與其向來之交易習慣明顯相違，若非獲悉重大消息，衡情顯難改變交易習慣而為交易。故而亦否定其所提出之「基於研究分析報告」而交易之抗辯事由。

第六項、我國實務案例分析

自上述我國實務上對於內線交易例外事由之認定，可看出大致有五種類型：

⁴⁷⁶ 臺灣臺北地方法院 97 年度金重訴字第 6 號刑事判決。

⁴⁷⁷ 臺灣高等法院 100 年度金上重訴字第 59 號刑事判決。



因主管機關規定而交易、遭斷頭、預定交易計畫、與股價相反之買賣及以分析報告為買賣。我國目前現行法中，並未有內線交易例外之規定，是故上述之類型僅係分析歸納法院在實務審理中，所面臨之不同案例。然自上開案例中可以發現，即使我國目前尚未有內線交易免責或抗辯條款之規定，法院在審酌行為人是否成立內線交易時，實際上仍會就類似抗辯條款之內容加以檢視。

就「因主管機關規定而交易」之抗辯類型，我國實務上似乎仍未有定論。主管機關依據公開發行公司董事、監察人股權成數及查核實施規則第 5 條之規定⁴⁷⁸，要求內部補足公司持股而購入股票，因主管機關之要求理論上亦應遵從，故而有此爭論。有認為只要行為人為知悉重大消息之內部人，又在消息未公開前進行交易即為成罪，並不採納此種抗辯條款之事由；亦有認為此一抗辯事由得加以接納。反對此項抗辯事由之原因，似是認為若內部人即便係受主管機關之命令購入股票，然仍可在其購入股票之前公佈重大消息，故而仍不以此為行為人抗辯之例外⁴⁷⁹。學者亦擔心若此門一開，將使有心人士故意利用自己持股不足之情況進行內線交易⁴⁸⁰，主管機關之函令成為被利用的免死金牌。但是此見解亦有矛盾之處，若行為人並無權限得公開該重大消息，此時若公開，反可能使行為人又受到刑法洩漏工商秘密罪之追訴，以及民法上侵權行為之損害賠償責任⁴⁸¹。

「遭斷頭」之事由法院實務上似乎亦有兩見解，然而細觀此一類型的案例，似乎可發現法院較偏向以「非自發性之行為或非可歸責於自己之事由」來作為判斷基準。在華票公司案中，法院因行為人同意售出股票而認定其成罪、尖美案中則係以行為人得預測到質押股票會被賣出的事實、東隆五金案及福懋油脂案中，則是因行為人係自行出售股票而成罪。法院在上開案例中，審酌行為人是否對於

⁴⁷⁸ 公開發行公司董事、監察人股權成數及查核實施規則第 5 條：「公開發行公司之董事或監察人，在任期中轉讓股份或部分解任，致全體董事或監察人持有股份總額低於第二條所定之成數時，除獨立董事外之全體董事或監察人應補足之。公司於每月十五日以前，依本法第二十五條第二項彙總向主管機關指定之資訊申報網站輸入其董事、監察人、經理人及持有股份超過股份總額百分之十之股東持有股數變動情形時，若全體董事或監察人持有股份總額有低於第二條所定之成數者，應於每月十六日以前通知獨立董事外之全體董事或監察人補足，並副知主管機關。」

⁴⁷⁹ 司法院於 1995 年舉辦司法業務研究會，其中研究意見第 13 則為：「依證交法第 157 條之 1 規定，內部人獲悉發行股票公司有重大影響股票價格之消息時，在該消息未公開前，不得買賣該股票。此一禁止規定，並無例外。參諸美、日等國立法例亦然。故內部人如知悉未公開之內線消息，而依證管會之要求補足持股，仍構成內線交易，並無免責事由。除非內部人為補足持有購入股票前公開消息，使內線消息成為公開消息，否則董監事儘可事先拋售部分持股，待其得悉內線利多消息，以應證管會要求之名義大量購入圖利自己，以合法掩護非法，有違本條防制內線交易之立法意旨」。見司法院編印，《刑事法律專題研究》，第 8 輯，1995 年 6 月，頁 234-235。

⁴⁸⁰ 賴英照，金融機構與內線交易，興大法學，第 1 期，2007 年 5 月，頁 16。

⁴⁸¹ 林國全，前揭註 205，頁 269。



股票出售一事有可操縱性：例如行為人是否明知自己無法償還債務而導致股票將被出售之情事？抑或是該出售行為係行為人自己為之，或是金融機關主動進行？上述有罪之判決是因法院認為行為人明知將來可能遭斷頭之情況，或是行為人主動出售股票，是以，若從反面推斷，行為人若符合「非明知無法償還債務」、「非自己主動出售股票」等非自發性之行為，似乎法院仍有肯認此一抗辯條款之空間。

「預定交易計畫、契約」於修法草案中有加以增訂，實務上法院似乎亦肯認此一例外事由，然而法院對於本例外事由的要件要求，則標準未有一致。在突破公司案、茂矽案、中纖公司案中，法院皆接受被告係執行知悉消息前訂立之契約的抗辯，然在琨詰案、久德案中，法院雖亦承認預定交易計畫之例外事由，但是就該預定交易計畫之要件卻嚴格規定，在九德公司案中，更規定需要係「定期定額買賣或以固定公式決定內容」，甚至較草案更加嚴格，與前開其他案例不盡相同。認為需要嚴格規定要件之法院，可能係擔憂行為人之契約為嗣後訂立，該例外事由會遭到濫用，然既然法院實務中已多數肯認此一例外事由，所爭議處僅為事由要件嚴格程度，若將其明訂亦可免除爭議。

「與股價相反交易」的抗辯類型在法院內線交易實務中較為少見，案例不多。此種案件法院在認定內線交易罪行成立與否，法院對於內線交易採取獲悉說或利用說見解可能會有不同結論。若採利用說，因行為人知悉重大消息卻反其道而行，自然將無法「利用」該重大消息而獲利，故而並不成立內線交易。反之若係採獲悉說，重點在於知悉消息及交易，故而行為人只要客觀上為交易行為，即構成內線交易。有學者認為內線交易應解為即成犯，一旦行為就成罪⁴⁸²，不論行為人是否有憑藉消息獲利或避免損失皆不論。其原因係認為某些消息短時間之內難以認定為利多或利空，且法院在審酌案件時尚須分神判斷重大消息性質，恐增添實務判決之難度。

「以分析報告為買賣」之例外事由國外法規中亦可見之，於歐盟市場濫用指令中針對「研究」即有抗辯條款、中國的內幕交易解釋中亦有規定，若是行為人交易係基於正當消息來源則非內線交易。因研究分析之結果係行為人自己判斷而來，並非如傳統內線交易之行為人僅是因身份等確知重大消息。且一般內線交易中的重大消息，需是在已經明確的狀態之下要件方符合，基於分析報告所為的投資判斷，雖然行為人主觀上可能確信其判斷，但仍有一定程度的不確定性，故而應不得以行為人判斷正確之行為以內線交易罪加以非難。因行為人若得主張其係依照自己之投資經驗，若有合理的可信度，則如同上開所述，即不得對其加諸刑罰。我國實務結果上似乎亦採取此類型的例外，但是理由並非肯認此一例外事由，

⁴⁸² 賴英照(2006)，《股市遊戲規則-最新證券交易法解析》，頁370，台北：自刊。



而是法院在案例中，並未認定行為人「實際知悉」重大消息，故而要件並不相符，難以認定有內線交易之行為。在新竹商銀案中，法院不採被告所提出之此項抗辯事由，係因法院認被告投資風格與過去迥異，難以舉證其的確是基於自己分析而買賣股票，是以對此抗辯事由法院似乎仍有肯認的思量。然而此例外事由亦有可能有作假之嫌疑：因分析報告多為學術或是私人之研究文書，故而一般難以公開知悉其內容，若是有心人士預先準備多份「研究分析報告」，嗣得知目標公司重大消息時，再以該報告為抗辯事由，亦非不可能之事。

我國現行法並未有內線交易免責或抗辯條款之規定，但是實務上法院在判斷行為人是否有進行內線交易行為時，法院實際上仍可能針對上述之事由加以檢視。法院在檢視行為人是否符合抗辯類型時，因為法未明文，有時檢視之標準嚴格程度不一，造成類似案件有不同結論。然此現象係因每一案件之事由也許相近卻未必相同，在判斷個案時即可能有不同考量。

第四節、增訂抗辯免責條款之必要

第一項、抗辯免責事由之地位

第一款、獲悉說利用說皆有抗辯事由之可能

依據推論，草案之事由應可解為抗辯事由。然在案例中檢視是否符合抗辯事由時，尚會遇到另一問題：內線交易應採取獲悉說或利用說？然不論採取何種學說，抗辯事由的存在似乎皆可存在。以下即以草案所規定之「預定交易計畫、契約」事由加以說明：

若是對於內線交易行為成立與否採取利用說之見解，則行為人主張抗辯事由時，係主張其訂立該預定交易計畫時，係在知道內線消息前所訂立。而因為行為人訂立契約時不知道該內線消息，自然不會有「利用」該消息的問題，構成要件不符，根本不成罪。就刑罰角度觀之，行為人主觀上未有利用之意圖，並無犯意，故而不成罪。

然利用說主觀證明困難，此點在介紹利用說及獲悉說之爭議時已有所提及。法院需證明行為人有利用該重大消息之意圖，然實務上很難做到。故而在採取利用說的見解時，若行為人得舉出抗辯事由，即代表行為人主觀上並未利用重大消息，未有犯意而不成罪。但若是行為人未能舉出抗辯事由，卻不能逕自認為行為人有利用重大消息之行為。刑法內線交易要證明當事人主觀上故意，法院必須證



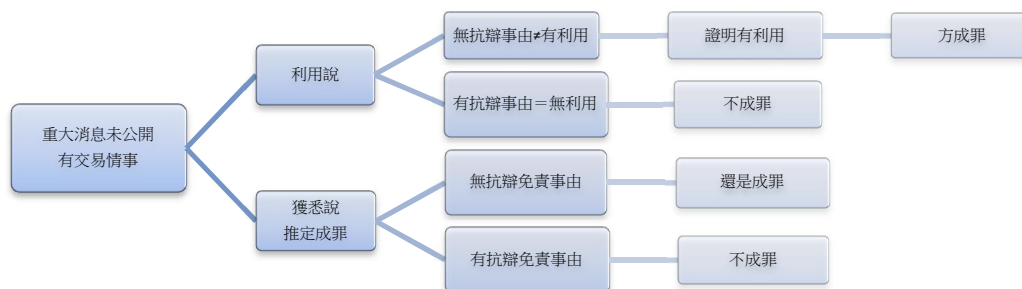
明行為人確實有利用重大消息之意圖，故而檢察官仍需再次舉證行為人利用之情況，增添實務上定罪之難度。

若是採取獲悉說之見解，只要行為人知悉重大消息後為交易，即成立內線交易，並不考量行為人之主觀犯意。然此推論似乎過於直率，故而抗辯事由之存在即有強烈的必要性。獲悉說先推論行為人皆有成立內線交易，抗辯事由則為一限縮之防護網，避免市場上交易人動輒得咎。行為人知悉重大消息後，依據知道內線消息前訂立的契約進行交易，客觀上行為人獲悉消息又有交易行為而有內線交易的事實，但是因為行為人交易是依據預定的交易計畫此種抗辯事項，此抗辯事由直接肯認行為人未成立內線交易，亦暫時無須考慮行為人主觀上意圖，直接可推論行為人只要具有抗辯事由，即不成立內線交易。

獲悉說成罪可能性高，現在我國現行條文係規定內線交易行為人需「實際獲悉」重大消息方得成罪。由檢察官舉證行為人「實際獲悉」後，原則上構成要件即成立而成罪。然現實上仍可能有行為人雖知悉重大消息，卻未有打算以此獲利之行為，直接認定此情況之行為人成罪，現實上結果可能有個案不正義，對當事人不公平。刑法中雖認為被告需有犯罪意圖，被認定內線交易之行為人可以主張其並未有犯意，然此時「未有利用意圖」之舉證責任則由被告負擔，此時對於被告即負有沈重之舉證責任。刑法上原則本是無罪推定，此時卻片面認定被告成立犯罪，在命其主張自己之清白，似乎違反無罪推定原則。故而抗辯條款即具有必要性，可直接視為被告並未具備內線交易要件，而不濫行入人於罪。被告若符合抗辯條件，則是阻斷對於當事人主觀惡意的認定，不成立內線交易罪。

是故採取利用說或獲悉說，皆有抗辯條款存在之可能。在行為人具有抗辯事由時，不論採取何見解，行為人皆不會成立內線交易罪責，兩者結論相同。然而若是在行為人未具備抗辯事由時，因為利用說尚須證實行為人主觀上有利用之意，故而需要多一個步驟檢視行為人之意圖，成罪之難度較高。

上述分析可簡示如下圖：



第二款、草案例外事由之性質

抗辯及免責條款是否應該於我國法令中增設，應仍檢視其定義。刑法中對於罪行之成立分為客觀要件、主觀要件及可罰性。客觀要件為犯罪行為之客觀事實是否符合，主觀要件則係行為人是否有犯意，可罰性則是決定是否給予行為人處罰。若認例外事由為抗辯事由，則因一旦舉出抗辯事由，即代表犯罪之要件不成立，行為人根本未成立犯罪行為。反之，若是例外事由係定義為免責事由，則因免責事由係僅「避免刑責」，故而理論上仍是承認行為人已符合客觀之犯罪要件及主觀意圖，僅例外不加以處罰而已。

我國草案之對於例外事由之規定係為：「...行為人證明其交易係為執行實際知悉第一項或第二項所定消息前已訂立之買賣有價證券契約者，不受第一項及第二項規定之限制。但買賣有價證券契約顯係行為人意圖規避第一項或第二項之適用而訂立者，不在此限。」

條文之文字係規定「不受第一項、第二項規定限制」，而證交法 179 條之 1 第 1 項、第 2 項，為內線交易禁止之規定。故而單就字面上文字理解，似乎代表若行為人證明係為執行實際知悉重大消息前已訂立之買賣有價證券契約，就不在內線交易禁止的規定範圍之內。既然不受內線交易禁止之規定，即代表此事由只要證明，就根本不成立內線交易行為，應為抗辯事由。

第二項、新增抗辯事項之必要

抗辯條款是否有於我國制定的必要，應先檢視我國對於內線交易行為的認定，



係採取知悉說或利用說，再討論是否因採取該見解造成不公情事，對於行為人訴訟攻防上有所不利，而有抗辯條款介入之必要。

第一款、自外國立法例檢視

美國法上之所以制定 Rule10b5-1，係為了解決一向對立的利用說與獲悉說爭議，故而選擇「察知」來判斷行為人是否具有惡意。察知的判斷標準基本上仍是採取證管會傳統上的見解獲知說，主要原因也是避免檢察官在起訴內線交易行為人時，需要負擔過多的舉證責任去證明行為人的主觀惡意。然而為了避免行為人在未有惡意的狀況下知悉重大消息、客觀上又有交易即成罪的特殊狀況，也避免打擊的範圍太廣大而侵害自由交易的市場，Rule10b5-1 所提供的抗辯事由即有其必要性。只要行為人符合抗辯事項的要件，就等於推定行為人並未有進行內線交易之犯意，從而不成罪，否則將使內部人成立內線交易之風險莫名增高。

而歐盟內線交易及市場濫用指令之宗旨，係承續內線交易協調指令而來，皆在於保障投資市場及大眾的信心。故其對於內線交易行為之控管，亦是採取市場論之立場。行為人一旦獲悉內線消息，即應禁止進行交易、傳遞消息之行為。採取獲悉說的結果與美國法上有相同結論，對於初級內部人的主觀要求，更是直接推定有利用意圖。次級內部人則只要是明知或可得而知即具有主觀上意圖，是否出於過失或疏忽亦在所不論。也因為歐盟市場濫用指令對於內部人的主觀意圖直接推論有犯意，為了平衡正當進行交易的行為人可能因此逕遭認定為內線交易的風險，指令中亦規定豁免及抗辯條款。指令中對於例外事由有兩層次的規定，對於「安定市場行為」、「國家貨幣政策」、「獲悉消息前的契約」此三種例外事由定性為豁免於指令之外的行為，其他例外事由僅是針對內線交易的抗辯條款，仍是可能成立其他如操控市場等行為之指控。

英國法上之內線交易禁止規範，係由刑事正義法及金融服務及市場法兩部法令加以構置而成。而因為刑事正義法對於內線交易部份之修訂，係基於歐盟之內線交易協調指令；金融服務及市場法則是基於歐盟市場濫用指令而來。故而兩法在對於內線交易行為人之主觀認定，皆與歐盟指令採取相似的態度。在內線交易協調指令及市場濫用指令中，對於內線交易的行為人主觀的要求，僅需要行為人有獲悉內線消息之存在即已足，若是知悉消息後進行交易，原則上即推定有利用故意，應是採取獲悉說的立場。而刑事正義法及金融服務及市場法既是跟隨上述兩指令之規定，其對於行為人主觀的要求也應是採用獲悉說之立場。刑事正義法中所規定的抗辯內容，皆是針對行為人主觀上並未有利用資訊之意圖為規定。金融服務及市場法中，安全港條款的內容亦是基於未有利用資訊之原因而例外。



中國對於內線交易之規定，由證券法及刑法兩法共同規範。由於中國刑法 180 條並未規定過失亦罰，故要成立內線交易罪的刑事責任，則當事人主觀上一定必須具有故意，若僅是過失則未成立。故而其應係採取利用說見解，檢察官起訴行為人有內線交易情事時，需就行為人利用重大消息之犯意加以證明。此時檢方本就負擔較重的舉證責任，起訴內線交易的困難度本就較高，行為人卻又得以主張內線交易的抗辯例外事由，就理論上觀之，似乎已使內線交易罪的被告在訴訟上佔據有利地位。當初規定例外事由之因係為避免動輒陷人於罪，然而卻可能發生行為人鑽漏洞避罪的結果。

日本法上並未對於行為人主觀認定有所規定，但金融商品交易法第 197 條及 207 條規定有刑事罰責，其並未言明過失即罰，故主觀上行為人應仍具備故意。是故日本法之推論結果與中國相似，在內線交易案件檢方若想成功使被告定罪，除了其本來就要負擔的沉重舉證責任，此外又必須進一步證明行為人抗辯事由不成立，對於定罪案件的比例即應會大幅降低。

觀察上開外國法例，不難發現美國、歐盟、英國皆是因為其法規中對於內線交易採取獲悉說，故而方又增加抗辯免責事由為輔助的限制。而中國及日本似是採取利用說的見解，其雖有規定抗辯事由，然而可能會增加內線交易定罪的困難，以及有心人士鑽漏洞的工具⁴⁸³。由此可知，雖採利用說、獲悉說見解皆有抗辯免責條款之適用可能，但若係採利用說之立場又給予內線交易行為人抗辯事由之保障，將使檢方追訴內線交易行為較為困難。然本文並非即認為若是採取獲悉說，即應該增訂抗辯免責條款，仍應視該獲悉說的嚴格程度不同，而有不同對應之規定。若是一律推定行為人有利用故意，如美國、英國，此時給予被告主張抗辯的事由，避免無辜之人遭刑罰相繩即有必要。然而我國雖採取獲悉說，但法院實務上並非全然採取此種推論過程，即無須全面複製國外對於抗辯事由的立法例。

第二款、自我國實務現狀觀之

我國證券交易法學說、實務上對於內線交易應採獲悉說或利用說，一直以來皆充滿爭論。於 2010 年修正時，證券交易法 157 條之 1 原規定的「獲悉」用語修改為「實際知悉」。然此種修正的結果，其實仍是在上述兩學說中游移，並未有一確切的結論。該次修正之用語「實際知悉」，雖然並未直接明言採取何說，然而從獲悉至實際知悉的用語演變，基本上並未提到行為人是否有利用之文字，故而單純以法條觀之，似乎僅是在獲悉說範圍內的程度增減，應可推論出不採取利用說

⁴⁸³ 參閱陳林躍，前揭註 160，頁 23。



之結論。而在法條用語修正為實際知悉後，學者認為此修正並不影響司法實務判斷標準。因為皆屬於行為人之主觀要件認定，仍需要藉由客觀事實加以推斷，兩者僅有程度上區別。修正後法條用語較清晰，但無加重檢察官舉證責任，實務操作上並無不同⁴⁸⁴。法條之修正目的，應在於提醒實務判決時，不應憑空加以推斷。法院在判決時，仍應綜合直接及間接的證據及經驗法則加以判斷⁴⁸⁵。

對於「實際知悉」的認定，我國並非採取需要證明行為人有利用意圖的利用說見解，故而對於行為人主觀上認定應該仍是較偏向獲悉說立場。若自外國立法例之經驗判斷，採取獲悉說因為會先推論行為人有主觀利用故意，故而給予其抗辯事由，較不致於使市場上交易者動輒得咎。此外在訴訟進行的過程中，推定行為人有犯意的前提下，給予行為人抗辯事由方得平衡其訴訟上之權利。若單純以此點觀之，我國應增訂抗辯條款，較符合憲法上平等訴訟權之規定。然而觀察我國實務案件中，即便法院係採知悉說見解，如遭斷頭的華票公司案、尖美公司案，法院仍會以行為人是否可預測遭斷頭一事來推論行為人之犯意。可見實務上審理時，若行為人有舉出抗辯自己主觀犯意之事由，法院仍會實質審查其抗辯內容，只有在法院認定行為人有利用意圖時方會成罪。法院實際上審理案件時，既然不是普遍的逕行推定有罪，則抗辯條款的增訂似乎也並非為刻不容緩的舉動。

且我國實務上，對於內線交易的定罪率偏低。以行政院金融監督管理委員會（下稱金管會）公布之「重大證券犯罪起訴及判決情形一覽表」⁴⁸⁶中對於內線交易案件起訴的案件，共計有 77 件，然而其中第一審判決被告有罪的比率僅有 31%。二審維持一審判決結果之比例逾 60%，但二審判決後，逾 35% 之比例會上訴至最高法院，最高法院卻有高達 70% 之比例，均在指摘原判決（即二審判決）認定有罪或無罪之結果有違誤，而將原判決撤銷之。發回至更一審的案件有約 22 件，對於被告有罪之判定約為半數，雖然大多數被告仍會再更審後再次上訴至最高法院，然最高法院此時駁回上訴之比率約達 83%，最終定罪的案件比例只有 37.25% 為有罪判決⁴⁸⁷。相較於其他如毒品危害之犯罪定罪率可達 91%、竊盜罪定罪率為 85% 等數值⁴⁸⁸ 相較，內線交易之定罪率明顯偏低。

⁴⁸⁴ 林孟皇，前揭註 428，頁 154-155。

⁴⁸⁵ 劉連煜，前揭註 429，頁 82。

⁴⁸⁶ 重大證券犯罪起訴及判決情形一覽表，統計至 98 年 12 月 31 日，金管會公告網站：
<http://www.sfb.gov.tw/ch/index.jsp>（最後訪問日期：民國 102 年 12 月 29 日）。

⁴⁸⁷ 參閱莊嘉蕙(2008)，《內線交易之實證研究》，頁 116-125，國立交通大學管理學院碩士在職專班碩士論文。

⁴⁸⁸ 以法務部於民國 102 年所發布之檢察統計資料表(一)：

<http://www.moj.gov.tw/site/moj/public/MMO/moj/stat/new/newtable1.pdf>（最後訪問日期：民國 102 年 12 月 29 日。）以該表所公佈 102 年 1 月至 11 月之起訴人數及定罪人數加以計算。



之所以考量我國是否欲增訂內線交易抗辯條款，目的係為防止我國對於內線交易罪採獲悉說之前提下，因為推定被告有利用意圖，故而抗辯條款得成為被告訴訟上之防禦武器。然就上開實務結果觀之，我國內線交易案例中，法官對於被告主觀意圖的抗辯仍會有實質上的審查，並未一味推論有故意而逕行判決有罪，再加以實務上內線交易相較於其他案件類型，定罪率仍偏低，若貿然開放眾多抗辯事由條款，似乎會使內線交易罪更加難以定罪，是故現階段似乎無立即須有抗辯條款加以制衡的必要。

我國雖無迫切增訂內線交易抗辯條款之必要，然而在法院實際案例審理上，仍會有類似國外抗辯事由的審查，若我國增訂抗辯條款，得使法院在判斷上有更加清楚之依據，然需注意不應對於例外事由太過放寬，否則將可能造成內線交易禁止之規定名存實亡。抗辯條款雖有可能使被告增加防禦手段，但自反方面來說，抗辯事由則是要求被告自行負擔舉證責任，若被告無法舉出符合規定的抗辯事由，則法院在推論被告具有主觀犯意時，則更得有立場加以為有罪評議。因目前我國草案例外之抗辯事由僅有「預定交易契約」一種項目，然我國實務上尚有檢視過其他例外事由，似乎皆得一併加以討論是否增設。

在「因主管規定而交易」、「遭斷頭」、「股價相反交易」、「以分析報告為買賣」的情況，其實皆不難看出法院實際上仍是藉由檢視行為人是否具有惡意，來決定行為人是否犯罪。草案的第9項也規定行為人在主張抗辯事由時，亦須是基於誠信原則方得為之，故而行為人即便符合例外事由，若是檢方得舉證其規避法律，行為人亦無法主張抗辯行為。在「預定交易契約」的狀況下，因契約之成立內容較為客觀得舉證，行為人得以其對於法條規定之契約要件已遵循，而可暫認其具有誠信原則；若行為人並未遵循要件，則可推定其具有惡意。若是在「因主管規定而交易」、「遭斷頭」的情況，因該二事由發生時已為事實狀態，反而是檢方要先證明行為人係明知或可預期會有後續的命令或是斷頭情事，對於檢方定罪困難度又大大提昇。「與股價相反交易」不罰之理論基礎應是採利用說，故而應該由行為人先舉證自己未有利用重大消息，若將之採為抗辯事由，反而又變成檢方需舉證證明該消息為利空利多、行為人有利用之情事。「以分析報告為買賣」則因分析報告多為私文書，一般來說公佈於眾的可能性不大，行為人可能預先製作好眾多分析報告，伺知悉某公司之重大消息後即得以該分析報告為抗辯之強盾。且分析報告種類不一，由立法者規定報告之格式、內容、標準等有其困難，不如在個案中由法院加以評判較為適宜。雖「預定交易契約」之抗辯事由亦有可能有所缺陷，但相較起其他抗辯事由，不論是對於控方或辯方，似乎客觀上皆較得加以舉證，故而此例外事由之訂立至少可以達成控管被告不至於肆意濫用抗辯，檢方亦得逕行朝被告是否有規避法律情事加以舉證，訴訟較得以聚焦。



綜上所述，可知我國學說雖採獲悉說之觀點，然法院判決時卻會偏向利用說之推論。故以目前實務操作面來看，抗辯條款之增訂尚未十萬火急，然日後若法院見解逐漸採取獲悉說時，抗辯條款即有其實益。而因我國法若單純自條文上解釋，應係採取偏向獲悉說之結論，制定抗辯條款即有其必要性；然在法院多偏利用說的前題下，若於此時制定抗辯條款規定，似乎僅是為了防範實務上判決風向轉向，實益性似乎不高。本文以為重點應在於實務上判決之基準仍應先與條文內容歸於一致，再決定是否有增訂抗辯條款之必要。若單純以現今內線交易刑事訴訟實務上現狀討論，目前應無訂定內線交易抗辯條款之必要。



第五章、結論

內線交易禁止規定在我國已有多年歷史，抗辯條款之訂立也自 2010 年開始有所討論。在 2010 年初始版本的草案，亦有參酌歐盟法及美國法中例外事由規定「為擔任交易標的公司之董事或監察人為目的而買進」、「清算人或財產管理人為執行職務而進行之交易」、「無買賣決定權之代理人受本人指示而進行交易」、「為履行於實際知悉第一項或第二項所稱消息前已簽署之契約義務而進行之交易」、「行為人有其他情形，足資證明其交易非基於實際知悉第一項或第二項所稱消息者」等抗辯事由，然嗣後皆遭刪除，僅餘留「預定交易契約」一種例外。相較於美國法三種例外事由、歐盟、英國法的多種豁免、抗辯規定，可見立法者不願開放太多例外事項。此原因可能亦肇因於我國內線交易罪之定罪率過低，故而立法者或許亦不認為需要給予內線交易行為人太多的保障空間。內線交易定罪率過低有許多原因，或許因檢方認定成罪之標準較為寬鬆，又或許行為人確實為清白，然其根本原因可能因在內線交易之案件中，我國法院多會檢視行為人實際的主觀意圖，實際就個案加以認定，並未即採取推定故意之結論。

美國法 Rule10b5-1 設計之初，係因為美國證管會採取獲悉說見解，對於行為人之主觀皆先推論為具有犯意，為了避免打擊範圍過大，方有抗辯事由制定的必要。歐盟法及英國法之規定一脈相承，皆是以推定為原則，再由行為人自行舉證抗辯。然我國實務上，法院既然並非一律推定行為人具有內線交易行為的故意，而會實際加以檢視，此時給予被告過多的防護似乎即無強烈的必要。再參以我國法院審理內線交易案件時，實務上仍多會偏向於有明確推斷行為人為故意的基礎時方為有罪的判決，導致內線交易定罪率偏低之事實，目前似乎尚無法推斷出內線交易行為人訴訟權遭到箝制的結論，也無須制定內線交易抗辯條款來給予被告訴訟上之保障。

若日後我國法院判決也逐漸採取獲悉說，逕行推論行為人具有犯意，此時制定抗辯條款即有必要性、實益性，可參酌外國立法例加以訂定。外國法上抗辯事由可大約分成交易具有正當目的，及行為人主觀未利用重大消息兩大類型。

交易具有正當目的，則如歐盟指令中「安定市場行為」、「公權力行為」、「國家貨幣政策」、「併購」。此類型的抗辯事由在執行時，執行者可能明知其的確是在基於重大消息而交易，但是因為目的具備公益性，且多數會公告大眾，市場上投資人較不易受到資訊不對等之障礙，於我國抗辯條款之內容可考慮增訂。而在主張行為人主觀部份，則如「單純執行業務之人」、「非基於重大消息交易」、「預定交易契約」等，行為人係主張自己不知重大消息與交易間的關聯。在而在決定行為人主觀抗辯事由的取捨時，本文認為最為重要的仍是檢視行為人是否有「斷絕



後續影響力」及適用該抗辯事由是否具有「誠信原則」。不論是主張預定交易契約，或是指示他人交易，又或是有正當消息來源，重點皆是要內部人得知重大消息後，不能再對已存在的抗辯事由加以更動，且當初抗辯事由並非基於行為人故意規避法律而來，此時給予行為人抗辯事由得尚可接受。

若我國嗣後實務採取獲悉說見解，而有增訂內線交易抗辯條款之必要，本文建議可放寬草案內容，增列抗辯事由之事項，再藉由「斷絕後續影響力」及「誠信原則」兩部份加以把關。草案可修改如下：

證券交易法第 157 條之 1 草案

第八項：

「行為人證明其交易係為執行實際知悉第一項或第二項所定消息前有下列情形，不受第一項及第二項規定之限制。但顯係行為人意圖規避第一項或第二項之適用而訂立者，不在此限。

- 一、以安定市場、收購、合併為目的之交易。
- 二、代表公權力機構為公益性之交易者。
- 三、已訂立之買賣有價證券契約、長期預定交易計畫或指示他人買賣計畫者。
- 四、非因知悉重大影響股票價格之消息而為之交易。
- 五、因職業執行他人指令而交易者。」

第九項：

「前項但書所稱買賣有價證券契約顯係行為人意圖規避第一項或第二項之適用而訂立者，指有下列情形之一：

- 一、依照前項第一款進行交易時，未符合主管機關之規定。
- 二、行為人未依前項第三款契約內容執行有價證券之買賣，或訂立二個以上存續期間重疊或接續之契約。
- 三、行為人有終止前項第三款交易計畫、契約或指示或另行訂立之行為。
- 四、前項第三款契約之訂定買賣有價證券之價格、數量或金額區間過大，且其買賣有價證券明顯集中於第一項或第二項所定之消息明確後至消息公開後十八小時內。
- 五、行為人為第一項或第二項所定之消息有關事件負責人或參與人員，於事



件進行中至消息明確前，訂立契約，且其買賣有價證券明顯集中於消息明確後至消息公開後十八小時內。

六、其他行為人非基於誠信而訂立契約之情形。」

第十項：

「第八項第三款之契約或計畫，應符合下列要件：

一、以書面為之，並載明下列事項：

- (一)訂立之日期及存續期間。
- (二)有價證券之買賣數量或交易金額。
- (三)有價證券之買賣價格及執行日期。
- (四)受委任執行有價證券買賣之人。

二、前款第二目及第三目之有價證券買賣數量、交易金額、買賣價格及執行日期，係依固定公式或電腦程式決定者，應於契約載明其公式或電腦程式內容。

三、行為人無正當理由不得變更契約內容或終止買賣，亦不得影響受任人執行方式。行為人或受任人於契約存續期間另行從事相關避險交易者，視為變更契約內容。

四、行為人需於訂立後二日內將契約副本申報下列機構：

- (一)契約買賣標的之有價證券在證券交易所上市買賣者，申報證券交易所。
- (二)契約買賣標的之有價證券在證券商營業處所買賣者，申報證券櫃檯買賣中心。」

第十一項：

「行為人基於第八項第一款之目的進行交易，應符合主管機關所制定之標準，申報並取得同意。主管機關並應制定相關辦法。」

第十二項：

「證券交易所或證券櫃檯買賣中心應於第八項第三款之契約存續期間屆滿後十日內，將該契約之主要內容於網站公告。」



上開建議，係增訂四種抗辯事由，在例外的目的類型，增加「安定市場」、「收購」、「合併」及「公權力行為」的項目。在行為人主觀抗辯未知悉重大消息的類型，則增加「預定交易計畫」、「非因重大消息交易」、「因執行他人指令」的類型。在放寬事由種類的同時，也利用誠信原則來加以把關，該抗辯事由若是因行為人因欲規避法律而產生的，則不得加以主張。而若是行為人想要主張未知悉重大消息的類型，則需通過「斷絕後續影響力」的把關。預定交易契約、計畫、指示皆不得再加以變更，行為人也要證明其並非基於嗣後聽到的重大消息而交易，執行他人指令時自己也不知道重大消息。藉由兩個關卡的檢視，讓內線交易抗辯事由雖然存在但不至於濫用。制定內線交易抗辯條款的目的，本就是因採取獲悉說時對於被告防禦較為不利，為平衡其訴訟上攻防武器，故而加以規定，然而若給予其無限上綱的防禦卻又會本末倒置，仍要維持一定的平衡，故而對於抗辯事由自應增加前提。

上述草案修正建議，前提係本於我國實務判決亦採獲悉說之見解時，方有增訂之實益。然現今我國法院為保障被告之權益，多半仍會檢視被告是否實際上具有犯意，此時對於被告而言，並非如獲悉說般直接立於推定有罪的狀態，若又給予被告主張抗辯的權利，則被告等於可享有多一層的訴訟防護。雖然抗辯條款係被告需自己舉證證明有該抗辯事由之存在，然而以此脈絡下觀察，若被告得對於抗辯事由舉證，檢方得將被告定罪之手段僅餘下證明被告並非符合誠信原則，對於檢方來說將被告定罪更加困難。考量到我國目前內線交易定罪率已經偏低，且實務亦非全面採取推定有罪的態度，內線交易抗辯條款於我國制定的必要性，現階段應未有急需。

附有一提者，雖然刑事訴訟上若依前述，抗辯條款似乎無增設必要，然我國近日亦有探討仿美國、日本增設行政罰款制度之可能。行政罰款制度係藉由金錢罰款使內線交易行為人之獲利成空或是對其處罰，日本法對於內線交易之處罰，即常利用課徵金制度。金錢上繳之要求相較於刑事之徒刑似乎較不嚴厲，若是我國改以行政罰款制度來對於內線交易行為人加以制裁，法院在判斷上似乎較可能採取獲悉說之見解，此時即如同前文所述，若是在採取獲悉說判斷標準的前提下，有抗辯事由之存在得使被告平衡訴訟上之武器，即有其實益。



參考文獻

一、中文文獻（按作者姓名筆劃順序排列）

（一）專書論著

1. 林東茂(1996)。《危險犯與經濟刑法》。五南出版。
2. 林國全(2000)。《證券交易法研究》。元照出版。
3. 陳建緒(2006)。《證券犯罪之規範理論與界限》。法律出版社。
4. 曾宛如(2008)。《證券交易法原理》，五版。元照出版。
5. 黃銘傑(2006)。《日本最近證券交易法修正對我國之啟示，公司治理與企業金融之挑戰與改革》。元照出版。
6. 劉連煜(2011)。《新證交法實例研習》，十版。作者自版。
7. 劉連煜(2011)。《內線交易構成要件》。元照出版。
8. 賴英照(2011)。《股市遊戲規則-最新證券交易法解析》，二版。作者自版。
9. 賴英照(1988)。《證券交易法逐條釋義(一)》。實用稅務出版社。

（二）期刊

1. 王潤生、余雲華 (2012)。〈內幕交易犯罪中「知情人員」和「內幕信息」的認定探討〉，《犯罪研究》，2012年第4期，頁59。
2. 吳孝勇 (2011)。〈內幕交易規制的制度安排與建議〉，《中國金融》，2011年第3期，頁32。
3. 司法院編印(1995)。《刑事法律專題研究》，第8輯，頁234-235。
4. 林孟皇 (2008)。〈內線交易實務問題之研究-以我國刑事責任規定的解釋適用取向為中心〉，《法學叢刊》，第210期，頁61。
5. 林孟皇(2010)。〈內線交易重大消息的明確性與實際知悉-二〇一〇年新修正內線交易構成要件的解析〉，《月旦法學雜誌》，第184期，頁154-155。



6. 林國全(1992)。〈證交法第一百五十七之一內部人交易禁止規定之探討〉，《政大法學評論》，第45期，頁278。
7. 林繼耀(2002)。〈美國證券交易法「公平揭露規則」新制〉，《證交資料》，第484期，頁2。
8. 武永生(2008)。〈內線交易案件「獲悉」與「利用」之爭論-股市之極限遊戲規則(一)〉，《銘傳大學法學論叢》，第10期，頁184。
9. 徐如慧(2000)。〈選擇性揭露資訊與內線交易之探討〉，《證交資料》，第463期，頁9-28。
10. 張益輔、林振東、江璧岑(2009)。〈內線交易案件有關重大消息成立時點之探討(上)〉，《證交資料》，第561期，頁43-55。
11. 郭大維(2010)。〈論我國內線交易法制—由英美兩國對證券市場內線交易之規範談起〉，《軍法專刊》，第56卷第4期，頁54-77。
12. 郭土木(2005)。〈內部人員利用內線消息交易之禁止〉，《法官協會雜誌》，第7期，頁39。
13. 陳林躍(2012)。〈試論證券內幕交易、洩露內幕信息罪之內幕信息界定〉，《雲南大學學報法學版》，第25卷第5期，頁23。
14. 陳斌、曾冠(2007)。〈論歐盟證券法一體化的發展與困境〉，《證券市場導報》，2007卷10期，頁73。
15. 曾宛如(2005)。〈有關證券投資人保護之未來發展〉，《月旦財經法雜誌》，第2期，頁206。
16. 曾宛如(2009)。〈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1期，頁268。
17. 廖大穎〈資訊不正流用與證券交易法第157條之1〉，《月旦財經法雜誌》，第16期，頁77-144。
18. 劉成墉(2011)。〈內線交易免責抗辯事由之探討〉，《銘傳大學法學論叢》，第15期，頁153-202。
19. 劉成墉(2011)。〈內線交易免責抗辯事由之探討〉，《銘傳大學法學論叢》，第15期，頁169。



20. 劉連煜(2008)。〈內線交易免責之抗辯-預定交易計畫〉，《台灣法學》，114期，頁107。
21. 劉連煜(2011)。〈證券交易法：第三講-內線交易之主觀要件〉，《月旦法學教室》，106期，頁82。
22. 劉連煜，(2008)，〈論預定的交易計畫作為內線交易之免責之抗辯〉，《證券櫃檯》，第137期，頁13。
23. 劉連煜，〈內部人「獲悉」或「實際知悉」內線消息之認定-評最高法院九十九年台上字第一五三號刑事判決〉，《月旦裁判時報》，第3期，頁87。
24. 劉憲權，(2012年5月)，〈論內幕交易犯罪最新司法解釋及法律適用〉，《法學家》，2012:5期，頁40。
25. 謝杰，(2012)，〈最新內幕交易犯罪司法解釋的缺陷與規則優化〉，《上海公安高等專科學校學報》，第22卷第4期，頁18。
26. 羅贊興、吳博聰，〈內線交易面面觀〉，《證交資料》，第541期，頁50。

(三) 學位論文

1. 何建寬(2009)。《內線交易理論與實務之研究》，國立台灣大學法律碩士論文。
2. 吳元曜(2003)。《美國、日本、德國及我國內線交易刑法規制之比較以及內線交易除罪化之研究》，國立台灣大學法律系碩士論文。
3. 紀文富(2008)。《論內線交易行為人之主觀惡意》，中原財經法律系碩士論文。
4. 張瑞玲(2009)。《內線消息之認定與豁免條款之研究——以我國法院實務為中心》，國立臺北大學法律系碩士論文。
5. 莊嘉蕙(2008)。《內線交易之實證研究》，國立交通大學碩士論文。
6. 陳照世(2008)。《從歐盟與英國市場濫用防制計畫反思我國對內線交易與操控市場之制度設計》，國立台灣大學法律系碩士論文。



(四) 報紙

經濟日報 (11/18/2010) 內線豁免條款，闖關失敗九種版本—歧見太大，操縱股價行為認定也無共識，將交付朝野協商， A20 版。

(五) 網站

1. 行政院金融監督管理委員會，<http://www.fsc.gov.tw/ch/index.jsp>。
2. 法務部於民國 102 年所發布之檢察統計資料表(一)：
<http://www.moj.gov.tw/site/moj/public/MMO/moj/stat/new/newtable1.pdf>。
3. 重大證券犯罪起訴及判決情形一覽表，統計至 98 年 12 月 31 日，金管會公告
網站：<http://www.sfb.gov.tw/ch/index.jsp>

二、外文文獻（按作者姓名英文字母順序排列）

I. Books

1. BARTLEY A. BRENNAN & KUBASEK, NANCY K. & M. NEIL BROWNE, THE LEGAL ENVIRONMENT OF BUSINESS : A CRITICAL THINKING APPROACH, UPPER SADDLE RIVER, NJ : PEARSON PRENTICE HALL, U. S. A, (2009).
2. BLAIR, MICHAEL, BLACKSTONE' S GUIDE TO THE FINANCIAL SERVICES AND MARKETS ACT 2000, OXFORD UNIVERSITY PRESS, U. K. , (2nd ed. , 2009).
3. BLAIR, MICHAEL & PURVES ROBERT, WALKER GEORGE, FINANCIAL SERVICES LAW, OXFORD UNIVERSITY PRESS, U. K. , (2009).
4. CHOI, STEPHEN J. & PRITCHARD A. C. , SECURITIES REGULATION CASE AND ANALYSIS, THOMSON WEST, U. S. A, (2005).
5. COX, JAMES D. & HILLMAN ROBERT W. & LANGEVOORT DONALD C. , SECURITIES REGULATION CASE AND MATERIALS, ASPEN, U. S. A, (5th ed. 2006).
6. HAZEN, THOMAS L. , THE LAW OF SECURITIES REGULATION, U. S. A, (6th ed. 2009).
7. HAZEN, THOMAS LEE, THE LAW OF SECURITIES REGULATION, ST. PAUL, MN : THOMSON/WEST, U. S. A, (6th ed 2009)



8. LANGEVOORT, DONALD C. , INSIDER TRADING: REGULATION, ENFORCEMENT, AND PREVENTION, CLARK BOARDMAN CALLAGHAN, U. S. A, (1991).
9. MOLONEY, NIAMH, EC SECURITIES REGULATION, OXFORD EC LAW LIBRARY, U. K. , (2nd ed. 2009)
10. SWAN, EDWARD J. , MARKET ABUSE REGULATION, RICHMOND, U. K. : RICHMOND LAW & TAX, U. S. A, (2006).

II. Periodical Materials

1. Akashi Tomoko, Regulation Of Insider Trading In Japan, 89 CLMLR 1296, 1296-1319(1989).
2. Alcock Alistair, Five Years of Market Abuse, 28(6) Comp. Law. 163, 163-171 (2007).
3. Anderson Karen & Mayhew David, Whither market abuse (in a more principles-based regulatory world)?, J. I. B. L. R. 2007, 22(10), 515-531
4. Choudhury M uhtashem S. & Johnson David R. & Vashi sta Anish, Securities Fraud, 42 Am. Crim. L. Rev. 877, 877-941(2005).
5. Consob Matteo Gargantini & Noia Carmine Di , The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for Future Actions, Rivista delle Società, No. 4/2009, 21(2009).
6. Fornasier Raffaelo, The Derivative on Insider Trading, 13 Fordham Int' l L.J. 149, 149-184(1989-1990).
7. Fried Jesse, Insider Abstention, 113 YALE L.J. 455, 455-492 (2003).
8. Graham John R. et al. , The Economic Implications of Corporate Financial Reporting, 40 J. ACCT. & ECON. 3, 3-25 (2005).
9. Hawes Douglas W. & Lee T. Peter & Robert Marie-Claude, Insider Trading Law Developments: An International Analysis, 14 Law & Pol'y Int'l Bus. 335, 335-397 (1982-1983).



10. Hazen Thomas Lee, Defining Illegal Insider Trading - Lessons from the European Community Directive on Insider Trading, 55 Law & Contemp. Probs. 231, 231-239 (1992).
11. Hazen Thomas Lee, Civil and Criminal Enforcement : SEC Injunctions, Investigation, Parallel Proceedings, Administrative Hearing and Disciplinary Sanctions, 6 Law Sec. Reg. §16.2 (2009).
12. Henderson Andrew, First Light: the Financial Services Authority's enforcement of the market abuse regime, 20(10) J. I. B. L. R. 496, 494-500 (2005).
13. Horwich Allan, The Origin, Application, Validity, and Potential Misuse of Rule 10b5-1, 62 BUS. LAW. 913, 913-954 (2007).
14. Horwich Allan, Possession Versus Use- Is There a Causation Element in the Prohibition on Insider Trading, 52 Bus. Law. 1235, 1235-1278 (1996-1997)
15. L. Davies, P., The European Community's Directive on Insider Dealing: From Company Law to Securities Markets Regulation, 11 Oxford J. Legal Stud. 92, 92-105 (1991).
16. Manning Gilbert Warren III, The Regulation of Insider Trading in the European Community, 48 Wash. & Lee L. Rev. 1037, 1037-1077 (1991).
17. Moloney Niamh, The Lamfalussy Legislative Model: A New Era for the EC Securities and Investment Services Regime, 52 I. C. L. Q. 509, 509-520 (2003).
18. Muth Karl T., With Avarice Aforethought- Insider Trading and 10b5-1 Plans, 10 U.C. Dvis Bus. L.J. 65, 65-82 (2009).
19. Nagy Donna M., Possession vs. Use Debate in the Context of Securities Trading by Traditional Insiders -Why Silence Can Never Be Golden, 67 U. Cin. L. Rev. 1129, 1129-1200 (1998-1999).
20. Parker George F., The Regulation Of Insider Trading In Japan: Introducing A Private Right Of Action, 73 WAULQ 1399, 1399-1423(1995)



21. Ramseyer Mark J. , Insider Trading Regulation In Japan, Harvard Law, Economics and Business Discussion Paper No. 705(2011).
22. Reiser Adam, Compensating Defrauded Investors while Preserving the SEC's Mission of Deterrence : A Call for Congress to Counteract the Troubling Consequences of Stoneridge, Utah L. Rev. 257, 257-272(2009).
23. Siems Mathias M. , The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis, 2 Law & Fin. Mkt. Rev. 39, 1-27 (2008)
24. Stanley Veliotis, Rule 10B5-1 Trading Plans and Insiders' Incentive to Misrepresent, 47 Am. Bus. L.J. 313, 313-359 (2010).
25. Stutz Amy E. , A New Look at the European Economic Community Directive on Insider Trading, 23 Vand. J. Transnat'l L. 135, 135-177 (1990-1991).
26. Tridimas Takis, Insider trading: European harmonisation and national law reform, 40 (4) I.C.L.Q. 919, 919-937(1991).
27. Winner Zachary Joseph, A Comparative Analysis of the European Community Insider Trading Directive, 3 Transnat'l Law. 231, 231-273 (1990).
28. Winship Verity, Fair Funds and the SEC's Compensation of Injured Investors, 60 Fla. L. Rev. 1103, 1103-1121(1997).

III. Working papers

1. Jagolinzer Alan D, SEC Rule 10b5-1 and insiders' strategic trade, 55 Management Science 224, February 2009(available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=541502).
2. Robbins Alexander P. , The Rule 10b5-1 Loophole: An Empirical Study, Working paper(available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=941238).

IV. Internet Resources

1. Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading, available at <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>



2. Division of Corporation Finance: Manual of Publicly Available Telephone Interpretations, available at <http://www.sec.gov/interp/telephone/phonesupplement4.htm>
3. Securities and Exchange Commission Forms List, available at <http://www.sec.gov/about/forms/secforms.htm#1934forms> (hyperlink to 8-K)
4. SEC Exchange Act Rules at Question 120.20 (May 29, 2009), available at <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/exchangeactrules-interpret.htm>
5. "Pump-and-Dumps" and Market Manipulations available at <http://www.sec.gov/answers/pumpdump.htm>
6. Final Rule: Insider Trades During Pension Fund Blackout Periods, 17 CFR Parts 240, 245 and 249 [RELEASE NO. 34-47225; IC-25909; File No. S7-44-02], available at <http://www.sec.gov/rules/final/34-47225.htm>
7. Comments of ABA on S7-22-02, available at <http://www.sec.gov/rules/proposed/s72202/skeller1.htm>

三、日文網路資料

證券取引等監視委員會の事務處理狀況の公表，平成 22 年度（平成 22 年 4 月～平成 23 年 3 月末）、平成 23 年度（平成 23 年 4 月～平成 24 年 3 月末）、平成 24 年度（平成 24 年 4 月～平成 25 年 3 月末）
<http://www.fsa.go.jp/sesc/reports/reports.htm>

