

國立臺灣大學法律學院法律學系

碩士論文

Department of Law

College of Law

National Taiwan University

Master Thesis

我國內線交易規範行為主體與責任類型之研究

A Study on the Regulated Subjects and the Liabilities
of Insider Trading Regulation



Kuan-Chieh Chen

指導教授：林仁光博士

Advisor: Jen-Guang Lin, S.J.D.

中華民國九十八年六月

June, 2009

國立臺灣大學碩士學位論文

口試委員會審定書

(我國內線交易規範行為主體與責任類型之研究)

(A Study on the Regulated Subjects and the Liabilities
of Insider Trading Regulation)

本論文係陳冠潔君 (R95A21054) 在國立臺灣大學法律學系
完成之碩士學位論文，於民國九十八年六月三十日承下列考試委
員審查通過及口試及格，特此證明

指導教授：

林 紀 光

口試委員：

詹書明

司文忠

林 紀 光

謝辭

寫論文是全新的經驗，也是永遠難忘的過程，若沒有來自各方、許許多多溫暖的幫助，我絕對無法憑己力完成這本論文。

首先要感謝我的指導老師林仁光博士。在研究所生涯中，不論是學習研究問題或生涯規劃疑問，老師總不吝在各方面給我許多建議及幫助，即使工作繁忙仍願意耐心地聆聽我繁雜蠢笨的問題，老師總可以馬上直指問題核心、並給予我具體的研究方向，寫論文過程中時常有沮喪的瓶頸，老師也總會分享寶貴經驗，讓我可以一次次度過客觀上或心態上的難關。由於老師的鼓勵及鞭策，我才能及時完成論文，也由於老師的包容與指點，我才能在這篇論文的寫作過程中有許多收穫並且自我成長，這個經驗對我是彌足珍貴的。

我也非常感謝余雪明老師，謝謝老師在百忙之中撥冗為我口試、指導論文，尤其是老師愛深責切的指正與建議使我獲益良多。之前曾有幸在某討論內線交易的研討會上聽到老師對內線交易法精闢的見解，因此當有此榮幸邀請到余老師擔任口試委員，心中的興奮不能言表。老師在口試時亦指出許多我論文研究時一直不能解決的疑點，並且對研究方法有許多指點，使我獲益良多，非常謝謝老師。

此外，也謝謝王文宇老師願意抽空擔任口試委員。大學及研究所時期皆有修習王老師的課，對老師活潑創意的法律思考十分欽佩，期末報告的發揮與課堂上的討論亦相當過癮。非常謝謝老師對我論文提出的指點與建議，使我能發現許多之前忽略的細節與面向，始能進一步思考並改進。

謝謝我最親愛的研究室伙伴們：在 104 的這段時光畢生難忘，謝謝兩耕總是一起分享所有生活大小事、各種心情想法、以及一起跟豬玩及清談；謝謝昀哲總

是為研究室散播歡樂、使生活非常有趣；也謝謝佳慧三不五時與我們分享「外界」的事情，並時常鞭策我們認真向上寫論文，每天總是期待著進研究室，看到你們就覺得心裡很踏實，真的覺得很幸福、也很榮幸可以和你們有這一年的緣分，像家人一樣朝夕相處，一起抓住青春的尾巴。此外，也謝謝所有 104 之友：總為大家帶來驚喜的亦庭、擁有世界最乖的狗的婷婷、默默認真唸書的兩凡、以及不時造訪的俊凱、當然還有取代亦庭位子的志中，你們都帶給大家無限的力量，使我度過一切寫論文的難關。

謝謝二年級時 110 室的好室友：與詩薇的心靈對談讓我更深入瞭解自己，而我們的白癡行為也讓我永遠難忘，小麥從才華洋溢的學長升格為無話不談的閨中密友，很難見到的彥彬也永遠不吝給我許多人生建議，也謝謝小太陽允鍾學長為研究室注入活力。謝謝你們讓我從二年級開始，就對法學院產生家的情感及依賴，研究所生活不只是學習，更是與許多人情感的集合。

謝謝研究大樓這一年患難與共的樓友們，謝謝 101 的宗穎、陽升、貓貓、小安、中鶴，你們永遠溫暖地對我伸出歡迎的雙手、謝謝牧珏、黃爺、彥強、小黃熱心地參加我們所有蠢笨的活動、謝謝顏博士佑紘時常參與我們高談闊論、謝謝日文超強的肌肉小花不厭其煩地為我解答繁雜的日文問題、謝謝美女雲集 110 的佳芳、奕逸、伯翰不時前來鞭策我們的論文進度、謝謝 109 的志強、勤博、小白不時地關心鼓勵。我會記得所有在研究大樓舉辦過的喧嘩活動、所有貼過的海報橫幅、所有在最脆弱的時候給我的關懷打氣、以及所有淋漓盡致的開心。謝謝你們豐富了這整整一年。

謝謝各位學長姊：迷人的盈君學姊對生活的認真及執著永遠是我學習的對象，聰明體貼的郁嵐學姊在各方面都不遺餘力幫忙、指導我，親切的懿德學姊的笑容和關懷總是那麼溫暖，帥氣日系的元駿學長雖旅居各地但仍常常關心我的學習情

形，和書沁合作發表德拉瓦州研討會是非常開心、獲益良多的經驗，謝謝師兄刷刷哥為比較公司法課程帶來許多歡樂，謝謝穿上西裝變個人的馬神總是雪中送炭、盡心盡力地解決我們許多難題，謝謝帥氣百變的岳賢常常關心我的論文進度且亦是我吐苦水的好對象。

在論文寫作過程中，要特別感謝文武全才的宗謀學長，三不五時收到來自台灣我的麻煩問題，永遠不厭其煩地替我一一解決。謝謝大山學姊在我論文寫作時給我非常多寶貴的刑法角度意見，也謝謝商法達人彥守學長，總是充滿耐心地與我討論證交法的問題。

從一年級開始便結下深厚情誼的 WTO 中心：謝謝表面威儀堂堂私下如鄰家男孩的威穆學長在 WTO Moot Court 比賽期間費盡心思訓練我，謝謝帥氣睥睨法學院其他男兒的 Kevin 對我們比賽日夜的付出，謝謝在方學長、元琪學姊、莎莎學姊、仁杰學長不遺餘力的在各方面幫助。易哲學長、瀚民學長、柏青學長、若羚學姊、瑜倩學姊：和你們一起合作的日子充滿歡樂，也謝謝你們對我的指導。謝謝岳平，永遠不會忘記在比賽時你義薄雲天地趕來，與我們挑燈夜戰的日子。謝謝刻苦耐勞黃香香、政府高官陳安安及哈哈哈佛林富富，太榮幸跟你們認識並一起參加比賽，你們永遠永遠都是我最最重要的朋友。謝謝肇文、依潔、肇欣、乃瑩，在中心期間不停地受你們的照顧。謝謝佺宸、威遠、乃方、彥增、元楷、金鼎、琬渝、緯人、采蘋、若筠、吳憲、劍非、郁珊、唯真、Eric，不管是工作上的合作或是私下的玩樂，都是我研究所生涯快樂的來源、無可磨滅的回憶。

謝謝研究所生涯中不時出現，若沒有你們的加油鼓勵，就沒有最後的論文的好朋友們：偉瑜、碩恆、欣怡、凱玲、佳儀、祥豪、貞汝、筑萱、若萍、慧芝、子揚、傳儀、之綠、宛真、博臣、建良、偉成。雖然大家分散在各處，但是來自你們的關心與祝福永遠令人溫暖及難忘。此外，亦謝謝聖平學妹即使自己有國考

壓力，仍常常給我滿滿的溫暖關心及鼓勵。也謝謝在律訓中成為好朋友、研究所生涯中一直互相關心的的菽苳學姊、德明學長，以及當初辛苦帶我讀書會、使我有機會進入台大民商並在這三年中有無價收穫的正祥學長、衍輔學長及陳瑜學姊。

能在研究所新認識各位民商的躡躑高手們是我極大的榮幸：謝謝彥志的論文故事激勵大家奮發寫論文、謝謝好馬及克凡總是讓大家豪邁萬分，謝謝國勛常常帶我們遊玩、祝佳瑩牙齒矯正成功、謝謝賢慧的瑩婷總是很溫暖的微笑。在研究所才新認識的佳蓉、俊翰：謝謝你們對我論文的大力幫忙，增加更多思考的角度。此外，對於在研究所生涯中佔很重要地位的各種研究計畫，與我合作過的所有學長姊及同學：珮儀學姊、詩敏、昆霖、訢慈學姊、士翔、伊倫，謝謝你們對我的包容與指導，這個學習過程是生命中寶貴的經驗。

謝謝志中，你的鼓勵與建議是我遭遇挫折時，能夠重新勇敢的最大力量，謝謝你溫暖的付出與支持。

謝謝爸爸媽媽，謝謝你們永遠無條件地支持我所有研究所及國考的挑戰，並包容我研究所這段始料未及的冗長學習過程，你們是我最珍貴的人，謝謝你們給我的愛與守護，僅將這本論文獻給我最愛的你們。

摘要

本論文探討我國內線交易規範中，目前未能處理的不同行為主體之行為態樣的「責任程度」，並為課予內線交易行為不同之「責任類型」的正當性分析，最後結合兩者，作出「不同行為主體」應負擔的「責任」之結論。

本論文分成六章，第一章說明問題意識、研究範圍架構及研究發現；第二章則研究比較法制之內線交易行為主體規範方式與理論基礎，其中本論文發現不同法制皆有其特殊的規範方式及理論基礎，對於不同行為主體也有以不同的責任程度或責任類型規範之可能；第三章承襲第二章的研究結果，點出我國內線交易主體規範問題，本論文討論三種類型的責任程度，分別為消息傳遞模式、法人責任、以犯罪行為取得資訊之內線交易責任；第四章則為內線交易規範責任類型之比較法研究，介紹目前內線交易責任類型的世界潮流；第五章為將內線交易行為以不同責任類型規範的正當性分析，首先探討不同責任本身的功能角色之差異，並結合我國內線交易目前的規範情形，作出內線交易行為是否應課以刑事、行政、民事責任、以及如何課以該些責任的結論，最後並結合「責任類型」與本論文第三章之關於不同主體之「責任程度」的分析，以「我國內線交易規範中不同主體之責任類型」為小結；第六章為結論。

以法律解釋論分析下，本論文認為我國內線交易規範的禁止理論基礎乃為保護市場及投資人信心之「市場論」，而在市場論之前提下，界定內線交易規範主體的範圍時，仍有限縮消息傳遞模式之行為人的責任程度、責任類型之可能，所以本論文對於內線交易規範主體責任程度、類型之結論為：「消息傳遞模式中，將第二手以下消息受領人責任減輕，而不適用刑法之『共同正犯』評價，可能制裁之方式為減輕刑度、或僅以行政罰處罰、或不罰」，「單純傳遞消息行為雖違反

內線交易保護法益，但無處罰必要，反之，可考慮處罰違法程度更嚴重的單純推介行為」；「法人內線交易應受規範，此種公司自己為內線交易的情形，與一般自然人為內線交易行為不應有不同評價，而可能制裁之方式為刑罰罰金刑及行政罰」；「以違法方式取得內線資訊的行為，如單純竊盜並交易者，應以內線交易規範制裁之」。

在內線交易「責任類型」之論述中，本論文從比較法制之研究出發，觀察到在其他國家有以各種不同責任類型、制裁不同內線交易行為人之情形。因此本論文分析各種責任本質後，就我國內線交易規範應在未來選擇何種責任類型，作出以下建議：「我國仍應保留刑事責任，刑事責任對內線交易有其特殊之嚇阻性，為制裁金融犯罪所必須，亦為國際規制內線交易之趨勢」；「我國應在有配套措施之前提下，增加內線交易行政責任之規定，以多元內容之行政制裁補足刑罰之不足。競合行政責任及刑事責任的方式，有程序競合、裁處金額競合等方法，行政及司法機關亦必須相為配合。本論文並建議將裁處之行政罰鍰，作多元利用，如告密者獎金、受害人補償基金等，使其可有效助達成防制內線交易之目的，並與本論文之『廢除民事責任』之結論互為配套」；「我國在引進行政責任後，應逐步廢除內線交易民事賠償制度，因為內線交易行為與投資人損害間，根本無因果關係，而以行政責任中所設計的『補償基金』的制度，可減低廢除民事責任的阻力。此外，目前我國民事責任中的三倍賠償規定亦仍有許多質疑的空間」。

關鍵字：內線交易；證券交易法；消息傳遞；消息受領；規範主體；法人責任；單純竊盜；以犯罪行為取得資訊；內線交易刑事責任；內線交易行政責任；行政秩序罰；行政罰刑罰競合；內線交易民事責任；因果關係。

Abstract

This thesis focuses on the liability coverage of various subjects under Taiwanese insider trading law and the justification of different liabilities on insider trading.

Ultimately, this thesis combines analysis of liability coverage and liability models, and suggests that different liabilities should be subject to more tailor-made scenarios in order to better specify what subject matters and acts should be dealt with which models of insider trading law.

This thesis is divided into six chapters. The first chapter highlights the issues, research scope and the findings. Chapter 2 aims at insider trading regulations with a comparative law approach. It shows that under different legal systems, the structures of insider trading regulations and their theoretical basis varies. From the studies above, Chapter 3 identifies the problems of regulated subjects under Taiwanese insider trading law. There are three types of regulated subjects that will be discussed in relation to their “liability coverage”. Chapter 4 includes the types of liabilities in insider trading law in six jurisdictions. Readers should get the big picture of the international trend regarding the types of liabilities under insider trading law through comparative law analysis. When looking into the nature of these liability types, the question of “whether the punishment can be justified” arises. First, the author differentiates between the natures and functions of the types of liabilities along with current Taiwanese insider trading regulations. This thesis proposes the ideal approach concerning criminal, administrative and civil liabilities under Taiwanese insider trading law. After incorporating the concluded liability types and liability coverage,

this thesis make a brief conclusion about how to impose different types of liabilities on different subject matters. Chapter 6 concludes this thesis.

Interpreting insider trading law by the rule of law, the author finds that Taiwanese insider trading law is market-oriented and emphasizes on protecting the integrity of the securities market and confidence of investors. Adopting the above theoretical basis, there are still possibilities to limit tippers' and tippees' liability coverage and types thereof under Taiwanese insider trading law. Concerning the liability of the scenario of tipping inside information, this thesis suggests relieving the liability of tippees who indirectly receive inside information (hereinafter "remote tippee") from tippers and abandoning the concept of "joint-perpetrator" when establishing their liabilities. The possible sanctions on remote tippees include reducing the years of sentence, punishment solely by administrative sanctions, or no punishment at all. It is also the author's suggestion to impose insider trading liability on those who not only tip the inside information but also persuading others to trade. In other words, inducement and recommendation, on the basis of inside information, to acquire or dispose of securities to which that information relates, constitute insider trading violation, but mere inside information disclosure does not. This article also proposes that legal person shall be one of the regulated subject matters under Art. 157-1 of Taiwanese Securities Exchange Act (hereinafter TSEA) since it is unjustified to distinguish the liability of a legal person from a natural person. In addition, the reasonable sanctions on a legal person are criminal penalties and administrative liabilities. As to one who possesses inside information by virtue of his criminal activities for using that information by trading securities to which that information

relates, for instance the behavior of “mere thief”, insider trading law shall be applied and the liabilities shall be imposed.

Regarding the “types of insider trading liabilities”, through the observations of comparative law, the author concludes that criminal liability is necessary under insider trading law since its deterrent effect cannot be substituted by other kinds of liabilities. Moreover, criminal sanction is the international trend. Administrative liability shall be adopted into Taiwanese insider trading law since administrative measures provide various means of preventions and sanctions. The administrative penalty sometimes even possesses better deterrence than criminal fines. The characteristics of administrative measures, such as the requirement of evidence and flexibility etc., together with criminal liability provide an integral regulated system for fighting insider trading. As to the way administrative liabilities correspond to the current criminal liability system under TSEA, this thesis also proposes several methods. These methods include the adjustment of the litigation process, the amount of the criminal fine and administrative penalties. The cooperation between the competent authority and the prosecutors will also play an important role in the future. The author also indicates the possible arrangement of the administrative fine aimed at deterring insider trading, such as funds and the award for whistle-blower.

After adopting administrative liabilities into Taiwanese insider trading law, the original civil liability contained in Art. 157-1 of TSEA shall be abolished since the causation between insider trading and investors’ trading, damage does not exist. The fund coming from offenders’ administrative penalty could be a substitution of civil

indemnification. Besides, the three-time civil compensation designed by Art. 157-1 of TSEA is not an appropriate arrangement and the author suggests a revision.

Keywords: Insider Trading, Securities Exchange, Subject, Tipper, Tippee, Legal Person, Mere Thief, Criminal Liability, Administrative Liability, Administrative Penalty, Civil Liability, Causation.



簡目

第壹章 緒論	1
第一節 研究動機與問題之提出	1
第一項 研究動機	1
第二項 問題提出	2
第二節 研究方法	3
第一項 比較法之研究	3
第二項 具體案例之分析	4
第三節 研究範圍與論文架構	5
第一項 研究範圍	5
第二項 論文架構	5
第四節 研究發現與研究限制	10
第一項 研究發現	10
第二項 研究限制	10
第貳章 內線交易行為主體規範方式與理論基礎比較法研究	12
第一節 美國法發展理論	13
第一項 內線交易規範介紹	13
第二項 實務案例發展	18
第三項 小結	41
第二節 歐盟法發展理論	43
第一項 1989 年內線交易指令訂定前之發展	43
第二項 1989 年內線交易指令	47
第三項 2003 禁止市場濫用指令	53
第四項 小結	61
第三節 法國法發展之理論	63
第一項 1967 年行政命令	63
第二項 1970 年法律修正 1967 年行政命令	64
第三項 1989 年法律：COB 規則	66
第四項 2003 歐盟市場操縱指令訂定後法國內線交易規定之發展	70
第五項 小結：法國內線交易理論之發展	76
第四節 德國法發展之理論	76
第一項 1994 年證券交易法制訂之前	77
第二項 1994 歐盟內線交易指令(IDD)納入德國證券交易法 (WpHG 1994)	78
第三項 2004 年歐盟市場濫用指令納入德國證券交易法 (WpHG 2004)	81
第五節 英國法	84
第一項 英國內線交易發展歷史	84
第二項 1993 年刑事審判法	84
第三項 2000 年金融服務及市場法(FSMA)	87

第四項	2005 年修正案	90
第五項	小結	94
第六節	日本法發展理論	97
第一項	2002 年修正之前的發展	97
第二項	目前內線交易行為之規範	103
第三項	小結	109
第參章	我國內線交易主體規範之問題	114
第一節	概論：我國規範方式及其問題	115
第一項	我國之規範	115
第二項	本文欲討論之行為主體態樣	130
第二節	關於規範行為主體之討論	147
第一項	第 157-1 條第 5 款之分析	147
第二項	法人之責任	184
第三項	以犯罪行為取得內線資訊者	188
第肆章	內線交易規範責任類型之比較法研究	198
第一節	美國法	199
第一項	刑事責任	199
第二項	行政責任	200
第三項	民事責任	205
第二節	歐盟法	206
第三節	法國法	208
第一項	概說	208
第二項	行政責任	208
第三項	民事責任	214
第四項	刑事責任	215
第五項	不同處罰規定間之比較與競合	217
第四節	德國法	219
第一項	刑事責任	219
第二項	行政責任	220
第三項	分析	221
第五節	英國法	222
第一項	刑事責任	222
第二項	行政責任	223
第三項	民事責任	225
第四項	分析	226
第六節	日本法	229
第一項	民事責任	229
第二項	刑事責任	230
第三項	行政責任	231
第七節	整合分析	233
第一項	刑事責任	233
第二項	行政責任	234
第三項	民事責任	235
第五章	不同責任類型功能角色暨我國內線交易責任類型之分析	

	.....	236
第一節	刑事責任	237
第一項	內線交易刑事處罰概論	237
第二項	比例原則之檢驗	241
第二節	行政責任	245
第一項	以行政罰制裁內線交易概論	245
第二項	行政罰與刑罰之競合	248
第三項	我國對內線交易行為採取行政罰之建議	252
第三節	民事責任	260
第一項	我國目前內線交易民事責任規定	260
第二項	民事求償成功之實務案例	261
第三項	民事求償制度之問題暨本文立場	268
第四節	小結：我國內線交易規範中不同主體之責任	276
第一項	內部人責任	276
第二項	消息傳遞責任	278
第三項	單純傳遞、單純推介及單純竊盜責任	279
第四項	法人責任	280
第陸章 結論	.....	283
參考文獻	.....	I



詳目

第壹章 緒論	1
第一節 研究動機與問題之提出	1
第一項 研究動機	1
第二項 問題提出	2
第二節 研究方法	3
第一項 比較法之研究	3
第二項 具體案例之分析	4
第三節 研究範圍與論文架構	5
第一項 研究範圍	5
第二項 論文架構	5
第四節 研究發現與研究限制	10
第一項 研究發現	10
第二項 研究限制	10
第貳章 內線交易行為主體規範方式與理論基礎比較法研究	12
第一節 美國法發展理論	13
第一項 內線交易規範介紹	13
第一款 1934 年證券交易法 Section 10(b)及 Rule 10b-5	13
第二款 1984 年內線交易制裁法及 1988 年的內線交易與證券詐欺執行法	15
第三款 2000 年 Rule 10b-5-2 及 2002 沙賓法案	16
第二項 實務案例發展	18
第一款 In re Cady, Roberts & Co 案 (1961)	18
第一目 案例事實	18
第二目 法院判決	18
第三目 分析	19
第二款 SEC v. Texas Gulf Sulphur 判決 (1968)	19
第一目 案例事實	19
第二目 法院判決	20
第三目 分析	20
第三款 Chiarella v. U.S.(1980)	21
第一目 案例事實	21
第二目 法院判決	21
第三目 分析	22
第四款 Dirk v. SEC (1983)	23
第一目 案例事實	23
第二目 法院判決	24
一、多數意見	24
二、少數意見	26
第三目 分析	27
第五款 SEC v. Switzer (1984)	28
第一目 案例事實	28

	第二目	法院判決.....	28
	第三目	分析.....	29
	第六款	Carpenter v. United States (1987).....	29
	第一目	案例事實.....	29
	第二目	法院判決.....	30
	第三目	分析.....	31
	第七款	United States v. Chestman (1991).....	32
	第一目	案例事實.....	32
	第二目	法院判決.....	33
	一、	多數意見.....	33
	二、	少數意見.....	34
	第三目	分析.....	35
	第八款	United States v. Bryan (1995).....	36
	第一目	案例事實.....	36
	第二目	法院判決.....	36
	第三目	分析.....	38
	第九款	United States v. O'Hagan (1997).....	39
	第一目	案例事實.....	39
	第二目	法院判決.....	39
	第三目	分析.....	40
	第三項	小結.....	41
第二節		歐盟法發展理論.....	43
	第一項	1989 年內線交易指令訂定前之發展.....	43
	第一款	概說.....	43
	第二款	分析.....	46
	第二項	1989 年內線交易指令.....	47
	第一款	IDD 指令規範內容.....	47
	第二款	分析.....	49
	第一目	原始內部人及次級內部人之區分.....	50
	第二目	消息傳遞禁止規定.....	51
	第三目	責任型態.....	52
	第四目	規範理論分析.....	52
	第三項	2003 禁止市場濫用指令.....	53
	第一款	禁止市場濫用指令規範內容.....	53
	第二款	分析.....	56
	第一目	原始內部人及次級內部人之區分.....	56
	第二目	原始內部人：第 2 條第 1 款(a).....	57
	第三目	原始內部人：第 2 條第 1 款(b).....	57
	第四目	原始內部人：第 2 條第 1 款(c).....	58
	第五目	原始內部人：第 2 條第 1 款(d).....	59
	第六目	次級內部人：第 4 條.....	60
	一、	2003 指令刪除「內線消息需直接或間接來自原始內部人」之規定，並且擴張次級內部人之禁止行為範圍.....	60

	二、主觀要件之抗辯.....	61
第四項	小結	61
第三節	法國法發展之理論	63
第一項	1967 年行政命令	63
第二項	1970 年法律修正 1967 年行政命令	64
第三項	1989 年法律：COB 規則	66
第一款	COB 行政權擴大：內線交易裁處行政罰	66
第二款	加重刑罰與擴張規範主體.....	67
第三款	90-08 號規則	68
第四項	2003 歐盟市場操縱指令訂定後法國內線交易規定之 發展	70
第一款	行政處罰部分：2004 AMF 一般規則	70
第二款	刑事處罰部分：金融貨幣法 (Code monétaire et financier)	72
第一目	金融貨幣法規定內容.....	72
第二目	第 465-1 條在法國之解釋與實務發展.....	74
	一、第一項:法定內部人	74
	二、第二項：因職務而具備內部人身份，傳遞給框架 外第三人.....	74
	三、第三項：次級內部人.....	75
第五項	小結：法國內線交易理論之發展	76
第四節	德國法發展之理論	76
第一項	1994 年證券交易法制訂之前	77
第二項	1994 歐盟內線交易指令(IDD)納入德國證券交易法 (WpHG 1994).....	78
第一款	背景.....	78
第二款	規範內容.....	78
第三項	2004 年歐盟市場濫用指令納入德國證券交易法 (WpHG 2004).....	81
第一款	2004 新條文規定.....	81
第二款	分析.....	83
第五節	英國法	84
第一項	英國內線交易發展歷史	84
第二項	1993 年刑事審判法	84
第一款	規範內容.....	84
第二款	分析.....	86
第三項	2000 年金融服務及市場法(FSMA).....	87
第一款	2000 FSMA 相對於內線交易規定之背景介紹.....	87
第二款	2000 FSMA 相對於內線交易規定之內容介紹.....	89
第三款	分析.....	90
第四項	2005 年修正案	90
第一款	2005 年修正案之介紹.....	90
第五項	小結	94
第一款	1980 年公司法時代至 1993 年刑事審判法時代	94

	第一目	規範主體定義著眼於其「資訊之緊密連接性」	94
	第二目	消息傳遞責任是否成立仍要回歸「緊密關連關係」之判斷	95
	第三目	當時之規範理論基礎為特別關係說	95
	第二款	1993年刑事審判法時代至2005年FSMA修正案時代	96
	第三款	2005年FSMA修正案至今	96
第六節		日本法發展理論	97
	第一項	2002年修正之前的發展	97
	第一款	1948證券取引法	97
	第一目	內線交易法之制定	97
	第二目	一般詐欺條款對於內線交易規範成效不彰	98
	第三目	其他非具法律位階之對內線交易之規範	98
	第二款	1988年證券取引法修正背景	99
	第三款	1988年證券取引法修正內容	100
	第一目	第190-2條：內部人禁止交易	100
	第二目	消息傳遞的責任	101
	第三目	處罰責任規定	102
	一、	刑事責任	102
	二、	行政責任	102
	三、	民事責任	102
	第二項	目前內線交易行為之規範	103
	第一款	1988年以後之修正	103
	第二款	目前的規範內容	104
	第三款	處罰責任規定	107
	第一目	內線交易之民事責任仍無建構	107
	第二目	刑事責任提升強度	108
	第三目	行政責任引入課徵金制度	108
	第三項	小結	109
	第一款	1988年修正是否導出日本採市場論的結論	109
	第一目	觀察重點一：內線交易規範及反詐欺條款併行	109
	第二目	觀察重點二：對是否需要民事責任態度未定	110
	第三目	觀察重點三：規範主體的範圍	110
	第二款	現行法的規定方式導出的結論	111
	第一目	觀察重點一：規範主體—與公司有關係者	111
	第二目	觀察重點二：規範主體—消息受領人	111
	第三目	觀察重點三：近期未將不正行為禁止規定適用於內線交易	112
	第四目	觀察重點四：民事責任	113
	第三款	小結	113
第參章		我國內線交易主體規範之問題	114

第一節	概論：我國規範方式及其問題	115
第一項	我國之規範	115
第一款	規範內容及發展過程	115
第二款	我國內線交易之關於基礎理論之爭議以及本文 立場	117
第一目	問題提出及研究方法	117
第二目	學說及實務見解	117
第三目	分析	119
一、	禁止理論基礎並非再無討論空間	119
二、	解釋方式	120
三、	字義解釋	121
四、	法律的意義脈絡	122
五、	歷史上立法者之規定意向、目標及規範想法	124
六、	重新審查	128
第二項	本文欲討論之行為主體態樣	130
第一款	我國實務上著名案例	130
第一目	台開案	130
一、	本案事實及判決摘要	130
二、	本案分析	134
第二目	紅火案	139
一、	本案事實及判決摘要	139
二、	本案分析	144
第二款	其他於我國未發生之規範主體問題	145
第一目	以犯罪行為取得資訊並交易者	145
第二節	關於規範行為主體之討論	147
第一項	第 157-1 條第 5 款之分析	147
第一款	目前我國對於消息傳遞行為的責任建構方式及 問題	147
第二款	比較法的觀察	149
第一目	美國法	149
一、	資訊平等理論	149
二、	忠實義務理論	150
三、	私取理論	151
四、	消息傳遞主體不同行為之分析	151
第二目	歐盟法	158
一、	1989 年內線交易指令 (IDD)	158
二、	2003 年市場濫用指令 (MAD)	158
三、	分析	159
第三目	法國法	159
一、	1990 年 90-08 號規則	159
二、	2004 年 AMF 一般規則	159
三、	分析	160
第四目	德國法	160
一、	1994 年證券交易法(WpHG)	160

	二、	2004 年證券交易法(WpHG)	160
	三、	分析.....	161
	第五目	英國法	161
	一、	1993 年刑事審判法.....	161
	二、	2005 年金融服務法(FSMA)修正案	161
	三、	分析.....	162
	第六目	日本法	162
	一、	1988 年證券交易法修正.....	162
	二、	目前證券交易法之消息傳遞規範內容.....	163
	三、	分析.....	164
	第七目	比較法規定之交叉比對	165
	第三款	以處罰基本理論分析消息傳遞責任.....	170
	第一目	市場論下仍有限縮處罰程度及處罰主體之可能	170
	第二目	限縮消息傳遞處罰主體之分析.....	171
	一、	對法益侵害之貢獻程度.....	171
	二、	管制經濟之分析.....	172
	三、	消息真實性及是否已公開的問題.....	173
	第三目	我國對於消息傳遞行為應採取之規制方式... ..	176
	一、	共犯論的適用的重新思考.....	176
	二、	消息傳遞之各個行為人責任分析.....	178
	第二項	法人之責任	184
	第一款	目前我國對於內線交易法人責任建構方式及問題	184
	第二款	比較法的觀察.....	186
	第三款	小結.....	187
	第三項	以犯罪行為取得內線資訊者	188
	第一款	單純竊盜之問題.....	188
	第二款	比較法的觀察.....	189
	第一項	事實	189
	一、	本案關係人.....	189
	二、	本案事實經過.....	190
	第二項	判決內容	191
	一、	SEC 尋求法院的禁制令	191
	二、	法院檢驗是否本案符合 1934 年證交法 Section 10(b)之要件	191
	三、	SEC 提出學說看法以及政策目的，來支持「單純竊盜」違反 Section 10(b)之見解	192
	四、	法院對學說見解及政策考量之回應.....	193
	第三款	小結.....	193
	第一目	我國是否應以內線交易規範如「單純竊盜」之「以犯罪行為取得資訊」之行為？	193
	第二目	「被動獲悉資訊之非內部人」為交易之責任。	196

第肆章	內線交易規範責任類型之比較法研究	198
第一節	美國法	199
第一項	刑事責任	199
第二項	行政責任	200
第一款	SEC 可自為之行政處分	200
第一目	調查	200
第二目	和解	200
第三目	SEC 行政訴訟	201
第四目	SEC 行政處分	201
第二款	SEC 民事訴訟	202
第一目	禁制令	202
第二目	行政罰款 (SEC Civil Enforcement)	202
一、	行政罰款介紹	202
二、	法院判定行政罰款數額之基準	204
第三目	以「不法利益吐還」作為特殊基金	204
第三項	民事責任	205
第二節	歐盟法	206
第三節	法國法	208
第一項	概說	208
第二項	行政責任	208
第一款	管理機關	208
第二款	內線交易之行政調查及處分程序	209
第三款	行政責任構成要件	210
第一目	行政規範下之處分主體	210
第二目	間接交易	211
第三目	消息傳遞責任	211
第四款	行政規範違反之處罰	212
第三項	民事責任	214
第四項	刑事責任	215
第一款	金融貨幣法	215
第二款	消息傳遞的刑法贓物罪責任	216
第五項	不同處罰規定間之比較與競合	217
第一款	行政罰與刑罰之競合	217
第二款	刑罰機關與行政機關之合作	218
第三款	比較刑罰和行政罰	218
第四節	德國法	219
第一項	刑事責任	219
第二項	行政責任	220
第三項	分析	221
第一款	原始內部人及次級內部人之「交易行為」皆處以刑責	221
第二款	消息傳遞行為僅原始內部人有刑責，次級內部人傳遞僅有行政責任	221
第五節	英國法	222

第一項	刑事責任	222
第二項	行政責任	223
第三項	民事責任	225
第四項	分析	226
第一款	增加行政罰以補充刑罰之不足.....	226
第二款	行政罰與刑罰的界線.....	227
第三款	行政罰回復原狀命令與民事賠償制度之關係	228
第六節	日本法	229
第一項	民事責任	229
第二項	刑事責任	230
第一款	徒刑及罰金.....	230
第二款	追徵規定.....	230
第三項	行政責任	231
第七節	整合分析	233
第一項	刑事責任	233
第二項	行政責任	234
第三項	民事責任	235
第五章 不同責任類型功能角色暨我國內線交易責任類型之分析		
		236
第一節	刑事責任	237
第一項	內線交易刑事處罰概論	237
第一款	我國證交法第 157-1 條刑罰規定	237
第二款	內線交易以刑罰裁罰之正當性分析.....	239
第二項	比例原則之檢驗	241
第一款	適合性原則.....	241
第二款	必要性原則.....	242
第三款	狹義比例原則.....	244
第二節	行政責任	245
第一項	以行政罰制裁內線交易概論	245
第二項	行政罰與刑罰之競合	248
第一款	內線交易之採取刑罰與行政秩序罰之理論區別	248
第二款	我國目前行政罰與刑罰的競合處理方式.....	249
第一目	「一行為不二罰」原則介紹.....	249
第二目	行政罰法對「一行為不二罰」之立場.....	249
第三目	內線交易行為之行政罰與刑罰競合.....	250
第三項	我國對內線交易行為採取行政罰之建議	252
第一款	我國目前對於內線交易行政裁罰之態度.....	252
第二款	行政裁罰主體.....	254
第三款	不法經濟利益剝奪（利益吐還）	256
第四款	行政罰鍰.....	257
第五款	行為人之「吐還利益」與繳付「罰鍰」之用途	258
第一目	告密者獎金.....	258

	第二目	受害人補償基金.....	259
	第三目	行政機關其他為防制內線交易措施之資金來源.....	260
第三節	民事責任	.....	260
	第一項	我國目前內線交易民事責任規定.....	260
	第二項	民事求償成功之實務案例.....	261
	第一款	廣大興業高院判決.....	261
	第一目	判決簡要.....	261
		一、證券交易法第 157-1 條民事責任之分析.....	261
		二、本案適用第 157-1 條民事責任分析.....	262
	第二目	本案分析.....	264
	第二款	訊碟案地方法院判決.....	265
	第一目	判決簡要.....	265
		一、雖已有有罪之刑事判決，民事法院仍重新就是否符合第 157-1 條構成要件逐一分析.....	265
		二、與民事賠償責任要件有關之分析.....	266
	第二目	本案分析.....	267
	第三項	民事求償制度之問題暨本文立場.....	268
	第一款	民事賠償之妥適性.....	268
	第二款	因果關係.....	269
	第一目	交易因果關係.....	269
	第二目	損害因果關係.....	271
	第三款	三倍賠償規定之合理性.....	272
	第四款	小結.....	275
第四節	小結：我國內線交易規範中不同主體之責任	.....	276
	第一項	內部人責任.....	276
	第二項	消息傳遞責任.....	278
	第三項	單純傳遞、單純推介及單純竊盜責任.....	279
	第四項	法人責任.....	280
第陸章	結論	.....	283
參考文獻	.....	.....	I

圖表目錄

[圖表 1] 本論文架構圖.....	8
[圖表 2] 消息傳遞模式中各行為人責任之比較法整理.....	165
[圖表 3] 傳遞人自己本身未交易時，其傳遞之責任之分析.....	166
[圖表 4] 傳遞人自己本身未交易時，其傳遞之責任之分析—表格... ..	167
[圖表 5] 受領人責任分析.....	168
[圖表 6] 第一手受領人之責任分析—表格.....	169
[圖表 7] 比較法制刑事責任整合分析.....	233
[圖表 8] 比較法制行政責任整合分析.....	234
[圖表 9] 比較法制民事責任整合分析.....	235



第壹章 緒論

第一節 研究動機與問題之提出

第一項 研究動機

內線交易法制之發展及相關討論已行之多年，許多法規漏洞在近年數次的修法中得到解答，但還有更多的問題仍繼續停留爭議的狀態。此或許因為我國當初引進內線交易規範時，所參考的比較法來源、採取的規範理論仍未有終局的共識所致，因此當新的問題產生，我國法必須回溯至何國的規範來源作補充即產生問題：我國法的規範架構與歐盟的規範較為類似，但第 157-1 條的立法理由卻明載我國乃參考美國法所訂。本文參考一些實務案例後，發現實務上有法官引用美國之關於消息傳遞的判斷標準，而將該些要件運用到我國第 157-1 條第一項第五款上。惟套用美國之要件是否即可以解決一切現存問題？或者是否有其他更值得參考、且運用結果會更合理的立法例？

另一方面，第 157-1 條乃為民國 77 年所制定，至今已有將近 20 年的歷史，這段時間內雖亦有修正，但不可否認的，時代變遷使得證券市場上新的問題層出不窮，某些犯罪（違法）行為型態雖在我國仍未發生，但是國際上已有相關案例以及相關爭議及討論，而我們不能排除該些問題將來於我國發生之可能，因此，本文將提出他國目前的新問題、新作法供我國未來法制發展的參考。

最後，我國目前內線交易規範的制裁方式，僅著重在刑事及民事責任部分，而世界上其他國家卻有各式各樣的內線交易制裁規定，尤其是由行政機關主導的行政制裁，是我國目前所缺乏的，此是否我國法制之疏漏？抑或我國原本限於民、刑責任的作法，是因應我國法制的特殊設計？因此本文欲研究我國法制下是否有

需要引進行政責任，以及若有此需要，要如何引進方能與目前其他制度相配合。此外，並非所有國家的內線交易行為皆須負擔賠償投資人的民事責任，因此，我國的民事賠償制度之特殊處亦是研究重點，本文希望於探討行政責任之增設可能性後，再進一步討論刑事、行政、民事責任之共同運作方式。

第二項 問題提出

本文提出以下問題，並將嘗試就該些問題於論文研究過程中尋求解答：

1. 對於內線交易行為，我國目前若適用美國法所建立的要件，是否正當？
2. 其他比較法制的經驗，我國是否應予參考？且應如何參考適用？
3. 我國的內線交易禁止理論基礎為何？
4. 我國消息傳遞模式下的規範主體範圍究竟為何？是否包括第二手以下之間接消息受領人？單純傳遞消息或推介交易是否有獨立責任？
5. 法人是否應為我國證券交易法第 157-1 條負責之行為主體？
6. 除了第 157-1 條第 1 項五款之人外，若以竊盜方式偷取公司資訊並以之交易者，是否應以內線交易規範制裁之？
7. 我國目前僅以刑事責任及民事責任制裁內線交易行為人，此間是否有不足之處？是否應考量如他國採用行政制裁手段？
8. 我國若引進行政責任，將如何與現存制度相容，且如何與刑事責任競合？
9. 我國若引進行政責任，應採取哪些種類的行政制裁手段？
10. 我國目前的民事賠償制度是否有重新檢視的必要？尤其是若引進行政責任後，民事賠償有無一併修正的可能？

第二節 研究方法

第一項 比較法之研究

本文之比較法研究著重在美國、歐盟、法國、德國、英國、日本法，區分為兩部分討論：各國法規範架構、內容及沿革之介紹，以及在第四章的各國法目前之關於責任類型設計。

本文之所以研究美國法，乃因我國內線交易法規於 77 年訂定之時，即明確指出其乃參考美國法制而建立，並且，世界上之內線交易規範發展最早的國家即是美國，幾十年來累積豐富司法判決，研究美國之相關規定可以瞭解內線交易在每個不同時代隨之變遷的過程，此外，美國法之賦予投資人內線交易的民事請求權亦是與眾不同的設計，歐盟國家及日本皆無類似規定，而我國法亦有民事求償權，此是否合理或有必要性，必須參考美國的設計及運作方式。

而歐盟法以歐盟指令作為內線交易的原則規定，各國法必須將指令內國法化，因為該指令僅是最低程度的要求。觀察歐盟指令本身，等於觀察歐洲各國在利益衝突後協商的成果，因此從歐盟指令內容之沿革，亦可想見歐洲資本市場之整體變遷。但是僅觀察歐盟指令仍有不足，因為歐盟指令僅作原則性的規定，如何實踐還是必須參看各國的內國法，尤其是責任類型的設計，因為歐盟指令僅規定各成員國必須建立行政責任，但責任內容卻未統一規定，針對此點，本文選擇研究法國、德國及英國的內國內線交易規範作一介紹。

至於日本之內線交易規範本師承美國的作法，而後來又作轉變，往歐盟法的方向發展，但細究其規範內容亦有許多不同。因此本文之比較法研究範圍跨足美、歐、亞洲此三大區域，希望藉由廣泛的比較法研究，設計出更全面、整體的法制規範。

第二項 具體案例之分析

本文問題意識將由案例中提出，其中包括 95 年 12 月 27 日判決之台開案¹及 97 年 10 月 07 日判決之紅火案²，前者主要導引出我國消息傳遞下應負責任的主體為何之討論，包括是否應適用美國法之關於 tipper/tippee 的要件，以及目前我國以共同正犯理論使消息傳遞人及受領人負擔責任之作法是否妥當，最後本文將進一步討論消息傳遞模式中所有可能的型態，並建立新的責任建構方式；至於後者，本文主要欲探究法人為內線交易之責任歸屬，因為該案法官最後認定為內線交易者為法人，而第 157-1 條第 1 項之四款係規範自然人，公司本身非證券交易法第一百五十七條之一第一項之規範對象，因此被告無罪。惟法人非為第 157-1 條的規範對象是否合理？本文將分析法人是否應負擔內線交易責任，以及課予法人何種責任類型較為恰當。

本文亦將分析美國之一「單純竊盜」的案例：2008 年 1 月判決之 SEC v. Dorozhko 案³，主要討論在行為人未違反義務而竊取資訊並以之交易時，是否需負內線交易責任的問題。若該種行為發生在我國，因為第 157-1 條列舉行為主體的規定方式，單純竊盜行為人不會受到內線交易規範的追訴，惟此種行為若如目前僅以刑法規範，是否有評價不足的問題？本文將藉由 Dorozhko 案法院之討論，引出此問題在我國的重要性。

本文第四章討論內線交易制裁責任類型，亦舉出我國目前二個內線交易民事求償判決，分別是廣大興業高院判決⁴以及訊碟案地方法院判決⁵，觀察我國目前的內線交易民事賠償機制的實務運作方式，以進一步探討我國民事責任發展之方向。

¹ 台北地方法院 95 年囑重訴字第 1 號刑事判決。

² 台北地方法院 96 年度重訴字第 19 號刑事判決。

³ SEC v. Dorozhko, 2008 WL 126612 (S.D.N.Y.) No. 07 Civ. 9606(NRB).

⁴ 台灣高等法院 95 年度金上字第 13 號。

⁵ 臺灣板橋地方法院民事判決 93 年度金字第 6 號。

第三節 研究範圍與論文架構

第一項 研究範圍

本文前半部將討論我國目前之關於規範主體範圍界定較不清楚的部分，一共為三大主題：一、消息傳遞模式中，各層次的消息受領人的責任，以及消息傳遞人責任等；二、內線交易的法人責任；三、單純竊盜行為人之內線交易責任，建構出該些人是否應負擔內線交易責任，以及衡量出其侵害法益程度。本文後半部將討論以不同責任類型規制內線交易行為的可能性，共討論刑事責任、行政責任、及民事責任，分析該些責任本質後，再將前半部討論的行為主體，與後半部的責任類型相結合，作出不同主體應負擔何種類型責任之結論。以下將分章節介紹本文架構。

第二項 論文架構

本文第二章將以介紹內線交易規範在比較法制中之發展，包括美國、歐盟、德國、法國、英國、日本法。第二章之比較法介紹著重於其內線交易規範之沿革、內線交易在該國之特殊法制下之面貌、該國現行主要的內線交易規範等。此部分將作為其後本文在各個部分分析各種不同議題的研究基礎。

第三章為本文內線交易行為主體問題之核心部分：從檢視我國目前之內線交易規範開始，探討制定我國規範之源頭基礎理論，綜合介紹目前學說及實務見解，本文再重新以法律解釋方法論，尋找出我國規範的禁止基礎理論，當確立了我國基礎理論後，本文即以我國實務上二個案例點出本文欲討論之兩個主體問題：消息傳遞及法人責任，另外再以美國近期案例點出另一個主體問題：單純竊盜。

第三章後半部則分別詳細討論此三個行為主體議題：消息傳遞問題較為複雜，

本文將再次以比較法分析的研究方式，試圖找出各國對於消息傳遞行為態度之發展軌跡，介紹完此六國之規範後，本文以圖表（五層樹枝圖及表格）方式作整理，分別為[圖 2]比較法整理、[圖 3][圖 4]傳遞人自己本身未交易時，其傳遞之責任之分析、[圖 5][圖 6]第一手受領人之責任分析。之後本文首先建構於我國之禁止基礎理論下，限縮消息傳遞之行為處罰主體有其可能性，並論述限縮處罰主題之合理解釋，最後本文提出我國對於消息傳遞應採取之規範方式，包含對目前實務上共同正犯理論運用方式的討論，以及消息傳遞下，各個行為人應負擔之責任。

第三章後半部第二個行為主體議題為法人責任，本文以前述之案例問題為基礎，比較各國之關於法人責任規範，區別我國法人內線交易之可能樣態，以及應賦予不同樣態行為之不同責任程度分析。第三個行為主體議題為單純竊盜，本文先介紹美國案例中法官對此問題之論述，探討我國是否應以內線交易責任規範此種「未經消息傳遞、主動獲悉資訊之非內部人」，此外，本文同時亦再此分析另一種很少出現、但理論上可能發生的「未經消息傳遞、被動獲悉資訊之非內部人」，是否應以第 157-1 條規範的問題。

第四章則為本文第二個重點：責任類型的問題。此章以比較法研究介紹目前各國的規範責任類型情形，包含各國在為特定制裁時需伴隨的特殊程序，以及各國在特定責任類型下，特有的制裁方式，針對不同行為類型、行為主體類型制裁程度，最後本文在本節以圖表方式整合分析各國的刑事、行政、民事責任[圖 7,8,9]。

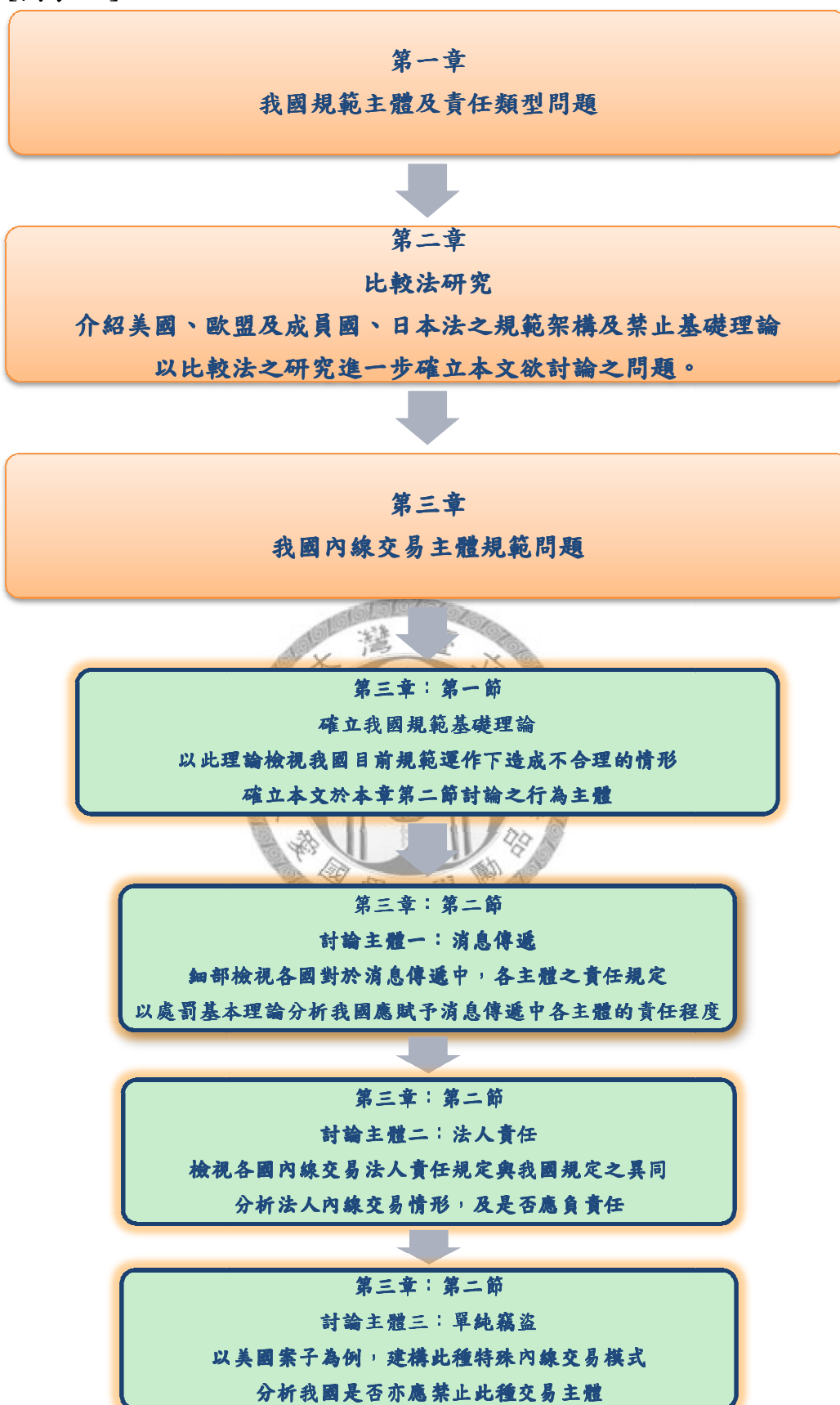
第五章為不同責任之功能角色暨我國內線交易責任類型分析，以比例原則檢驗以刑事責任制裁內線交易行為之正當性；此外，本文亦建構引進行政制裁的必要性，以及設法在我國既有的行政罰體系下，將內線交易行政制裁與刑罰作妥善競合，本文最後並提出我國內線交易行政罰的具體可能方式，包括行政罰緩、以及罰緩用途等配套方法；在民事責任部分，除了分析目前我國已作出的民事賠償判決外，本文試著找出內線交易行為與投資人間的交易、損害因果關係，以進一

步說明民事賠償存在的正當性，本文另外亦就目前第 157-1 條規範的三倍懲罰性損害賠償評論之。

最後，本文在第六章的結論中，將第三章所分析的不同行為主體侵害法益之程度、以及是否需要處罰的結論，與第四章、第五章之責任類型作結合，嘗試提出第 157-1 條第 1 款列舉之內部人、消息傳遞模式中各行為人、法人以及單純竊盜者之不同責任類型的設計。



[圖表 1]



第四章
內線交易規範責任類型之研究

比較法研究：各國內線交易規範責任類型及相關實施方式
美國、歐盟及會員國（法、德、英）及日本的刑事、行政、民事
責任

第五章
不同責任類型功能角色，以及我國應採取何種責任類型制裁內線交易

依照各規範主體的責任程度分析，以及各種責任類型分析，建構應以
何種責任類型規範何種特定內線交易行為主體

第四節 研究發現與研究限制

第一項 研究發現

本論文以法律解釋論分析我國內線交易規範的禁止理論基礎，作出「我國乃採保護市場及投資人信心之『市場論』」的結論，以此論述內線交易規範主體的範圍，發現市場論之前提下，仍有限縮消息傳遞模式之行為人的責任程度及責任類型之可能。因此，本論文對規範主體範圍進一步建議：「將第二手以下消息受領人責任減輕，而不適用刑法之『共同正犯』評價，可能制裁之方式為減輕刑度、或僅以行政罰處罰、或不罰」；「法人內線交易應受規範，而可能制裁之方式為刑罰罰金刑及行政罰」；「單純竊盜並交易者應以內線交易規範制裁之」。

而本論文自比較法制之研究中，觀察其他國家以各種責任類型制裁內線交易行為人之可能。因此本文在分析各種責任本質後，對我國內線交易責任類型之選擇，作出以下建議：「我國仍應保留刑事責任」，「我國應在有配套措施之前提下，增加內線交易行政責任之規定，並以多元化內容之行政制裁補足刑罰之不足」，「我國應在引進行政責任後，逐步廢除內線交易民事賠償制度，因為內線交易行為與投資人損害間，根本無因果關係」。

第二項 研究限制

本論文以美國法、歐盟法及其成員國法、日本法為比較法研究的對象。惟本文僅可以英文文獻、法文文獻及少數之日本文獻作為第一手資料，而在法國法部分，亦因為台灣難以獲得相關文獻、且法國判決及文獻之網路資料建置不甚完備，而無法進一步研究與觀察其實務上之適用運作方式。因此，若能突破語言上之受限於第二手資料的障礙，以及若有取得更豐富之法國法文獻資料之可能，相信能

更深入瞭解比較法之關於規範主體問題的討論，且若能參考外國實務行政、司法案例，將可作為我國建立行政責任之細部內容、處分作成程序等實際運作之參考。



第貳章 內線交易行為主體規範方式與理論基礎比較法

研究

本章乃欲藉由比較法之介紹，觀察其與我國規範方式、內容不同之處，進一步確立本論文的研究範圍。以下之比較法介紹，著重從各國之內線交易規範之發展沿革，找出其背後不同之規範理論基礎，並配合各國內線交易規範模式、架構、內容之介紹，分析各國在其不同之理論基礎下，所建構不同模式的法制之原因，以及其實務運作上之問題。因為本論文研究範圍為內線交易規範主體以及責任類型介紹，所以本章之比較法研究將限於與各國規範主體、各主體之被禁止行為類型、以及各主體不同種類、程度的責任等有關之規定，其他與本論文研究範圍無關之內線交易規範、要件，此處將不予介紹分析。

本論文以下將以美國法、日本法、歐盟法及其成員國法，包括法國法、德國法、英國法為比較法研究範圍。選擇研究美國法的原因為：我國內線交易規範，亦即證券交易法第 157-1 條，該條立法理由中，立法者明白地提及，該條之訂定受美國法影響甚鉅，且多年來我國內線交易規範之運作，實務及學術上皆常參考美國法例，來解釋我國第 157-1 條，甚或將美國法制發展作為我國未來發展方向之規劃，因此，美國法的介紹對研究我國內線交易規範而言，有其不可或缺地位，本論文希望以美國法之比較分析，得出我國內線交易規範之解釋運作是否應以美國規範為根據之結論。

第二部分的比較法研究為歐盟法，歐盟法內線交易規範亦是目前內線交易規範研究之重要對象，原因如下：首先，歐盟為眾多成員國的利益結合，因此從歐盟法的規範內容，可以得知眾成員國對規範內線交易之最低容忍限度，此外，歐盟法之內線交易法制之發展過程亦值得關心，本論文希望能由其法制演變中，觀察不同時間點歐盟對內線交易態度之變化。目前初步觀察結論為：歐盟法之以「保

護投資人信心的市場論」為基礎的內線交易規範，與美國法的規範模式大相逕庭，而我國第 157-1 條的規範架構其實與歐盟法較為近似，因此，我國究竟受到歐盟法何種程度的影響，值得探究。至於歐盟內線交易規範僅為最低程度的要求，因此本文亦以三個成員國的內線交易規範，研究歐盟規範內國法化後之成果，以及希望觀察許多歐盟法未規定、而內國法方會制定的法規範細節，作為我國法制的參考。

除了美國、歐盟的比較法制之外，本論文亦將研究日本法的內線交易規範，原因之一乃為取得區域研究的平衡，亦即，至少以一個亞洲國家的內線交易規範為例，觀察我國規範與亞洲國家規範是否因地理因素而有相近的特色。另外，日本法之發展過程亦甚為有趣，其融合了美國法制及歐盟法制的架構，日本法是否因此而創立了獨特的規範方式及內容，值得本論文進一步分析。以下將以美國法、歐盟法及其成員國內國法、日本法為順序一一研究分析之。

第一節 美國法發展理論

美國內線交易法制發展部分，本文將分兩部分介紹：首先為內線交易成文規範，由此先確立內線交易裁罰基礎，並將之與我國法第 157-1 條之裁罰基礎作比較；其次為美國內線交易指標案例，由案例中法院對特定議題細緻的操作，瞭解美國如何實際運用、解釋其內線交易規範。

第一項 內線交易規範介紹

第一款 1934 年證券交易法 Section 10(b)及 Rule 10b-5

在內線交易行為剛剛開始發生時，被害人都是以普通法上的詐欺規定向行為人請求損害賠償，但該些請求權基礎皆是私法上的請求權，至於公法上的請求權

基礎，在 1933 年以前只能以聯邦郵件詐欺法(The Federal Mail Fraud Act)作為起訴的根據，⁶不過此必須系爭行為中涉及以郵件或是郵寄服務為詐欺的犯罪，才可以以郵件詐欺法制裁之，其他證券詐欺行為則沒有專門法規加以管制。

國會在 1934 年制訂了新的證券交易法，亦即 1934 年證券交易法，該法制定之歷史資料中，顯示該法制定之主要目的，即為制裁當時氾濫的內線交易行為。⁷而該法規最主要的反詐欺條款為 Section 10(b)，本論文試譯如下：

「任何人直接或間接利用州際商業手段、郵件、任何證券的交易或是其他任何方法從事以下行為，皆為違法—

(b) 在與註冊證券或未註冊證券的買賣相關連的情況中，利用或使用與委員會因保護公共利益與投資大眾所必要而頒佈的規則或命令相抵觸之操縱性或欺詐的手段與方法。⁸」

從上開文字中可發現，Section 10(b)明確性不足，而無法實際操作，而由於美國聯邦證券管理委員會(Securities Exchange Commission, 下稱 SEC)有頒佈的規則或命令之權限，SEC 隨即基於 Section 10(b) 對其為行政規則制訂之授權，訂定了 Rule 10b-5，本論文試譯如下：⁹

⁶ See Raymond L. Baribeault, Jr., *Insider Trading: The Current Move toward Increasing Civil and Criminal Liability for an Ill-defined Crime and the Need for a Definition*, 14 Vt. L. Rev. 79, 82 (1989-1990).

⁷ 1934 年銀行暨貨幣參議委員會(the Senate Banking & Currency Committee)之報告:

Among the most vicious practices unearthed at the hearings before the subcommittee was the flagrant betrayal of their fiduciary duties by directors and officers of corporations who used their positions of trust and the confidential information which came to them in such positions, to aid them in their market activities. Closely allied to this type of abuse was the unscrupulous employment of inside information by large stockholders who, while not directors and officers, exercised sufficient control over the destinies of their companies to enable them to acquire and profit by information not available to others.

⁸ Section 10(b) provides:

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any national securities exchange —

(b) 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, 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 provides:

「任何人直接或間接利用州商務工具或郵件或全國性證券交易所之設備買賣有價證券，不得有下列各款之行為：

- a. 使用任何方法、計畫或技巧從事詐欺行為。
- b. 對重要事實做不實陳述，或省略某些重要事實之陳述，以致在當時實際情形下，產生引人誤導之結果。
- c. 從事任何行為、業務、商業活動而對他人產生詐欺或欺騙之情事者。」

雖然 Rule 10b-5 亦未在法條文字中，明確定位該條為針對內線交易的管制規定，亦未就內線交易行為為定義，但是若從立法過程以及後來的實踐結果來看，Section 10(b)及 Rule 10b-5 的確是美國最主要制裁、追訴內線交易行為的基礎。



第二款 1984 年內線交易制裁法及 1988 年的內線交易 與證券詐欺執行法

1984 年美國國會通過內線交易制裁法 (Insider Trading Sanction Act of 1984, 簡稱 ITSA), 補充 1934 年證券交易法的民事處罰規定：¹⁰若 SEC 認為被告在持有內線消息期間從事證券的買賣，其可以向法院起訴請求被告支付其不法所得或所避免之損失三倍以下之金額作為行政罰款(civil penalty)¹¹，並且也將市場操縱、證券詐欺等等違法行為的刑事罰金從 1 萬美金提高到 10 萬美金。

此外，於 1988 年的內線交易與證券詐欺執行法(The Insider Trading and

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,
(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,
(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statement made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or
(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any securities.

¹⁰ 15 U.S.C. §78a (Supp. IV 1986), as amended by Pub. L. No. 98-376, 98 Stat. 1264 (1984).

¹¹ 行政罰款的概念將於本文第四章進一步闡釋。

Securities Fraud Enforcement Act of 1988),¹²則將違反內線交易規定以及其他證券法規定的刑事罰之個人罰金上限，提高到 100 萬美金，而對於法人的罰金則可處 50 萬美金到 250 萬美金，並且將有期徒刑的刑度從五年提高到十年。¹³另外，該法亦建立了民事請求權，亦即提供「與行為人為內線交易之同時為買賣投資人」(contemporaneously trader)私法上的訴權。¹⁴

第三款 2000 年 Rule 10b-5-2 及 2002 沙賓法案

SEC 於 2000 年制定了 Rule 10b-5-2，¹⁵該規則的目的是提供法院判斷「信賴義務」是否存在的準則，¹⁶因此，有謂 SEC 欲跳脫原本私取理論的「詐欺消息來源」之思考，而往 Chiarella 案少數意見提出之更寬廣的「詐欺市場」的角度解釋 Section 10(b)，¹⁷因為 Rule 10b-5-2 著眼於以公平取得消息的角度管制市場消息之散播。

2001 年安隆破產事件震撼美國，讓所有投資人對企業失去信心，其後約半年

¹² Act of Nov. 19, 1988, Pub. L. No. 100-704, 1988 U.S. CODE CONG. & ADMIN. NEWS (102 Stat.) 4677.

¹³ 1988 年內線交易與證券詐欺執行法第 4 條修正了 1934 證券交易法第 32(a)條。

¹⁴ 1988 年內線交易與證券詐欺執行法第 5 條修正了 1934 證券交易法第 20 條，See 15 U.S.C. §78t (1982).

¹⁵ Rule 10b-5-2:

a. Scope of Rule:

This section shall apply to any violation of Section 10(b) of the Act and Rule 10b-5 thereunder that is based on the purchase or sale of securities on the basis of, or the communication of, material nonpublic information misappropriated in breach of a duty of trust or confidence.

b. Enumerated "duties of trust or confidence." For purposes of this section, a "duty of trust or confidence" exists in the following circumstances, among others:

1. Whenever a person agrees to maintain information in confidence;
2. Whenever the person communicating the material nonpublic information and the person to whom it is communicated have a history, pattern, or practice of sharing confidences, such that the recipient of the information knows or reasonably should know that the person communicating the material nonpublic information expects that the recipient will maintain its confidentiality; or
3. Whenever a person receives or obtains material nonpublic information from his or her spouse, parent, child, or sibling; provided, however, that the person receiving or obtaining the information may demonstrate that no duty of trust or confidence existed with respect to the information, by establishing that he or she neither knew nor reasonably should have known that the person who was the source of the information expected that the person would keep the information confidential, because of the parties' history, pattern, or practice of sharing and maintaining confidences, and because there was no agreement or understanding to maintain the confidentiality of the information.

¹⁶ 雖然很多學者認為這個規則並未達到其原先預定的目的，See Bach Hang, *The SEC's Criminal Rulemaking in Rule 10b5-2: Incarceration Should be Made of Sterner Stuff*, 41 WASHBURN L.J. 629, 630-33 (2002).

¹⁷ D. Gordan Smith, *The Critical Resource Theory of Fiduciary Theory*, 55 Vand.L. Rev. 1399, 1422 (2002).

內，接二連三的財報醜聞造成美股持續重挫，因此，Sarbanes 及 Oxley 兩位先生即開始籌措草擬一項具有指標性的法案，目標是保障投資人及重拾市場信心，¹⁸最後促使美國國會重新檢視公司治理以及內線交易的問題，而於 2002 年通過了沙賓法案(Sarbanes-Oxley Act of 2002)。

在內線交易相關規定部分，沙賓法案 Section 1106¹⁹將原本證交法第 32(a)的刑罰，從原本的 10 年以下有期徒刑、科或併科 100 萬美元罰金，加重為 20 年的有期徒刑，科或併科 500 萬美元的罰金。若是行為人為法人，罰金可以高至二千五百萬美元，此外，第 403 條亦規定內部人若有股權變動情事，應於變動後二日內向 SEC 申報並公開揭露，且設有網頁之發行公司應在報告提交次日前把該報告貼在公司網頁上。

雖然沙賓法案主要是一套會計改革法案，因為整個法案有三分之二的部分是針對公司會計制度、²⁰審計人員、²¹公司關於財務報告之責任、²²加強的財務狀況揭露²³等等事項進行加強的規範，但是總體而言，該法乃為強化主管機關監督權限，以強化公司治理及確保資訊透明之方式，重新挽回被安隆案所打擊之市場投資人信心，此可以從該法案之第一句話顯現其制定目的：「To protect investors by improving accuracy and reliability of corporation disclosures made pursuant to the securities laws, and other purpose」。因此，該法的制定目的即為確保健全的交易市場及投資信心，此制定目的及對證券市場的態度，亦可顯現於其針對內線交易行為之規定，亦即以提高刑事責任之手段，來確保該法案制定目的之達成。

¹⁸ 張麗婷，「實施沙氏法 404 條款之個案研究」，政治大學商學院經營管理碩士學程碩士論文，頁 7-8，2007 年。

¹⁹ Section 1106 provides:

Section 32(a) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78ff(a)) is amended—

(1) by striking “\$1,000,000, or imprison not more than 10 years” and inserting “\$5,000,000, or imprison not more than 20 years.

(2) by striking “\$2,500,000” and inserting “\$25,000,000”.

²⁰ Title I, Sarbanes-Oxley Act of 2002.

²¹ Title II, Sarbanes-Oxley Act of 2002.

²² Title III, Sarbanes-Oxley Act of 2002.

²³ Title IV, Sarbanes-Oxley Act of 2002.

第二項 實務案例發展

美國為英美法體系國家，實務案例見解的發展，為其整體法制中很重要部分，且美國內線交易成文法規僅作一般、原則性規定，實際的細節運作皆有賴案例的累積建立。以下將介紹 1961 年至今，美國內線交易指標案例。

第一款 In re Cady, Roberts & Co 案 (1961)²⁴

第一目 案例事實

本案件為 SEC 的行政案件，而該案中所揭示的原則為聯邦法院所認同，並成為之後聯邦法院判決內線交易相關案件的指標案件。

Cady, Roberts & Co 是一將證券經紀商，而 Gintel 乃為 Cady, Roberts 的合夥人，因為工作的關係，從其客戶 Curtiss-Wright 公司處得知該公司將在今年第四季減少其股票分紅，Gintel 即趕在消息公布之前，將其所有的 Curtiss-Wright 公司股票賣出，並進行了若干賣空交易，後來當 Curtiss-Wright 公司公開消息後，其股價便下跌。²⁵

第二目 法院判決

本案中，SEC 認為 Section 10(b) 以及 Rule 10b-5 的責任判斷不能僅以普通法詐欺的概念闡釋，而應以「先天不公平」之概念出發。證交法雖已經課予公司內部人需對股東有「信賴義務」，亦即當其為股票交易時，為了避免造成公司股東的損害，而必須負有一定的資訊揭露義務，或是避免進行交易。²⁶但是，應負擔此「公開資訊或戒絕交易」義務之人不應限於內部人，反之，只要符合以下條件者，即

²⁴ 40 S.E.C. 907 (1961).

²⁵ 40 S.E.C. 907 (1961), at 2.

²⁶ 40 S.E.C. 907 (1961), at 4.

應負擔上述義務：一、具有某種特殊關係而可以獲取或接觸公司內部訊息，而該消息僅供公司業務之用，而非屬私人性質；二、在不予揭露此一訊息的情況下與相對人交易，將有先天的不公平產生。²⁷因此，雖然 Cady, Roberts 非傳統上 Curtiss-Wright 的內部人，但因其基於特殊職業關係，而得以接觸 Curtiss-Wright 的內部消息，且該內部消息原本應僅供 Curtiss-Wright 公司所用，所以被告利用此項訊息進行交易將會有礙證券交易市場的公平性，因此應該予以禁止。

第三目 分析

Cady, Roberts 案之作成背景，係因當時 SEC 主席認為應擴張 Rule 10b-5 的範圍，將該規定適用在從事證券交易之「任何人」，²⁸亦即，SEC 在本案將反詐欺義務之相對人範圍擴張：亦即，若採被告所稱之「內部人責任不應及於內部人與非股東之交易，而內部人對尚未成為股東之買方沒有忠實義務」之見解，將造成不公平的結果。²⁹該時 SEC 雖欲將 Section 10(b)及 Rule 10b-5 之範圍擴大適用，將內線交易規範引導成維持證券市場之公平的觀念，以及平等取得資訊的想法，³⁰但 SEC 終究未建立細部要件之適用方式，因而使之後的案例，雖仍將本案作為一「指標性」案例引用，但為因應適用要件之不足，而持續創設更多具體適用要件，最終，將內線交易規範引導到不同的規範方向。

第二款 SEC v. Texas Gulf Sulphur 判決 (1968)³¹

第一目 案例事實

Texas Gulf Sulphur Co. 為上市公司，Carles F. Fogarty 等人是該公司之經營階層。

²⁷ 40 S.E.C. 907 (1961), at 4.

²⁸ 40 S.E.C. 911 (1961).

²⁹ 林修平，「內線交易問題之研究—以股東「出售股權」規定為核心」，私立輔仁大學法律學研究所碩士論文，頁 115-16，2004 年。

³⁰ 簡志龍，「從美國法制論我國內線交易之防制」，國立台灣大學法律學研究所碩士論文，頁 29，2004 年。

³¹ 401 F.2d 833 (Aug. 13, 1968).

於 1963 到 1964 年間，該公司在加拿大 Ontario 省發現了豐富的鋅、銅礦藏，但是該消息並未公佈於大眾，公司總裁並 Stephens 並指示該消息需保密，以便繼續該公司後續的開採行動。在此期間，Fogarty 及其他公司職員、受僱人員就買進了約 3,100 股的公司股票，其後雖有媒體注意到此事，該公司仍對外宣稱此為不真實之傳聞，最後才證實此消息，而其股價因此大漲，被告等人因而獲利大約 125,000 到 150,000 美金。³²

第二目 法院判決

本案第二巡迴法院認為，「任何人直接間接可接觸到公司尚未公開的內線消息者，且該消息本僅作為公司之用而非為個人私益，都必須在進行交易前將該消息揭露於公眾，如果為保護公司機密而不能揭露該資訊，那其必須禁止交易」，³³因此不僅公司之經營階層，甚至其他人都會受到 Rule 10b-5 的規範，法院即在本案中確立了資訊平等原則(Parity of access to information)。³⁴

第三目 分析

本案與 Cady, Roberts 案可謂為美國內線交易規範方向發展史上的第一個階段，從 Cady, Roberts 案開始，法院及 SEC 確立了以 Rule 10b-5 此一反詐欺條款規制內線交易行為，而從 1961 年 Cady, Roberts 案至 1968 年 Gulf 案，可見實務上對 Rule 10b-5 之規範範圍有越來越寬鬆的趨勢：Cady, Roberts 案至少還為違反 Rule 10b-5 建立了「特殊信賴關係」及「不公平情形」此二要件，而 Gulf 案若以今日的角度看來，已經相似於目前歐盟內線交易規範所立基的「市場論」的態度，亦即「禁止任何人為內線交易」。有謂，第二巡迴法院之所以產生如此見解，乃著眼於促進資訊流通及保護投資人公平的投資環境，並使市場更有效率，使投資人對證券市

³² 401 F.2d 833 (Aug. 13, 1968), at 839-42.

³³ 401 F.2d 833 (Aug. 13, 1968), at 851-52.

³⁴ Robert J. Kuker, *Insider Trading Liability of Tippees and Quasi-Insiders: Crime Shouldn't Pay*, 22 J. MARSHALL L. REV. 295, 317 (1988).

場具有信心，因此，此「資訊平等理論」顯然是以市場論為其立論基礎。³⁵

而此種結論似與 Section 10(b)此反詐欺條款的規範方式發生衝突，因此之後以 Chiarella 案為分水嶺，法院開始限縮 Rule 10b-5 的規範對象及範圍。

第三款 Chiarella v. U.S.(1980)³⁶

第一目 案例事實

本案的被告 Chiarella，為一個特別商務印刷廠之印刷工人，其工廠專門為市面上的公司所即將提出的併購要求，印製必要的文件，被告因此經常接觸到尚未公開的併購消息，而被告本身對股票亦有研究。其在印刷時接觸到一份文件，看到其上記載一個併購的消息，雖然關鍵字（五個目標公司的名稱）都已經用代號予以替換，但被告還是自己破解出該些公司名稱，並從文件之敘述中猜出某家公司為目標公司，雖然公司的內規已明白禁止員工利用公司之資訊進行股票交易，但是被告還是買入系爭公司的股票，而收購消息公開後，被告因而獲利。之後，被告被控違反證券交易法 Section 10(b)與 Rule 10b-5 的規定，罪名高達 17 條之多。³⁷

第二目 法院判決

本案於第二審時，第二巡迴法院以被告經常接觸到高度機密之商業資料為由，認定被告為「準內部人」，所以亦必須為 Rule 10b-5 所規範，此乃基於第二巡迴法院在 Gulf 案所作之「資訊平等原則」之見解所作成。³⁸

而最高法院在審理時，明白表示第二巡迴法院所闡釋「經常接觸訊息」之概念，並不足以構成 Rule 10b-5 之下揭露資訊的義務，最高法院認為，在內部人與股票的出賣人之間，必須存在「特定的關係」，方足以產生揭露義務。最高法院闡

³⁵ 賴英照，「股市遊戲規則：最新證券交易法解析」，頁 329，自版，2006 年。

³⁶ 445 U.S. 222, 100 S.Ct. 1108 (Mar. 18, 1980).

³⁷ 588 F.2d 1364 (2d Cir. 1978).

³⁸ 445 U.S. 222, 100 S.Ct. 1108 (Mar. 18, 1980), at 232.

釋：一、並非每一種看起來不公平的證券交易都會違反 Rule 10b-5；二、單純沈默不會構成詐欺，除非交易之一方與他方間有信賴關係，因此而產生揭露義務，單純沈默始會違反 Rule 10b-5。³⁹ 而此信賴關係之產生乃基於「之前的交易行為」與「代理關係」，因此當行為人對交易相對人負有信賴義務或忠實義務(fiduciary duty)，而讓交易相對人對其產生信任(trust)與信心(confidence)時，行為人即需負擔揭露義務。⁴⁰

最後，最高法院認為 Chiarella 並非併購公司內部人，與併購公司股東之間，並沒有這種特殊的信賴關係，因此亦不存在揭露義務，Chiarella 之「持有資訊」亦不足以產生任何揭露訊息的義務，因此 Chiarella 不違反 Rule 10b-5。而至於 Chiarella 有否違反對併購公司之忠實義務，因為此議題未呈交至陪審團，所以未經審酌。

第三目 分析

本案之所以強調「忠實義務違反」為詐欺責任成立之必要要件，乃因詐欺的核心思想是：為了引誘他人進而使之對其依賴，所做的不實陳述就是「詐欺」，而一個人唯有在交易前有義務揭露、而未揭露時才會該當詐欺，這個揭露義務之產生，常是由於一方有他方之因為忠實關係而應該知道的消息。⁴¹

Chiarella 案開始，美國實務對 Rule 10b-5 開始採取比較限縮的嚴格態度，將「信賴關係理論」適用在「公布消息否則禁止買賣」的原則上，對內部人的範圍作相當程度的限縮，實質上推翻資訊平等理論。⁴² 此後亦有 Dirk 案及 Switzer 案亦將忠實（信賴）義務的違反作為判定 Rule 10b-5 責任成立之必要要件。

³⁹ 445 U.S. 222, 100 S.Ct. 1108 (Mar. 18, 1980), at 231-32.

⁴⁰ 445 U.S. 222, 100 S.Ct. 1108 (Mar. 18, 1980), at 228.

⁴¹ See Fleming James & Oscar Gray, *Misrepresentation-Part II*, 37 MD.L.REV. 488, 523-27 (1978).

⁴² 賴英照，「股市遊戲規則：最新證券交易法解析」，頁 329，自版，2006 年。

第四款 Dirk v. SEC (1983)⁴³

第一目 案例事實

Dirk 是紐約證券經紀商的主管，其提供機構投資人關於保險公司股票的投资建議，而 Dirk 從美國產權基金公司⁴⁴的前主管 Ronald Secrist 得到消息：以賣壽險及共同基金為主要業務的美國產權基金公司，其資產被大幅高估，此乃因該公司營運有詐欺之情事，於是 Secrist 促 Dirk 調查此事，並希望將詐欺行為公布於眾。因此 Dirk 開始調查，其拜訪了在洛杉磯該公司的總部，並和公司中幾位主管及職員進行訪談，有幾位職員承認有不法情事。Dirk 和其證券經紀商公司雖然都沒有交易系爭公司股票，但是 Dirk 曾和幾位顧客及投資人公開討論這件事，因此有些顧客就賣出了自己所持有的系爭公司之股票。⁴⁵

在 Dirk 調查、並散布 Secrist 之關於美國產權基金詐欺的指控的期間，系爭公司的股價從 26 元跌至 15 元不到，不久後，加州保險當局扣押了系爭公司的文件並發現詐欺情事。而 SEC 馬上對產權基金提起控訴，且華爾街日報刊出了 Dirk 所蒐集的資訊，產權基金則進入清算程序。SEC 認定 Dirk 以教唆幫助犯方式，違反了 1933 證交法第 17(a)條、Section 10(b)、Rule 10b-5，⁴⁶SEC 認為：消息受領者如果知道這個消息機密、具有重大性，且知道或應該知道這個消息係來自內部人，他們就應該將消息公布，或不以此消息進行交易。

Dirk 接著上訴到華盛頓特區的巡迴法院，法院依 SEC 的指控，判決 Dirk 敗訴，Wright 法官表示：對公司負有忠實義務之人，其責任會隨著其消息傳遞，加諸於消息受領人。⁴⁷之後，最高法院批准頒發上訴許可令。本文即討論最高法院對本案

⁴³ 463 U.S. 646, 103 S.Ct. 3255 (1983).

⁴⁴ Equity Funding of America.

⁴⁵ 463 U.S. 646, 103 S. Ct. 3255 (1983), at 648-51.

⁴⁶ 但須注意者，1934 年證交法 Section 10(b)所稱之詐欺行為，並不及於幫助及教唆行為。參考林郁馨，從美國證券集團訴訟談證券詐欺訴訟的填補損害及嚇阻功能，月旦財經法雜誌第 14 期，頁 180，2008 年 9 月。

⁴⁷ 463 U.S. 646, 103 S. Ct. 3255 (1983), at 652.

之見解，包含由三位最高法院法官合著之不同意見。

第二目 法院判決

一、多數意見

(一) Cady, Robert 案建立「揭露或不買賣」義務，以及 Chiarella 案所建立的忠實義務要件，於消息傳遞模式適用之困難

法院在 Chiarella 案中已明白表示：若以內線消息為交易的主體，並非公司的代理人、或與公司有忠實義務關係之人，則交易相對人就不會與其有信賴關係。⁴⁸ 但是此原則與消息受領人內線交易責任發生衝突，因為傳統的消息受領人與公司及股東並無忠實義務關係，所以要如何讓消息受領者也承擔 Cady, Robert 案之「揭露或不買賣」的義務，仍不甚明確。

SEC 認為，消息受領者「承襲」了 Cady Robert 「揭露或不買賣」之對股東的責任，SEC 主張 Dirk 的消息受領者應承擔與內部人相同的責任，因為消息受領者明知該為公開消息的重大性，仍繼續傳遞給他人，使他人可以依該消息交易並獲利，則消息受領者就應該承擔消息傳遞者的忠實義務責任。⁴⁹

因此，SEC 在這兩個案子中的見解，都根源於其「反詐欺條款就是規範一個在所有投資者間消息公平的流動」的想法，但是這樣的想法會和 Chiarella 案中，只限制「某些人、在某些情形下，不能以其持有的內線消息進行交易」的原則相衝突。本案最高法院認為，Wright 法官在 Chiarella 中的闡釋相當正確：並非所有的投資人都在交易中應享有相同的資訊，因為「揭露或不買賣」這個義務是很特別的，只有當某方有法律上的義務時，才會產生，並非所有人都有遵守聯邦法下的反詐欺條款的義務。

⁴⁸ 445 U.S. 222, at 232 (1980).

⁴⁹ 463 U.S. 646, 103 S. Ct. 3255 (1983), at 652.

(二) 消息受領人之「揭露或不買賣」義務成立要件

1. 內部人需違反忠實義務，而受領者知悉該義務違反

內部人有可能告訴外部人系爭內線消息，以達到其原本欲濫用資訊的目的，因此，為了不讓負有忠實義務之受託人，藉由他人的名義為內線交易，消息受領人的「揭露或不買賣」的義務可以自內部人的義務中推導出來，如同 Chiarella 案所言，當內部人違反忠實義務時，消息受領者基於其參與者的角色而產生該義務。亦即，消息受領者可被認為是 Cady, Robert 之「揭露或不買賣」義務之間接違反。

2. 以「內部人需有利得」判定其是否違反忠實義務

所以，若欲成立消息受領者的責任，首先需判斷內部人是否有違反其忠實義務。但是，公司內部人揭露消息，可能是因為其錯誤地以為該消息不具重大性、或該消息早已經公開，因此，可以認為，判斷該揭露是否違反忠實義務，首先要檢驗其揭露的目的。於 Cady, Robert 案中，SEC 自己就已經建立了此標準：「證券交易法的目的，就是為了消除為自己利益使用內部資訊的情形」。所以，檢驗忠實義務違反之標準因此建立：「內部人是否直接或間接從其揭露消息中得利」。若沒有個人利得，其就不會違反對股東的忠實義務，沒有忠實義務的違反，則亦不會產生消息受領者的衍伸違反。而法院必須由所有客觀情形檢視，如內部人是否得到金錢上的利益，或是名譽上的、將來可以轉換為收入的利益。⁵⁰

(三) 多數意見結論

因此，法院認為 Secrist 對 Dirk 揭露消息時並無違反義務，因為其沒有得到任何的利益，只是單純的想公開這個訊息而已，而因為傳遞者沒有違反任何的忠實義務，所以 Dirk 也沒有任何衍伸的義務需要遵守。而本案沒有任何的事實可以證

⁵⁰ Victory Brudney, *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws*, 93 HARV.L.REV. 324, 348 (1979).

明 Secrist 揭露消息意圖「詐欺」任何人，實際上也沒有生任何詐欺的效果。⁵¹

二、 少數意見

本案一共有三個法官表達反對意見，其認為，本案應採取限縮 Section 10(b) 對投資人保護的範圍的態度。觀之本案事實：Secrist 在揭露訊息給 Dirk 的時候，就知道 Dirk 會把這個消息公開給他的客戶，客戶即會依此交易，進而放空系爭公司的股票，接著該公司股價會下跌，而主管機關就會介入調查。而 Secrist 仍決定揭露給 Dirk，且造成如上之結果。而事實上，Dirk 的確找出客戶中持有該公司股票之人並揭露之，卻沒有將這件詐欺案向 SEC、或向其他的當局告發。⁵²

本案 Secrist 利用 Dirk 去傳遞消息給 Dirk 的客戶，使客戶之後出脫股份給其他不知情的購買者，由此可知 Secrist 意圖損害系爭公司股份的購買者，而因為 Secrist 的內部人身份，其對那些人應有揭露資訊的義務，因此可推論，Secrist 違反義務且 Dirk 明知之，而因此亦會使 Dirk 的責任成立。

此外，內部人得利與否，不應是判斷其是否違反忠實義務的要件，而只是忠實義務欲防止的結果其中之一而已，多數意見之見解，會使以後 SEC 在實務操作上更加困難，尤其是當內部人不是直接地從交易中取得金錢上的利益的情形，畢竟利他和自利兩概念，幾世紀以來哲學家都沒辦法明確區分，所以，這個問題對現在的法官而言應該更為困難。⁵³

再者，以行為人不當的意圖作為判斷要件並無法源基礎。多數意見將 Secrist 及 Dirk 的行為正當化，其結果為：Secrist 和 Dirk 的行為對社會帶來好處，但是此要以與 Dirk 顧客交易的股東受到損失為對價，因此，其實 Dirk 選擇的手段並不正當，因為 Dirk 及他的顧客也不應該從中得利，Dirk 應該謹守其道德分際，把這個消息告訴相關當局才是。因此，多數意見的決定實質上鼓勵了 Dirk 的教唆幫助行

⁵¹ 463 U.S. 646, 103 S. Ct. 3255 (1983), at 665.

⁵² 463 U.S. 646, 103 S. Ct. 3255 (1983), at 669-70.

⁵³ 463 U.S. 646, 103 S. Ct. 3255 (1983), at 676.

為。⁵⁴

第三目 分析

本案多數意見對內線交易規範最重要的影響為：提供判斷內部人為消息傳遞的行為時，消息傳遞者及消息受領者的責任建構，該三階段檢驗方式如下：內部人揭露消息行為違反其對股東的忠實義務，揭露消息使內部人得利，以及消息受領者明知內部人有違反忠實義務情事，其仍接受此內線消息並交易。

本案多數意見也建立了兩個例外，使內部人當揭露重大、未公開消息時不需負內線交易責任：一、內部人可以將消息揭露給市場分析師，因為此對公司有益，公司股價可以藉由分析師精闢的分析，而正確衡量之，⁵⁵況且，內部人不會藉著傳遞內線消息給分析師而獲利，所以，當分析師收到消息後，就可以不受限制地為該證券的交易，而不必事先揭露；⁵⁶二、和公司內部人沒有任何關係的個人，若剛好因為隔牆有耳的情形，聽到了涉及重大、為公開消息的對話時，該個人就沒有義務要在交易該股票前先公開之。⁵⁷

此外，本案反對意見重要之處在於：觀之反對意見法官論述過程，似採取保護公平健全的證券市場之立場，只要行為人不公平取得資訊之下交易，其內線交易責任就應當成立。惟此概念和目前多數見解有扞格之處，多數法院認為，仍應輔以忠實義務要件來評價行為人的責任高低，因為，雖然行為人造成的結果皆相同，都是投資人受到損害、市場信心受創，但是在評價行為人責任之時，卻非一言以蔽之即可解決。

⁵⁴ 463 U.S. 646, 103 S. Ct. 3255 (1983), at 677-78.

⁵⁵ See Richard M. Phillips & Robert J. Zutz, *The Insider Trading Doctrine: A Need for Legislative Repair*, 13 Hofstra L. Rev. 65, 83 (1984).

⁵⁶ See Troy Cichos, *The Misappropriation Theory of Insider Trading: Its Past, Present, and Future*, 18 Seattle U. L. Rev. 389, 400 (1995).

⁵⁷ James B. Stewart, *Hot Tips Can Mean Trouble with SEC if You Aren't Careful*, WALL ST. J., July 21, 1989, at A6.

第五款 SEC v. Switzer (1984)⁵⁸

第一目 案例事實

本案被告 Switzer 是奧克拉荷馬大學的足球教練，其於系爭證券產業有一些個人投資。某日舉辦全州田徑運動會，Switzer 及系爭公司內部人 Platt 夫妻都來觀看其小孩競賽，Platt 與 Switzer 為點頭之交，當天僅是偶遇，而 Platt 可以向 Switzer 拿到季票，此外，Switzer 亦知 Platt 之內部人身份。⁵⁹法院認定，該日 Platt 及 Switzer 雖有數次談話，但是都不涉及系爭併購案。而後來 Platt 在前排同妻子談論 TIC 和 Phoenix 的併購計畫，在此過程中，Platt 夫婦沒有意識到 Switzer 在他們身後，因此無心之下揭露了重大消息給 Switzer，而從頭至尾 Platt 夫婦都不知道此事。Switzer 隨後買進並賣出了大量 Phoenix 股票，獲利頗豐。⁶⁰Platt 並沒有從被告們的交易中得利，亦未因為洩漏資訊，而享有任何財產上或非財產上、而將來可以轉換為財產上的利益，其亦未從 Switzer 身上得到任何好處。被告們沒有人曾經受雇於 TIC 或 Phoenix，也沒有其他任何的商業關係。被告也沒有和 Phoenix 或其股東或 Platt 間有任何忠實義務關係。

第二目 法院判決

依 *Dirk* 案已建立的消息傳遞理論，只有基於不正當目的所為之消息揭露，才會違反內部人義務，而且只有當消息受領者也知道內部人的義務違反情事，他的消息傳遞者之責任才會構成。而法院判斷「不正當目的」的基準是：當內線人因揭露而獲有利益時，才會違反義務。⁶¹本案，Platt 之傳遞消息給其妻，因為非基於內線交易之目的，只是單純告知其妻他之後的行程安排，所以 Platt 的消息傳遞不違反義務。而 Platt 向 Switzer 之消息傳遞，僅為偶然下的結果，其亦非基於不正當

⁵⁸ 590 F. Supp. 756 (1984).

⁵⁹ 590 F. Supp. 756 (1984), at 761.

⁶⁰ 590 F. Supp. 756 (1984), at 762-63.

⁶¹ *Dirks*, 103 S.Ct. at 3265.

目的。所以，因為 Platt 沒有違反義務，而 Switzer 亦不會因此對 Phoenix 的股東負任何義務，所以，Switzer 之再次傳遞消息給其他朋友也不違反 Rule 10b-5。⁶²此外，即使可以證明 Platt 之傳遞消息給 Switzer 係基於不正當目的，但是除了 Switzer 之外，其他受領人的消息受領者責任亦不會成立，因為他們並不知道消息傳遞者有義務的違反。最後法院判決被告勝訴。

第三目 分析

本案於 Dirk 案後一年作成，其完全適用 Dirk 案中所建立的消息傳遞理論作為判定本案被告責任的標準，亦即，本案分析關係人與行為人間的關係，並判斷是否有違背忠實義務之情事發生。此外，本論文認為本案的另一個重點，在於對以「偷聽」方式取得資訊並交易的評價，此或許於將來易變成內線交易行為人脫罪或規避責任之方法。所以，美國法院將來於審理「偷聽」的行為時，應要檢視其他間接事實、來佐證是否傳遞者及受領者之間，是否真的是偶然地揭露消息，而非基於其他不正當目的，以證明傳遞者無違反忠實義務，進而無 Rule 10b-5 責任。

第六款 Carpenter v. United States (1987)⁶³

第一目 案例事實

本案 Winans 為華爾街日報 (Wall Street Journal) 之投資專欄的記者。其以定期性採訪公司高層之方式，來得知公司內部人對市場發展的意見，而之後 Winans 則依這些消息，在其專欄中綜合自己及調查得來之意見，表達其預測市場、股票行情的正反面看法。該專欄有高知名度，其中所討論檢驗的內容，有潛在影響股票市場行情的能力，而 Winans 亦知專欄內容是報社的機密而不可對外洩漏的。⁶⁴

然而，Winans 將尚未公開的專欄內容洩漏給華爾街日報的新員工 Carpenter，

⁶² 590 F. Supp. 756 (1984), at 766-67.

⁶³ 484 U.S. 19, 108 S.Ct. 316 (1987).

⁶⁴ 484 U.S. 19, 108 S.Ct. 316 (1987), at 319.

而 Carpenter 再將這些消息傳遞給 Winans 的朋友，即證券經紀人 Felis 和 Brant。被告等人便一同計畫，由 Winans 提供未公開前的專欄內容，並由 Felis 等人依該專欄對市場可能造成的影響來買賣股票，之後則和 Winans 共享約六十九萬美元之利益。⁶⁵

Winans 和 Felis 被控訴違反證交法及聯邦郵電法的詐欺條款，而 Carpenter 則被控訴幫助與教唆的罪名，證券交易法部分的起訴條款是 1934 證券交易法 Section 10(b)，以及 Rule 10b-5。⁶⁶

第二目 法院判決

關於證券法的起訴違反部分，本案下級審法院⁶⁷認為，此洩密行為對報社乃是詐欺(fraud and deceit)，而且，即使報社本身並未參與證券的買賣，這個欺瞞行為仍該當法條所規定的「與買賣證券相關」的要件，此乃因為本案的行為模式為「以專欄內容未公開之消息為基礎買賣證券」，而地院因此則適用私取理論而將被告判決有罪。⁶⁸

上訴法院另外也在對本案是否應該適用私取理論的爭執上作闡釋：第二巡迴法院基於 Section 10(b) 和 Rule 10b-5 的政策目的，認為 Rule 10b-5 乃為防止任何人以任何形式為詐欺之行為，且 Section 10(b) 和 Rule 10b-5 的設計目的，就是一個為了預防所有的詐欺行為的概括條款(catchall clause)，因此，法院認為私取理論在本案事實中有適用的空間。接著關於 Rule 10b-5 之要件分析：法院認為，因為被告為了自己利益，私取機密資訊，而且沒有在其買賣股票之前公開他們的優勢認知，此點即該當於詐欺，且被告共謀對報社實施詐欺，損害報社的聲譽，其詐欺和實際上竊取報社的財產並無不同，並且，被告為自己利益而使用私取的資訊，

⁶⁵ 484 U.S. 19, 108 S.Ct. 316 (1987), at 319.

⁶⁶ 484 U.S. 19, 108 S.Ct. 316 (1987), at 319-20.

⁶⁷ US District Court for the Southern District of New York.

⁶⁸ Cichos, *supra* note 56, at 404.

並因此造成交易相對人的損害，此點可以導致被告之詐欺「與證券買賣相關」的結論。⁶⁹法院認為，保護證券市場的健全和公平是 Section 10(b)的主要任務，而且不管是內部人或外部人詐欺，投資人都會受到相同的損害，所以行為人是內部人或外部人這點，並沒有區別。⁷⁰

最高法院則在對證券法的控訴部分，以四比四未為終局決定。而在郵電詐欺的罪名部分，則肯認下級審的看法，作有罪判決：在郵電詐欺部分，最高法院認為被告有罪理由如下，一、被告共謀以報社機密資訊為基礎作交易，可以構成郵電詐欺，二、報社對保持其尚未公開之消息的機密性，有財產上利益，三、詐欺報社的行為在系爭法律規範的範圍內，四、如本案使用郵電印刷寄送其報紙給客戶，即滿足系爭法律之以郵電為手段為行為的要件。而在內線交易部分，一般認為，最高法院直到 Carpenter 案始首次有機會考慮是否採用「私取理論」，最高法院在本案極力避免去決定「私取理論」是否應適用，所以態度模稜，但是仍轉變了內部人交易法律體系解釋之判斷。⁷¹

第三目 分析

本案起訴罪名分成郵電詐欺及證券詐欺兩部分。本案第二巡迴法院之證券詐欺論罪，對未來之重要影響有二：一、此後，所有之以私取理論作為論述基礎的判決，皆採用本案之論述方式；二、本案巡迴法院以文義解釋出發，寬鬆闡述 Rule 10b-5 使其適用對象更廣，亦即，任何人只要有忠實義務、或一個類似的信賴關係的違反，加上之後在證券市場上，使用這個由違反義務而來的資訊，即可成立犯罪，如此受到規範的行為主體自然會增加。但是，第二巡迴法院之未限制私取理論之適用的作法，亦有其問題存在，因為忠實義務、或相似於忠實義務的關係類型不可計數，此問題在之後的 Chestman 案亦有討論，而該案法院對此觀點作了另

⁶⁹ 484 U.S. 19, 108 S.Ct. 316 (1987), at 319-20.

⁷⁰ 484 U.S. 19, 108 S.Ct. 316 (1987), at 320.

⁷¹ 耿一馨，美國最高聯邦法院 U.S. v. O' Hagan 判決對內線交易規範之衝擊，證券暨期貨管理雜誌第 17 卷第 10 期，1999 年 10 月。

一番闡釋。⁷²

惟最高法院就在證券交易法 Section 10 及 Rule 10b-5 框架下，是否應適用私取理論，仍有疑義，因此就此控訴未下終局判定，而僅成立郵電詐欺之控訴。此乃因當時最高法院仍就是否適用「私取理論」之態度未定。本案若依最高法院之前的見解，則被告因非系爭交易股票公司之內部人，而並未對該公司或該公司股東負任何忠實義務，或與其發生任何類似忠實義務的信賴關係，所以 Section 10(b) 和 Rule 10b-5 之罪名不能成立。

美國法院在決定是否以私取理論擴張解釋 Section 10(b) 和 Rule 10b-5 以擴大責任主體範圍，本案可謂為實務上發展歷程之關鍵：下級法院依當時社會情形認為有必要作此放寬，因此作開創性解釋，而最高法院身為全國法律解釋的標竿地位而較為謹慎。依此可知，當時該種非公司內部人為內線交易的行為模式增加，而社會開始質疑此情形會造成市場公正性的影響，因此促使法律實務就此作因應，進而以放寬解釋 Section 10(b) 和 Rule 10b-5 的方式，來禁止此類型的內線交易。

第七款 United States v. Chestman (1991)⁷³

第一目 案例事實

Chestman 為股票經紀人，其幫 Loeb 操作股票。Loeb 與系爭公司內部人有姻親關係：Loeb 之妻為公司創始人及董事的孫女，公司目前總裁 Ira 為 Loeb 之妻的阿姨。因此系爭公司發生併購的利多消息後，Ira 將該消息告知其家人，包括其姊妹，亦即 Loeb 之岳母，後來又輾轉傳到 Loeb 處。Loeb 即將該消息告訴 Chestman，Chestman 於是買進系爭公司之股票，後來系爭公司股價果然上漲，而 Chestman 即被調查。Chestman 抗辯其買進股票乃基於其長期研究結果，但地方法院仍拒卻 Chestman 之駁回請求，並且在陪審團審理之後，Chestman 被認為有罪，Chestman

⁷² See Cichos, *supra* note 56, at 407-08.

⁷³ 947 F.2d 551 (1991).

上訴到第二巡迴法院。⁷⁴

第二目 法院判決

一、多數意見

被告乃係基於私取理論被控訴：Chestman 被指控教唆幫助 Loeb 為內線交易，其違背了對 Waldbaum 家族及其妻子 Susan 的忠實義務。此外，有關 Chestman 幫自己及其客戶買 Waldbaum 的股票一事，也被控訴該當消息受領人之責任。SEC 同時亦認為，Chestman 之責任成立需證明兩要件：1. Loeb 違背了其對 Waldbaum（系爭公司）及其妻的忠實義務；2. Chestman 同時亦瞭解 Loeb 有違背義務。⁷⁵

本案法院接下來就私取理論之適用表達意見：當時（1991 年）私取理論尚未被最高法院接受，而本案法院認為，私取理論並不要求證券的買賣人被詐欺。Carpenter 案之法院表示，因為 Section 10(b)之文字為「對任何人詐欺」，所以對消息來源詐欺亦是可接受的，⁷⁶但是如此之解釋方法，直至本案判決之時，此解釋方式僅適用在僱傭關係上而已。⁷⁷因此，本案法院在適用私取理論之時格外謹慎，而不任意擴張適用到僱傭關係以外的範圍。

至於本案中，家庭成員間是否有忠實義務？法院認為，首先，忠實義務不可以單方面施加之，⁷⁸此外，「婚姻」本身不能成立忠實義務關係，是否有信賴關係的存在，必須要獨立判斷，⁷⁹接著，本案法院進認為，普通法的忠實義務範圍已明訂，如律師及客戶間，代理人和本人間、繼承人和遺產管理人間、監護人及受監護人間、信受託人及信託受益人間、公司高階主管及股東間，⁸⁰從這個名單中，可

⁷⁴ 947 F.2d 551 (1991), at 555-56.

⁷⁵ 947 F.2d 551 (1991), at 564.

⁷⁶ *Carpenter*, 791 F.2d at 1032.

⁷⁷ *Carpenter*, 791 F.2d at 1032, *Materia*, 745 F.2d at 202, *Newman*, 664 F.2d at 17.

⁷⁸ *Walton v. Morgan Stanley & Co.*, 623 F.2d 796, 799 (2d Cir.1980).

⁷⁹ G. BOGERT & G. BOGERT, *THE LAW OF TRUSTS AND TRUSTEES* § 482, at 300-11 (rev. 2d. ed. 1978).

⁸⁰ *Reed*, 601 F.Supp. at 704 (citing *Coffee*, *From Tort to Crime: Some Reflections on the Criminalization of Fiduciary Breaches and the Problematic Line Between Law and Ethics*, 19 Am.Crim.L.Rev. 117, 150 (1981); and *Scott*, *The Fiduciary Principle*, 37 Cal.L.Rev. 539, 541 (1949)); *Black's Law Dictionary* 564

見 Loeb 及其妻之間、以及 Loeb 和系爭公司家族間，並非傳統的忠實義務關係。所以要本案之判定，首先必須確立忠實義務的特性，法院闡釋：忠誠關係涉及決定權及依賴性，即為一人依賴著另一人（義務人）為其利益服務。

本案，Loeb 被控訴違反了其對其妻 Susan 及 Waldbaum 家族的忠實義務。而 Chestman 則教唆幫助 Loeb 內線交易。本案多數意見表示：證據不足以顯示 Loeb 和 Waldbaum 家族間可以成立忠實義務、或類似於忠實義務的信賴關係，且單純的婚姻關係不能即成立忠實義務關係，同時仍應判斷其他要素，而本案 SEC 沒有提出足夠的證據證明 Loeb 及其妻之間的關係，況且，Loeb 之妻提供 Loeb 消息，亦沒有其他目的、或接收其他利益。所以，最終法院認為，因為 Loeb 沒有對其妻及 Waldbaum 家族負有任何忠實義務、或有相當於忠實義務的信賴關係存在，所以 Loeb 之揭露消息給 Chestman 時，並不構成詐欺，而因此 Chestman 也沒有消息受領者的責任。⁸¹

二、 少數意見

少數意見認為，為避免家庭成員之間互相透露消息，而導致公司股東的損害，應該設立標準，但是基於家庭成員的特殊性，這個標準很難界定，惟本案多數意見建構不切實際的標準，因為法律竟規定家庭成員之間不具有信賴關係，而家庭成員之間，本來就是要互相吐露意見而沒有限制的，如果法律還要去界定家庭成員、情人之間的忠實義務是否存在，則是否以後如家人之間說話，還要讓某些人迴避？因此，本案不同意見認為，只有當一、當家庭成員控制公司的情形下，有人從中得到利益或期待得到利益，如本案得到股票；二、某人可以從家庭一般的互動中，得知公司機密資訊；三、某人知道在公司及家庭都想要這個資訊保密時，某人有義務不去使用這個資訊來得到私人利益，因為若使用的話，有揭露該消息

(5th ed. 1979).

⁸¹ 947 F.2d 551 (1991), at 570-71.

之風險。⁸²而本案 Loeb 之妻告訴 Loeb 不要說出去，就已滿足前揭要件，因此，Chestman 也應負消息受領者的責任。

第三目 分析

本案判決之重點有二：法院該時對私取理論的態度，以及法院對親屬間消息傳遞責任的建構。關於前者，方其時內線交易理論尚無定論，因為自從 Dirk 案後，最高法院一直未就「內線交易是否適用私取理論」採取新的肯定見解，且最高法院於 Carpenter 案中，以四比四未為是否適用私取理論之決定，所以本案為第二審的巡迴法院，當時應可以自由決定是否採用私取理論，但是本案最終仍未肯認私取理論之全面適用，其謂：「適用私取理論之時，本案法院格外謹慎，而不任意擴張適用到僱傭關係以外的範圍」。

此外，法院在判定消息傳遞之責任時，仍引用 Dirk 案之概念，亦即判定每一層的消息傳遞中，消息傳遞者與其前手間是否有忠實義務的關係存在，以及傳遞者是否違背該義務，本案多數意見最後認為原告沒有舉證足夠以證明忠實義務的存在，因為不能僅以「家庭、婚姻關係」，即認兩者間有緊密的信賴關係。而該案少數見解則不認同此想法，其似認在家庭成員之間，應推定有忠實義務關係或相當於忠實義務的信賴關係，方才符合社會通念。本文認為，此種推論方式固然讓家庭成員需舉證推翻其間無忠實義務，如此使得 SEC 在取締證券詐欺更為便利，也更容易預防家族企業為內線交易。但政策面和社會現象的調和亦值得思考：眾人皆知在當代資本主義社會中，家人間的關係也不一定如以往緊密，所以，在本案判決將近 20 年後的今日，或許多數意見對家族成員間忠實義務的理解，將比較貼近今日的社會現實。

⁸² 947 F.2d 551 (1991), at 580.

第八款 United States v. Bryan (1995)⁸³

第一目 案例事實

Bryan 於 1990 年四月，經由州政府官員 Caperton 的指派，成為了西維吉尼亞樂透的總裁。Bryan 被控電信詐欺與證券詐欺，因為其在執行西維吉尼亞樂透業務之時，利用內部人的身分進行了許多證券交易。在 1991 年與 1992 年間，Bryan 買進了 IGT 與 GTech 公司的股票，這兩家公司都曾對於西維吉尼亞樂透公司的高額契約投標。之後，1992 年九月，就在 VLC（一家生產樂透機器的公司）被決定為電視樂透的單獨供應者後，Bryan 買進了三百股 VLC 的股票。這些交易都是他利用其總裁的身分獲得之機密消息而為之者。⁸⁴

第二目 法院判決

針對證券詐欺的部份，首先，第四巡迴法院回應及駁斥私取理論：就結論而言，法院認為不論從法條或者是 Rule 10b-5 的文字，或者從最高法院對於該條文的闡釋（當時尚未出現 O'Hagan 案），或是從條文的目的來看，都無法支持其他法院所採用的私取理論之正當性。⁸⁵私取理論並不要求交易對象有被詐欺的情況。即使行為人對於交易對象不負任何義務，一旦他將私取的資訊用在證券交易之上，該詐欺行為就與證券交易行為產生關連，從而構成證券詐欺之罪，若依照私取理論，Bryan 的所作所為無疑地成立 Section 10(b) 責任：即使 Bryan 對於該些投標公司或其股東並未有任何信賴關係，但是他仍是私取了樂透公司的資訊，而交易系爭證券。因此重點就在於，究竟私取理論是否可以適用於 Section 10(b) 的刑事責任中？⁸⁶

Section 10(b) 的文字頗為模糊，但是 Rule 10b-5 卻的確是一個概括的反詐欺條

⁸³ 58 F.3d 933 (1995).

⁸⁴ 58 F.3d 933 (1995), at 937-39.

⁸⁵ 58 F.3d 933 (1995), at 944.

⁸⁶ 58 F.3d 933 (1995), at 945.

款，若根據 Section 10(b)的文字，私取理論或許可能有適用空間，且二十年來，最高法院不斷的警告，該條文所承擔的功能已經超出條文本身的合理包含範圍，⁸⁷究竟在母法的限制之下，Rule 10b-5 所稱的「fraud」in connection with the purchase or sale of any securities，能不能規範到私取理論之下那種對於「非買家也非賣家之人」詐欺的行為？

法院認為，Section 10(b)只關心以「實質誤導」以及「隱匿」為形式的詐欺手法，並且主要關注該些對於證券之買家與賣家的詐欺行為，在上開範圍以外，法條曾經考慮過要保護的對象（縱使最後並未承認），也都一定是與證券交易密切相關的人。⁸⁸因此，私取理論所包含的範圍，即非上述 Section 10(b)所主要規範的行為，雖然私取資訊的過程中，可能會牽涉到一般觀念下的欺騙，但是這些欺騙大部分並不牽涉到「不實陳述」或者「不揭露」等行為，甚至，在私取理論的文字下，其並不要求要有欺騙的存在，僅僅是忠實義務的違反，責任即可成立。

Section 10(b)要求被詐欺者需與證券交易有關係，而私取理論所關心的行為則可能是對於一個與市場毫不相關之人的詐欺。此間有很大的差異：私取理論處罰之義務違反，將使得政府得以對那些詐欺「與市場無關者」之人所進行的證券交易行為加以定罪。因此，Section 10(b)從原本是用來保護市場參與者的條文，變成保護所有「忠實義務」的條文。⁸⁹

從條文解釋上看來，私取理論超越了 Section 10(b)的規範範圍，另外，觀之私取理論本身，其亦有過於模糊的缺失：因為「忠實義務」本身就是一個難以掌握的普通法概念，究竟需達如何程度之忠實義務違反，才會構成 Section 10(b)的責任，

⁸⁷ Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U. S. 164, ---, 114 S. Ct. 1439, 1446, 128, L.Ed. 2d 119 (1994).

⁸⁸ 例如在 Blue Chips Stamps 案當中，證券的潛在買家、因詐欺而不作為的股份持有者、其他因為股票價值跌落而受損害的股東與債權人。雖然法院最後認為這些人因為不符合「交易者原則」而不能提出私權訴訟，但是他們都至少與證券交易有密切關連性。

⁸⁹ 58 F.3d 933 (1995), at 950.

就連 Chestman 的法院也不確定。⁹⁰私取理論出現迄今，尚無法院可以明確的建構何種關係可以導致 Rule 10b-5 的責任，目前已有的判決包括：僱主對僱員、僱主與僱員的消息受領者 (Newman 案)、報社與其記者 (Carpenter 案)、僱主與前僱員 (Cherif 案)、精神科醫生與病人 (Willis 案)、丈夫與妻子 (Chestman 案)、父親與兒子 (Reed 案)，從中其實很難找出一個公式，因此私取理論的確不夠明確。若欲要解決此問題，或許可以靠法院判例累積，最終制定一個忠實義務的聯邦規範，但是這將會導致聯邦法規架空各州不同的普通法，引起聯邦法與州法的衝突。⁹¹因此若是採用私取理論，Rule 10b-5 的責任將會變得無法預測，並依前述所分析，單純詐欺「非市場參與者」並交易，並不構成 Section 10(b)之「fraud in connection with the purchase or sale of securities」，因為 Section 10(b)本身並不關心證券交易的一般公平性，除非其涉及到對於證券買賣的詐欺，亦即虛偽陳述或是隱匿消息。⁹²

第三目 分析

本案法院就證券詐欺部分，主要闡釋私取理論之不可採，原因如下：一、Section 10(b)的法條文義解釋無法得出私取理論的結論，因為條文之詐欺(deception)，其文義範圍較 Rule 10b-5 之欺騙(Fraud)一詞嚴格許多，其必須是以不實陳述或是惡意隱瞞為手段，並且詐欺的對象必須要與證券買賣密切相關，因此身為行政規則的 Rule 10b-5 若與母法衝突，仍須以母法 Section 10(b)為準。而私取理論並不要求上開 Section 10(b)之要件，因此，即便私取理論可以為 Rule 10b-5 所涵蓋，但仍難以在 Section 10(b)的架構下適用；二、私取理論本身的標準過於模糊，不可作為刑罰之依據。因此，於支持私取理論之 O'Hagan 案作成前二年，下級法院對私取理論之態度仍未達成共識，若不論內線交易政策方向，私取理論是否可以在目前美國內線交易架構下生存，當時一般對此仍有疑義。

⁹⁰ *Chestman*, 947, F. 2d at 567.

⁹¹ 58 F.3d 933 (1995), at 951-52.

⁹² 58 F.3d 933 (1995), at 952.

第九款 United States v. O'Hagan (1997)⁹³

第一目 案例事實

O'Hagan 是律師。1988 年 7 月 Grand Metropolitan PLC 公司向被告的事務所諮詢併購 Pillsbury 公司相關事宜。其後 O'Hagan 便開始購買 Pillsbury 股票的買進選擇權(call options)以及以每股 39 元買進 Pillsbury 的普通股，同年 10 月 Grand Met 宣布其公開收購 Pillsbury 的股份，而 Pillsbury 公司股價漲至 60 元，O'Hagan 隨即出售其持有的股票選擇權與普通股並因此獲利。O'Hagan 最後被明尼蘇達州法院處以 30 個月有期徒刑，併科以罰金，該州最高法院取消其律師資格。此案進入聯邦法院後，第八巡迴上訴法院認為 Section 10(b)和 Rule 10b-5 之責任不能基於私取理論而成立，且 Rule 14e-3(a)應以違背信賴義務為責任成立要件，否則 Rule 14e-3(a)之內容超越證交法 Section 14(e)授權而應為無效，最後上訴法院將該案撤銷並發回；惟最高法院仍再度判決 O'Hagan 有罪。⁹⁴

第二目 法院判決

最高法院之關於證券詐欺部分的判決，著重在闡釋私取理論是否可以在 Section 10(b)及 Rule 10b-5 之框架下適用。法院定義私取理論為：當某人為交易而竊取機密資訊，若其違反對於資訊來源的義務，即同時成立 Section 10(b)及 Rule 10b-5 的責任。⁹⁵其實，私取理論和傳統之忠實義務理論相互補充，傳統理論著重在內部人對交易的相對人（股東）的責任違反，私取理論處理的是外部人違反他對消息來源的責任問題。⁹⁶若以私取理論判斷本案，則 O'Hagan 違反其對律師事務所以及其客戶 Grand Met 的信賴與保密義務，使用未公開的重大資訊為證券交易，此乃與買賣證券有關的詐欺手段，而違反 Section 10(b)及證交法之以維護健全證券

⁹³ 521 U.S. 642, 117 S. Ct. 2199 (1997).

⁹⁴ 521 U.S. 642, 117 S. Ct. 2199 (1997), at 2205-06.

⁹⁵ 521 U.S. 642, 117 S. Ct. 2199 (1997), at 2207.

⁹⁶ 521 U.S. 642, 117 S. Ct. 2199 (1997), at 2207.

市場、避免外部人取得可能影響證券價值的內線消息並濫用之目的。⁹⁷

公司的機密資料性質應屬於其財產，而僅能為該公司所使用，所以若某人違反信賴義務、私取該重大資訊，與侵吞財產無異，應構成詐欺。⁹⁸因此，私取理論之禁止詐欺的內涵與 Section 10(b)之文義相符，此外，私取理論與證交法之立法目的相符，亦即保障市場健全及促進投資人信心，若法律不作如此規範，投資人將會怯於將資本投入市場。

況且，如此之解釋方法於最高法院在之前的判決有跡可尋：於 Chiarella 案中，法院認為內線交易責任之成立必須建立在雙方間之特殊信賴關係存在，但法院並未限制該關係只會在內部人和股東間發生，該案中，法院亦認定該印刷工人被告已違反其對收購公司的信賴關係，因為其竊取僱主的機密資料，而已經成立與證券買賣有關的詐欺，但該時陪審團並未審酌此點，所以最後該印刷工人之罪名不成立。⁹⁹然而，最高法院於本案認為私取理論符合 Section 10(b)之文義，並且亦無悖於最高法院之判決先例，亦即，當行為人利用其被託付的資訊而從事證券交易買賣，但並未告知本人時，他就是在對委任人進行詐欺，而成立 Section 10(b)之責任。¹⁰⁰

第三目 分析

在經過一段時間，各級法院對私取理論適用產生各種爭議後，最高法院最終於 1997 年以本案認可私取理論，有謂其實美國在 1988 年制定之「內線交易與證券詐欺執行法」之立法歷史資料中，也支持禁止內部人交易之私取理論，另外並明指：「此一理論應是 Section 10(b)及 Rule 10b-5 所欲涵蓋者」，所以，美國司法實

⁹⁷ 521 U.S. 642, 117 S. Ct. 2199 (1997), at 2208.

⁹⁸ 521 U.S. 642, 117 S. Ct. 2199 (1997), at 2208.

⁹⁹ 521 U.S. 642, 117 S. Ct. 2199 (1997), at 2208.

¹⁰⁰ 521 U.S. 642, 117 S. Ct. 2199 (1997), at 2213-14.

務如欲否認 SEC 所力主之私取理論，其可能性已微乎其微。¹⁰¹

最高法院於 O'Hagan 案，認為 Section 10(b)及 Rule 10b-5 的文字規定給私取理論發展的空間，因為該些條文都並未清楚指明內線交易的行為主體、客體以及最重要的行為態樣，卻是採用了一種概括的反詐欺理論來規範內線交易，而私取理論可以禁止另一種以詐欺方式不公平取得資訊的情形，而如此的立法設置才能夠達成證交法的目的。因此，最高法院在下級法院數年來對私取理論之理解毫無共識的情形下，最終在 1997 年以 O'Hagan 案為內線交易法制帶入新的方向，而如此的操作方式，至今仍是美國內線交易規範發展的主流，直至 2008 年紐約州聯邦法院面對「單純竊盜」的爭議時，亦即，在無違反對任何人的義務下竊取內線資訊並交易，而該種樣態亦是一種資訊取得之不公平、且亦會損傷投資人信心的行為，法院仍堅守 O'Hagan 案之私取理論的態度，不將內線交易責任加諸「單純竊盜」並交易之行為。¹⁰²

第三項 小結

美國法對於內線交易之成文法規定，僅限於以 Section 10(b)為基礎，將可罰的內線交易行為界定為詐欺之規定，並且於之後以其他法規持續提高對於內線交易的制裁程度，至於內線交易的定義以及判定之操作細節，皆有賴實務從 1961 年 Cady, Roberts 案開始以累積案例方式建立之。總體而論，美國內線交易行為若不改變以 Rule 10b-5 作為處罰基礎的模式，則於美國法下，將僅有「該當詐欺」的內線交易行為，方可在 Rule 10b-5 下處罰之，因此，不論各個階段的立法者欲就該時的某些內線交易類型為禁止，皆需先建立該些行為與詐欺之間的連結，所以，實務上如何解釋「詐欺」，使欲禁止的行為可以成立 Rule 10b-5 的責任，就成為美國內線交易規範的主要研究方向。上述的實務發展，可以觀察本文介紹的發展軌跡：從

¹⁰¹ 劉連煜，內線交易理論與內部人範圍（上），月旦法學教室第 50 期，頁 89，2006 年 12 月。

¹⁰² 關於「單純竊盜」的案例介紹及分析，請見本文第三章第二節第三項。

Cady, Roberts 案、Gulf 案之寬鬆規範，認為違反資訊平等就是立法者欲規範的詐欺類型，亦是欲禁止的內線交易型態；到 Chiarella 案，法院重新檢視 Rule 10b-5 的範圍，認為若要課與「不揭露」的詐欺責任，其中必須存在行為人對股東間的信賴關係及忠實義務，因此在這個階段的法院的嚴格解釋下，只有在某特定範圍內的行為人，才會該當 Rule 10b-5 的責任；但是，在金融市場發展下，法院發現這種「使用他人不知道的消息進而交易得利」的型態，也對健全市場的目標造成威脅，因此欲加以管制，但因為這種型態的行為和長久以來的「內線交易」行為最為相近，因此最便宜的方法莫過於重新放寬解釋「詐欺」的定義，此亦是後來私取理論之創設，擴張內線交易管制行為主體的原因，這樣的運作在最高法院作出 O'Hagan 案時達到高峰，並進而成為實務對內線交易的主流看法，此見解並延續至今日，雖然目前下級法院有出現「內線交易管制對象應更加放寬、朝資訊平等原則的方向發展」的聲音，但在最高法院尚未對該問題表態之前，私取理論仍是美國之內線交易操作方式的最高原則。

美國管制內線交易的成文法，究竟其禁止內線交易的目的為何？觀之 1934 年證交法，其後的內線交易制裁法、內線交易與證券詐欺執行法，以及 2002 年因應安隆風暴後方產生的沙賓法案，一般對此的解釋為「促進健全的證券市場，以及保護投資人信心」，而實務案例的發展看似卻又不盡如此，在一連串之以不同理論來對「詐欺」作不同理解的案例中，不禁讓人產生疑惑：美國究竟欲處罰的是破壞市場信心的內線交易行為？還是僅欲處罰該當「詐欺行為」的內線交易行為？抑或其實美國對處罰目的是不甚清楚的，這個目的會隨著時代發展或法院實務進展而有不同改變？不論美國法的處罰理論究竟要如何判讀，本論文從以上對美國法的研究，得到初步的結論，亦即：不管美國實務上之操作方式或理論建構，其在美國之應用再廣泛或再長久，我國在面臨相同事實型態時，仍不可貿然將之全盤套入我國法框架下論述並建構責任，理由有二：一、美國內線交易的成文與不成文規範之發展過程為該國特有，其法規範框架與我國截然不同；二、即使從處

罰基本理論視之，我國內線交易規範乃立基於注重資訊平等、健全市場、投資人保護的市場論，¹⁰³而美國究竟採取何種處罰理論作為其判斷責任與論述的基礎，承上分析，目前仍無定論。因此，本文以為，或許美國內線交易規範或案例中的某些概念值得我國參考，但皆須重新拿到我國法的框架下分析方有合理性。

第二節 歐盟法發展理論

第一項 1989 年內線交易指令訂定前之發展

第一款 概說

歐盟證券市場規範很晚才開始發展，從 1966 年的 Segré Report¹⁰⁴開始，某專家委員會為歐盟執委會提出一份全面之關於歐洲資本市場發展之報告，¹⁰⁵其指出歐盟資本、證券市場之整合之困難性，並以建立資訊揭露制度為基礎，進一步提出解決市場整合問題之解決方法，¹⁰⁶同時，其亦提出資訊平等接觸之概念，¹⁰⁷且「確保所有參與證券交易運作之人都可處在平等基礎上，並預防公司內部人有接觸資訊的機會，否則其或許將利用自己之認識來影響市場，以獲取他人不得獲取之私利」。¹⁰⁸而為確保以上目的之達成，Segré Report 所建立之應遵守兩個原則如下：一、必須限制公司內部高層人士之交易活動，防制其濫用其基於公司職務所取得之資訊優勢；二、在主管機關發現證券價格或交易活動有不正常的現象之時，

¹⁰³ 此處論述請參考本文第三章。

¹⁰⁴ 亦即 Report of a Group of Experts appointed by the EEC Commission, *The Development of a European Capital Market* (1966).

¹⁰⁵ See EC Commission, *The European Financial Common Market*, EUROPEAN DOCUMENTATION SERIES 4/1989, at 15 (1989).

¹⁰⁶ See Hallgrímur Ásgeirsson, *Integration of European securities markets*, 6(2) MONETARY BULLETIN 50, 51 (2004).

¹⁰⁷ See NIAMH MOLONEY, *EC SECURITIES REGULATION* 737, 744 (2002).

¹⁰⁸ VANESSA EDWARDS, *EC COMPANY LAW*, 309 (1999)

必須賦予其主動調查的權利。¹⁰⁹

歐洲接下來對內線交易問題之因應，為 1970 年之歐洲公司法草案，¹¹⁰其主要乃規制公司內部人之行為，如第 82 條處理內部人短線交易問題，以及申報揭露持股之規定等。

於 1977 年，以資訊平等接觸理論為基礎，以及以公平及充足之揭露為手段來維護資本市場之想法，¹¹¹歐洲建構了 1977 年行為準則。¹¹²關於本論文欲討論爭點之相關準則條文內容，本論文試譯如下：

第 2 點：「任何人依其職務或任務，有義務向公眾揭露訊息時，則同時負有必須使該資訊適切地為公眾所知之義務，以及確保沒有特殊階級之人可得到該內線消息之義務。」¹¹³

第 4 點：「當該公司股票於市場上交易時，該公司之董事、監察人、經理人或其他有形式上或實質上有控制力之人，...負有避免任何可能損害交易公平性或其他股東權益之義務。」¹¹⁴

第 5 點：「任何在市場上經常交易之人，該些人之行為必須符合本準則之規定目的。」¹¹⁵

¹⁰⁹ See MOLONEY, *supra* note 107, at 744.

¹¹⁰ [1970] OJ C124/1。

¹¹¹ See MOLONEY, *supra* note 107, at 745.

¹¹² 77/534/EEC: Commission Recommendation of 25 July 1977 concerning a European code of conduct relating to transactions in transferable securities (Official Journal L 212, 20/08/1977 P. 0037 – 0040)

¹¹³ *Id.*, General Principle 2 of 77/534/EEC:

Information should be available to the public which is fair, accurate, clear, adequate and which is given in good time. The information should be provided in such a way that its significance and intent can be easily understood. Any person, who by virtue of his profession or duties has the duty or the means of informing the public, is under a special obligation to ensure that it is kept properly informed, and that no particular class of persons attains a privileged position.

¹¹⁴ *Id.*, General Principle 4 of 77/534/EEC:

When the securities of a company are dealt in on the market, the members of its supervisory board, its directors, managers, and persons exercising de jure or de facto control, should act in such manner as to ensure that the fundamental objective of this code of conduct is realized. They have a particular duty to avoid any action which would operate to the detriment of fair dealings in the securities concerned, or prejudice the rights of other shareholders.

¹¹⁵ *Id.*, General Principle 5 of 77/534/EEC:

該準則之立法目的規定在第 4 點：「本準則之目的為在歐體確立道德行為之標準，並促進證券市場之有效率運作，以創造符合資本之供給需求之最佳環境，並且保障大眾利益。」¹¹⁶

而該準則之補充原則第 3 點則指出：「任何人皆不可鼓勵他人違反本準則一般原則之第 1 點第 2 段之規定及原則，不論他人為中介人與否。亦不許施加壓力去獲取未公開、且依相關規範不得公開之資訊，抑或施行不正常、不誠實之交易。」

117

補充原則第 9 點則規定：「任何人基於其職業或執行職務而取得內線消息，而該消息乃關於某公司、某公司發行證券之市場、關於市場一般利益之事件，且該消息具備價格敏感性，則該人則不可直接或間接利用該消息為交易，而且也不可在行為人或許可自其中得到利益之情形下，在消息尚未公開時將此消息給其他人。」

118

補充原則第 15 點則規定：「不得有任何人享有優於其他投資人或公眾之資訊優勢的差別待遇，每個投資人需享有平等接觸資訊的權利。」¹¹⁹

Persons dealing regularly on the securities markets should act fairly in accordance with the code's objective, even if this could in certain cases result in their having to forgo short-term gains.

¹¹⁶ *Id.*

The code's objective is to establish standards of ethical behaviour on a Community-wide basis, so as to promote the effective functioning of securities markets (i.e. by creating the best possible conditions for matching supply and demand for capital), and to safeguard the public interest.

¹¹⁷ *Id.*, Supplementary Principle 3:

No person should incite another person, whether or not an intermediary, to contravene the provisions and principles referred to in the second paragraph of general principle 1, nor exert pressure to obtain: (1) information which is not public and which cannot be divulged without contravening rules relating to such information, or (2) the carrying out of an irregular or dishonest transaction.

¹¹⁸ *Id.*, Supplementary Principle 9:

Any person who comes into possession of information, in exercising his profession or carrying out his duties, which is not public and which relates to a company or to the market in its securities or to any event of general interest to the market, which is price-sensitive, should refrain from carrying out, directly or indirectly, any transaction in which such information is used, and should refrain from giving the information to another person so that he may profit from it before the information becomes public.

¹¹⁹ *Id.*, Supplementary Principle 15:

No investor or group of investors should be given more favourable treatment as regards information than other investors or the public. All investors should have free access to information.

第二款 分析

在 1976 年之前，歐洲國家中僅法國為唯一有制定內線交易規範的國家，而一直到制定 IDD 的提議公布前四年，才開始有國家將內線交易行為視為犯罪，¹²⁰而方其時，其他九個歐體國家僅有自律規範，或根本尚無內線交易規範。¹²¹當時歐洲關於內線交易規範的情形，亦如學者所言：「世界上其他的國家並未認同美國之痛恨內線交易行為想法，也未有其他國家像美國如此嚴格立法禁止內線交易」，¹²²且歐盟官方抱持的立場亦為：「內線交易被認為是正常的結果，而藉由剛好獲得的資訊得利並不是不好的事」，¹²³此情形持續到 1989 年，該年的調查顯示，西德和法國都認為內線交易是財金生活的正常型態。¹²⁴但其後為了整合歐洲不同國家之不同規範，以減少歐體市場的障礙，歐體還是傾向以制定最低標準，並使成員國相互承認的方式來達到以上目的。

若觀察規範範圍部分的變化，1966 年開始發展內線交易規範之初，即明文指出資訊平等取得之重要，亦即，法律不希望有人因對某未公開資訊之特別認知而獲取私利，惟該時所建立之兩個原則，僅限制公司內部高層之交易活動，並未提及及其他一般人。時至 1977 年之行為準則，其第 4 點有明指內部人有須避免股東損害或市場公平性之義務，而其他條文則皆以「任何人」、或範圍大於第 4 點內部人之「基於其職業或執行職務而取得內線消息」為規範對象，並不時重申平等接觸資訊之重要。因此，該準則之禁止理論基礎以及其規範對象已甚清楚，觀之前後條文之意義脈絡，以及整體規範目的，可發現其於第 4 點所指出之「內部人」，或許僅因內部人接觸內線消息機會較大，因此特立條文提醒警戒之，不能光以一條

¹²⁰ 法國、英國及丹麥

¹²¹ See Manning Gilbert Warren III, *The Regulation of Insider Trading in the European Community*, 48 WASH. & LEE L. REV. 1037, 1040 (1991).

¹²² See Gary Putka, *Insider Trading Raises Fewer Hackles Abroad --- Some Nations Aid U.S. but Keep Their Own Rules Weak*, WALL ST. J., Dec. 2, 1986, at 36, col. 1.

¹²³ See Craig Forman, *Old World Traditions Include insider Trading*, WALL ST. J., Feb. 8, 1989, at C1, col.3.

¹²⁴ See Warren, *supra* note 121, at 1041.

之對內部人規範，而忽略其他條文明確表示保護資訊平等及任何人皆須受到規制之概念。另外，此行為準則欠缺拘束力，因此方時該規範並未受到各會員國的注意，所以在各會員國內國法層面之影響有限。¹²⁵

第二項 1989 年內線交易指令

第一款 IDD 指令規範內容

此指令延續之前 1977 年行為準則之對內線交易禁止之想法，唯在立法配置部分，將資訊揭露制度劃歸 1979 年歐體證券註冊指令¹²⁶規定之。¹²⁷此外，在經過是否以統一規範禁止內線交易之爭議後，最後有鑑於 80 年代晚期一連串之內線交易醜聞、以及併購與公開收購之發展，¹²⁸歐洲議會在 1989 年做出統一規範的決議，¹²⁹亦即現稱之內線交易指令(下稱 IDD, Insider Dealing Directive)¹³⁰，而各成員國之內國法也須隨之修改。

IDD 之相關內容如下：

第 1 條定義內線消息及可轉換證券。

關於內部人，於第 2 條規定之：

「所有成員國皆必須禁止任何人：

基於其於發行人之行政、管理、監督單位之成員身份；

基於其持有之發行人之資本；

¹²⁵ See MOLONEY, *supra* note 107, at 747.

¹²⁶ The Admission Directive.

¹²⁷ Directive 79/279/EEC coordinating the conditions for the admission of securities to official stock exchange listing [1979] OJ L66/21.

¹²⁸ See MOLONEY, *supra* note 107, at 749.

¹²⁹ [1989] OJ C291/54.

¹³⁰ Directive 89/592/EEC of 13 November 1989, OJ 1989 L334/32.

基於施行其之僱傭、職務、任務關係而取得內線資訊：

而持有該資訊並利用該資訊，其並且完全認識到上述事項，還以自己或第三人之利益，直接或間接取得或處分發行人之與該資訊相關之可轉讓證券。」¹³¹

至於法人責任部分規定在第 2 條第 2 項：

「第 1 項之人若是公司或其他法人，則該項之禁止規定亦適用在自然人上，條件是該自然人為替法人所為之交易的決策者。」¹³²

在中介人部分之規定在第 2 條第 3 項：

「第 1 項訂定之禁止規定，亦適用在以中介人之任何取得或處分可轉換證券之行為。

成員國可以規定，當中介人乃於第 1 條第 2 項定義之市場以外之處，涉入取得或處分可轉換證券之時，此禁止規則不適用。」¹³³

關於揭露及鼓勵他人交易之規定在第 3 條：

「成員國應該禁止任何第 2 條規定持有資訊並禁止交易之人：

¹³¹ Article 2 of 1989 IDD:

1. 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,

possesses inside information from taking advantage of that information with full knowledge of the facts by acquiring or disposing of for his own account or for the account of a third party, either directly or indirectly, transferable securities of the issuer or issuers to which that information relates.

¹³² Article 2 of 1989 IDD:

2. Where the person referred to in paragraph 1 is a company or other type of legal person, the prohibition laid down in that paragraph shall apply to the natural persons who take part in the decision to carry out the transaction for the account of the legal person concerned.

¹³³ Article 2 of 1989 IDD:

3. 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.

a) 揭露該內線資訊予第三人，除非該揭露乃其執行職務、專業任務之正常程序。

b) 基於內線消息，推介或致使(recommend or procure)第三人取得或處分可於第 1 條第 2 項之證券市場交易之可轉換證券。」¹³⁴

關於次級內部人，規定在第 4 條：

「成員國應該將第 2 條之禁止規定適用在第 2 條以外之人，當該些人持有內線消息並有故意，且其直接或間接之消息來源必須是第 2 條所列之人。」¹³⁵

第二款 分析

內線交易指令旨在統合歐體國家之內線交易禁止規定，雖有人稱之為「政治現實的妥協產物」，¹³⁶但該指令實際上仍為當時各國樣貌各異的規定，提供了整合的基礎，其方式有二如下：一、定義內線交易並界定明確之規範範圍；二、指令要求各國須建立行政監控及制裁機關，並明訂該些機關之國際合作空間，如此可減少各國在跨國執行內線交易調查，所需耗費之時間以及官僚作業成本。¹³⁷

¹³⁴ Article 3 of 1989 IDD:

Each Member State shall prohibit any person subject to the prohibition laid down in Article 2 who possesses inside information from:

(a) disclosing that inside information to any third party unless such disclosure is made in the normal course of the exercise of his employment, profession or duties;

(b) recommending or procuring a third party, on the basis of that inside information, to acquire or dispose of transferable securities admitted to trading on its securities markets as referred to in Article 1 (2) in fine.

¹³⁵ Article 4 of 1989 IDD:

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.

¹³⁶ Klaus J. Hopt, *The European Insider Dealing Directive*, 27 COMMON MKT. L. REV. 52, 81 (1990).

¹³⁷ Lynda M. Ruiz, *European Community Directive on Insider Dealing: A Model for Effective Enforcement of Prohibitions on Insider Trading in International Securities Markets*, 33 COLUM. J. TRANSNAT'L L. 217, 240 (1995).

第一目 原始內部人及次級內部人之區分

內線交易指令區分原始內部人及次級內部人，原始內部人乃該些因為其僱傭關係、或其他因其地位直接取得資訊之人，而次級內部人則為其他除原始內部人之外持有資訊之人。原始內部人範圍很廣，而且亦不區分其取得資訊是否為透過其執行業務之正常程序取得、亦或為偶然取得。因此原始內部人有可能包括內部的律師、會計師，外部的交易員、公務員、債務人、供貨商、工會領導人、記者或立法者等。¹³⁸因為法條文字使得原始內部人之範圍極大，因此壓縮了成立次級內部人的機會。¹³⁹

惟如此定義原始內部人及次級內部人，在當時即有學者對其過為寬廣之規範主體範圍定義存疑。再者，法律規定原始內部人及次級內部人之禁止行為並不相同：內線交易指令禁止原始內部人及次級內部人為證券交易，指令亦禁止原始內部人傳遞訊息，惟指令並未禁止次級內部人或消息受領人之訊息傳遞，因此明確區分將原始內部人及次級內部人甚為重要。而以下將討論如此「分別規定原始內部人及次級內部人的行為義務」在實踐上是否有困難？

有學者認為，因為IDD規定次級內部人得知消息之來源必須是原始內部人，而如上述在此次修正中將原始內部人之範圍擴張，使得次級內部人取得消息之來源幾乎皆是原始內部人，而難有例外，此乃因為內部消息主要即是內部人所做出，所以皆可輕易解釋系爭消息來源是原始內部人，¹⁴⁰舉例而言：次級內部人偶然地從公司檢到放錯地方的傳真，因而得知消息，如此也可以算是從原始內部人手中流出的訊息，所以，在次級內部人成立要件處加上「消息來源需為原始內部人」一限制，似乎在實際操作上無實益，最終關鍵仍為判斷其他要件是否成立。再者，原始內部人與次級內部人間之分野亦有討論空間，如：某甲為間諜，其從原始內

¹³⁸ See Warren, *supra* note 121, at 1065.

¹³⁹ *Id.*

¹⁴⁰ See *id.* at 1069.

部人處偷取資訊，如此甲之資訊來源為內部人，但其同時亦為執行職務而得到內線消息，甲之身分應如何評價？此仍是問題。

第二目 消息傳遞禁止規定

在第一次立法建議中，曾主張禁止交易及禁止傳遞的規定，應同樣適用在原始內部人及次級內部人，¹⁴¹但當時在金融服務業大力反對下，理事會之第一次修正採取了區分兩者之立場，¹⁴²所以次級內部人可以傳遞消息，但之後消息受領人的交易仍有可能違反禁止交易之規定而違法。但是，理事會仍不放棄，最後以最低標準方式立法，並且以 IDD 第 6 條明示成員國可以訂立更高之禁止標準，尤其是關於第 2 條之禁止行為之範圍、第 4 條之次級內部人定義、以及第 3 條之消息傳遞規範。¹⁴³惟亦有認為，雖然內線交易指令之自我定位為「最低標準」，並明示成員國可以就某些特定部分制定更嚴格的規定，但是成員國在實際實踐上幾近不可能為之，此乃因成員國之間仍有市場競爭之壓力所致。¹⁴⁴

而 IDD 之關於消息傳遞禁止規定，並未要求行為人之詐欺或違反忠實義務為責任成立的必要要件，行為人之主觀要件亦不要求。而第 3 條之禁止行為規定則可分成兩個層面探討：一為禁止選擇性揭露；二為禁止以推介或引誘為手段達到傳遞消息之目的，¹⁴⁵在前者之文字有提到一個「執行職務、專業任務之正常程序」之例外，惟此例外會造成諸多問題，有認：如公司內部人為做公司之財務預測、風險評估，將消息傳遞給財金分析師，抑或公司違反其本身之「中國牆」的消息控管規定，使內部間消息互相傳遞，以此達到公司本來應盡之「保護公司之受益

¹⁴¹ Commission Proposal for a Council Directive Coordinating Regulations on Insider Trading, 30 O.J. EUR. COMM. (No. C 153) 8 (1987) (explanatory memorandum, ¶ 2, at 2)

¹⁴² See Warren, *supra* note 121, at 1071.

¹⁴³ Article 6 of 1989 IDD:

Each Member State may adopt provisions more stringent than those laid down by this Directive or additional provisions, provided that such provisions are applied generally. In particular it may extend the scope of the prohibition laid down in Article 2 and impose on persons referred to in Article 4 the prohibitions laid down in Article 3.

¹⁴⁴ Raffaello Fornasier, *The Directive on Insider Dealing: Fourth Annual Issue on European Community Law*, 13 FORDHAM INT'L L.J. 149, 164 (1989-1990).

¹⁴⁵ See Warren, *supra* note 121, at 1070.

人」之職責，¹⁴⁶而若行為人以「執行職務、專業任務之正常程序」為其以上行為抗辯，判斷上仍有模糊空間。另外，在後者之禁止推介或引誘之規定部分，此處只禁止行為人基於內線消息推介或引誘，但是仍有可能在行為人並未將內線消息傳遞給受領人的情形下發生，亦即行為人若只是明示暗示第三人購買，而並未確切告訴第三人該消息，而行為人之責任仍成立，因此有認如此之規定乃為非常先進之作法。¹⁴⁷

第三目 責任型態

IDD 第 13 條規定：成員國可自己決定當行為人違反指令義務時，應處以如何的適當懲罰，但該懲罰必須足以達鼓勵行為人遵守指令的效果。¹⁴⁸所以 IDD 當時給予成員國極大之裁量權，惟如此之設計可能造成之結果；為了保持其市場之競爭力，無成員國願意訂立嚴格罰則。¹⁴⁹但同時 IDD 第 8 條也指明，¹⁵⁰成員國必須指派其行政機關確保依 IDD 而訂定之內國規定之有效施行，因此該行政機關應被賦予監控及調查之權限。此或許亦是之後的歐盟市場濫用指令，規定內線交易需強制以行政裁罰之伏筆。

第四目 規範理論分析

IDD 之訂定，多數人皆認為此乃自 1966 年以來一貫之市場論的展現，¹⁵¹並可

¹⁴⁶ See *id.* at 1071.

¹⁴⁷ *Id.*

¹⁴⁸ Article 13 of 1989 IDD:

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.

¹⁴⁹ See Warren, *supra* note 121, at 1074.

¹⁵⁰ Article 8 of 1989 IDD:

1. Each Member State shall designate the administrative authority or authorities competent, if necessary in collaboration with other authorities to ensure that the provisions adopted pursuant to this Directive are applied. It shall so inform the Commission which shall transmit that information to all Member States.

2. The competent authorities must be given all supervisory and investigatory powers that are necessary for the exercise of their functions, where appropriate in collaboration with other authorities.

¹⁵¹ Caspar Rose, *Impact of Investor Meetings/Presentations on Share Prices, Insider Trading and*

見於 IDD 之前言之描述。至於第 2 條之規範主體的界定，其中三款之人看似皆與發行人有某種契約或類似契約之關係，所以，有認為或許可以從這裡看出「規範主體需具備某種忠實義務」之意涵，但若再仔細觀之，雖則某些專業人士與發行人間的確存在契約關係，但此處卻不一定有忠實義務關係，¹⁵²所以，第 2 條列舉之人與其他未被列舉之人間之區分，乃在於該時法律仍不願將偶然之內部人納入處罰範圍內之故。¹⁵³

第三項 2003 禁止市場濫用指令

第一款 禁止市場濫用指令規範內容

於 2002 年 12 月，歐盟理事會和議會通過對於內線交易規範新的歐盟指令，新的指令乃針對「市場濫用」行為，欲對歐盟各成員國提供新的標準及規範。2003 年禁止市場濫用指令乃為歐盟成員國多年來之協商成果，¹⁵⁴而 2003 指令之立法目的乃為「確保歐盟金融市場之完整性及加強投資人在上述市場之信心」，¹⁵⁵歐盟金融理事會在 2001 年 12 月無異議通過決議，同意管制市場操控和內線交易行為，其提議之新指令的理論基礎為：市場透明性以及對市場參與者平等對待的保證，以整合歐盟成員國金融市場之方式來消弭各市場的不一致，進而達成保護投資人以及使歐盟市場更具吸引力的目的。¹⁵⁶市場濫用在指令中之定義，包含市場操縱行為及內線交易行為，而禁止市場濫用指令裡之關於內線交易規範方式及內容，

Securities Regulation, 23(3) INTERNATIONAL REVIEW OF LAW AND ECONOMICS 227, 229 (2003).

¹⁵² Klaus J. Hopt, *The European Insider Dealing Directive*, in EUROPEAN INSIDER DEALING, LAW & PRACTICE 129, 138 (Hopt K. & Wymeersch E. eds., 1991).

¹⁵³ See Alian Viandier, *The Legal Theory of Insider Regulation in Europe*, in EUROPEAN INSIDER DEALING, LAW & PRACTICE 57, 59 (Hopt K. & Wymeersch E. eds., 1991).

¹⁵⁴ Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council 2001 O.J. (C 240 E) 265 (on insider dealing and market manipulation (market abuse)).

¹⁵⁵ See David Kanarek & Susan Collier, "Knew or Should Have Known?" -- *Lessons for the EU Securities Fraud Regime*, 10 COLUM. J. EUR. L. 561, 564 (2004).

¹⁵⁶ Stein Henriksen, *Aspects of Functional Security in the EU- Civil Protection*, presented in the conference of Exploring Functional Security: National Responses and Prospects for Nordic and European Collaboration (Oct. 24-25, 2002), Swedish Institute for International Affairs, Stockholm, URL <http://www.nnss.org/functionalsecurity_seminars.htm>

近似於之前的內線交易指令，但作了些許修正，¹⁵⁷其將金融商品、受管制的市場、主管機關等關鍵概念詳細定義，並且亦明白訂出某些施行的技術性規則，如最低行政裁罰標準、成員國主管機關相互合作之方法等。¹⁵⁸

禁止市場濫用指令以四階段之方式規範之：框架原則、施行方法、合作及執行，¹⁵⁹以下將介紹禁止市場濫用指令之關於內線交易的規範內容：

第 1 條界定了內線消息、金融商品(financial instrument)之定義，以及闡明指令中之「人」(person)一詞包括法人及自然人。

第 2 條乃關於規範主體：

「1. 對於任何本項第 2 款持有內線資訊之人，成員國需禁止其為了自己或他人之利益、直接或間接使用該資訊取得或處分、或試著取得或處分該消息有關之金融商品。

第 1 款之規定應適用在下列持有資訊之人：

- (a) 基於其在發行人中之行政、管理或監督組織之成員身份；
- (b) 基於其於發行人資本中之持股；
- (c) 基於其執行其職務、專業或任務而接觸到內線資訊；
- (d) 基於其犯罪行為；

2. 當第一項之人為法人時，適用於法人之禁止規定，也適用在為法人而參

¹⁵⁷ See Harold S. Bloomenthal & Samuel Wolff, 1A GOING PUBLIC AND THE PUBLIC CORPORATION §5:148 (2009).

¹⁵⁸ See Pierre Delsaux, *L'indispensable régulation des marchés financiers*, 43(2) REFLETS ET PERSPECTIVES DE LA VIE ECONOMIQUE 43, 47 (2004).

¹⁵⁹ Recital 4 of the Directive of 2003/6/EC (hereinafter 2003 MAD):

At its meeting on 17 July 2000, the Council set up the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets. In its final report, the Committee of Wise Men proposed the introduction of new legislative techniques based on a four-level approach, namely framework principles, implementing measures, cooperation and enforcement. Level 1, the Directive, should confine itself to broad general 'framework' principles while Level 2 should contain technical implementing measures to be adopted by the Commission with the assistance of a committee.

與交易決策之自然人上。

3.當交易為執行職務之內容，而此交易之義務來自於行為人之前即已訂立之契約之時，本條不適用。」¹⁶⁰

第3條為禁止行為之規範：

「成員國需禁止任何依第2條被規範之人：

(a) 揭露內線消息給任何其他人，除非該揭露為其行使職權、職務或專業之正常程序。

(b) 基於內線消息，推介(recommend)或引誘(induce)其他人取得或處分與該消息相關之金融商品。」¹⁶¹

第4條則為次級內部人之規定：

「成員國需保證第2條及第3條也適用於任何持有內線消息之人，當該人知



¹⁶⁰ Article 2 of 2003 MAD:

1. 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.

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.

2. Where the person referred to in paragraph 1 is a legal person, the prohibition laid down in that paragraph shall also apply to the natural persons who take part in the decision to carry out the transaction for the account of the legal person concerned.

3. 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.

¹⁶¹ Article 3 of 2003 MAD:

Member States shall prohibit any person subject to the prohibition laid down in Article 2 from:

- (a) disclosing inside information to any other person unless such disclosure is made in the normal course of the exercise of his employment, profession or duties;
- (b) recommending or inducing another person, on the basis of inside information, to acquire or dispose of financial instruments to which that information relates.

道或應該知道該消息為內線消息之時。」¹⁶²

第二款 分析

第一目 原始內部人及次級內部人之區分

在 IDD 時代，已將規範主體區分成原始內部人及次級內部人，而至禁止市場濫用指令，其以第 2 條第 1 款列舉出原始內部人，該款(a)至(c)大致上沿襲 IDD 的規範方式，僅增訂(d)，而新指令並以第 4 條訂出次級內部人之定義，其將 IDD 之次級內部人定義作些許修正。如何明確區分此兩種類型之內部人甚為重要，因為各成員國在其內國法之實踐中，有的國家將原始內部人及次級內部人之刑責或刑度作不同規定。因此，以下將先探討為何自 IDD 時代，其將規範主體作此兩型態之區分，接著再進一步、詳細討論新指令第 2 條第 1 款。

在 1989 年 IDD 尚未訂定時，歐洲各國之內線交易規範主體有不同風貌：如英國和愛爾蘭，其將某些可被視作「因其在公司之地位得到資訊之人」列舉之，並將這些「與公司有連接之人」視作原始內部人；¹⁶³而法國法對於原始內部人的定義則強調「基於其職務而持有資訊」的標準；德國的自律規範則明確列舉受規範主體，且與英法不同者為，德國除了列舉之人外，並沒有以概括補充規定來將其他人也併同規範，此或許是因該自律規範是以契約關係為基礎，¹⁶⁴因此契約義務方不可以存在模糊的空間；另外，也有一些國家不採列舉內部人的規定方式，而是強調「任何人持有內線資訊」即需受到規範，而該行為人與公司間之關係並無須討論，但是這樣或許會造成管制上的困難，¹⁶⁵因為要監控所有持有資訊之人的

¹⁶² Article 4 of 2003 MAD:

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.

¹⁶³ See Eddy Wymeersch, *The Insider Trading Prohibition in the EC Member States: A Comparative Overview*, in *EUROPEAN INSIDER DEALING* 65, 69 (Hopt K. & Wymeersch E. eds., 1991).

¹⁶⁴ *Id.*

¹⁶⁵ *Id.*

交易活動有實踐上的成本。¹⁶⁶因此，歐盟內線交易指令最後採取「列舉與公司連接、並基於其身份地位有極大機會，持有內線資訊之原始內部人，並以次級內部人作補充之概括性規定」的方式，來整合之前各成員國不同的規範方法。

第二目 原始內部人：第 2 條第 1 款(a)

如前所述，原始內部人乃指該些「藉由其工作、通常有機會接觸到具價格敏感性的資訊之人」，所以，對於原始內部人的舉證，並不需要嚴格證明其持有資訊、或其是否信賴該資訊有該當於內線交易規範中的「內線」資訊。¹⁶⁷

關於符合「基於其在發行人中之行政、管理或監督組織之成員身份」資格之人，第 2 條第 1 款(a)禁止其交易，乃因該些人為最容易接觸到公司未公開重大消息之人，而且該些人本來就被期待應該妥善執行職務、為公司謀取最大利益，所以這些人實為任何內線交易法制皆欲規範之對象，歐盟禁止市場濫用指令亦不例外。¹⁶⁸

第三目 原始內部人：第 2 條第 1 款(b)

而關於同款(b)之「基於其於發行人資本中之持股」之人，實乃發行人之股東，是否應不予區分「何類型股東」，而只要具備「股東身份」，即當然為禁止內線交易規範對象？此仍有疑義，有認應以規範控制股東為主，而一般小股東不應為規範主體，所持理由如下：股東應可享有除股利、股價上升以外之其他特殊利益，身為公司之一份子，應可讓其得知未公開的資訊，¹⁶⁹並且，股東身份之本質和同款(a)之受雇於公司之人亦不同，因為同款(a)之人受公司之託，應為公司之利益為

¹⁶⁶ 關於此論點本文有不同看法：若僅以此作為必須區分主要、次級內部人之理由，則稍嫌薄弱，相信此問題乃於 1991 年撰文之前揭註 163 中曾發生，惟現今因為可以科技佐以為行為人之監控，則該問題之嚴重程度應可下降。

¹⁶⁷ See Wymeersch, *supra* note 163, at 70.

¹⁶⁸ See R.C.H. ALEXANDER, INSIDER DEALING AND MONEY LAUNDERING IN THE EU: LAW AND REGULATION 38 (2006).

¹⁶⁹ *Id.*

最大努力，而非將個人之利益置於公司利益之前，亦即，其不可利用該特殊地位為己謀利，而且公司給付的薪資已足以作為其努力之對價。反之，關於控制股東部分有其他思考方式：控制股東可為公司之決策，其為公司實際上的管理階層，所以應認為控制股東必須對公司負有義務、並以公司之最大利益為主要考量，同時，其亦必須盡保護其他股東之義務。¹⁷⁰另外，也有相反想法，認為股東應全部為規範主體，受到禁止行為之規範限制：股東是否對公司負有義務，目前雖仍無定論，但應肯認股東對市場負有義務，因為股東藉由股東會等場合接觸到一般投資人無法得到的資訊的機會甚大，另外，股東平常也有權利監督公司的運作，如行使股東之查核權等，因此股東亦可能藉由平日之監督得到內線消息，所以，若基於禁止其他「有機會接觸到內線消息之人」之相同理由，應將股東納入規範範圍內。¹⁷¹

第四目 原始內部人：第2條第1款(c)

同款(c)將「基於其執行其職務、專業或任務而接觸到內線資訊」之人納入規範主體中。此處或有疑問者為，如何將(c)之人與次級內部人（或消息受領人）區分？舉一常發生之事例：公司知悉內線消息之內部人，常於午餐時在公司外餐廳討論業務，其談話內容涉及系爭內線消息，其雖無意讓他人知悉，卻仍為餐廳女侍得知，則該餐廳女侍是否為(c)之「基於其執行其職務、專業或任務而接觸到內線資訊」之人？另一例則為：內部人坐計程車，在車中討論系爭內線資訊，司機因此得知，司機是否亦為(c)之「基於其執行其職務、專業或任務而接觸到內線資訊」之人？抑或是第4條之其他持有內線消息之人？

明確區分原始內部人及次級內部人實乃重要，此因各成員國之立法實踐上，有時會將原始內部人及次級內部人之處罰內容區分；再者，判定行為人責任是否成立之順序，應先歸類該人是原始內部人或次級內部人，之後再檢驗其是否符合

¹⁷⁰ *Id.*, at 39.

¹⁷¹ *Id.*, at 40.

該條之要件，如二者在主觀要件上就有不同的評價，在整體檢驗後，最後方可得知該行為人是否真有違反內線交易之禁止規定。而(c)本來之「基於其執行其職務、專業或任務而接觸到內線資訊」訂定目的，原為規範那些在工作上經常有機會接觸到內線消息之人，如會計師、律師等，所以必須特別指明以達警惕之效果，而上述偶然接觸到消息之女侍等人，如此看來並非(c)原先設計針對的規範對象。因此有謂應將(c)之規範對象範圍限定在「取得內線消息為該種職務內容之一部分」，¹⁷²方能正當化將該種人納入消息取得核心之「原始內部人」的作法。

第五目 原始內部人：第2條第1款(d)

(d)目規定：「基於其犯罪行為」而取得資訊者不得交易。此款之內容為前所未有的新規定，¹⁷³在制定之初，歐盟委員會並未在立法目的部分提及該款是否與防制恐怖活動相關，但是值得一提的是，在立法過程中曾有人提議將防制恐怖活動納入市場濫用指令的立法前言中，¹⁷⁴並且，歐盟議會亦曾提議¹⁷⁵將防制恐怖攻擊放入禁止市場濫用指令敘述第14點，作為本指令之訂定考量之一，¹⁷⁶因此有謂(d)目之新增乃特別設計來預防日前盛行的國際恐怖活動，¹⁷⁷以禁止恐怖組織以內線交易取得資金。¹⁷⁸但是，因為指令文字中根本未將(d)目與恐怖活動連結，且歐盟執委會於2001年的提議中亦未指明此事，因此將(d)目之「犯罪行為」，解釋為只

¹⁷² See ALEXANDER, *supra* note 168, at 45.

¹⁷³ See Daniela Huemer, *European Law on Capital Markets – Quo Vadis? Presented at the 2nd annual LL.M. Conference at Cornell Law School*, at 21 (April 16, 2005). *available at*: <http://lsr.nellco.org/cornell/lps/clacp/5>

¹⁷⁴ See August Reinisch, *The Action of the European Union to Combat International Terrorism, in ENFORCING INTERNATIONAL LAW NORMS AGAINST TERRORISM* 119, 140-41 (Andrea Bianchi ed., 2004).

¹⁷⁵ EP Report on the proposal for a European Parliament and Council directive on insider dealing and market manipulation (market abuse) (COM(2001) 281, C5-0262/2001, 2001/0118(COD)), A5-0069/2002, 27 February 2002; now preambular paragraph 14 Insider Dealing Directive.

¹⁷⁶ Recital 14 of 2003 MAD:

This Directive meets the concerns expressed by the Member States following the terrorist attacks on 11 September 2001 as regards the fight against financing terrorist activities.

¹⁷⁷ See Reinisch, *supra* note 174, at 139.

¹⁷⁸ See Mathias M. Siems, *The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis*, 2 LAW AND FINANCIAL MARKETS REVIEW 39, 49 (2008).

針對恐怖活動之禁止規定，仍甚有疑義。¹⁷⁹

另外，若要以(d)為基礎起訴，須注意系爭事實中內線消息之來源必須是「犯罪行為」，而不可以是任何職務或任務，且該犯罪行為的準備或施行，可能對一個或數個金融商品之價格產生影響，或對受管制市場的價格之形成產生影響。¹⁸⁰

若「犯罪行為」不限於恐怖組織在金融市場上獲利、以支持其恐怖行動之行為，則該目還可以規範「竊取內線資訊之行為」，或是「以取得內線消息為目的之勒索犯罪行為」，¹⁸¹抑或有學者認為，「行為人賄賂公司經理人為手段以取得資訊」，亦可落入此規範範圍內。¹⁸²

第六目 次級內部人：第4條

一、2003 指令刪除「內線消息需直接或間接來自原始內部人」之規定，並且擴張次級內部人之禁止行為範圍

關於次級內部人規定之發展，比較 1989 年內線交易指令，與 2003 年禁止市場濫用指令，可發現之前內線交易指令規定客觀構成要件有兩者：次級內部人持有內線消息，以及內線消息直接或間接來自原始內部人。但是，有學者認為，第二個要件並無實益，因為「間接」之範圍可以很廣，廣義說來所有內線消息皆是直接或間接來自公司內部，因此此要件可省略不看，而行為人對要件之主觀認識範圍若達「持有內線消息」即已足，¹⁸³對於此種「所有消息之直接或間接之來源皆為原始內部人」之觀點，本文有不同想法：首先，仍有可能有消息非來自原始

¹⁷⁹ *Id.*, at 140-41.

¹⁸⁰ 禁止市場濫用指令敘述第 17 點：

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.

¹⁸¹ See Emilios Avgouleas, *A Critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regulation: Peaks, Troughs, and the Road Ahead*, 18 *TRANSNAT'L LAW* 179, 202 (2005).

¹⁸² See Lee, Hun Mook, *Rationales and Requirements of the Legal Framework of Insider Dealing in the European Union*, 17(1) *KOREAN JOURNAL OF INTERNATIONAL TRADE AND BUSINESS LAW* (2008). available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1192102>

¹⁸³ See Hopt, *supra* note 152, at 142.

內部人，如政府機關對某類型公司之未公開政策方向，此消息和公司內部員工、管理階層或股東皆無關係，而政府官員將該政策方向揭露給其他人，則政府官員是否為原始內部人已先有討論空間，因此次級內部人是否成立亦應依前項討論結果而定；抑或在收購的情形，收購方有收購目標公司之計畫，因為該計畫尚未公開，所以該消息屬於收購方公司之消息，那麼得知此消息之收購方公司職員或其他人，若為目標公司股票之交易，即不合於「該消息來自發行人之原始內部人」的要件。

觀之2003年禁止市場濫用指令之修正，新指令之第4條對次級內部人之規定，為「持有內線消息、並認識或應當認識該消息為內線消息之人，不可交易、揭露、推介或引誘他人交易」，前後兩指令互相比較，可見新指令對於次級內部人禁止行為部分更為嚴格：其擴張至「禁止揭露、推介或引誘他人交易」，同時，亦刪除「內線消息必須是從原始內部人處流出」之要件，此應係2003年禁止市場濫用指令，欲達到禁止濫用各種來源之未公開重大消息的目的，並著眼於維護公平、健全市場理念，新指令之改變背後的原因，應並非僅如之前學者之「因為所有重大消息皆源自原始內部人，所以應刪除無意義法條文字」的想法。

二、 主觀要件之抗辯

另外，因為該條規定次級內部人需「明知或應該知道」該消息為內線消息，所以行為人即有可能以「缺少對該消息為真正之認識」或「缺少合理的義務認識系爭消息為內線消息」為抗辯，惟須注意此種抗辯僅次級內部人可為之。¹⁸⁴

第四項 小結

歐盟指令在禁止的理論基礎發展部分，從最早的1966年Segré Report及之後的1977年行為準則，就已是以前述資訊平等的概念為基礎而制定，至2003年的禁止

¹⁸⁴ See Avgouleas, *supra* note 181, at 203.

市場濫用指令，其立法過程中更是明白表示其對保障市場透明性、投資人平等取得資訊的對待之決心：¹⁸⁵ 歐盟官方網站提及，該市場濫用指令之訂定目的，乃基於促進市場透明性、以及平等對待所有市場參與者為原則，以一套歐洲金融市場共通的準則之訂定，來減少潛在的不一致性、模糊不清的法律，並填補規範漏洞，尤其要提高對投資人的保障，以使歐洲市場更具吸引力。¹⁸⁶

指令之敘述中並重申此立場，如敘述第 2 點：為達一個完整、有效率的金融市場之目標，市場完整性是不可或缺的，證券市場順暢運作以及投資人對市場的信心，乃經濟成長、財富增加之前提要件，而市場濫用行為破壞了金融市場的完整性，亦破壞了公眾對證券和衍生性商品的信心；¹⁸⁷ 指令之敘述第 12 點亦為相同概念：市場濫用行為包含內線交易及操縱市場行為，而內線交易禁止之立法目的和禁止操縱市場的立法目的相同，皆為保障共同體金融市場的完整性，並加強投資人對上述市場之信心；¹⁸⁸ 另外，尚有第 15 點：內線交易行為及操縱市場行為對達成全面、適當的透明市場之目標有相當阻礙，而透明市場乃為所有參與者在健全完整市場交易之前提要件；¹⁸⁹ 最後是第 43 點：歐盟委員會必須遵循的原則如下：以提高金融市場透明性之方式來確保投資人對市場之信心、以緊密靈活監控市場改革之方式來確保市場完整性等。¹⁹⁰ 由以上禁止市場濫用指令之文字，可明白看

¹⁸⁵ 請見本章第二節第三項第一款之分析。

¹⁸⁶ See Henriksen, *supra* note 156.

¹⁸⁷ Recital 2 of the 2003 MAD:

An integrated and efficient financial market requires market integrity. The smooth functioning of securities markets and public confidence in markets are prerequisites for economic growth and wealth. Market abuse harms the integrity of financial markets and public confidence in securities and derivatives.

¹⁸⁸ Recital 12 of the 2003 MAD:

Market abuse consists of insider dealing and market manipulation. The objective of legislation against insider dealing is the same as that of legislation against market manipulation: to ensure the integrity of Community financial markets and to enhance investor confidence in those markets. It is therefore advisable to adopt combined rules to combat both insider dealing and market manipulation. A single Directive will ensure throughout the Community the same framework for allocation of responsibilities, enforcement and cooperation.

¹⁸⁹ Recital 15 of the 2003 MAD:

Insider dealing and market manipulation prevent full and proper market transparency, which is a prerequisite for trading for all economic actors in integrated financial markets.

¹⁹⁰ Recital 43 of the 2003 MAD:

In exercising its implementing powers in accordance with this Directive, the Commission should respect the following principles:

出其對資訊取得公平之注重，並期望最終能以指令達到健全、整體市場的目標，而不論指令之立法過程或法條文字，都看不出任何詐欺或對違反義務為責任成立必要要件之要求，因此，可謂歐盟指令之禁止內線交易基礎，從 1966 年開始一直相當一致地採資訊平等、保障整體市場的理論。

第三節 法國法發展之理論

第一項 1967 年行政命令¹⁹¹

在 1962 年左右，法國在證券交易方面遭遇一些困難，¹⁹²此大大衝擊了當時投資人的信心，因此有關當局認為有必要加緊證券市場的管控，而開始制定立法計畫來因應證券市場的發展。至於證券交易的主管機關，之前法國是由法國國家銀行¹⁹³指揮有價證券交易委員會¹⁹⁴掌管所有關於證券交易的管控及決定，同年，政府更以行政命令第 67-833 號，建立一特別的組織來管控所有關於證券交易的事項，亦即法國證券交易營運委員會(Commission des Opérations de Bourse，下稱 COB)，其職權依法為控制關於公開發行公司以及其發行之股票相關的資訊揭露給股東和公眾的相關事項，以及確保資本市場的適當運作，法國國會並在之後的二十年間，不斷地修法擴張 COB 的權限以管控內線交易。¹⁹⁵而在當時，為達上述改革目的，法國參照美國證券市場的管控經驗，¹⁹⁶於 1967 年時修正原先的 1966 年公司法¹⁹⁷，

-
- the need to ensure confidence in financial markets among investors by promoting high standards of transparency in financial markets,
 - the need to ensure market integrity by close and reactive monitoring of financial innovation,

¹⁹¹ 法文原文：Ordonnance。概念似我國行政命令，為行政機關所發布的規定。

¹⁹² Carol Umhoefer & Alain Piétrancosta, *Le Délit d'Intié : Insider Trading Law in France*, 30 COLUM. J. TRANSNAT'L L. 89, 92 (1992).

¹⁹³ Banque de France.

¹⁹⁴ Comité des bourses de valeurs.

¹⁹⁵ Art. 1 of 1967 行政命令 (no. 67-833).

¹⁹⁶ See Amy E. Stutz, Note, *A New Look at the European Economic Community Directive on Insider Trading*, 23 VAND. J. TRANSNAT'L L. 135, 158 (1990).

¹⁹⁷ 1966 Companies Act.

把 Ordinance No. 677-833¹⁹⁸ 加進公司法第 162-1 條¹⁹⁹，要求所有公司內部人（包括董事、經理人及可接觸到內線消息的受薪員工），必須將其持有該公司及該公司從屬公司之股票註冊，該些人並必須向 COB 提交其之後關於證券交易的報告，²⁰⁰但此舉並未達成預期的效果，反而使 COB 深受處理龐大的內部人資訊之苦，²⁰¹因此之後 COB 即改以 1970 年的 No 70-1208 法律，以要求強制資訊揭露之方式來管制內線交易。²⁰²

第二項 1970 年法律修正 1967 年行政命令

1967 年的修正主要是內部人交易事前申報的強制規定，但是此舉造成了申報資訊浮濫的結果，亦即 COB 無法負擔如此龐大資訊的處理，因此 COB 欲對內線交易行為，以事後刑事處罰的方式來取代事前審查。所以，1970 年的修正採納上開意見，取消要求內部人申報其交易資訊的規定，並且免除受薪職員的持股申報義務。²⁰³

在規範主體部分亦有重要修正：1970 年法律新立了第 10-1 條，²⁰⁴²⁰⁵不只之前

¹⁹⁸ Ordinance No. 67-833 of September 29, 1967, Journal Officiel (“JO”), September 29, 1967 at 9589.

¹⁹⁹ See François-Luc Simon, *Réflexions sur le Délit et le manquement d’initié*, in LES DROITS ET LE DROIT : MELANGES DEDIES A BERNARD BOULOC 1071, 1072 (Daloz, 2006).

²⁰⁰ 1966 年公司法第 162-1 條，原條文如下：

Le président, les directeurs généraux, les membres du directoire d'une société, les personnes physiques ou morales exerçant dans cette société les fonctions d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance ainsi que les représentants permanents des personnes morales qui exercent ces fonctions sont tenus, dans les conditions déterminées par décret, de faire mettre sous la forme nominative ou de déposer les actions qui appartiennent à eux-mêmes ou à leurs enfants mineurs non émancipés et qui sont émises par la société elle-même, par ses filiales, par la société dont elle est la filiale ou par les autres filiales de cette dernière société, lorsque ces actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé ou figurent au relevé quotidien du hors-cote mentionné à l'article 34 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières.

La même obligation incombe aux conjoints non séparés de corps des personnes mentionnées à l'alinéa précédent.

²⁰¹ See Stutz, *supra* note 196, at 158.

²⁰² See Jane Welch et al., *Comparative Implementation of EU Directives (I) – Insider Dealing and Market Abuse*, THE BRITISH INSTITUTE OF INTERNATIONAL AND COMPARATIVE LAW 43 (2005).

²⁰³ See JEAN HEMARD ET ALL, SOCIÉTÉS COMMERCIALES, tome 1, nos. 22, 23 (1972).

²⁰⁴ 也就是 1967 年行政命令第 4 條。法國法典（或法律）通常是由許多相關的法律或法規命令、行政規則集中而成一部新的法律，因此法律修正，也就是修正其下其他法典的法條。1970 年法律（法律字號：no. 70-1208）乃 1966 年法律（字號：66-537）之修正，修正範圍在其中的商業公司規定

1966 年公司法所列舉之人需受到第 10-1 條的規範，更加入了「所有因為其職務而持有公司之關於技術、商業或財務的內線消息²⁰⁶之人，在消息公開之前直接或間接使用這個消息為交易」也須受到規範之規定。²⁰⁷惟新法仍有種種缺失，如交易標的只限於公司發行之股票、無法規範內部人透過法人為交易的情形，亦無消息傳遞模式的相關規範，²⁰⁸另外，因為只有刑事責任的規定，所以實務上常因當事人欠缺意圖(intention)而無法課予刑事責任。²⁰⁹1983 年的修正²¹⁰則填補上述漏洞，把內部人的範圍擴張，納入「法人」(personnes morales)，使公司事實上或法律上的經理人必須因為公司的交易負責，²¹¹並且增加消息傳遞行為需負責的規定，²¹²以及交易客體之範圍廣及於所有證券、擴張內線消息的定義等等。在 1985 年又作另

及 67-833 行政命令的部分。

²⁰⁵ 1970 年的條文內容，Article 10-1：

(Créé par Loi n°70-1208 du 23 décembre 1970 - art. 4 JORF 24 décembre 1970)

Seront punies d'un emprisonnement de deux mois à deux ans et d'une amende de 5000 à 5 millions de francs dont le montant pourra être porté au-delà de ce chiffre jusqu'au quadruple du montant du gain éventuellement réalisé ou de l'une de ces deux peines [*sanctions pénales*] seulement, les personnes mentionnées à l'article 162-1 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 ainsi que toutes autres personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur la marche technique, commerciale et financière d'une société, qui auront réalisé sur le marché boursier, soit directement, soit par interposition de personnes, une ou plusieurs opérations en exploitant lesdites informations avant que le public en ait connaissance.

Sera punie des mêmes peines toute personne qui aura sciemment répandu dans le public par des voies et moyens quelconques [*intention frauduleuse*] des informations fausses ou trompeuses sur la marche technique, commerciale ou financière d'une société, afin d'agir sur le cours des titres de celle-ci.

²⁰⁶ 此處的用字為“information privilégiée”。

²⁰⁷ See DONALD C. LANGEVOORT, INSIDER TRADING: REGULATION, ENFORCEMENT AND PREVENTION 14.06 (1991).

²⁰⁸ See Umhoefer & Piétrancosta, *supra* note 192, at 96.

²⁰⁹ See Claude Ducouloux-Favard, *Infractions Boursières*, JURIS-CLASSEURS SOCIÉTÉS, fasc. 1640, at ¶ 23 (1990).

²¹⁰ Loi no. 83-1.

²¹¹ See Ducouloux-Favard, *supra* note 209, at ¶ 23.

²¹² Article 161 (Modifié par Loi n°83-1 du 3 janvier 1983 - art. 24 JORF 4 janvier 1983) :

Un actionnaire peut se faire représenter par un autre actionnaire ou par son conjoint.

Tout actionnaire peut recevoir les pouvoirs émis par d'autres actionnaires en vue d'être représentés à une assemblée, sans autres limites que celles résultant des dispositions légales ou statutaires fixant le nombre maximal des voix dont peut disposer une même personne, tant en son nom personnel que comme mandataire.

Les clauses contraires aux dispositions des alinéas précédents sont réputées non écrites.

Pour toute procuration d'un actionnaire sans indication de mandataire, le président de l'assemblée générale émet un vote favorable à l'adoption des projets de résolution présentés ou agréés par le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, et un vote défavorable à l'adoption de tous les autres projets de résolution. Pour émettre tout autre vote, l'actionnaire doit faire choix d'un mandataire qui accepte de voter dans le sens indiqué par le mandant.

一修正，²¹³加入了第 4-1 條，讓 COB 可以自己制定行政規則，其即可在職權範圍內更有效率地管理金融市場，另外，新修正並讓 COB 享有獨立預算編制，而不必如之前須受經濟部的預算管制，此舉加強了其獨立行政的角色。此外，在 1988 年立法者對內線交易行為又有更嚴格的規定：²¹⁴從此行為人責任成立不再需要「持有內線資訊」的要件，亦即，即使交易並非依據其持有之內線消息，只要是該訊息仍然是未公開的資訊，而被告也認知該訊息的未公開性，內線交易的責任即可成立，此規定使檢察官更容易起訴內線交易罪，²¹⁵有學者認為，此規定的意義，乃是初次建構法國內線交易規範中、如同美國法在 Cady, Robert 案中「戒絕交易」之對內部人的規範。²¹⁶

第三項 1989 年法律：COB 規則

第一款 COB 行政權擴大：內線交易裁處行政罰

1989 年的修正內容，其一加強 COB 的調查及管理的權力，²¹⁷此外，COB 的獨立性在新法下亦有提升，其表現在人員的選拔和指派之規定上，並且可以在法官授權的情形下為搜索扣押。

值得強調的是，此時新法賦予 COB 更大的執行權限及制定行政規則的權力，亦即法國在公司證券法的發展上，越來越趨近美國 SEC 的監管方式，²¹⁸亦即法律適用的方式及結果，從此大大依賴行政機關以行政命令的方式解釋、適用法律。此可見 1989 年法律第 5 條，²¹⁹其規定 COB 可以在市場有下列行為發生時制定行

²¹³ Loi no. 85-1321.

²¹⁴ Loi no.88-70.

²¹⁵ Art. 16 of loi no. 88-70.

²¹⁶ Umhoefer & Piétrancosta, *supra* note 192, at 98 n.32.

²¹⁷ Umhoefer & Piétrancosta, *supra* note 192, at 98.

²¹⁸ See Philippe Guillaume, *Le délit d'initié reste une infraction boursière majeure*, LES ECHO, n° 15906, 11 June 1991, at 33.

²¹⁹ 亦即原 1967 行政命令第 9-1 條。

政命令：該行為破壞或扭曲市場正常發展、該行為會產生不正當利益，而該種利益在一般的市場運作下並不會發生、該行為破壞投資行為中投資人應被保障的公平資訊原則、該行為允許投資人及發行人違背自己的專業義務賺取中介利益。在執行層面上，1989 年法律賦予 COB 可以直接開啟行政調查程序，並且 COB 可以在開啟當事人進行主義的程序、並使嫌疑人陳述後，直接為裁罰。²²⁰而也因此，隔年 COB 作成了 90-08 號規則，這號規則乃為法國對歐盟內線交易指令 89/592 號內國法化之實踐，其規定了對於內線消息的使用方式，自此，法國在內線交易行為規制方面有兩套並行的制度：一是 1967 年行政命令及其之後的配套修正，另一則是 COB 所創設的行政規則。²²¹

另外，1989 年法律是法國第一次讓行政機關可以對內線交易行為為行政罰之處分，而不必經過其他刑事程序，²²²但是在裁處種類方面，COB 僅能作罰鍰的裁處。而關於刑罰和行政罰的競合部分，依法國憲法法院之見解，同一行為可以併處行政罰及刑罰，²²³但兩者相加不能超過兩者之一之最高刑度，以符合比例原則。²²⁴而是否要提起刑事起訴，還是必須由公訴檢察官決定，並參考受害人意見，COB 本身不能涉入刑事程序。

第二款 加重刑罰與擴張規範主體

再者，1989 年法律將第 10-1 條罰金上限增加了一倍之多，裁處金額可達犯罪所得之十倍的額度，另外，並在 1989 年法律中以新訂定條文，來規範消息傳遞的類型：因其專業或職務而接觸到內線消息者，不可為超出其職業範圍外之消息傳

²²⁰ 罰鍰的額度參見 1989 年法律第 7 條。

²²¹ See Welch et al., *supra* note 202, at 44.

²²² Marie-Claude Robert & Michel Svetchine, *Insider Dealing—Remedies and Enforcement in France*, in *European insider dealing* 331, 335 (1991)


²²³ Déc. con. const. no. 89-260.

²²⁴ 余雪明，內部人交易管理的比較研究（下），證券暨期貨管理第 16 卷第 6 期，頁 13，註 154，1998 年 6 月；Ruling of July 28, 1989 Conseil Constitutionnel, J.O. Aug.1, 1989 at 9676.

遞予第三人，²²⁵比較此修正與之前關於消息傳遞的規定之結果：此後一旦消息傳遞人為消息傳遞時，其責任即成立，而不受限於消息受領人是否在受領後為證券交易。²²⁶而消息傳遞人可被處罰一到六個月的徒刑，或者 10,000 以上 100,000 以下法郎的罰金，兩者並可併罰。

第三款 90-08 號規則

90-08 號規則的制定，可以說是 COB 初次嘗試將內線交易行為作高度細緻化的規定，以將處罰標準明確化。在 90-08 號規則內，可見其對「內線消息」之定義、該規則並明確定義出其規範主體範圍，另外其亦擴充了消息受領人之範圍，²²⁷本文試譯如下：

- 
1. 原始內部人 (Initiés primaires internes)：持有內線消息的發行人、董事和經理人。
 2. 次級內部人 (Initiés primaires externes)：因為參與併購或資本調整之準備、實施而持有內線消息之人，如財務分析師或企業收購者。
 3. 暫時內部人 (Initiés secondaire)：基於其專業或職權而得到內線消息者。包括與發行人有事業關係之人，以及有辦法得到發行人之資訊之人，如：會計師、公務員、記者及律師。
 4. 消息受領人 (Initiés tertiaires)：直接或間接經由前揭人而持有內線消息之人，消息受領人必須認知到該消息為內線消息，亦須認識消息傳遞人為內部人。

90-08 號規則欲規範的重點是：持有內線資訊之人不可以任何方式濫用之，包

²²⁵ Art. 8 of Loi/ no. 89-531.

²²⁶ Umhoefer & Piétrancosta, *supra* note 192, at 99.

²²⁷ LANGEVOORT, *supra* note 207, at 14.06.

括藉由其為交易、或將其傳遞給第三人，這種內線資訊只可以因職務之必要而使用。²²⁸

比較 90-08 號規則及其制定的基礎歐盟指令 89/952 號²²⁹之關於規範主體的範圍比較，可發現「股東」並不在法國 90-08 號規則所定義的「內部人」之中。而 89/952 指令第 2(1)條²³⁰規定：禁止任何人基於其在發行人公司持有資本而得到內線資訊時，故意為自己或為第三人之利益，利用該資訊取得或賣出發行人或與該資訊有關的發行人之可轉換證券。

另外，比較 90-08 號規則及歐盟指令後，可發現 90-08 號規則不強調主觀要件，因為當時的想法是，若其他要件都已具備，則行為人可被推定故意。這也造成了 1994 年在 Yves San Laurent 的案子中，COB 認為即使被告在得到內線消息之前即有交易的計畫，但是當被告一開始持有內線消息時，其即不可再為交易，不論之前的計畫內容為何，而這個見解亦在當時被巴黎上訴法院所認同。²³¹根據以上的法國實務見解，可見法國在當時內國法之實踐異於歐盟法規定，以行為人是否「持有」內線消息作為論斷的原因，而不論行為人是否有真正「利用」該內線資訊。

²²⁸ See Umhoefer & Piétrancosta, *supra* note 192, at 107.

²²⁹ 亦稱 Insider Dealing Directive (IDD)

²³⁰ 89/952 指令 Article 2，原始條文：

1. 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,possesses inside information from taking advantage of that information with full knowledge of the facts by acquiring or disposing of for his own account or for the account of a third party, either directly or indirectly, transferable securities of the issuer or issuers to which that information relates.

²³¹ See Welch et al., *supra* note 202, at 46.

第四項 2003 歐盟市場操縱指令訂定後法國內線交易規定之發展

第一款 行政處罰部分：2004 AMF 一般規則

2003 年歐盟委員會所制定的 2003/6/EC 禁止市場濫用指令，於 2003 年 1 月 28 日實施。而法國在半年後開始實施因應措施，首先是原先的 COB 及 CMF²³² 合併成 AMF²³³，此乃取法於歐盟指令之要求各國應建立單一監管機關的規定，²³⁴ 同時為提升透明性及行政效率而作的變革。²³⁵ 同年，AMF 發布統一規則，²³⁶ 其將歐盟 2003 指令及先前制定許多行政規則統整成一個規定，在內線交易部分，AMF 把第 90-08 號規則整併至 AMF 一般規則第 6 卷第 2 篇，即第 621-1 條至第 622-2 條。²³⁷ 採取新的次級內部人的定義，並將股東納入潛在的內部人之範圍中，從此，只要是不屬於原始內部人之人，在其明知系爭消息為內線消息的情形下，持有內部資訊又進而為交易，即可成立違法。以下本文將介紹並試譯相關條文：

第 621-1 條至第 621-3 條界定內線消息的範圍。

第 622-1 條規定內線交易禁止的行為：不可使用內線消息為自己或為他人直接或間接取得或賣出相關證券；亦不可在職務範圍外傳達內線消息予第三人；也不可基於內線消息，推介或促使第三人取得或處分與消息相關之有價證券。

²³² Conseil des Marchés Financiers，建於 1996 年，與 COB 之區分主要是成員組成的不同。前者是專家代表參與，後者則為國家控制的機關，成員由國家提名。

²³³ Autorité des Marchés Financiers.

²³⁴ 2003 MAD, Art 11-12.

²³⁵ See Stefanie Volz, *Mémoire: La Surveillance des bourses en France et en Allemagne- Une comparaison analytique*, 22. available at <http://www-cde.u-strasbg.fr/da/da/AnnexesMemoires/Promo2003/Volz.pdf>

²³⁶ Règlement Général de L'Autorité des Marchés Financiers, Livre VI- Abus de Marché : Opérations d'Initiés et Manipulations de Marché, Titre II - Opérations d'Initié, Chapitre Ier - L'Information Privilégiée : Définitions, Art 621-1 – 622-2.

²³⁷ 整併條文之對照，請參考 AMF 官方網站發布之對照表：available at http://www.amf-france.org/documents/general/5671_1.pdf

第 622-2 條則規定內線交易之規範主體：

「第 622-1 條所規定的禁止交易等責任，適用在以下列方式取得內線消息之人：

1. 基於其身為發行人之董事會、管理階層或監察人之成員；
2. 基於其在發行人之資本的參與；
3. 基於其之專業、工作、職務而取得資訊，或因參與財務交易之準備或實行而得知消息；
4. 基於疑似可被歸類於犯罪之行為。

以上之禁止規定亦適用於任何持有內線消息之人，當該些人明知或應該知道系爭資訊為內線消息。」

值得注意者有下列幾點：

第一、AMF 規則第 622-1 條，其規定：所有第 622-2 條列舉之人不可使用 (utiliser) 內線消息為交易，若與之前法國法之規定相比較，雖然之前條文文字上有「使用」(exploiter) 內線消息，但是在實務操作上往往忽略這個要件，而若以文字解釋，AMF 規則之「使用」(utiliser) 的概念，較原來「使用」之條文文字為寬。²³⁸

第二、比較原始歐盟指令之文字、以及法國以 AMF 規則內國法化後的文字，可發現於規範主體部分，AMF 規則第 622-2 條第一項第三款，文字上除了原始歐盟指令規定的「因執行僱傭勞務或專業職務而可接觸內線消息之人」²³⁹外，還增加「亦包含因其參與公司財務交易之準備或執行而得到內線資訊之人」²⁴⁰的文字。惟後者這種行為態樣，似乎也可以落入 AMF 規則第 622-2 條第二項：「以上之禁

²³⁸ See Simon, *supra* note 199, at 1081.

²³⁹ 2003 MAD 原始條文文字：

“by virtue of his having access to the information through the exercise of his employment, profession or duties.”

²⁴⁰ AMF 規則第 622-2 條第一項第三款：

“Son accès à l’information du fait de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, ainsi que de sa participation à la préparation et à l’exécution d’une opération financière. “

止規定（即禁止交易之規定）也適用於任何持有內線消息、且明知或可得而知該消息為內線消息之人」之規範範圍中，而 AMF 規則第 622-2 條第二項乃可對應歐盟指令第 4 條²⁴¹。在違反規定之法律效果部分，歐盟指令並未將以上兩條作不同區分，因此，若將來此種「原始內部人」及「次級內部人」之責任作不同之設計，而在內國執行的層面，不同行為會因被歸類在不同條款而有不同的評價，造成與他國規範不一致的情形，值得繼續注意。

第三、亦是規範主體部分的文字問題：AMF 規則第 622-2 條第一項第四款，其文字為：「因可能(susceptible)被歸類於犯罪行為之違法行為，而取得內線消息者」²⁴²，若與原始的歐盟指令第 2 條第一項(d)款之文字相比較：「因犯罪行為而取得之內線消息」²⁴³，可發現在此處法國 AMF 規則較歐盟指令為嚴格，只要「可能」被歸類成犯罪行為之行為，都在禁止交易範圍之內。

第二款 刑事處罰部分：金融貨幣法 (Code monétaire et financier)

第一目 金融貨幣法規定內容

在刑事處罰規定方面，原始 1967 年行政命令第 10-1 條，以及該條自 1970 年至 1999 年歷次的修正，²⁴⁴在 2003 年 8 月 2 日廢棄之，改以新訂之金融貨幣法第 465-1 條取代。²⁴⁵該條規定內線交易之刑事責任：

²⁴¹ 2003 MAD Art. 4:

“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.”

²⁴² AMF 規則第 622-2 條第一項第四款原始文字：

“Ses activités susceptibles d’être qualifiées de crimes ou de délits.”

²⁴³ 2003 MAD 原始文字：“by virtue of his criminal activities.”

²⁴⁴ 該條修法過程可見法國全國法規網站：

http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexteArticle.do;jsessionid=83B9C9372F2C8B24C2ED56D8410D289F.tpdjo03v_2?idArticle=LEGIARTI000006778316&cidTexte=JORFTEXT000000698676&dateTexte=20030801

²⁴⁵ Loi° 2003-706 : Code monétaire et financier.

第一項：法定內部人：公司法第 225-109 條中列舉之內部人，如董事長、董事（包括法人指派之董事）、CEO、管理階層²⁴⁶、監察委員會，在該消息為公眾所知之前，直接或間接（透過中間人），自己為交易或允許(permittre)一次或多次的交易之發生。本項刑責為：兩年有期徒刑及 150 萬歐元罰金，或最高以其不法所得之十倍為罰金，但最低罰金不可低於行為人的不法所得。而若行為人為法人，則可依刑法²⁴⁷第 131-38 條及第 131-39 條，處原法定處自然人之罰金金額之五倍為罰金。

第二項：因職務而具備內部人身份，傳遞給框架外第三人：在其職務範圍中接觸到內線消息，並傳遞給其他職務範圍外的第三人。其型態可能如下：²⁴⁸某財經新聞記者在採訪系爭公司發行人時得到消息；²⁴⁹或清算人在執行職務時被告知關於該公司之股東受償計畫；²⁵⁰或經濟部高階政府官員得知某公司的收購計畫；²⁵¹某財金分析師從其客戶身上察覺某公司的收購計畫。²⁵²本項刑責為：可處一年有期徒刑及最高 15 萬歐元罰金。

第三項：次級內部人：前兩項以外之人（非公司內部人），直接或允許他人以內線消息為基礎交易，或將消息傳遞給第三人，可處一年有期徒刑及 150 萬歐元罰金，最高可處其不法所得十倍之罰金。如果是以犯罪行為²⁵³取得該消息，則可處七年有期徒刑及 150 萬歐元罰金（當犯罪所得低於此金額時）。

特別需注意，以上三項之禁止內線交易刑責規定，同樣適用於交易人與未交易之消息傳遞人，刑度內容並無不同。

²⁴⁶ Directoire: 由監察委員會所指派，最多七人的單位，管理公司經營事務。See Yves Guyon, *Company Law, in* INTRODUCTION TO FRENCH LAW 333, 346 (George A. Bermann & Etienne Picard eds., 2008).

²⁴⁷ Code Penal.

²⁴⁸ 以下案例，See Patricia Peterson, *France, in* INTERNATIONAL INSIDER DEALING 183, 197 (Mark Stamp & Tom Jagers eds., 2005).

²⁴⁹ Paris Tribunal de Grande Instance, 12 May 1976, JCP, 1976 II. 18496.

²⁵⁰ Paris Tribunal de Grande Instance, 31st Ch., 30 March 1979, JCP, 1980, II. 19306.

²⁵¹ Cour de Cassation, Ch. Crim., 26 October 1995 – Pechiney case.

²⁵² Paris Tribunal de Grande Instance, 1st Ch., 18 April 1979, JCP, 1980, II.19306.

²⁵³ 金融貨幣法第 465-1 條第三項原文為：“Un crime ou un délit”.

第二目 第 465-1 條在法國之解釋與實務發展

一、第一項:法定內部人

關於第一項曾在法國實務上發生的案子，如 Pechiney 案：²⁵⁴該案之所以著名，乃因經濟部某高階官員參與法國公司併購的協商過程，因而涉案。在這個案子中，原始內部人甲為消息傳遞，甲傳遞給某乙，而乙之後又傳遞給丙及丁，丙及丁後以其控制之公司為交易。廢棄法院認為甲需負內線交易的責任，因為其「明知卻仍允許」乙丙丁為交易，不過雖然條文文字要求行為人需「明知仍允許」第三人交易，但是被告「明知」的範圍，應不包括「第三人之交易乃因這個內部人為傳遞」，也不包括「明知第三人真正去實行交易」這件事，亦即，以上兩個「明知」是否具備，都不影響被告責任的成立。²⁵⁵

二、第二項：因職務而具備內部人身份，傳遞給框架外第三人

關於第 465-1 條之所以在 1989 年新增此項規定之原因，也是為因應當時上述的 Pechiney 案之發生，由於涉案之政府官員並不能為第一項「原始內部人」之文字解釋範圍所包含，而必須另立法設計新的內線交易規範主體。在消息傳遞責任方面，若比較第一項和第二項之差異，可以發現第二項之人在傳遞消息之時，並不須認知「消息會為消息受領人所使用」一事，所以，消息傳遞人有可能只因為在言談中不小心說出公司之未公開內線消息而負責，其本身並無使消息受領人交易之故意。

以本項為定罪基礎的第一件案件發生在 2002 年。²⁵⁶該案事實部分如下：某記者在一著名金融報紙上發表文章，而文章中揭露關於某公司的不利消息，因此該公司股價當天就跌了 2.5%，並於隔天再跌了 6.1%。該公司向檢察官提出告訴，

²⁵⁴ Mairi Maclean, *Corporate Governance in France and the UK: Long-Term Perspectives on Contemporary Institutional Arrangements*, 41(1) BUSINESS HISTORY 88, 92 (1999).

²⁵⁵ See Peterson, *supra* note 248, at 208.

²⁵⁶ Paris Tribunal de Grande Instance, 11th Ch., 13 February 2002. See Peterson, *supra* note 248, at 209.

最後該記者、身為消息來源之兩位在該公司內部工作的記者、以及該報編輯皆被起訴。

該案法律部分如下：訴訟過程中，其中一位消息來源被判定無罪，該被告主張：本項文字「在其職務範圍框架內接觸到系爭內線消息」，因為是刑罰規定，所以文字解釋要從嚴，而該消息來源之被告，依其原本在公司之職務範圍，該被告是不可能得知該消息的，或許有可能經由其他私人管道得知，但是仍不符合本項之「於其職務範圍框架」的文字要求，最後該被告因為證據不足被判定無罪。另一位消息來源人也因證據不足以證明其為消息來源而被判無罪。本案之記者，則被檢察官以「身為兩位消息來源之共犯」起訴，但是最後法官因「前述兩位消息來源人無法滿足該條之法定要件，而不成立犯罪，所以記者亦不能成立其共犯」為由，判定該記者無罪。但值得注意的是，該案發生之時，第三項尚未訂定，因此或許本案若依第三項起訴會有不同的結果。最後是報社編輯的定罪：其本被以「收受贓物」起訴，因為報社收受公司被盜取的資訊，並以之報導，惟在法國，此「收受贓物」的控訴不能僅因單純持有資訊而成立，尚須行為人因此有直接或間接的獲利才可，而該報社編輯並未因此獲利，所以最後亦無刑責。

三、 第三項：次級內部人

本項乃 2001 年立法新增。此項即是關於次級內部人的刑罰處罰規定，這個新增的規定可以填補上述第二項的漏洞。關於消息傳遞的態樣，之前僅以 COB 行政規則規範，法國一直到 2001 年，始修法以刑罰規範此種行為態樣。而因為此種行為態樣之刑罰規制才正開始發展，其構成要件如何適用都尚無定論，目前通常會參考歐盟指令之關於次級內部人的要件以作解釋輔助。²⁵⁷而關於「以犯罪行為而取得消息」者，該項之以七年徒刑規定嚴厲處罰行為人，一般認為其背後原因與歐盟 2003 年指令相同，即為打擊日益盛行的恐怖活動。

²⁵⁷ See Peterson, *supra* note 248, at 199.

第五項 小結：法國內線交易理論之發展

1970年法國開始正式制定內線交易禁止的規範時，就是採取資訊平等接觸理論為處罰基礎，甚至有認為法國適用資訊平等理論的範圍，比美國之資訊平等理論的適用更廣，²⁵⁸因為美國要求對於資訊的「接觸」必須平等，而法國之平等理論乃禁止所有會侵害市場實際上之平等或理想中之平等之行為，此可能是因為其歷史因素：法國大革命使其市民從此強烈重視其民主、平等權，²⁵⁹這樣的立法態度從一開始制定內線交易規範即建立，其中或有是否應引進美國案例法思考，以及是否需引進信賴關係理論的爭辯，但是最終還是建立了一個以保護資訊平等取得理論為基礎的內線交易規範，並在歐盟內線交易指令誕生後，補足其原本直至1989年都沒有處理到的消息受領人責任的漏洞，從此隨著作為歐盟國家對於內線交易規範共識之集合的歐盟指令，以加重內線交易責任及行為主體的方向修正內國法。

第四節 德國法發展之理論

德國自很晚才開始發展內線交易規範，自其在1980年開放證券市場之後，²⁶⁰直到1994年始制定證券交易法(Wertpapierhandelsgesetz)，該法乃以歐盟內線交易指令²⁶¹為基礎而制定，²⁶²當時只有公司內部人才受到禁止內線交易之規範，且一直到2002年，才有須通報交易的規定。²⁶³

²⁵⁸ Umhoefer & Piétrancosta, *supra* note 192, at 116.

²⁵⁹ *Id.*

²⁶⁰ Arturo Bris, *Do Insider Trading Laws Work?* 11(3) EUROPEAN FINANCIAL MANAGEMENT 267, 288 (2003).

²⁶¹ EC Insider Dealing Directive (Dir 89/592 [1989] OJ L334/30)

²⁶² Utpal Bhattacharya & Hazem Daouk, *The World Price of Insider Trading*, 57(1) JOURNAL OF FINANCE 75,75 (2002).

²⁶³ See André Betzer & Erik Theissen, *Insider Trading and Corporate Governance: The Case of Germany*, 15(2) EUROPEAN FINANCIAL MANAGEMENT 402, 405 (2009).

第一項 1994 年證券交易法制訂之前

19 世紀的德國，因為證券交易被當作是有資力、有學識之人才能從事的活動，所以一般認為這些投資人都會得到足夠的資訊，並且有能力保護自己，而因此無人談論是否需制定禁止內線交易的規範。一直到二戰過後，受到美國的影響，社會才開始注意到投資於資本市場的重要性、以及其會帶來的利益，而隨即人們才開始正視內線交易的問題。²⁶⁴

在此之前，內線交易之行為乃以一套自律規則運作，其本質為契約行為，因此沒有任何的刑事處罰效力，關於該自律規範之管理事項，由一個私人成立之自治委員會為之，²⁶⁵當時雖然大多數的公司願意遵守這套自律規範，但該套規範仍無真正的嚇阻力，規範內容也無法與國際上其他內線交易法律相提並論，更不待言其在調查違法行為能力方面之缺失。²⁶⁶再者，當一人被指控為內線交易行為時，其無法對此舉反證推翻，而此對當時德國金融市場之聲譽產生嚴重影響。²⁶⁷而德國在當時面臨來自內部及外部的壓力下，最後終於制定了內線交易禁止的規則，其乃世界上最後一個制定內線交易禁止規則的主要金融中心，²⁶⁸此即是 1970 年 11 月 13 日德國證券交易專家委員會制定的內線交易規則，此規則並分別在 1976 年及 1988 年作修正。

²⁶⁴ See Joseph Blum, *The Regulation of Insider Trading in Germany: Who's Afraid of Self-Restraint?* 7 NW. J. INT'L L. & BUS. 507, 513 (1986).

²⁶⁵ See Eric Nowak, *Recent Developments in German Capital Markets and Corporate Governance*, 14(3) JOURNAL OF APPLIED CORPORATE FINANCE 35, 41 (2001).

²⁶⁶ See *id.*, at 41.

²⁶⁷ See Hartmut Krause, *The German Securities Trading Act (1994): A Ban on Insider Trading and an Issuer's Affirmative Duty to Disclose Material Nonpublic Information*, 30 INT'L L. 555, 556 (1996).

²⁶⁸ Ursula C. Pfeil, *Finanzplatz Deutschland: Germany Enacts Insider Trading Legislation*, 11 AM. U. J. INT'L L. & POL'Y 137, 137 (1996).

第二項 1994 歐盟內線交易指令(IDD)納入德國證券交易法(WpHG 1994)

第一款 背景

德國在 1994 年制定證券交易法(WpHG)，²⁶⁹該法並在 1995 年生效。其修正有數個原因，包括為增加其在國際金融市場之競爭力，以及在 1989 年歐盟內線交易指令訂定下，為與其他歐盟資本市場調和，並且要因應國際上對金融犯罪之國際合作的壓力，同時當時科技進步，內線資訊更容易取得，而若放任內線交易氾濫，投資人對德國市場的信心即會崩解。²⁷⁰因此，當時新制定之德國證券交易法採取了和歐盟內線交易指令相似的規範模式，而且完全取代了之前的德國內線交易規範。

第二款 規範內容

證券交易法將內線交易行為規定在第 13 條及第 14 條，本文以其官方英文版本試譯如下：

德國證券交易法第 14 條，規定內線交易行為之責任構成要件：²⁷¹

²⁶⁹ See Bjoern M Dymke & Andreas Walter, *Insider Trading in Germany - Do Corporate Insiders Exploit Inside Information?* 1(2) BUSINESS RESEARCH OFFICIAL OPEAN ACCESS JOURNAL OF VHB 188,191 (2008).

²⁷⁰ See Ursula C. Pfeil, *supra* note 268, at 144-53.

²⁷¹ Section 14 of WpHG: 英文版本如下：

Prohibition of insider dealing

(1) Insiders shall be prohibited from

1. taking advantage of their knowledge of inside information to acquire or dispose of insider securities for their own account or for the account or on behalf of a third party;
2. disclosing or making available inside information to a third party without authority to do so;
3. recommending a third party, on the basis of their knowledge of inside information, to acquire or dispose of insider securities.

(2) A third party who has knowledge of inside information shall be prohibited from taking advantage of that knowledge to acquire or dispose of insider securities for his own account or for

「(1) 內部人不得為下列行為：

1. 利用其對於內線消息之認識，為自己或他人之利益，或代表第三人為內部人證券²⁷²之取得或處分。
2. 無權向第三人揭露內線消息，或使第三人可取得內線消息，卻仍為之。
3. 基於其對內線消息之認識，推薦第三人為內部人證券之取得或處分。

(2) 認識內線消息之第三人，不可利用該消息，為自己或他人，或代表第三人取得或處分內部人證券。」

關於何謂「內部人」則規定在同法第 13 條：

「(1) 內部人係：

1. 發行公司中之董事會或監察人員，或發行公司中之個人責任合夥人，或發行公司關係企業²⁷³之人員；
2. 基於其持有投資發行公司或其關係企業之資本；
3. 基於其依法而負有的職業或工作或任務；

而持有與內部人證券相關之發行公司、或內部人證券的未公開消息，而若該消息公開，則極有可能對內部人證券之價格有重大影響。

(2) 全部基於公開消息所做之分析報告，即使其對內部人證券有重大影響，仍非內線消息。」

因此，歸納以上對於內部人之定義，可發現德國法中認為：董事及監察人、

the account or on behalf of others.

²⁷² 其乃指證券交易法第 2 條及第 12 條規定之可在證券市場交易之證券。

²⁷³ 此可見德國公司法第 15 條之定義：「關係企業」概念也包含了一些具有獨立法律地位的企業，他們以對其他企業的多數持股或相互持股、契約等形式與其他企業實行聯合。其與 Konzern 企業定義不同：Konzern 係對旗下所有企業作統一管理的經濟統一體。

某些股東皆為上述證券交易法之內線交易規範主體，而該條第3項第1款之「基於其依法而負有的職業、工作或任務」亦是法定的規範主體，其可涵蓋會計師、律師、公證人和分析師及其員工等，並且，與該發行公司締約之相對人、及該相對人之受僱人亦在範圍之內。²⁷⁴而此處需注意者為「基於其依法而負有的職業、工作或任務」之文字，亦即，若某發行公司之職員非經由因其職務範圍而獲取消息，如偷聽或不小心聽到該消息，則不在該條規範範圍內。

而關於違反以上禁止規定之制裁，當時德國立法部門決定以刑事責任繩之：不區分內部人和非內部人（即現在所稱之次級內部人或第三人），一律處以最高五年之有期徒刑，方時在歐盟國家中，此種對於內線交易處以五年徒刑，被認為是相當嚴厲的裁罰。不僅如此，刑法還規定行為人需將從非法交易中所得之利益吐還，²⁷⁵此點之重要性在於，若行為人內線交易違反他國之法律，而行為人有德國籍因而回到德國，因為無法引渡而無法制裁行為人時，此時該沒收之規定即有實益。²⁷⁶



²⁷⁴ See Christoph Vaupel & Laurenz Uhl, *Germany*, in *INTERNATIONAL INSIDER DEALING* 163, 169 (Mark Stamp & Tom Jaggers eds., 2005).

²⁷⁵ Sec. 73 of German Criminal Code: 以下為德國聯邦司法部英譯版，參考 <http://www.iuscomp.org/gla/statutes/StGB.htm#73>

Section 73 Prerequisites for Forfeiture

(1) If an unlawful act has been committed and the perpetrator or inciter or accessory has acquired something as a result thereof or for the purpose of committing it, then the court shall order its forfeiture. This shall not apply to the extent that a claim by the aggrieved party has arisen out of the act the satisfaction of which would deprive the perpetrator or inciter or accessory of the value of that which was acquired by virtue of the act.

(2) The order of forfeiture shall extend to derived benefits. It may also extend to objects which the perpetrator or inciter or accessory has acquired through alienation of an acquired object, as a replacement for its destruction, damage or seizure or on the basis of an acquired right.

(3) If the perpetrator or inciter or accessory acted for another and the latter acquired something thereby, then the order of forfeiture under subsections (1) and (2) shall be directed at him.

(4) Forfeiture of an object shall also be ordered if it is owned or claimed by a third party, who furnished it for the act or otherwise with knowledge of the attendant circumstances of the act.

²⁷⁶ See Hartmut Krause, *supra* note 267, at 576.

第三項 2004 年歐盟市場濫用指令納入德國證券交易法 (WpHG 2004)

第一款 2004 新條文規定

在歐盟 2003 市場濫用指令制定後，德國之因應措施為於 2004 年修正其證券交易法，²⁷⁷修正後之相關條文內容如下，：

第 13 條為關於內線消息之定義，第 12 條乃為關於交易客體之界定。

第 14 條則為禁止之內容：

「(1) 禁止

1. 使用內線消息，以自己或他人之利益，或代表第三人，取得或處分內部人證券；
2. 無權揭露內線資訊、或使第三人可得該內線消息；
3. 基於該內線消息，推介第三人取得或處內部人證券，或引誘第三人為上述事項。」

比較 2004 年第 14 條及 1994 第 14 條，可發現 2004 年之修正趨為嚴格。而本條之修正乃期待儘可能減少內線交易之發生，並且保護投資人以及資本市場之功能。²⁷⁸

至於違反以上禁止規定的刑責內容、以及對規範主體的描述，2004WpHG 則規定在第 38 條：

²⁷⁷ David C. Donald, *Applying Germany's Market Manipulation Rules to Disruptive Trades on the Eurex and MTS Platforms*, 6(3) GERMAN LAW JOURNAL 649, 651 (2005).

²⁷⁸ Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, *The Management Board's permission to disclose Due Diligence Information Before a Corporate Acquisition in consideration of the Impact of the Act to Improve the Protection of Investors*, 6(2) GERMAN LAW JOURNAL 549,557 (2005).

「(1) 任何人²⁷⁹

1. 違反第 14(1).1 條之禁止規定，取得或處分內部人證券；或

2. a. 基於其在發行公司之董事會成員或監察人身份，或發行人之需負個人責任之合夥人，或發行公司之關係企業的需負個人責任之合夥人；

b. 基於其在發行公司或發行公司之關係企業之資本的利益參與；

c. 基於職業、職務上行為；

d. 基於共謀犯罪或犯罪之實行；

而得知內線資訊，並使用該內線消息故意違反第 39 條第 2 項第 3 款及第 4 款²⁸⁰者，應處以最高五年有期徒刑或罰金。」

關於行政處罰，規定在第 39 條第 2 項第 3 款及第 4 款：

「(2) 任何人故意或重大過失違反以下行為，處以行政罰：

3. 違反第 14 條第 1 項第 2 款，傳遞內線消息或使第三人可得內線消息。

4. 違反第 14 條第 1 項第 3 款推薦第三人取得或處分內部人證券，或引誘第三

²⁷⁹ 以下為德國證券監管會 BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) 官方網站之英譯條文：

參考 http://www.bafin.de/EN/Home/homepage__node.html?__nnn=true

(1) Any person who

1. acquires or disposes of an insider security in contravention of a prohibition pursuant to section 14 (1) no. 1; or

2.

a. by virtue of his membership of the management or supervisory body of the issuer, or as a personally liable partner of the issuer or of an undertaking affiliated with the issuer,

b. on the basis of his holding in the capital of the issuer or a company affiliated with the issuer,

c. on the basis of profession, activities or duties performed as part of their function or

d. on the basis of conspiracy to perpetrate or perpetration of a crime

is privy to inside information and in using such inside information commits any intentional act named in section 39 (2) no. 3 or 4 shall be liable to imprisonment for a term not exceeding five years or to a criminal fine.

²⁸⁰ 2004WpHG 第 39 條第 2 項第 3 款及第 4 款：

(2) An administrative offence is committed by any person who willfully or negligently,

3. discloses or makes available inside information in violation of section 14 (1) no. 2;

4. recommends that a third party acquire or dispose of insider securities, or otherwise induces a third party to do so, in violation of section 14 (1) no. 3;

人為之。」

2004WpHG 第 38 條的前三款和 1994WpHG 第 13 條之規定大致相同，惟第 d 款是新法所新增，此亦是受歐盟市場濫用指令之影響。

關於法人交易的規定，德國刑法第 14 條及行政罰法²⁸¹第 9 條及第 14 條，規定法人和自然人之相同責任，而因此以上所有內線交易禁止規定同樣適用於法人。

第二款 分析

分析以上條文，首先可知德國在 2004 年 WpHG 中並無區分定義原始內部人及次級內部人，法律所禁止的行為對於原始內部人及次級內部人一併適用，但是 2004 年 WpHG 卻在後段條文之關於責任類型部分的規定中，將兩者以不同之責任類型區分之：不論原始內部人或次級內部人，其交易行為皆處以刑罰；而傳遞行為則有所區分：原始內部人故意揭露內線資訊予第三人，或推薦、引誘第三人取得或處分證券有刑事責任，而責任內容與其為交易行為之刑度相同，而次級內部人故意或重大過失揭露內線資訊或推薦第三人取得或處分證券者，其行為僅構成行政責任，處以 20 萬歐元之罰鍰。

觀之第 14 條，其主要規定為持有內線消息時需被禁止的行為內容，而其第三款禁止規定同等適用於原始內部人和次級內部人，亦即，現在第三人亦不可以揭露、讓其他人得知內線消息、或推介他人取得或處分證券，若與之前 1994 法律相比較，當時只禁止第三人（即次級內部人）不可利用內線消息以自己或他人之利益，或代表他人，取得或處分內部人證券，2004 之修法對第三人行為更嚴格規範。

²⁸¹ 德文原文：“Ordnungswidrigkeitengesetz or OWiG”

第五節 英國法

第一項 英國內線交易發展歷史

至 1980 年，英國終於開始在公司法(Companies Act of 1980)中規定，當某些人持有「未公開之價格敏感資訊」時，禁止其為證券交易。當時這套公司法的管轄範圍並未包含北愛爾蘭，僅英格蘭本島受其規範，而當時被禁止交易之主體乃為「與公司有關係並有認知者、消息受領人、公務員以及公務員之消息受領人」，該部公司法對於公司併購之情形亦有規定：在該併購消息該當內線消息時，參與併購過程的人員，也被視為與目標公司有關係之原始內部人。²⁸²

1980 公司法第五部分在 1985 經過些許修正後併入 1985 年公司證券法，並在 1986 年以 1986 金融服務法(Financial Service Act 1986)修正取代之。而歐盟在內線交易方面之規定的發展，亦影響英國內國內線交易之規定方式，因此在 1989 年歐盟內線交易指令通過後，英國即以 1993 刑事審判法(Criminal Justice Act 1993)完成歐盟指令內國法化的目標，亦即把內線交易行為視作市場濫用禁止的一部份，而非如以往將其認作內部人違反對公司之忠實義務。

第二項 1993 年刑事審判法

第一款 規範內容

1993 刑事審判法（下稱 CJA）對內線交易之規定如下：

第 56 條第 1 項、第 2 項及第 58 條第 2 項、第 3 項定義內線資訊以及說明何時可認定該消息已經公開，第 54 條及第 60 條列舉交易客體，第 52 條則說明擁有

²⁸² See Welch et al., *supra* note 202, at 14.

內線消息之人禁止交易。

第 52 條第 3 項則有關於以他人交易之情形：

「若在規範市場取得或處分證券，或仰賴專業中介人為之，或專業中介人本身為之，以上之人皆觸犯內線交易罪名。」

在揭露消息之定罪部分，第 52 條第 2 項有所規定：

「(2) 若為以下事項，某持有內線消息之內部人亦有刑事責任：

a) 若該人知道或有合理原因、而應該知道其行為會構成本條第 3 項，還鼓勵他人為與內線消息相關之證券交易，不管他人是否明知該交易之證券乃為與內線消息相關之證券；或

b) 除非是為職務、專業適當範圍內之行為，否則若該人揭露資訊給他人，即成立刑事責任。」

而關於內部人，1993 CJA 規定於第 57 條：

「(1) 若符合以下條件，該持有資訊之人即為內部人：

a) 該資訊為內線資訊，而該人明知之；以及

b) 該人從發行公司之內部得到該資訊，且該人具備故意；

(2) 某人從公司內部得到資訊之情形為：

a) 某人之所取得，乃基於

(i) 身為發行系爭證券之人之董事、職員或股東；

(ii) 其職業、僱傭關係而可取得資訊；

b) a) 款之人，為某人之直接或間接的消息來源。」

第 61 條則是關於刑責：

「(1) 為內線交易之人應被處罰：

(a) 以簡易程序定罪，處不超過法定最高之罰金²⁸³，或處六個月以下徒刑，兩者可併處。

(b) 以一般程序²⁸⁴定罪，處無上限之罰金或七年以下徒刑，兩者可併處。²⁸⁵」

第二款 分析

因此，英國在該時並未如歐盟內線交易指令區分原始內部人及次級內部人，反而是任何人，只要消息來源是第 57 條列舉之發行人內部人，又具備明知該消息是從內部人而來之故意，則其即符合規範主體要件，行為人不必與其消息來源有任何關係，不似某些立法例會明訂只有某些與發行人有關係之人，才會該當內部人之要件。因此，有可能該當內部人者，包括公司專業顧問，如律師、會計師、銀行家、公關顧問、承銷商、印刷師、投資分析師、公務員等，²⁸⁶亦即，英國法當時強調的重點是行為人「取得的方式」。而在消息傳遞部分，只要是符合第 57 條內部人身份，都不可以傳遞消息給第三人，無論第三人的主觀認識為何。

而刑事審判法之內線交易規定當時只適用於個人，歐盟內線交易指令第 2 條第 2 項之關於法人之規定英國並未採納。但是觀之第 52 條第 2 項，其文字為：身為內部人之「個人」(an individual)可因下列事項有刑事責任：其鼓勵他人(another

²⁸³ See Mark Stamp & Tom Jagers, *United Kingdom*, in INTERNATIONAL INSIDER DEALING 107, 109 (Mark Stamp & Tom Jagers eds., 2005), 目前為 5,000 英鎊。

²⁸⁴ 亦即，有陪審團之“Crown Court”。

²⁸⁵ Sec. 61 of 1993 CJA

(1) An individual guilty of insider dealing shall be liable—

(a) on summary conviction, to a fine not exceeding the statutory maximum or imprisonment for a term not exceeding six months or to both; or

(b) on conviction on indictment, to a fine or imprisonment for a term not exceeding seven years or to both.

²⁸⁶ See Stamp & Jagers, *supra* note 283, at 109.

person)為與內線消息相關之證券交易，因此依文字解釋，鼓勵的對象可為自然人或法人，而該「個人」皆會因此負刑責。²⁸⁷至於法人責任，雖然刑事審判法並未作規定，但在英國實踐上，法人責任之成立要件與自然人責任之成立相同，²⁸⁸而在判斷法人主觀故意是否具備時，需檢視可控制該法人之自然人的主觀要件是否成立。²⁸⁹

1993 年的規定於英國之實踐結果不彰，此乃因為刑事責任之成立需要嚴格證明，²⁹⁰且以刑法規定內線交易，較無法因應市場的變化而彈性反應，所以之後的修正方向，傾向讓 FSA 有權對內線交易行為為行政裁罰，行政罰不需達嚴格證明程度，行政機關可自作細節性的行政規定，行政罰對行為人之主觀要件之要求不需前置到意圖，再者，行政罰之地域效力亦寬於刑法，²⁹¹更能有效制裁跨國內線交易。因此 2001 年 12 月，英國開始以 FSMA 規範市場濫用，期待能更有效地改善上述之缺失。以下將介紹行政規範 FSMA，其將以下三種行為視作市場濫用：濫用未公開重大資訊、虛偽或誤導行為以及市場扭曲行為。

第三項 2000 年金融服務及市場法(FSMA)

第一款 2000 FSMA 相關於內線交易規定之背景介紹

2003 年歐盟市場濫用指令作成後，英國為因應該指令所要求之行政裁罰及其他相關之禁止要件，即以 2000 年金融服務及市場法（下稱 FSMA）之 2005 年 7 月 1 日修正案、²⁹²以及修正 FSA 規定來達成內國法化之要求。因此之後 FSMA 第 118 條即規定市場濫用之要件，並且以該法第 119 條之授權 FSA 制定市場行為規

²⁸⁷ See Stamp & Jagers, *supra* note 283, at 125.

²⁸⁸ See ALEXANDER, *supra* note 168, at 78.

²⁸⁹ ARCHBOLD: CRIMINAL PLEADING, EVIDENCE AND PRACTICE ¶ 17-30 (P.J. Richardson, LL.M. & Dip. Crim. eds., Sweet & Maxwell) (2007).

²⁹⁰ See Welch et al., *supra* note 202, at 20.

²⁹¹ See Stamp & Jagers, *supra* note 283, at 109.

²⁹² Financial Services and Markets Act 2000 (Market Abuse) Regulations 2005, SI 2005/381.

則，增訂市場濫用禁止之特殊例外及一般例外。

2000年FSMA通過之後，並未改變1993年刑事審判法關於內線交易規範之適用，兩者間雙軌併行、互相補充，²⁹³雖然其中有重疊的部分，但大體而言，因為兩者之要件不同、規範範圍不同、抗辯方式不同、證明程度不同，所以兩種制度還是有其區分實益。²⁹⁴而FSA可以依1993年刑事審判法第5部分對行為人以刑事起訴，在判斷是否為刑事或民事訴訟之前，FSA可以審酌該違法行為嚴重程度、違法行為本質、受害者之損害、以及對市場的侵害程度，再判斷是否提起高如七年有期徒刑及無上限罰金額度的刑事程序。²⁹⁵

比較FSMA之關於內線交易之規定及1993年刑事審判法之規定，其間之不同點有證明度不同、主觀要件不同、以及地域效力不同，詳細分析如下：FSMA行政規定可以在法庭上以民事標準證明，亦即，一造證明其有較高之「可能性」(probabilities)，其即可勝訴，而不似刑罰之必須達到高度有罪之可能方能起訴，證據達到毫無合理懷疑時方能成立罪名；此外，過失或不作為也可成立責任，而不似以往必須證明行為人的故意，因為在1993年刑事審判法之框架下，公訴單位必須證明行為人具備兩個故意：明知系爭資訊是內線消息，以及該消息乃直接或間接來自發行人內部；最後是地域效力之不同：2000年FSMA規定，只要是在特定市場交易即屬之。²⁹⁶

至於FSA從方時起則掌管內線交易之行政管理、處分等職責，其可監控行為人是否為濫用市場行為；²⁹⁷以及為罰鍰處分；²⁹⁸並且尚可命令行為人利益吐還給

²⁹³ See ALEXANDER, *supra* note 168288, at 77.

²⁹⁴ 英國財政部報告：HM TREASURY, FSMA MARKET ABUSE REGIME: A REVIEW OF THE SUNSET CLAUSES- A CONSULTATION, ¶ C.1 (Feb., 2008), available at: hm-treasury.gov.uk

²⁹⁵ See *id.*, at ¶ C.2.

²⁹⁶ See Stamp & Jagers, *supra* note 283, at 137.

²⁹⁷ FSMA §123(3).

²⁹⁸ FSMA §123(3).

該被剝奪利益之一方；或因此受損害之對造，FSA 可使行為人為損害賠償。²⁹⁹

第二款 2000 FSMA 相對於內線交易規定之內容介紹

首先介紹 FSMA 2000 第 118 條之關於內線交易之規定：

「(1) 市場濫用行為可個人單獨為之，也可兩人以上共同實行：³⁰⁰

(a) 與在適用於本條的市場中為交易之符合資格之投資商品有關；

(b) 符合本條第 2 項要件其中之一；

(c) 經常使用市場者認為該行為不符合該人在該地位被合理所期待之標準。

(2) 情形如下：³⁰¹

(a) 該行為乃基於尚未為市場使用者所得知之資訊，而若該資訊為市場一般利用者所知之，即會或很有可能會被那些市場利用者認為，此消息乃為於決定投資該些投資商品時所會考量的要件，或會影響其投資決定之要件。

²⁹⁹ FSMA §284.

³⁰⁰ FSMA 2000 §118:

(1) For the purposes of this Act, market abuse is behaviour (whether by one person alone or by two or more persons jointly or in concert)—

(a) which occurs in relation to qualifying investments traded on a market to which this section applies;

(b) which satisfies any one or more of the conditions set out in subsection (2); and

(c) which is likely to be regarded by a regular user of that market who is aware of the behaviour as a failure on the part of the person or persons concerned to observe the standard of behaviour reasonably expected of a person in his or their position in relation to the market.

³⁰¹ FSMA 2000 §118:

(2) The conditions are that—

(a) the behaviour is based on information which is not generally available to those using the market but which, if available to a regular user of the market, would or would be likely to be regarded by him as relevant when deciding the terms on which transactions in investments of the kind in question should be effected;

(b) the behaviour is likely to give a regular user of the market a false or misleading impression as to the supply of, or demand for, or as to the price or value of, investments of the kind in question;

(c) a regular user of the market would, or would be likely to, regard the behaviour as behaviour which would, or would be likely to, distort the market in investments of the kind in question.

(b) 該行為有可能會讓市場一般使用者，對於系爭投資商品之供給、需求或價錢有虛偽或誤導的印象。

(c) 市場一般使用者，會或有可能會，認為該行為會或可能會對系爭投資商品之市場產生扭曲效果。」

第三款 分析

2000 年 FSMA 之市場濫用規定，法條條文中雖未明確使用「內線交易」之文字，但學界肯認內線交易的行為應為「濫用未公開消息」之類型，而為 FSMA 第 118 條第 2 項第 a 款所涵蓋。³⁰²而觀之 FSMA 第 118 條第 1 項及第 2 項之規定，較明確之要件規定為第 2 項 a 款之內線消息界定，以及同條第 6 項界定符合資格之投資商品，亦即交易客體之規定，但其他如購買或傳遞消息等之違法行為，並未規定。

第四項 2005 年修正案

第一款 2005 年修正案之介紹

以下將介紹 2005 年第 381 號規則，其修正 FSMA 第 118 條之內容，此乃因應歐盟 2003 年制定之市場濫用指令，要求各會員國必須於指定時間內將歐盟指令之內容內國法化之結果。

2005 年規則取代之前第 118 條之規定，並加入「內部人」及「內線消息」之定義。先前第 118 條僅明訂三種濫用行為，新的 2005 年規則則更詳細地訂出七種領域，第 119 條仍授權 FSA 可以訂定法規命令，但增加使 FSA 可以訂定「依歐盟

³⁰² 陳照世，「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縱市場之制度設計」，國立台灣大學法律學研究所論文，頁 96，2008 年。

指令之適合市場運作之行為之描述」的法規命令之文字。第 118 條亦界定管轄範圍：FSA 之管轄包括英國本土及與在外國特定市場(prescribed markets)交易符合條件投資商品(qualifying investments)之行為。³⁰³

相關規定如：第 118C 條第 2 項、第 5 項及第 6 項界定內線消息之成立，第 4 條為交易客體範圍之規定，第 118C 條第 3 項、第 7 項則係關於商品衍生性商品(Commodity Derivates)。其他與本論文討論範圍有關之條文為：

第 118C 條第 4 項關於中介人之規定：

「關於負責執行及下單符合條件之投資商品或其他相關投資商品者，『內線消息』包含由顧客傳遞及關於顧客之暫緩下單之消息，

該消息必須

具備確實之本質(precise nature)、並非在一般情形下可取得、直接或間接關於符合條件之投資商品之一個或數個發行人、或關於一個或數個符合條件之投資商品。

且該消息若為一般可得知，有可能會對該些符合條件之投資商品或其他相關投資產品之價格有重大影響。」

至於第 118 條第 1 項為關於禁止行為之規定：

「(1) 市場濫用行為乃為由一人或由兩人以上共同為之：

a) 該行為之發生與以下有關：

³⁰³ 特定市場及符合條件之投資商品指令(Prescribed Markets and Qualifying Investments Order 2001)有界定何謂特定市場及符合條件之投資商品，則所有英國允許之交易市場、倫敦 Ofex 市場皆包括之，新修正後，更包含所有 EEA 規範的市場。而符合條件之投資商品，之前乃指可在特定市場交易、符合 FSMA 第 22 條目的之投資商品，修正後則包含所有符合歐盟指令之金融商品。以上參考 CAPITAL MARKETS AND GOVERNANCE TEAM OF HM TREASURY, EXPLANATORY MEMORANDUM TO THE FINANCIAL SERVICES AND MARKETS ACT 2000 (MARKET ABUSE) REGULATIONS 2005 (2005 No.381) ¶ 4.7-4.8 (Feb. 2005), available at: <http://www.opsi.gov.uk/>

i) 被承認而可在特定市場交易之符合條件之投資商品；

ii) 正在審核是否為承認可在特定市場交易之符合條件之投資商品；

iii) 若為本條第 2 項、第 3 項所描述之行為，則與該些符合條件之投資商品有關之投資商品；

b) 該行為落入本條第 2 項至第 8 項之行為模式範圍內。

(2) 第一種行為模式乃為：內部人基於與系爭投資商品相關之內線消息，交易或意圖交易符合條件之投資商品或相關投資商品。」

關於內部人之定義，規定在第 118B 條：

「內部人，乃指任何人擁有內線消息：

(a) 基於其在符合條件投資商品之發行人中之行政、管理及監察機關之地位；

(b) 基於其持有符合條件投資商品之發行人之資本；

(c) 基於其藉由其僱傭、職務或專業之執行，而取得該資訊；

(d) 基於其犯罪行為；

(e) 透過其他方法取得消息，而其明知或合理期待其應知道該消息為內線消息。」

第 118B 條(a)款至(d)款之人無須明知其所持有之消息為內線消息。而法條只求「以其他方式取得消息之人」，需要再加上「明知或合理期待其應知道該消息為內線消息」之要件，方可認定其為內部人，此亦符合歐盟市場濫用指令之區分原始內部人和次級內部人之意旨。此外，因為 FSMA 2005 年新修正於第 118B 條之文字改為「任何人」，取代之前 1993 刑事審判法之「個人」，因此此處可解釋，「任

何人」同時包含法人及自然人。³⁰⁴

再者，對應於歐盟指令第 3 條之禁止揭露內線消息、禁止基於內線消息推薦他人交易之規定，訂於 FSMA 第 118 條及第 123 條第 1 項：

第 118 條：

「第二種成立市場濫用之行為，乃於非適當執行其職務、任務之情形下，內部人揭露內線消息予其他之人。」

第 123 條第 1 項：

「(1) 若 FSA 認為某人（下稱該人作 A）：

(a) 正在作或曾經為市場濫用行為；或

(b) 作為或不作為使他人（一人或多人）被允許或被鼓勵為某行為，而若該行為乃 A 所為，會導致市場濫用，

則 FSA 可以處 A 罰鍰，金額為 FSA 認為適當之數額。」³⁰⁵

值得注意者，此處用字為「鼓勵」(encouraged)，與歐盟市場濫用指令之推介(recommend)、引誘(inducing)之用語並不一致，此間是否有範圍解釋上的不同？根據 FSA 對「允許或鼓勵」之解釋，需依下列情形判斷之：其是否為一般可接受之市場上行為、系爭他人之經驗、系爭他人之技術程度和智識、系爭他人之控制力、影響力與行為人之關係，³⁰⁶因此，系爭他人之身分及與行為人之關係即顯重要，亦即，被鼓勵交易之系爭他人是公司董事長，或是公司清潔工，對行為人在此處之責任成立與否大有影響。再者需注意的是，此處只要是行為人允許或鼓勵他人，

³⁰⁴ See Welch et al., *supra* note 202, at 20.

³⁰⁵ §123 of FSMA:

(1) If the Authority is satisfied that a person (“A”)

(b) by taking or refraining from taking any action has required or encouraged another person or persons to engage in behaviour which, if engaged in by A, would amount to market abuse, it may impose on him a penalty of such amount as it considers appropriate.

³⁰⁶ See Stamp & Jagers, *supra* note 283, at 142.

其責任即成立，不需該被鼓勵者有實際從事交易為限。³⁰⁷

另外，在次級內部人部分，規定於第 118B 條：

「內部人為某擁有內線資訊之人：

(e) 透過其他方法取得消息，而其明知或合理期待其應知道該消息為內線消息。」

第五項 小結

第一款 1980 年公司法時代至 1993 年刑事審判法時代

第一目 規範主體定義著眼於其「資訊之緊密連接性」

自 1980 年代，英國開始將內線交易行為視作犯罪並建立規範禁止之，當時對該行為之禁止基礎乃著眼於「資訊之緊密連接性」，³⁰⁸但是在法條文字中，仍不時可見忠實義務之思想，如 1980 年公司法中第 68 條，其規定：

「個人不可以為某公司證券之交易，當其：

- (a) 基於其與該公司之連接(connected)而取得資訊；
- (b) 一與公司緊密連接之人，而且基於該緊密連接關係而取得之地位，除非其為與其職位相關、適當職務表現，否則期待其不揭露消息乃為合理之事。
- (c) 其明知這些與系爭證券相關之未公開消息之價格敏感性。」

而至於何謂與公司緊密連接之人？同法第 73 條界定：公司或相關公司之董事可認定為有緊密關連之人，而控制股東或持大部分股份之大股東卻排除在「緊密

³⁰⁷ *Id.*, at 124.

³⁰⁸ See Alexander F. Loke, *From the Fiduciary Theory to Information Abuse: The Changing Fabric of Insider Trading Law in the U.K., Australia and Singapore*, 54 AM. J. COMP. L. 123, 138-39 (2006).

關連」之外，該時尚無影子董事之概念，而公司經理人、職員或其他具有職務關係之人也未被規定進「緊密關連」之概念內，所以，當時對於必須是「某人基於其身處的地位，而可合理期待其取得該內線資訊」此事十分堅持，所以若一位本不應打開並閱讀文件而得到內線資訊之低階職員，偷看公司內部資訊，即使其能取得資訊完全是因為其僱傭身份，但仍不能符合以上之緊密連接之要件。³⁰⁹試舉他例：某甲公司董事得知甲公司之負面未公開重大消息，而甲董事大量買進甲公司主要競爭對手乙公司之股票，當時此行為仍不能滿足內線交易之要件。³¹⁰

第二目 消息傳遞責任是否成立仍要回歸「緊密關連關係」之判斷

而關於消息傳遞責任，在 1980 年公司法，乃要求證明消息受領人明知其消息來源為與公司有緊密關連之人，卻仍從該與公司有緊密關連之人處接收資訊，³¹¹而該「緊密關連關係」之判斷，乃要回歸到第 73 條之要件，而要成功證明此兩個要件非屬易事，在早期，英國消息傳遞責任也因此很難構成，³¹²有謂採取此規範模式之原因，乃因由內部人傳遞出的消息，消息受領人依此交易之可能性越高。³¹³

第三目 當時之規範理論基礎為特別關係說

所以自英國內線交易規定發展以來，著重於處罰具「某種與公司緊密關連身份之人」，而並非非難某人以某種手段取得資訊、或某人之行為造成之何種結果。惟方時實務發展與美國大有不同，英國並未如美國明確以案例建立忠實義務要件的操作，而法條於構成要件之處未有忠實義務之文字，且在消息傳遞部分，亦無規定受領人責任之成立以傳遞人之傳遞違反對發行人之忠實義務為要件。因此，其最先之處罰理論基礎似為特別關係說，著眼於防制機率較大之基於特別關係而得到資訊並交易的行為，但是實際運作上，並未如美國而發展出完整適用要件。

³⁰⁹ *Id.* at 140.

³¹⁰ *Id.*

³¹¹ 1980 年公司法第 68(3)(a).

³¹² *See* Loke, *supra* note 308, at 141.

³¹³ *Id.*

第二款 1993 年刑事審判法時代至 2005 年 FSMA 修正 案時代

而至 1993 年刑事審判法之時代，雖然該法被認為是當時歐盟內線交易指令 (IDD) 之內國實踐，但其並未全盤接受歐盟內線交易指令區分原始內部人及次級內部人的概念，反之，只要其消息來源是第 57 條列舉之發行人內部人，又具備明知該消息是從內部人而來之故意，規範主體之要件即滿足，而行為人不必與其消息來源有任何關係。如此之修正，可謂將內線交易處罰之基礎理論，從只注重與發行人間緊密關連的特別關係說，改成將其把規範主體範圍限制在判定是否係由內部傳出之消息的消息來源說。³¹⁴

第三款 2005 年 FSMA 修正案至今

近期之發展乃為依 2003 年歐盟市場濫用指令而修正的 2005 年金融服務法，其界定出原始內部人及次級內部人：原始內部人之認定，乃仍著重在消息來源是否來自發行人內部，而原始內部人是否透過其身分取得該消息；但在次級內部人部分，已經超脫消息必須來自內部的思考，只要行為人取得內線消息，而其明知或合理期待其應知道該消息為未公開之內線消息即可。因此，至該時，消息是「如何取得」已經不再是討論的重點，因為不論如何取得，只要其他要件具備，即有可能落入次級內部人之範圍。反而是當檢視是否有「濫用」消息之時，直接視消息本身特性即可，舉例而言：若某上市公司之工廠發生火災，路人路過得知此事，因此路人基於此公司之負面消息交易證券，此時路人的消息來源並非原始內部人，所以非消息傳遞的態樣，而路人亦非原始內部人，所以此例路人是否該當次級內部人而違反內線交易禁止規定？此時僅檢討該消息之公開性，來判斷是否成立內

³¹⁴ *Id.*, at 143.

線交易責任即已足。³¹⁵所以，英國發展到 2005 年 FSMA 修正案之後，對於禁止之基礎理論以及規範主體的思考，和歐盟市場濫用指令漸趨一致，有謂此即為消息平等接觸理論之展現。³¹⁶

第六節 日本法發展理論

第一項 2002 年修正之前的發展

第一款 1948 証券取引法³¹⁷

第一目 內線交易法之制定

第二次世界大戰末期，日本市場的股東民主運動崛起，³¹⁸其並且在美國法之影響下，於 1947 年制定了証券取引法，³¹⁹甚至在條文中可以與美國法互為對照。首先是當時該法第 58 條，其文字便是一個一般的反詐欺規範，可以明顯見到美國 1934 年證券交易法 Section 10(b) 的影子，³²⁰但是之後的發展卻不如美國，只有一個案子以該條為基礎進入法院；³²¹另外，第 50 條第 3 項賦予財務省³²²權限，使當証券取引相關行為與保護投資人之目的相悖、破壞交易之公平性以及市場信用時，其可發布行政命令管制之。再者，第 188 條及第 199 條，亦有相似於美國 1934 證券交易法第 16(a)條、第 16(b)條之規定，要求內部人申報持股、以及公司可要求其內部

³¹⁵ *Id.*, at 147.

³¹⁶ *Id.*

³¹⁷ 日本之「証券取引」亦即中文之「證券交易」之意。

³¹⁸ See Richard Small, *From Tatemaie to Honne: A Historical Perspective on the Prohibition of Insider Trading in Japan*, 2 WASH. U. GLOBAL STUD. L. REV. 313, 314 (2003).

³¹⁹ See Michael Whitner, *Japan Tackles Insider Trading*, 7(6) INT'L FIN. L. REV. 15, 15 (1988).

³²⁰ Article 58 of SEL (日本証券取引法英文翻譯) 1948:

No person shall commit an act described in the following items: (1) To employ any fraudulent device, scheme or artifice with respect to buying, selling or other transactions of securities. (2) To obtain money or other property by using documents or by any representation which contain an untrue statement of a material fact or any omission to state a material fact necessary to make the statements therein not misleading.

³²¹ See Small, *supra* note 318, at 315.

³²² 即如我國財政部。

人為內線交易時返還交易所得之利益等。

第二目 一般詐欺條款對於內線交易規範成效不彰

當時違反第 58 條反詐欺條款之罰則為最高三年以下有期徒刑，以及三百萬日圓的罰金，但是實際上該條並未發生預定的作用，而使其從未以該條處理過內線交易的問題，³²³當時日本財政部認為第 58 條文字過於模糊，其並非為一特別針對內線交易的禁止規定，³²⁴而且內線交易本身概念尚不夠清楚，所以主管機關不敢貿然發動刑事處罰，³²⁵總之，在日本傳統之私法及文化體制下，該規定可發生之效果其實很有限。³²⁶另外，在實際施行上，雖然第 58 條反詐欺條款的規定方式承襲美國，但日本的法律制度與美國並不相同，其亦無如美國之案例法實務操作之累積，所以當時由其財政部頒佈一項命令，禁止公司的管理階層、經理以及員工基於其職業上所獲得的機密消息去從事公司股票買賣，³²⁷由此行政命令提供法律操作細節方式補強反詐欺規範之不足。

第三目 其他非具法律位階之對內線交易之規範

除了以證券取引法規範內線交易之外，在 1988 年以前，社會上另以如行政指導或自律規則等其他的方式管制內線交易。財政部在 1971 年對各地財政局以及日本證券取引者協會發出通報，要求其指導各證券公司採取必要措施以防範內線交易之發生，東京證交所也曾多次通知各上市公司關於防範內線交易之措施，至 1987 年，證券取引者協會亦修改其內部作業規則，要求協會成員對其內部董事、主要股東或經理人，採取措施防範該些人內線交易，尤其是必須制定公司內部規範以

³²³ See Tomoko Akashi, *Regulation of Insider Trading in Japan*, 89 COLUM. L. REV. 1296, 1298 (1989).

³²⁴ See Harold S. Bloomenthal & Samuel Wolff, *Insider trading—Japan*, in 10 INT'L CAP. MARKETS & SEC. REG. § 1:58 (2008)

³²⁵ See *id.*

³²⁶ 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，法學叢刊第 210 期，頁 36，2008 年 4 月。

³²⁷ MOF Ordinance No. 60 of 1965, art. 1 item (5).

達防制效果。³²⁸

第二款 1988 年証券取引法修正背景

總而言之，一直到 1988 年以前，在日本參與證券市場的運作被認為是高度風險的事情，而只有具備專業背景以及與證券市場有緊密關連之人方有能力參與，³²⁹因此，社會上沒有對於內線交易行為應予禁止之認知，反而內部人交易是被鼓勵、容忍的社會現象，³³⁰但是，隨著金融商業發展，證券市場參與者增加，以及全球貿易促使日本市場與國際接軌，³³¹證券市場的規範方式是否與其他國家有衝突、以及規範內容是否足夠保護市場參與者即成關注之點，後來由於當時夕テホ化学工業株式会社爆發內線交易醜聞，³³²使得社會促使日本政府重新思考其當時之規範妥當性。同時，來自世界上的壓力也未曾稍減，在夕テホ醜聞發生前數月，富士比雜誌刊登嚴厲批評日本證券市場的文章，強調日本市場落後情形等同美國六十年前市場的樣子，其中市場操縱、內線交易等行為層出不窮，³³³在一般學者的想法中，日本乃屬於較晚才開始制定內線交易規範的國家，而且其規範之執行效果亦不彰。³³⁴

最後日本在 1988 年重新修正証券取引法，其中尤其加強內線交易行為之管制，³³⁵而日本財政部於 1987 年成立一委員會，針對證券交易之不公平進行研究，並提出証券取引法之四點修正建議如下：一、改善身為內線消息來源者之證券發行人、證券交易發生地的證交所、證券經紀商及承銷商內部的預防機制；二、行政機關

³²⁸ See Akashi, *supra* note 323, at 1032.

³²⁹ See *id.*, at 1296.

³³⁰ See Philip Summe & Kimberly A. McCoy, *Insider Trading Regulation: A Developing State's Perspective*, 5(4) J. FIN. CRIME 311, 330 (1998), see also Whitener, *supra* note 319, at 15.

³³¹ 關於當時日本受到世界證券交易規範壓力之日本學者見解，請見 *supra* note 318, at 331-32.

³³² See Small, *supra* note 318, at 329.

³³³ See Howard Rundnitsky et al., *Land of the Rising Stocks*, Forbes, May 18, 1987, at 139, 140.

³³⁴ See Stephen M. Bainbridge, *Insider trading*, in ENCYCLOPEDIA OF LAW AND ECONOMICS, VOL. III (THE REGULATION OF CONTRACTS) 5650 772, 786 (Boudewijn Bouckaert & Gerrit de Geest eds., 2000)

³³⁵ See Akashi, *supra* note 323, at 1297.

應予證券業適當之行政指導，以改善內線交易之預防系統，並且採取適當、足夠的措施以預防內線交易；三、修正並回覆之前廢除的證券取引法第 188 條，賦予內部人向主管機關報告持股情形之義務；四、改善關於內線交易處罰的刑事規定。

336

第三款 1988 年証券取引法修正內容

1988 年的修正主要針對三大部分：一、要求上市公司股票發行人應依財政部之要求提出各種報告；³³⁷二、內部人需向財政部報告持股情形；三、內線交易之刑罰規定。³³⁸以下將針對第三部分，即處罰規定作介紹：

第一目 第 190-2 條：內部人禁止交易

証券取引法第 190-2 條規定，與公司有關連之人基於其與公司間之關係，而獲得具實質重要性之消息，在該重要消息公開之前，該人即不得在證交所或其他主管機關規定之場所交易，該法並對要件作解釋：

「a. 與公司有關係之人為內部人，包括：

(i) 公司董事、經理人其他職員基於其職務而得到消息；

(ii) 在行使其對公司之檢查權時，得知內線消息之主要股東；

(iii) 對公司依法有監督權限之人，在行使其權限時得知內線消息；

(iv) 除了本條(i)規定之人以外，與公司有契約關係之人(如會計師或律師)，於其締約或履行契約的過程中得知內線消息；

³³⁶ Feb. 24, 1988, 内部者取引の規制の有り方について

³³⁷ 如有認為提出財務預測報告可以降低內線交易發生的風險。See Don Hermann et al., *The Sale of Assets to Manage Earnings in Japan*, 41(1) JOURNAL OF ACCOUNTING RESEARCH 89, 92 (2003).

³³⁸ See Akashi, *supra* note 323, at 1303.

(v)若(ii)或(iv)之人為法人，該法人之具備本條(i)規定之身份之人，

b. 之前與公司有關係之人，亦為內部人：

為在買賣有價證券前一年內，曾經具備上述 a.之身分者，即為「之前與公司有關係之人」，其亦受到與 a.（與公司有關係之人）人相同之規範。

c. 消息受領人：

消息受領人乃為從 a.（與公司有關係之人）或 b.（之前與公司有關係之人）之處受領與重大事實相關的消息之人。而消息受領人所受到的規範與 a. 之人相同。」

第二目 消息傳遞的責任

當與公司有關係之人傳遞內線消息予消息受領人時，若消息受領人未為交易，則消息傳遞人及消息受領人皆不違反第 190-2 條或第 190-3 條，³³⁹惟若消息受領人為交易，消息受領人即會違反第 190-2 條或第 190-3 條，但消息傳遞人只有在其為幫助或教唆時，方成立責任。³⁴⁰此外，只有第一手消息受領人為交易時才會受到規範，此乃因為條文規定，消息受領人必須自從第 190-2 條 a.（與公司有關係之人）或 b.（之前與公司有關係之人）之處受領與重大事實相關的消息，所以日本學者作如此解釋，但若第一手消息受領人只是一個中介者的地位，在解釋上仍要找出真正的第一手消息受領人並課與責任。³⁴¹

因此，若要成立消息受領者的責任，消息受領者必須認識消息傳遞者為第

³³⁹ See Summe & McCoy, *supra* note 330, at 330.

³⁴⁰ 1907 年第 45 號法律，刑法第 61 條、第 62 條：

Article 61 (inducement)

(1) A person who induces another to commit a crime shall be dealt with in sentencing as a principal.

(2) The same shall apply to a person who induces another to induce.

Article 62 (accessoryship)

(1) A person who aids a principal is an accessory.

(2) A person who induces an accessory shall be dealt with in sentencing as an accessory

³⁴¹ See Akashi, *supra* note 323, at 1314.

190-2 條之 a. 「與公司有關係之人」或 b. 「之前與公司有關係之人」，此外，亦需證明傳遞者乃是經由其職務或身份而取得資訊，並且亦對系爭資訊為符合第 190-2 條或第 190-3 條之未公開內線資訊有所知悉。³⁴²

第三目 處罰責任規定

一、刑事責任

1988 年的修正乃第一次將內線交易行為刑罰化：³⁴³第 190-2 條及第 190-3 條並無行政或民事裁罰，僅規定刑事責任。第 200 條規定，若違反第 190-2 條或第 190-3 條時，則行為人將被課與最高六個月有期徒刑，得併科最高 50 萬日圓罰金。至於違反第 58 條反詐欺條款之刑事責任為三年以下有期徒刑，並得併科三百萬日圓以下罰金。當時日本法的刑事責任規定可謂在國際上最輕，而實務上之少數案例多亦以罰金了事。³⁴⁴

二、行政責任

日本財政部當時被授權，可對證券交易行為及證券商行使數種行政管制措施，如其可對違法券商為吊銷執照、暫停營業、解除為交易之經理人職務等。³⁴⁵

三、民事責任

關於民事責任，當時依同法第 189 條，公司或其股東可以對短線交易者發起利益返還訴訟，至於該條返還利益規定的適用，行為人不管是否認識該消息為內線消息，只要為短線交易都必須返還利益，此乃因該條之制定為「預防公司經理人或大股東，不公平地使用其基於自己在公司的地位或職務而取得的資訊」所致。

³⁴² *Id.*


³⁴³ See Henry Laurence, *Regulatory Competition and the Politics of Financial Market Reform in Britain and Japan*, 9(3) GOVERNANCE: AN INTERNATIONAL JOURNAL OF POLICY AND ADMINISTRATION 311, 313 (1996).

³⁴⁴ 余雪明，內部人交易管理的比較研究（上），證券暨期貨管理月刊第 16 卷第 5 期，頁 14，1998 年。

³⁴⁵ See Hideki Kojima, *Japan*, in THE LAWS OF EUROPE, THE UNITED STATES AND JAPAN 327, 339 (Gaillard E. ed., 1992).

³⁴⁶此論點是否會影響到將來內線交易民事責任的成立要件，有待觀察。

但是，對於內線交易是否要採用民事求償制度，當時也有相關見解：1988年2月24日證券交易委員會的報告³⁴⁷即指出，應作確保關於內線交易損失方之民事賠償措施，但是，此仍需要進一步的關於原告方及程序的研究，所以可確定的是此問題長期來看將會是一個必須處理的議題；³⁴⁸另外，亦有實務見解認為第58條、第190-2條及第190-3條本身即可作為民事的請求權基礎：可用於請求侵權行為之損害賠償或契約違反的損害請求，³⁴⁹但是原告如此作亦將會遇到難題，因為要證明損害數額以及因果關係十分困難；再者，當時大部分的學說見解亦認為因內線交易而受有損害之人，可以依民法第709條請求損害賠償，³⁵⁰該條乃侵權行為之一般規範，但是這種請求仍會遇到相同問題，即證明對方是否可歸責、因果關係以及損害額度等會有困難，況且在程序法部分的配套亦仍不完善。



第二項 目前內線交易行為之規範

第一款 1988年以後之修正

在1992年時，証券取引法又作了些許修正，其將原本第188條至第190條移動至第163條至第167條，而主管機關也作更動，此次修正由內閣總理大臣總管之，新修正主要針對三大部分：一、逐步拓寬管制範圍，除了增廣管制的金融商品種類外，亦增加証券取引法規範主體種類，如持有締約方或子公司百分之十以上股份之母公司（即系爭發行公司）的行政主管人員、與母公司或子公司的締約之他方、任何基於與為消息傳遞的公司間之商業關係而獲悉消息之消息受領人公

³⁴⁶ See *id.*, at 336.

³⁴⁷ See Akashi, *supra* note 323, at 1303.

³⁴⁸ See *id.*, at 1315 n.168.

³⁴⁹ 東京地方法院判決，1987年3月31日。法院肯認第58條可以作為民事的請求權基礎，此觀點亦在1988年10月20日為東京高等法院所支持。See Kojima, *supra* note 345, at 339 n.36.

³⁵⁰ See Hiroshi Oda, *Latest Developments of the Securities and Exchange Law, in JAPANESE COMMERCIAL LAW: IN AN ERA OF INTERNATIONALIZATION* 125, 132 (Oda H. ed., 1994).

司內之經理人，而自 2000 年 1 月 1 日起，任何與子公司有關之人，亦需受到內線交易禁止之規範，³⁵¹另外，新法亦增加受規範的市場，加入櫃檯市場；³⁵²二、對於重大消息之定義亦有改變，新法定義較為全面且亦擴張其範圍；三、新法修正加重了處罰刑度，自然人若違反証券取引法の規定可處以三年以下有期徒刑，並可併科 300 萬日圓以下罰金，隨後於 1999 年，刑罰再作變更，新增加沒收內線交易行為人之所得之規定。

時至 2004 年底，日本開始制訂整合証券取引法、投資信託法及期貨交易法的新法，在這個新的法律框架下，將不再區分傳統的銀行、證券、保險、信託等金融行業，所有具備投資服務資格的企業，皆可以作為投資服務的主體，為投資者提供服務並對投資者負責。而 2006 年日本參議院審議通過，並名為金融商品交易法，該法將原証券交易法の「証券」置換為「金融商品」，而在法規整體架構上，原本証券交易法中有部分章名異動。³⁵³

第二款 目前的規範內容

1992 年的修法，主要係將內線交易之責任成立要件移至同法第 166 條規定，而証券取引法納入金融商品交易法後，關於內線交易條文號碼並未改變。

關於規範主體的規定在第 166 條第 1 項：³⁵⁴

「一、與公司有關係之人，若基於本項各款之事由，而獲悉與發行公司業務有關之未公開重要事實，除非該事實已為公開，否則該些與公司有關係之人不得為該上市公司之特定有價證券為買賣、或其他有償轉讓或受讓、或有價證券

³⁵¹ See Small, *Supra* note 318, at 337 n. 120.

³⁵² *Id.*, n. 121.

³⁵³ 參考杜怡靜，日本金融商品交易法中關於金融業者行為規範-兼論對我國法之啟示，台北大學法學論叢第 64 期，頁 129-30，2007 年 12 月。

³⁵⁴ 本論文參考日本官方英譯版本、日文原文版本及中文文獻，試譯部分相關條文，而由於日文原始文字有模糊之處，本論文將試以更白話的方式呈現之。

指數之期貨交易、有價證券選擇權交易、外國市場證券期貨交易或有價證券店頭衍生性交易之買賣。³⁵⁵而『與發行公司之子公司有關係之人』，亦受到相同規範，惟此必須是當內線消息是關於該子公司之重要業務，且該消息需符合本條第2項第5款到第8款之關於重要事實之條件時，『與發行公司之子公司有關係之人』才會受到相同規範，另外，關於子公司之規定，不適用於『與發行公司有關之人』。另外，基於本項各款事由知悉內線消息之『與發行公司有關之人』，在喪失身份後一年內，仍受本條規範：

(一) 上市公司（包括該發行公司、有參與其業務執行之其子公司及其母公司）之職員、為其查核之會計事務所之職員、實際上之代理人、使用人及類似使用人之人（包括全職或兼職職員），在行使其職務之過程中，知悉與其職務有關之消息；

(二) 具有公司法第433條第1項³⁵⁶所規定之權利的股東，此乃指持有已發行股份總數百分之三以上股份的股東，因該等股東具有公司帳簿查核權，可以查核發行公司、發行公司之子公司或母公司之帳冊，所以能夠知悉一般投資人所無法接觸的資訊，該種股東亦是基於其特殊地位而持有資訊，所以亦被涵蓋在『與公司有關係之人』的範圍中；或是優先出資法中之普通出資者（亦包括其代理人或職員）中，具有類似於前者權利的出資者；或是享有同條第3項權利之員工，當以上三種身份之人在行使其權利時得知內線消息；

(三) 對該發行公司有基於法令之權限者，當其在行使其權限的過程中得知內線消息，如公務員等，³⁵⁷該些人在行使其監督權或調查權、或受理公

³⁵⁵ 此交易種類、客體之翻譯，參考王育慧，最高法院九十一年度臺上字第三〇三七號判決及臺灣高等法院八十八年度上重訴字第三九號判決之評釋(東隆五金案)--以連續交易操縱行為與內線交易為範圍，台北大學法學論叢第61期，頁65，2007年3月。

³⁵⁶ 參考黃佳盈，「自日本法制論我國內線交易之規制與資訊公開之控管」，天主教輔仁大學法律學系研究所論文，頁26，2006年。

³⁵⁷ 參考保坂武志，インサイダー取引規制セミナー，代行通信第103号，株式会社だいこう証券ビジネス，頁2287，2008年6月2日。

司依法必須呈交報告書之時，³⁵⁸有可能得到類似於第 1 款或第 2 款之人所取得之消息。

(四) 發行公司員工以外之人，其與該發行公司締結契約、或為締約之交涉者（若該人為法人時，法人之職員亦包括之；而若該人為自然人，該自然人之代理人或職員亦包括之），則該人在締約時、締約之交涉時、或契約之履行時得知內線消息；

(五) 當第 2 款之人為法人時，其員工（限於基於第 2 款之情形而得知發行公司之內線消息者），在行使其職權時得知內線消息。」

同條第 2 項規定重大消息之定義，而同條第 3 項則為消息傳遞之規定：

「三、某人若從發行公司 A 之內部人處受領內線消息，而該內線消息乃第 1 項內部人經由該項各款所規定之方式所取得，則該消息受領人不可買賣有價證券；但若第 1 項之人乃經由第 1 項各款方式取得資訊者³⁵⁹則直接適用第 1 項規範，而不適用本項；若某乙從法人 B 之職員甲受領消息，該消息乃甲藉由職務而知悉，且該消息亦與甲之職務相關，而同時乙亦為該法人 B 之職員，乙亦受規範而不得買賣有價證券。」³⁶⁰

因此僅有第一手消息受領者需受到規範，³⁶¹學者認為此規範目的乃為第一手消息受領人較為接近原始內部資訊之故，所以，若由內部人受領消息的大股東，再傳遞該內線消息予第三人，第三人就不受到規範而可以為有價證券之交易，³⁶²而

³⁵⁸ 參考河本一郎、大武泰南，「証券取引法読本」，頁 349，東京都：有斐閣，2005 年第 7 版。

³⁵⁹ 第 166 條該段原文如下：

「同項各号に掲げる者であつて、当該各号に定めるところにより 当該業務等に関する重要事実を知つたものを除く。」

³⁶⁰ 第 166 條該段原文如下：

又は職務上当該伝達を受けた者が所属する法人の他の役員等であつて、その者の職務に関し当該業務等に関する重要事実を知つたものは、当該業務等に関する重要事実の公表がされた後でなければ、当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買等をしてはならない。

³⁶¹ 保坂武志，前掲註 357，頁 2287。

³⁶² 參考神崎克郎、志谷匡史、川口恭弘，「証券取引法」，頁 889，東京都：青林書院，2006 年初版。

這種情形在日常生活中甚為常見，如受領到消息之後再傳遞給自己的家人、或傳遞給記者等等，因此，³⁶³日本如此之規範方式，日本學者亦認為會造成規範上的漏洞，因此在判斷第一手消息受領者之範圍時，必須要個案實質判斷之。³⁶⁴

第三款 處罰責任規定

第一目 內線交易之民事責任仍無建構

日本 2004 年有鑑於民事責任及行政責任在證券取引法規範目的上之重要性，而因此修正證券取引法，修正重點有二：一、強化民事救濟規範，增設違反流通市場之繼續公開規定時之因果關係及損害額的推定規定；二、引進「課徵金」制度，令主管機關得針對特定違法行為處以類似罰鍰之「課徵金」，要求行為人吐出其違法所得，以降低其為違法行為之誘因，此課徵金類似我國罰鍰之概念。³⁶⁵

此次修正重點之一之強化民事救濟規範，乃因原有民事責任規範未能有效利用，原因如下：一、發現虛偽不實記載之公開義務違反行為本屬不易；二、日本法中無團體訴訟制度；三、原告舉證損害額、及行為人之違法行為和原告損害間之因果關係困難。³⁶⁶惟 2004 年的修法強化民事責任部分，僅針對證券取引法第 21 條之 1 第 1 項之流通市場中發行人公開義務違反行為之無過失責任、及同條第 2 項中新增因果關係及損害額之推定規定之，³⁶⁷並未就內線交易行為之民事責任作進一步的修正。

³⁶³ 參考河本一郎、關要，「逐條解說證券取引法」，頁 1335，東京都：商事法務，2008 年三訂版。

³⁶⁴ 河本一郎、關要，同前註，頁 1335。

³⁶⁵ 黃銘傑，日本最近證券交易法修正對我國之啟示—以行政及民事責任規範改革為中心，「現代公司法制之新課題」一賴英照法官六秩華誕祝賀論文集，頁 624-25，元照出版公司，2005 年。

³⁶⁶ 黃銘傑，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法制之挑戰與興革」，頁 225，元照出版公司，2006 年。

³⁶⁷ 黃銘傑，前揭註 365，頁 635。

第二目 刑事責任提升強度

金融商品交易法第 197 條之 2 規定違法行為可處以五年以下有期徒刑或勞役，或 500 萬以下日圓罰金，兩者可併罰，對法人則可科以 5 億以下日圓之罰金。並且，第 198-2 條規定，依第 197-2 條第 13 款之犯罪行為所得之財產，應予追徵。2006 年之修正前，金融服務法規定對行為人可處以三年以下有期徒刑、科或併科三百萬日圓以下罰金，對法人可科以三億以下日圓之罰金之刑度，³⁶⁸修正後大幅提升。

第三目 行政責任引入課徵金制度

金融商品交易法中規定之行政制裁針對之行為有內線交易、操縱市場、散布不實訊息、以詐欺手法交易、不實陳述等，³⁶⁹制裁方法以金錢處罰為主，即金融商品交易法第 175 條之課徵金制度。違反內線交易規定之課徵金金額，乃以行為人買賣有價證券價金與重要訊息公開後之價金兩者間之差額，亦即以行為人之違法行為之利得或損害避免之額度為限，³⁷⁰亦即課徵金並非以懲罰為目的，此亦似英美法之利益吐還、回復原狀之制度設計。³⁷¹

³⁶⁸ 何建寬，「內線交易理論與實務之研究」，國立台灣大學法律學院法律學系碩士論文，頁 139，2009 年。

³⁶⁹ See Ohno Nagashima & Tokyo Tsunematsu, *Japan: FIEL Amendment*, INTERNATIONAL FINANCIAL LAW REVIEW, May 2008.

³⁷⁰ 金融商品交易法第 175 條：

「一、當行為人為自己之利益而違反第 166 條第 1 項或第 3 項時，內閣總理大臣依應以下之程序，作出該人應給付國庫課徵金之處分，該課徵金金額規定如下列各款：

（一）當行為人為自己之利益為有價證券之出賣，而違反第 166 條第 1 項或第 3 項時，以行為人買賣有價證券價金與重要訊息公開後之價金兩者間之差額，作課徵金額。

（二）當行為人為自己之利益為有價證券之買受，而違反第 166 條第 1 項或第 3 項時，以行為人有價證券買賣價金與重要訊息公開後之價金兩者間之差額，作課徵金額。」

³⁷¹ 李智仁，近來日本金融法制發展變革之觀察，台灣金融財務季刊第七輯第二期，頁 110，2006 年 6 月。

第三項 小結

第一款 1988 年修正是否導出日本採市場論的結論

學者認為，1988 年的修正乃為基於傳統之「不公平」理念而生，亦即，身處特別地位、與公司有特殊連結之人，涉入該重大未公開系爭消息之產生過程，或對系爭消息有管道可以輕易得知，比起一般投資大眾，該群人對未公開消息有顯著的優越利益，因此若不加以管控，此情形會破壞證券市場的公平性及安定性，也會使投資人失去對市場的信賴，而此理論同樣適用於當公司收購發生時，與收購公司有關係之人。³⁷²所以或許表面上可以推論出，1988 年的修正，已經採以資訊平等理論、公平市場概念為其規範基礎，亦即此時日本已改變其之前沿襲美國法理論的作法。

第一目 觀察重點一：內線交易規範及反詐欺條款併行

不過，在 1988 年的修正同時，最早制定、欲規範內線交易行為的同法第 58 條仍舊存在，則兩套規範間如何競合即成討論重點：第 58 條規範方式的優點在於其彈性，隨著時代變遷、不同的詐欺行為之產生，其可以隨即因應而不致使新型態的犯罪行為尋法規漏洞而規避，但一體兩面的演變結果為，在日本此種型態的規範方式過於模糊，又欠缺如美國長期案例法累積下細緻的實務操作，因此實際上使用機會不大，使該種規範方式原始美意盡失，所以，後來才會以 1988 年修正來增加第 190-2 條及第 190-3 條，來明確規範內線交易行為。

在 1988 年之後，實際上兩種規範模式運作的方式，並非相互排斥：此乃因第 58 條需要證明行為人滿足詐欺的主觀要件，以及該行為客觀上亦可被認為是不誠實的作法；而第 190-2 條之成立，只要證明法條明訂的要件存在，並且行為人認識

³⁷² See Akashi, *supra* note 323, at 1312.

到該些要件即可，與詐欺並無關連，且亦因此第 190-2 條的刑罰較第 58 條為低，總之，一個行為實際上同時落入第 58 條及第 190-2 條的規範範圍內是可能的。³⁷³

第二目 觀察重點二：對是否需要民事責任態度未定

因此，日本對於內線交易禁止規定之理論基礎，究竟應是以處罰行為人之違反義務為基礎、並以反詐欺條款規定的關係論，³⁷⁴或是以維護市場健全以保障投資人權益的市場論為主軸，或許可認在 1988 年之際仍未有定論：此乃因對內線交易行為之規範，是否全面放棄以第 58 條反詐欺條款為規範手段，此中仍有爭議，³⁷⁵況且，是否需引進民事責任而承認內線交易實際上會造成投資人受到損害？當時雖還未引進民事責任制度，但如前述，已有許多聲音表達如此見解，甚至證券交易委員會的報告都認為應作確保關於內線交易損失方之民事賠償措施之進一步的研究。³⁷⁶

第三目 觀察重點三：規範主體的範圍

另外，當時所禁止之行為主體規範方式較現行法簡單許多，僅包含公司傳統內部人、有檢查權之大股東、對公司依法有監督權限之人、與公司有契約關係之人、以及喪失以上身份未滿一年之人，消息受領人之範圍亦限縮在從以上之人取得消息之人，亦即僅有第一手消息受領人交易，始有內線交易責任。比較如此之規範主體，與被認為是市場論極端之歐盟目前市場濫用指令，後者規範為「任何人取得內線消息即禁止交易」，則 1988 年的日本法尚不能說是純粹市場論的建構。

³⁷³ *Id.*, at 1313.

³⁷⁴ 「關係論」及「市場論」的用詞，參考賴英照，前揭註 42，頁 343。

³⁷⁵ 仍有人認為若系爭行為能為第 58 條反詐欺條款所涵蓋，則第 58 條仍可構成，可與第 190-2 條併存。See Akashi, *supra* note 323, at 1313.

³⁷⁶ See Akashi, *supra* note 323, at 1303.

第二款 現行法的規定方式導出的結論

第一目 觀察重點一：規範主體—與公司有關係者

而 1988 年以後至今多次之修正，逐漸加重刑罰規定，³⁷⁷ 而關於此嚴格立法的管制趨勢，在日本學者之間並沒有產生太大爭議，³⁷⁸ 觀察現行法之行為主體的認定，可以發現其並未增加規範主體的種類，但卻將各款主體作非常細緻的描述，另外，亦增加將其母公司或子公司之相關職員納入規範範圍，此修正離上述歐盟法之「任何人取得內線消息即禁止交易」規範模式仍相差甚遠。惟目前許多學者在解釋內線交易禁止之時，開宗明義即會提到保障市場公正性、健全性之重要，以及投資人信賴不可加以損害，否則若投資人拒絕至該證券市場交易，則資金分配就會喪失效率。³⁷⁹

第二目 觀察重點二：規範主體—消息受領人

但是觀之日本金融商品交易法對消息受領模式的規範，或許又有不同的思考方式：比較其他國家的消息傳遞規範模式，日本算是相當限縮禁止交易之主體，原因如下：一、因為條文規定只有從第 1 項與發行公司有關係之人處受領消息者，才不可為交易，因此解釋上只有涵蓋第一手消息受領人；二、並且，在禁止行為部分，日本並未禁止消息傳遞此行為本身，亦即不管消息受領者是否交易，消息傳遞者都不會有責任，而消息傳遞者只有在自己的身份滿足該條第 1 項之要件，且再加上自己亦為交易時，始受到第 1 項之禁止規範。

若肯認日本之禁止理論基礎為保護市場公平、透明及投資人平等取得資訊之市場論，則任何就內線消息交易之行為皆有可能損害這個市場的信賴，若僅以「與

³⁷⁷ 林孟皇，前揭註 326，頁 36。

³⁷⁸ 參考吳元曜，「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」，國立台灣大學法律學研究所碩士論文，頁 85，2003 年。

³⁷⁹ 參考神崎克郎、志谷匡史、川口恭弘，前揭註 362，頁 874；以及參考河本一郎、闕要，前揭註 363，頁 1330。

內部消息」之遠近為理由作如此規範，³⁸⁰似乎不夠具說服力，因為，若認為傳遞多手之後，將不會對市場公平、信賴造成損害的原因，為消息距離消息源頭過遠，其實解釋上就是該消息已經失去重大性或未公開性，則在判斷之時，只要集中在檢驗系爭內線消息的性質，亦可達到相同效果。因此，除非此種規範方式之訂定背後有其他原因，否則此與其他市場論國家大相逕庭的規範，易讓人對其目前所採取之禁止理論基礎產生疑惑。

第三目 觀察重點三：近期未將不正行為禁止規定適用於內線交易

金融商品交易法第 157 條為對不正行為禁止的規範，其禁止行為人為以下三款行為：

「一、使用不正當之手段、計畫或技巧為關於有價證券或衍生性商品的買賣；

二、使用含有對重要事項為虛偽陳述之文書、或隱匿重要事項而將導致誤會之文書為關於有價證券或衍生性商品的買賣；

三、使用不實報價引誘他人為有價證券或衍生性商品之交易。」

而該條之責任規範在第 197 條：

「任何人違反第 157 條，處以十年以下有期徒刑及勞役，或一千萬日圓以下罰金，兩者可併罰。」

觀察第 157 條之規範方式，似乎受到以前第 58 條反詐欺條款之影響，而早期亦有日本學者認為，內線交易為不公正之證券交易，違反第 157 條之規定，³⁸¹不過在目前的規範模式下，至今為止仍未有內線交易行為科以該條刑責之案例發生，

³⁸⁰ 見前揭註 361 至 362 處本論文之討論。

³⁸¹ 參考易建明，「美國、日本與我國『公開出價收購法制』之比較研究」，頁 559，翰蘆圖書出版公司，1999 年。

³⁸²畢竟第 157 條之刑責較第 166 條而言加重許多，若內線交易行為可以同時該當兩者，則第 166 條之刑責規範即無意義。

第四目 觀察重點四：民事責任

關於內線交易民事責任，金融商品服務法仍未有相關規範。雖然仍有學者認為可依民法主張損害賠償，³⁸³但是仍須由受害人自己舉證因果關係及損害數額，而此為民事責任成立困難最主要原因，因此，日本對內線交易責任規定之頻繁修法下，從 1988 年討論民事責任之可能性至今，尚無如我國對因果關係及損害數額以法律規定推定之，此是否代表日本不欲建構內線交易之一般投資人民事求償途徑？抑或代表日本已把市場論奉為其內線交易禁止之規範基礎，而認行為人之交易下，乃是對市場整體產生損害而非個別投資人？

第三款 小結

日本之內線交易規範方式非常細緻，曾有評論認為日本法過份具體，往往以支節而害主體，製造法律漏洞。³⁸⁴但由於日本規範發展之特殊性，仍有許多值得我國參考之處：如其在最初之時以美國之反詐欺規範為本，作為禁止內線交易之基礎，但是在 1988 年金融醜聞發生後，日本即馬上改變以反詐欺規範為規範基礎的方式，觀察其之所以改變規範架構，或許因為若採取如其他明確以「市場論」之國家的內線交易規範方式，就更可以達成其保護健全證券市場的目標。而日本之後的發展卻又非與歐盟國家完全相同，比如日本在消息傳遞部分的責任主體設計，即僅限於第一手受領人，抑或日本在行政責任部分之關於「課徵金」的設計，亦頗特殊。因此，日本雖然已經以「市場論」為其規範方式，但是細部設計仍有其特殊之處，其原因值得探究。

³⁸² 易建明，前揭註 381，頁 559。

³⁸³ 易建明，同前註。

³⁸⁴ 余雪明，前揭註 224，頁 25。

第參章 我國內線交易主體規範之問題

第三章將討論我國內線交易規範主體的問題。此章分為兩大部分，以下將在此章第一部份，亦即第一節，建立本論文欲討論之規範主體型態，並於本章第二節，就第一節提出之問題作分析及回答。

本論文在第二章以各國法之比較分析，初步確立了各國法之規範理論基礎，並以其理論基礎檢驗其內線交易規範以及實務運作方式，觀察是否有矛盾之處。因此，第三章為我國內線交易規範內容之分析，首先即須建立我國內線交易的規範理論基礎，之後方能以此明確基礎，檢驗我國目前規範內容之問題，並設法從規範基礎之方向，就我國目前對於規範主體的問題提出解決方式。所以，本章第一節將先以法律解釋論，重新分析我國內線交易規範的禁止基礎理論。當確立了我國之基礎理論後，本論文即以目前有爭議的實務案例，以及雖尚未於我國發生，但在外國產生爭議的案例為例，以先前所建立的我國基礎理論，以找出前述案例的爭議核心。

本章第二節即就第一節所提出的主體作討論，三個主要討論重點如下：消息傳遞中各行為主體的責任、法人內線交易責任、單純竊盜責任。在消息傳遞責任部分，本論文第二章之法制介紹雖略有提及，但第二章著重各國法制整體的發展及規範架構，所以此處本論文特別將各國法制之關於消息傳遞的責任作比較分析，並增加一些較細緻的操作規定，最後並以圖表方式，作比較法規定的交叉比對，亦即，分析某規範主體的某行為，在各國的法制下如何被評價。至於法人內線交易責任及單純竊盜責任，本文亦以簡單的比較法分析、從我國規範理論出發，評析該些主體的違法程度、及其是否應負內線交易責任之建議，至於該些需負內線交易責任之主體，應負擔何類型責任，本論文將於第四、五章討論。

第一節 概論：我國規範方式及其問題

以下將介紹我國證券交易法之內線交易規範，本論文將以關於規範主體的分析為重點，而其他內線交易規範要件相關介紹及爭議在此不贅述：本節第一項將包括內線交易行為關於規範主體之法規內容、發展過程、我國內線交易法之基礎理論發展的爭議以及本文立場，第二項則介紹我國引發爭議之案例，包括台開案及紅火案，最後本文提出小結，確立本文將要討論國內現存仍有爭議、或與他國相關法規規範不同之行為主體態樣。

第一項 我國之規範

第一款 規範內容及發展過程

我國證交法於 1968 年制定時，原無禁止內線交易之規定，於 1988 年始明文予以禁止，³⁸⁵其修正理由認為，之前對行為人利用公司未經公開之重要消息買賣公司股票圖利之行為，未明訂為列為禁止規定，對證券市場之健全發展，構成妨礙，並形成對證券管理之一項漏失，而對利用內部消息買賣公司股票圖利之禁止，已成為世界性的趨勢，美、英、澳、加拿大、菲律賓、新加坡...等國均在其公司法證券法規明訂不得為之，違者需負民、刑責任。而為健全我國證券市場發展，爰參照美國立法例（1934 年證券交易法第 10 條規則 5 判例、擬議聯邦證券法典第 202 條第 56 款 1603 條、美國加州公司證券法第 25402、25502 條等）增訂本條。³⁸⁶接著，2002 年修正擴大適用範圍，將其適用標的從股票擴及至其他具有股權性質之有價證券。³⁸⁷接下來，第 157-1 條於 2006 年再度修正，將規範主體擴及至第 4 款之「喪失前三款身分後，未滿六個月者」。

³⁸⁵ 賴英照，內線交易的基礎理論，月旦法學雜誌第 123 期，頁 188，2005 年 8 月。

³⁸⁶ 立法院公報第 76 卷第 96 期院會紀錄，頁 75-77，1987 年 12 月 2 日。

³⁸⁷ 參考陳春山，「證券交易法論」，頁 10，五南圖書出版公司，2004 年第 7 版。

截至目前為止，證券交易法第 157-1 條規定如下：

「下列各款之人，獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息未公開或公開後十二小時內，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，買入或賣出：

- 一、該公司之董事、監察人、經理人及依公司法第二十七條第一項規定受指定代表行使職務之自然人。
- 二、持有該公司之股份超過百分之十之股東。
- 三、基於職業或控制關係獲悉消息之人。
- 四、喪失前三款身分後，未滿六個月者。
- 五、從前四款所列之人獲悉消息之人。」

我國自 1988 年開始規定內線交易禁止規範時，即將公司董事監察人等核心內部人、公司大股東、基於職業或控制關係獲悉消息之人作為規範主體，此種規範方式一直未做任何修正，直到 2006 年參酌日本法始再納入「喪失前述身份者未滿六個月者」之準內部人。因此在規範主體部分，我國規範方式於立法之時已確立其基礎架構，此二十年間未為重大改變。

觀之其他國家對於規範主體之分類標準，美國無正式分類，一般僅區分公司內部人、市場內部人、傳來內部人等，而歐盟體系、日本則分為原始、次級內部人，系爭消息是否為自職務中獲悉亦有不同，³⁸⁸而觀之我國法分類較近似於歐盟、日本體系，有作原始及次級內部人之區分，並列舉內部人之方式立法。

³⁸⁸ 余雪明，「證券交易法」，頁 656，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2003 年第 4 版。

第二款 我國內線交易之關於基礎理論之爭議以及本文立場

第一目 問題提出及研究方法

我國證券交易法中之內線交易禁止規定理論基礎究竟為何？關於此問題一向眾說紛紜無一定論，惟確立此問題有極大實益，此乃因本文欲探討之規範主體範圍問題、和所採用的禁止理論基礎息息相關，於條文解釋上亦會有以參照何國法律為主作為比較法之顧慮，並且，此亦會影響到本文第四、第五章之關於內線交易處罰種類的分析，所以本文將先在本節中先行提出代結論，以接續本文之後的論述。

因此，問題在於：我國內線交易禁止規範背後的理論基礎，是否為較靠近美國法之論述之以「違反義務」為必要要件的「關係論」，亦即不論是採忠實義務理論下之「對發行公司違反義務」的結果，或是採私取理論下之「對消息來源違反義務」；抑或是較靠近歐盟等國家之保障健全市場、投資人信心以及注重資訊取得公平的「市場論」？接下來，本文將先整理國內學者對於此問題之見解，之後以法律解釋方法論的各種方式，希望達到粗淺的結論。

第二目 學說及實務見解

有學者認為，「雖然該條源自美國 1980 年代初之判例法，但與歐體指令頗為神似，均是基於『公開或自制』（占有原則）以及投資人平等之精神，與美國近年判例與立法之發展，已有若干歧異，相較於歐洲各國之立法，仍似亦有不夠周延之處」；³⁸⁹另外，亦有學者認為：「內線交易違反公平交易之本質，尤其是基於有效率的市場理論，認為企業資訊是反映證券交易價格的重要關鍵之一，若知悉相

³⁸⁹ 余雪明，前揭註 388，頁 655。

關影響交易價格而為公開的重大消息，其逕行交易顯然有失公平」；³⁹⁰此外，有學者提出，「內線交易之禁止理由在於(1)公平交易、(2)促進市場資訊流通、(3)公司資產之正當利用、(4)增進公司內部決策程序之健全化，且為保障投資人之權益、即為維護投資人之投資信心及投資公平性，禁止規定確有其必要」；³⁹¹再者，我國內線交易法律解釋是否需受美國法影響此點，有學者認為「美國執著於詐欺之概念，而對我國來說，我國存在不同於美國之說理空間，況且，我國對內線交易所要保護的法益並未完全定型」；³⁹²另外，亦有學者以條文解釋出發，認為「我國法的條文文義足以涵蓋私取理論，而未逾越文義可能的射程，認為第 157-1 條規範主體包括其他與公司或股東無忠誠、信賴關係之人，而贊成可保障交易公平性及市場健全之市場論」；³⁹³學者亦有以證券市場之特殊性出發，「認為證券市場不能面對面交易，所以保障市場的公平性以維持投資人信心，為相當重要之事：亦即使投資人面對相同的情報，可以憑個人努力與才智加以分析，作出各人對該有價證券價值之判斷」。³⁹⁴

然而，亦有人站在資訊財產權之立場，認為「內線交易保護的法益既非投資人信心及健全市場，其亦非為防止關係論中之行為人違反其對消息來源之義務，而認為不論採取任何理論，其實皆是為了要保護資訊所有權」。³⁹⁵

實務上之關於內線交易的司法判決，新近累積不少案例，而值得矚目的是東隆五金案，最高法院 91 年台上字第 3037 號刑事判決，首次肯定所謂「資訊取得平等理論」，即認為在資訊公開原則下，所有的市場參與者應有權同時取得相同之資訊，如任何人先行利用未公開的企業內部訊息，將違反公平原則，故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

³⁹⁰ 廖大穎，「證券交易法導論」，頁 253，三民書局，2008 年第 3 版。

³⁹¹ 陳春山，前揭註 387，頁 393。

³⁹² 曾宛如，內線交易之行為主體，台灣本土法學第 98 期，頁 297，2007 年 9 月。

³⁹³ 劉連煜，內線交易理論與內部人範圍（下），月旦法學教室第 51 期，頁 88，2007 年 1 月。

³⁹⁴ 林國全，證交法第一五七之一內部人交易禁止規定之探討，政大法學第 45 期，頁 262，1992 年 6 月。

³⁹⁵ 蔡易餘，內線交易規範之法理研究，萬國法律第 152 期，頁 72，2007 年 4 月。

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，所以應予以非難。

396

第三目 分析

一、禁止理論基礎並非再無討論空間

觀之以上學者多數意見，似多認為我國內線交易規制理論基礎為市場論，但並不代表此問題之討論已窮盡而無再討論空間，原因如下：

(一) 如我國確為市場論，則規範主體範圍為何仍如此限縮？亦即，既然規範目的為保護市場以及投資人信賴，那麼是否應參考市場論發展之極致的歐盟法？亦即任何人持有內線資訊者都必須禁止交易；

(二) 若我國為市場論，那麼在比較法的解釋參考上，應以同為市場論的歐盟法、日本法為主，因為，美國法的說理空間和我國大有不同，所以不應援引類比方合理，惟目前學界或實務判決，常常引用美國判例法之原理或要件操作，來解釋我國發生的問題，兩者間是否有矛盾之處？

(三) 若我國是市場論，保護之法益為健全市場，再加上論述市場論方式其中之一，為證券市場之非面對面交易的特性，理論上內線交易應不會導致個別投資人之具體損害，則課以行為人民事賠償責任即顯不合理；

(四) 若我國採市場論，而漸漸以歐盟法為藍本發展之，著眼於保障所有侵害市場健全性、公平性之行為，甚至最後處罰「所有持有內線消息並交易」之人，則是否亦有處罰範圍過寬之問題？學者有謂：「內線交易的適用範圍，不宜株連過廣，致傷及無辜而影響正當的研究活動，其間分

³⁹⁶ 廖大穎，內線交易，月旦法學教室第 22 期，頁 47，2004 年 8 月。

際宜修法作適當補充，而司法機關亦可依個案情形為妥適的裁量，以建立合理可行之規範」，³⁹⁷然而，若確立欲保護者為市場，且內線交易此行為為本身的確會有不公平之情形而需要禁止，則任何人為符合構成要件之行為皆會傷害市場，則「傷及無辜而影響正當的研究活動」所指為何？

因此，本文還是傾向先簡要地以法律解釋論³⁹⁸的方法，分析內線交易之禁止理論基礎，以探求第 157-1 條的規範性意義，以及本條規範主體範圍：

二、 解釋方式

接下來的解釋方式，首先為字義解釋，分析目前第 157-1 條之文義是否可以導引出其背後規制理論的結論。之後並嘗試以法律的意義脈絡為解釋。在此解釋方法下，首先分析第 157-1 條是否為不完全法條，而需要其他條文之輔助，此處「不完全法條」意味：「法條未必都是完全法條，有些法條是用來詳細規定完全法條的構成要件、構成要件要素或法效果，有些則將特定案件類型排除於另一法條的適用範圍之外，藉此限制起初適用範圍界定過寬的法條，再有一些法條，他們或就構成要件，或就法效果部分，指示參照另一法條」；³⁹⁹若確定欲分析之法條非不完全法條，則可以繼續分析系爭法條是否為某規整的組成部分：亦即，法律中諸多法條彼此並非單純並列，而是以多種方式相互指涉，只有透過他們的彼此交織及相互合作才能產生一個規整；⁴⁰⁰若可確定系爭法條單獨可成為一個規整，而不必與其他法條相互指涉，則在法律適用方面，若一案件事實可以被多數法條指涉，就會產生法條競合的問題，以法條競合之原則分析系爭法條後，方能決定系爭法條要如何適用。而此問題在本文此處之討論有其重要性，亦即以證券交易法第 157-1 條與第 20 條第 1 項之適用關係，來分析內線交易規範的基礎理論問題。以

³⁹⁷ 賴英照，前揭註 42，頁 344。

³⁹⁸ 以下分類方式將參考 Karl Larenz 著，陳愛娥譯，「法學方法論」，頁 225-249，五南圖書出版，2008 年。

³⁹⁹ Larenz，前揭註 398，頁 155。

⁴⁰⁰ Larenz，前揭註 398，頁 162。

法律的意義脈絡為解釋後，若仍得到不同的解釋可能性之結果，則可以再以歷史上的立法者之規定意向、目標及規範想法來分析以達成最終的法律解釋結果之期望。

另外，關於上述各種解釋方法的位階關係，一般通說認為需採取折衷之立場，亦即不認為各種解釋方法間存在一種固定不變之位階關係，亦不認為解釋者可以任意選擇一種解釋方法，以支持其論點。「法律解釋係一種以法律意旨為主導之思維過程，每一種解釋方法各具功能，但亦受限制，並非絕對，每一種解釋方法之份量，雖有不同，但須相互補足，共同協力，始能獲致合理結果。法律文義有疑義時，得依法律體系關聯、立法資料予以澄清。有多種解釋可能性時，得藉比較法之規範模式、法律規範目的，排除或肯定某種解釋」。⁴⁰¹因此，解釋者須考慮各種不同之解釋觀點，並說明其選擇某種觀點為標準之理由。⁴⁰²

三、字義解釋

文字解釋都始於字義，⁴⁰³依目前第157-1條，其並未能明白顯示規範主體範圍，其模糊空間致生許多爭議：

比如第3款之基於職業或控制關係獲悉消息之人，其範圍是否包括非與發行人間有僱傭關係之人？或者「職業關係」是否無任何限制，包含如公司外之公務員，抑或該職業與系爭消息本無必然關係之情形，如餐廳女侍或計程車司機在偶然間聽到消息？又，該消息是否可包括政府之一般重大政策或公權力之行使，而非關於個別公司營運變化事項？

又比如第5款，「從前四款所列之人獲悉消息之人」，是否包含第二手以下的消息受領人？還是仿照日本法的解釋方式，將該條限縮在嚴格的「從內部人處接收消息」的第一手消息受領人？蓋以上不同的解釋方法，其背後皆可尋不同的理

⁴⁰¹ 王澤鑑，「民法總則」，頁57，自版，2000年。

⁴⁰² Larenz，前揭註398，頁246-47。

⁴⁰³ Larenz，前揭註398，頁225。

論基礎支撐，所以在本條條文文字無明白規定之下，尚不能在文義可能的解釋範圍內作出我國法採何種理論之結論。

四、 法律的意義脈絡

當一種表達方式依其語言用法有多種意義可能性時，通常可由其使用脈絡推知，具體情況下究竟應考慮何種可能性，因為法律經常由不完整的法條所構成，他們與其他條文結合才構成一個完整的法條，或相互結合成一個規整，只有是其為規整的部分，方能獲悉個別法條的意義。⁴⁰⁴

(一) 第 157-1 條非不完全法條或作為某規整的組成部分

在探討我國內線交易規範基礎理論時，最常見的討論即是比較證券交易法第 20 條第 1 項及第 157-1 條間之關係，亦即，第 20 條第 1 項條文文字規定為「有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為」，而此描述方式正與美國法規範內線交易行為之 1934 年證交法 Section 10b 有異曲同工之妙，則我國內線交易行為是否可以認為同時符合第 20 條第 1 項以及第 157-1 條構成要件，而認定我國的規範方式其實較近似於美國的關係論？

關於此問題，大多數學者認為因為第 157-1 條後於第 20 條第 1 項之訂定，所以應解釋立法者有意特別以第 157-1 條規範內線交易之行為，而排除第 20 條之適用，因此在內線交易行為的規範部分，適用第 157-1 條似乎是法條競合下的結果。

分析第 20 條和第 157-1 條之構成要件，第 157-1 條並非不完全法條，所以不需與第 20 條結合就可以開展其創設法效果的力量。然而，是否第 157-1 條為作為規整的組成部分，而需第 20 條之概念輔助形成廣泛規整的全部？亦即，第 20 條是否可以提供第 157-1 條指導觀點，而第 157-1 條需要與第 20 條結合方能理解之？本文註 398 書中有舉出民法第 374 條之標的物送交清償地以外處所危險負擔之規

⁴⁰⁴ Larenz，前揭註 398，頁 229。

定，此條本身構成要件及效果似乎皆具備，但是要妥善解釋該條，即需民法買賣一節中其他之關於買賣雙方給付義務、危險負擔及瑕疵擔保之規定互相輔助，因此，回到本文討論之證交法第 157-1 條及第 20 條，比較其與上述民法危險負擔規整，可發現即使第 20 條不存在，亦不會影響我們對第 157-1 條的理解，況且，通常情形下對於內線交易行為，亦直接使用第 157-1 條判斷而不考慮第 20 條，因此，可認為此二條並非處於同一規整下之概念，所以以下再分析此二條適用方式是否為法條競合的結果。

（二） 第 157-1 條適用於內線交易行為，非與第 20 條法條競合之結果

因此分析此兩條競合時，因為兩條規定的效果不同，而且彼此並不互相排斥，所以應考量兩種法效果是否應並行適用，或此一法效果會排除另一法效果之適用，⁴⁰⁵因為第 157-1 條訂定時間晚於第 20 條，則早公布者應向較晚公布者讓步，因為可推定立法者想藉新規範之公布來廢止之前的規則；況且，第 157-1 條乃特別針對內線行為而制定，與第 20 條相較下，第 157-1 條亦有邏輯上的特殊性關係，惟並非存在有特殊性關係，就可當然排除其他法條之適用：在判斷特殊規範的法效果乃僅欲補充、抑或修正或取代一般規範，必須先指明兩者法效果是否互相排斥，若相互排斥則當然以特殊法條取代其他法條，惟兩者法效果如可以並存，就必須再取決於各規範之意義、目的及其背後的價值判斷，⁴⁰⁶第 20 條第 1 項規定行為人不得為虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為，其效果為「禁止為某行為」，而第 157-1 條則為「禁止為交易行為」，這兩個行為之間似乎並不互相排斥，因此還是要回去看這兩個規範的「意義、目的及其背後的價值判斷」，而此點正是本文本欲以解釋的問題。所以，此處或可暫時認為，此問題以「法律的意義脈絡」解釋，尚不能獲致結果。

⁴⁰⁵ Lzrenz, 前揭註 398, 頁 164。

⁴⁰⁶ Lzrenz, 前揭註 398, 頁 166。

五、 歷史上立法者之規定意向、目標及規範想法

(一) 歷史解釋方法論

「假使依一般或法律特殊的語言用法獲得的字義、依法律的意義脈絡，或依法律的基本的概念體系所得的解釋結果，仍然包含不同的解釋可能性，就會發生下述問題：何種解釋最能配合立法者的規定意向或其規範想法，並且，雖然法官可以依目的論解釋或法的續造之方式，適應新的情勢或補充法律，立法者的規定意向及其為此所做的價值決定，對法官仍是有拘束力的準則」。⁴⁰⁷此外，法律解釋時，除非基於正義迫切之理由、情勢變更或由法時代精神，而認為當初之立法價值決定已經落伍不適，否則立法者之意思，即使是僅具暗示性之意義，亦應盡量保留為探詢法規涵義之基準。⁴⁰⁸

(二) 制定第 157-1 條之分析

關於此問題，目前有當初訂立第 157-1 條的立法院公報上之院會紀錄⁴⁰⁹可供參考：

「禁止利用內部消息，買賣公司股票圖利：現行第 157 條僅規定公司董、監事、經理人及大股東，在一定期間內買賣公司股票，其利益應歸入公司。惟上述人員及基於職業、控制關係或自各該人員獲悉公司尚未公開揭示對股票價格有重大影響之消息，而買賣公司上市或在證券商營業處所買賣之股票圖利之禁止規定，尚付闕如，有違證券交易公平與誠信原則，並造成市場價格不法操縱，有悖保護投資之意旨，亦為市場無法正常發展主因之一。爰參照美國立法例（1934 年證券交易法第 10 條規則 5 判例、擬議聯邦證券法典第 202 條第 56 款 1603 條、美國加州公司證券法第 25402、25502 條等）增訂第 157-1 條，明定違反禁止規定者，除應對善意從事相反買賣之人負賠償責任，並於第 175 條增

⁴⁰⁷ Lzrenz，前揭註 398，頁 232。

⁴⁰⁸ 蘇俊雄，「刑法總論 I」，頁 293，元照出版公司，1998 年。

⁴⁰⁹ 立法院公報第 76 卷第 96 期院會紀錄，頁 32，1987 年 12 月 2 日。

列罰則，以保障投資人利益及維護證券市場之正常發展。」

觀之以上院會紀錄，可發現其明白表示其維護市場公平、誠信以及保障投資人利益及維護證券市場之正常發展之強烈目的，似可依此作我國是以市場論為規範基礎的結論，但再看院會紀錄參照的他國立法例，立法理由中僅提及美國法，而方其時(1988年)，美國最高法院尚未作出 O'Hagan 判決(1997年)，亦即，該時仍以忠實義務理論佔主導地位，所以我國立法理由中之「參照美國法」一詞是否可以代表關係論影響力之存在？此問題學者曾指出：雖然該第 157-1 條條源自美國 1980 年代初之判例法，但與歐體指令頗為神似，均是基於「公開或自制」(占有原則)以及投資人平等之精神，與美國近年判例與立法之發展，已有若干歧異之處，⁴¹⁰且其實觀之第 157-1 條的法條架構，亦較近似於歐盟法的規範模式。此外，在立法院公報上之會議紀錄修正要點中，第 157-1 條之增訂乃規定於修正要點第 13 點，⁴¹¹第 13 點尚包含證券交易法其他法條之增修，如第 43-1 條、第 155 條等，而會議紀錄上第 13 點之立法目的即記載為「促進有價證券交易之公平、公正及公開」，此或可作為進一步加強第 157-1 條規範目的之歷史解釋之分析論述。

況且，正如本文第二章美國法介紹部分所述，若觀察美國目前之內線交易規範之立法歷史，其表面上宣稱以保護市場及投資人信心為目的，但是在其實踐上，又處處為 Rule 10b-5 的「詐欺」概念所困，且其實務上一向以來亦以各種不同的解釋方式來擴張或緊縮此「詐欺」之可能包括範圍，因此，最終美國之內線交易規範保護目的究竟為何已不甚明朗，而會隨著不同時代不同法院之對於「詐欺」的定義而改變，到最近，甚至有欲規範無詐欺相對人之內線交易行為的聲音。⁴¹²至於我國在最初的內線交易規範制度設計，即將其與「詐欺」作明確區隔，所以我們的解釋方向根本不必如美國一般侷限，因為美國已經先決定了要規範「詐欺行為」，再決定何種內線交易行為可以該當詐欺行為並需禁止之，而我國則可以跳脫

⁴¹⁰ 余雪明，前揭註 388，頁 655。

⁴¹¹ 立法院公報第 76 卷第 96 期院會紀錄，頁 31，1987 年 12 月 2 日。

⁴¹² 此即為本文後續將討論的「單純竊盜」型態，但是此種型態亦有人認為是「詐欺市場」。

美國法的思考，只要決定要規範哪種「內線交易」行為即可。

若仍對第 157-1 條之以保障市場健全為思考基礎的立法目的存疑，而認為或許我國之內線交易行為有以反詐欺條款規制的空間，則或許可參考第 157-1 條制定前之情形，本文如下將分析之。

（三） 第 157-1 條制定前之情形

第 157-1 條制定之前，我國關於內線交易行為可能適用的法律有兩條：第 20 條第 1 項的反詐欺條款，以及第 157 條之內部人短線交易歸入規定。

第 20 條第 1 項禁止以虛偽、詐欺或足致他人誤信之行為募集、發行或買賣有價證券，此條並在第 2 項設計民事責任，至於本條當時是否能適用在內線交易行為上？亦即，當時第 157 條雖也有公司內部人在六個月期間內買賣本公司上市股票獲得利益，公司可以行使歸入權，惟若內部人利用公司內部消息買賣股票，是否屬「虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為」？當時在實務上尚無案例可稽，⁴¹³而學者解釋，若有積極行為詐騙投資人者，始可構成本條責任，而若僅消極不透露公司財務狀況，而在公司財務報表公開前，悄悄將股票出售者，依本條文字嚴格解釋，似尚無責任可言，所以，除非該董事依規定有將消息告知買賣相對人之義務，否則依其他法律亦無責任可言。⁴¹⁴

因此，內線交易行為是否可同時以第 20 條之反詐欺條款規制之？在第 157-1 條制定前，實務上並無任何以證交法第 20 條反詐欺條款規範內線交易的紀錄，而有謂在第 157-1 條未制定之前，理論上應作肯定之解釋，⁴¹⁵但是在該條制定之後，依特別法勝普通法之原則，不應再適用第 20 條，除非有第 157-1 條所未能涵蓋之情形。⁴¹⁶況且，民國 77 年第 157-1 條訂定後，當年即產生我國第一宗內線交易、

⁴¹³ 賴英照，「證券交易法逐條釋義第一冊」，頁 347，三民書局，75 年初版、85 年七刷。

⁴¹⁴ 賴英照，前揭註 413，頁 347。

⁴¹⁵ 余雪明，前揭註 224，頁 24。

⁴¹⁶ 余雪明，同前註。

以第 157-1 條判處案件，亦即台灣鍊鐵公司案，繼該案之後，證管會又於 78 年 6 月間，將中國人造纖維公司董事長以涉嫌第 157-1 條移送偵辦，此乃為我國內線交易之第二例，⁴¹⁷從該條制定之後即馬上被廣泛應用之情形，可見第 157-1 條的確為專門規範內線交易行為的法條。所以，觀察第 157-1 條制定後之實務案例發展，或許可以看出我國當時實務對內線交易行為的態度，亦即排除內線交易之詐欺性格，而以以市場論為基礎制定的第 157-1 條作為規範內線交易的唯一可能條文。

此外，尚有第 157 條之關於公司內部人為短線交易而公司可對其行使歸入權之制度，該條之訂定目的，學者有謂此乃為防止內部人憑其特殊地位，利用內部消息，買賣股票圖利影響投資人信心，⁴¹⁸此立法目的相似於內線交易規範之範疇下所討論之市場論，而在已經有第 157-1 條訂定之今日，有學者亦解釋短線交易規範乃內線交易之事前預防規範，而第 157-1 條才是事後的處罰效果，⁴¹⁹所以內線交易與短線交易享有同一之規範目的之說，亦甚為合理。那麼，既然方其時只有短線交易的規範，對於內線交易行為如何處理？承上之分析，學者認為此處為規範漏洞，使該些「利用消息者」或未積極詐騙投資人者不必負責任，因此，應增訂規定補足之。⁴²⁰

所以，內線交易行為在制定第 157-1 條之前，為證券交易法未規定之漏洞，且實際上亦無案例以類似美國關係論之第 20 條第 1 項處罰之，反而內線交易被認為是第 157 條短線交易未規定到的一種行為，而有關第 157-1 條的立法草擬，亦是在第 157 條的參考前提下為之。那麼，既然 1988 年之前也未適用第 20 條來規制內線交易行為，而 1988 年才新制定第 157-1 條來補足規範漏洞，兩相對照之下，或可認 1988 年之前從未以詐欺的思考加諸內線交易行為，而若要解釋新法之關於內線交易規範係建立於反詐欺條款之上，仍尚嫌牽強。

⁴¹⁷ 賴英照，「證券交易法逐條釋義第四冊」，頁 548 以下，三民書局，75 年初版、85 年七刷。

⁴¹⁸ 賴英照，「證券交易法逐條釋義第三冊」，頁 437，三民書局，75 年初版、85 年七刷。

⁴¹⁹ 曾宛如，「證券交易法原理」，頁 250，元照出版公司，2008 年。

⁴²⁰ 賴英照，前揭註 418，頁 472。

總之，以歷史解釋來分析第 157-1 條的立法理論基礎，雖然依上述分析，歸納出「市場論」的結論並不困難，但不可否認的，立法院公報公布的立法理由應為最適切的立法歷史解釋根據，因為此乃集合多數個別人之意志，經過討論協商後，最後歸結出的「立法者意志」的整體，而觀之第 157-1 條的立法理由，仍「參照美國立法例...」之詞而未提及其他國家立法例，此句話之解釋方向與其他上述指向市場論的分析相悖，但此立法者意志卻又不能忽略，而造成了歷史解釋上無解的結果。

(四) 我國證券交易法的立法目的

於民國 57 年，徵信新聞社對於證券市場以及新訂之證券交易法的描述為：「...今天一般人之所以不敢投資於證券，主要是因為投資人對發行公司的財政及業務狀況不甚瞭解，深恐再受其欺騙而遭受損失，故新的證券交易法特別重視這一點，其所有規定皆著重於保障投資人利益，並運用各種可行方法取締壟斷、欺騙和操縱，促進證券市場繁榮，加速經濟發展」。⁴²¹因此，我國現行證交法之於證券市場的規制，乃是基於企業公開的架構，確保投資人參與市場行為之合理性與公平性，而其中防止投資人蒙受損害的不正交易，正是證交法規範目的所在。⁴²²所以，既然內線交易規範之作為以「建立證券市場之公正性及信賴性」的證券交易法之一環，其之必須輔助證券交易法達到其整體立法目的亦為合理，因此在解釋第 157-1 條時，該立法目的的思考必須一併考量。

六、 重新審查

「法律解釋不是計算題，而是一種具有創造性的精神活動」，⁴²³若立法以來已經經過長久的時間、規範環境的變化、基本的法律原則演變，歷史上的立法目的及法律起草者的規範想法為準據的解釋可能已變得不能接受，亦即，歷史上的立

⁴²¹ 徵信新聞社為中國時報前身，該段文字為其在 57 年 4 月 18 日社論「保障投資與加速經濟發展」一文中所節錄。參考廖大穎，「公司制度與企業金融之法理」，頁 233，元照出版公司，2003 年。

⁴²² 廖大穎，同前註。作者在該文中即將內線交易作為不公平之不正交易的下位概念。

⁴²³ Larenz，前揭註 398，頁 248。

法者針對規整的事實關係及習慣，發生如此重大的改變，以致既存的規範不再能「適應」變更後的事實關係，此時就有變更解釋的空間，或藉助法官的法的續造，尋求新的解答。⁴²⁴

因此，即便經由本文上述的分析，由歷史解釋分析內線交易禁止行為基本理論仍有疑義，那麼或許可以以當代對此問題看法，來重新審查並決定究竟哪一種理論基礎之採取，才能達成客觀法目的的追求。學者有謂：在立法及目的解釋上，由於經濟刑法係用以規範變遷迅速且對應國際情勢之財經產業及市場，立法者難以完全預見及適應未來客觀經濟環境之發展及需求，故立法解釋之重要性並不如目的解釋，兼以我國經濟刑法領域有許多規定內容及體例，係明顯繼受其他國家之立法例或承襲其目的及精神，則比較法解釋已相當程度取代立法解釋，且此亦未違背當初立法者繼受或承襲外國立法例之本意。⁴²⁵

目前世界的趨勢，依本文第二章的分析，大多數國家皆認防範內線交易乃為防止資訊不公平取得，加強投資人對市場的信心，即是以市場論為基礎制定法律，甚至美國在 1997 年後，最高法院以私取理論的方式，揚棄嚴格要求行為人對公司必須有忠實義務此要件，雖然私取理論還是必須分析「義務」是否存在，但不可否認的，其適用的結果已大幅擴張受規範的行為主體，並且在之後的十多年發展中，更有下級法院討論「單純竊盜」的案例，此毋寧代表社會上有再繼續擴張規範對象的聲音，因此，此種發展情形值得注意，亦即美國是否真的認為只有「負有義務之人」才不能為內線交易？抑或實務發展上，因為只以 Section 10(b) 及 Rule 10(b)-5 為內線交易的禁止規範，而囿於此限制，不得不將內線交易與詐欺的概念相連結？不管如何，美國逐漸擴張規範對象的立場是確定的，而世界趨勢亦是以採取市場論的立法例的國家為主流。所以，在檢驗是否需重新審視並尋求新的解答時，觀察世界此種趨勢發展下，將我國禁止內線交易基礎理論定位在市場論，

⁴²⁴ Larenz，前揭註 398，頁 247, 252。

⁴²⁵ 吳元曜，論經濟刑法之解釋方法，刑事法雜誌第 49 卷第 5 期，頁 77-82，2005 年。

尚可稱為合理的結論。

第二項 本文欲討論之行為主體態樣

以下將由兩方面著手，呈現本文欲討論之規範行為主體，其一將介紹我國近期實務上著名案例，藉由觀察判決對第 157-1 條第 1 項各款之適用方式，來檢視是否實務上對內線交易規範之解釋背後有一個作為支撐的基礎理論存在，若無，則將嘗試尋找實務上對某些主體之適用方式，惟本文認為有問題之處，並將在本章第二節以下另作討論；其二，根據本文第二章對比較法所作之介紹，可發現目前有些國外所發生的內線交易行為型態，乃我國所不曾發生、學說上亦並未討論，且若發生我國法律無法加以規範者，因此，我們不能排除將來類似行為在我國發生的可能性，而需先加以因應。綜合以上兩種方式，將呈現本文欲討論的內線交易規範主體類型。

第一款 我國實務上著名案例

第一目 台開案⁴²⁶

一、本案事實及判決摘要

(一) 被告：

- 蘇德建(下稱甲)：民國 94 年 7 月 1 日後就任台灣土地開發投資股份有限公司(簡稱台開公司)之董事長。
- 蔡清文(下稱乙)：國票綜合證券股份有限公司(簡稱國票證券公司)董事。
- 游世一(下稱丙)：寬頻房訊公司負責人。
- 趙建銘(下稱丁)：台大醫院醫師。

⁴²⁶ 台北地方法院 95 年囑重訴字第 1 號刑事判決。(95 年 12 月 27 日)

- 趙玉柱（下稱戊）：趙建銘之父。

（二） 案件事實

1. 甲於94年7月10日左右在自己之辦公室，告知乙有關彰化銀行有意出售所持有之台開公司股票一萬三千張左右之事，並希望乙引介丁購買台開公司股票。乙在獲悉甲告知上開訊息後分別轉告丁及丙知悉。94年7月14日晚上，甲、丁、乙、丙及乙友人林明煌一同參加三井宴。甲為說服丙等人購買，即告知丁、丙、乙等人當時尚未公開且將影響台開公司股價之重大消息如下：
 - (1) 以台灣銀行為主辦銀行之29家金融機構將於94年8月1日簽署聯合授信合約，其中包括丙項20億元之授信，台灣銀行已於94年6月17日董事會通過並確定20億元(丙項)擔保聯貸案，其他銀行則依管道處理中。
 - (2) 台開公司正在處理不良債權融資與賣斷16.5億元事宜，目前正找三家銀行處理中，翌日董事會將提案討論。
 - (3) 丙之20億元聯貸資金到位，加計信託部不良債權融資與賣斷之16.5億元，將足以支應台開公司讓售信託部門與日盛銀行所應給付60億元款項之第二期賠付款45億元，則在信託部門順利讓售後，將使台開公司產生約15、16億元之處分利益，可望使台開公司淨值回升至5元以上，台開公司可因此申請恢復為一般交易，屆時股價上揚可期。
2. 丁告知戊前述重大消息，父子雙方共同決定以簡水綿名義購買後，由戊負責自各家族成員帳戶調集款項，再由乙與戊協商日後買賣股票匯款及至證券商下單買賣等作業程序。甲知悉乙等人購買意願後，敲定94年7月21日中午在三井日式餐廳餐宴(第二次三井宴)，由賣方、買方及介紹人三方見面。

3. 彰化銀行於7月25日下午1時35分起至1時50分止，由陳允進自市場中事先拋出彰化銀行持有之台開公司股票，再由乙指示各券商營業員同時自上開券商處分別接單，以避免股票因時間撮合因素之差異，致遭第三人承接買到。最後均以3.51元成交。丁與戊、乙、丙於買入上開股票後，即俟股價上漲後依各自購買股票之目的及操作之慣性，各自決定賣出手中持股，迄95年5月間止，丁、戊共同累計賣出持股3,192張，犯罪所得金額計為427萬7,863元，丙與乙則均已全部賣出持股，犯罪所得金額分別計為427萬7,863元、179萬6,702元。

(三) 法院見解

1. 內線交易罪依最高法院94年台上字第1433號判決、最高法院91年度台上字第3037號判決為即成犯，而非結果犯。
2. 本案涉及重大消息：⁴²⁷

⁴²⁷ 法院關於本案涉及重大消息之分析整理如下：

(1) 內線交易中消息重大性與否之判斷，第一、重大消息並非以單一事件作為衡量基準，而應綜合各項因素作整體之判斷。第二、某一事件對公司之影響，屬確定而清楚時，法院之判斷基準應是：一項未經公開之消息，是否「理性之投資者」於知悉此一消息後，「非常可能」會重大改變其投資決定；或者，是否將該未經公開之消息，與理性投資者已獲悉之其他消息合併觀察後，理性投資者便會對該股票之價格或投資與否之決定，予以重新評估。第三、如某一事件本身屬於「或許會或許不會發生」或「尚未確定，僅是推測性」之性質時，則判斷「重大性」之基準應該是：就該事件最後發生之可能性與該事件在整個公司所佔之影響程度加以評估，如事件影響確屬深遠，即令當時發生之可能性不大，亦可能成為重大事件；而如當時事件發生之可能性極大，雖該事件對公司整體影響效果較為輕微，亦仍可能被認為係屬重大事件。

(2) 本案中：聯貸案丙項20億元及不良債權融資與賣斷16.5億元之契約屬於重大訊息：

a. 可能性評估：台開公司提供39億元之擔保品，聯貸案丙項20億元之風險並不大，且政府所掌握過半之5席官股董事，為貫徹台開信託部門順利讓售之政策目標，亦將通過經理部門所提與新豐資產公司簽訂不良債權融資契約案之議案，顯見無論係聯貸案丙項或不良債權融資之契約，將均可順利完成簽訂，在94年7月14日三井宴時為高度可能發生之重大消息；況被告甲同時告知「165億含20億丙項聯貸是財政部長林全交辦之政府政策，要其擔任董事長負責推動，聯貸案一定會過」、「政府持有台開公司40%以上的股權，政府認購台開股價是20元左右套牢，政府會支持，不會讓台開公司倒掉，買台開股票沒有什麼風險」，亦可使理性投資者預期即便該二項契約簽訂時遇到阻力，在政府政策已決定支持，且官股享有台開公司過半董事席位之情況下，政府亦將讓該二項契約如期完成簽訂。

b. 影響力評估：聯貸案丙項20億元及不良債權融資16.5億元均係支付日盛銀行第二期所需款項45億元之主要部分，為證券交易法施行細則第7條第8款所稱「對公司財務有重大影響之重要契約之簽訂」。丙項聯貸案20億元加計以不良債權融資及賣斷16.5億元，將足以支應台開公司讓售信託部門與日盛銀行所應給付之第二期賠付款，則在信託部門順利讓售後，將使台開公司產

3. 本案之重大消息尚未公開：⁴²⁸
4. 有關無內線交易之目的部分：被告丙雖辯稱伊係因為台開公司所經營之不動產業務與自己所經營之寬頻房訊公司類似，才基於擔任董事及長期持有之目的而購入台開股票，而非獲悉有影響股價之重大訊息云云。惟查：內線交易行為人是否有藉該交易獲利或避免損失之主觀意圖，並不影響其犯罪之成立，則即便被告丙係基於擔任董事才購入台開公司股票，亦不阻卻其該當內線交易之刑事責任。是被告丙上開所辯，尚非可採。
5. 有關共犯部分：
 - (1) 無論消息傳遞人或消息受領人之刑事責任，均以買賣證券為要件，如未有買賣證券行為，則不構成內線交易，除非傳遞消息之內部人與消息受領人間具有內線交易之意思聯絡與行為分擔，而成立共犯關係，否則應認只負同條文第 3 項之民事賠償責任。而消息傳遞人與消息受領人內線交易責任之成立，必須符合下列要件：第一、消息之來源必須係同條文第 1 項前 3 款所規範之人；第二、消息傳遞人違反其受任人義務，不當

生約 15、16 億元之處分利益，使台開公司淨值回升至 5 元以上，台開公司可因此申請恢復為一般交易，屆時股價上揚可期，顯見理性投資者在知悉此等消息後，可預期台開公司將「高度可能」順利完成信託部門讓售案之交割，並產生約 15、16 億元之處分利益，則台開公司股價屆時上揚可期，即「非常可能」重大改變其投資決定。

⁴²⁸ 法院關於本案消息未公開之分析整理如下：

(1) 重大消息之公開方式，依「重大消息範圍及公開方式管理辦法」第 5 條第 1 項所規定涉及公司財務、業務之重大消息之公開方式，只限於經公司輸入公開資訊觀測站而言，然上開規定就重大消息公開方式僅限於公開資訊觀測站，反使不能、不便或無上網能力之人無從知悉該重大消息，顯不符合前述法律意旨，就此本院自不受其拘束；惟已經新聞媒體大幅報導之訊息，除非該重大消息已經媒體完整、真實報導，或消息係經由該公司之交易相對人所揭露，否則未經公司或相關人士證實之報導，尚不得認為係業已公開之消息。

(2) 本案當中：就丙項 20 億聯貸部分：即便當時已詳閱各新聞報導及年報之一般理性投資者，所可能知悉台開公司之聯貸金額，均為不包括用以支付日盛銀行賠付款之丙項 20 億元，則被告所辯台開公司進行聯貸案之訊息，早經各新聞媒體大幅報導云云，即非可採；就不良債權融資 16 億部分：公開資訊觀測站之台開公司 93 年年報中，雖於第 21 頁載明將以不良債權融資 16 億元，但亦表明係屬於當年度營運計畫，且未載明用途；東森新聞報之報導內容，該報導僅提及為支付日盛銀行第二期 45 億元之賠付款，台開公司計畫以不良債權向外國金融業抵押借款 20 億元，至於是否已開始與外國金融業者洽商、洽商業者之家數、洽商之條件何時可能完成簽約等等，則均付之闕如，一般理性投資者自該訊息中，實無法判斷得出「出售信託部門不良債權融資之 16.5 億元，將足以支應台開公司讓售信託部門與日盛銀行所需支付 60 億元款項之第二期賠付款 45 億元」之重大訊息之結論。

傳遞機密消息致消息受領人獲悉內線消息；第三、消息受領人主觀上可得認識系爭消息為重大影響股價且未公開之消息；第四、消息受領人利用該內線消息買賣股票。美國聯邦最高法院在 *Dirks v. SEC* 案判決中，亦認為：須消息傳遞人違反信賴義務而洩漏消息，消息受領人明知或可得而知此種義務之違反，且消息傳遞人因洩漏消息而獲利者，消息傳遞人與受領人始應負責任。至於所謂利益，依該院在 *SEC v. Sargent* 之判決旨，包括直接或間接獲取金錢上或非金錢上之利益。

- (2) 本案當中，被告甲雖為傳遞消息之內部人，且未購買台開公司股票，但與消息受領人即被告丁、乙、丙間具有內線交易之意思聯絡與行為分擔，即該當立共同正犯之關係。被告甲與丁、乙、丙間就本件內線交易行為確有犯意之聯絡及行為之分擔，且因此獲有償還人情、穩固自身經營權及認購特定股票之利益，被告甲雖未利用重大消息 A、B 而買賣台開公司股票，亦應負內線交易罪共同正犯之刑責。

二、本案分析

(一) 本案法院對內線交易規範理論之見解

本案判決認為：

「我國內線交易刑責規定係繼受美國立法例，且深具規範之模糊性、體系之未計畫性與規範彈性及空白刑法等特色，則美國相關司法實務見解，自得作為法理加以參酌...」⁴²⁹

⁴²⁹ 關於此段本案法院之陳述如下：

「查戰後我國經貿法律體系之建立與變遷，不僅係與國內政經體制互動之結果，亦深受國際政經體系之影響，尤其是在金錢與外交上提供我國甚多援助之美國，從而使得我國之各項財經政策、法規之研擬與制定，深受美國價值型態與法制之影響。我國證券交易市場之建立，即係基於美國顧問之建議而成立，49 年更參酌美國法制，成立「證券管理委員會」負責證券市場之管理監督，57 年更進一步沿襲美國法律規定，制定公布證券交易法（陳維曾，「法律與經濟奇蹟的締造」，第 117-118 頁），77 年 1 月 29 日立法禁止內線交易行為時，立法理由亦載明：「已成為世界性之趨勢，... 為健全我國證券市場，爰參照美國立法例」，我國證券

唯其分析在被告行為後才主管機關訂定的行政命令，用以調和內線交易中的「規範彈性」與「構成要件明確性」時，是否法院可以參酌的問題，其亦提及：

「如證券交易法關於內線交易行為之規範，其所欲保護者係「整體經濟秩序之安定性與公正性」，此種超個人之法益，係屬於經濟刑法之領域，而不同於以保護個人財產為主之傳統刑法。傳統刑法之犯罪型態與應刑罰性，大多可以依照個人『法感』瞭解與詮釋，經濟犯罪之犯罪型態及所生危害性，則無法單憑一般人之法感覺，因為其所破壞者，不單可能是具體侵害某些人之法益，而包括某些社會運作之機制或價值理念。」

並且，本案在分析消息是否具備重大性之時，其並指出：

「按我國證券交易法第 157 條之 1 內線交易禁止罪之立法精神，係採取美國法例之『平等取得資訊理論』學說，即為達成防止內部人欲憑藉其特殊地位買賣股票之圖利行為，以致造成證券市場一般投資大眾不可預期交易風險之目的。」

從上述判決節錄可見，法官一方面認為我國乃基於保護資訊平等流通的市場論，一方面卻明白表示應參照美國立法例，以之作第 157-1 條的法律解釋，而本文認為，此兩種說法基於不同的理論基礎及解釋方法而不能並存，而此即為本章第一節第一項第二款第三目所述之「為何內線交易理論仍有討論空間」之四個原因之一在實務上之例子。

（二） 本案法院對消息傳遞規範適用之見解

交易法有關內線交易之修法發展，顯示我國證券交易法有關內線交易之規範，深受美國法制及實務見解之影響。而美國自西元 1934 年通過該國證券交易法 (the Securities Exchange Act of 1934) 後，不僅係世界上對於證券交易規範最為完備之國家之一，更挾該國戰後強大之經貿實力，廣泛、深遠影響著世界各國證券交易法律體系之建立與適用，為我國一般民、刑事法律主要被繼受國之日本、德國，其證券交易法律體系亦深受美國法制之影響。其中日本直至西元 1988 年修正公布「証券取引法」，始於該法第 166、167、198 條等條文規定內線交易之處罰規定；而德國學界雖早有規範內線交易行為之討論與研擬草案，卻直至西元 1994 年始於該國證券交易法第 12 至 14 條、第 38 條中規範內線交易行為之刑罰。」

本案之消息傳遞模式乃內部人甲，傳遞重大未公開消息給乙，乙再傳遞給丙丁，而丁最後傳遞給戊，而真正為交易者為乙、丙、丁、戊，內部人甲並未購買。最後法院判決甲、乙、丙、丁、戊皆成立內線交易責任，因為其「共同違反從公司之董事獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息未公開前，不得對該公司在證券商營業處所買賣之股票買入或賣出之規定」，⁴³⁰本案上訴至高等法院，乙之判決已先行確定，高等法院遂判決甲、丙、丁、戊「共同違反從公司之董事獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息未公開前，不得對該公司之上市股票買入之規定」，⁴³¹並加重該四人之刑責。

本案地院在分析本案消息傳遞責任時，以甲乙丙丁戊皆係共犯身份而一起入罪，關於甲的部分，其乃身為發行人之內部人，在本案為消息傳遞人；乙、丙乃第一手之消息受領人；而丁、戊則為第二手以下之受領人，所以乙丙成立第 157-1 條第 5 款，而甲雖然自己並無交易，不能成立第 157-1 條第一款之內部人交易責任，但因為犯意聯絡及行為分擔，所以是乙丙之共犯，丁戊亦和乙丙有犯意聯絡、行為分擔，所以亦是共犯。本案法院之正共犯分析如下：

「按我國刑法係採取犯罪可區分為正犯與共犯之二元犯罪體系，而關於正犯與共犯之區別理論，學界多數意見係採取所謂『犯罪行為支配說』，亦即正犯乃以故意操控整個犯罪流程者，即具犯罪支配之決定性角色者，正犯對於犯罪能以自己之意思阻止或令其進行，乃把事件掌握在自己手上之決定性人物；反之，共犯乃無自己之犯罪支配，在犯罪流程中居邊緣角色，僅誘發或促成犯罪者。正犯支配犯罪之具體類型，則包括行為支配（直接正犯）、意思支配（間接正犯）與功能正犯（共同正犯）等類型。而共同正犯之成立基礎，則在於功能支配觀點之分工合作與角色分配關係，亦即二人以上之犯罪行為人彼此間具有功能支配關係，具有共同之犯罪決意與行為分擔，至於共同犯罪的決意之表達

⁴³⁰ 台北地方法院 95 年囑重訴字第 1 號刑事判決。(95 年 12 月 27 日)。

⁴³¹ 台灣高等法院 97 年囑上重更(一)第 4 號刑事判決。

方式，不以明示為必要，如依當時情形默示方式足以傳達共同犯罪之決意者，亦屬之（林鈺雄，「新刑法總則」，第 418-422 頁）。至於我國司法實務見解，向來則採取『主觀客觀擇一標準說』，亦即『以自己共同犯罪之意思，實施構成要件之行為者，為正犯；以自己共同犯罪之意思，實施構成要件以外之行為者，亦為正犯；以幫助他人犯罪之意思，實施構成要件之行為者，亦為正犯；以幫助他人犯罪之意思，實施構成要件以外之行為者，始為從犯』。

本案法官並以美國法上消息受領之責任建構模式，說明我國消息受領責任之建構：

「由此規定可知，無論消息傳遞人或消息受領人之刑事責任，均以買賣證券為要件，如未有買賣證券行為，則不構成內線交易，除非傳遞消息之內部人與消息受領人間具有內線交易之意思聯絡與行為分擔，而成立共犯關係，否則應認只負同條文第 3 項之民事賠償責任。而消息傳遞人與消息受領人內線交易責任之成立，必須符合下列要件：第一、消息之來源必須係同條文第 1 項前 3 款所規範之人；第二、消息傳遞人違反其受任人義務，不當傳遞機密消息致消息受領人獲悉內線消息；第三、消息受領人主觀上可得認識系爭消息為重大影響股價且未公開之消息；第四、消息受領人利用該內線消息買賣股票。美國聯邦最高法院在 *Dirks v. SEC* 案判決中，亦認為：須消息傳遞人違反信賴義務而洩漏消息，消息受領人明知或可得而知此種義務之違反，且消息傳遞人因洩漏消息而獲利者，消息傳遞人與受領人始應負責任。至於所謂利益，依該院在 *SEC v. Sargent* 之判決意旨，包括直接或間接獲取金錢上或非金錢上之利益，非金錢上利益包含甚廣，如朋友先前因故反目，為求恢復友誼而透露內線消息，亦為此處所稱之利益（賴英照，「論內線交易之內部人」，法官協會雜誌第 7 卷第 2 期，第 26 頁；劉連煜，「內線交易理論與內部人範圍」，月旦法學教室第 50 期，第 91 頁）。

（三） 本案凸顯消息受領模式下規範主體之問題

系爭消息表面上的確是由甲傳給第一手受領人乙，再傳給第二手受領人丁，而依第 157-1 條第 1 項第 5 款之文字「從前四款之人獲悉消息之人」來看，似乎只有直接從內部人處得到消息的第一手消息受領人才該當此描述，如此條文解釋亦可參照日本法，日本法在消息傳遞之文字規定如我國，但該國之學說實務通常解釋只有第一手消息受領者才會有責任，那麼，在我國如本案傳遞了多手的情形該如何因應？此即牽涉我國內線交易規範保護法益究竟為何的問題，若能夠肯認市場論是規範基礎，則就結果看來，不管傳遞到哪一手之受領者為交易，都會對市場健全性、公平取得消息有所傷害，所以若只規定第一手受領者的責任，將使人疑惑：是否消息受領者與消息傳遞者間必須存在某種關係，或是否我國乃採用美國法而要求消息傳遞者必須對發行人違反義務，受領者之責任方建立等等，此毋寧又混淆了內線交易的理論基礎界定。

而本案判決令人疑惑者有二，其一，法官在此又提出了美國 Dirk 案，即建構美國消息傳遞要件之一象徵性判決，比較法院於同段所提出我國消息傳遞的要件後，發現本案認為我國消息傳遞的要件竟與 Dirk 案所建立的要件大致相同，尤其是「消息傳遞人違反其受任人義務，不當傳遞機密消息致消息受領人獲悉內線消息」此要件，更以「違反義務為違法之必要要件」之論理推翻市場論中通常不審視「義務違反」的想法，此為本案判決論述中，採取市場論為其基礎理論相矛盾；其二，即使法官提出類似於美國消息傳遞模式的四要件作為我國消息傳遞規範要件，但是最終在適用時，法院並無以其提出的四個要件檢驗本案，反而以刑法傳統之共犯論將本案被告相繩。因此，本案法官首先用心良苦地建構出美國法為可參考的對象，隨後又提出 Dirk 案及相關消息傳遞責任標準，其目的何在？

所以，本章將在第二節討論消息傳遞的主體問題，以前述建構之處罰基礎理論分析，並參考目前世界其他國家關於此問題的解決之道，希望尋找出我國更適

宜的規範方式。

第二目 紅火案⁴³²

一、本案事實及判決摘要

(一) 被告及其他涉案人物身份

- 乙○○：自民國九十四年三月間起，至九十五年七月間止，擔任中國信託金融控股股份有限公司（下稱中信金控）之財務長
- 甲○○：自九十三年間起，擔任中信銀行法人金融事業總管理處金融投資處副處長、副總經理
- 丙○○：自九十三年五月十日起，擔任中信金控遵法主管及中信銀行資深副總經理職務，為中信金控及中信銀行法務部門最高主管
- 陳俊哲：中信金控之策略長

(二) 案件事實

1. 於九十四年八月間某日，因中信銀行香港分行有閒置資金未予運用，欲尋找適當金融商品投資運用該資筆金，乃購買巴克萊銀行所發行之三十年期保本連結股權型結構債。後由中信銀行財務總管理處下資金管理部代中信銀行香港分行於94年9月30日，提經於中信銀行董事會議，通過購買此一連結匯豐銀行等五檔股票標的之美金2億6000萬元結構債投資案。復於94年12月，再行通過購買本金總額為美金1億3000萬元結構債投資案。爾後，被告以利用巴克萊銀行須建立結構債避險部位之名義，在國內證券集中交易市場，以結構債總面額中之新臺幣108億1134萬8200元，陸續下單買進兆豐金控股票合計44萬3905張，中信銀行即

⁴³² 臺北地方法院96年度重訴字第19號刑事判決。(97年10月07日)

經由前開結構債之連結，鎖閉兆豐金控股票 3.97%之投票權，俟日後投資兆豐金控時機成熟時，再贖回結構債取得資金用以購買兆豐金控股票，復可利用巴克萊應付回贖而出賣建立避險部位之兆豐金控股票，使得集中交易市場上兆豐金控股票之供給面得以充足，不致因屆時主管機關行政院金融監督管理委員會（下稱金管會）核准中信金控轉投資兆豐金控後，兆豐金控股價飆升而使得轉投資成本增加，且因中信金控轉投資兆豐金控，大量購買，增加集中交易市場上兆豐金控股票之需求面，不致因巴克萊銀行之賣出股票，而使得兆豐金控股價降低，影響結構債之回贖價格。

2. 94年6月間，因金管會修正金融控股公司依金融控股公司法申請轉投資審核原則，金融控股公司對被投資事業之首次投資額度由控制性持股降為至少不低於被投資事業已發行股份總數或實收資本總額5%。因此中信金法務建議為避免向主管機關說明而造成取得核准時效難掌握，最後主管機關極有可能不核准，建議處分該結構債。
3. 而辜仲諒、陳俊哲、林孝平、乙○○、丙○○及甲○○為於95年6月為短期內取得大量之兆豐金控股份，藉以取得預定之兆豐金控董事與監察人席次，並控制中信金控取得兆豐金控之成本，共同意圖為陳俊哲所得控制資本僅美金1元之英屬維京群島紙上公司紅火公司，採中國信託資產管理股份有限公司取得資產之模式，⁴³³將結構債以絕對有利條件⁴³⁴出售予

⁴³³ 本案判決解釋此「資產管理股份有限公司取得資產之模式」如下：

「即由陳俊哲以中信集團員工為人頭所設立之海外紙上公司出面與中信集團所屬公司簽訂契約取得資產，所須資金則由陳俊哲以中國資產管理公司之資金支應，紙上公司再將所取得之資產高價轉售他人，取得款項後將中信資產管理公司提供之資金予以償還，獲利部分則歸予陳俊哲控制之紙上公司；或由紙上公司與他人簽訂契約取得資產，所須資金由中信資產管理公司提供，迨取得資產後，再與中信集團所屬公司簽訂契約，加價將資產賣予中信集團所屬公司，取得價金後將中信資產管理公司所提供之資金予以償還，差價則由紙上公司獲取，下稱AMC模式。」

⁴³⁴ 如判決中所載：

「陳俊哲、甲○○均明知前開結構債市價為美金四億零一百零八萬一千三百四十九元，竟無視前開買賣合約之內容，接續上開意圖為紅火公司不法利益之犯意，擅自與歐詠茵達成協議，

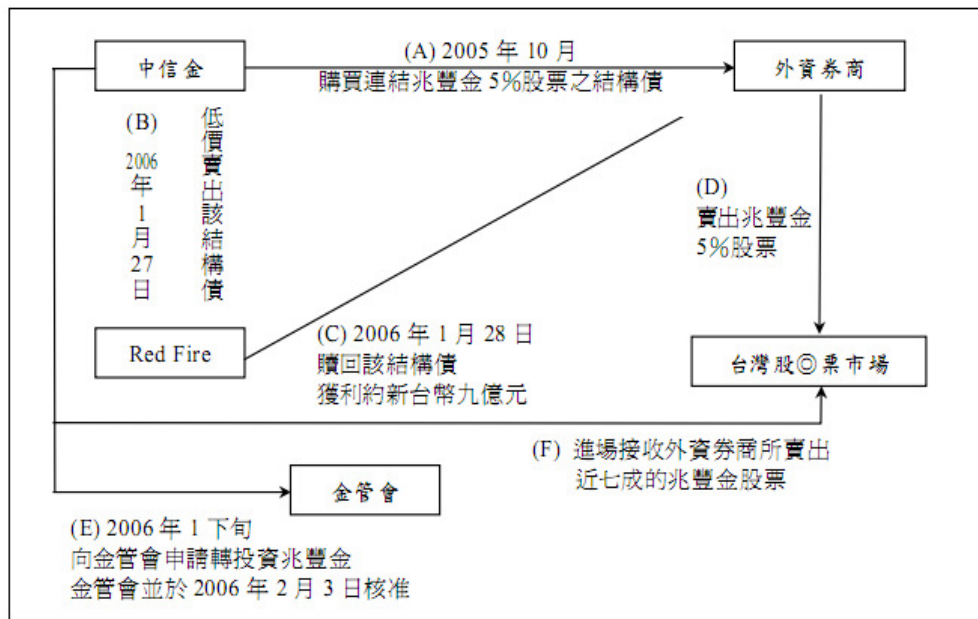
紅火公司。

4. 另一方面，雖然其將結構債先行售出，但被告仍計畫欲達成中信金控購買結構債原本預定之目的（即於金管會核准中信金控轉投資兆豐金控時贖回結構債，利用巴克萊銀行出售因建立避險部位所持有之兆豐金控股票，以利中信金控以低價買進大量兆豐金控股票）。
5. 95年1月，中信金召開臨時董事會議通過插旗兆豐金決議，並於95年1月27日，向金管會提出轉投資兆豐金之申請，金管會於95年2月3日核准之。
6. 陳俊哲指示其之紙上公司CTAI原本應支付中信證券之款項均逕匯款至CTAI公司於中信銀行香港分行之活期存款帳戶，供陳俊哲掌管之CTAI公司使用，最後CTAI之款項即經由其他帳戶匯至紅火公司，使其可支付予中信銀行香港分行之紅火公司向中信銀行香港分行購買結構債之頭期款。
7. 又歐詠茵要求賣回上開權利憑證予巴克萊銀行，巴克萊銀行遂透過巴克萊證券，在國內證券集中交易市場上，售出兆豐金控股票共37萬9905張，中信金控則於金管會核准投資兆豐金控後，乙○○、甲○○於95年2月10日至同年3月2日期間內，在國內證券集中交易市場，委託買進兆豐金控股票共計58萬8416張。在此期間，因有雙方大量之供需，股價因而在23元至24元間上下起伏，賣出之價格均高於其買進時之價位（平均買價21.7元），辜仲諒、陳俊哲、林孝平、乙○○、甲○○及丙○○即利用此種供需配合之方式間接操縱股價，中信金控不僅因巴克萊銀行有大量兆豐金控股票賣出而得以在短期內大量買進兆豐金控股票，復因巴克萊

逕自同意紅火公司以美金三億九千萬元之百分之五即美金一千九百五十萬元、百分之二十五即美金九千七百五十萬元，作為結構債之頭期款與第二期款。」

銀行大量賣出兆豐金控股票使供給增加，因而雖中信金控大量買進，股票價格亦不致因需求增加而使價格劇烈上漲，間接操縱股價，使中信金控取得兆豐金控股票之價格得以控制在一定之區間，再度獲得鉅額之利益，並使紅火公司回贖系爭結構債之價格上漲。

中信金在本案資金流程如下圖：⁴³⁵



(三) 內線交易之控訴

被告乙○○及丙○○等人均明知併購兆豐金控之主體係中信金控，渠等均係因職業關係，獲知併購消息之人，明知確定中信金控併購兆豐金控之重大訊息將影響兆豐金控股票價格，基於市場公平交易及資訊平等取得原則，在該消息未公開或公開後十二小時內，不得對該公司之上市或在證券營業處所買賣股票或其他具有股權性質之有價證券買入或賣出，詎其等竟隱匿前開資訊，於未提報中信金控董事會決議通過，亦未向金管會申請核准，於消息未公開前，與被告甲○○共同基於犯意聯絡及行為分擔，由被告乙○○指示被告甲○○加以執行併購計畫，擅自以中信金控子公司中信銀行、中信保經、中信保全及中信銀行關係人中信鯨育樂等公司

⁴³⁵ 本圖取自林盛煌，論金控法之背信罪及其適用問題—以「中信金插旗兆豐金」乙案為例，月旦法學雜誌第144期，頁80，2007年5月。

名義，自 94 年 8 月 18 日起至同年 11 月 18 日止，直接於國內證券集中交易市場買進兆豐金控股票，總數達 66 萬 1003 張（每張為 1000 股），總金額為新臺幣 145 億 5920 萬 6250 元。

（四） 法院見解

在內線交易部分，法院見解如下：

查證券交易法第一百五十七條之一第一項之禁止內線交易罪，列有四款禁止買賣之人，其中第一款、第二款有「該公司」之規定，與第一項條文文句中之「該公司」應為相同之公司，於本案應指中信金控公司，因而所購買之股票，亦應以中信金控之股票為限，而第三款雖規定基於職業或控制關係而獲悉之人，其所購買之股票是否應與第一款、第二款之人所購買之股票相同？雖外國實務有肯定說與否定說之演進，惟在我國實務及學者則趨向於否定說。因而兆豐金控之股票於本案亦得為內線交易法規適用之標的。又查內線交易必須在消息成立與消息公開間之購買始得成立，於本案所謂之消息，應指「中信金控公司轉投資兆豐金控公司，經申請主管機關核准」一事，必待核准始有所謂消息之成立，依上所述中信金控公司因雙重槓桿比率未符合規定前，並不具備轉投資申請符合相關規定自動生效之原則，自不可能獲准轉投資兆豐金控公司，因而並無消息成立之可能，必待符合比率並經申請始因得符合相關規定自動生效，況且是否符合規定得否自動生效，仍須主管機關檢視，並為核准之通知。因而本件必待九十五年一月六日主管機關核准後始有消息產生。

再查，本件於九十四年八月至十月間購買兆豐金控之股票者，係中信銀行及其他中信金控之子公司，並非本件被告等三人，依我國權威學者之見解，上開四款係規範自然人，公司本身非證券交易法第一百五十七條之一第一項之規範對象，且買賣股票的資金係公司所有，且盈虧亦歸屬於公司，依證券

交易法施行細則第二條規定，難以認定董事係利用公司名義買回股票，雖公司利用於消息未公開之前購買，依同一法理或應對於執行之行為人為相同之規定，惟基於罪刑法定原則，在修法予以明文禁止之前，仍不得論以該罪。(賴英照著最新證券交易法解析第三六〇頁)，因而公訴意旨認被告乙〇〇、丙〇〇及甲〇〇此部分行為涉嫌違反證券交易法第一百五十七條之一第一項之規定，應依證券交易法第一百七十一條第一項第一款處罰，容或有所誤會。

綜上所述，法院認為被告乙〇〇、丙〇〇及甲〇〇在券交易法第一百五十七條之一第一項部分之控訴無罪。

二、本案分析

本案事實關係複雜，有關內線交易部分的控訴部分其實相對簡單，亦即，中信金欲併購兆豐金，而在消息未公開前，被告即先執行併購計畫，以中信金相關旗下公司購買兆豐金股票。法院最後認為被告應不該當第 157-1 條第 3 款，理由為：因為本案為交易者，為中信銀行及中信金之子公司，並非被告，而應只有自然人方會成立第 157-1 條之責任。

但是，法人內線交易之規制在其他國家其實有前例，況且，亦不能排除自然人藉由法人為內線交易以規避責任之可能性，本案雖並未分析交易主體中信金是否為其他自然人利用來為內線交易的對象，但試想可能情形如下：行為人擁有其可完全控制之紙上公司，並以紙上公司之名義為交易，那麼此和自然人自己為交易其實並無不同，同時，也會造成市場健全性之影響、資訊取得公平性的損害，豁免法人於內線交易規範之外不但成為規範漏洞，亦同時與我國內線交易規範基礎理論相違背。

以下，將在第二節以外國立法例中對於法人為交易的規範為基礎，分析我國對於法人內線交易規範制定之可能性。

第二款 其他於我國未發生之規範主體問題

第一目 以犯罪行為取得資訊並交易者

本論文從本項第一款我國案例中，歸納出本章第二節將討論的規範主體類型，包括消息傳遞模式中的規範主體範圍，以及法人是否可以為內線交易之主體，此外，從本文第二章，我們可以發現目前國際上對一種內線交易行為之探討，此行為美國稱之為「單純竊盜」，而歐盟法下以「從犯罪行為取得資訊」來稱之。若欲在立法論上加以規範，此行為之描述方式應以「以犯罪行為取得資訊」為佳，此乃因「犯罪行為」包含單純竊盜行為及其他如恐怖活動等，而為時常引用美國「單純竊盜」案例及分析作為論述基礎，本論文將以「單純竊盜」行文，表達「以犯罪行為取得資訊並交易者」之概念。

美國至今仍沿襲最高法院在 1997 年 O'Hagan 案所採取的私取理論作為內線交易規範的指導原則，因此，在檢驗行為人之責任是否成立時，一定需找出行為人違反對消息來源之義務的要件，但最近出現了「單純竊盜」的行為型態，亦即行為人無違反任何義務而取得資訊並交易的情形，如行為人以竊盜方式取得資訊並交易，在美國即掀起是否必須加以規範的討論，而此種類型之行為可參照 Dorozhko⁴³⁶一案，惟該案最後仍堅守私取理論為內線交易基礎之想法，認為行為人與身為消息來源之公司沒有任何關係，因此行為人沒有違反任何對消息來源之義務，所以，結論上單純竊盜行為不可為 1934 年證交法第 10(b)所規範。而如相關情事發生在歐盟法體系之國家，歐盟 2003 市場濫用指令第 2 條第 1 項中，將「基於其犯罪行為」而取得資訊者，納入「原始內部人」之範圍中，所以，若行為人是基於竊盜而取得資訊，或以如恐怖活動等犯罪行為製造內線資訊並交易者，在歐盟法下是屬於內線交易規範禁止的行為。

⁴³⁶ SEC v. Dorozhko, 2008 WL 126612 (S.D.N.Y.) No. 07 Civ. 9606(NRB)

美國法與歐盟法有如此之歧異，與兩者採取不同之內線交易禁止基礎理論有很大的關係，美國法固守著詐欺與義務的概念，重點放在如何評價「取得資訊的方式」，而歐盟法體系之國家乃市場論的擁護者，注重的是「系爭行為究竟會帶來什麼影響」，若會損害到市場的健全、公正性，即一律加以禁止。所以，自可理解美國法下認為竊盜的行為人對公司沒有義務，因此無詐欺存在、即無責任的判斷，反之，對歐盟法國家而言，此種偷取資訊並交易的行為型態，被認為侵害了「所有投資人必須能平等取得資訊」的原則，亦即，行為人之單純竊盜行為，一樣會達到使投資人不信任市場的效果，所以必須加以規範。

至於在我國，若行為人以犯罪行為取得資訊並交易者又將如何評價？目前我國第 157-1 條處罰的行為主體種類相當有限，單純竊盜行為並非第 1 款之公司董事、經理人，亦非第 2 款之大股東，若觀之第 3 款，行為人亦難說是基於職業或控制關係獲悉消息之人，不過在分析此款時，或許應先把此款之要件附加上「該職業具備能夠取得內線消息之特性」方是，要不然純就文義解釋下，可能會認為該竊取資訊者，基於其「竊盜之職業」而取得資訊，那麼如此的分析方式就背離了第 3 款原本規範的目的了。依照上述分析，該竊取資訊者並不能落入我國第 157-1 條任何一款的主體範圍內，然而如本章之前所述，在以法律解釋論分析下，應認我國之禁止理論基礎為市場論，但是此行為竟然無法被第 157-1 條所評價，是否有矛盾之處？本文亦將於本章第二節處理此問題。

第二節 關於規範行為主體之討論

第一項 第 157-1 條第 5 款之分析

第一款 目前我國對於消息傳遞行為的責任建構方式 及問題

如本章第一節所述，消息傳遞行為在我國的規範範圍一向沒有定論，此乃因為第 157-1 條第 1 項第 5 款之文字「從前四款之人獲悉消息之人」，似未包含通常稱作「遙遠消息受領人」或「第二手以下之消息受領人」之間接從前四款之人獲悉消息之人，惟如此解釋將與身為我國內線交易基礎理論之市場論有所扞格，因為市場論旨在防止任何會影響市場健全性的不公平內線交易，無論是第幾手之消息受領人為交易，都會損害投資人對市場的信心。

然而，實務上⁴³⁷亦並未對第 157-1 條第 1 項第 5 款之「從前四款之人獲悉消息之人」加以進一步解釋，反而在為刑事判決之時，法院目前會以刑法共犯論中之共同正犯理論，來判斷所有消息傳遞人、受領人的責任，但是，難道消息傳遞的責任判斷可以完全用共犯論解決？而現行證交法中的內線交易規定無法提供一個妥善的解決方式？畢竟第 157-1 條第 5 款本身就是特別適用於消息傳遞行為的規定，而消息傳遞模式的特殊性，或許足以取代共同正犯的判斷空間，並回歸以內線交易的基礎理論來界定規範範圍。

至於我國學界對此問題的看法，有學者認為，知悉消息者如基於特別之地位、關係或角色而得，為維護市場之公平、公正性，不論其係第幾手之消息受領人，

⁴³⁷ 我國目前法院實務判決，將間接消息受領人判決有罪之相關案例，如台開案、勁永案等。參考賴坤鴻，淺述證券市場之內線交易，台灣電子商務學會 EMBA 季刊第 21 期，頁 9，2008 年 7 月。

皆具有同一法律上之理由，使之同為本款之規範對象。⁴³⁸就此問題，實務上法院及主管機關均尚未明確表示其立場，但 87 年財政部金融革新小組曾建議於本款增列：「直接或間接」從前三款...等文字，方時有謂此顯示立法之可能趨勢，⁴³⁹但迄今為止仍未作如此之立法。反之，亦有學者持相反見解並認為，本條出現隱藏性的法律漏洞，應目的性限縮於第一手消息受領人，以免殃及無辜，⁴⁴⁰學者之採相同見解者認為：「依文字解釋應以限縮為宜，且輾轉相傳後，知悉消息之人與前三款之人間之關係已顯模糊，欲將該第二手以下之消息受領人列入規範，在理論基礎上似嫌薄弱，而其消息流傳過程之舉證亦有困難，同時，第 157-1 條訂有民事連帶賠償責任，若內部人要為無任何關係之人之行為負責，亦不具合理性，因為若受領人乃偶然間獲悉消息，並非基於特別之地位或關係，應無列入本條規範範圍之必要，否則內部人將隨時有謂其無法預測之內部人交易負連帶賠償責任之危險，再者，消息受領人若對提供消息之人與消息發生來源間之關係並無認識，其即使直接從本項前四款之人獲悉消息，亦無法把握消息之確實性」。⁴⁴¹

此外，亦有學者主張我國之消息傳遞管制模式，應比照美國法並適用 Dirk 案中建立之要件，亦即「應以前四款之人違反義務而洩密至消息受領人獲悉消息為限」、「消息來源需是前四款之人」、「受領人責任之成立不以傳遞者因洩密獲得利益為前提」、「受領人主觀上認識該消息為內線消息」，⁴⁴²惟本文以為，我國之以獨立規範內線交易之方式，與美國之以反詐欺條款規範內線交易方式，本質上即有顯著不同，所以能否全盤引入美國之消息傳遞要件，仍須視該些要件是否能合於我國的法規框架，目前我國在已有證交法第 20 條之一般反詐欺條款之規定的情形下，甚難將「傳遞人違反義務」之要件列入第 157-1 條的必要要件。因此，本文以下將把美國法的介紹部分，作為我國內線交易政策發展的參考，至於我國的消息

⁴³⁸ 劉連煜，專門職業人員與內線交易責任，月旦法學雜誌第 72 期，頁 27，2001 年 5 月。

⁴³⁹ 劉連煜，同前註。

⁴⁴⁰ 林東茂，「危險犯與經濟刑法」，頁 131，五南出版，1996 年。

⁴⁴¹ 林國全，前揭註 394，頁 285-86。

⁴⁴² 李智仁、洪培睿，論公開收購前內線交易認定時點之問題，證券暨期貨月刊第 22 卷 7 期，頁 57，2004 年 7 月。

傳遞模式究應如何解釋與發展，仍應在我國法框架之前提下進行。

這種「不直接全盤適用美國法要件，而僅以美國法做為政策發展的參考」的作法，此處以美國當時在「資訊平等理論」下發展之「消息傳遞責任」為例論述：依資訊平等理論，消息受領人被認定違反內線交易乃基於其特別之連結關係，使其居於與內部人相同的特別資訊優勢管道，而消息傳遞責任之建立，只需證明受領人明知或可得而知該資訊係直接或間接來自內部人、該資訊為一內部未公開之重大消息，且消息受領人具備行為之故意已足，⁴⁴³而直至信賴關係理論在美國法院開始發展後，法院於 Dirk 案始加上「傳遞人必須違反忠實義務」作為傳遞責任建立之要件。因此可見，在同一個法律規範框架之不同理論基礎下，消息傳遞責任都有不同解讀的空間，何況我國本身之規範架構與美國截然不同，直接引用美國目前的消息傳遞要件做為我國責任建構模式即有危險。

因此，可以看出此問題在我國仍未有一定論，本文將在以下以觀察比較法之規範方式，分析我國在市場論之基礎下應如何劃分消息傳遞規範範圍。

第二款 比較法的觀察

第一目 美國法

一、資訊平等理論

美國法之內線交易法源依據為 1934 年證交法 Section 10(b)，以及 Rule 10b-5，其他皆仰賴實務上案例法對要件之闡釋來補充之。最早發展出之資訊平等理論，乃以 1968 年 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 案⁴⁴⁴為中心，確認 Cady, Robert 案中法院所採取之「戒絕交易、或公開消息」的行為義務，若將此義務運用在消息傳遞

⁴⁴³ 張心悌，內線交易內部人之判斷--高雄地方法院九四年訴字第二七九一號刑事判決評釋，台灣法學雜誌第 114 期，頁 183-84，2008 年 10 月。

⁴⁴⁴ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833 (2d. Cir. 1968).

模式上，則消息受領人被認定違反內線交易乃基於其特別之「連結」關係，亦即，消息受領人經由消息傳遞，可以享有與內部人相同之特別優勢之資訊取得地位。⁴⁴⁵至於如何認定消息傳遞責任之成立，Texas Gulf 案亦指出，若能證明消息受領人明知或可得而知該資訊係直接或間接來自內部人、該資訊為一重大未公開消息，且消息受領人有故意，則消息受領人責任成立，而消息傳遞人即使自己並未交易，亦仍須負責。⁴⁴⁶

二、忠實義務理論

而至 1980 年之 *Chiarella v. United States* 案，⁴⁴⁷確立了忠實義務理論（亦稱信賴關係理論），此理論之著重公司內部人的信賴義務上，因此公司外部之消息受領人之責任建構即成問題。而 *Dirk* 案⁴⁴⁸中，最高法院解決此問題並提供法律適用基礎，亦即當消息傳遞人及受領人成為一共同體，並為個人利益利用內部資訊時，消息受領人責任始成立，而構成要件為：一、內部人因傳遞消息予受領人而違反其忠實義務，二、消息受領人明知或可得而知內部人違反信賴義務。關於前者之傳遞人必須有「違反忠實義務」之要件，是否代表美國法院認為消息受領人的內線交易責任為傳來責任？亦即，消息受領人本身沒有可責性，其之所以有內線交易之責任，皆是由消息傳遞者處衍生而來？關於此問題，我國學者有不同見解，有人認為受領人之責任為傳來責任，⁴⁴⁹亦有人認為「此要件之設計只是為解決當傳遞人僅單純傳遞而沒有為交易時，受領人應否負責的理論，而國內實務將之解釋為內部人、消息受領人應共同負責的理論基礎，顯有誤會」。⁴⁵⁰另外，如何判定傳遞人有無違反其忠實義務？*Dirk* 案提出傳遞人「是否有取得個人利益」，作為判斷基礎，⁴⁵¹至於利益的種類有如下三種：金錢利益、名譽利益、作為對他人之

⁴⁴⁵ LANGEVOORT, *supra* note 207, § 4.2.

⁴⁴⁶ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., *supra* note 444, at 852.

⁴⁴⁷ *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980)

⁴⁴⁸ *Dirk v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983).

⁴⁴⁹ 劉連煜，內部人交易中消息受領人之責任，中興法學第 38 期，頁 175，1994 年 10 月。

⁴⁵⁰ 林孟皇，前揭註 326，頁 53。

⁴⁵¹ *Dirk v. SEC*, *supra* note 448, at 664.

餽贈，而該案正是因為傳遞人 Secrist 乃為揭發公司弊端而傳遞消息，自己本身沒有取得個人利益，所以最後無違反內線交易，而其受領人 Dirk 亦無罪。

三、私取理論

1997 年最高法院在 O'Hagan 案肯認私取理論為內線交易基礎理論後，判斷是否違背「對消息來源之義務」，即成為責任成立之關鍵。私取理論在消息傳遞模式的運用，和信賴關係理論基本上相同，即受任人將公司未公開消息告知消息受領人時，已違反其對消息來源之信賴義務，且如果消息受領人明知或可得而知該義務之違反，消息受領人即為違反信賴義務之參與者。⁴⁵²

四、消息傳遞主體不同行為之分析

所以在美國法上，關於消息傳遞行為是否成立責任，原則上即以 Dirk 案建立的兩個要件為判斷基準，而該當責任的消息受領人不一定是間接消息受領者，因消息受領人有自己的限制要件，⁴⁵³惟從該些要件中可以看出，因為美國乃係自反詐欺條款中、以實務判決為主軸來發展其責任要件，因此終究無法離開「反詐欺」之文字，且判定「違反義務情形」是否存在，將一直是必要要件。以下討論數個具有爭議之消息傳遞行為，如消息受領人責任究竟是獨立責任亦或從屬責任？傳遞人與消息受領人間究竟為何種關係？內部人違反忠實義務傳遞消息，但受領人並未為證券交易時，內部人是否為反內線交易規定等，美國實務上有採肯定見解者，亦有採否定見解者，⁴⁵⁴目前仍無定論，本文將嘗試討論之：

- (一) 若傳遞人違反義務傳遞消息、並從中得利，但受領人並未買賣（單純傳遞）

依照以上之分析，若傳遞人違反義務，受領人亦知悉其違反義務，並知悉消

⁴⁵² LANGEVOORT, *supra* note 207, § 6.13.

⁴⁵³ 賴英照，論內線交易之內部人，法官協會雜誌第 7 卷第 2 期，頁 27，2005 年 12 月。

⁴⁵⁴ 賴英照，同前註。

息之重大性，卻仍為交易，此時受領人及傳遞人皆違反 Section 10(b)，需負擔內線交易責任，即使傳遞人本身並無交易，⁴⁵⁵但若傳遞人違反義務傳遞消息、並從中得利，但受領人並未買賣，在美國法下評價如何？依 SEC v. Adler 案，⁴⁵⁶第 11 巡迴法院採用「利用說」，亦即被告使用內線消息於交易中成立責任，若其只是持有資訊並交易則非規範範圍，⁴⁵⁷所以既然僅持有資訊並交易都不會成立責任，那麼無人交易之情形，在美國法下傳遞人更不需為此負責。況且，依法條文義，Section 10(b)有「in connection with the purchase or sale of any security」之文字，所以受領人之為證券「交易」，似為傳遞人及受領人責任成立之必要要件，美國最高法院亦闡釋「in connection with」為「事實上與任何證券相關之交易」，⁴⁵⁸因此，受領人未交易則無責任乃屬當然之事。但是，傳遞人之傳遞行為本身應該如何評價？其真的必須完全和受領人責任成立相連結嗎？在 Chiarella 案作出前，SEC 曾主張：即使受領人未交易，傳遞人之責任不會因此解除，之後亦有數法院採取這種見解，認為如此「為違法行為之嘗試」應與「若此嘗試成功」之情形加諸相同責任。⁴⁵⁹因此，究竟傳遞人之傳遞行為本身是否應獨立評價，或許應先分析傳遞人及受領人責任間之關係：

美國法下消息傳遞之責任建構，若要說受領人之責任乃衍生自傳遞人，還不如說美國法下受領人與傳遞人之消息乃互為共生關係，亦即受領人的責任不是完全由傳遞人所傳來，相反地，傳遞人及受領人本身都必須為自己的行為所負責，其原因如下：

1. 因為美國囿於反詐欺條文的框架下，無法脫離關係論的論述，亦即行為過程中必須發現義務的違反方能構成違法，所以才會有「傳遞人需有違反忠實義務的行為，受領人才負責任」之論述，因此亦造成操作上看似

⁴⁵⁵ LOUIS LOSS, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION, 1002 (1988).

⁴⁵⁶ SEC v. Adler, 137 F. 3d 1325 (11th Cir. 1998).

⁴⁵⁷ LARRY D. SODER & QUIST & THERESA A. GABALDON, SECURITIES REGULATION 495 (2003).

⁴⁵⁸ SEC v. Zanford, 535 U.S. 813 (2002).

⁴⁵⁹ Kuehnert v. Texstar Corp., 412 F.2d 700, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶92406 (5th Cir. 1969)

消息傳遞人的責任是傳來責任；

2. 況且，美國學者認為受領人與傳遞人間為「真正連帶責任」(joint and several liability)，亦即，若內部人傳遞消息而其他 Dirk 案所列要件亦滿足時，傳遞人和受領人必須連帶為受領人之獲利負民事責任，⁴⁶⁰ 受害人可以向傳遞人或受領人之一請全部之損害賠償，但是其實受領人及傳遞人內部有真正分擔額，被求償之人可以以內部關係向其他連帶人求償其應該分擔的部分；⁴⁶¹
3. 再者，1988 年內線交易及證券詐欺法案⁴⁶²認為，傳遞責任並非教唆、幫助責任，所以傳遞行為的評價不應附加在受領人行為之評價下；
4. 「參與理論」：觀察最早提出「參與理論」(亦即以受領人參與傳遞人違反忠實義務的過程，論述受領人負責的前提為傳遞人之違反義務之理論)之案例⁴⁶³，其事實為：某公司 CEO 打電話給財務分析師告知內線消息，法院多數意見認為，該分析師基於內線消息交易就已經符合了「參與理論」，反之，其少數意見認為，一定要傳遞人與受領人間有意思合致之共謀，才能符合「參與」之要件。之後的 Dirk 案基本上肯定 Schein 案的多數意見，⁴⁶⁴ 其認為受領者之「參與」義務違背過程，乃從其交易行為開始，所以在受領者交易之前的行為不列入評價，而受領者與傳遞者是否有共謀就不重要了；⁴⁶⁵

因此，受領人與傳遞人間之關係，由於前述 1. 至 3. 之理由，可排除傳遞人為受領人之教唆、幫助犯之可能性。再者，傳遞人之傳遞行為之本質，是否可以獨

⁴⁶⁰ STEPHEN J. CHOI & A.C. PRITCHARD, SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS 373 (2008).

⁴⁶¹ Joint and several liability 之定義，參考 wikipedia, available at:

http://en.wikipedia.org/wiki/Joint_and_several_liability

⁴⁶² Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988

⁴⁶³ Schein v. Chasen, 478 F.2d 817, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶93984 (2d Cir. 1973)

⁴⁶⁴ LANGEVOORT, *supra* note 207, § 4:8.

⁴⁶⁵ *Id.*

立於受領人之行為而單獨評價、處罰？亦即，傳遞行為可能是單獨的可罰行為，亦或是和受領者交易行為一起評價的共同正犯？從上述理由 4，看似美國法院認為兩者之主觀上不需有意思之合致，但是客觀上仍須有行為之分擔，因此，實難以平常的共犯理論來判定傳遞行為是否可以獨立處罰。所以，或許我們必須以其他方式分析傳遞行為的單獨可罰性：

1. 如受領人未交易下之違反義務傳遞：「傳遞行為」本身，是否會損害美國之內線交易規範首要要保護的法律上利益？美國至今雖仍採用關係論，但不可否認的，市場之健全亦是很重要的保護對象，因此兩者發生衝突時究竟哪一個利益會妥協？此處可以參考一種情形：即當內部人主張其所以傳遞消息給特定受領人，乃完全為了公司之利益，所以內部人應無違反忠實義務，而受領人之交易亦無內線交易之責任，此情形下，若要證明內部人有無違反忠實義務，必須判斷兩件事：其一為傳遞人是否有多重目的，亦即是否參雜自己得利之意圖；其二為判斷傳遞人之手段是否適合以及必要，否則何不以開記者會等方式達成其傳遞消息的目的？⁴⁶⁶但是若能證明以上兩要件，則如同 Dirk 案的前內部人，法律上即允許其傳遞予特定族群使其得利，但其實此時市場上投資人的信賴仍然是被侵害的。所以可見，美國法律處罰與否，大多繫於傳遞人有無侵害信賴關係而合於詐欺之要件，而有無侵害市場法益則為次要考量，因此單純傳遞行為本身，或許應該被評價為與一般傳遞無異，而亦是 Rule 10b-5 欲禁止之對象。
2. Section 10(b)之「與證券買賣相關連」文字：因此似乎受領人之交易為必要條件，而單純傳遞行為不能滿足「與證券買賣相關連」之要件，但是若傳遞人不僅為傳遞，甚至「推介受領人交易」時，是否仍作如此解釋即有討論空間。

⁴⁶⁶ LANGEVOORT, *supra* note 207, § 4:6.

3. 而且，若觀察傳遞人行為本身，其實受領人事後交易與否，並不影響傳遞人行為本身違法之評價，因為受領人是否交易，對傳遞人而言僅是偶然的結果，傳遞人並不能控制，若傳遞人可以控制交易是否發生，則受領人對傳遞人而言僅是工具，系爭行為非消息傳遞，而是一般的內線交易行為，而若用刑法模式分析，則消息傳遞後未發生交易的情形，似可將傳遞人之行為解釋為未遂，惟若要處罰未遂行為需要法律特別規定。⁴⁶⁷ 因此，在立法政策之選擇下，或許因為今日 Section 10(b)並無相關未遂犯規定，所以應認美國不欲處罰此種「內線交易未遂」的情形。

所以，傳遞行為本身或可稱為內線交易之「未遂」，而此未遂犯是否可獨立處罰？基於條文「與證券交易相關」之文字，以及並未為未遂犯規定之原因，目前仍不能單獨處罰傳遞行為，但其實觀察美國司法實務的演進，將來傳遞行為或許有獨立處罰之可能。

(二) 消息多手傳遞之遙遠受領人責任

至於在消息多手傳遞的情形，美國法院基本上認為，規範範圍應包括間接消息受領人，⁴⁶⁸亦即第二手以下之間接受領人亦是 Section 10(b)所禁止的，有謂此乃因間接受領人的義務是從內部人衍生而來，並非其前一手之消息受領人。⁴⁶⁹那麼，若多手傳遞發生如下之情形，本論文以美國法要件，分析美國法下可能解決方式：

⁴⁶⁷ 參考美國 Model Panel Code §5.01 之關於未遂犯的規定：

Article 5. Inchoate Crimes

§ 5.01. Criminal Attempt.

(1) Definition of Attempt. A person is guilty of an attempt to commit a crime if, acting with the kind of culpability otherwise required for commission of the crime, he:

(a) purposely engages in conduct that would constitute the crime if the attendant circumstances were as he believes them to be; or

(b) when causing a particular result is an element of the crime, does or omits to do anything with the purpose of causing or with the belief that it will cause such result without further conduct on his part; or

(c) purposely does or omits to do anything that, under the circumstances as he believes them to be, is an act or omission constituting a substantial step in a course of conduct planned to culminate in his commission of the crime.

⁴⁶⁸ 張心悌，前揭註 443，頁 185。

⁴⁶⁹ SEC v. Maio, 51 F.3d 623, 633 (7th Cir. 1995).

1. 如甲為內部人，甲傳乙，乙再傳丙，而丙交易，甲違反義務，丙知悉系爭消息為內線消息，亦知悉甲違反義務，此時甲、丙之責任成立應可確定，但是乙之責任為何？此處必須想像此些人乃為同一個鍊接關係，乙因為甲之傳遞（在符合甲違反義務、乙知悉甲違反義務、乙知悉消息重大性之情形時），已被賦予「揭露消息或不為交易」的義務，所以乙必須為「揭露消息給丙」之行為負責。⁴⁷⁰
2. 不過，若乙無故意的情形又當如何？如乙不知該消息為內線消息，或乙並無故意傳遞消息給丙，丙乃因偷聽甲乙之間的談話才知悉該消息，而此時丙卻具備所有主觀要件並隨即為證券交易，此時乙因欠缺主觀要件，所以無責任應是確定的，但是丙的責任卻亦不會因此改變，即使丙不知中間傳遞過程，身為遙遠消息受領人，只要是具備所有 *Dirk* 案的要件，丙的責任仍會成立。此即如美國 2000 年 IBM 收購蓮花公司案，⁴⁷¹ 該案包括內部人一位及消息受領人 24 位，總共有 25 人之多，消息傳遞共達六層之遠，有些人甚至不知道內部訊息之原始來源是何人，而紐約南區地方法院最後判決間接受領人皆應負內線交易責任。⁴⁷² 另外，在 *SEC v. Musella* 案中，法院認為，縱使第一層的消息受領人無責任，亦無法阻卻遙遠消息受領人的故意，⁴⁷³ 亦即，只要遙遠消息受領人知悉消息來自最初的消息傳遞人即可。⁴⁷⁴

（三） 受領人主觀要件

而在受領人之主觀部分，只要受領人知道傳遞人違反義務即可，並不要求受

⁴⁷⁰ LANGEVOORT, *supra* note 207, § 4:10.

⁴⁷¹ *SEC v. Lorraine K. CASSANO et. al.*, 61 F.Supp.2d 31 (S.D.N.Y. 1999).

⁴⁷² 鄧依仁，「從證券法內線交易理論論我國內線交易行為主體之規範」，國立政治大學法律研究所碩士論文，頁 67-68，2006 年。

⁴⁷³ 678 F.Supp 1060 (S.D.N.Y. 1988)

⁴⁷⁴ 楊鎮宇，「內線交易的理論基礎與刑事責任」，國立台北大學法學系碩士論文，頁 68，2007 年。

領人明確知悉傳遞人的身份以及精確的消息來源，⁴⁷⁵此亦是 1988 年內線交易及證券詐欺法案⁴⁷⁶中所闡釋概念：傳遞責任並非教唆、幫助責任，其僅為確保當傳遞人在關於消息之公開性、或者系爭傳遞是否違反義務的方面，有誤導受領人之情形時，傳遞人的民事責任仍能成立。甚至有判決認為，受領人即使並不很認識傳遞人之違背義務行為，傳遞人之責任仍然成立。⁴⁷⁷所以，有學者認為，Dirk 案所建立的「受領人必須對傳遞人之違反義務」之要件，其實只是針對在判斷受領人的主觀要件時，建立一個外部人之責任的論述，並非判斷傳遞人責任是否成立的要件。⁴⁷⁸因此，傳遞人和受領人的責任其實應該分別判斷，其中重疊之處僅在判斷傳遞人之責任時，需考量受領人有無交易，而在判斷受領人之責任時，需考量傳遞人有無違反忠實義務。

（四） 傳遞人無傳遞具體的內線消息，僅推薦受領人買進某特定股票

另外，若傳遞人並無傳遞具體的內線消息，僅推薦受領人買進某特定股票，則是否成立消息傳遞責任？法律課以受領人責任之目的並不在於其有無被告知特定事實，重點在禁止其接收到此一般人不會得知的消息，所以，若受領人「明知或有相當明確之理由懷疑」傳遞人之推介乃為濫用公司內線資訊，則受領人仍應負責。⁴⁷⁹

（五） 受領人受領某消息，以為是內線消息並以之交易，但是實際上並非內線消息

當受領人受領某消息，其以為是內線消息並以之交易，但是實際上該消息並非內線消息，此時傳遞人及受領人責任歸屬又是如何呢？美國實務上有相似案子：

⁴⁷⁵ Thomas Lee Hazen, *Manipulation And Fraud-- Civil Liability; Implied Private Remedies; SEC Rule 10b-5; Fraud In Connection With The Purchase Or Sale Of Securities; Improper Trading On Nonpublic Material Information*, 4 LAW SEC. REG. § 12.17 (2009).

⁴⁷⁶ Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988.

⁴⁷⁷ S.E.C. v. Clark, 915 F.2d 439, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶95501 (9th Cir. 1990).

⁴⁷⁸ LANGEVOORT, *supra* note 207, §4:12.

⁴⁷⁹ LANGEVOORT, *supra* note 207, § 4.9.

⁴⁸⁰被告誤以為是內線消息交易，後未得到預期利益，因此向傳遞人提告，主張傳遞人之傳遞行為違法，法院認為，因為原告自己本身已為違法的行為之未遂犯，所以不可對被告為如此之主張。但是此見解被最高法院所糾正：最高法院認為，即使本案受領人既遂而構成內線交易法律之違反，其可責性仍小於傳遞人，此乃因為受領人之「公開資訊或禁絕交易」之義務乃來自於傳遞人之違反義務行為，再者，最高法院並提出讓受領人可以提出告訴的原因為：可以揭發傳遞人之不法行為、以訴訟程序達到抑制不法行為的威嚇效果、以及傳遞人其實應為類似此種訴訟程序負較多責任等。該案最高法院認同巡迴法院之見解，認為並非違法行為未遂犯就不可以請求民事賠償，法院應參酌其他要件，如或許受領人信賴傳遞人之不實陳述而蒙受損失等。

第二目 歐盟法

一、1989年內線交易指令（IDD）⁴⁸¹

1989年內線交易指令(IDD)之關於消息傳遞行為之規定，造成次級內部人可以傳遞消息，但之後消息受領人的交易仍有可能違反禁止交易之規定而違法，但當時已有關於「禁止交易及禁止傳遞的規定應同樣適用在原始內部人及次級內部人」之主張。另外，IDD之消息傳遞禁止規定，並未要求行為人必有詐欺或違反忠實義務等，行為人之主觀要件亦不要求。在禁止之「行為」部分，IDD禁止行為人基於內線消息推介或引誘交易，亦即若傳遞人未告知該內線消息之確切內容，仍必須負責。

二、2003年市場濫用指令（MAD）⁴⁸²

2003年市場濫用禁止指令(MAD)則對消息傳遞行為有不同之規範。該指令第

⁴⁸⁰ Bateman Eichler, Hill Richards, Inc. v. Berner, 472 U.S. 299, 105 S. Ct. 2622. 86 L. Ed. 2d 215, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶92063 (1985).

⁴⁸¹ 請參考本論文於第二章第二節第二項處，關於歐盟內線交易指令(1989 IDD)之分析。

⁴⁸² 請參考本論文於第二章第二節第三項處，關於歐盟禁止市場濫用指令(2003 MAD)之分析。

3條禁止原始內部人不可「揭露內線消息給任何其他人，除非該揭露為其行使職權、職務或專業之正常程序，以及基於內線消息，推介或引誘其他人取得或處分與該消息相關之金融商品」，且第4條亦規定次級內部人：「成員國需保證第2條及第3條也適用於任何持有內線消息之人，當該人知道或應該知道該消息為內線消息之時」。亦即，任何持有內線消息並明知該消息為內線消息者，皆須受到禁止交易、揭露、推介、引誘的規範，所以原始內部人及次級內部人在行為義務上就沒有區分了。

三、分析

歐盟以市場論作為其規範基礎理論，在消息傳遞模式下亦完全展現：判定責任時，不須作任何關於「義務」存在的判斷，而且主體範圍沒有限制，「任何人」都有可能成為消息受領人，而必須盡本指令之行為義務。所以消息傳遞人的義務根據第3條，則不論消息受領人後來有無為交易，傳遞人都必須為其揭露消息或推介、引誘受領人交易之行為負責任，所以若傳遞人並未告知受領人消息之具體內容，僅推介其購買系爭證券，亦被禁止之。

第三目 法國法

一、1990年90-08號規則⁴⁸³

法國COB之90-08號規則之消息受領人的定義為「直接或間接經由前揭人而持有內線消息之人，消息受領人必須認知到該消息為內線消息，亦需認識消息傳遞人為內部人」，將「直接、間接」取得資訊者皆納入規範，即代表當時並未將責任限制在第一手消息受領人，惟此處多了「須認識消息傳遞人為內部人」之要件，若是第二手以下的遙遠消息受領之情形，則該些遙遠受領人之責任將不易成立。

二、2004年AMF一般規則⁴⁸⁴

⁴⁸³ 參考本論文於第二章第三節第三項之條文分析。

2004 年 AMF 一般規則，整併第 90-08 號規則，並納入歐盟內線交易指令的概念，第 622-1 條規定第 622-2 條所提到的行為人「不可使用內線消息，為自己或為他人，直接或間接取得或賣出相關證券；亦不可在職務範圍外傳達內線消息予第三人；也不可基於內線消息，推介或促使第三人取得或處分與消息相關之有價證券」，而消息傳遞之主體則規定於第 622-2 條：「以上之禁止規定亦適用於任何持有內線消息之人，當該些人明知或應該知道系爭資訊為內線消息」。

三、分析

因此，法國的消息傳遞規定，自 1990 年到 2004 年逐漸擴張規範範圍，刪除之前「須認識消息傳遞人為內部人」之限制。並且消息傳遞人必須為其單獨的傳遞行為負責，無論受領人有無為交易。另外，若傳遞人並未告知受領人消息之具體內容，僅推介其購買系爭證券，此行為亦在禁止之列。

第四目 德國法

一、1994 年證券交易法(WpHG)⁴⁸⁵

當時第 14 條規定內部人不可基於內線消息為證券之交易行為、消息傳遞予第三人之行為、以及基於內線消息推介第三人為證券交易行為，但同條第二項關於消息受領人之規定，僅禁止其利用該消息為證券交易，並無限制其傳遞消息或推介買賣。

二、2004 年證券交易法(WpHG)⁴⁸⁶

2004 年 WpHG 並無在定義上區分原始內部人及次級內部人，第 14 條之禁止行為規定適用於所有人：禁止使用內線消息交易證券、禁止傳遞內線消息、禁止推介或引誘他人交易。兩者之區分僅在關於責任類型的規定處始可見到，亦即傳

⁴⁸⁴ 參考本論文於第二章第三節第四項之條文分析。

⁴⁸⁵ 參考本論文第二章第四節第二項之分析。

⁴⁸⁶ 參考本論文第二章第四節第三項之分析。

遞人與受領人的交易行為皆有刑責處罰，但是在消息傳遞行為處，次級內部人之傳遞僅有行政責任，而原始內部人若為傳遞仍處刑責。

三、分析

德國法之消息傳遞責任，自 1994 年至 2004 年亦逐漸擴張規範範圍，使次級內部人亦須為其傳遞、推介行為負責。再者，任何人必須單獨為其傳遞或推介交易行為負責，不論受領人或受推介人最後有無真正為證券交易。另外，若傳遞人並未告知受領人消息之具體內容，僅推介其購買系爭證券，此行為亦在禁止之列。

第五目 英國法

一、1993 年刑事審判法⁴⁸⁷

第 52 條第 2 項規定「內部人知道或有合理原因、而應該知道其行為會構成本條第 3 項，還鼓勵他人為與內線消息相關之證券交易者，內部人有刑事責任，不管他人是否明知該交易之證券乃為與內線消息相關之證券；或除非是為職務、專業適當範圍內之行為，否則若該人揭露資訊給他人，即成立刑事責任」，所以英國 1933 年刑事審判法禁止內部人為消息傳遞或推介交易，不論消息受領人最後有無交易亦不論消息受領人是否確知該消息之詳細內容。

至於同法第 57 條，亦規定內部人範圍為「因為身為發行人之董事等職位，或因其職業、僱傭關係而取得資訊者，若其從此些管道取得資訊，亦具備故意，又明知該些資訊為內部資訊者；或發行人之董事等或因職業、僱傭關係取得資訊者，傳遞消息給消息受領人，而受領人亦具備故意，又明知該些資訊為內部資訊者」，因此，原始內部人及次級內部人都因此條而被納入「內部人」之範圍，而受第 52 條第 2 項之規範，不可為消息傳遞、不可推介交易。

二、2005 年金融服務法(FSMA)修正案⁴⁸⁸

⁴⁸⁷ 參考本論文第二章第五節第二項之分析。

第 123 條第 1 項規定：「若 FSA 認為某人（下稱該人作 A）：(a) 正在作或曾經為市場濫用行為；或(b)作為或不作為使他人（一人或多人）被允許或被鼓勵為某行為，而若該行為乃 A 所為，會導致市場濫用，則 FSA 可以處 A 罰鍰，金額為 FSA 認為適當之數額」。另外，第 118B 條規定：「(e) 透過其他方法取得消息，而其明知或合理期待其應知道該消息為內線消息」者，亦為內部人，所以「次級內部人」亦在作為規範主體之內部人之列，只是 FSMA 並未特別加以區分。第 118 條亦禁止消息傳遞：「第二種成立市場濫用之行為，乃為於非適當執行其職務、任務之情形下，內部人揭露內線消息予其他之人」。因此，FSMA 中亦有禁止內部人為消息傳遞、以及鼓勵他人為市場濫用之行為（受領人交易即屬市場濫用之行為），其並未限制受規制的消息受領人之範圍，而且僅是傳遞、或「鼓勵、允許」之相當於推介、引誘之行為，可以單獨成立責任，受領人是否為交易不在考量範圍內。

三、分析

所以英國之規定內線交易刑事責任基礎之 1993 年刑事審判法，以及行政責任基礎之 2005 年 FSMA 修正案，在消息傳遞部分，受規制之消息受領人無範圍限制。另外，傳遞人或受領人都不可以為傳遞消息、或推介買賣證券，傳遞行為或推介行為之責任是獨立責任，不待後手消息受領人之交易，責任即已成立。

第六目 日本法

一、1988 年證券交易法修正⁴⁸⁹

第 190-2 條規定，「消息受領人」乃為從與公司有關係之人、或之前與公司有關係之人之處，受領與重大事實相關的消息之人。而消息受領人所受到的規範和與公司有關係之人相同。

⁴⁸⁸ 參考本論文第二章第五節第四項之分析。

⁴⁸⁹ 參考本論文第二章第六節第一項之分析。

當與公司有關係之人傳遞內線消息予消息受領人時，若消息受領人未為交易，則消息傳遞人及消息受領人皆不違反第 190-2 條或第 190-3 條，⁴⁹⁰而受領人若為交易，消息受領人即會違反第 190-2 條或第 190-3 條，但消息傳遞人只有在其為幫助或教唆時，方成立責任。此外，只有第一手消息受領人為交易時才受到規範，此乃因為條文規定，消息受領人必須自第 190-2 條之「與公司有關係之人」或「之前與公司有關係之人」處受領與重大事實相關的消息。

所以，當時日本法僅規範第一手之消息受領人。而且受領人與傳遞人之責任是互相牽連的，傳遞人之傳遞、推介交易之行為，必須受領人有真正為交易，傳遞人之責任才會成立。

二、目前證券交易法之消息傳遞規範內容⁴⁹¹

目前金融商品交易法第 166 條規定內線交易行為，關於消息傳遞部分，第 3 項指出：「某人若從發行公司 A 之內部人處受領內線消息，而該內線消息乃第 1 項內部人經由該項各款所規定之方式所取得，則該消息受領人不可買賣有價證券；若某乙從法人 B 之職員甲受領消息，該消息乃甲藉由職務而知悉，且該消息亦與甲之職務相關，而同時乙亦為該法人 B 之職員，乙亦受規範而不得買賣有價證券。」

至於引誘或推介他人交易之行為，金融商品交易法並未規定，但回歸日本刑法之教唆犯的規定，⁴⁹²若要成立教唆犯的責任，必須正犯有著手實行侵害法益始可，因此單純地引誘或推介他人交易，在日本法上不是獨立的責任，如果傳遞人傳遞消息予受領人，並且推介其為證券交易，且受領人有交易時，傳遞人方有刑

⁴⁹⁰ See Philip Summe & Kimberly A. McCoy, *Insider Trading Regulation: A Developing State's Perspective*, 5(4) JOURNAL OF FINANCIAL CRIME 311, 330 (1998).

⁴⁹¹ 參考本論文第二章第六節第二項之分析。

⁴⁹² 1907 年第 45 號法律，刑法第 61 條、第 62 條：

Article 61 (inducement)

(1) A person who induces another to commit a crime shall be dealt with in sentencing as a principal.

(2) The same shall apply to a person who induces another to induce.

Article 62 (accessoryship)

(1) A person who aids a principal is an accessory.

(2) A person who induces an accessory shall be dealt with in sentencing as an accessory

法上教唆、幫助的身份而成立犯罪。⁴⁹³另外，金融商品服務法亦未禁止單獨的傳遞行為，單純的傳遞行為本身亦不成立內線交易犯罪，⁴⁹⁴也不可作為有為證券交易之受領者的共犯來處罰。⁴⁹⁵

三、分析

日本法目前規範範圍仍限於第一手消息受領人，因為文義上限從「內部人」處受領消息者始受規範。我國第5款雖然也是規定「自前四款之人處獲悉消息者」，但卻一直有究竟是「直接」或「間接」獲悉消息者之爭議，但日本並無類似爭議，一般都認為該條文指「直接」受領消息者，所以只有第一手受領者才有禁止交易的限制。

單純傳遞行為不會成立責任，即使受領人有交易，傳遞人亦不會成立共犯。只有傳遞並加上教唆受領人交易，傳遞人才會成立教唆幫助的從犯。因此推論，傳遞人有無告知受領人具體內線消息內容並非重點，但是受領人責任成立時，必是傳遞人有教唆其交易，且受領人本身亦如之法條規定，客觀上受領重大未公開之內線消息，主觀上亦對該消息之重大性有所認識。

⁴⁹³ 神崎克郎、志谷匡史、川口恭弘，前揭註362，頁890，註2。

⁴⁹⁴ 神崎克郎、志谷匡史、川口恭弘，同前註，頁890，註2。

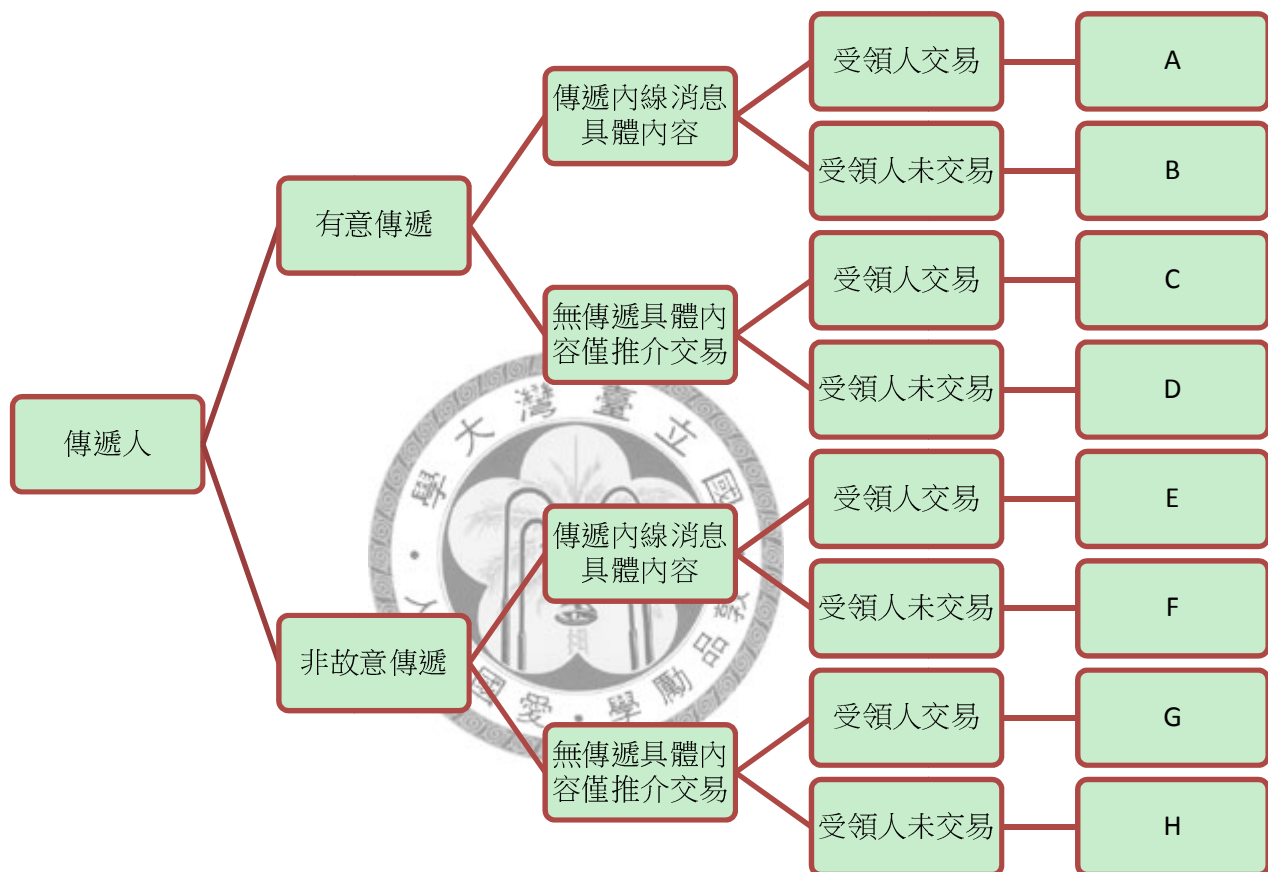
⁴⁹⁵ 神崎克郎、志谷匡史、川口恭弘，同前註，頁889。

[圖表 2] 比較法整理

法國	德國	英國	日本
<p>AMF規則（行政責） 處罰交易、傳遞、推介，僅對於是否為AMF監管之公司，有不同處罰規定。</p>	<p>證交法規定： 所有人皆不可交易、傳遞、推介。 無區分原始、次級內部人</p>	<p>FSMA（行政責） 原始及次級內部人交易、傳遞、推介（鼓勵），FSA可以介入為行政處分。</p>	<p>金融商品交易法： 處罰原始及次級內部人交易。</p>
<p>金融貨幣法（刑責） 處罰交易、傳遞、推介，原始內部人之交易刑度為A，傳遞行為刑度為B，次級內部人交易傳遞刑責相同，皆處C。</p>	<p>責任： 原始內部人交易、傳遞處刑罰，刑度為A。 次級內部人交易處刑罰，刑度A。傳遞、推介處行政罰。</p>	<p>刑事審判法（刑責） 處罰原始、次級（消息直接間接從內部人取得）內部人之交易、傳遞、推介。</p>	<p>推介、引誘： 刑法教唆犯（必須受領人有交易）</p>

[圖表 3] 傳遞人自己本身未交易時，其傳遞之責任之分析：

(圖表 3 須與圖表 4 互相參照：Y 為成立內線交易責任，N 為不成立)



[圖表 4] 傳遞人自己本身未交易時，其傳遞之責任之分析—表格：

	A	B	C	D	E ⁴⁹⁶	F	G	H	受領人
美國	Y/N ⁴⁹⁷	N ⁴⁹⁸	Y ⁴⁹⁹	N ⁵⁰⁰	N ⁵⁰¹	N	N	N	不限
歐盟	Y	Y	Y	Y	N ⁵⁰²	N	N	N	不限
法國	Y ⁵⁰³	Y	Y ⁵⁰⁴	Y	N	N	N	N	不限
德國	Y	Y	Y	Y	N	N	N	N	不限
英國	Y	Y	Y	Y	N	N	N	N	不限
日本	Y/N ⁵⁰⁵	N	Y ⁵⁰⁶	N	N ⁵⁰⁷	N	N	N	第一手
我國	Y ⁵⁰⁸	N ⁵⁰⁹	Y ⁵¹⁰	N ⁵¹¹	N ⁵¹²	N	N	N	爭議

⁴⁹⁶ 此之可能情形為：傳遞人僅想將與家人日常對話，並相信家人不致對外揭露該消息或為交易，但不料其家人仍為上述行為，此時受領人或許有責任，但傳遞人則不一定成立責任；或者如 *Switzer* 案，內部人討論內部消息，並無意傳遞出去，但受領人偷聽到而後據以交易的情形。See STEPHEN M. BAINBRIDGE, *SECURITIES LAW* 75-76 (1999).

⁴⁹⁷ 必須當傳遞人違反忠實義務，且受領人明知時。但是亦有可能是傳遞人無違反義務，但有意傳遞，並且傳遞具體內容，最後受領人亦交易，此時傳遞人仍無責任，如 *Dirk* 案。

⁴⁹⁸ 條文規定，必須「與買賣證券相關連」。

⁴⁹⁹ 分析同於 A，但若為傳遞人推介受領人交易之情形，要主張傳遞人無違反義務較為困難，因其推介行為已屬濫用公司內線資訊，違反義務情節明顯。

⁵⁰⁰ 分析同 B，美國實務上亦認為必須受領人有交易，傳遞人方有責任。但這邊或許可以討論傳遞人責任的獨立性：亦即，傳遞人之推介交易行為已經屬於「與證券交易相關」之違反義務行為，如果其可藉由其之推介從中得到利益，其實此在法律評價與 C 並無太大差異。

⁵⁰¹ 此處需判斷傳遞人是否違反忠實義務，若傳遞人有故意、重大過失使內線消息洩漏，如將記載內線消息之重要文件隨意放置，使受領人發現進而交易，則或許可判定傳遞人有違反忠實義務之情形。以下 F,G,H 分析相同。

⁵⁰² 主觀要件不滿足，而法條未規定過失傳遞的責任，因此負責範圍應以故意傳遞者為限。

⁵⁰³ 為自己的傳遞行為負責，為獨立責任。

⁵⁰⁴ 推介行為亦在禁止之列。

⁵⁰⁵ 必須在傳遞的過程中，亦「推介」受領人基於內線消息為證券交易方成立責任。

⁵⁰⁶ 教唆或幫助犯

⁵⁰⁷ 主觀要件不滿足，日本法此處不罰過失。

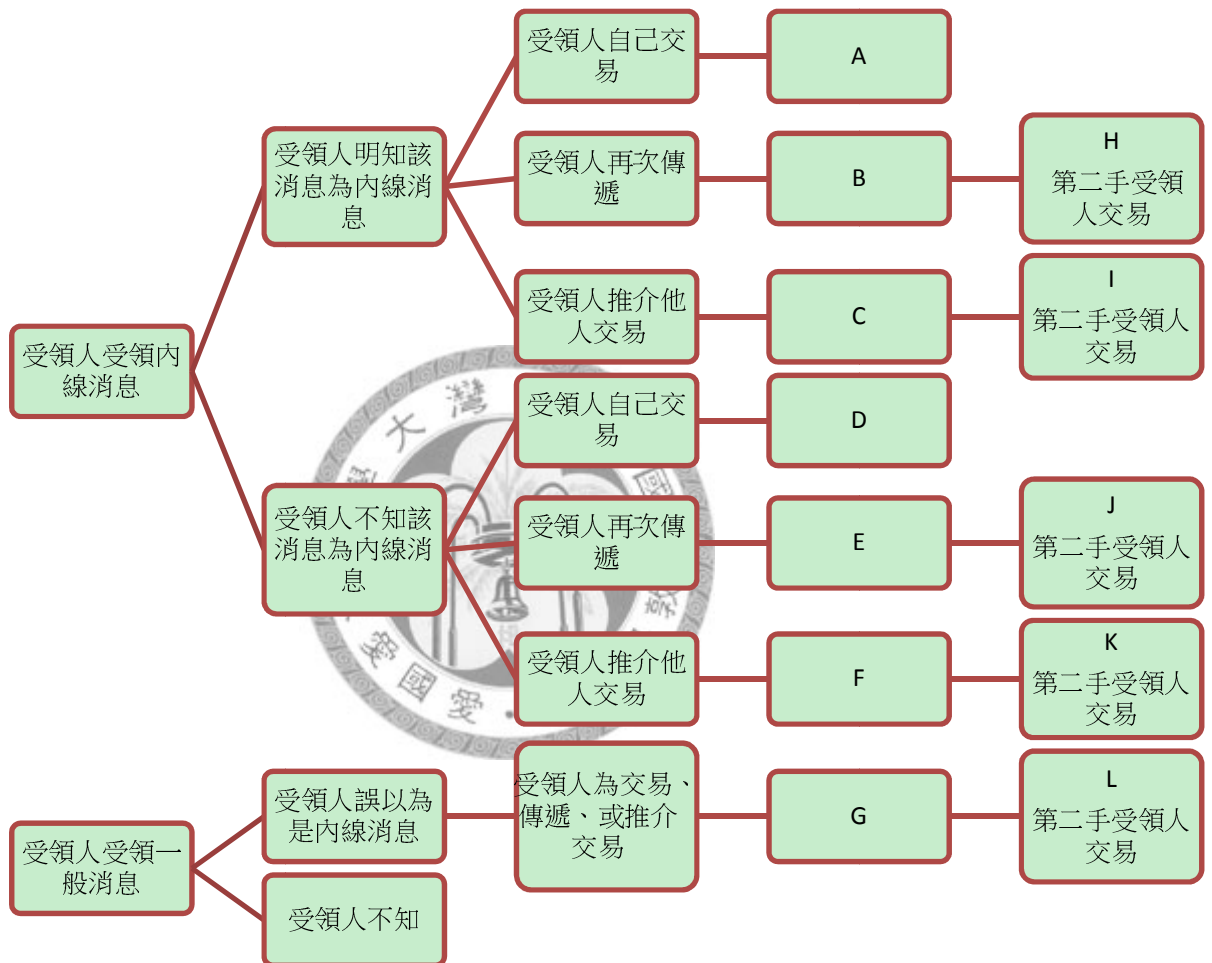
⁵⁰⁸ 會被論以受領人之共犯，因而需負責

⁵⁰⁹ 受領人無交易，因此不成立第 157-1 條第 5 款，所以傳遞人亦不會是共同正犯。

⁵¹⁰ 可能被論以間接正犯，或教唆、幫助犯。可能情況為：受領人深知傳遞人在該公司之地位，而相信傳遞人必傳遞重大消息，但是因受領人還是無認識身為構成要件之「重大消息」，所以受領人不成立犯罪（仍有爭議），而傳遞人亦非共同正犯。

[圖表 5] 受領人責任分析：

(圖表 5 須與圖表 6 互相參照)



(這邊的「消息」要不要是具體內容？而受領人要不要認識？)

⁵¹¹ 從犯之責任依附性，所以受領者之責任不成立，傳遞者亦無責任。

⁵¹² 我國第 157-1 條刑責上無過失犯之處罰，所以若傳遞人非故意傳遞，則其主觀要件不能滿足。以下分析相同。

[圖表 6] 第一手受領人之責任分析—表格：

	A	B	C	D	E	F	G
美國	Y/N ⁵¹³	Y ⁵¹⁴	Y ⁵¹⁵	N ⁵¹⁶	N	N	N ⁵¹⁷
歐盟	Y	Y	Y	N	N	N	N
法國	Y	Y	Y	N	N	N	N
德國	Y	Y	Y	N	N	N	N
英國	Y	Y	Y	N	N	N	N
日本	Y	N	N	N	N	N	N
我國	Y	Y ⁵¹⁸	Y ⁵¹⁹	N ⁵²⁰	N ⁵²¹	N ⁵²²	N ⁵²³

⁵¹³ 需檢視傳遞人有無違反忠實義務、受領人是否對此事主觀有認知，以及受領人是否知悉該消息之重大性。

⁵¹⁴ 第一手消息受領人已因傳遞人之傳遞而負有「戒絕交易或公開揭露」的義務，所以其傳遞消息給特定之第二手消息受領人，而且第二手受領人又交易時，第一手受領人已經違反內線交易規定。

⁵¹⁵ 此處法律課以受領人責任之目的並不在於其有無被告知特定事實，重點在禁止其接收到此一般人不會得知的消息，所以，若第二手受領人「明知或有相當明確之理由懷疑」第一手受領人之推介乃為濫用公司內線資訊，則第二手受領人仍應負責，第一手受領人的責任程度與傳遞行為並無二致，因此亦應負責。

⁵¹⁶ 第一手受領人主觀要件不備。

⁵¹⁷ 受領人本身不會有責任，而本文在美國法消息傳遞規定之部分，有介紹關於此情形下為交易之受領人向法院起訴傳遞人之案例。

⁵¹⁸ 若第二手受領人有為證券交易，則我國可能將第一手受領人作為共犯處理。

⁵¹⁹ 若第二手受領人有為證券交易，則我國可能將第一手受領人論以教唆、幫助犯或是共犯。

⁵²⁰ 主觀之構成要件不滿足。

⁵²¹ 第一手受領人是否可以成為第二手受領人之共犯？第一手受領人之主觀構成要件不具備，亦無和第二手受領人有犯意之聯絡，因此責任不成立。

⁵²² 分析同上

⁵²³ 我國認為此情形為構成要件之錯誤，應成立未遂，但是第 157-1 條不罰未遂，所以此情形下行為人無責任。

第三款 以處罰基本理論分析消息傳遞責任

第一目 市場論下仍有限縮處罰程度及處罰主體之可能

依據本章第一節第一項之分析，我國目前之內線交易規範理論，應認係採市場論，亦即著重在保護整體證券交易市場之健全性、投資人資訊取得之平等、以及對市場的信心，因此，所有關於內線交易行為的規範範圍，皆應以此為核心設計。所以，關於第 157-1 條第 5 款所述之「從前四款之人獲悉消息者」，其實不管任何消息受領者，若利用其他投資人所不能取得之消息交易，皆會損害其他投資人對公平市場的信心，因此，任何模式之消息傳遞所導致之內線交易，法律皆應禁止方是，並且在相同思考下，單純傳遞消息、或基於內線消息而推介他人為特定證券之買賣，該些行為皆有高度可能性會導致內線交易損害之發生，所以本於市場論的思考，亦應是禁止的對象。

採取這種處罰全部單純傳遞、單純推介、以及受領人之立法例，為市場論擁護者之歐盟法，但是在歐盟各成員國的內國法實踐中，雖然遵從市場濫用指令而將該些人皆納入管制範圍內，但不同國家對不同主體仍作了不同程度的處罰之決定，如有些將受領人處行政罰，而傳遞人為刑罰；有些國家將受領人及傳遞人處以不同輕重程度之罰金等。因此，雖然傳遞人及受領人都會對內線交易規範欲保護的法益作出相同侵害，但是在處罰的程度上，⁵²⁴仍有立法例將之作不同區分。

另外日本的內線交易規定，雖然亦是立基於保護健全市場的市場論，但是在處罰消息傳遞模式上，以第二手以下之消息受領者與消息來源距離過遠，⁵²⁵而僅規範第一手消息受領人，並且，只有受領人為交易，且傳遞人為傳遞及推介交易時，傳遞人方有責任。因此，我們亦可知有立法例在刑事政策上作了選擇：即使以市場論為基礎，但是對於處罰的主體作了限縮。

⁵²⁴ 處罰類型之區分，本文將於第五章再作分析。

⁵²⁵ 參考神崎克郎、志谷匡史、川口恭弘，前揭註 362，頁 889。

再觀察美國的立法例，其對消息傳遞之責任作了更多要件之限制。因此當我們回頭檢視我國的立法：若重新以市場論為基礎，應如何制定我國消息傳遞規範？或許可以重新檢視是否需要調整消息傳遞處罰主體、處罰程度、⁵²⁶以及在刑事責任中適用共同正犯論的方式。而本文將先建構系爭主體的行為侵害法益程度、以及必須處罰之程度，並將在第四章分析，是否有以不同責任類型、規範不同違法程度之行為主體的可能。

第二目 限縮消息傳遞處罰主體之分析

基於市場論，雖然我們肯認所有傳遞人及受領人，對於內線交易規範保護之公平市場法益皆會造成侵害，但是在立法設計上，並不必要將所有人皆作同樣地處罰，其中更可能有「不值得」處罰的情形，類似於刑法的「可罰違法性」之概念：亦即「系爭行為雖已符合犯罪成立要件，但在一般人心中，不免萌生不自然感與不合理感，因此，對於行為的違法性，應將值得科處刑罰之違法、與不值得科處刑罰之違法予以區分」。⁵²⁷而本論文在此借用刑法「可罰性」的概念，將作出某些主體的某些行為「不應以任何裁罰方式處罰」的結論。

此處重點在於處罰主體的界定，以及何種主體之何種行為可罰性較高之分析，至於衡量基準可以從對於法益侵害的貢獻程度、管制之經濟性以及比例原則出發：

一、對法益侵害之貢獻程度

關於內線交易應被禁止的理由，有認為「公司將因內線交易而使形象受損，進而影響股市價格」為其中一原因，則如果內部人為內線交易、消息傳遞或推介交易，而之後違法行為曝光，投資人將認為該公司之管理欠缺妥當性，而該公司之股東亦會覺得他們處於不平等地位，此將使公司聲譽下降而影響其在資本市場

⁵²⁶ 關於處罰程度、種類之討論，本文將於第四章、第五章分析之。

⁵²⁷ 謝靜恆，「可罰的違法性理論之研究」，中國文化大學法律學研究所碩士論文，頁 10，1992 年。

籌措資金。⁵²⁸另外，亦會讓外界覺得該公司之代理成本過高，其經營階層濫用內線消息追求高額利潤，並造成社會對資訊財產權之分配產生疑惑。因此，內部人為傳遞或交易，容易讓投資人有「因為該人處於接近消息核心的地位，所以容易取得消息進而牟取私利，而該地位非一般人可以取得」的不公平想法。

但是當傳遞人傳遞給受領人，而受領人交易，亦或受領人再繼續傳遞給第二手以下受領人時，此些交易者離消息核心甚遠，其取得資訊之原因或許也因為某特殊地位，而與其他投資人相較，還是有不公平之情形存在，但也可能是其他偶然的原因，比如受領人在路邊不小心聽到他人的對話，而受領人之所以得知消息，乃完全基於運氣，其他投資人即不會有不平等的感覺，進而失去對市場的信賴。此亦或是日本法消息傳遞規範，只處罰第一手受領人之訂定背景，亦即「距離消息來源過於遙遠，而不處罰第二手以下消息受領者」。再者，若非傳遞人之傳遞，受領人也不會為內線交易，美國法上認為傳遞人之所以可責性較高，乃因為受領人之責任係自「傳遞人違背義務」一事而來，⁵²⁹那麼，或亦可基於類似理由，認為傳遞人負擔較高之可責性，畢竟傳遞人濫用公司消息傳遞予他人乃是後續內線交易發生之始作俑者。

二、管制經濟之分析

若僅將傳遞人及第一手受領人，納入規範之禁止範圍內，是否符合管制之經濟性？有學者認為應限縮第 157-1 條第 5 款之「從前四款之人獲悉消息者」在第一手消息受領人，⁵³⁰其理由之一，即因「消息流傳過程之舉證顯有困難」，本文以為，此應非第二手以下之受領人不成立內線交易責任之理由，而是因為將其納入處罰範圍中不符合經濟原則，此可由兩方面論述：

在犯罪行為發現及調查層面上：證券交易所對於內線交易之監控，平日乃監

⁵²⁸ 陳靜玲，「以經濟分析的觀點論內線交易之規範」，私立東吳大學法律學研究所碩士論文，頁 77，2000 年。

⁵²⁹ 參考美國 *Bateman Eichler, Hill Richards, Inc. v. Berner* 案，前揭註 480。

⁵³⁰ 林國全，前揭註 394，頁 285-86。

視是否有異常交易，若有異常，且該股票有重大影響股價之消息發生，監視部會作成「交易分析意見書」，綜合分析公司營運狀況、內部人股權異動情形、關係企業之投資、內部人二親等以內親屬之交易狀況等，綜合判斷是否有內線交易之情事。而證券交易所對於公司相關財務狀況、營運狀況、內部人及其關係人在證券商開戶之基本資料、股權活動都建有檔案，以電腦自動查核方式監控異常交易。此外，證交所會同時分析重大影響其股票價格之消息公布前後，其股票價格及成交量發生明顯變化時，針對買賣較大之投資人與公司內部人交易之關連性加以分析。⁵³¹因此，證交所監控內線交易之方式，主要乃由其所掌握之內部人資料出發，判定異常交易人與內部人間之關係，如果法律僅處罰傳遞人和第一手受領人，或許在監控上可以縮小範圍，或若電腦判讀出可疑行為人時，只要調查其和內部人間之直接連結，而不必因為複雜的傳遞層次關係，而延誤了調查的時效及違法的發現。

在訴訟程序進行層面上：關於檢察官之舉證程度，最高法院認為：「無論直接或間接證據，在訴訟上之證明，需於通常一般人均不致有所懷疑，而得確信其為真實之程度者，始得為有罪之認定」，⁵³²所以在消息傳遞之內線交易發生時，檢察官必須舉證所有傳遞消息的過程，目前我國尚無傳遞太多層之情形，但我們仍不能排除將來會發生如美國 IBM 併購蓮花公司之六層傳遞的可能性，⁵³³屆時，若檢察官必須找出所有傳遞過程，以及每層傳遞人、受領人的主客觀要件，並舉證達到使法院確信的程度，我們可以合理想像此困難度，且亦可能使某些離消息核心較遠之受領人成為漏網之魚，造成對其他被告不公平之情形。

三、消息真實性及是否已公開的問題

在此種多手傳遞模式下，到最後消息本身或已失去機密性，變成一公開消息，

⁵³¹ 何建寬，前揭註 368，頁 172-73。

⁵³² 最高法院 83 年度台上字第 2776 號刑事判決。

⁵³³ 參閱前揭註 471 處本文部分之討論。

或該消息已變質成為一個「謠言」，而後手受領人亦難分辨消息的真實性。⁵³⁴

目前證交法第 36 條第 2 項第 2 款，有規定公司於發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項時，應於事實發生之日 2 日內公告並向主管機關申報，而證交法施行細則第 7 條並訂有具體事項，此外，證交法亦授權主管機關就「公開方式等相關事項」訂定辦法。而台灣證券交易所亦訂有「對上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序」、「對上市公司重大訊息說明記者會作業程序」，來規定上市公司將重大訊息輸入股市觀測站資訊系統，或召開記者會公開說明後，公司消息始可認定為公開。⁵³⁵2006 年新修正之證交法第 157-1 條第 4 項，使金管會取得新的法源授權，可訂定「證交法第 157 之 1 第 4 項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」，⁵³⁶其中第 5 條亦規定數個消息公開方式，⁵³⁷惟至今仍未有法律對何謂「公開」作明確界定，且事實上是否有可能定義「公開」亦有疑義。

而司法實務上，法院對公開的認定尚欠缺一致標準。訊碟案的法官認為：消息若經證交法第 36 條及其相關公告、申報，應可認定為已公開，否則必須具備一、有公開積極行為，以及二、消息已處於公開之狀態，消息始能認定公開，若媒體已報導，但公司仍對外否認時，仍不能認定為公開，⁵³⁸惟亦有其他法院認為公司雖未公告及申報，但因媒體已經報導，可認為業已公開。⁵³⁹因此可見我國對消息

⁵³⁴ See Wallace, *infra* note 840, at 274.

⁵³⁵ 賴英照，前揭註 42，頁 377-78。

⁵³⁶ 蕭貴珠，新修正證券交易法有關公司財務報告及內線交易責任之影響剖析，稅務旬刊第 1966 期，頁 31，2006 年 5 月。

⁵³⁷ 證交法第 157 之 1 第 4 項重大消息範圍及其公開方式管理辦法第 5 條：

第二條消息之公開方式，係指經公司輸入公開資訊觀測站。

第三條消息之公開，係指透過下列方式之一公開：

一、公司輸入公開資訊觀測站。

二、臺灣證券交易所股份有限公司基本市況報導網站中公告。

三、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心基本市況報導網站中公告。

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

消息透過前項第四款之方式公開者，本法第一百五十七條之一第一項十二小時之計算係以派報或電視新聞首次播出或輸入電子網站時點在後者起算。

前項派報時間早報以上午六時起算，晚報以下午三時起算。

⁵³⁸ 蔡朝安、洪紹書，由最近判決看內線交易之責任，稅務旬刊第 1931 期，頁 35，2005 年 5 月。

⁵³⁹ 賴英照，前揭註 42，頁 380。

是否已「公開」尚欠缺具體標準，雖然證交法及證交所作業程序已訂定許多規範，對內部人是否公開消息、及公開之方式有所要求，但若個案中消息未依上述方式公開，則是否能判定該消息已處於「不特定多數人所得聞見」之狀態仍屬抽象，而且可想見個案法官將會依心證而作出很不同的決定。

在消息傳遞模式中，其中一個容易發生的情形為：某一手受領人不知道其所受領的消息是否已為一公開消息，或該消息是否為真實，而是否已經可以自由交易。依前述分析，判斷消息是否已處於公開狀態殊屬不易，且將來當法官判斷該時消息公開與否時，除了考量該為交易之受領人之主觀外，客觀上「消息是否公開」亦是關鍵的責任成立要件，⁵⁴⁰而行為人將無從瞭解該消息是否已經達到公開狀態。再者，有認為「直接受領之消息具有高度真實性，對於證券市場公平性之危害甚鉅，因此將其納入規範，若是間接受領消息者，對於消息之真實性往往無從確定，則此與一般投資人所居之地位並無差異，此對於證券市場之公平性並無危害，因而無處罰之必要，況且，若強求將間接消息受領人納入規範對象，在執行上也不符合成本效益」。⁵⁴¹

因此，在多手傳遞的情形下，很有可能發生的情形為：傳遞到越後面的受領人時，因為其已經離消息來源甚遠，而受領人無法確定該消息的真實性，且方時該時消息已經慢慢傳開，而受領人亦不能確知該消息是否已達法律所定義之「已公開」的程度，因此受領人將無所措手足。此情形下，一方面如上述，受領人之交易，對市場之公平性已不會造成威脅，或威脅程度降低，其侵害內線交易所要保護的法益之程度，亦已遠較離消息來源近的傳遞人、第一手受領人為低；另一

⁵⁴⁰ 有謂：若將重大消息之「未公開」或「公開後 12 小時之內」之客觀情狀，定位為客觀構成要件要素之「行為情狀」，而使行為人可以對之欠缺認識或以認識錯誤為由，阻卻內線交易構成要件故意，而不成立本項之罪，將明顯違反立法者訂定重大消息公開期限之目的，也嚴重違反了證券交易法以保護散戶投資人為主的證券市場目的，簡言之，重大消息屬性「未公開」或「公開後十二小時之內」應屬「客觀處罰條件」。參考劉柏江，「內線交易」構成要件之剖析與「內線交易」構成要件該當性之判斷流程--以證券交易法第 157 條之 1 第 1 項和第 171 條第 1 項第 1 款後段之規定為研究核心併提出修法建議，軍法專刊第 54 卷第 5 期，頁 113，2008 年 10 月。

⁵⁴¹ 陳志龍，證券交易法內線交易—探討證券交易法內線交易與操縱股價之差異、構成要件明確性諸問題，「余雪明大法官榮退論文集--企業與金融法制」，頁 416，元照出版，2009 年。

方面，處該些後手受領人以與傳遞人、第一手受領人同樣的刑罰，亦有所疑慮，因為基於保障人權與罪刑法定的思考下，若投資人不能確切明白何行為會成立犯罪，而其為交易時，亦不能預知該交易是否會受到刑罰的制裁，則在犯罪構成要件不符合明確原則下，處人民以刑罰並不正當。⁵⁴²所以，本文認為，當後手受領人交易，亦發生侵害法益之情形時，或許可考慮以行政罰的方式處理，亦即在認為刑罰與行政罰之分別為量的區別時，基於罪刑法定思考以及後手受領人對保護法益的威脅，可以將其以程度較輕微的行政罰制裁之。⁵⁴³

第三目 我國對於消息傳遞行為應採取之規制方式

一、共犯論⁵⁴⁴的適用的重新思考

內線交易若涉及多人，究竟是否應適用共同正犯的理論來論斷該些人的責任、或犯罪所得的計算？所謂共同正犯，實務上對其定義為：「共同正犯，係共同實施犯罪行為之人，在共同意思範圍內，各自分擔犯罪行為之一部，相互利用他人之行為，以達其犯罪之目的，其成立不以全體均參與實施犯罪構成要件之行為為要件；參與犯罪構成要件之行為者，固為共同正犯；以自己共同犯罪之意思，參與犯罪構成要件以外之行為，或以自己共同犯罪之意思，事前同謀，而由其中一部分人實行犯罪之行為者，亦均應認為共同正犯，使之對於全部行為所發生之結果，負其責任」。⁵⁴⁵因此，學者指出，共同正犯必須有兩個以上行為人，在主觀上具有共同行為決意，客觀上亦參與共同行為之實現，前者指兩個以上的行為人出於違反特定犯罪之故意，彼此聯絡謀議或計畫，而在有認識與有意願地交互作用下，所成立共同一致的犯意；後者則指各個不同的行為人各自實現其在共同行為決意

⁵⁴² 賴欣欣，「從刑事實體法的觀點論證證券交易法上內線交易之規範」，銘傳大學法律系研究所碩士論文，頁 87-94，2002 年。

⁵⁴³ 此裁罰種類之選擇問題，本論文將在第四章及第五章討論。

⁵⁴⁴ 本文認為需要重新思考適用合適性者，僅為共犯論中的「共同正犯」，其他之幫助、教唆犯等，非本文欲排除之類型。

⁵⁴⁵ 大法官會議釋字第 109 號解釋。

中所分擔的行為。⁵⁴⁶

目前，關於內線交易中消息傳遞模式應如何適用共犯論，有謂：消息傳遞人是否犯罪，需視消息傳遞人及受領人間有無共同正犯關係，否則單純的消息傳遞不會構成犯罪，⁵⁴⁷故僅當消息傳遞人主觀上有使受領人在獲悉重大消息後買賣有價證券之意圖，且受領人對此亦有所認識，傳遞人與受領人間才具有「共同行為決意」，而因傳遞人之行為本身即是補充受領人構成內線交易之關鍵，兩者間具有一定的角色分配，因此亦有「共同行為之實現」，⁵⁴⁸所以，若有數個消息受領人，該些消息受領人雖然同時獲悉，但仍須對彼此間之內線交易行為有所認識及參與，始可能夠成共同正犯。⁵⁴⁹但實務上曾有當不同的行為人各自實現其在共同行為決意中所分擔的行為時，不論其是否認識彼此的行為，皆會被評價以共同正犯，此乃對共同正犯的適用仍無明確共識所致。

因此，承本款之第一目、第二目之分析，我國實務界及學界對消息傳遞模式下，究竟應規範至第幾手消息受領人，時有爭議，而本文亦提出將規範範圍限縮至傳遞人及第一手受領人之選項。不論最後我國法政策上的選擇為何，都是在考量優劣得失後，對於消息傳遞模式下規範主體範圍的價值選擇。因此，實不宜再搭配共同正犯的分析，將法律本不欲規範的主體又重新加諸責任。亦即，內線交易之傳遞行為主體範圍規範之特殊性，應凌駕於一般刑法之共同正犯判斷標準，而完全取代之。否則，單用「共同行為決意」以及「共同行為實現」等共犯要件，即可使多數消息傳遞人、受領人之責任成立，而基於消息傳遞特性而作出最適當的規範方式之分析，即無任何意義了。再者，如何判定傳遞行為中，是否滿足「共同行為決意」以及「共同行為實現」要件，仍時有爭議、明確性不足，本文建議以更明確的消息傳遞主體規範方式完全取代共同正犯論之適用，乃有合於刑法之

⁵⁴⁶ 林山田，「刑法通論（下）」，頁 65-69，自版，2006 年。

⁵⁴⁷ 賴英照，前揭註 42，頁 382。

⁵⁴⁸ 顧立雄、陳一銘，論內線交易犯罪所得之相關問題，萬國法律第 161 期，頁 62，2008 年 10 月。

⁵⁴⁹ 顧立雄、陳一銘，同前註，頁 63。

罪刑法定之要求，亦使人民可以預見而得以措手足。

總之，本文建議以獨立消息傳遞模式中各主體之責任，於構成要件中明確規定，使各行為主體只要為自己之傳遞或受領等行為負責，而確立了個人責任後，即不再以共同正犯的論述，加諸其他人以共同正犯的責任。本文認為此處不適用共同正犯的原因總結如下：

- 立法者想要明確禁止該行為，因為該行為對法益有特別高的侵害，所以明確列出使受規範者可以有明確的遵法意識；
- 刑法總則所規定的共犯要件，例如犯意聯絡、行為分擔等，在特定行為時難以證明，因此有必要另列構成要件；
- 該共犯行為在法律效果上有加重或減輕的必要，所以有必要另列之；

至於幫助犯、教唆犯和間接正犯，本文建議在消息傳遞模式中仍保留其適用空間。我國對於從犯的見解為：之「以幫助他人犯罪之意思，實施構成要件以外之行為者，始為從犯」，若依我國傳統司法實務見解，似乎數人間犯內線交易罪，只有共同正犯，而無成立教唆犯或幫助犯的可能？有學者認為仍有成立教唆犯或幫助犯的空間：「舉例而言，甲告知乙內線消息，乙猶豫不決不敢決定是否購買，丙則鼓勵其為交易，乙乃決意購入，此時丙為教唆犯；亦或，甲將裝有重大消息的資料袋交與丙，使丙再轉交與乙，丙知該袋中有重大資訊，但不知具體內容為何，此時丙為幫助犯」。⁵⁵⁰

二、消息傳遞之各個行為人責任分析

若要全面取代共同正犯的適用，則法律必須明白規定各個行為人之不同行為之責任。本文前述由比較法之觀察出發，交叉分析不同國家規範下，消息傳遞行為中不同規範主體之不同行為，應作如何不同之分析，並於本章第二節第一項第

⁵⁵⁰ 林孟皇，前揭註 326，頁 52-53。

二款第七目，以[圖表 2]至[圖表 6]來表示比較法分析之國家、以及我國的結論。以下，本文將分析在[圖表 2]至[圖表 6]中之行為，若置於我國法下，該些主體的不同行為法律如何適用及評價，並且，本文亦會提出建議修正之方向。

(一) 內部人之責任

1. 當受領人未交易時，我國目前傳遞（推介）人之刑事責任以共犯處理，民事責任為外部連帶而內部關係未規定

我國第 157-1 條第 5 款，文字為「下列各款之人，獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息未公開或公開後十二小時內，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，買入或賣出...五、從前四款所列之人獲悉消息之人」，因此從我國法條之構成要件可見，消息傳遞行為中，受領人若交易，則是典型的第 157-1 條處罰對象，條文中明確列入處罰對象者只有受領人。若判斷刑事責任時，才有可能以共犯論將傳遞人論以共同正犯並處與受領人相同之刑，而若判定民事責任時，依同條第 3 項：「第一項第五款之人，對於前項⁵⁵¹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」，亦即，傳遞人與受領人負連帶賠償責任。

有學者曾謂：「雖然民事跟刑事是兩套不同的證據法則，但第 157-1 條之關於內部人的範圍、內部消息的界定，基本上民事、刑事是相通的」，⁵⁵²因此對於第 157-1 條的構成要件解釋，本文認為，構成要件中應先規定是否或如何對於傳遞人賦予責任，亦即，應先確定傳遞人其「本質上之傳遞行為」是否應作獨立評價，方再來設計以民事或刑事的責任，來達成此預定的評價。但是我國目前的情形正好相

⁵⁵¹ 第 157-1 條第 2 項：

違反前項規定者，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。

⁵⁵² 中華民國法官協會證券交易法律問題研討會，法官協會雜誌第 7 卷第 2 期，頁 3，2005 年。

反，構成要件中並未說明此事，而於刑事責任判定中，就以一般的共犯論評價傳遞人的責任，並未考量其特殊性，至於民事責任雖然有第 3 項之規定，但是條文文字本身僅代表傳遞人及受領人之外部關係，亦即，求償人可以向任何一人為全部損害之請求，而傳遞人與受領人間之內部關係因法律並未規定，依民法第 280 條似應平均分擔，是否這樣的責任設計已完全、適當地代表傳遞人應負擔之民事責任？所以，本文仍建議先分析傳遞人責任是否可獨立成立，再論述其責任之法律效果應如何賦予。

2. 傳遞人獨立責任之分析：單純傳遞不處罰，單純推介處罰之

本文前述曾論述美國法下傳遞人責任，雖然適用上仍必須符合法條文字「與證券買賣相關」，因此仍須受領人有交易行為，傳遞人始須負擔責任，但是如此是否為囿於文字規定之適用結果，而傳遞人之責任，其本質上仍需有獨立處罰的評價？在分析數個實務見解後仍未有確切解答，僅能暫為「此情形乃屬內線交易之未遂，而美國目前 Section 10(b)不罰未遂，亦即傳遞人有獨立責任之可能，但在立法選擇上不予處罰」的結論。至於歐盟體系國家以及歐盟市場濫用指令本身，則法明文容許單獨處罰內部人傳遞、或內部人推介交易之行為。

回到我國法上，我們對於「單純傳遞」或「單純推介」之行為如何評價？認為其不可罰之理由為：受領人最後未交易，所以根本對於健全市場以及投資人信心沒有損害，既然內線交易所要保護的法益未受到侵害，即不應認有違反內線交易規定，且互相交換消息乃一般人日常生活中之慣行，若將這種「多數人對其不具備違法性認識」之行為以法律禁止之，是否會造成實際適用上的困難？⁵⁵³再者，

⁵⁵³ 此可見本文第二章美國法分析中之 Chestman 一案，該案反對意見有謂：「家庭成員間時常共同享有秘密，並互相承諾保持機密性。本案不同意見認為，為避免家庭成員之間互相透露消息，而導致公司股東的損害，應該設立標準，但是由於家庭成員的特殊性，這個標準很難界定。惟本案多數意見將這條線畫得不切實際：其竟然期待家庭成員之間，應該像陌生人一般互動，因為法律竟規定彼此之間不具有信賴關係！家庭成員之間，本來就是要互相吐露意見而沒有限制的，如果法律還要去界定家庭成員、情人之間的忠實義務是否存在，則是否以後如家人之間說話，還要叫女婿迴避？」。但是，本文認為，一方面家庭成員間不一定有如此緊密關係，因此若要建立這種信賴關係仍須個案認定，二方面，此種互動或交換消息之情形並非家庭成員間所獨有，許多有緊密關連之朋友亦會有

經濟分析上有所謂「內線消息在市場上流通，可以使公司真正股價反應，促進效率性進而減少交易成本」，⁵⁵⁴所以若能因此使資訊在市場上流通，反而更能促成市場的健全，因此，單純傳遞行為並無以「內線交易規範」處罰之空間。

而反對理由則為：當受領人一為傳遞或推介行為後，即讓這個內線消息處於可能被第三人濫用之高度風險，受領人無法繼續控制此風險，因此將處罰前置到前端的傳遞行為，有其必須性。再者，消息傳遞及受領人交易此兩個行為，有高度關連性，若傳遞行為已發生而受領人尚未為交易之時，此事曝光於公眾，則市場上其他投資人若感覺到消息之不公平傳遞，進而對市場失去信心也不無可能。

本論文建議，或許我們可以思考較為折衷的想法：既然內線消息之流通有其於市場的正面價值，且一般人缺少傳遞內線消息之違法認識，則若仍要將消息傳遞行為前置處罰，則可以「欠缺可罰性」為由而論其以不罰，在立法設計上，讓此種行為當作未遂犯，而內線交易規範不罰未遂，不失為妥切的處理方式。但是，如果傳遞人不但傳遞，甚至還推介受領人為交易時，殊難想像一般人對此情形仍欠缺違法認識，因此處罰推介行為並不致使社會大眾有「法律逸脫事實」之感，且若加上傳遞人之推介行為，受領人後續為交易之可能性、以及公平市場的法益進而被侵害之風險，都大大高於單純傳遞。所以，本文建議應肯認單獨處罰內部人推介交易之行為，而欠缺受領人後續交易之內部人單獨消息傳遞行為，則不應有內線交易之責任。

3. 推介行為單獨處罰之方式

那麼，此種推介行為應如何處罰？若將之視為受領人交易的教唆幫助犯，則

如此互動，更不用說許多一般朋友之間有交換消息為樂的習慣。美國法之所以判斷信賴關係之存在，乃因其內線交易責任以「違反忠實義務或對消息來源之義務」為要件，但是，其於判斷這種信賴存在與否的論述，又何嘗不是同時為社會一般現象之描述？因此，本文以為，美國法上此種「信賴之緊密關係」的存在，或許可以作為我國之判定處罰特定行為或特定主體是否有違背社會大眾感情的方式，如此處判定單純傳遞是否需被處罰就可嘗試以此論述之。

⁵⁵⁴ 袁義昕，「從資訊財產權觀點論證券市場內線交易」，銘傳大學法律研究所碩士論文，頁 35-36，2002 年。

在受領人無交易時，基於共犯從屬理論，仍無法評價推介交易行為，因此，本文認為應參考歐盟市場濫用指令的規範方式，不管之後受領人（受推介人）有無交易，皆應將「推介交易」行為規定作禁止行為類型之一。在民事責任部分，因為內部人要為其推介行為負自己責任，所以若受領人之後有為交易者，外部關係可與受領人連帶，內部關係則可依民法第 280 條，與為交易之受領人平均分擔，惟若受領人未為交易，則推介人應自己負責。

4. 是否需同時傳遞內線交易之具體內容，始可處罰推介行為？

至於可為處罰對象的推介交易，其行為時是否需伴隨內線消息具體內容之傳遞？亦即，內部人僅告訴受領人「某特定證券的利多消息」並推介受領人購買，是否有內線交易之責任？此情形並非不可想像，如：具有關鍵地位的公司內部人推介受領人為該公司證券之交易，並告知其會有好處，使其放心購買，為推介之內部人之責任為何？有認為內部人此時不應負責者：因為頗難想像一般人會因為一個模糊抽象的「利多消息」即進場交易，既然發生機率微小，則亦無處罰必要；惟亦有反對意見者：若該推介之內部人，乃受領人客觀上及主觀上皆非常信賴的對象（如因內部人在公司之地位崇高，客觀上有極大可能得知該內線消息，主觀上與受領人交情甚篤等），則該內部人之推介極可能使受領人毫不考慮地交易，而不處罰此種態樣之行為無異為一大規範漏洞。本文對於此問題的看法為：可以視個案情形而定，若該案之推介人與受領人間具有上述的主觀及客觀上之信賴關係，則應認為此時系爭之「抽象利多消息」已經轉化成「具體內線消息內容」，而無論受領人之後是否有決定交易，內部人皆須為此高度風險的推介行為負責。

5. 間接正犯之情形

數行為人參與的結構相對於事實的發生，並非屬於直接關係的結構，而是相對於犯罪行為的實現，具有行為人前後關係的結構時，如在直接行為人的後面，也具有犯罪事實實現的具體作用者，則屬於事實發生的間接行為人，此時或須將

其論以間接正犯。⁵⁵⁵

特別須注意者為，當受領人只是作為為傳遞或為推介之內部人之工具所使用時，此時當受領人以欠缺故意或欠缺責任之原因而不罰，但內部人可被評價為間接正犯而處罰之。亦即，若受領人最後有為交易，則應視個案情形具體判斷該受領人是否有獨立決定是否交易的可能性，若無則應轉而判斷內部人的間接正犯責任。若受領人最後未為交易，則代表受領人有自己意志，而回歸以內部人推介責任處之。

間接正犯存在之重要性，可表現在限縮消息受領人範圍上：本文上述之「僅處罰第一手受領人」之模式，乃建構於自然而未經設計之消息傳遞，亦即，整個消息傳遞過程非經其中之某一手受領人預先設計。而若行為人以脫罪為目的，設計自己處在第二手以後之受領人地位因而不必負責，抑或以預見或可預見某特定一群人共同得利之目的，而事先規劃好傳遞過程等之行為，非本文所謂應限縮責任主體範圍之「消息傳遞」。該種事先計畫，預見或可為預見之情形下的傳遞，行為人不必負擔第一手受領人或傳遞人責任的計畫，且利用他人為工具，而行為人在幕後以其優勢之地位，操縱他人去實現犯罪構成要件，在此情形下，與行為人自己去實施犯罪於刑法評價上應相同，⁵⁵⁶因為兩者具有相同之支配力，所以應將行為人視為間接正犯。

（二） 第一手消息受領人之責任

在交易責任部分，目前第 157-1 條第 5 款禁止受領人在知悉內線消息之後為系爭證券之交易。另外，我國是否亦禁止第一手受領人為消息傳遞或推介交易？基於本文上述分析之理由，禁止消息傳遞有逸脫事實之慮，但消息持有人之推介交易，目前仍應為可譴責的對象，此處之分析與內部人推介交易應無相異之處。

⁵⁵⁵ 柯耀程，參與論（四）--間接正犯，月旦學雜誌第 166 期，頁 194，2009 年 3 月。

⁵⁵⁶ 間接正犯於行政罰上亦有適用的空間，參考陳清秀，行政罰實務問題之研討（上）--以行政罰法為中心，月旦法學雜誌第 157 期，頁 159，2008 年 6 月；湯儒彥，曹壽民，從連坐處罰探討酒醉駕車行政處罰的界線，台北大學法學論叢第 62 期，頁 99，註 17，2007 年。

（三） 第二手消息受領人之責任

本節第三款第二目已對我國究竟應規範至第幾手之消息傳遞行為作分析，因此依前述之結論，第二手以下之消息受領人之交易責任，應可以法律規定處以不罰或減輕處罰的效果，而因此其當然亦免除於單純傳遞責任以及單純推介責任。

第二項 法人之責任

第一款 目前我國對於內線交易法人責任建構方式及問題

本章於先前分析紅火案時，發現法院之所以判決被告無罪，其中之一重要原因，乃因法院認為該案之內線交易行為者為中信公司，並非被告，而我國內線交易規範中並未規定法人為內線交易之責任，因此被告及中信公司之責任皆不成立。惟在法人是否可以為內線交易的論述部分，有學者謂「禁止內線交易之目的，如為防止內部人謀取私利，公司買回或賣出股票如具有正當之商業目的，而非為私人利益，似無禁止之理由。但從健全市場及公平的觀點而言，公司如明知有利多消息而大量買回股票，雖然利益歸於公司所有，為全體股東所共享，惟對於賣出股票之投資人而言，並不公平；且所謂股東共享，即所謂所持有股份越多者，受益越大，對大股東最為有利，也提供經營者內線交易的誘因，顯然與內線交易的本旨相違」⁵⁵⁷其並引述美國第一巡迴法院之 *Shaw v. Digital Equipment Corp.* 案⁵⁵⁸，認為若不將公司本身納入內線交易內部人之範圍，公司將可藉由遲延揭露公司負面未公開重大消息而自由利用其交易資訊之優勢損害投資人。⁵⁵⁹

因此，綜合上述討論，應可肯認法人為內線交易，其實同樣會造成市場公平

⁵⁵⁷ 賴英照，前揭註 42，頁 359。

⁵⁵⁸ *Shaw v. Digital Equipment Corp.*, 82F 3d. 1194, 1204 (1 st. Cir. 1996).

⁵⁵⁹ 賴英照，前揭註 42，頁 360。

性、投資人信賴的戕害。若公司交易之標的係自己發行之股份，或許還有公司法第 167 條或證交法第 28-2 條關於公司買回自己股份的規定，使公司買回股份之後，必須將之為某特定用途而使用，如公司法第 167-1 條，或因為某些法定之正當目的的行使，而更可以買賣自己發行的股票不受限制，但無法以普通內線交易模式下，再於市場上自由賣出而獲利，如證交法第 28-2 條第 1 項。亦即，公司交易自己發行之股票，或有其他法律規定之正當目的而可被允許，惟此仍僅限於公司無法因此獲利的情形，那麼，若公司在得知內線消息時為買賣之標的乃其他公司的股票，則應無以其他豁免事由正當化的空間：法人利用他人無法得到的資訊買賣股票，與自然人利用他人無法得到的資訊買賣股票相比，兩者造成之法益侵害並無不同，因此，若從基礎理論出發分析之，法人為內線交易應成立責任方是。

惟此處或有問題者為法人應負的責任類型：法人之民事或行政責任應較無爭議，但目前第 157-1 條仍未就此規範，所以關於法人的請求權基礎，仍要回歸民法之侵權行為，惟證明此間之損害因果關係即成一大難題；此外，法人是否可以成為刑事犯罪主體一向有爭議，若持肯定見解，則其應負何種類型的刑事責任、及該種刑責可否達到刑罰的目的亦為討論重點，反之，若持否定見解，法人責任可能僅能限縮在民事及行政責任上。

以市場論為基礎論述，則法人應對其內線交易行為負責，關於此點，學者有認，公司為內線交易者有兩種情形：其一為「公司董事利用公司名義進行內線交易」，另一種則為「公司自己進行內線交易」，⁵⁶⁰而前者的情形，依據第 157-1 條第 5 項準用第 22-2 條第 3 項，該條之「利用他人名義持有者」乃可見證券交易法施行細則第 2 條的定義：「本法第二十二條之二第三項所定利用他人名義持有股票，指具備下列要件：一、直接或間接提供股票與他人或提供資金與他人購買股票。二、對該他人所持有之股票，具有管理、使用或處分之權益。三、該他人所持有

⁵⁶⁰ 張心悌，從法律經濟學與資訊財產權探討內線交易理論：兼論內線交易內部人之範圍，臺大法學論叢第 37 卷 3 期，頁 117，2008 年 9 月。

股票之利益或損失全部或一部歸屬於本人」。所以若能證明公司買回股票之資金係該董事所提供，該董事對公司買回之股票舉有管理、使用或處分之權益，且公司買回股票之利益全部或一部歸屬於該董事，則可認定為該董事之內線交易行為，而若因以上嚴格標準而證明不易，另可考慮以間接正犯的分析成立該董事的責任；⁵⁶¹而若是後者「公司自己進行內線交易」的情形，則買賣股票資金係公司所有，且盈虧亦歸屬於公司，依證交法施行細則第 2 條之規定，難以將公司之行為認定為董事之行為。⁵⁶²

第二款 比較法的觀察

有些國家自然人及法人都可以作為文義上的「內部人」，但在有些國家，只有為法人之利益作交易之自然人始可被賦予責任。⁵⁶³

於美國法中，認為公司內部人為與該些與相關公司及（或）其股東間，有忠實義務關係之人，如該些經理人、董事或職員，而既然法人也可以買賣股票，因此法人也可以被納入內部人之範圍中。⁵⁶⁴另外，歐盟市場濫用指令也明訂法人責任：第 2 條第 2 項規定：當第一項之人為法人時，適用於法人之禁止規定也適用在為法人而參與交易決策之自然人上，所以可知該條第 1 項禁止規定適用對象之「任何人」，乃包括法人在內。

至於歐盟法體系國家中，法國金融貨幣法第 465-1 條規定，若為內線交易之行為人為法人時，則可依刑法第 131-38 條及第 131-39 條，處原法定處自然人之罰金金額五倍為罰金。而德國部分，關於法人交易的規定，德國刑法第 14 條及行政罰

⁵⁶¹ 張心悌，同前註，頁 117。

⁵⁶² 張心悌，同前註，頁 118。

⁵⁶³ HAROLD S. BLOOMENTHAL & SAMUEL WOLFF, 10D INT'L CAP. MARKETS & SEC. REG. Appendix GEN-19, §1.2 (2009).

⁵⁶⁴ See Kohler v. Kohler Co., 319 F.2d 634, 638 (7th Cir. 1963), and also Joseph T. McLaughlin & Margaret A. Helen Macfarlane, *United States of America, in THE LAWS OF EUROPE, THE UNITES STATES AND JAPAN* 285, 289 (Gaillard E. ed., 1992).

法⁵⁶⁵第 9 條及第 14 條，規定法人和自然人之相同責任，而因此以上所有內線交易禁止規定同樣適用於法人。英國之金融服務法於 2005 年修正時，規範內部人定義之第 118B 條，將文字改正為：內部人，乃指「任何人」擁有內線消息...，取代之前 1993 刑事審判法之「個人」，因此此處可解釋，「任何人」同時包含法人及自然人。⁵⁶⁶

第三款 小結

是否應肯認法人亦會有內線交易之責任的問題尚不難解決：當自然人代為操作之「公司自己進行內線交易」的情形，亦即，當代替法人為操作之自然人不具備下列情形時，依法律解釋可認為此時乃法人自己之行為：一、直接或間接提供股票與他人或提供資金與他人購買股票；二、對該他人所持有之股票，具有管理、使用或處分之權益；三、該他人所持有股票之利益或損失全部或一部歸屬於本人。確立了法人內線交易行為之型態後，即須處理是否將法人內線交易課予內線交易責任問題：法人為內線交易，在本質上仍是基於資訊不平等之地位獲取私益，基於市場論之觀察，此種法人交易仍會帶給一般投資人不平等的感覺，進而極可能對市場失去信賴，而市場論之保護法益會受到侵害，更有認為，賦予法人責任可以促使公司更謹慎管理其內線資訊。⁵⁶⁷再者，觀察其他國家立法例，將法人責任納入內線交易禁止規定一環者比比皆是，因此可見，法人內線交易亦為世界所關心的議題，並且多認為應該予以和自然人相同之禁止規定。

在肯定法人內線交易應予禁止後，其實更大的問題出現在於應「如何」賦予其法律效果。目前我國內線交易之處罰類型有民事及刑事責任之規定，本文第五章將有對法人責任建構之不同處罰類型之分析。

⁵⁶⁵ 德國行政罰法原名：Ordnungswidrigkeitengesetz or OWiG.

⁵⁶⁶ See Welch et al., *supra* note 202, at 20.

⁵⁶⁷ See BLOOMENTHAL & WOLFF, *supra* note 563, §1.2.

第三項 以犯罪行為取得內線資訊者

第一款 單純竊盜之問題

「單純竊盜」乃指行為人於無違反任何義務之下，主動取得公司內線資訊，⁵⁶⁸進而交易的情形，要注意需將消息傳遞排除於此行為類型之討論之外，亦即，從內部人處獲悉消息之人非單純竊盜之主體。單純竊盜之例子如：竊賊半夜進入公司偷取機密未公開資料、並基於該資訊交易等，之所以有此種行為態樣是否應被內線交易規範之爭議，乃因美國目前仍以關係論為基礎判斷內線交易責任：最近美國實務上，發生在對公司而言為單純陌生人之人，以駭客方式侵入公司電腦，並竊取內線消息進而為證券交易而得利，SEC 以 Section 10(b)向聯邦地院起訴，但最後地院仍認為此種行為非內線交易之規範範圍，而忠實義務的違反亦仍為內線交易責任構成之必要要件。而在美國相似的事實案例近年來亦不斷出現，⁵⁶⁹如 2007 年的 SEC v. Lohmus Haavel & Viisemann 案，⁵⁷⁰被告為系爭公司前員工，侵入自己公司的電腦系統並竊取未公開重大訊息後交易，法院先核准了對被告不利的禁制令，但法院最後卻未表達立場，因為該案被告與 SEC 和解；另一個例子為 SEC v. Blue Bottle Ltd. 案，⁵⁷¹一樣是面臨單純竊盜可不可以用 Rule 10b-5 規範的問題，該案法院同樣是核准了以單純竊盜會成立內線交易責任為原因的禁制令，本案最後雖然仍認為單純竊盜能成立 Rule 10b-5 之責任，但是該案是一造辯論判決，⁵⁷²所以法院並未論理。

而同時，此種行為在歐盟體系國家下為法律所禁止：2003 年市場濫用禁止指令明訂：基於其犯罪行為而持有資訊之人，為原始內部人，需受第 2 條之禁止交

⁵⁶⁸ 本文亦將於後段討論行為人於無違反任何義務之下，被動取得公司內線資訊之情形。參考本文第三章第二節第三項之單純竊盜行為分析。

⁵⁶⁹ Robert Steinbuch, *Mere Thieves*, 67 MD. L. REV. 570, 590 (2008).

⁵⁷⁰ No. 05-CV-9259 (S.D.N.Y. May 30, 2007).

⁵⁷¹ No. 07-CV-1380 (CSH) (S.D.N.Y. Feb. 26, 2007).

⁵⁷² 原文：“Default judgement”

易規定規範之。因此，歐盟將此種「基於其犯罪行為而持有資訊之人」列入規範主體，更擴張了原本「單純竊盜」之規範範圍：原本美國僅討論缺乏義務違反之人的資訊取得並交易之行為，而歐盟如此規範「犯罪行為之資訊取得」，除了「以竊盜行為竊取公司資訊」之行為將被規範外，其他如以「恐怖活動取得資訊」等之行為⁵⁷³亦將被規範。

至於在我國，因為第 157-1 條第 1 項已經將內線交易之行為主體限定在該五款之人上，所以除該五款人以外之人竊盜公司資訊並為證券交易，並不會觸犯第 157-1 條。因此，以下將先介紹美國法下關於單純竊盜的實務見解，再分析我國是否應將這種行為以內線交易規範規制之。

第二款 比較法的觀察

以下將以 2008 年美國的 SEC v. Dorozhko 案⁵⁷⁴為例，介紹此種新型態的「內線交易行為」之態樣，以及美國法院對於其是否構成詐欺行為而應受到內線交易規範之禁止。

第一項 事實⁵⁷⁵

一、本案關係人

本案被告為 Oleksandr Dorozhko(以下稱 Dorozhko)。

IMS Health(以下稱 IMS)係一上市公司，其計劃於 2007 年 10 月 17 日下午 5 點收市後公布該公司對於 2007 年全年盈餘之預估。

Thomson Financial(以下稱 Thomson)數年來一直負責為 IMS 管理網站，並提供

⁵⁷³ 亦有謂此款本即為恐怖活動之防止所訂定的。

⁵⁷⁴ SEC v. Dorozhko, 2008 WL 126612 (S.D.N.Y.) No. 07 Civ. 9606(NRB).

⁵⁷⁵ 陳冠潔、楊雨耕、林岳賢、陳柏文，忠實義務在內線交易中的定位，忠實義務在內線交易中之定位—台灣與德拉瓦州公司法制之交流研討會，頁 26-40，2008 年 12 月 5 日。

IMS 財務訊息公告的資訊安全服務。

二、本案事實經過

2007 年 10 月 17 日當天，IMS 於下午 2:01 將前三季盈餘資訊的檔案寄給 Thomson，而 Thomson 在收到檔案後立即將該檔案轉換為該公司特別設計之格式，並用特殊程式上傳至該公司內部的伺服器，IMS 及 Thomson 都預期並採取適當的步驟來確保該檔案在下午 5:00 以前將仍然保持機密，5:00 後方公開於眾。

某位從 IP 位址 83.98.156.219(該網址系註冊於荷蘭，但透過位址隱藏技術，實際上網地點可能來自世界上任何地方)上網的駭客於下午 2:15，侵入 Thomson 網站上 IMS 的網頁，在短短的 27 秒內，該駭客已可入侵至 Thomson 的內部伺服器且開始閱讀該檔案。約三分鐘後，駭客已閱讀或下載完畢有關 IMS 盈餘報告的所有內容。

有許多有力的證據指向 Dorozhko 就是這位駭客。於下午 2:52，也就是駭客入侵 Thomson 電腦的 30 分鐘內，Dorozhko 開始透過他之前從未使用過的 Interactive 線上交易帳戶買進市場上所有以 IMS 股票為標的的賣權。14 分鐘內，在下午 3:06，Dorozhko 共買進了 630 口總價 41,670.9 美元的 IMS 賣權。

Dorozkho 買進的 IMS 賣權，佔了從 2007 年 9 月 4 日起到 10 月 17 日止六個星期內所有 IMS 賣權交易量的 90%。而依據 Dorozhko 在 Interactive 開立帳戶時所提供的個人基本資料，該筆賣權交易的金額相當於 Dorozhko 的年所得或至少五分之一的個人淨資產。而更顯著的證據在於，若 IMS 的股價未在兩天內巨幅下跌，Dorozhko 將很有可能因本交易而承受損失。

當天 IMS 在下午 4:30 的收盤價格為 29.56 美元，而第二天，2007 年 10 月 18 日早上一開盤 IMS 的股價就暴跌 28%，成交價格為 21.20 美元。而 Dorozhko 卻在早上 9:35 開始委賣其於前一天所購進的 IMS 賣權，其賺取了 286,456.59 美元的淨

利潤。

而大約在同一時間，Interactive 在一次內部調查程序中發現了異常情形，立即凍結 Dorozhko 的帳戶並通知 SEC 此一事件。SEC 在 2007 年 10 月 29 日向紐約州法院提出初步禁制令，要求暫時凍結此交易。⁵⁷⁶

第二項 判決內容

一、SEC 尋求法院的禁制令

一般而言，原告欲申請暫時初步禁制令必須舉出若無該項禁制令將產生「無法回復」之損害，且其主張有獲得勝訴之可能。SEC 不同於一般訴訟主體，而係一具公益維護之目的，而負有執行證券相關法令責任之法定監管機構，故其申請暫時禁制令之相關要求，自較一般私人為低。因此，SEC 得以「具有現時違反及反覆發生危險的實質可能性」作為申請初步禁制令的理由。

二、法院檢驗是否本案符合 1934 年證交法 Section 10(b)之要件

法院先說明 1934 年證券交易法 Section 10(b)以及 Rule 10b-5 之要件，說明是否違反 Rule 10b-5 必須檢驗三個要件：(1)手段或方法(2)操縱或詐欺(3)與有價證券之買賣相關。⁵⁷⁷ 本案 SEC 已證明「侵入電腦並交易」係為 Section 10(b)所稱「手段或方法」之文義範圍內；且因所竊取之資訊若不用於有價證券之交易則不具任何價值，故 Dorozhko 侵入 Thomson 電腦系統之行為，係「與買賣有價券有關」；而 Dorozhko 並未參與如沖洗買賣、相對委託及連續買賣等影響市場運作之行為，亦未「控制」或「人為影響」市場運作，所以被告之行為非「操縱」；而對被告之侵入電腦行為是否確屬詐欺行為，本案法院認同第五巡迴法院之見解：「最高法院對於是否構成詐欺已建立一標準，某一行為除非違反公正揭露之義務，否則不構成詐欺」，之後，法院並從證券詐欺的歷史發展闡明依循案例法，若沒有忠實義務的

⁵⁷⁶ SEC v. Dorozhko, 2008 WL 126612 (S.D.N.Y.) No. 07 Civ. 9606(NRB), at 3-5.

⁵⁷⁷ SEC v. Dorozhko, 2008 WL 126612 (S.D.N.Y.) No. 07 Civ. 9606(NRB), at 6-8.

違反，就不能證立 Section 10(b)違反，而「交易本身的不公平」以及「現有的法律規定乃基於違反忠實義務會產生詐欺」兩者之間，一直都有緊張關係存在，但是因為最高法院在 O'Hagan 案中明確表示保留忠實義務的要件，因此本案也不可以違反之。⁵⁷⁸

三、SEC 提出學說看法以及政策目的，來支持「單純竊盜」違反 Section 10(b)之見解

此外，SEC 找了兩個學者意見，支持其對「純竊盜」的見解，⁵⁷⁹該些文章認為基於政策考量，這些盜竊者應被加予 Section 10(b)的責任，⁵⁸⁰不過其亦承認，這只是自己的建議而已，現行法下的條文解釋無法得出這種結論。有學者說明：竊賊和電腦駭客或許會有其他的法律責任，但此行為卻不被內線交易規定所禁止，因為其中並沒有任何忠實義務的違反。⁵⁸¹另外，也有學者認為：目前的「限制性」的內線交易理論，將會使未來要控訴那些私取資訊並交易的人更加困難，因此其建議應解釋私取理論為「詐欺投資人」，而不是「詐欺消息來源」。⁵⁸²因此法院認為 SEC 所舉出之學說仍不能支持其主張。

最後，SEC 並以立法目的及公共政策為抗辯，⁵⁸³畢竟，竊賊以內線消息為交易的行為，與公司內部人或消息受領人交易行為，對市場有相同的影響：國會一再強調，公平開放的市場，為證券交易法的目標。因此，市場應流通正確完整的公司資訊，使供需的運作趨於正常，證券也有正確公平的價格。而濫用市場資訊優勢，讓其他投資人不能期待以自身的努力可以克服不平等，並不符合投資人對誠實公平、所有人都依同樣的遊戲規則進行的合法期待。另外，國會對 Section 10(b)

⁵⁷⁸ United States v. Bryan, 58 F.3d 933 (4th Cir.1995).

⁵⁷⁹ SEC v. Dorozhko, 2008 WL 126612 (S.D.N.Y.) No. 07 Civ. 9606(NRB), at 19.

⁵⁸⁰ Robert A. Prentice, *The Internet and Its Challenges for the Future of Insider Trading Regulation*, 12 HARV. J.L. & TECH, 263, 296-307 (Winter 1999), and LANGEVOORT, *supra* note 207, § 6:14.

⁵⁸¹ Kathleen Coles, *The Dilemma of the Remote Tippee*, 41 GONZ. L.REV. 181, 221 (2005-2006).

⁵⁸² Donna M. Nagy, *Reframing the Misappropriation Theory of Insider Trading Liability: A Post-O'Hagan Suggestion*, 59 OHIO ST. L.J. 1223, 1249-57 (1998).

⁵⁸³ SEC v. Dorozhko, 2008 WL 126612 (S.D.N.Y.) No. 07 Civ. 9606(NRB), at 20-21.

含糊的制訂方式，也有授權 SEC 可以因應層出不窮、新的詐欺型態而有所作為的意涵。

四、法院對學說見解及政策考量之回應

法院對 SEC 此主張之回應為：政策上有如此重要的考量，然而，建立內線交易的規範，首先要決定是否該消息是由適當的方式取得。而忠實義務就可以作為一個重要的區分方式，亦即，忠實義務的要件存在，可以確保法律欲規範的消息，乃那些只有內部人才能取得的消息，若沒有忠實義務的要件，要判斷市場參與者何時可以基於自己的資訊優勢來交易的問題，會變的更加困難。⁵⁸⁴再者，若讓 Section 10(b)的「詐欺」內容擴張，不只是忠實義務違反後為與證券買賣有關的交易此一行為模式，更包括與證券買賣有關的交易之刑事犯罪，如此一來，這樣的擴張會破壞刑事及民事管轄的範圍。SEC 傳統上管轄民事責任，其並不能為相關刑法的執法行為。總之，SEC 的管轄權應只及於內部人，而不及於一般竊賊。⁵⁸⁵

最後，本案因為 SEC 並未成功證明被告 Section 10(b)的違反，因此，法院拒絕 SEC 所主張的禁制令。⁵⁸⁶

第三款 小結

第一目 我國是否應以內線交易規範如「單純竊盜」之「以犯罪行為取得資訊」之行為？

此問題之爭議重點乃因美國法下，行為人忠實義務之違反乃內線交易之成立的必要要件，可是「單純竊盜」此類型事件之發生，亦是美國所不欲見到之現象，而且其亦認為此也會侵害證交法保障目的之一的「公平市場」概念。所以雖然「單純竊盜」本身已可由其他法律所管制，如本案或可以「電腦詐欺與濫用法」(The

⁵⁸⁴ SEC v. Dorozhko, 2008 WL 126612 (S.D.N.Y.) No. 07 Civ. 9606(NRB), at 21.

⁵⁸⁵ SEC v. Dorozhko, 2008 WL 126612 (S.D.N.Y.) No. 07 Civ. 9606(NRB), at 21.

⁵⁸⁶ SEC v. Dorozhko, 2008 WL 126612 (S.D.N.Y.) No. 07 Civ. 9606(NRB), at 22.

Computer Fraud and Abuse Act) 將被告起訴，但畢竟該法之立法目的重點在處罰保護電腦及電信資訊，⁵⁸⁷因此若以該法起訴被告，只能評價被告的「駭客」行為，而其「不公平地取得別人無法取得之內線資訊，並進而交易得利」之破壞市場信心的行為並未被評價，所以，本文認為 SEC 希望藉由其對此問題之介入，而讓法院由下級審開始，慢慢擴張證交法 Section 10(b)之管制範圍，但歸根究底，此問題之核心，仍是因美國使用反詐欺條款來規範內線交易行為的模式所致，欲將所有危害公平市場之行為以內線交易規範之，就應該放棄採取關係論之立法模式，而採取市場論基礎的立法，再思考要如何在此基礎上作政策性的限縮。

我國目前即是以市場論為禁止基礎的立法，但是若「單純竊盜」的情形發生在我國，我國仍不能以第 157-1 條處理之。若行為人是實體地破門而入、進入公司竊取資訊並交易，此時僅可以刑法第 320 條普通竊盜罪或第 321 條加重竊盜罪，若行為人以駭客方式竊取資訊，還可以加處第 358 條以下之妨害電腦使用罪。所以重點在於，「單純竊盜」行為，在我國是不是內線交易規範所要禁止的對象？其是否會對公平市場產生侵害？

SEC 在該案中，亦以侵害公平市場法益為理由主張之，而法院認為此「政策目的」並無法改變證交法 Section 10(b)適用方式，法院之理由為：忠實義務要件之存在，可以確保系爭消息為內部人方能取得的消息，而以內部人的優勢取得這些消息是法律所禁止的，至於對 SEC 之「單純竊盜行為」也會損害資訊之公平取得及減損投資人對市場信心的主張，法院亦並未否認。因此，基於我國並不似美國譴責「不公平取得資訊的方式及過程」，而重點是禁止「不公平取得資訊並交易」的結果，則「單純竊盜」行為造成的侵害，和現行內線交易行為實無二致，以第 157-1 條處罰這種「基於犯罪行為」取得內線資訊並交易者有其合理性。總之，美國法院之所以作「單純竊盜」無罪的判斷，並非因該行為不會對公平市場產生損害，而是因為美國的 Section 10(b)規範方式所致。

⁵⁸⁷ See J. KELLY STRADER, UNDERSTANDING WHITE COLLAR CRIME 111, 112 (2002).

再者，若不以內線交易規定處罰「單純竊盜」行為，則在我國原有之法規範框架下，只可以刑法處罰之。行為人「單純竊盜」之可能情形如下：若是晚上侵入公司竊取資訊後交易之人，其觸犯刑法第 321 條，將處以六月以上、五年以下有期徒刑；若是白天侵入公司竊盜者，可處刑法第 306 條侵入住居罪，處一年以下有期徒刑、拘役或三百元以下罰金，以及刑法第 320 條之普通竊盜罪，可處五年以下有期徒刑、拘役或五百元以下罰金。而此處第 306 條及第 320 條為想像競合：因為行為人一行為觸犯數法益，並符合相同或不同之數法條所定犯罪構成要件，應為雙重之評價，論以相同或不同之數罪名，但立法上基於刑罰衡平原理，規定為僅應從一重罪處斷，⁵⁸⁸所以最高可處第 320 條之五年以下有期徒刑；若行為人乃由駭客方式侵入公司電腦竊取資訊，則可處刑法第 359 條之無故取得刪除變更電磁紀錄罪：「無故取得、刪除或變更他人電腦或其相關設備之電磁紀錄，致生損害於公眾或他人者，處五年以下有期徒刑、拘役或科或併科二十萬元以下罰金」。

觀察以上三種可能的「單純竊盜」方式，在以我國刑法評價後，最高可處五年以下有期徒刑，但是再觀察規定內線交易罰則的證券交易法第 171 條，卻將內線交易評價為可處「三年以上十年以下有期徒刑，得併科新臺幣一千萬元以上、二億元以下罰金」的行為，比較之後發現兩者顯不相當，所以亦可見其實刑法該些條文只有評價行為人「偷竊」資訊之行為，而其偷竊後「交易」的行為則沒有受到譴責，若不加以相當的刑罰禁止之，以後行為人若想利用內線消息獲取私利，直接以物理或電磁的方式進入公司竊盜，與千辛萬苦進入公司高層、或認識公司高層使之傳遞消息相比，不啻為更便宜的作法，而立法者不欲見到的規範漏洞就此產生。所以，本文建議應將「單純竊盜」行為以內線交易規範之。

⁵⁸⁸ 88 年台非字第 21 號判決。

第二目 「被動獲悉資訊之非內部人」為交易之責任。

若將「單純竊盜者」定性為「主動獲悉資訊之非內部人」，那麼，此處另要附帶討論「被動獲悉資訊之非內部人」為交易之責任：比如某甲在沙漠中旅行，看到某公開發行公司之 CEO 在沙漠中車禍事件，一般情形下此消息會讓公司股價下跌，某乙因此出脫持股，其是否有內線交易責任？

首先需澄清此種「非內部人被動獲悉資訊」與消息傳遞行為有所不同：非內部人被動獲悉資訊乃未經過任何從公司內部人傳遞出來的過程，而是直接取得公司內部資訊。因此，若是掃地工人不小心聽到內部人討論重大消息，此時掃地工人是消息受領人，但是內部人無傳遞之故意；但若掃地工人故意走到會議室旁邊偷聽內部人討論重大消息，此時或可討論掃地工人是否構成「單純竊盜」；而若某甲不是偶然間撿到記載重大未公開消息之紙張，而係在路上偶然聽到內部人討論重大消息，此時某甲還是消息受領人。

至於「被動獲悉消息之非內部人」責任，依以上論述，我國處罰的是「不公平取得資訊並交易」的結果，那麼這種「偶然、被動地取得資訊」是否會造成不公平取得資訊並交易的結果？此處可知行為人取得資訊的過程並無不公平之處，任何人都有可能經由該方式取得資訊，所以法律不會譴責其持有資訊本身，但是行為人在取得資訊、知悉持有之資訊為重大未公開消息後仍基於此為交易，此情形的確與內線交易所欲禁止的法益產生衝突，因而該行為具備內線交易之違法性。

雖然「非內部人被動獲悉消息並交易」具備違法性，但是在政策面上是否必須處罰？此時可援引本文之前在第二手以下消息受領人責任分析之：在「對法益侵害的貢獻程度」上，前述論述為：因為某些第二手以下消息受領人之受領消息完全是偶然，所以其之交易並不會帶給市場上其他投資人強烈的不公平感，因此市場信心的侵害程度並不嚴重，而此處「非內部人被動獲悉消息並交易」型態，

行為人取得資訊完全是運氣，任何人也都有可能處於同樣的情形，與第二手以下消息受領人之交易相比，對投資人信心之損害更是微小；再者，就「管制經濟」而言，首先，此種「非內部人被动獲悉消息並交易」之發生機率極低，況且，甚難找出足夠證據證明其犯罪行為，對於調查、訴訟皆十分棘手，因此，「非內部人被动獲悉消息並交易」之行為實無處罰必要。



第肆章 內線交易規範責任類型之比較法研究

本章將分析各比較法例中，對於內線交易行為之處罰類型研究。基於為維持與本論文第二章「內線交易行為主體規範方式與理論基礎之比較法研究」之一貫性，本章亦選擇以美國法、歐盟法及其成員國法、及日本法研究之。

從第二章法制架構介紹中，大致可以瞭解各國通常將內線交易制裁方式，限定於民事責任、行政責任以及刑事責任，所以本章以下將區分各國之民事、行政及刑事責任分別論述之，並增加各國在為此些不同責任裁罰時，需搭配之特殊程序之介紹。並且，若各比較法制中，對於不同責任間之競合的規定，本文亦一併介紹之，此乃因為我國目前僅有民事責任及刑事責任的規定，因此若有需要參考其他法制，增加行政裁罰的規定，必先解決各責任類型的競合問題，而分析比較法的競合規定即有實益。

最後，本章將在第七節，以[圖表 7 至圖表 9]，整理各國之民事、刑事及行政責任的精要部分，希望以此圖表式的整合分析，讓讀者對內線交易責任類型的比較法研究，有一目了然的瞭解。

第一節 美國法

美國法上各手段原則上乃相互併存，不互相排斥。⁵⁸⁹以下將分別介紹美國法下內線交易行為可被課與的刑事、行政及民事責任。

第一項 刑事責任

原先 1934 年證券交易法對內線交易之裁罰，法院僅限於裁定「遵守法令」的禁制令以及使行為人吐還利益，當時對內線交易行為人處罰甚輕。直至 1988 年國會通過內線交易與證券詐欺執行法（Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988），該法增加刑罰刑度為五到十年，對於自然人可處罰金 10 萬至 100 萬美元，對於法人則可處 50 萬至 250 萬美元之罰金。而沙賓法案（Sarbanes-Oxley Act of 2002）公布後，其第 807 條將有期徒刑提高至 25 年以下，並且提高罰金金額，自然人最高可處 500 萬美元罰金，法人則為 2500 萬美元，⁵⁹⁰1934 年證券交易法第 32(a)條⁵⁹¹之相同規定則為其納入沙賓法案的結果：對於內線交易行為人得處 20 年以下有期徒刑，並可並科 500 萬美元以下罰金，若行為人為法人則可科以 2500 萬元以下之罰金。

當 SEC 在進行其民事訴訟時，證交法授權 SEC 將相關證據送交給檢察體系，讓其決定是否開啟刑事訴訟。若系爭案件轉介給檢察體系後，SEC 就必須將其所有資料揭露給檢察官。

最高法院曾闡釋，若要建立 1933 年證交法第 17(a)條的民事責任，就必須證明有詐欺之故意或意圖 (scienter or an intent) 的存在，而至於刑事責任，即必須證明行為人乃故意 (willful) 違反，但在實際操作上，刑事和民事的主觀要件判斷並無太大

⁵⁸⁹ 羅怡德，證券交易法—禁止內部人交易，頁 151-53，黎明文化，1991 年。

⁵⁹⁰ See ALAN R. PALMITER, SECURITIES REGULATION 357, 370 (2005).

⁵⁹¹ Securities and Exchange Act of 1934, § 32(a).

不同，甚至可說根本一樣。⁵⁹²

第二項 行政責任

第一款 SEC 可自為之行政處分

第一目 調查

美國證券交易委員會(The Securities and Exchange Commission，下稱 SEC)之成立，背景為 1929 年股市崩盤事件，其為獨立機關，擁有五個由總統指派的委員，SEC 並有執行部門，可執行行為人因違反聯邦法而產生之行政及民事責任。⁵⁹³SEC 可由任何事件啟動其調查，若調查終結時，SEC 職員發現有違法事件，其會通知行為人將對其展開行政或司法程序，在行為人答辯後，SEC 職員會對委員會提交建議書，委員會將會決定接受、拒絕或發回重新調查，通常委員會會接受建議書，而若委員會一旦接受建議並授權司法或行政程序之展開，訴訟提起之事就會公布於公眾。⁵⁹⁴

第二目 和解

當委員會決定授權司法行為，其職員就會在有管轄權之地院提起民事訴訟，通常有很大的機率會在開庭之前和解，此乃因為行為人有程序利益的考量，且其亦不欲和其主管機關發生衝突，再者，若真正進入訴訟程序，對行為人之聲譽有更不利的影響。而 SEC 可和行為人協商，要求其吐還某額度的利益、某段期間內禁止其執行職務等，⁵⁹⁵當 SEC 和行為人達成和解後，雙方會至法院尋求具有既判力及執行力的和解(consent decree)，法官可判斷是否與公共利益相關，而決定是否

⁵⁹² See PAUL HASTINGS JANOFSKY & WALKER LLP, SECURITIES LAW CLAIMS: A PRACTICAL GUIDE 209, 228 (2004)

⁵⁹³ PAUL HASTINGS JANOFSKY & WALKER LLP, *supra* note 592, at 209.

⁵⁹⁴ *Id.*, at 214.

⁵⁹⁵ *Id.*, at 219.

發給許可，但是通常法院都會許可之，行為人與 SEC 為和解的好處在於，行為人將不會有違法判決的前科，但若行為人違反和解條件，SEC 仍亦可以該法院發給的證明執行之。⁵⁹⁶

第三目 SEC 行政訴訟

對於受 SEC 管理之主體如公開發行公司，SEC 可選擇是否以行政聽審程序取代司法程序，或兩者併行之：當 SEC 職員調查終結時，職員可建議 SEC 委員開啟行政程序，SEC 委員同意後即可對行政法院法官(Administrative Law Judge)提起主張，聲名行為人之違法，而行政法院在作出決定後，會公布其決定書，被告可以依此向委員會上訴，而委員會之最終決定，將會自動送到聯邦上訴法院以待審查。因此，該行政訴訟為「準司法程序」，適用行政程序法，⁵⁹⁷SEC 可以藉由上述行政訴訟程序，對行為人為金錢裁罰或利益吐還之處罰，對於自然人最高可處 10 萬美金，對法人最高可處 50 萬美金。⁵⁹⁸

第四目 SEC 行政處分

SEC 雖然不能自為任何金錢上裁罰或使行為人利益吐還的處分，但其仍可藉由其職權之吊銷、吊扣行為人註冊的執照為手段，某部分達成其管制的目的。⁵⁹⁹

另外，為鼓勵舉發犯罪，1988 年立法⁶⁰⁰規定 SEC 或法務部得在被告所科行政罰款金額 10% 的範圍內，頒給舉發人獎金(Bounty rewards)，而 SEC 或法務部對金額、頒給對象有充分裁量權，不受司法審查。⁶⁰¹

⁵⁹⁶ *Id.*, at 220.

⁵⁹⁷ 5 U.S.C. §551-559 (2000).

⁵⁹⁸ 15 U.S.C. §78u-2 (2000).

⁵⁹⁹ PAUL HASTINGS JANOFSKY & WALKER LLP, *supra* note 592, at 220.

⁶⁰⁰ 內線交易與證券詐欺執行法 (Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988) .

⁶⁰¹ Securities and Exchange Act of 1934, §21A(e).

第二款 SEC 民事訴訟

第一目 禁制令

在過去十多年間，國會賦予 SEC 許多執行權限：如 SEC 可向法院請求禁制令，禁止行為人為一定種類之行為，而最常見的是 SEC 要求行為人在未來不可以再違反某特定證交法條文或 SEC 規則，所以理論上禁制令是針對未來違法行為的預防。而 SEC 亦有權請求法院頒佈禁制令，以禁止被告一定期間內或終身不得從事證券相關工作，⁶⁰²在 Remedies Act 中亦有規定：該法授權聯邦法院可以頒發禁制令，永久或在特定期間內禁止指派某些人為公開發行公司的董事或經理人，⁶⁰³因為這些人於其違反證交法之反詐欺條款時，已可證明其之不適任了。

而禁制令是一種「衡平」手段，所以不須經過陪審團，⁶⁰⁴另外如 SEC 之使行為人將不法利益吐還的請求，因為此僅為預防之手段而非處罰，所以亦不須陪審團之參與。因此，請求禁制令原則上是很有效率的手段，中間之遲延時間很短，僅只從違法行為之發生至 SEC 申請禁制令為止，⁶⁰⁵因此，而對 SEC 而言，請求禁制令可以維持其原先對行為人所下的行政處分，如此 SEC 甚至就不需要再開啟其他程序，就可以達到管制的目的，因為行為人若不遵守法院的禁制令，其可被處以罰鍰以及（或者）監禁直至其遵守為止。⁶⁰⁶另外，值得注意的是，SEC 會公布其申請禁制令一事，所以行為人之聲譽會受到侵害。

第二目 行政罰款⁶⁰⁷ (SEC Civil Enforcement)

一、行政罰款介紹

⁶⁰² Securities and Exchange Act of 1934, §21(d).

⁶⁰³ 15 U.S.C. § 77t (e) (2000).

⁶⁰⁴ *Parklane Hosiery Co. v. Shore*, 439 U.S. 322 (1979).

⁶⁰⁵ PAUL HASTINGS JANOFKY & WALKER LLP, *supra* note 592, at 216.

⁶⁰⁶ PAUL HASTINGS JANOFKY & WALKER LLP, *supra* note 592, at 216.

⁶⁰⁷ 雖為 SEC 向法院提出之裁罰，但仍必須法院裁定是否為處罰以及裁罰數額，與我國行政罰鍰的概念殊異，因此此處稱之為「行政罰款」(Civil penalties)。

至於行政責任，美國證券主管機關也可以對內線交易者提起訴訟，依 1984 年內線交易制裁法(Insider Trading Sanctions Act)規定，行為人可被處其所得利益或所避免之損害的三倍為行政罰款，SEC 並亦可請求被告繳出其交易所獲利益

(disgorgement，又稱利益吐還)，兩項合計最高可達交易利益的四倍。⁶⁰⁸在法院為行為人必須利益吐還的裁決時，因為此為衡平措施，所以行為人不可請求享有陪審團之待遇，而行為人吐還後的金錢將交至國庫，SEC 亦可請求將該被吐還的金額歸至特殊的基金以補償被害人。此外，2002 年沙賓法案於 1934 年證交法第 21A 條中，亦增列行政罰款應作為賠償投資人損害之公平基金，由 SEC 負責執行該基金賠償受害投資人之相關事宜，⁶⁰⁹所以行為人的利益吐還和法院裁處之行政罰款，都可以歸入賠償投資人損害的特殊基金，⁶¹⁰至於特殊基金，將於以下作介紹。

1988 年國會通過內線交易與證券詐欺執行法 (Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988)，該法使未盡防止內線交易之預防義務之控制人亦須為內線交易負責。而且該法規定，一個行為人給付行政罰款之後，不能免除其他人對該行政罰款之義務，亦即，若消息傳遞人甲傳遞消息給受領人乙，使受領人得到五萬元的利益，而受領人必須負擔三倍不法所得之行政罰款，亦即 15 萬元，而同時甲亦需負擔 15 萬元之行政罰款。⁶¹¹

另外，在 1990 年時國會通過一項法案(Securities enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990)，該法允許 SEC 向法院請求對違反證券相關法令之人為裁罰：SEC 可在適當的證明下，向法院請求裁罰行為人，但裁罰數額由法院決定，而為證券詐欺而致生實質損害之自然人，可被裁處最高 10 萬美金之罰款，而法人則可被處以最高 50 萬美元之罰款，或裁處其不法所得之全部為罰款，⁶¹²另

⁶⁰⁸ 賴英照，前揭註 42，頁 563。

⁶⁰⁹ 林秋君，內線交易之民事賠償責任，證券暨期貨月刊第 22 卷 7 期，頁 49，2004 年 7 月。

⁶¹⁰ PAUL HASTINGS JANOFSKY & WALKER LLP, *supra* note 592, at 218.

⁶¹¹ See LANGEVOORT, *supra* note 207, § 8.02.

⁶¹² 15 U.S.C. § 78u(d)(3) (2000).

外，針對內線交易另有特殊規定：⁶¹³ 自然人若直接為交易，法院可以處以其獲利之三倍、或損失避免數額之三倍為罰款，⁶¹⁴ 而且並可以對直接交易之「控制人」裁罰，條件是當該控制人明知或有重大過失不知其被控制人有可能為內線交易之情形。⁶¹⁵

二、 法院判定行政罰款數額之基準

目前法院可以在行為人之不法利得或損害避免數額之三倍之內，自由裁量其欲加諸於行為人的行政罰款之金額。在立法論上，有謂：為有效達成嚇阻的效果，以及內線交易犯罪發現之困難性，應將「三倍」裁罰當作原則性的規定。⁶¹⁶ 至於目前法院實踐上，亦作出許多關於建立裁罰基準的判決，如第一巡迴法院即建議以「多重因素法」判定之：⁶¹⁷ 考量 1. 犯罪情節 (egregiousness of the violations)；2. 是否為累犯；3. 被告資力；4. 被告是否隱瞞其交易；5. 被告行為是否該當其他裁罰；6. 被告是否為證券業所僱用，來決定是否課予三倍的處罰。

第三目 以「不法利益吐還」作為特殊基金

「不法利益吐還」乃為內線交易中常見的裁罰方式，而因為法院越來越能接受「利益吐還」的作法，所以通常對不法利益數額之證明亦不會嚴格要求，只要是「合理」的金額即可，⁶¹⁸ 此外，「利益吐還」其實不能被歸類為裁罰，充其量只能說是「矯正」的一種方式，因為其不但可以剝奪行為人違法行為之結果，其他因行為人之違法行為而得利之人，其不法利益亦需被剝奪。⁶¹⁹ 而這些被吐還的利益，在有些情形下，應該將其分配給受損害的投資人，但是當投資人數眾多，且

⁶¹³ 15 U.S.C. § 78u-1 (2000): Civil penalties for insider trading.

⁶¹⁴ 15 U.S.C. § 78u-1(a)(2)(2000).

⁶¹⁵ 15 U.S.C. § 78u-1(a)(3), (b)(1) (2000).

⁶¹⁶ LANGEVOORT, *supra* note 207, § 8.02.

⁶¹⁷ S.E.C. v. Sargent, 329 F. 3d 34 (1st Cir. 2003).

⁶¹⁸ SEC v. Friendly Power Co., 49 F.Supp.2d 1363 (S.D.Fla.1999).

⁶¹⁹ Thomas Lee Hazen, *Civil and Criminal Enforcement: SEC Injunctions, Investigations, Parallel Proceedings; Administrative Hearings and Disciplinary Sanctions*, 6 LAW SEC. REG. § 16.2[4][B] (2009).

個別投資人所主張的金額很小，則這個「利益吐還基金」將歸之於國庫，⁶²⁰如 SEC v. Lange 案，⁶²¹因為該案若欲證明在系爭七日內有為系爭股票之交易者，指認程序將耗費過大且十分困難，因為該案於七年前發生，相關資料早已佚失，所以該案最後決定應將吐還金額歸入國庫而非被害人。另外，當分配到吐還利益之人，並非全部都是真正的受害者、而有其他人因此分配而獲得橫財之時，亦不適宜將吐還的利益分配給投資人。⁶²²

而對於「利益吐還」，法院認為此制度之主要目的乃為剝奪行為人之不法利得，而非補償因證券詐欺受害之投資人，因此法院對「吐還之利益」有裁量權，可以依衡平法則決定是否將該利益分配給投資人、或歸入國庫，⁶²³法院會依具體情形審視是否有受被告侵害之個人存在，而決定該吐還的利益之歸屬。⁶²⁴

因此，在行政程序下，法院裁定之行政罰款可高達不法所得或利益避免三倍之多，且行為人不法所得亦可能被裁定吐還，所以對行為人而言，最終裁罰數額可能高達不法利得的四倍之多，⁶²⁵法院不可以因為已經使行為人吐還不法利得，就裁定減少行政罰款數額，因為這兩種裁罰乃基於不同目的。⁶²⁶

第三項 民事責任

國會基於不公平以及利益吐還的理念，設計民事損害賠償制度，⁶²⁷1988 年制定內線交易與證券詐欺執行法 (Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988)，規定與行為人同時期為交易之投資人，方可請求損害賠償，賠償數額為

⁶²⁰ S.E.C. v. Lange, 2002 WL 475130 (E.D.Pa.2002).

⁶²¹ 2002 WL 475130 (E.D.Pa.).

⁶²² See Hazen, *supra* note 619, §12.17[4][A].

⁶²³ SEC v. Drexel Burnham Lambert, Inc., 956 F.Supp. 503, 507 (S.D.N.Y.1997).

⁶²⁴ 如 SEC v. Lund 案 (570 F.Supp. 1397, Fed. Sec. L. Rep. P 99,495)，該案法院即將吐還金額分配給被害人。

⁶²⁵ LANGEVOORT, *supra* note 207, § 8.02.

⁶²⁶ *Id.*

⁶²⁷ See PALMITER, *supra* note 590, at 369.

行為人實際獲利或損害避免數額，扣除 SEC 所處行為人必須吐還之金額。⁶²⁸此外，1988 年修正 1934 年證交法，該法第 20A(b)(1)條規定以被告所得利益或所避免之損失為賠償上限，且不能超過原告實際損失之金額，該法屬特別的請求權。⁶²⁹第 20A(d)條亦明訂，該條不排除投資人或其他受害人之依其他法律請求賠償之權利。

而內線消息所有者若有交易，對於內線交易行為人以及為交易之消息受領人，亦可因為其影響交易價格而依 Rule 10b-5 請求之。比如，因為人為因素而使股價上揚，「被詐欺」的公司可以因為其受到交易上的損失或「被強迫」付出更高價錢購買股票，而主張其受有損失。雖有學者主張應認為其實是股東受有損失，而公司只是「代表」股東受償，但是法院仍堅持是「公司本身」受到侵害。⁶³⁰因此，該等訴訟乃為透過司法實務承認的默示訴權，其在美國證券訴訟之運用極廣。⁶³¹

而依前述之行政責任下利益吐還之規定，SEC 可請求法院裁定使行為人將內線交易所獲得利益吐出，作為賠償投資人的基金，如日後投資人依前述第 20A 條請求時，即扣除該內部人以吐出之利益。惟需注意若投資人係依 1934 年證交法 Section 10(b)請求，則無請求上限，亦無扣減問題。此為美國行政手段與民事責任相配合之機制，而此種彈性之綜合民事與行政之手段，可超越填補損害之目的，而有剝奪不正利得及懲罰違法的意味在裡面。⁶³²

第二節 歐盟法

歐盟禁止市場濫用指令敘述第 39 點⁶³³提及成員國採取行政手段之注意事項。

⁶²⁸ Securities and Exchange Act of 1934, §20A.

⁶²⁹ 林俊宏、黃鈞淳、許碧真，從訊碟案談內線交易民事賠償責任之相關問題，法官協會雜誌第 7 卷第 2 期，頁 67，2005 年。

⁶³⁰ See PALMITER, *supra* note 590, at 369 (2005)

⁶³¹ 林俊宏、黃鈞淳、許碧真，前揭註 629，頁 67。

⁶³² 林俊宏、黃鈞淳、許碧真，前揭註 629，頁 67。

⁶³³ Recital 4 of 2003 MAD:

Member States should remain alert, in determining the administrative measures and sanctions, to the need to ensure a degree of uniformity of regulation from one Member State to another.

第 14 條⁶³⁴：「在不歧視成員國之刑事裁罰的前提下，若行為人未盡本指令之義務時，成員國需確保採取適當的行政措施或行政制裁之手段」。但是，禁止市場濫用指令並未說明，何種情況應用何種方式的行政制裁，亦未規定特定行為的制裁程度，所以此造成每個成員國之規制方式皆大有不同。

因此，歐盟禁止市場濫用指令規定成員國之責任，以「行政責任」為必要，且該些行政制裁措施必須適當且有效，至於除了行政處罰之外，是否要有刑事制裁或課與民事賠償之制度，則是留給各會員國各自的立法政策去考量，⁶³⁵畢竟許多成員國該時已經有自己的內線交易刑事處罰制度。⁶³⁶而歐盟指令僅設計行政責任之原因，乃因為作為一個規範眾多成員國的最低標準，其責任類型設計必須考量諸多因素，如刑事處罰需考量之高度證明以及嚴謹程序之要求，而有認如此會阻礙管制內線交易之有效執行，⁶³⁷另外，私人訴追制度之設計亦需面對證明的困難，以及因為內線交易發生於匿名市場，理論上是該市場之整體受有損害，而非個別當事人受到欺騙，所以此潛在理論上的衝突亦是私人訴追的矛盾點。⁶³⁸

所以，從各成員國在歐盟指令內國法化後，觀察其處罰類型之設計方式，原則上證明單一種處罰是不可行的，依據全球制裁內線交易的經驗，單純仰賴刑事責任是不智之舉，有些情形下民事責任、行政責任抑或是自律規範的制裁也極有效。⁶³⁹另外，歐盟亦曾考慮過行為人「利益吐還」的制度，但是最後仍認為此種處罰仍不足達到制裁的效果，因為，若行為人認為其將被處罰的金額最多也僅等

⁶³⁴ Article 14 of 2003 MAD:

1. Without prejudice to the right of Member States to impose criminal sanctions, Member States shall ensure, in conformity with their national law, that the appropriate administrative measures can be taken or administrative sanctions be imposed against the persons responsible where the provisions adopted in the implementation of this Directive have not been complied with. Member States shall ensure that these measures are effective, proportionate and dissuasive.

2. In accordance with the procedure laid down in Article 17(2), the Commission shall, for information, draw up a list of the administrative measures and sanctions referred to in paragraph 1.

⁶³⁵ Luca Enriques & Matteo Gatti, *EC Reforms of Corporate Governance and Capital Markets Law: Do They Tackle Insiders' Opportunism?* 28 NW. J. INT'L L. & BUS. 1, 7 (2007).

⁶³⁶ Hopt, *supra* note 152, at 144.

⁶³⁷ See MOLONEY, *supra* note 107, at 770.

⁶³⁸ See *id.*.

⁶³⁹ See Hopt, *supra* note 152, at 145.

於其不法獲利的金額，則行為人將會有僥倖的心態，而制裁之規定即無法達成其嚇阻的目的。⁶⁴⁰

第三節 法國法

第一項 概說

法國對內線交易制裁方式是行政處罰和刑事處罰兩者累積適用。刑事構成要件及其處罰之罰則規定在金融貨幣法，而行政處罰之構成要件規定在 AMF 一般規則，而其處罰之罰則亦規範在金融貨幣法。法國對內線交易行為的刑事及行政處罰規定各有不同，雖然兩者構成要件看似相近，但在實行上往往產生不同的結果，此乃因其實兩者有截然不同的處罰基礎所致。

第二項 行政責任

第一款 管理機關

法國證券管理機關是「金融市場局」(Autorité des Marchés Financiers，下稱 AMF)。AMF 是一個獨立的行政機關，有法人格，其肩負保護投資人的責任，並且需要保障揭露給投資人之資訊的確實性以及金融市場的正常運作，而目前 AMF 可以作行政處分，裁罰違法行為。

AMF 於 2003 年建立之後，在原先內線交易管制部分，即取代 COB 之制定行政規則及執行行政裁罰的權限，從此法國在證券市場的監控和管理部分統一由 AMF 負責，⁶⁴¹其制定投資服務提供者、在金融市場活動的機構及票據交換所應遵

⁶⁴⁰ See Hopt, *supra* note 152, at 145.

⁶⁴¹ See Jonathan Wohl, *Barriers to Shareholder suits in France Explained*, 23 (11) INT'L FIN. L. REV. 43, 43 (2004).

守的規則。⁶⁴²如前所述，AMF 亦制定了一個 AMF 一般規則，其中第 6 卷第 2 篇即是關於內線交易的規定，區分成兩個章節：對於內線消息的定義（Chapitre I）以及戒絕交易的義務（Chapitre II）。

第二款 內線交易之行政調查及處分程序

若行為人違反 AMF 一般規則，AMF 即會開始介入調查，調查程序如下：一、AMF 秘書處(Secretary General)決議開啟調查程序，由 AMF 職員為之，若有必要亦會尋求其他行政機關之協力；二、調查報告作成之後，會呈交給由 16 位成員所組成之 AMF 委員會(Collège)⁶⁴³，由委員會決定是否開啟執行政程序，同時，委員會亦可決議該案是否牽涉刑事犯罪，而須將該案轉給巴黎公訴檢察官⁶⁴⁴，並由檢查體系開啟刑事調查及訴訟程序，委員會亦可決議該案是否牽涉其他行政機關之職權，而需要移轉管轄等等；三、若委員會決定開啟行政執行政程序，委員會即會通知相關行為人，並會將相關報告及通知轉給 AMF 之由 12 位成員組成之制裁委員會；四、制裁委員會之主席會指派一位成員審核整個案件，並最後決定是否予行為人制裁，若最終 AMF 仍認為應予行為人行政裁罰，則該處分決定亦會公布在公報上。在最後的執行政程序，行為人可以委請律師陳述意見，而制裁委員會作決定也必須附理由。另外，為了讓行為人之疑似違法行為能經過多重審核，⁶⁴⁵避免誤判，AMF 採取「不同階段皆由不同人員裁決，以及秘書處、委員會及制裁委員會之成員不互相流通」之制度。

制裁委員會可對以下之人為處分：一、AMF 明訂有管轄權之人，如在法國註冊之公開發行公司，或在 AMF 承認之地方註冊公開發行，以及為該公司僱傭的個

⁶⁴² See Olivier Diaz, *Public Offers in France*, statement in the symposium of PUBLIC TAKEOVERS IN THE INTERNATIONAL CONTEXT PART II, American Bar Association, spring 2006, available at <http://www.abanet.org/intlaw/calendar/spring2006materials.html>

⁶⁴³ 在 AMF 英文版網頁上翻譯成 board，請參考

http://www.amf-france.org/affiche_page.asp?urldoc=lesmissionsamf.htm&lang=en&Id_Tab=0

⁶⁴⁴ 原文為：“Paris Tribunal de Grande Instance”。

⁶⁴⁵ See Peterson, *supra* note 248, at 216.

人；二、任何人之行為違反 AMF 所制定的法規命令，且該些行為之本質傷害投資人之利益，或破壞市場健全運作。

若行為人對制裁委員會之處分，認為損害其權利或法律上之利益時，則可向行政法院⁶⁴⁶或巴黎上訴法院提出上訴。在修法之前，對於 COB 所做的所有處分，行為人都可以上訴到巴黎上訴法院，因此巴黎上訴法院已經對內線交易累積豐富具參考性的實務見解，所以，今後若區分管轄，則是否兩個法院會做出矛盾的裁決，而損及裁判一致性，仍有待觀察。⁶⁴⁷

第三款 行政責任構成要件

法國廢棄法院(Cour de Cassation)曾在 2004 年 3 月 31 日的判決中表示，AMF 如欲對內線交易行為人作制裁，乃是行政處分而不涉及民事責任，因此不需要如民事案件中需要證明行為人之過失，亦即，行政機關對違反證券管理規定所作成的處分，與第三人個人提出訴訟，應適用不同的方式。

第一目 行政規範下之處分主體

如前述，AMF 一般規則依歐盟 2003 年市場濫用指令，列出數種規範主體：

- 因和發行人之間的職務關係而取得內線資訊之人，如董事、經理及職員等。
- 因涉入準備或實行財務交易而取得內線資訊之人，如參與系爭發行公司的併購案之投標者。
- 藉由執行職務而取得內線資訊之人，如銀行家、會計師、律師以及其他與發行人之間有專業上的來往之人。

⁶⁴⁶ 原文為：“Conseil d’Etat”。

⁶⁴⁷ See Peterson, *supra* note 248, at 217.

- 直接或間接從上述之人取得資訊，並且有故意之人。

第二目 間接交易

目前實務上有此案例可被認為是間接內線交易，如 Zodiac/Sicma 案：被告 Zodiac 為取得 Sicma 公司之控制權，與 Sicma 公司達成協議，而此事為本案的重大內線消息。Zodiac 公司在公開收購 Sicma 公司之股份之前，告知銀行這個消息，並且與銀行約定，使銀行先行購買 Sicma 公司 5000 股，而銀行之後可以行使選擇權，將該些股票再賣給 Zodiac，這種以間接併購為目的之契約，當時就被 COB 所裁罰；⁶⁴⁸ 另一種類似情形是，當 A 公司知道自己成為併購的目標公司，其即讓自己其他有控制權的子公司在市場上買自己的股份，以避免被併購；另外，實務上亦最常見透過家人帳戶來交易的情形。上述皆是間接交易所規範的對象。

第三目 消息傳遞責任

AMF 一般規則規定：禁止任何人，直接或間接從內部人處取得消息，並在知該消息為內線消息、並持有該消息下，為自己或第三人在市場上利用該消息。這個規定明顯地係欲將發行公司以外之人納入規範範圍中，但亦如之前所分析，這樣的規範文字同時也可對公司內部人適用，尤其是當公司內部人並非因自己的職務範圍取得資訊，而是藉由其他的管道取得內部資訊之情況。因此，該規定之增訂，可以有效填補之前法國在消息傳遞部分之規範漏洞：亦即，公司內部人抗辯其「非透過正常職務管道取得消息」，因而不必負責任。另外，如何以客觀標準審核行為人是否「明知」消息為內線消息的主觀要件，可以參考 COB 一處分之推論過程：發行人公司之內部經理人，在該公司之損失消息公布前，即賣出自己之持股。在本案中，沒有直接證據證明該經理人在消息公布前持有該消息，而且該消息亦非從被告的職務範圍即可得知，因此非法條之主要內部人；但是若考量是否

⁶⁴⁸ See Jean-Baptiste Jacquin, *Trente-trois dossiers transmis à la justice l'année dernière*, LES ECHO, n° 16633, 27 April 1994, at 29.

成立次級內部人時，亦無直接證據證明，即使其有持有該消息，但沒有「明知」該消息是未公布的內線消息。此外，被告亦爭執必須由 COB 證明法條文字對於「自以上其他款之人取得消息」這個要件。最後，COB 在推論「該經理持有並明知內線消息」這個待證事實的過程中，使用間接證據證明間接事實，並以間接事實推論出待證的事實：該公司草擬之新聞稿上有關於其損失之消息，在發行人交草稿給其員工去讓路透社刊登之時，為被告所得知，所以此處可以證明被告是由前款之內部人處得知內線消息；並且，COB 亦由被告及其證券經紀商之談話錄音中，推論出被告之主觀「明知」消息內線性以及「持有」。⁶⁴⁹

在之前 COB 第 90-08 號規則時代，次級內部人在行政規範上的義務，僅限於不可交易，當時並沒有限制次級內部人不可以將消息揭露給其他人。⁶⁵⁰而法國因應歐盟 2003 年市場濫用指令，而訂定 AMF 一般規則後，該規則第 622-1 條則明訂「戒絕義務」(Obligations d'Astention)，其中包括了戒絕使用內線消息交易、戒絕職務範圍外之內線消息傳遞、以及戒絕基於該內線消息而推介他人為證券交易，而關於規範主體的第 622-2 條，則明訂「戒絕義務們」適用於該條列舉之規範主體，以及所有接觸到內線消息並明知該消息為內線消息之人上。觀之前後條文，並採條文一致性之解釋，應認第 622-2 條之「戒絕義務們」乃指前條該些列舉之義務，則自此之後，次級內部人之揭露消息予他人之行為亦受到行政規範之禁止。

第四款 行政規範違反之處罰

在 AMF 一般規則建立之前，COB 時代可採取之行政處罰之時機如下：一、當為維持金融市場之正常運作時；二、當行為人獲取不正當利益，而若市場正常運作則該不致發生該情事；三、當為使投資人獲得平等對待以及獲得相同取得資訊之權利時；四、在當證券經紀商違反其職業上之義務，為保障發行人和投資人

⁶⁴⁹ See Peterson, *supra* note 248, at 230.

⁶⁵⁰ Article 5 of COB Regulation No. 90-08.

之利益時。⁶⁵¹而至 AMF 時代，其處罰之理論基礎則規定在金融貨幣法第 621-14 條，⁶⁵²該條規定：為了保障投資人免於受到內線交易、操縱股價、不實資訊的散布，以及其他會對投資人保護及市場正常運作造成損害之情事，AMF 董事會可以在行為人違反該些以上保護目的而制定之法律、法規命令和專業規則時，讓行為人陳述意見之後，對其行為下中止令。⁶⁵³

依金融貨幣法第 621-15 條，行政制裁的程序如下：首先須通知該案行為人及關係人，並交由制裁委員會調查，若情形危急，董事會可以先為中止該行為之處置，若董事會決定將其調查報告轉呈給公訴檢察官，則董事會可決定將該案事實公告公眾。若董事會決議仍將該案繼續由行政機關處理，並送至制裁委員會時，制裁委員會依同條第二項作成制裁處分如下：

- AMF 監管之公司或個人，包括金融服務提供者、金融分析師以及受管制之金融市場成員，可以對以上人員處警告、公開譴責以及暫時或永久停止其業務，制裁委員會並可併處 150 萬歐元以下、或其不法所得十倍之罰鍰，該些罰鍰將入與該行為人之行為相關的基金⁶⁵⁴中。
- 至於為以上公司或個人僱傭之人員，可處警告、公開譴責、暫時或永久停止某些相關業務、吊扣或吊銷其執照，並可併處 150 萬歐元以下、或其在該案中不法所得十倍之罰鍰，抑或 30 萬歐元以下、或其在其他案中不法所得之五倍為罰鍰，該些罰鍰亦將入與該行為人之行為相關的基金

⁶⁵¹ See Peterson, *supra* note 248, at 239.

⁶⁵² See DENNIS CAMPBELL, INTERNATIONAL SECURITIES LAW AND REGULATION 2006 - VOLUME I 325 (2006).

⁶⁵³ Article 621-14, Para. 1 of Monetary and Financial Code.

⁶⁵⁴ 該基金的用途於金融貨幣法第 621-15 條第 3 項中表明：

上述提及之「保障基金」，於符合內部規定，且一年不超過 30 萬歐元之情形下，可以將其撥至於金融教育之使用，該基金乃為制裁委員會之金錢裁罰之一部分。原文如下：

L. 621-15 III :

Le fonds de garantie mentionné aux a et b peut, dans des conditions fixées par son règlement intérieur et dans la limite de 300 000 euros par an, affecter à des actions éducatives dans le domaine financier une partie du produit des sanctions pécuniaires prononcées par la commission des sanctions qu'il perçoit.

中。

- 其他法人或自然人違反法規，並發生如以上各款法律禁止之效果者，AMF 可以處之以 150 萬歐元之罰鍰，或最高其不法所得之十倍為罰鍰。

此外，所有裁處的金額都必須依照其違法行為之嚴重性、其不法所得之金額而定，即行政罰需符合比例原則，而 AMF 有權公開其行政罰之處分內容，但這是 AMF 職權裁量範圍，並無強制性。

第三項 民事責任

根據法國刑事訴訟法第 2 條之規定，若因任何犯罪行為所造成的直接損失，而該受損害的個人可以請求民事損害賠償。⁶⁵⁵在訴訟程序方面，可以在訴訟程序開始後參與訴訟成為民事方(partie civile)，參與後請求權人即可以在同一個刑庭請求，類似於我國的刑事附帶民事訴訟，其也可以待刑事程序終了之後，再繼續至民庭請求。

刑事訴訟法第 2 條的民事請求，主要是侵權行為的請求，而法官也會依照侵權行為的原理審判，而侵權行為的請求權在法國全源自於民法，亦即根據法國的民法第 1382 條之填補損害的規定。⁶⁵⁶但是究竟在法國法的框架下，是否容許一般投資人主張因為內線交易損害而產生的民事求償權？目前尚無實務案例討論到這個問題，而學說亦是眾說紛紜，畢竟對內線交易行為，法國一向只有行政及刑事的裁罰，此乃因內線交易禁止規定發展至今，其基礎理論皆根源於資訊平等取得、

⁶⁵⁵ Code de Procedure Penale, Article 2

L'action civile en réparation du dommage causé par un crime, un délit ou une contravention appartient à tous ceux qui ont personnellement souffert du dommage directement causé par l'infraction.

La renonciation à l'action civile ne peut arrêter ni suspendre l'exercice de l'action publique, sous réserve des cas visés à l'alinéa 3 de l'article 6.

⁶⁵⁶ Code Civil, Art. 1382

Tout fait quelconque de l'homme, qui cause à autrui un dommage, oblige celui par la faute duquel il est arrivé, à le réparer.

促進市場透明性的考量，其保護市場健全的公益色彩濃厚，而因此沒有因內線交易而產生之「受害人」的概念。惟法國法院在 2002 年曾對此作出了一些回應：「理論上若能證明內線交易行為，則股東即有可能因此交易行為蒙受直接的個人利益損害」，⁶⁵⁷以及「信賴被侵害是可以受償的」，⁶⁵⁸因此只要能證明民法侵權行為的因果關係及相關要件，理論上投資人仍有民事受償的機會。此外，值得一提的是，法國民法允許「機會喪失」之損害賠償，⁶⁵⁹所以在法國法下，投資人或許可以依此主張其並未獲得相同的機會來接近內線資訊。

第四項 刑事責任

第一款 金融貨幣法

在刑事處罰規定方面，法國在 2003 年 8 月 2 日以新訂之金融貨幣法第 465-1 條⁶⁶⁰規定內線交易之刑事責任。行為主體包括法定內部人、因職務具備內部人身份並傳遞給職務框架外第三人者、次級內部人。

刑責規定如下：

第一項之法定內部人：兩年有期徒刑及 150 萬歐元罰金，或最高其不法所得之十倍為罰金，但最低罰金不可低於行為人的不法所得。而若行為人為法人，則可依刑法⁶⁶¹第 131-38 條及第 131-39 條，處原法定處自然人之罰金金額之五倍為罰金。

⁶⁵⁷ Cass. crim., Dec 11, 2002, Bull. Joly Bourse 2003.

⁶⁵⁸ See Frédéric Stasliak, comment in colloquium, *Cycle Droit communautaire de la concurrence 2004 : Deuxième conférence - Droit de la concurrence et droit des contrats*, 2 mars 2004, available at the official page of Cour de Cassation : http://www.courdecassation.fr/colloques_activites_formation_4/2004_2034/m_frederic_stasiak_8189.html

⁶⁵⁹ See L'Ordre des Avocats du Barreau de Clermont-Ferrand, *Une autre forme d'indemnisation des heures supplémentaires : les dommages et intérêts pour "perte de chance"*, L'Alambic social, Sep. 1, 2002, at 2.

⁶⁶⁰ 金融貨幣法：”Loi 2003-706 : Code monétaire et financier.”

⁶⁶¹ 刑法：”Code Penal”

第二項之因職務具備內部人身份者：可處一年有期徒刑及最高 15 萬歐元罰金。

第三項之次級內部人：可處一年有期徒刑及 150 萬歐元罰金，最高可處其不法所得十倍之罰金。如果是以犯罪行為⁶⁶²取得該消息，則可處七年有期徒刑及 150 萬歐元罰金（當犯罪所得低於此金額時）。

第二款 消息傳遞的刑法贓物罪責任

法國在處理消息傳遞之刑事責任時，也會適用刑法第 321-1 條之概念，亦即贓物罪。該條之規定如下：明知該物係犯罪所得之物，仍為該物之隱匿、收受、搬運或為搬運之中介，構成贓物罪；在明知下仍以各種形式自贓物中得利者，亦構成贓物罪；觸犯贓物罪者，可處五年有期徒刑及 375,000 歐元之罰金。⁶⁶³比較該條之刑責、與內線交易在貨幣金融法中規定之刑度，可發現在有期徒刑部分贓物罪規定較重，即兩年和五年之差異，而在罰金部分，贓物罪 37 萬 5 千歐元之罰金輕於貨幣金融法最重之 150 萬歐元罰金，但貨幣金融法在「因職務而具備內部人身份，傳遞給框架外第三人」此種類型之處罰為 15 萬歐元罰金。總括而論，贓物罪之刑度仍重於貨幣金融法。⁶⁶⁴

消息傳遞行為之所以亦會構成贓物罪，乃因消息本身可以視作「物品」，而消息原本之所有權屬於公司，因此若次級內部人非由合法框架下取得該消息，該消息即成為「犯罪所得之物」，而該消息自犯罪後亦成為「贓物」，此後該消息傳遞給任何人，都可以視作該人隱匿、收受、搬運或為搬運之中介，而成立贓物罪。

⁶⁶² 原文 "Un crime ou un délit"

⁶⁶³ Article 321-1 of Code Penal:

Le recel est le fait de dissimuler, de détenir ou de transmettre une chose, ou de faire office d'intermédiaire afin de la transmettre, en sachant que cette chose provient d'un crime ou d'un délit. Constitue également un recel le fait, en connaissance de cause, de bénéficiaire, par tout moyen, du produit d'un crime ou d'un délit.

Le recel est puni de cinq ans d'emprisonnement et de 2 500 000 F d'amende.

⁶⁶⁴ See ALEXANDER, *supra* note 168, at 58.

關於是否可以將消息傳遞行為以贓物罪論，實務上有許多爭議，畢竟若可以贓物罪繩之，則首先將面臨法條競合的問題。

第五項 不同處罰規定間之比較與競合

第一款 行政罰與刑罰之競合

目前法國是刑事、行政裁決併行，⁶⁶⁵因此同一個違法事實，可以由兩個機關依據兩套違法構成要件，分別裁處行政罰及刑罰。但是須受到憲法的比例原則之規範，也就是說，如果 AMF 制裁委員會已經對行為人裁處行政罰鍰，則該違法行為進入刑事程序時，刑事庭的法官可以視 AMF 所處分的罰鍰金額大小，酌減刑事罰金的金額。⁶⁶⁶但是這樣的雙軌裁罰制度，在法國仍存在許多爭議，其一為「一行為不二罰」原則之提出，此乃因 1988 生效的 1950 歐洲人權及基本自由權保護公約第七號協議第四條規定：在同一個管轄權下，除非發現新事實新證據，否則不可以對一個人重複刑事處罰，⁶⁶⁷但這個爭議最後被法國法院之解釋推翻，法國廢棄法院在 2000 年闡釋：這個條約只適用在一行為處兩次刑罰的情形，而一行為之行政、刑罰累積適用則不在此限。況且，2003 年歐盟指令第 14 條更明白表示，雖然指令強制規定內線交易行為人的行政責任，但並不表示成員國不可以有刑事責任的規定，亦即指令允許如法國此種本來即存在的雙軌制度。⁶⁶⁸

⁶⁶⁵ See Bruno Zabala, *French Lessons*, 26(6) INT'L FIN. L. REV. 48, 48 (2007).

⁶⁶⁶ Code monétaire et financier, Art. 621-16.

⁶⁶⁷ Protocol No. 7 to the 1950 European Convention for the Protection of Human Rights and Fundamental Freedoms, E.T.S. 117, entered into force Nov. 1, 1988:

1. No one shall be liable to be tried or punished again in criminal proceedings under the jurisdiction of the same State for an offence for which he has already been finally acquitted or convicted in accordance with the law and penal procedure of the State.

2. The provisions of the preceding paragraph shall not prevent the re-opening of the case in accordance with the law and penal procedure of the State concerned, if there is evidence of new or newly discovered facts, or if there has been a fundamental defect in the previous proceedings, which could affect the outcome of the case.

3. No derogation from this Article shall be made under Article 15 of the Convention.

⁶⁶⁸ See Wohl & Menand, *supra* note 641, at 45.

第二款 刑罰機關與行政機關之合作

再者，法國 2003 年成立 AMF 以及訂定之後的 AMF 一般規則後，更致力調和內線交易規制在行政程序和刑事程序間的差異。如：法國貨幣金融法亦規定，若 AMF 的成員調查某內線交易事實，並作成報告，發現該行為同時會滿足內線交易刑罰的構成要件，則 AMF 就必須立刻將其調查結果移交給公訴檢察官，⁶⁶⁹而目前有關內線交易的刑罰案件，由巴黎地院專屬管轄，排除其他的法院管轄權，因此原則上移交給巴黎地院公訴檢察官辦理，檢察官亦即可以開啟調查程序，而公訴檢察官在檢視之後，認為必須開啟刑事程序，也必須通知 AMF。⁶⁷⁰此外，檢察官也可以將後續調查文件，主動或被動提供 AMF 參考。

訴訟過程中，除非 AMF 之前已對該行為人為行政罰鍰之裁處，不然 AMF 可以在該案中參加訴訟，成為民事原告，但此處並非指請求損害賠償的民事原告，僅是一個和刑事起訴的檢察官相對的概念，而 AMF 可以在訴訟程序中，可以就其之前已經、或尚未為之裁罰處分內容，提供給法官參考。⁶⁷¹此外，關於在 2003 年修法之前發生的案件，基於不溯及既往的原則，仍適用之前的法律，而刑庭法官必須對該相同事實之案件的刑事起訴，徵詢 AMF 的意見。⁶⁷²

第三款 比較刑罰和行政罰

內線交易刑事規定之刑度部分，有依行為人不同之身分、不同之行為態樣，而作不同的刑度規定：金融貨幣法第 465-1 條第一項內部人之刑度為兩年有期徒刑及 150 萬歐元之罰金；第二項因職務而具內部人身份、傳遞消息給職務範圍外之第三人者，處一年有期徒刑及 15 萬歐元之罰金；第三項次級內部人交易或傳遞消

⁶⁶⁹ *Id.*

⁶⁷⁰ Code monétaire et financier, Art. 621-15-1.

⁶⁷¹ Code monétaire et financier, Art. 621-16-1

⁶⁷² Code monétaire et financier, Art. 466-1.

息，處一年有期徒刑及 150 萬歐元之罰金。惟內線交易行政罰部分，雖區分不同之規範主體、不同之行為態樣，但卻未就之區分處罰內容。

而依照法律一般規則，只有在最嚴重違反法律的行為發生時，始用刑罰制裁之，惟觀之近期關於內線交易規範的修正，可發現刑罰規定處罰的範圍，竟然比行政規定的範圍為寬的異常現象。⁶⁷³

第四節 德國法

第一項 刑事責任

2004 年證券交易法(WpHG)第 38 條規定內線交易之刑責：

「(1) 任何人⁶⁷⁴

1. 違反第 14(1).1 條之禁止規定，取得或處分內部人證券；或
2. a. 基於其在發行公司之董事會成員或監察人身份，或發行人之需負個人責任之合夥人，或發行公司之關係企業中需負個人責任之合夥人；
b. 基於其在發行公司或發行公司之關係企業之資本的利益參與；

⁶⁷³ See Zabala, *supra* note 665, at 48-50.

⁶⁷⁴ 以下為德國證券監管會 BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) 官方網站之英譯條文：

參考 http://www.bafin.de/EN/Home/homepage__node.html?__nnn=true

(1) Any person who

1. acquires or disposes of an insider security in contravention of a prohibition pursuant to section 14 (1) no. 1; or

2.

a. by virtue of his membership of the management or supervisory body of the issuer, or as a personally liable partner of the issuer or of an undertaking affiliated with the issuer,

b. on the basis of his holding in the capital of the issuer or a company affiliated with the issuer,

c. on the basis of profession, activities or duties performed as part of their function or

d. on the basis of conspiracy to perpetrate or perpetration of a crime

is privy to inside information and in using such inside information commits any intentional act named in section 39 (2) no. 3 or 4 shall be liable to imprisonment for a term not exceeding five years or to a criminal fine.

c. 基於職業、職務上行為；

d. 基於共謀犯罪或犯罪之實行；

而得知內線資訊，並使用該內線消息，故意違反第 39 條第 2 項第 3 款及第 4 款⁶⁷⁵者，應處以最高五年有期徒刑或罰金。」

第二項 行政責任

德國一直到 2004 年 12 月的修法，才開始有行政處罰的規定，⁶⁷⁶當行為人為未經授權之消息傳遞、推介或引誘第三人交易。在罰鍰額度部分，德國並未規定如英國之「無上限」之行政罰鍰，亦未如法國規定之罰鍰額度需與行為人「不法利得」數額有緊密關連，德國規定罰鍰「上限」為 20 萬歐元。⁶⁷⁷

第 39 條第 2 項第 3 款及第 4 款如下：

「(2) 任何人故意或重大過失違反以下行為，處以行政罰：

3. 違反第 14 條第 1 項第 2 款，傳遞內線消息或使第三人可得內線消息。

4. 違反第 14 條第 1 項第 3 款推介第三人取得或處分內部人證券，或引誘第三人為之。」

關於法人交易的規定，德國刑法第 14 條及行政罰法⁶⁷⁸第 9 條及第 14 條，規定法人和自然人需負相同責任，而因此以上所有內線交易禁止規定同樣適用於法人。

⁶⁷⁵ WpHG 第 39 條第 2 項第 3 款及第 4 款：

(2) An administrative offence is committed by any person who willfully or negligently,
3. discloses or makes available inside information in violation of section 14 (1) no. 2;
4. recommends that a third party acquire or dispose of insider securities, or otherwise induces a third party to do so, in violation of section 14 (1) no. 3;

⁶⁷⁶ See ALEXANDER, *supra* note 168, at 205.

⁶⁷⁷ WpHG ¶ 39(4).

⁶⁷⁸ 行政罰法原文：“Ordnungswidrigkeitengesetz or OWiG.”

第三項 分析

第一款 原始內部人及次級內部人之「交易行為」皆處以刑責

德國 2004 年 WpHG 中並無原始內部人及次級內部人之區分，法律所禁止的行為，對於原始內部人及次級內部人一併適用，但是 2004 年 WpHG 卻在後面之關於責任類型部分的條文中，將兩者的責任類型作一劃分：

交易行為皆以刑罰處之：⁶⁷⁹任何人，不限原始內部人或次級內部人，明知該資訊為內線資訊，仍故意或重大過失使用內線資訊取得或處分內部人證券者，以刑罰處之，最高五年有期徒刑或罰金，而罰金金額乃根據刑法，依照被控訴的情形裁量之。⁶⁸⁰

第二款 消息傳遞行為僅原始內部人有刑責，次級內部人傳遞僅有行政責任

而傳遞行為則有所區分：若故意揭露內線資訊予第三人，或推薦、引誘第三人取得或處分證券，只有該行為人是原始內部人時，才会有刑事責任，⁶⁸¹而責任內容同以上之最高五年有期徒刑或罰金，並且，原始內部人之定義即如第 38 條之 4 款規定。而若揭露內線資訊或推薦第三人取得或處分證券者，乃次級內部人故意或重大過失所為，其行為則不成立刑事責任，僅構成行政責任，處以 20 萬歐元之

⁶⁷⁹ WpHG ¶ 38(1)1.

⁶⁸⁰ See Vaupel & Uhl, *supra* note 274, at 174.

⁶⁸¹ WpHG ¶ 38(1).

罰鍰。⁶⁸²

第五節 英國法

第一項 刑事責任

1993 刑事審判法（下稱 CJA）第 61 條為關於刑責之規定：

「(1) 為內線交易之人應被處罰：

(a) 若以簡易程序定罪，可處不超過法定最高之罰金⁶⁸³，或處六個月以下徒刑，兩者可併處。

(b) 若以一般程序⁶⁸⁴定罪，可處無上限之罰金或七年以下徒刑，兩者可併處。⁶⁸⁵」

英國 1993 年 CJA 亦獨立規定內線交易的構成要件：第 52 條規定擁有內線消息之人禁止交易。第 52 條第 2 項並禁止為消息傳遞或推介交易：

「(2) 若為以下事項，某持有內線消息之內部人亦有刑事責任：

a) 若該人知道或有合理原因、而應該知道其行為會構成本條第 3 項，還鼓勵他人為與內線消息相關之證券交易，不管他人是否明知該交易之證券乃為與內線消息相關之證券；或

b) 除非是為職務、專業適當範圍內之行為，否則若該人揭露資訊給

⁶⁸² WpHG ¶ 39(3), (4).

⁶⁸³ See Stamp & Jagers, *supra* note 283, at 109.目前為 5,000 英鎊。

⁶⁸⁴ 有陪審團之“Crown Court”。

⁶⁸⁵ § 61 of 1993 CJA:

(1) An individual guilty of insider dealing shall be liable—

(a) on summary conviction, to a fine not exceeding the statutory maximum or imprisonment for a term not exceeding six months or to both; or

(b) on conviction on indictment, to a fine or imprisonment for a term not exceeding seven years or to both.

他人，即成立刑事責任。」

第 57 條則為 CJA 之對於內部人的要件規範：

「(1) 若符合以下條件，該持有資訊之人即為內部人：a) 該資訊為內線資訊，而該人明知之；以及 b) 該人從發行公司之內部得到該資訊，且該人具備故意；

(2) 某人從公司內部得到資訊之情形為：a) 某人之所取得，乃基於(i) 身為發行系爭證券之人之董事、職員或股東；(ii) 其職業、僱傭關係而可取得資訊；b) a)款之人，為某人之直接或間接的消息來源。」

第二項 行政責任

FSMA 第 123 條第 1 項：

「(1) 若 FSA 認為某人（下稱該人作 A）：

(a) 正在作或曾經為市場濫用行為；或

(b) 作為或不作為使他人（一人或多人）被允許或被鼓勵為某行為，而若該行為乃 A 所為，會導致市場濫用，

則 FSA 可以處 A 罰鍰，金額為 FSA 認為適當之數額。」⁶⁸⁶

而在行政裁罰部分，規定在第 123 條，以下介紹其第 3 項：

「(3) 若 FSA 可以依本條對行為人處行政罰，除了處以行政罰鍰外，亦

⁶⁸⁶ §123 of FSMA

(1) If the Authority is satisfied that a person (“A”)
(b) by taking or refraining from taking any action has required or encouraged another person or persons to engage in behaviour which, if engaged in by A, would amount to market abuse, it may impose on him a penalty of such amount as it considers appropriate.

可以公告行為人之濫用市場行為所造成之影響結果之聲明。」⁶⁸⁷

亦即 FSA 可透過聲明使行為人遭受名譽上的不利益。

在主觀要件方面，若 FSA 認為，若系爭行為人有正當理由相信其行為非市場濫用行為，或行為人已採取相當措施預防市場濫用，並且亦盡了實質查核義務(ue diligence)，則 FSA 可以選擇不處罰行為人。⁶⁸⁸

FSA 公告之聲明乃為達到讓行為人名譽減損之目的，而且 FSA 並可以處行為人無上限之罰鍰。⁶⁸⁹此外，FSA 也可以就可能發生之市場濫用行為蒐集資訊、調查案件，抑或向法院申請禁制令，禁止行為人繼續從事市場濫用行為、或要求行為人採取彌補市場濫用之措施、或禁止行為人處分自己之財產。⁶⁹⁰也可以就系爭市場濫用行為造成之損害或利得，向法院申請回復原狀之命令，⁶⁹¹而對於經過特許從事金融活動的「被授權人」，FSA 可自為回復原狀之命令，⁶⁹²這種制度之設計目的，乃為使因行為人獲得利益的行為而受到損失之他方，可以藉由法院判決讓 FSA 賠償他方之損失。⁶⁹³而若行為人不服 FSA 對其為之處分決定，其可上訴至金融服務與市場法庭(Financial Services and Markets Tribunal)，法院對 FSA 所作之決定有獨立審查權限，可以同意、取消或變更 FSA 做出之決定並對個案有拘束力。⁶⁹⁴

⁶⁸⁷ Section 123 of FSMA

(3) If the Authority is entitled to impose a penalty on a person under this section it may, instead of imposing a penalty on him, publish a statement to the effect that he has engaged in market abuse.

⁶⁸⁸ Section 123 of FSMA

(2) But the Authority may not impose a penalty on a person if, having considered any representations made to it in response to a warning notice, there are reasonable grounds for it to be satisfied that—

(a) he believed, on reasonable grounds, that his behaviour did not fall within paragraph (a) or (b) of subsection (1), or

(b) he took all reasonable precautions and exercised all due diligence to avoid behaving in a way which fell within paragraph (a) or (b) of that subsection.

⁶⁸⁹ JONATHAN MARSH & BRIAN MCDONNELL, A PRACTITIONER'S GUIDE TO INSIDER INFORMATION: MANAGING THE LEGAL AND REGULATORY RISKS 157, 177 (2006).

⁶⁹⁰ FSMA §381.

⁶⁹¹ See Stamp & Jagers, *supra* note 283, at 147. FSMA §383.

⁶⁹² FSMA §384.

⁶⁹³ Michael Ashe QZ & Lynne Counsell, *Market Abuse: The "Crime" of Being Something in The City*, 1344 NEW LAW JOURNAL (2000).

⁶⁹⁴ 陳照世，前揭註 302，頁 145，2008 年。

第三項 民事責任

若投資人欲向公司主張民事賠償，股東可能很難證明因行為人為內線交易所產生之損害，但是，對公司而言，卻有如下之請求途徑：⁶⁹⁵

- 主張違反契約義務：英國契約法規定單純的沈默並不能該當意思表示，所以行為人在為證券交易時，若未提醒交易相對人、或告知其持有內線資訊一事，並不會讓他方投資人在契約法上享有任何的救濟，只有在當系爭交易之雙方當事人間有特殊關係，而必須遵守公平交易之衡平原則時，行為人才有告知的義務，不過這種情形在內線交易中很難發生，因為內線交易中，較不可能發生有特定交易對象、且與該對象直接交易之情形。⁶⁹⁶
- 主張違反忠實義務：公司可以對違反忠實義務而未揭露資訊之內部人主張之，不論行為人之行為對公司是否構成詐欺，公司可起訴請求填補公司的損害。⁶⁹⁷
- 主張違反受託人義務：為內線交易而違反忠實義務的公司內部人，除了可能被訴以損害賠償外，當如內線交易中有「內線消息」可作為信託財產之標的時，亦有可能負因為「法定信託下之推定信託」(constructive trust)而獲利的責任，⁶⁹⁸亦即，如受託人不能說服法院，讓法院相信其在交易時，有達到最高的公平標準，受益人可以請求法院撤銷此法律行為，或主張受託人所獲利益成立法定信託，而受益人仍享有此交易的利益。⁶⁹⁹所以第三人若持有內線消息，並且主觀要件具備，在英國法下或許可以推定其為受託人，因此其即應該對受託財產負忠實義務，而受益人可以依

⁶⁹⁵ MARSH & MCDONNELL, *supra* note 689, at 247.

⁶⁹⁶ MARSH & MCDONNELL, *supra* note 689, at 248.

⁶⁹⁷ *Id.*

⁶⁹⁸ MARSH & MCDONNELL, *supra* note 689, at 249.

⁶⁹⁹ 謝哲勝，「信託法」，頁 166，三民書局，2009 年。

此對其主張回復原狀(restoration)，或是損害賠償。⁷⁰⁰但是，對於非內部人的內線交易行為人，是否可以主張其為「推定信託人」，仍有爭議。⁷⁰¹

- 主張違反信賴義務：在英國法下要主張信賴違反必須符合下列三要件：⁷⁰²
 - 一、系爭消息必須夠「機密」：而內線消息之「重大未公開性」應符合此要件無疑；
 - 二、消息之授予乃基於信賴義務：必須當消息受領者明知，其受領消息會導致信賴義務產生，此義務方成立。如併購過程中之協商，即可能產生信賴義務；
 - 三、使用系爭消息並未經過授權。而通常在內線交易中，只有公司可以主張行為人信賴義務之違反，因為其乃信賴義務之相對人。⁷⁰³

此外，若有 FSMA 第 118 條第 2 項至第 4 項之違反情形時，個別投資人是否可以享有同法第 150 條訴訟的權利，目前仍不甚清楚，⁷⁰⁴且立法者似乎有意在 FSMA 之規定中，對於因市場濫用而受有損害之投資人，排除其直接提起民事訴訟的權利。⁷⁰⁵



第四項 分析

第一款 增加行政罰以補充刑罰之不足

1993 年以來英國刑事審判法之實踐結果不彰，此乃因為刑事責任之成立需要嚴格證明，⁷⁰⁶且以刑法規定內線交易，較無法因應市場的變化而彈性反應，所以之後的修正傾向讓 FSA 有權對內線交易行為為行政裁罰，理由如下：行政罰不需

⁷⁰⁰ MARSH & McDONNELL, *supra* note 689, at 249.

⁷⁰¹ *Id.*

⁷⁰² *Id.* at 250.

⁷⁰³ *Id.* at 250-51.

⁷⁰⁴ EMILIOS AVGOULEAS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS 389, 445 (2005).

⁷⁰⁵ 陳照世，前揭註 302，頁 184-85。

⁷⁰⁶ See Welch et al., *supra* note 202, at 20.

達嚴格證明程度，行政機關可自作細節性的行政規定，況且，行政罰對行為人之主觀要件之要求不需前置到意圖，再者，行政罰之地域效力寬於刑法。⁷⁰⁷因此 2001 年 12 月，英國開始以 FSMA 規範市場濫用，期望更有效地改善之前以刑法規定而無法有效落實之缺失。

而英國目前實際上，仍維持以刑事審判法規範內線交易的刑事責任，只是其適用範圍較 FSMA 之行政責任為窄，因為刑事起訴耗時較久，而且因為證明程度必須達到「毫無合理懷疑」，所以通常不易獲得有罪判決，但是刑事規範仍有其不可替代的作用，比如嚇阻市場參與者之濫用市場行為等。⁷⁰⁸

第二款 行政罰與刑罰的界線

英國此種對於內線交易行為有行政、刑事之兩套不同的構成要件、裁罰類型的作法，亦曾出現爭議：尤其因刑事審判法規定法院可處行為人罰金、而 FSMA 亦同時規定 FSA 可處行為人行政罰鍰，此兩套「金錢裁罰」究竟如何區分？畢竟通常會認為刑法的罰金乃為「處罰」行為人，而行政罰的罰鍰應具備別種功能，否則若行政罰鍰的目的亦為刑法功能，則對於證明程度的要求，是否即須提高至刑罰的標準？⁷⁰⁹但是若這樣做，將會犧牲行政裁罰的彈性，以及限制 FSA 的調查權限。

再者，同時處以行為人行政罰鍰及刑事罰金，亦會有使行為人陷入雙重危險的可能，⁷¹⁰此問題後來由目前 FSA 的管制手冊⁷¹¹解決，其闡釋 FSA 對於市場濫用的政策為：若內線交易之行為人已被刑事起訴或有終局判決，FSA 就不可再對同一行為為行政裁罰，而若 FSA 之前已對行為人為行政裁罰，FSA 就不可以再以相

⁷⁰⁷ See Stamp & Jagers, *supra* note 283, at 109.

⁷⁰⁸ MARSH & McDONNELL, *supra* note 689, at 130.

⁷⁰⁹ See ALEXANDER, *supra* note 168, at 216.

⁷¹⁰ *Id.* at 218.

⁷¹¹ FSA Regulatory Handbook, ¶15.7.4 of the Enforcement Manual.

同的控訴⁷¹²為基礎起訴行為人。⁷¹³

第三款 行政罰回復原狀命令與民事賠償制度之關係

但是上述的競合方式，並不代表 FSA 不可以同時進行其他的管制措施。FSA 仍可以對任何人為回復原狀(restitution)之命令，或對行為人向法院申請禁制令，亦可以撤回 FSA 之前的授權或許可等。⁷¹⁴至於行為人若被處以回復原狀之命令，其即需吐還其因系爭市場濫用行為造成之損害或利得，此制度之目的在於：使因行為人獲得利益的行為而受到損失之他方，可以藉由法院判決讓 FSA 賠償他方之損失。

而民事賠償亦是由行為人賠償受損害之相對人之制度，差別之一乃為民事救濟必須由受害人自行向法院提起，而回復原狀之命令則係一種以民事賠償為目的之司法命令。⁷¹⁵但是此兩個制度之「賠償受害人」之觀念是相同的，因此皆會遭遇到如何確定「內線交易之受害人」的共同的難題；FSMA 第 383(10)條定義「該當請求之主體」(qualifying persons)為「因為行為人之市場濫用行為，而受到損害之人，或那些本來應得到利益者」，但是最終仍無法解決究竟是「哪些人」受到損害。⁷¹⁶其中一種解決辦法為以法律擬制受害者，如南非⁷¹⁷及我國的規定，將行為人交易後數日之相反交易者視為受害人。另外，或可考慮上述公司可主張之民事賠償方式，如主張推定信託義務違反，但請求人仍以公司為限，且若行為人非原始內部人，則亦難以信託責任主張，如行為人為餐廳不小心聽到消息的女侍，則是否應將身為其僱傭人的餐廳當作受益人，而被賦予信託利益仍頗有疑義。⁷¹⁸

⁷¹² FSA 依 FSMA §402，除了在蘇格蘭之外，其可以在對內線交易行為人依刑事審判法提起訴訟，但是 FSA 仍須和其他機關合作，如 the Crown Prosecution Service 等。

⁷¹³ See ALEXANDER, *supra* note 168, at 219.

⁷¹⁴ EDWARD J. SWAN, MARKET ABUSE REGULATION 111, 130 (2006).

⁷¹⁵ 陳照世，前揭註 302，頁 149。

⁷¹⁶ See ALEXANDER, *supra* note 168, at 220.

⁷¹⁷ *Id.*

⁷¹⁸ *Id.* at 220-21.

第六節 日本法

第一項 民事責任

日本於 1988 年證交法修正時，曾討論民事責任之可能性，可從以下四點看出：

一、當時依同法第 189 條，公司或其股東為防止「公司經理人或大股東，不公平地使用其基於自己在公司的地位或職務而取得的資訊」，而規定其可以對短線交易者發起利益返還訴訟。⁷¹⁹當時認為，此論點可能會影響到將來內線交易民事責任之建構；

二、1988 年證券交易委員會的報告⁷²⁰亦有應作確保關於內線交易損失方之民事賠償措施之指示，但是，方時亦附加「此仍需要進一步的關於原告方及程序的研究」之但書；⁷²¹

三、另外，亦有實務見解認為第 58 條、第 190-2 條及第 190-3 條本身即可作為民事的請求權基礎，亦即可用於請求侵權行為之損害賠償、或契約違反的損害請求，⁷²²但是原告如此作亦將會遇到難題，因為要證明損害數額以及因果關係十分困難；

四、當時大部分的學說見解亦認為，因內線交易而受有損害之人，可以依民法第 709 條請求損害賠償，⁷²³該條乃侵權行為之一般規範，但是這種請求仍會遇到相同問題，即證明對方是否可歸責、因果關係以及損害額度等會有困難度，況且在程序法部分的配套亦仍不完善。

⁷¹⁹ See Kojima, *supra* note 345, at 336.

⁷²⁰ See Akashi, *supra* note 323, at 1298.

⁷²¹ *Id.* at 1315 n.168.

⁷²² 東京地方法院判決，1987 年 3 月 31 日。法院肯認第 58 條可以作為民事的請求權基礎，此觀點亦在 1988 年 10 月 20 日為東京高等法院所支持。See Kojima, *supra* note 345, at 339 n.36.

⁷²³ See Oda, *supra* note 350, at 132.

而至今日，日本仍未建構內線交易民事賠償制度，目前金融商品服務法僅增加類似於我國行政罰鍰之課徵金制度，並未真正就內線交易民事賠償責任中，以法律推定最難證明之因果關係及損害額。因此，目前投資人若要主張因他人內線交易而產生損害時，日本學者認為，⁷²⁴可以在行為人違反第 157 條、第 166 條及第 167 條時，依日本民法第 709 條主張損害賠償之請求，不過仍須由原告證明內線交易與所受損害兼有因果關係存在，但因投資人為買賣通常透過證券交易所，所以原告擬證明內線交易與所受損害間之因果關係於實際上有困難，⁷²⁵實務上，平成三年東京地方法院之判決亦採相同看法。⁷²⁶

第二項 刑事責任

第一款 徒刑及罰金

金融商品交易法第 197 條之 2 規定違法行為之刑事責任：

「若某人違反以下規定，處以五年以下有期徒刑或勞役，或五百萬以下日圓罰金，兩者可併罰：

違反第 166 條第 1 項、或第 3 項、或第 167 條第 1 項、或第 3 項者。」

因此當第一項列舉之內部人為內線交易，或該些人依第三項之描述為消息傳遞等，則其將被處第 197 條之 2 的刑罰。

第二款 追徵規定

另外，第 198-2 條為關於追徵的規定，即若以依第 197-2 條第 13 款之犯罪行

⁷²⁴ 參考易建明，前揭註 381，頁 559。

⁷²⁵ 易建明，同前註。

⁷²⁶ 金融商事判例第 902 號(1992 年 11 月 11 日)，頁 49。

為所得之財產，應予追徵，除非依其取得之情形、犯罪後賠償義務之實踐程序、或其他情形，追徵其一部或全部之所得，將有不當之情形者除外。

再者，依 185-7 條第 5 項之規定，若終審判決被告之犯罪所得需依第 198-2 條追徵之，內閣總理大臣應作命令，要求行為人給付行政罰鍰予國庫，該罰鍰金額為其全部犯罪所得，減去依第 198-2 條之課徵金額，但若其犯罪所得並未高於課徵金額，則內閣總理大臣亦可決定不作此給付之命令。

第三項 行政責任

金融商品交易法中規定之行政制裁針對之行為有內線交易、操縱市場、散布不實訊息、以詐欺手法交易、不實陳述等。⁷²⁷2005 年日本開始就內線交易行為設計行政責任，其目的為「預防證券市場上的違法行為損害投資人對證券市場之信賴，並確保其金融法規之有效性」。⁷²⁸其以金錢處罰為主，即金融商品交易法第 175 條之課徵金制度。該條規定如下：

「一、當行為人為自己之利益而違反第 166 條第 1 項或第 3 項時，內閣總理大臣依應以下之程序，作出該人應給付國庫課徵金之處分，該課徵金金額規定如下列各款：

（一）當行為人為自己之利益為有價證券之出賣，而違反第 166 條第 1 項或第 3 項時，以行為人買賣有價證券價金與重要訊息公開後之價金兩者間之差額，作課徵金額。

（二）當行為人為自己之利益為有價證券之買受，而違反第 166 條第 1 項或第 3 項時，以行為人有價證券買賣價金與重要訊息公開後之價金兩者間

⁷²⁷ See Ohno Nagashima & Tokyo Tsunematsu, *Japan: FIEL Amendment*, INTERNATIONAL FINANCIAL LAW REVIEW, May. 2008.

⁷²⁸ Newsletter of Financial Services Agency Japan, (Jan. 2006), available at: <http://www.fsa.go.jp/en/newsletter/2006/01a.html>

之差額，作課徵金額。」

在實際實踐上，日本金融服務局對違法行為並無制裁決定權，⁷²⁹所以裁罰過程如下：一、日本証券取引等監視委員會（日本証券交易監管委員會）發動調查，若其發現有違法情事，監管委員會即會呈報給內閣總理大臣及金融服務局，二、金融服務局隨即任命行政法官處理此事，進入司法程序，通常由三位行政法官審理，以求謹慎，三、行政法官處理完畢後，行政法官呈交給金融服務局一份決定建議，四、行政法官作成決定建議後，依金融商品交易法第 185-6 條，向內閣總理大臣提出之，內閣總理大臣則依該決定，作行為人應向國庫繳納課徵金之命令。但求謹慎起見，金融服務局在為裁罰處分之前，仍要經過聽審程序。⁷³⁰

而 2008 年 12 月 12 日金融商品交易法再次修正，其修正三大重點之一，即為擴張行政罰中金錢處罰的適用範圍：其一為擴張罰鍰之額度，其改變了罰鍰金額的計算標準，並期望此種修改能在將來實行時，使行為人罰鍰在計算後提高一倍之多；其二，修法擴張罰鍰之適用於違法行為的範圍。此外，在最新發展部分，證券交易監管委員會另增設新的線上資訊蒐集系統，以隨時監控異常交易。⁷³¹而在不同責任類型的競合部分，因為行政裁罰之課徵金與刑事制裁旨趣、目的和程序不同，因此，以往日本最高法院平成十年十月十三日裁判認為課徵金與行政刑罰併罰，並不違反日本憲法第 39 條禁止雙重處罰之問題。⁷³²

⁷²⁹ See Nagashima & Tsunematsu, *supra* note 727, Feb. 2009.

⁷³⁰ See Newsletter of Financial Services Agency Japan, *supra* note 728.

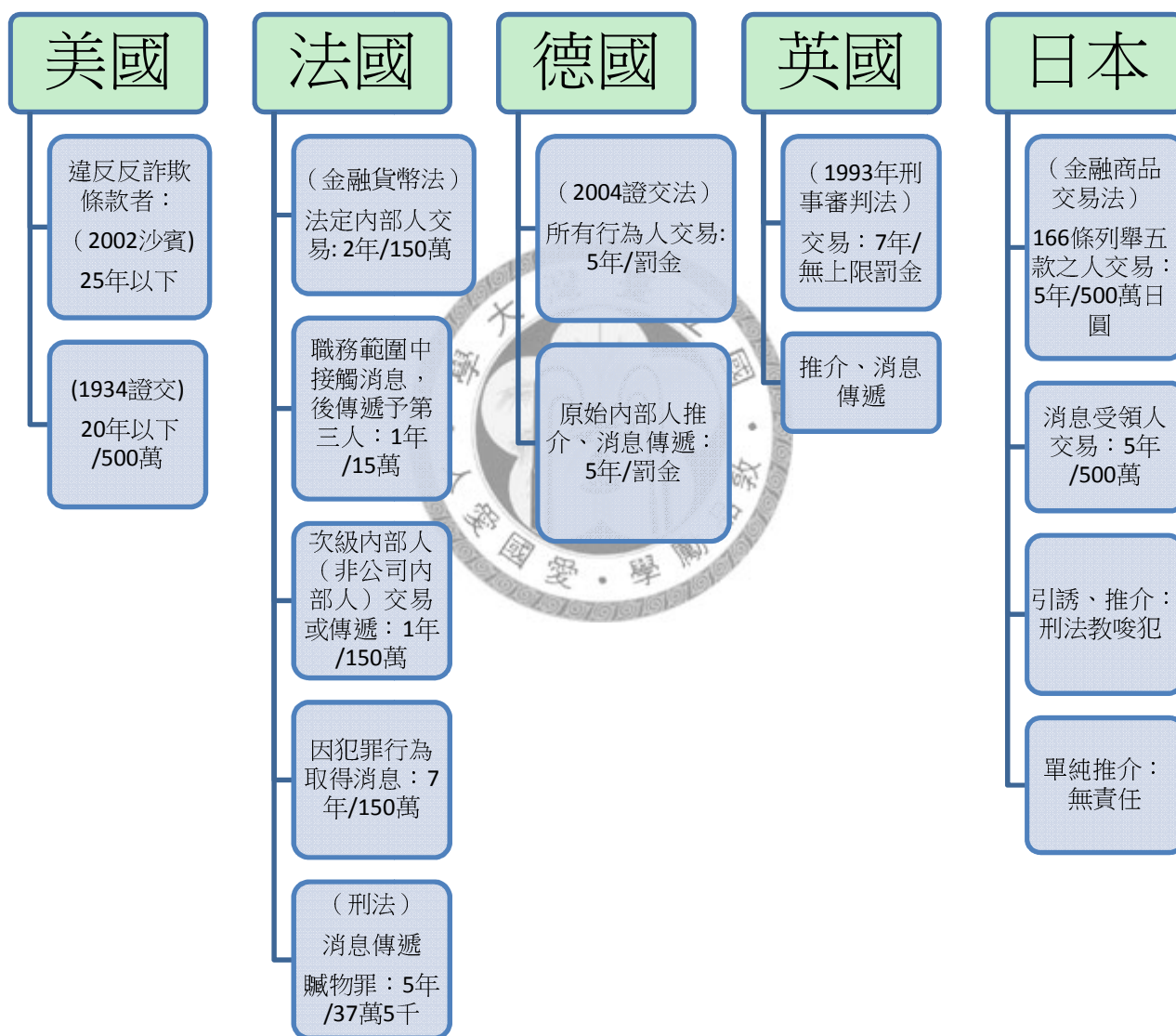
⁷³¹ Kyodo News, *Regulators Boosting Capability to Detect, Go After Insider Trading*, THE JAPAN TIMES, Mar. 31, 2009.

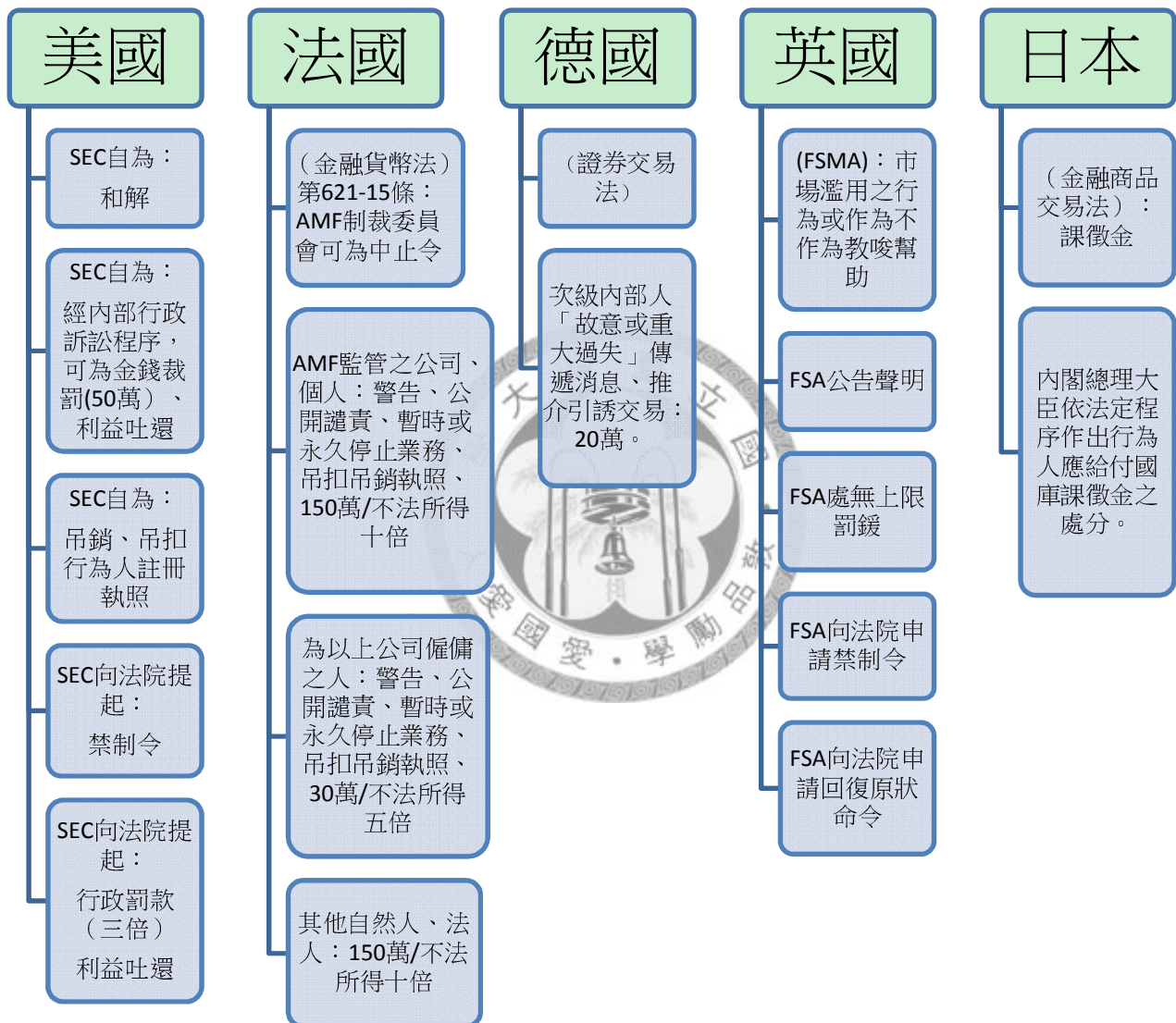
⁷³² 陳清秀，行政罰實務問題之研討（下）--以行政罰法為中心，月旦法學雜誌第 158 期，頁 116，2008 年 7 月。

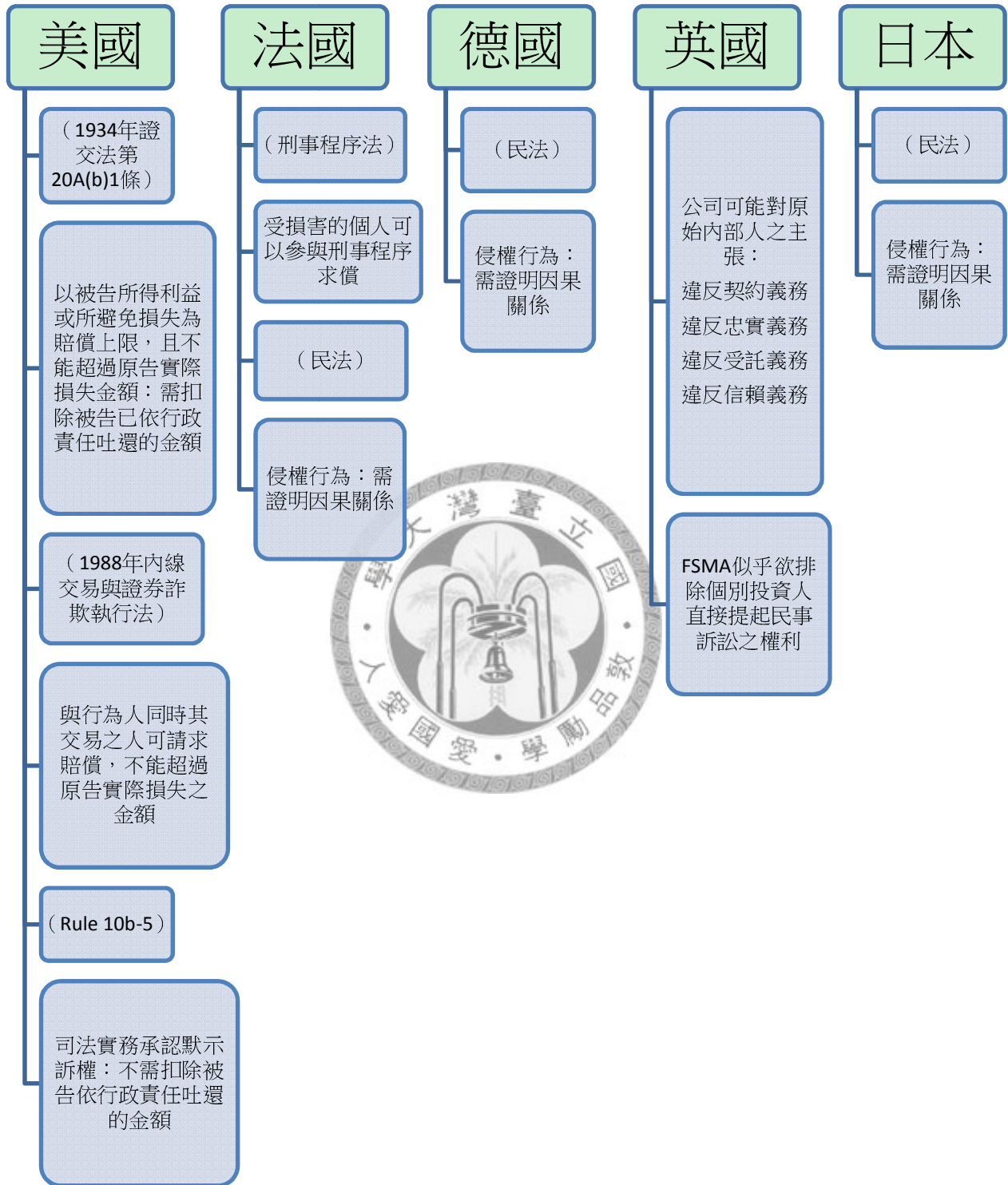
第七節 整合分析

第一項 刑事責任

[圖表 7]







第五章 不同責任類型功能角色暨我國內線交易責任類型之分析

本章將以第四章內線交易責任類型之比較法制分析為基礎，提出對於我國內線交易行為應負擔的責任類型之建議。本章將分三部分論述：刑事責任、行政責任及民事責任。刑事責任中，本文將討論以刑事責任制裁內線交易行為的正當性，其中包括刑罰本身特性之分析、世界其他國家對於以刑事責任規範內線交易的看法，以及依大法官解釋之對於某特定行為應以某種手段規範之設置，本章將嘗試以比例原則檢驗內線交易刑事責任，並作出我國是否應保留目前第 157-1 條之刑事制裁的建議。

我國目前內線交易規範中，並無行政責任的設計，但從本論文第四章之責任類型比較法研究中可察覺，本論文研究之所有立法例皆有內線交易行政制裁的設計，甚至從許多國家的經驗中，可以發現其認為行政責任較刑事責任而言，為較有效率的規範手段。⁷³³而且其規範架構、責任內容、責任主體、制裁方式各有不同，每個國家因應其本身不同的法制，設計出完全不同的行政責任，以妥善地與其內線交易刑事規範競合之。有鑑於此，我國是否應增加內線交易行政責任的規定即為有趣議題，本章將首先論述我國應引進行政制裁規定，而建立此前提後，再分析於我國目前已存在的刑罰制度、行政罰制度下，新引進的內線交易行政責任應如何設置，以及如何與刑罰在程序上、處罰內容上、以及處罰程度上競合。最後，參考比較法之規定後，本論文將就我國若決定引進行政罰，應採取何種行政責任類型作立法建議，包括行政制裁下之罰鍰的運用方式等。

至於內線交易行為的民事責任，目前我國第 157-1 條乃以法律推定因果關係及損害額之方式，使投資人方便為民事求償，而實務上求償成功的案例亦所在多有。

⁷³³ 如英國法，請參考本論文第四章第五節第二項，本文部分之分析。

惟若觀察本論文第四章之比較法制研究分析，我國此舉乃為獨步其他立法例的設計，因此，本章之民事責任的分析，將以本論文第三章所建立之我國禁止規範理論為基礎，論述我國目前內線交易民事求償制度的正當性，其中包括檢驗內線交易行為與投資人之交易因果關係及損害因果關係是否存在，以及討論目前第 157-1 條的三倍懲罰性損害賠償之是否合理。本論文並將提出我國內線交易行為民事責任修正之建議，以及其若修正，將和本論文前述建議引進之行政責任間的關係。

最後，本論文將本於第三章之關於「內線交易各規範主體責任程度」之分析，與本章之「內線交易責任類型」結合。亦即，前述曾討論，某些行為主體雖目前非為第 157-1 條所規範，但本論文分析後發現應將其納入本條禁止之範圍，則該些主體應處以何種類型的裁罰？又或者是某些行為，雖本應是內線交易規範所包括的範圍，但是實際上可以將其評價以「不罰」、或是「減輕處罰」，則應將該些主體之行為論以刑事、行政或民事責任？抑或複數類型的責任併行之？本章將在結尾處，針對第三章所討論的一般內部人責任、消息傳遞主體的責任、法人責任、以及單純竊盜的責任，結合責任類型之論述提出本論文之建議。

第一節 刑事責任

第一項 內線交易刑事處罰概論

第一款 我國證交法第 157-1 條刑罰規定

我國證券交易法第 171 條規定：

「有下列情事之一者，處三年以上十年以下有期徒刑，得併科新臺幣一千萬元以上二億元以下罰金：

一、違反第二十條第一項、第二項、第一百五十五條第一項、第二項或

第一百五十七條之一第一項之規定者。

二、已依本法發行有價證券公司之董事、監察人、經理人或受僱人，以直接或間接方式，使公司為不利益之交易，且不合營業常規，致公司遭受重大損害者。

三、已依本法發行有價證券公司之董事、監察人或經理人，意圖為自己或第三人之利益，而為違背其職務之行為或侵占公司資產。

犯前項之罪，其犯罪所得金額達新臺幣一億元以上者，處七年以上有期徒刑，得併科新臺幣二千五百萬元以上五億元以下罰金。

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

犯第一項或第二項之罪，在偵查中自白，如有犯罪所得並自動繳交全部所得財物者，減輕其刑；並因而查獲其他正犯或共犯者，減輕其刑至二分之一。

犯第一項或第二項之罪，其犯罪所得利益超過罰金最高額時，得於所得利益之範圍內加重罰金；如損及證券市場穩定者，加重其刑至二分之一。

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

因此，我國內線交易者之刑度規定，有三年以上十年以下之自由刑，並可加重至七年以上；另有 1000 萬以上、2 億元以下之罰金刑，並可加重至 2500 萬以上、5 億元以下。比較我國與本文介紹之其他立法例關於內線交易自由刑的刑度，可發現在最高刑度部分，除了美國之最高處以 25 年之有期徒刑外，我國之刑度高於英、

德、法、日，刑事處罰有重刑化趨勢。⁷³⁴

第二款 內線交易以刑罰裁罰之正當性分析

目前世界各國對內線交易行為都處以一定程度的刑罰，而內線交易成為一個應以刑罰制裁的犯罪行為，但究竟這種結論是否適當？此並非無討論空間，⁷³⁵畢竟，前提若肯認內線交易行為應予禁止，則國家若欲以公權力禁止，其手段選擇仍必需經過衡量及檢驗，方具備正當性。

從刑法的角度來看，法益的目的乃在保護人類社會生活利益之安全，同時亦在維護社會生活之倫理秩序，從規範的角度觀之，刑法不僅為規範之一種，且本質上屬於假設及抽象之規範，為達成刑法任務，立法者乃將各種的假設及抽象之規範，轉化為各種不同的法規，⁷³⁶因此，立法者所作出之刑事法律，必須基於保護法益的目的，若沒有法益的損害及危險，就無刑事處罰之必要。本文第三章分析內線交易禁止理論基礎，曾作出內線交易行為在我國之所以被禁止之理由，為其會侵害市場上投資人之信心，使資本市場難以募資，最終會有害市場健全性之發展，而損傷國家整體經濟繁榮，因此禁止內線交易行為，乃為保護整個證券市場之「超個人法益」。⁷³⁷因此，首先可以確認，內線交易行為對「超個人之市場法益」將造成侵害，而達成刑法之以保護法益為目的而存在的前提。

而我國目前針對內線交易行為作規制之法律為證券交易法，因此對於為內線交易之人，可對其課與違反行政法上義務行為之制裁，包括行政刑罰和行政秩序罰，我國之行政制裁，對於一般性的違反行政法上義務的違規行為，多偏向使用

⁷³⁴ 張心梯，內線交易立法重刑化之初探，實用稅務第 354 期，頁 73，2004 年 6 月。

⁷³⁵ 曾有類似討論之論文，參考黃志中，「論內線交易刑事規範之正當性與理論基礎」，國立台灣大學法律學院法律學系碩士論文，2008 年；楊鎮宇，「內線交易的理論基礎與刑事責任」，國立台北大學法學系碩士論文，2007 年。

⁷³⁶ 甘添貴，「體系刑法各論」，頁 5，瑞興圖書公司，1999 年。

⁷³⁷ 楊鎮宇，前揭註 735，頁 33。

行政秩序罰，只有對於惡性重大的行政違規行為，才導入行政刑罰。⁷³⁸行政秩序罰原則上由行政機關自己科處，以行政處分方式為之，受處分人若有不服，得提起訴願和行政訴訟，因此行政秩序罰是先行以較簡易的行政程序處理，行政成本較低，且比法院的訴訟程序更為迅速，對於行政法規所追求的行政目的達成較有效率；⁷³⁹而行政刑罰則為刑事特別法，⁷⁴⁰適用刑法總則有關規定，不能由行政機關自行處理，必須移送檢察機關偵察起訴，由普通法院適用刑事訴訟法及刑法總則等規定審理裁判，所需時間較長、成本較大，相對而言較不符合成本效益。⁷⁴¹所以，內線交易行為的刑事責任，本論文暫且將之歸在行政刑罰的架構下討論之。⁷⁴²

至於內線交易行為究竟應課與行政刑罰亦或行政秩序罰？⁷⁴³大法官在釋字第517號解釋中，闡釋：「按違反行政法上義務之制裁究採行政罰抑或刑事罰，本屬立法機關衡酌事件之特性、侵害法益之輕重程度以及所欲達到之管制效果，所為立法裁量之權限，苟未逾越比例原則，要不能遽指其為違憲。即對違反法律規定之行為，立法機關本於上述之立法裁量權限，亦得規定不同之處罰」。所以以比例原則角度切入並探討以刑罰手段禁止內線交易的正當性乃為必要，並可兼以刑法之謙抑思想、法益保護及期待可能性來思考內線交易之刑罰制裁問題。

⁷³⁸ 陳清秀，前揭註 556，頁 147。

⁷³⁹ 陳清秀，同前註。

⁷⁴⁰ 有刑法學者認為此種經濟犯罪應是附屬刑法的概念，而特別刑法與附屬刑法在概念上並不相同。參考林東茂，經濟刑法導論，東海法學研究第 9 期，頁 191-92，1995 年 9 月。

⁷⁴¹ 陳清秀，前揭註 556，頁 147。

⁷⁴² 證券交易法之刑罰規定，是否毫無疑問地屬於行政刑罰，仍有待進一步討論。但初步看來，證券交易法本身乃屬於公權、公益的規範，將之分類為「公法」應尚稱合理，所以其附屬的刑罰亦可論以「行政刑罰」，再者，行政刑罰之程序、證明等皆與一般刑法的原則相同，而本論文的討論並無區分一般刑罰與行政刑罰的實益。

⁷⁴³ 此處有學者認為應先區分系爭行為是行政不法亦或刑事不法，再區分應以何種裁罰方式規範之，參考陳文貴，談我國行政罰法制度下的行政不法行為與刑罰之界線—行政法學與刑事法學的對話，法學新論第 4 期，頁 107，2008 年 11 月。但是亦有學者認為，如內線交易之屬經濟犯罪之行為，廣義來說，經濟犯罪可能包含了非屬刑法不法的民事不法及行政不法，參考陳錦璇，經濟犯罪偵察與操縱股價犯罪，「余雪明大法官榮退論文集--企業與金融法制」，頁 534，元照出版，2009 年。

第二項 比例原則之檢驗⁷⁴⁴

第一款 適合性原則

比例原則之內涵乃應以三個派生原則檢驗：適合性原則、必要性原則、及狹義比例原則，⁷⁴⁵以下將分析刑罰、刑罰之類型如自由刑及罰金刑，是否可以通過該三個原則之檢驗。亦即，或許有可能得出刑罰的本質對於內線交易之規制符合比例原則之結論，但是刑罰中某些手段卻仍無法通過比例原則之檢驗。

首先檢驗手段與目的的適合性，亦即「課與刑罰是否對防制內線交易有幫助」？刑罰作為國家管制最嚴格之手段，是國家強制力的最後一道防線，人們所冀望的就是刑罰的預防功能，特別是一般預防功能，也就是透過刑罰的威嚇作用使人放棄侵害的行為，⁷⁴⁶且亦嚇阻未來的其他可能行為人，使其放棄該行為之施行。但是，刑罰對如內線交易此種經濟犯罪，是否真有高度嚇阻功能，學說上仍有爭議，有認刑法之所以被認為可以促進遵守法律的原因如下：一、行為人在經過審慎思考、評估違法的風險後，決定有意識的遵守法律；二、行為人依其自身的道德準則，而無意識地遵守法律。⁷⁴⁷至於刑罰是否能嚇阻第一種「經過審慎思考、評估違法的風險後，決定有意識的遵守法律」之人？此乃牽涉內線交易此種白領犯罪特性之分析：

白領犯罪的特色是，該些公司內部人通常具備豐富商業知識，且因為該些犯罪通常都要一段時間準備，所以在縝密的計畫下，該些行為人通常樂觀地自信其

⁷⁴⁴ 關於以刑罰處罰內線交易行為是否正當的研究，其他論文亦有關於比例原則之分析，請見黃志中，前揭註 735，頁 46 以下。

⁷⁴⁵ 參考釋字第 436 號、釋字第 471 號、釋字第 476 號、釋字第 487 號、釋字第 507 號、釋字第 510 號、釋字第 514 號、釋字第 523 號。

⁷⁴⁶ 黃榮堅，「基礎刑法學（上）」，頁 20，元照出版，2006 年。

⁷⁴⁷ Geraldine Szott Moohr, *An Enron Lesson: The Modest Role of Criminal Law in Preventing Corporate Crime*, 55 FLA. L. REV. 937, 956 (2003).

可以控制其行為的風險。⁷⁴⁸那麼，刑法之促進遵守法律之原因之一，亦即「行為人在評估風險後決定遵守法律」，即失去功能。舉例而言，如美國安隆案，分析師們認為樂觀主義、自信、以及冒險精神為該公司的企業文化，⁷⁴⁹而因此該案之所以會發生亦不足為奇。

因此我們可以得到初步的結論是：刑罰對於內線交易，是一個不完全有效的管制措施，但是在立法選擇上，我們並不會因為該手段不完全有效就放棄了該種管制措施之採用。畢竟在保護健全市場的極端論述下，任何人為內線交易都會侵害投資人對市場的信心，而必須加以禁止，所以除了白領階級犯罪外，並無法排除其他人的犯罪行為，基於上述的推論，理論上，刑罰對該些內線交易者中的「少數人」即會產生嚇阻作用。再者，有謂真正能支持內線交易處罰條款之適合性者，並非刑罰的現實有效性，而是刑罰存在本身的安慰作用，因為，對於其他市民而言，內線交易禁止規範之存在可使其不致對投資市場喪失信心。⁷⁵⁰因此，針對「刑罰是否合適於保護內線交易所侵害的法益」作結，刑罰可通過適合性的檢驗。至於刑罰中之自由刑及罰金刑，在性質上皆可達到嚇阻的效果，兩者在適合性部分無太大的區分討論。

第二款 必要性原則

接下來是必要性原則的檢驗，即使國家管制的目的正當，手段也能夠有效達成目的，但仍必須要求國家所採取之手段為有效手段中最輕微的一種，若反之則係對人民權利的一種無謂侵害，應屬違憲。尤其刑法乃是國家管制最嚴格的手段，其因為有國家嚴峻之強制力為後盾，動輒剝奪犯人生命、自由或財產，故其運用宜本於謙讓、抑制之本旨，於必要及合理之最小範圍內，始予以適用，此即刑法

⁷⁴⁸ Larry E. Ribstein, *Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act Of 2002*, 28 J. CORP. L. 1, 19-22 (2002).

⁷⁴⁹ Moohr, *supra* note 747, at 959.

⁷⁵⁰ 黃志中，前揭註 735，頁 50。

謙抑思想，為貫通所有刑事法領域之基本理念。⁷⁵¹

惟刑罰處罰內線交易之必要性，若以正面方式檢驗，有流入抽象討論之可能，而導致各說各話之結果，因此或許應嘗試以反面論述「內線交易行為應以刑罰管制之原因」，舉出一個以刑法保護的類似法益，說明管制內線交易之法益之性質或程度，高於該例中、刑法已決定予以保護的法益，舉輕以明重下，內線交易行為乃應以刑法規範：觀之刑法第 201 條偽造有價證券罪，最高法院認為「支票乃有價證券之一種，執有支票，得行使其票面記載之權利。偽造支票不能兌現，固為破壞社會交易之信用，有害社會法益」，⁷⁵²因此可知偽造有價證券罪，乃為處罰破壞有價證券於社會交易時之信用之行為，而內線交易承上分析亦是破壞投資人對市場信賴、有價證券交易的行為，與偽造有價證券罪相較之下，其以刑法規範之應不會造成對人民權利的一種無謂侵害。

至於何種類型的刑罰可符合「必要」的分析？比較刑罰一般可能處行為人以罰金或限制人身自由的自由刑，權衡兩者之侵害人民權利之程度，自是自由刑較罰金為重，而因此在選擇內線交易的刑罰類型時，即應將此侵害人民權利之程度與處罰之必要性作一衡量，有學者認為，站在刑罰之有效性的角度，應主張兩者併用：在刑罰制裁之社會成本方面，一般而言，自由刑的處罰常伴隨著相當高的社會成本，而罰金刑則為成本低且較有效率之處罰方式，所以，針對內線交易此種經濟犯罪行為，應以自由刑與罰金刑並用，且罰金刑對剝奪犯罪利得之嚇阻效果較佳。⁷⁵³而本論文認為，若以「肯認刑事責任對於內線交易行為有其必要性」為前提，惟僅以罰金刑規範之，不啻承認有資力者即可為內線交易，況且，內線交易一般被認為為「白領犯罪」，亦即行為人通常是站在特殊地位而以不公平方式取得一般人不能得知的資訊，而此類型之人一般而言為較有資力者，因此僅以罰金處罰不但難收預期的效果，還會讓一般投資人對此規範之信賴降低。所以自由

⁷⁵¹ 甘添貴，「刑法總論講義」，頁 4，中興大學圖書部，1980 年。

⁷⁵² 最高法院刑事判例 73 年臺上字第 4817 號。

⁷⁵³ 張心悌，前揭註 734，頁 73。

刑的存在仍有其必要性。因此，以刑罰之自由刑及罰金刑規範內線交易行為，可通過比例原則之必要性原則的檢驗。接下來，本論文將繼續以第三個原則，亦即狹義比例原則，檢驗內線交易刑罰之正當性。

第三款 狹義比例原則

最後是狹義比例的檢驗：在狹義比例原則下，手段所造成的侵害必須與手段所可能達成的利益具有相當性，惟相當性的判斷可能過於模糊，而流於價值判斷，難有絕對的標準可循，但是大致上而言，還是可以從利益的質與量作比較。關於內線交易的分析，此處需要衡量的標的是：禁止內線交易所能獲得的利益，與內部人之身體自由與財產利益是否衡平。

禁止內線交易所能獲得的利益是證券市場繁榮的經濟利益，而所需犧牲的利益是行為人的人身自由利益，有認為，「刑罰作為一個侵害人權最嚴厲的國家手段，必須有高門檻之要求，亦即，一個行為必須具備高概然性的行為侵害性，我們才能以刑罰手段處理，⁷⁵⁴而內線交易究竟是否會影響證券市場的整體發展？在一個假設的理性投資人市場模型中，答案也許是肯定的，但是現實世界中的人並非總是理性的，因此我們也難以預測內線交易對於一個證券市場到底有多大的殺傷力。內線交易確實有可能引起投資人對於證券市場信心的喪失，進而影響對於證券市場的進入意願。只不過這樣的因果機制並不具有足夠的確定性，而值得以刑事法手段加以管制」。⁷⁵⁵因此，其實在嚴格檢視下，究竟內線交易是否會對健全市場帶來損害，抑或損害是否到達可以平衡行為人人身自由利益的程度，並無任何科學上的證據，也無怪乎以刑法基礎觀念出發論者會有如此疑義。

但從另一角度而言，觀察目前多數國家的內線交易規範，幾乎都賦予內線交

⁷⁵⁴ 黃志中，前揭註 735，頁 57。

⁷⁵⁵ 黃志中，同前註，頁 58。

易刑事責任，包括與我國刑法體制相似的日本及德國，亦皆有刑罰規定，而且從其法制沿革過程看來，其亦朝向重刑化趨勢發展，若我國要外於此潮流，而朝除罪化方向修法，於世界各國的資本市場中，我國豈非成為內線交易者的天堂？再者，是否應將內線交易定位為會損及投資人信心的問題，在內線交易規範立法之最前面階段，我國態度在立法討論中應即已確立：我國最後選擇禁止內線交易，即代表我國肯認內線交易應立法規範，其規範理由中即包括確保投資人信心以及證券市場的公平性之保障。⁷⁵⁶

因此，本文認為，以刑罰處罰內線交易，雖然的確在比例原則的分析上仍有疑義，但是綜觀目前內線交易國際規範趨勢上，我國要外於此種潮流而走向除罪化仍相當困難。且刑罰自由刑之獨特效果亦非其他制裁方式可取代，因為眾所認為內線交易乃多為白領犯罪，而與金錢裁罰相較之下，自由刑將對具經濟實力的行為人產生較大的威嚇作用。

第二節 行政責任

本項將討論我國內線交易以行政罰制裁之可能性。首先將討論行政罰在其他立法例的角色，以及行政罰特色介紹，接著第二項討論，若我國引進行政制裁後，將與我國原有之刑罰產生如何的競合關係，若兩者不相衝突，之後方有討論我國引進行政裁罰的實益。最後以第三項討論我國應引進何種行政制裁類型為當。

第一項 以行政罰制裁內線交易概論

承前述比較法之分析，本論文研究之五個比較法例（美國、法國、德國、英國及日本），皆採用行政處罰，作為對內線交易行為制裁方式之一。行政處罰之內

⁷⁵⁶ 周加宗，「內線交易刑法規制之法律經濟分析」，東吳大學法律學系法律專業碩士班碩士論文，頁 38-39，2007 年。

容、類型廣泛，⁷⁵⁷大致可區分為金錢裁罰與其他類型的行政裁罰：在金錢裁罰部分，包含行政機關自為的行政罰鍰、行政機關以內部行政訴訟處行為人之行政罰款、行政機關以行政處分或提請法院裁定使行為人為不法利益之吐還、與行為人和解等；在其他類型的行政裁罰部分，包含如向法院申請禁制令、吊銷吊扣執照、公開譴責及警告等影響名譽之處分等。

而我國證券交易法第 157-1 條對內線交易裁罰並未設計行政處罰，目前只有刑罰的罰金、有期徒刑及民事連帶賠償的規定，是否可考慮如其他立法例以行政罰制裁內線交易行為人，許多研究中亦有諸多討論。⁷⁵⁸若承本論文前述之對刑事處罰正當性分析的結論，以自由刑或罰金刑裁罰行為人，可能無法通過比例原則中狹義比例原則的檢驗，因此，雖然目前實踐上，世界各國立法例以及我國皆走向內線交易重刑化，但其實此作法本質上仍有正當性的疑義，而觀之行政罰的性質，與刑罰相較之下，有手續簡便、費用減省及迅速處理的優點，⁷⁵⁹故本論文以下之論述，將朝向「引進行政罰」的方向發展。

即使立法例中以刑事處罰之設計行之多年，為考量社會大眾反應而一時間難以廢除，單純倚賴刑罰有不足的疑慮，因為當行為人被逮捕的風險較低時，刑罰的嚇阻功能就會降低，尤其是內線交易的情形，因為行為人自己就是控制內線資訊的人。⁷⁶⁰再者，刑罰管制通常僅及於一人，對於商業結構性犯罪的特性不一定能作全面性的評價，⁷⁶¹因此，通常會以行政罰來確保制裁之有效性，其所花費的社會成本較低，而且可以制裁到更多的違法行為人，如此可以確保「水平的公平」。此外，行政罰亦非如刑罰為報復性的產物，因此，行政罰的確有促進訂定自律規範、遵守法律以及社會責任的意識。⁷⁶²而且，刑事責任要求高度證明及程序保障，

⁷⁵⁷ 請參考本文[圖表 8]

⁷⁵⁸ 如阮品嘉，「公開收購前內線交易問題之研究」，私立東吳大學法律學研究所碩士論文，頁 135，1996 年；黃佳盈，前揭註 356，頁 185。

⁷⁵⁹ 張心悌，前揭註 734，頁 75。

⁷⁶⁰ Moohr, *supra* note 747, at 973.

⁷⁶¹ *Id.*

⁷⁶² Daryl K. Brown, *Street Crime, Corporate Crime, and the Contingency of Criminal Liability*, 149 U.

容易造成起訴及定罪不易的結果，有學者統計，「從 1988 年到 2006 年七月，於 57 件內線交易案件中，有 6 件經檢察官之不起訴處分，有 51 件被起訴，但是後來判決確定的僅有 20 件，有 16 件無罪，其餘未確定」，⁷⁶³ 因此可見我國內線交易在實際上不易被發覺起訴，而即使起訴，無罪率亦相當高，就算被判處有罪，刑度亦相當輕，⁷⁶⁴ 此某程度上減低了刑事責任的嚇阻功效，並且使一般投資人對政府內線交易之管制產生疑慮，長期而言，投資人對市場的信心亦會減損，所以考量刑罰證明度的阻礙、及目前刑罰無法有效達成嚇阻作用後，引進行政罰不失為合理解決方式。

更何況，增訂行政制裁，可避免我國現行實務上之弊病：「主管機關若發現涉及內線交易之案件，即移送檢察機關，檢察機關起訴與否之決定，幾乎成為追究內線交易責任之唯一關卡，尤其許多依證交法第 157-1 條第 2 項之賠償訴訟，皆於檢察官起訴後以附帶民事訴訟之途徑為之，檢察機關因此承受過重職責，迫於若作成不起訴處分將承擔內線交易行為人全部免責之壓力，而不得不傾向起訴，反而造成定罪率偏低之弊病」，⁷⁶⁵ 況且，若就應被判定無罪之案件而言，有學者謂：「若因刑事證明度高，而檢察官起訴後，至法院卻因證據不足而判定無罪，法院與檢察官認定上的差異而使這些公司必須承擔遭受調查、投資人承受股價波動之不利利益，結果將導致過度干擾特定人交易自由之寒蟬效應，對證券交易市場的活躍性帶來負面影響」。⁷⁶⁶ 因此，增加行政制裁的規定，有補足刑罰此天生特性限制之可能。

PA. L. REV. 1295, 1313 (2001).

⁷⁶³ 賴英照，前揭註 42，頁 386-86-1。

⁷⁶⁴ 何建寬，前揭註 368，頁 191。

⁷⁶⁵ 林繼恆、陳文禹，內線交易規範之比較研究—以美國、歐盟及瑞士法之比較為中心，月旦法學雜誌第 156 期，頁 233，2008 年 4 月。

⁷⁶⁶ 王文宇，認真地對待資訊—論內線交易之判斷標準與預防措施，月旦法學雜誌第 155 期，頁 212，2008 年 4 月。

第二項 行政罰與刑罰之競合

第一款 內線交易之採取刑罰與行政秩序罰之理論

區別

在如何區分行政秩序罰及刑罰部分，我國一向有質的區別說、量的區別說及質量混合說的爭議，近日之學者受到如德、奧等國法制之影響，改採量的區別說者逐漸增多，亦即，行政秩序法與刑罰皆係對人民不法行為之處罰，而行政秩序罰係針對較輕微之違反行為之處罰，刑罰則以較重大之違反行為為處罰對象，且行政秩序罰主要在補充刑罰之不足，兩者僅在「量」上有所不同，與性質是否涉及社會倫理可非難性無關，⁷⁶⁷至於何種行為應受行政秩序罰或刑罰，由立法者本於立法政策上之需要決定。⁷⁶⁸而大法官在釋字第 517 號解釋中亦作出相同的結論。

此外，學者亦有提出判斷行政罰與刑罰之具體因素：一、非難性之程度；二、危險之程度；三、法益之侵害；四、發生之頻率與數量；五、制裁制度之特性；六、權力分立之概念。⁷⁶⁹因此，若僅以刑罰處罰內線交易，可能會因為刑罰之嚴格權利保障要求，而出現程序不經濟的反效果，有礙於禁止內線交易此目的之實現。而國家對人民之制裁，可採行多種不同之方式，司法審判並非是唯一保護人民權利的手段，⁷⁷⁰所以，若為了補充此刑罰本質所造成之管制缺陷，對於內線交易行為中某些比較輕微、侵害法益程度較低之行為，以行政秩序罰制裁有其正當性。

⁷⁶⁷ 洪家殷，論行政秩序罰之概念及其與刑罰之界線，東吳大學法律學報第九卷第二期，頁 100，1996 年 8 月。

⁷⁶⁸ 陳新民，「行政法學總論」，頁 276，高雄復文，1991 年。

⁷⁶⁹ 洪家殷，前揭註 767，頁 106-07。

⁷⁷⁰ 洪家殷，同前註，頁 107。

第二款 我國目前行政罰與刑罰的競合處理方式

第一目 「一行為不二罰」原則介紹

有謂：「人民的一個違法行為，斷不能因為國家統治權之行使係劃分由不同機關來行使，進而遭致不同機關間對同一之違法行為，以處罰性質與種類相同的制裁措施分別加以處罰，因為這種國家公權力作用的分工，無非僅是在達成國家的一個目的而已，因此行為人的一個違法行為，應禁止國家不同機關間分別以同一處罰性質與種類之手段為二次之處罰」。⁷⁷¹一行為不二罰在程序面上有禁止雙重追訴處罰，以維持法律秩序安定性的意義，而在實體面上有禁止雙重處罰，以免過重處罰負擔，導致整體的「罪刑」有失均衡，而有違「罪刑均衡原則」或「禁止過份之比例原則」。因此，在一行為是否容許雙重處罰的問題上，應著重在其處罰整體結果，有無違反「罪刑均衡原則」或「比例原則」。⁷⁷²

第二目 行政罰法對「一行為不二罰」之立場

目前行政罰法採刑罰優先處罰原則。以前亦有當一行為同時實現刑罰與秩序罰的處罰要件時，可否併罰的問題，之前實務上採取肯定說的立場，認為：「查刑罰處罰之客體，為反社會反道德之犯罪行為，其目的為社會之防衛及犯人之感化，行政罰處罰之客體，為行政上義務之違反行為，其目的為行政秩序之維持，二者性質根本不同，當不發生從一重處斷或吸收之問題，故同一事實而同時構成犯罪行為及行政犯行為者，除法律有特別規定或性質上不能重複處分者（例如已由行政罰處分沒入之貨物不能再以刑事判決諭知沒收）外，當可分別依照規定施以刑罰及行政罰，並行不悖，經司法院 54 年 12 月 10 日院臺（參）字第 803 號函解釋

⁷⁷¹ 陳文貴，緩起訴處分與行政罰法第二六條第二項不起訴處分之法律關係—從憲法禁止雙重危險原則加以檢視，月旦法學雜誌第 153 期，頁 147，2008 年 2 月。

⁷⁷² 陳清秀，前揭註 732，頁 115。

有案」。⁷⁷³但是後來認為，因為刑罰與行政罰同屬對不法行為之制裁，而刑罰的懲罰作用較強，故依刑事法律處罰，即足資警惕時，實無一事二罰再處行政罰的必要，且刑事法律處罰，由法院依法定程序為之，較符合正當程序，應予優先適用，但罰鍰以外之沒入或其他種類行政罰，因兼具維護公共秩序之作用，為達行政目的，行政機關仍得併予裁處。⁷⁷⁴

但是在立法階段，若未審慎評估擇一從重處罰刑罰的結果，而作出不以行政罰處罰之決定，則或許有「不足以剝奪違規者的不法經濟利益」的顧慮。因此，當行政秩序罰規定、相對於刑罰的法律規定，乃屬於特別法的情形，則仍應優先適用特別法的行政秩序罰，而不適用刑事法律，亦即排除行政罰法第 26 條之適用。⁷⁷⁵若其他法律如基於行政目的之達成所必要，應可特別規定對於同一違法行為併處刑罰與秩序罰，亦排除第 26 條。畢竟在 2006 年行政罰法施行之前，我國一向是採取刑罰與秩序罰併罰的立場，⁷⁷⁶該併罰見解從未被宣告過違憲，因此行政罰法的規定應該只是立法政策方向的變更，並非併同處罰行政秩序罰與刑罰有違憲顧慮。⁷⁷⁷

所以在我國目前的法體系下，原則上刑罰優先，但當併罰或行政罰優先有正當性的例外情形，行政罰法第 26 條仍可排除適用。

第三目 內線交易行為之行政罰與刑罰競合

因此，若我國引入行政秩序罰，作為內線交易的裁罰行為手段之一，應與刑罰如何競合？內線交易的行政秩序罰，是否因其有達成行政目的的特殊性，而可以與刑罰併罰，甚或應該採取行政罰前置主義？此處問題點在於：替內線交易規範引進行政罰原因之一，乃有鑑於行政罰之特性：迅速、成本低、且證明度之要

⁷⁷³ 財政部 57/05/21 台財稅發第 06265 號令。

⁷⁷⁴ 陳清秀，前揭註 556，頁 157。

⁷⁷⁵ 陳清秀，同前註。

⁷⁷⁶ 參考最高法院刑事判決 92 年台非 106 號判決；89 年台非 87 號判決。

⁷⁷⁷ 陳清秀，前揭註 556，頁 157-58。

求不似刑罰嚴格，因此，有鑑於目前刑罰之因為證明度的要求，而在大多數國家無法發揮制裁、嚇阻行為人效用的情形下，⁷⁷⁸行政罰不啻是一個補充刑罰的好選擇。若承此脈絡分析，因為兩者之性質有很大的不同，若增訂行政制裁規定後，與刑法依行政罰法競合之結果仍為刑罰優先，則增訂行政制裁即失去意義。

惟此雙重處罰是否有其正當性？若有其他侵害人民權益較小的替代方案可為，則此處之重複處罰將無法通過比例原則的檢驗。因此，或許可思考在此處參考法國法的立法例，⁷⁷⁹建立行政罰法第 26 條的例外規定：

裁罰金額競合：同一個違法事實，可以由兩個機關依據兩套違法構成要件，分別裁處行政罰及刑罰，但是需受到憲法的比例原則之規範，亦即，如果行政機關已經對行為人裁處行政罰鍰，則該違法行為進入刑事程序時，刑事庭的法官可以視行政機關所處分的罰鍰金額大小，酌減刑事罰金的金額。

裁罰程序競合：此處應規定為行政罰法第 26 條之例外：若行政機關先開啟調查程序，即使系爭內線交易行為同時觸犯刑事法律，行政機關仍可先以行政秩序罰裁處之。但行政程序並不排斥刑事程序的進行，行政機關可以移送其調查資料予檢察機關供其起訴，而刑庭法官於裁量刑事罰金時，亦可酌減之；若檢察機關先行起訴，未待行政機關為處分，刑庭法官即為裁判，則此處原本期待行政罰之「迅速」特性並未發揮，除非無罪裁判結果乃因過於嚴格要求證據，或判決罰金過少而與行為人之違法行為不相當，則或可容許行政機關在符合法定要件下，可以於刑事第一審判決後、第二審判決前，作出合法且適當的行政裁罰處分。

檢察機關與行政機關間的合作：於調查程序進行時，應互通調查資料及結果，若檢察機關認為有起訴的必要，亦需通知行政機關。此外，因為我國刑事訴訟法中並無訴訟利害關係人之參加訴訟規定，所以無法引進如法國之行政機關參加訴

⁷⁷⁸ See ALEXANDER, *supra* note 168, at 201-02 (2006), 其提到：在英國開始有內線交易規範到現在共 25 年，僅有少於 50 件的刑事案件被起訴，而其中僅有 30 件以下被判刑。而作者認為此乃因刑事案件之高度要求證明度所致。

⁷⁷⁹ 參考本論文第四章第一節第三項本文部分之介紹。

訟的制度，但該參加訴訟的規範，可使行政程序及司法程序之競合更加順暢，值得我國參考。

此外，本文建議以上裁處程序競合方式，仍要視最後行政罰鍰之裁處上限調整：若我國最後決定以日本課徵金制度為例，亦即，行政罰鍰裁處金額等於行為人內線交易不法所得，則或許亦應引進日本之內線交易行政、刑罰競合方式，亦即兩者併罰而不互相影響；惟若最後我國之行政罰鍰金額上限，可高達行為人不法所得數倍之多，則本文認為應參考法國法例，使行政罰與刑罰相互影響。畢竟此正如學者所言：「各國制度值得參考與借鏡，但絕不可在毫無配套措施之情況下妄加引用，且不可僅以部分引用方式對我國證交法加以改革，否則必將未蒙其利，先受其害」。⁷⁸⁰

第三項 我國對內線交易行為採取行政罰之建議

第一款 我國目前對於內線交易行政裁罰之態度

目前我國之內線交易行政責任，僅限於當證券商、或證券商之董事、監察人及受僱人為行為主體：證券商因辦理證券業務，獲悉重大影響上市或在證券商營業處所買賣之股票價格消息時，在該消息未公開前，不得買賣該股票或提供消息給客戶或他人。⁷⁸¹依證券交易法第 66 條，「證券商違反本法或依本法所發布之命令者，除依本法處罰外，主管機關並得視情節之輕重，為左列處分：一、警告；二、命令該證券商解除其董事、監察人或經理人職務；三、對公司或分支機構就

⁷⁸⁰ 財團法人證券暨期貨市場發展基金會，「如何抑制證券經濟犯罪」座談會，月旦法學雜誌第 53 期，頁 61，1999 年 10 月。該段為余雪明教授之發言。

至於相關配套措施，參考余雪明，前揭註 224，頁 24，其謂：「可參考法國法例，應有普通法院之審查權、證管會應建立聽證程序及準司法性之專業單位、證管會本身應有充分之獨立性而能避免利益團體的干預、應在證券交易法上另訂定若干條文充分規範相關事宜：如調查權、聽證程序、可上訴至高院、證管會及行政罰專責單位之獨立性、行政裁量之原則等」。

⁷⁸¹ 李開遠，「證券管理法規新論」，頁 332，五南圖書出版公司，2006 年。

其所營業務之全部或一部為六個月以內之停業；四、對公司或分支機構營業許可之撤銷」。證交法第 56 條亦規定：「主管機關發現證券商之董事、監察人及受僱人，有違背本法或其他有關法令之行為，足以影響證券業務之正常執行者，除得隨時命令該證券商停止其一年以下業務之執行或解除其職務外，並得視其情節之輕重，對證券商處以第 66 條所定之處分」。⁷⁸²

此外，還有證交所及櫃買中心頒佈之非法律規範之補充規定，如「重大訊息之查證暨公開處理程序」，及發行公司於上市或上櫃前，與該二機構訂立之「有價證券上市契約」或「有價證券上櫃契約」，惟證交所及櫃買中心乃為私法人及財團法人，因此其頒佈之處理程序之效果，與法律不能相提並論；而後者僅為公司和該二機構間的私權契約，若公司違反亦無違法之虞。⁷⁸³

至於除了第 56 條及第 66 條規範之人為內線交易者，我國並無其他行政制裁手段，甚且對該二條之人而言，行政制裁亦未包括金錢裁罰，且其他種類之行政罰亦未規定。若與其他國家之行政懲罰相比，我國之內線交易行政裁罰法律建置頗為空白，而我國學者亦有贊同引進行政罰作為制裁內線交易行為之手段之一之聲音，⁷⁸⁴再者，有學者亦認為，「我國目前有關內線交易之刑事責任，已屬世界級的水準，在民事責任部分，更是提供了絕無僅有的賠償制度，值得注意的是，國際上關於內線交易之法律責任，並非以民事責任為主軸，甚至許多國家根本沒有賦予投資人民事求償之權利，相較之下，世界各國除了刑事上之處罰外，大多係透過訴訟方式進行行政罰款，此亦儼然成為許多國家規範內線交易之重要手段，值得我國借鏡」。⁷⁸⁵

⁷⁸² 林國全、王保樹、王文杰、陳峰富，「兩案證券法制」，頁 164，五南圖書出版公司，2003 年。

⁷⁸³ 陳峰富，內線交易重大訊息具體要件與成立時點之界定，政大法學評論第 79 期，頁 175-76，2004 年 6 月。

⁷⁸⁴ 余雪明，從英法制度看內部人交易行政罰的推動，政策月刊第 57 期，頁 22，2000 年 4 月。黃朝義、吳天雲，內線交易犯罪之研究，犯罪學期刊，頁 335-36，2000 年 6 月。

⁷⁸⁵ 林仁光，公司內部建立內線交易防範措施之芻議，「余雪明大法官榮退論文集--企業與金融法制」，頁 181，元照出版，2009 年。

在我國法體系框架下，或許可以行政法規之規定，建構行為人之因公法上原因而發生之給付義務，給付內容為吐還其內線交易之不法所得，或可以規定行政機關此時可以行政處分對行為人裁處秩序罰。若採前者之方法，若行為人不給付其不法所得，則行政機關可對其依行政訴訟法第 8 條提起一般給付訴訟，⁷⁸⁶而此須透過法院訴訟之程序，與美國法裁罰「行政罰款」的程序較為相似，其優點在於透過公正司法機關，可以保障行為人的程序正義，且與刑事訴訟相比，行政訴訟所需要的證明度亦可降低，但相對的，行政裁罰之迅速、效率之優點在此種程序下無法展現；至於後者，亦即以行政處分為行政秩序罰的裁罰，該方式可以保障制裁之迅速、簡便的執行，但是若允許行政機關可自為此高額行政罰鍰之裁處，必須建立許多配套的裁處程序，保障行為人的聽審、救濟、閱卷等權利，本文建議可參考美國之 SEC 內部行政法院的設置，或如法國 AMF 的裁罰委員會等。

因此，若欲引進以行政處分為內線交易行政裁罰，本論文建議採取後者的作法，使行政機關可以行政處分裁處「其他類型的行政裁罰」以及「金錢裁罰」之兩種形式。「其他類型的行政裁罰」部分，包含向法院申請禁制令、吊銷吊扣執照、公開譴責及警告等影響名譽之處分等，長久以來多有對於其他類型之行政處分引進之建議，⁷⁸⁷且對行為人為其他類型之行政裁罰，並無重複處罰的競合問題，引進此種行政制裁應較無爭議。因此，本文以下將針對「金錢上之行政裁罰」討論之，分析我國是否能在刑罰罰金以外，以行政罰達到更有效的管制結果。

第二款 行政裁罰主體

若依照行政罰法，裁處「罰鍰」只能以違反行政義務之行為人為處罰對象，惟有時行為人係基於為他人利益而行為，結果他人因違反行政法上義務而受罰，自己卻享有利益而未受到處罰，或是行為人自己違反行政法上義務而受罰，他人

⁷⁸⁶ 吳庚，「行政法之理論與實用」，頁 686，三民書局，2007 年。

⁷⁸⁷ 財團法人證券暨期貨市場發展基金會，前揭註 780，頁 66。

反而享有利益而未受到處罰，此兩種情形皆屬制裁上之漏洞，⁷⁸⁸為了達到制裁之目的，行政罰法在第 20 條擴張處罰對象，使無違反行政法上義務卻享有利益之人，得由行政機關以行政處分追繳之。此外，行政罰法第 14 條亦有關於共同實施違反行政法上義務行為者之處罰，至於法人責任則規定在第 15 條：「私法人之董事或其他有代表權之人，因執行其職務或為私法人之利益為行為，致使私法人違反行政法上義務應受處罰者，該行為人如有故意或重大過失時，除法律或自治條例另有規定外，應並受同一規定罰鍰之處罰。私法人之職員、受僱人或從業人員，因執行其職務或為私法人之利益為行為，致使私法人違反行政法上義務應受處罰者，私法人之董事或其他有代表權之人，如對該行政法上義務之違反，因故意或重大過失，未盡其防止義務時，除法律或自治條例另有規定外，應並受同一規定罰鍰之處罰」。行政罰法已對裁處主體有上述之擴張規定，而基於第三章之內線交易規範主體的分析，本論文認為，若內線交易的行政責任主體之範圍界定，仍應與第三章之以各種角度判定的結果相同，行政罰法之關於共同違法的責任規定，以及關於無違法之第三人追繳不法所得之規定，應不予適用在內線交易規範上方合理。

此外，學者亦有謂，「罰鍰之擴張不論係在罰鍰之金額、或應受處罰之對象，皆已逾越原先處罰規定之範圍，因此，根據原先之處罰規定，違反行政義務之人並無法確知究竟會被處以多少罰鍰，以及究竟誰會受到處罰，本法此種規定對於法律明確性及安定性將造成相當不利之影響，且受牽連之人必然甚多，故對此種擴張國家制裁權之規定，在適用上必須十分謹慎」。⁷⁸⁹因此，若要使內線交易行為受行政罰之制裁，首先必須明確界定應受處罰之主體。本文於第二章分別分析消息傳遞、法人責任及單純竊盜的行為人之責任，該責任之分析並非僅針對刑事責任之論理，其乃為衡量「某特定主體的某些行為，是否侵害內線交易規範所要保

⁷⁸⁸ 洪家殷，行政罰法之介紹，律師雜誌第 303 期，頁 19，2004 年 12 月。

⁷⁸⁹ 洪家殷，前揭註 788，頁 19-20。

護之法益，以及侵害程度如何」的整體判斷。

因此，當結合「規範主體」及「裁罰種類」兩者時，選擇裁處行政罰或刑罰，對於內線交易規範主體而言，並不會因為行政罰或刑罰有本質上的差異，所以某些主體僅能處以行政罰、或僅能處以刑罰的問題。僅於考量侵害利益之「量的區別」時，方有可能使某些主體的某些行為，因為侵害法益程度較輕，所以還無法達到以刑罰制裁程度，而僅能以行政罰制裁的情形。所以，本論文建議，當考量內線交易之行政罰裁處主體時，應以第三章之侵害法益程度分析結果而定。

第三款 不法經濟利益剝奪（利益吐還）

若欲採取金錢上處罰作為行政制裁的方式，參考其他立法例後，可能的型態有：行政機關自為或請求法院判決剝奪行為人之不法利得、行政機關為「具裁罰性且金額高於不法利得的行政罰鍰」之處分、以及如美國需由法院判決之行政罰款。若在我國法體系框架下，甚至另外可依行政法規之規定、建構行為人因公法上原因而發生之給付義務，給付內容為吐還其內線交易之不法所得。

目前行政罰法規定：「若因行政法規規定的罰鍰額度太低，無法剝奪違規者所獲得的不法經濟利益，行政罰法規定違反行政法上義務所得之利益，超過法定罰鍰最高額者，得於所得利益之範圍內酌量加重，不受法定罰鍰最高之限制」。⁷⁹⁰而參與違反行政法上義務之行為，若獲得不法經濟利益而受到處罰之第三人，主管機關得以行政裁量決定於其所受財產上利益價值範圍內，酌予追繳，其追繳方式以行政處分為之，毋庸提起公法上給付之訴。⁷⁹¹

所以目前行政罰法之金錢裁罰規定部分，相似於「不法利益剝奪」之處分，只有針對未因違反行政法上義務而受處罰者，行政機關可追繳其所受財產上利益

⁷⁹⁰ 行政罰法第 18 條第 2 項。

⁷⁹¹ 陳清秀，前揭註 556，頁 164。

價值範圍內之利益，反之，對於行為人並未有類似於「利益吐還」概念的追繳規定，雖然行政罰法有當「行政法規規定的罰鍰額度太低，無法剝奪違規者所獲得的不法經濟利益」的提高罰鍰金額規定，但卻沒有一般的行為人「利益吐還」的設置。因此，建議可在規定內線交易的行政責任之時，即訂定行為人「吐還不法利益」、或允許行政機關向行為人請求回復原狀之規定，⁷⁹²或可考慮以罰鍰金額上限的設計來達到相同效果。

第四款 行政罰鍰

我國之行政秩序罰具有以下特徵：以維持行政秩序為目的、以違反行政義務者為處罰之對象、以刑罰以外之處罰為手段、其處罰有制裁性質、對於過去的行為所為之處罰、以及以行政機關作為處罰主體，⁷⁹³因此若以制裁行為人之考量出發，對行為人處以罰鍰乃為可考量的作法。

再者，參考其他國家立法例後，發現許多國家計算行政罰鍰數額，乃以行為人不法所得為基準乘以數倍作為裁罰金額，如美國於經法院判決後可裁罰之行政罰款(civil penalty)，可高達不法所得之三倍，法國則是其行政監管機關 AMF，可依不同行為主體，裁罰不法所得之五倍到十倍之多，英國行政監管機關 FSA 則可為無上限之罰鍰處分。所以，基於行政秩序罰亦具有制裁性格，本文建議可考慮其在訂定處罰金額時，以具體之「所得利益」為基準再乘以數倍訂定之。

⁷⁹² 若參考比較法，如英國亦有使行政機關向行為人請求回復原狀之規定，但其乃規定由 FSA 向法院請求之，並非 FSA 可自行為之處分。參考余雪明，前揭註 784，頁 21。

⁷⁹³ 洪家殷，前揭註 767，頁 6-7。

第五款 行為人之「吐還利益」與繳付「罰鍰」之 用途

一般而言，違法行為人繳交行政罰鍰後，該罰鍰即會歸入國庫，但是觀察本文研究之外國法，於法國⁷⁹⁴及美國，有將行為人繳交之行政罰鍰作其他安排之可能的設計。美國之行政罰款除了繳交國庫外，法院亦有可以裁定將之歸入特別基金、或當作告密者獎金，而法國 AMF 裁罰的行政罰鍰亦可以歸入特別基金。因此，若我國開始建立行政裁罰制度，引進行政上金錢處罰，那麼該些行為人繳付之款項，可能可以考慮移作其他特別用途，本文暫且提出三種可能：告密者獎金、受害人補償基金、以及行政機關其他為防制內線交易措施之資金來源。

第一目 告密者獎金

1988 年開始，美國制定法律使 SEC 或司法部可以從行政罰款中，撥出 10% 給內線交易的告密者，並且，依 1934 年證交法第 20A(e) 條，是否給予此獎金完全尊重行政裁量，不能再由司法審查，此外，SEC 的職員不可為此獎金的授予對象。⁷⁹⁵ 雖然美國之前對該獎金設置是否能達成預期效果多有疑慮，認為此舉會損傷公司內部職員間之信賴，抑或內部人或消息傳遞者之間，本身即是緊密的信賴關係，所以不易有被出賣的情形，⁷⁹⁶ 而該獎金發揮效果有限，但是，SEC 終究於 2002 年第一次將此獎金，頒予一公司前內部人，金額高達 29,000 美元，⁷⁹⁷ 因此該獎金之設置對某些案例還是有其效果。當然，若我國欲引進該制度，美國之相關配套措施仍須一併參考之。⁷⁹⁸

⁷⁹⁴ 參考本論文於第四章第一節第三項第二款第四目之介紹。

⁷⁹⁵ LANGEVOORT, *supra* note 207, § 1.15.

⁷⁹⁶ *Id.*

⁷⁹⁷ *Id.*

⁷⁹⁸ 如美國 SEC 制定的規則：New rules 61–68 (Subpart C), adopted in Release No. 26994, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶84,423 (June 30, 1989).

目前證交所訂有「臺灣證券交易所股份有限公司證券市場不法案件檢舉獎勵辦法」，該辦法第 2 條賦予檢舉內線交易行為之人有為該辦法獎勵之適格，且依該辦法第 3 條：「檢舉案件有左列情形之一者，由本公司視個案情節輕重，酌予新臺幣十萬元至三百萬元獎金」。本論文認為，該檢舉獎金乃由證券交易所頒發，若可參考美國之 10% 之獎金金額規定，對於檢舉人而言更有吸引力方是。

第二目 受害人補償基金

目前我國對於內線交易之「受害之個別投資人」有民事賠償制度的規定，證交法第 157-1 條推定了該損害賠償的因果關係、以及損害額。惟承襲本文之前的立場，其實在市場論之論述下，因為行為人之內線交易所受到損害者，應只有證券市場而已，所以本文在之後的分析中，將建議重新思考內線交易民事賠償制度的合理性。

但是，民事賠償制度自我國 77 年制定第 157-1 條以來即存在，該請求權行之有年，實務上甚至多有投資人向法院請求並勝訴的案例，因此，若貿然廢除民事求償制度，或許法理上有其正當性，但在實際實踐上對投資人收回此一利多，將造成極大反彈。因此，或許可考慮以別的方式讓「受害之個別投資人」得到「補償」，而取代民事賠償的制度。

觀察其他立法例，美國有「受害人特別基金」的設置，由本應歸入國庫的行政罰鍰中，撥出部分金額至此「受害人特別基金」，作為對「受害之個別投資人」的「補償」，因此，若有明確受到損害之投資人即可獲得賠償。若將此特別基金的概念移植到我國，或許可考量一方面廢除民事賠償制度，另一方面建構此特別基金，使「受害人」不必面對繁重的程序不利益，而在符合法定實體及程序要件⁷⁹⁹下，可直接由該基金中領取「補償」，或許該補償金額並非等於「受害人」之全部「損害」（目前法律擬制為當日善意從事相反買賣之人，買入或賣出該證券之價格，與

⁷⁹⁹ 如美國法，須由法院決定，是否將行政罰款或行為人不法利益吐還，歸入特別基金中。

消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額⁸⁰⁰)，但至少可保障投資人可以獲得某程度的「補償」，另外，投資人亦可不必負擔訴訟程序的不經濟。因此，引進「受害人基金」作為我國廢除民事賠償制度之配套措施，不失為一折衷方案。

第三目 行政機關其他為防制內線交易措施之資金來源

有謂：「管制內線交易行為僅僅以責任規定作為後端的『治療』，乃有其不足之處，同時亦需靠前端的『預防』手段之配合，才能在損害尚未真正發生之際先予以避免，如建立法律遵循機制以防止內線交易，從公司治理的內部控制制度到賦予發行人於內線交易發生時之責任等」，⁸⁰¹都是「前端」的預防手段。此外，如證交所、金管會或檢察機關之調查、監控，亦可由該行政罰鍰中撥款資助，以收防制內線交易之效。或者亦可將該該筆資金用於防制內線交易之教育計畫上，如法國即將其行政罰鍰之一部分作為特別基金，可在有行政規定及有上限的額度內，將該基金作為金融教育之用。

第三節 民事責任

第一項 我國目前內線交易民事責任規定

我國證券交易法第 157-1 條第 1 項規定內線交易行為主體，第 2 項以下則規定其民事責任：

第 2 項：「違反前項規定者，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。」

⁸⁰⁰ 我國證券交易法第 157-1 條第 2 項。

⁸⁰¹ 林仁光，前揭註 785，頁 168-72。

第3項：「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。」

第二項 民事求償成功之實務案例

以下將觀察我國兩個內線交易民事求償成功之案例，本文將簡要介紹法院判決之論述方式，以及本文分析。

第一款 廣大興業高院判決⁸⁰²

第一目 判決簡要

一、證券交易法第157-1條民事責任之分析

證券交易法第一百五十七條之一，除為了保障證券市場之公平性，而於該條第一項禁止內線交易外，同條第二項並明文規定善意從事相反買賣之人得請求內線交易行為人負損害賠償責任。足見該條規定除在健全證券交易市場之管理及維護證券市場之秩序外，亦兼有保護投資大眾免於受害之目的，並非僅係保護社會法益，而應兼及保護個別投資人之個人法益。（最高法院八十五年度台上字第二一六號判決、八十五年度台上字第四六七九號判決、八十五年度台上字第三一七一號判決、八十六年度台上字第六九五九號判決及八十九年度台上字第五七三四號判決參照）。且按禁止內線交易之理由，學理上有所謂「平等取得資訊理論」，即在資訊公開原則下所有市場參與者應同時取得相同之資訊，任何人先行利用將違反公平原則。是公司內部人從事內線交易，不僅損害證券市場之公正性與健全性，更阻礙證券市場之投資人從事公正公平交易之機會，使投資人因而喪失有力

⁸⁰² 台灣高等法院 95 年度金上字第 13 號

之交易行為或導致不利之交易結果，不論係所受損害或所失利益，均直接肇致投資人之損失，投資人受損害之理論基礎乃在於「若知悉該消息則將不會作該投資決定」。因證券交易市場係採電腦撮合之交易方式為之，欲特定孰為買賣交易相對人有其困難性，若強令受損害之投資人舉證證明其係內線交易之相對人，不僅實際上有所困難，更恐因訴訟程序上技術性之問題而阻礙了投資人正當權利之行使，有違公平正義。基於以上理由，證券交易法第一百五十七條之一第二項明文規定與內線交易行為人「善意從事相反買賣之人」得對內線交易行為人請求損害賠償，並以人為擬制方法計算賠償金額（參賴英照著，證券交易法逐條釋義第四冊，第五四六頁），法律上已直接擬制該善意從相反買賣之人係因內線交易而受損害之人。足見投資人得對內線交易行為人請求損害賠償，堪認內線交易所侵害者非僅社會法益，亦兼即個人法益。故因該犯罪受有損害之被害人，自得於刑事訴訟程序附帶提起民事訴訟，請求賠償損害。而本件上訴人所犯後述事實之內線交易罪，既已經刑事法院判決有罪確定，則被上訴人在該刑事訴訟程序中提起本件附帶民事訴訟，主張其係上訴人所犯內線交易罪受有損害之被害人，則本件附帶民事訴訟，自屬合法。

二、 本案適用第 157-1 條民事責任分析

（一） 本案民事庭重新審酌第 157-1 條構成要件，並輔以刑庭判決，得出行為人違反第 157-1 條之結論

本案法院對本案之消息是否該當「重大消息」，參酌同法第三十六條第二項、證交法施行細則第七條、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心對於上市公司或上櫃公司分別頒布之重大訊息之查證暨公開處理程序，綜合判斷。且公司內部人於「獲悉有『在於某特定時間內勢必成為事實』之重大影響其股票價格之消息」時，在該消息公開前，為買賣該公司股票之行為，即足構成該犯行，而不須待此訊息在某特定時點成立或確定為事實後，方認內部人始有知悉之可能性。因此本案

被告已違反第 157-1 條，並亦經前開刑事判決所認定，並判處上訴人等有罪確定。

(二) 法院對行為人損失與行為人行為之間的因果關係分析—本案法院：

第 157-1 條已推定

本案法院闡明：「證券交易法有關內線交易損害賠償責任之規定，則依照上開規定，內線交易損害賠償之請求權人，係善意從事相反買賣之人或視為善意從事相反買賣之人」，再者，「禁止內部人從事內線交易之主要理由之一在於內部人違反『平等取得資訊原則』，換言之投資人因內線交易而受有損害之主要理由之一，應在於其於內線交易當日因無法平等取得資訊，致其與內部人從事相反買賣，而蒙受日後消息公開後股價下跌或股價上漲之損失。且就證券市場實際運作情形觀察，在集中或店頭市場買賣股票，並非面對面的交易，而是透過證券商及證券交易所等處依競價方式完成交易，投資人不知孰為交易相對人，亦無需知道。如以典型買賣契約之權義關係作為求償權的基礎，顯不適當，又如將賠償權利人限縮於實際與內部人為股票買賣的投資人，亦非公平。因此，凡於內線交易當日不知內線消息而與行為人從事相反買賣之人，皆有受到損害之可能」。而法院因此認為：「如於內部人等從事內線交易之『當日』，所有從事與內部人等相反方向買賣之人，均得請求賠償，故無需額外要求請求權人再對其損失之存在，及其損失與內部人交易間有因果關係之必要之見解舉證證明。」

(三) 第 157-1 條的民事擬制損害賠償額，原告（受害人）之舉證責任？—

本案法院：第 157-1 條已推定

證券交易法第一百五十七條之一第二項、第五項、第二十條第四項定有明文。上開立法，乃為避免計算內線交易行為人賠償範圍之困擾所致，故前揭規定即係以人為之擬制方式，計算內線交易行為人之賠償金額。

(四) 被告請求之損害賠償額是否可將第 157-1 條第 2 項後段之責任限額提

高三倍計算？—本案法院：情節重大因此提高三倍

法院認為：「證交法第一百五十七條之一第二項所稱「情節重大」，或有認為係指『內部人有以虛偽詐欺或其他足致他人誤信之行為或以股價操縱行為從事短線交易』之情形；或有認為應指『行為人於該內部人交易之遂行，有積極加工行為，例如行為人故意以特別之手段延緩內部消息之公開』等情形」。

而本案被告既有掩飾重大訊息之行為致破壞證券市場之公正性、健全性，並因此內線交易行為經刑事法院判處有期徒刑確定，顯均具高度可非難性，參酌上開說明，應認均屬證券交易法第一百五十七條之一第二項所稱之「情節重大」無疑，爰併將其賠償金額提高至三倍。

且查被告等人於八十七年五月間，利用其等身為廣大公司董事身份，獲悉該公司處分資產之重大消息，於該消息未公開前，利用庚○○大量買進廣大公司股票，並於重大消息公告後，大量賣出公司股票，因而獲取鉅額利潤，破壞證券市場之公正性、健全性，業經本院刑事庭判決確定在案。上訴人等於獲悉廣大公司重大消息時，未將該重大消息於市場上公告，反而利用此一未公開之訊息與市場上不知情之投資人從事交易，違反「平等取得資訊」原則，並藉此獲取鉅額利潤，其行為無異詐欺證券市場投資人，嚴重破壞證券市場交易秩序，自應認屬情節重大，而將其責任額提高至三倍。且上訴人庚○○於行為時仍為廣大公司董事，業經刑事判決認定明確。

第二目 本案分析

本案為刑事附帶民事訴訟，因此觀察重點在於法官在對內線交易民事責任構成要件的分析方式。本案法官重新審酌事實，並作系爭消息是否成立內線消息之分析，而同時亦引刑事判決的結果，作出行為人違反第 157-1 條的結論。因此可見，民事庭法院某程度上亦認同第 157-1 條民、刑責任之構成要件共通，是否違法的論述結果可互相流用。

至於對民事賠償責任之因果關係、賠償金額之證明，本案法院原則上認為因為第 157-1 條已為法定推定責任之規定，因此原告不必另外再證明之。惟第 157-1 條之三倍損害賠償之認定，本案法院以「本案情節重大」為由，認為本案被告有「以虛偽詐欺或其他足致他人誤信之行為或以股價操縱行為從事短線交易」之情形；或有「行為人於該內部人交易之遂行，有積極加工行為，例如行為人故意以特別之手段延緩內部消息之公開」等情形，認可三倍賠償的結論。觀察本案後可發現，我國實務上甚為肯定內線交易行為會對一般投資人造成侵害，但其論理卻著重在「法條已經推定因果關係及損害」，並未挑戰此種法律推定之合理性。因此，本論文將於下述之民事責任分析中，重新檢驗究竟「內線交易行為與投資人的交易因果關係及損害因果關係是否存在」。

第二款 訊碟案地方法院判決⁸⁰³

第一目 判決簡要

一、雖已有有罪之刑事判決，民事法院仍重新就是否符合第 157-1 條構成要件逐一分析

原告主張被告主張從事內線交易之犯罪行為，業經鈞院 92 年度金重訴字第 2 號刑事判決判處被告有罪。

而本案又再對以下內線交易構成要件作詳細論述：本件是否有證交法第 157 條之 1 所謂之重大消息？本件如有所謂之重大消息，則該重大消息係於何時成立或確定？何時公開？本件被告等是否於獲悉該重大消息後，在該消息未公開前，買賣訊碟公司股票？本件被告等是否有藉該內線交易而避免損失之意圖？本件之請求權人是否為善意從事相反買賣之人？本件原告是否已就其所主張之重大消息，依證交法第 157 條之 1 第 2 項之規定，計算損害賠償之數額？本件被告等是否情

⁸⁰³ 臺灣板橋地方法院民事判決 93 年度金字第 6 號。

節重大，而應將賠償責任限額提高至 3 倍？

二、 與民事賠償責任要件有關之分析

(一) 請求賠償適格之主體依第 157-1 條之推定責任定之

法院判決闡釋：「凡於內線交易當日不知內線消息而從事相反買賣之人，皆有受損害之可能。且現行證交法第 157 條之 1 關於損害賠償之計算，係以法律擬制之方式計算內線交易行為人應負之賠償責任額，並非以善意從事相反買賣之人之損害為計算基礎，故善意從事相反買賣之人實際上是否為內部人之交易相對人，並非重要。另於證券交易實務上，因係透過電腦撮合交易，並非面對面交易，要認定交易相對人實有困難。又以與內部人之成交價格相當之投資人為善意從事相反買賣之人之認定標準，如何認定投資人與內部人之『成交價格相當』，亦有疑義。故所謂『從事相反買賣之人』應係『內部人等從事內線交易之當日，所有從事與內部人等相反方向買賣之人』」。

(二) 舉證責任

證交法第 157 條之 1 所稱「善意從事相反買賣」中之「善意」，應係指不知該內部消息而言，從事相反買賣之人並無就該善意先舉證之必要，內部交易行為人主張請求權人為惡意時，應就其惡意負舉證責任。且就舉證責任之分配而言，附表一所示授與訴訟實施權人並非善意之內心權利障礙事實，應由主張權利不存在之被告負舉證之責。

(三) 本件被告等是否情節重大而應將賠償責任限額提高至 3 倍之分析

按證交法第 157 條之 1 第 2 項所稱「情節重大」，或認為係指「內部人有以虛偽詐欺或其他足致他人誤信之行為或以股價操縱行為從事短線交易」之情形；或認為係指「應以行為人於該內部人交易之遂行，有積極加工行為，例如行為人故意以特別之手段延緩內部消息之公開」之情形而言。

被告呂學仁於訊碟公司 89 年度第 1 次及第 2 次調整財測公告，並未事先經會計師查核、簽證，而後始行辦理，可見其第三次調整財測，卻謂係要先經會計師查核、簽證後，再行辦理，無異就類似之事而採行不同標準，心態、作法前後不一，已見其隱藏玄機；再就其亦坦承個人股票出脫之情，係以 9 張為單位，以迴避 10 張以上應先向證券主管機關申請始得出售之規定（臺灣高等法院上重訴字第 66 號卷 93 年 6 月 9 日筆錄），可見其有刻意迴避股市監視、公開資訊之居心。

（四） 損害賠償金額之計算，消息傳遞人及受領人之連帶責任，依第 157-1 條之推定責任定之

該案判決謂：按證交法第 157 條之 1 第 2 項規定，已擬制內線交易行為人應負之損害賠償額：內線交易行為人應負之損害賠償金額之計算，依該條第 2 項之規定，應為「於消息未公開前其買入或賣出該股票之價格」減去「消息公開後十個營業日收盤平均價格」所得之差額，乘上其買賣股數所得之數額，為其應負之賠償額連帶賠償責任」，本條係規範間接獲取內部消息買賣公司股票圖利，提供消息者應與其負連帶賠償責任之規定，亦即消息受領者，利用內部人所提供之內部消息，從事內線交易，致應負損害賠償責任時，該內部人應負連帶責任之規定。此責任基礎係根據民法上共同侵權行為之幫助人應與行為人同負連帶責任之理念。本件被告陳政宇從訊碟公司內部人即被告呂學仁、呂陳慧晶，獲悉訊碟公司之內部消息而賣出該公司股票，業如前述，則被告呂學仁、呂陳慧晶對被告陳政宇從事內線交易對授與訴訟實施權人之損害，自應負連帶賠償之責任。

第二目 本案分析

本案則不同於廣大興業案，民事庭法官重新分析本案被告行為是否滿足內線交易構成要件，此或因為本案刑事判決目前並未終審確定，而相關當事人間對內線交易要件仍有諸多爭執，而法院認為其就兩造所爭執之事實，本於兩造提出之證據，依職權獨立認定，自行調查證據之結果，已足以形成心證，自無停止本件

民事訴訟程序之必要，所以在分析所有要件後，自行為民事賠償准許的判決。

而本案相關於民事賠償責任的請求主體、因果關係及賠償金額的判斷，亦是以證交法之推定責任為基礎判決之。其間存在與上述廣大興業案之本案分析⁸⁰⁴相同問題，而本論文將嘗試於以下解決之。

第三項 民事求償制度之問題暨本文立場

第一款 民事賠償之妥適性

依本文在第三章之分析，我國內線交易規範主要是為了保護市場健全、確保證券交易公平與誠信原則，以禁止規範以保障投資人利益及維護證券市場之正常發展，因此，我國之規範目的與所謂「資訊平等理論」較為相似，而規範保護目的乃為公平健全的證券市場與投資人信心。所以，內線交易行為所真正損傷的客體，是否包括個別投資人？亦即，第 157-1 條立法目的所言之「保障投資人利益」，究竟是否代表承認個別投資人會因內線交易而直接受到財產上損害，還是僅代表投資人會因為行為人之侵害市場行為，而間接受到證券市場不健全發展的不利益？

於本文目前比較法例研究中，有內線交易民事賠償規定的國家僅有美國法，而如日本或德國雖亦曾有討論過民事求償的可能，但最後皆以損害之因果關係難證明為由，認為無法推展內線交易民事求償制度，但日本及德國同時亦未否定，若有投資人可以證明其損害並建立因果關係，仍有依民法侵權行為請求內線交易行為人損害賠償之機會。前述日本及德國的民事侵權論述，在我國法下亦可成立，但是重點仍在於分析我國法之「不要求證明因果關係，而以法律推定」的作法是否正當，美國法之民事求償規定，原告雖無須證明交易因果關係，但依 1934 年證

⁸⁰⁴ 請參考本論文第五章第三節第二項第一款第二目之本文部分。

交法第 21D(b)(4)條，其仍應證明其損失與違法行為之間有因果關係，⁸⁰⁵甚且，有謂 1934 年證交法第 20A 條之規定，論者認為其恐怕是象徵意義大於實質，亦即第 20A 條之所以賦予投資人請求損害賠償之立法，目的乃在於強化內部人交易與損害賠償的宣示意義，期以提升禁止內線交易法制的宣傳效果而已。⁸⁰⁶所以觀察比較法中之民事求償制度，幾乎都要求投資人自己證明因果關係，而我國以法律規定推定因果關係的作法之正當性何在？本論文以下將嘗試建立行為人內線交易與投資人損害間的因果關係。

第二款 因果關係

目前我國第 157-1 條乃以法律推定內線交易行為與當日為相反交易投資人之損害間之因果關係，亦即解釋上原告無須證明交易因果關係及損失因果關係，⁸⁰⁷但是以立法如此之推定是否有其合理性？因為，觀之內線交易規定模式與侵權行為規定模式我國相似之國家，如德國、日本，其皆未有內線交易民事求償之制度設計，其國內之討論多偏向因果關係難以證明的結論。而唯一有民事求償制度之美國，其亦規定投資人需證明因果關係之存在，並且，關於因果關係之實務討論，美國多偏向以 Rule 10b-5 之反詐欺條款為討論基礎，其案例法雖已建立某些減輕投資人證明程度的原則，如市場詐欺理論等，該些原則是否可以適用在我國之民事求償制度的因果關係判斷上，亦有討論空間。以下將以美國法之因果關係論述為基礎，檢驗內線交易行為與投資人損害間的因果關係。

第一目 交易因果關係

在美國法下，因果關係分為交易因果關係及損害因果關係，⁸⁰⁸而原告必須先

⁸⁰⁵ 賴英照，前揭註 42，頁 560。

⁸⁰⁶ 廖大穎，資訊不正流用理論與證券交易法第 157 條之 1，月旦財經法雜誌第 16 期，頁 106-07，2009 年 3 月。

⁸⁰⁷ 賴英照，內線交易的民事賠償，司法周刊 95 年 2 月 9 日，第二版。

⁸⁰⁸ LANGEVOORT, *supra* note 207, § 9.09.

行證明「交易因果關係」。「交易因果關係」之論理為：若行為人沒有為內線交易，則投資人亦不會去為該證券之交易，但其實交易因果關係不適用嚴格的若非法則，只要求系爭交易之條件確實受到重大不實陳述的影響即可；⁸⁰⁹後者「損害因果關係」之論述則為：若行為人沒有為內線交易，則投資人即不會以該價格取得系爭證券，因此亦不會有損害。在證券詐欺的交易因果關係之建立論述中，認為若投資人有正當「信賴」行為人之不法行為而因此為交易，則該因果關係成立，而投資人「信賴」行為人之情形，其一為行為人對投資人有「虛偽隱匿或不實陳述」之情形，此可能發生在在面對面之市場中，⁸¹⁰另一種為法院例外允許信賴要件推定的基礎理論「詐欺市場理論」，亦即，「投資人因信賴公平、公開及誠實的證券交易市場，從不懷疑有價證券適正價格的形成過程會遭受不法行為影響，進而願意進場為買或賣之交易行為，而在不重視相對人身份的證券公開交易市場，即使原告未能就其直接信賴負舉證責任，惟原告若能證立被告不實之陳述屬重大事項，則法院可以接受以推定原告信賴的方式，認定原告證券之購買行為與被告不實的陳述有因果關係，因為不實陳述若重大，則證券價格會反映該重大不實陳述，而形成有瑕疵之價格」。⁸¹¹

內線交易民事責任主要亦是探討在非面對面市場發生的情形，所以或者可以引用「詐欺市場理論」討論投資人之購買是否受行為人不法之內線交易行為所影響。美國法規定，原告必須證明被告知內線交易其實有影響到證券市場價格，⁸¹²但是，在一良好運作的有效率市場中，其實內線交易行為並不會對市場有實質的影響，除非其他市場參與者能「解碼」，亦即，從交易量或其他公開資訊中，得知其間有內線消息的存在，所以市場上因此發生該些交易，而投資人在解碼後再為交

⁸⁰⁹ 楊家欣，「以因果關係為起點-論我國證券詐欺法制之未來」，國立台灣大學法律學研究所碩士論文，頁 63，2006 年。

⁸¹⁰ JAMES D. COX ET AL., *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS* 695 (2006).

⁸¹¹ 莊永丞，論證券交易法第二十條證券詐欺損害賠償責任之因果關係，中原財經法學第 8 期，頁 159-60，2002 年 6 月。

⁸¹² LANGEVOORT, *supra* note 207, § 9.09.

易，⁸¹³但是，內線交易行為人之「交易」是否真的會使市場證券之需求增加？學者有謂，此其實只會對證券價格有極短期的影響效果，除非有人感覺到該證券之價格，是因為內線消息存在之緣故，要不然不會引起其他投資人買進的效應，亦即，該價格不可能維持如此久而到影響其他投資人為交易的決定的地步。⁸¹⁴

所以，既然內線交易不似不實陳述之散布，會直接使市場上證券價格受到影響，進而讓投資人因此交易，因此，在「內線交易」的情形下，會造成市場價格與真實價格偏離的原因，應是行為人之「不揭露內線消息」，而非行為人為「交易」。有謂：⁸¹⁵「詐欺市場理論所假設的模型為效率市場的存在，所有的資訊都將被股票的价格所反映出來，所以公司所發佈的不實消息也會反映在價格身上，而為投資人所信賴。所以其因果歷程的軌跡是：公司發佈不實資訊→反映於價格上→投資人信賴價格而遭受損害，但是內線交易的因果歷程（如果真有因果關係的話）則完全不一樣：內部人進行交易→投資人遭受財產損害。質言之，內線交易的因果軌跡並不會經過『反映於價格上』這一步驟。少了這一步，就失去了適用詐欺市場理論的關鍵，從而詐欺市場理論也無法用來解釋內線交易的因果歷程」。因此，欲證明行為人之內線交易行為與投資人之交易有因果關係有其困難性。

第二目 損害因果關係

在內線交易模式中，投資人之所以會有損害，可想像的情形是因為內線交易行為人未揭露該重大內線消息，而投資人乃依據市場上目前流通之消息為投資決定，因此，缺少該重大內線消息，投資人作的買賣決定之基礎極可能與該重大內線消息之內容相反，亦即，若該投資人買賣之時得知該資訊，其就不會為該交易，所以才有見解主張「投資人有受到損害」的可能。

⁸¹³ *Id.*

⁸¹⁴ Lisa K. Meulbroek, *An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading*, 47(5) J. FIN. 1661 (1992), Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, *The Mechanics of Market Efficiency*, 70 VA. L. REV. 549, 572-79 (1984).

⁸¹⁵ 黃志中，前揭註 735，頁 35。

但是，本於以上交易因果關係的推論，造成投資人之損害者，應為內部人未公開內線消息之行為，而非內部人「交易」之行為。亦如美國 1980 年 Chiarella 案，其亦將內線交易理解成一種「應揭露卻未揭露資訊的證券交易行為」，因為行為人有義務揭露，而其不揭露的行為就會構成詐欺。所以，如果內部人今天只是單純的未揭露資訊，但並未在市場上買賣股票，其他投資人仍有可能在市場上進行相同的交易，投資人的損害仍會發生，更加彰顯了「未揭露資訊」才是真正的損害行為。⁸¹⁶

美國法下賦予內部人之義務為「揭露內線消息或禁絕交易」，因此若未揭露資訊而導致投資人受損害，可謂行為人違反反詐欺規範之義務之結果，惟我國第 157-1 條之義務內容僅包含「禁止內部人交易」，因此，若要從第 157-1 條中推論出違背該條義務之行為人會造成投資人損害一事殊難想像。而承上分析，在我國內線交易規範模式中，若是一般公開證券市場、非面對面交易的情形，分析行為人之內線交易是否會導致投資人受到損害後，發現其中根本不存在因果關係，而不是「因果關係難證明」的問題，那麼，既然投資人之「損害」與行為人之「內線交易」根本沒有關係，以法律「推定」因果關係之存在即顯不合理。因此，為內線交易行為會造成的損害，僅只限於此行為會讓行為人得到不公平的利益，使其他市場投資人產生不信賴的感覺，最終將使證券市場有不健全的危險而已。所以，賦予投資人有民事損害填補的請求權，即無合理性。

第三款 三倍賠償規定之合理性

我國證券交易法第 157-1 條規定投資人可以向內線交易行為人請求其「損害額」之三倍作為賠償，而觀之本文所舉之兩個案例，法官皆因「情節重大」而判處被告三倍賠償。我國法律無明文規定何謂「情節重大」，但觀察所舉二例皆以被告是

⁸¹⁶ 黃志中，同前註，頁 36-37。

否有「以虛偽詐欺或其他足致他人誤信之行為或以股價操縱行為從事短線交易」之情形，或是否有「行為人於該內部人交易之遂行，有積極加工行為，例如行為人故意以特別之手段延緩內部消息之公開」等情形判定之，可見實務已建立了「情節重大」的三倍賠償標準。

惟有謂：「與美國法相較，其不同者為美國法的三倍賠償係行政罰款(civil Penalty)，而非賠償予被告，其目的在懲罰違法者，而不是讓原告獲得額外收入，我國法准許原告三倍受償，其妥適性值得檢討」，⁸¹⁷此外，亦有謂：「我國規定之三倍賠償制度，可能有鼓勵請求權人勇於訴追的作用，但因訴訟費用以原告請求賠償之金額為計算基礎，因此也有可能增加原告訴訟費用負擔，因此無力提起訴訟的反效果，美國法所採取的三倍不法所得之行政罰款制度，由其證管會執行，效果上更能劍及履及」。⁸¹⁸

亦即，觀之目前世界各國的內線交易懲罰制度設計，我國的三倍賠償制度最有可能取自美國的以行為人三倍利得作為其行政罰款之概念，但是首先即面臨兩者本質上之差異之爭議：美國之行政罰款計算基準為「行為人不法利得」之三倍，並且該罰款將繳交國庫，而我國之規定，乃為行為人必須給付投資人「其損害之三倍」作為損害賠償。因此，允許我國民事侵權行為損害賠償法制下存在懲罰性賠償金制度是否妥當，目前仍有討論：雖然懲罰性賠償金有懲罰及嚇阻的目的，但其實應屬於刑事制裁，而非民法所應處理的層面，⁸¹⁹此乃因我國為大陸法系國家，傳統民事責任僅限於填補損害，亦即不法行為人僅需賠償被害人實際所受損害及所失利益，損害賠償額不會因為不法行為人之動機、目的或故意、過失而有所不同，以避免被害人獲取不應得到的不當得利，⁸²⁰雖然目前我國如公平交易法、著作權法、專利法、消費者保護法等都有使用類似的懲罰性賠償金之設計，其儼

⁸¹⁷ 賴英照，前揭註 42，頁 563。

⁸¹⁸ 賴英照，同前註，頁 563，註 113。

⁸¹⁹ 廖大穎，前揭註 806，頁 111-12。

⁸²⁰ 林德瑞，懲罰性賠償金適用之法律爭議問題，月旦法學雜誌第 110 期，頁 41，2004 年 7 月。

然成為台灣財經法制之於抑制反社會行為之新方向，⁸²¹但是，在內線交易民事損害賠償是否有此必要性仍須視其必要性分析之。

懲罰性賠償金之功能為「填補無法請求之損害」、「嚇阻功能」、「報復、懲罰功能」及「私人執行法律功能」。⁸²²內線交易之損害賠償若都可以以法定的方式明訂出損害額，則懲罰性賠償金之存在原因自非為「填補無法請求之損害」；至於在嚇阻的法律經濟分析方面，損害賠償數額不足，將使損害賠償機制無法達成有效嚇阻的功能，反之，若允許過多的損害賠償，將會使被告過度投資於避免不法行為之發生，而造成過度嚇阻，對社會整體效益亦屬不佳，因而法律經濟學家認為，「在加害人所獲得的利益超越被害人之損失時，課以懲罰性賠償金，正足以使加害人充分內化被害人之損失，懲罰性賠償金之課予即在於填補因法律制度執行不足造成損害無法完全填補的損失，使加害人對於侵權行為所造成的成本內部化」，⁸²³而內線交易民事賠償部分，即有可能發生上述「加害人所獲得利益超越被害人損失」之情形，此乃因投資人基於如訴訟成本等各種考量，不一定全部都會向行為人起訴求償，而且即使起訴求償，其受償總額仍有小於行為人不法利益所得之可能，亦即，被告仍能保有其不法利得，⁸²⁴但是，此考量是否可以正當化懲罰性賠償金制度的建立？畢竟若欲避免上述情形之發生，最直接的方法是剝奪行為人的不法利得，不論以刑法或以行政罰鍰的方式為之皆可。

再者，關於「報復、懲罰功能」，有謂傳統上具有「報復、懲罰」特色之刑法，雖然對於不法行為有加以規範，但因刑事政策的考量，或因公權力資源不豐，執行刑事責任不足，導致刑事處罰未符報復、懲罰之目的，則民事責任有藉懲罰性賠償金予以報復處罰之必要，⁸²⁵惟我國目前內線交易制裁之發動通常以刑事責任

⁸²¹ 廖大穎，前揭註 806，頁 111。

⁸²² 陳聰富，美國法上之懲罰性賠償金制度，台大法學論叢第 31 卷第 5 期，頁 170 以下，2002 年 9 月。

⁸²³ 陳聰富，同前註，頁 175-76。

⁸²⁴ 劉連煜，內線交易損害賠償之計算，月旦法學教室第 33 期，頁 41，2005 年 7 月。

⁸²⁵ 陳聰富，前揭註 822，頁 181。

為首，且法定刑度亦極高，則如此情形下，刑事責任之嚇阻功能仍不足而有待懲罰性賠償金之補充？且若以刑事責任之證明程度較高、程序規定嚴謹，以「或許比起民事責任，刑事責任較不易成立」為由，而認為刑事責任的嚇阻力仍有不足之處亟待懲罰性賠償金補充之，但是，若依照本文前述之我國引進行政責任之提議，則增加行政責任之規定，「刑事責任嚴格證明之缺失」即可解決。

最後，關於懲罰性賠償金之「私人執行法律功能」，該功能本為鼓勵私人調查不法案件，起訴請求賠償，使被害人成為「私人檢察官」，實現執法目的，不僅有利於被害人，亦有利於社會公共福祉。⁸²⁶而此目的若要達成，前述建議之引進美國「告密者獎金」制度最能收直接效果，亦即，以行政處分迅速明確地處行為人罰鍰，再由行政機關將罰鍰作最有效率的分配，則執法目的之達成、內線交易之一般防範、以及投資人信心之填補三個方向都可同時兼顧，而懲罰性賠償金在內線交易即不能發揮此功能。

第四款 小結

內線交易民事賠償制度雖然在我國行之多年，亦曾經司法機關多次確定判決，而其適用方式、效果皆已有既定運作模式，賦予投資人此請求權，亦可使投資人更有受到保護的感覺。我國內線交易法制之以各方面嚴格防範內線交易，看似亦領先世界其他國家的內線交易法制，表示我國對打擊金融犯罪、保護投資人的決心，但是，其實民事賠償制度並非無討論空間：目前我國民事賠償要件，如請求主體、因果關係、損害範圍等皆以法律訂之，理由或為因證明困難的權宜之計，但是真正分析下卻發現，不但個別投資人是否有可能為內線交易的「受害者」頗有疑義，且亦很難找到行為人內線交易行為、與投資人的「交易及損害」有因果關係，吾人不禁懷疑因果關係究竟是很難證明、抑或其實根本不存在？而我國不

⁸²⁶ 陳聰富，同前註，頁 184。

但訂有民事賠償請求權，甚且賦予投資人三倍損害求償之可能性，此種懲罰性賠償金之法理正當性、制定必要性亦頗有爭議。因此或許可以重新思考民事賠償制度的合理性，以及以本文上述建議的行政制裁，以更具法理上正當性的方式，達成與本來欲保護投資人之同樣效果。

第四節 小結：我國內線交易規範中不同主體之責任

第一項 內部人責任

本論文對於「證交法第 157-1 條第 1 項五款之內部人之作為內線交易規範主體」並無疑義，因此在前文中亦未討論該五款之規範主體的問題。針對該五款內部人，此處將討論我國法「應賦予內部人何種類型之制裁」，承本論文第五章之分析，初步將作出「內線交易刑事責任有其必要性而應保留，應在有配套措施情形下、引進多元化的內線交易行政責任，以及逐步廢除內線交易民事責任」的建議：

將內線交易行為以刑事制裁，目前為國際趨勢，而我國更在 2004 年大幅提高內線交易刑責。⁸²⁷在此情形下，內線交易的刑事責任有其存在實益：首先，白領犯罪若僅以「行政罰之金錢裁罰」或「刑罰之罰金刑」裁處，一般人民易產生不公平之感，因為白領犯罪行為人本多屬經濟優勢者，而法律竟容許其以金錢逃脫制裁，如此豈非對權貴犯罪大開方便之門？且內線交易隱密性高難以發現，若免去自由刑的威脅，則行為人易產生僥倖之心：因為，若其數次犯行中，其中一次不幸被發現，其承受之風險只是金錢損失，衡量其之前未被發現的犯行，或許行為人還可保留一定額度的不法所得。所以，保留內線交易的刑事責任，特別是自

⁸²⁷ 李開遠，證券交易法第一五七條之一有關股市「內線交易」犯罪行為構成要件及其相關責任之探討，銘傳大學法學論叢第 3 期，頁 199，2004 年 11 月。

由刑的處罰，不但符合國際對內線交易的裁罰態度，更合於社會大眾對經濟犯罪之制裁的特殊觀感。

除了刑事責任之外，本論文亦建議引進於行政責任來制裁內線交易：因為行政裁罰本質上具有手續簡便、費用減省及迅速處理的優點，且可補足刑事責任之要求高度證明及程序保障而造成起訴及定罪不易的缺失。⁸²⁸至於新建構的行政裁罰之可能類型為：行政機關以行政處分為「行政秩序罰」、「其他種類行政罰」⁸²⁹、「不法利得之剝奪」⁸³⁰，或者建立行政機關之「一般給付之公法上請求權」，此則可以行政訴訟方式請求之。除了「行政秩序罰」之外，其他的行政責任，因不具有懲罰性格，所以不必考慮其與刑罰競合之必要性。至於行政秩序罰，若依照行政罰法的競合方式，會因為刑罰必須優先而使得行政秩序罰之設計失其意義，但若併罰，亦會產生一行為不二罰之憲法疑義。所以本論文建議參考他國立法例，建構新的競合方式，⁸³¹包括：刑罰罰金之裁處金額與行政罰鍰裁處金額競合，以及，視行政罰鍰之上限規定為裁罰程序競合之調整，此外，檢察機關與行政機關間的合作方式必需更加緊密，方能達建構行政罰之目的。另外，當行政秩序罰裁處後、或行為人不法利得吐還後，本論文亦為該罰鍰用途之建議：可以考慮當作告密者獎金、受害人補償基金、以及行政機關其他為防制內線交易措施之資金來源。⁸³²

目前我國法有違反內線交易者之民事賠償規定。但本論文於分析我國內線交易規範的禁止目的後，得出我國以「市場論」為規範主軸之結論，因此進一步分析行為人內線交易與受害者損害的因果關係時，發現「交易因果關係」以及「損

⁸²⁸ 請參考本論文第五章第二節第一項之本文論述。

⁸²⁹ 「其他種類行政罰」之可能類型、內容以及與其他行政責任、刑事責任競合方式，請參考本論文第五章第二節第三項第一款之本文論述。

⁸³⁰ 在我國可能類似行政罰法中之沒收、追繳之概念，此亦可能設計以一般給付之訴達到相同目的。

⁸³¹ 關於此競合方式之論述及細節介紹，參考本論文第五章第二節第二項第二款第三目之本文論述。

⁸³² 參考本論文第五章第二節第三項第五款之分析。

害因果關係」其實不存在。⁸³³因此，我國法之以法律「推定」因果關係之作法並不恰當，因為若因果關係存在、但僅是難以證明，則法定因果關係尚稱合理，但若因果關係其實不存在，則不應以法律推定方式建構民事請求權。認定民事請求權不當而應廢除之前提建立後，此時，本論文建議搭配建立「受害人補償基金」，使一定範圍之相反交易投資人，可以不需經過訴訟程序，即得到一定比例之補償，如此，廢除民事請求權一事，不致造成人民感覺本來受到的「保障」被剝奪。此外，目前第 157-1 條的民事三倍求償設計，亦不符合懲罰性賠償金的性質及目的，⁸³⁴如此規定實不妥當。

第二項 消息傳遞責任

由本章前三節之關於不同裁罰責任類型之功能角色分析，大致可以得出：「內線交易處以刑罰有違反狹義比例性的疑慮，因此，建議在目前行政法體系下，引進多樣化的行政責任，並妥善處理與刑罰競合之問題，以及考慮民事責任廢除之可能性」的結論。

本文於第二章及第三章，以內線交易規範禁止理論，分析各種不同內線交易行為類型中各行為人之「責任程度」，若搭配上上述「責任設計」以及「責任本質」分析，接下來即須分析「各種規範主體」的不同「責任類型」。有謂：「法律禁止內線交易，課行為人以民事及刑事之責，固極必要，然就行為人而言，仍應有輕重之分，例如公司之董事、監察人、大股東或其經理人從事內線交易，其情節遠較消息受領人為重，其法定刑亦宜有輕重之別，或較合理，因內線交易之罪，刑罰如此嚴厲，對於僅僅為消息受領人而言，似有難以承受之重也」。⁸³⁵而本文上述亦分析了刑罰與行政罰之差別，乃以「量的區別說」為目前主流，則或可考慮僅

⁸³³ 參考本論文第五章第三節第三項第二款之分析。

⁸³⁴ 參考本論文第五章第三節第三項第三款之分析。

⁸³⁵ 黃柏夫，內線交易之民刑事責任，萬國法律第 158 期，頁 73，2008 年 4 月。

課行政罰予某些侵害法益程度較輕微的行為主體。

本文第三章曾作出「課予消息傳遞模式中第二手以下消息受領人較輕責任」之初步結論，因為此種多手傳遞的情形，第二手以下之傳遞人所侵害法益程度較小，並考量管制經濟，再加上目前對消息是否已「公開」的定義仍模糊不清，所以多手傳遞後，受領人將無法分辨其所受領之消息的真實及機密性，因此，可以考慮僅課予第二手以下之消息受領人「行政責任」。

第三項 單純傳遞、單純推介及單純竊盜責任

本文亦於第三章討論「當受領人未交易時，傳遞人單純傳遞或單純推介責任」，兩者本來都是未遂犯，但因目前內線交易並未處罰未遂，因此這兩種行為無法評價。本文最後結論：「單純傳遞行為其實並未造成市場法益過多的侵害，因為最後內線交易並未真正發生，且內線消息之流通有其於市場的正面價值，更重要的是，一般人缺少傳遞內線消息之違法認識，所以『欠缺可罰性』而不罰」。⁸³⁶

相較之下，單純推介並非如一般人性喜八卦的情形，推介者乃是基於欲使內線交易發生的故意，使受領者（受推介者）為特定證券之交易，而有無告訴受領者具體消息內容並無差異，所以，此處與處罰「單純傳遞」之須考慮「法律逸脫現實」的情形不同。⁸³⁷因此，本論文建議參考歐盟市場濫用指令的規範方式，不管之後受領人（受推介人）有無交易，皆應將「推介交易」行為規定為禁止行為類型之一，但是基於單純推介的可責性，究竟無法與一般內部人之內線交易行為相提並論，所以亦或可考慮僅以行政責任規制單純推介行為之可能性。

至於本文第三章最後討論到的「單純竊盜」之態樣，亦即行為人與內部人或

⁸³⁶ 參考本論文第三章第二節第一項第三款第二目之討論。

⁸³⁷ 同前註。

公司無任何關連的情形下，以竊盜方式竊取公司資訊後交易並得利。⁸³⁸本論文認為，有鑑於單純竊盜並交易若被揭露，市場公平性亦會受到挑戰，因為該行為並非偶然發生，亦並非每個人都有機會同樣從此管道得到消息，所以在市場法益亦被相同程度的侵害時，我國法目前未賦予此行為內線交易的責任乃為疏漏。本論文建議，除了將該行為列入第 157-1 條的刑責規範範圍之外，亦可增加行政責任輔以規範之。

至於本文最後提及的「被動獲悉消息之非內部人」之責任，⁸³⁹亦即相對於「主動獲悉消息之非內部人」的「單純竊盜」態樣，本文有鑑於此種行為對法益侵害的貢獻程度，更小於第二手以下消息受領人，因為其之發生完全是基於偶然，而且發生機率極低，調查、訴訟皆甚為困難。因此，「非內部人被動獲悉消息並交易」之行為實無處罰必要，即使認為需要處罰，亦不應課予高於第二手以下消息受領人的行政責任程度。

第四項 法人責任

本文於第三章建立了「將法人課與內線交易責任之必要性」的論述，但是究竟要賦予法人何種類型之責任？在英美法的體系下，可以直接賦予法人刑事責任，並讓控制法人之自然人負擔民事責任，而自然人可以抗辯的方式如下：一、其對系爭內線交易無過失；二、短線交易之利得將吐回；三、該人乃依誠信原則為之。⁸⁴⁰而在大陸法系下，要賦予法人責任則有其難度，法國法在 1983 年曾建立了董事之「事實上」⁸⁴¹及「法律上」⁸⁴²之責任，以處理法人責任問題，不過最後仍因未建立法人之主觀要件的判斷方式，使得該責任設計運作之結果傾向推定過失而

⁸³⁸ 參考本論文第三章第二節第三項之討論。

⁸³⁹ 參考本論文第三章第二節第三項第三款第二目之討論。

⁸⁴⁰ Patrick F. Wallace, *Who Is Subject to the Prohibition Against Insider Trading: A Comparative Study of American, British and French Law*, 15 SW. U. L. REV. 217, 278 (1985).

⁸⁴¹ De facto

⁸⁴² De jure

引發爭端。⁸⁴³

論述課與法人刑事責任之可能性，目前日本以「法人犯罪能力肯定說」為多數見解，⁸⁴⁴而對於「兩罰規定」的正當性分析，有謂：一、基於代位責任原理，將行為人在刑法上之行為責任，直接視為法人之行為責任；二、基於法人之「體系過失」（或稱「自己責任說」等），於行為人在業務上為違反刑法之行為時，使法人亦負起自身選任、監督上之過失責任。關於以上兩點，或有提出疑慮如下：「『證券詐欺』之行為人，往往身為公司之高層或大股東，從而將法人視為其『犯罪工具』實為普遍，法人如欲善盡其監督責任，實際上仍須由內部之自然人為之，則要求犯罪行為人自我監督殊難想像，且公司因被當作行為人之『犯罪工具』，其本身不一定獲得犯罪利益，相反地，其信譽或其他經濟利益往往受到極大之損害，若此時又被『兩罰規定』追究其刑事責任，而須受到罰金、甚至上述『停止營業』、『解散命令』等刑事制裁，對於其員工、小股東、債權人等公司所有人或利害關係人，當屬十分不利、且不甚公平」。⁸⁴⁵

若承本文第三章之分析，法人為內線交易必須詳細區分為「公司董事利用公司名義進行內線交易」，以及「公司自己進行內線交易」，⁸⁴⁶本文所欲建構之法人責任僅限於後者，即自然人以公司之利益為交易、以公司之資金為交易、且利得皆歸於公司之情形。在這種情況下，法人內線交易與一般自然人交易無異，此外，因為公司已因之前的內線交易而得利，所以，追究公司責任不會對小股東、債權人等太過不公平，畢竟若該違法行為若未被揭發，而公司保留其不法利得，則小股東、債權人仍是受有利益者。所以本文建議公司必須負擔刑事責任，且參考美

⁸⁴³ See Wallace, *supra* note 840, at 278-79.

⁸⁴⁴ 吳元曜，「證券詐欺刑事責任之研究」，台灣大學社會科學院國家發展所博士論文，頁 382，2007 年。

⁸⁴⁵ 吳元曜，同前註，頁 382-85。

此亦如 *New York Central & Hudson River Railroad v. United States* 案，原告認為以刑法處罰公司在現實狀況下，即為處罰無辜的股東，並剝奪股東財產，且股東沒有機會聽審，違反憲法所賦予的程序正義。參考李禮仲，美國公司刑事責任發展之研究，「財經法制新時代—賴源河教授七秩華誕祝壽論文集」，頁 124，元照出版，2008 年。

⁸⁴⁶ 張心悌，前揭註 560，頁 117。

國規定方式，控制該交易之自然人亦需負責，惟其仍可舉反證證明自己無過失。

因此若課與法人刑事責任，罰金為較無爭議的可能類型，而目前亦出現「公司監禁」的概念，著例為 1989 年 United States v. Allegheny Bottling Company 案，被告被宣判三年的監禁及 100 萬元罰金，同時被告亦被宣判三年的特殊緩刑：被告的四名經理人必須要執行每週 40 小時的社區服務。⁸⁴⁷雖然，此種作法極可能遭致刑法之個人責任主義論者的批評，但不可否認的，如此突破法人自由刑概念的有趣想法仍值得進一步探究。此外，法人可以該當行政罰之主體則較無爭議，畢竟行政罰法第 3 條已明訂法人可作為行政罰之行為人，且同法第 15 條亦對法人及自然人之共同違法責任作了詳細規定。⁸⁴⁸因此，本論文建議應就「法人內線交易」⁸⁴⁹課予第 157-1 條的責任，而關於「責任類型」之選擇，本論文建議可賦予其行政責任之制裁，而刑事責任部分，除了較無爭議的罰金刑外，本論文並期待將來我國引進如美國法之「公司監禁」的概念，以各種層面、各種手段來合理達成防範法人內線交易的目的。



⁸⁴⁷ 李禮仲，前揭註 845，頁 146-47。

⁸⁴⁸ 行政罰法第 15 條：

私法人之董事或其他有代表權之人，因執行其職務或為私法人之利益為行為，致使私法人違反行政法上義務應受處罰者，該行為人如有故意或重大過失時，除法律或自治條例另有規定外，應並受同一規定罰鍰之處罰。

私法人之職員、受僱人或從業人員，因執行其職務或為私法人之利益為行為，致使私法人違反行政法上義務應受處罰者，私法人之董事或其他有代表權之人，如對該行政法上義務之違反，因故意或重大過失，未盡其防止義務時，除法律或自治條例另有規定外，應並受同一規定罰鍰之處罰。

依前二項並受同一規定處罰之罰鍰，不得逾新臺幣一百萬元。但其所得之利益逾新臺幣一百萬元者，得於其所得利益之範圍內裁處之。

⁸⁴⁹ 亦即，如張心悌前揭註 560 頁 117 中，提到的「公司自己進行內線交易」的情形。

第陸章 結論

本論文的研究範圍為我國內線交易規範之主體範圍，以及我國應課予內線交易者何種類型的責任。針對此二問題，本論文以比較法制的分析為研究方法，從他國之內線交易規範中，觀察其與我國法制對於相同問題採取之不同解決方式，分析該不同的規定之優劣及制定背景，再論述我國法制是否應予參考。亦即，當討論我國是否應吸取他人經驗引進新制度之必要性，抑或當我國法有以比較法制為輔佐解釋之需要時，首先應先分析該國內線交易規範背後的禁止理論基礎，以及該國本身的法制架構，是否可作為我國的比較基礎。否則，在他國規範架構及訂定理論皆與我國大相逕庭之情形時，我國還援引類比、以外國制度解決我國問題，即顯不合理，此時，應注意不可將該比較法的規範內容直接在我國法制框架下適用，而僅可將其作為一參考資料、並詳細分析其是否於我國法下可合理運作後，方能使用。

本論文因此先確立我國內線交易規範的禁止理論基礎：目前多數認為我國乃採與歐盟法基礎相同的「市場論」，而與美國法之「關係論」的內線交易規範方式為兩個截然不同制度。惟目前我國雖看似對採「市場論」甚無爭議，但實際上不論實務或學說，皆常直接引用美國法規範的要件來解釋問題，且我國規範內容及運作細節，亦與採「市場論」的歐盟法、日本法有不同之處。因此，本論文以法律解釋論的各種解釋方式，重新建構我國規範之「市場論」的內涵，並於此後，以「市場論」為基礎論述內線交易規範主體範圍。本論文並提出三個我國內線交易規範中仍未確立規範方向之行為主體：「消息傳遞」模式下各行為人、法人、以及以犯罪行為取得資訊並交易者，如單純竊盜行為人。

本論文認為，參考比較法制之規範後，即使我國採取市場論為論述基礎，仍有限縮「消息傳遞」之行為主體的責任程度、或責任類型的可能。從目前第 157-1 條文字，僅可明確得到「若受領人交易時『傳遞人』及『從前四款獲悉消息之人』

需負內線交易責任」的結論，而從文義上，則無法得出以下三種主體需負責的結論：「間接從前四款之人獲悉消息之第二手以下消息受領人」、「單純傳遞消息而受領人最後並未交易之人」、「單純推介他人交易而他人最後未交易之人」。本論文認為，雖然第二手以下受領人交易，亦會破壞健全市場的法益，但是考量其破壞程度相對而言較低，且處罰第二手以下之受領人有管制經濟的顧慮，此外，遙遠之消息傳遞下，已難界定消息是否已達「公開」的狀態，因此，對於「第二手消息受領人」，本論文認為不應賦予其與第一手受領人或傳遞人相同的處罰，應將責任予以減輕，可行方法為：刑度降低、僅處以行政罰或抑或根本不罰。而因此，我國目前之以「共同正犯論」將所有消息受領人、傳遞人為同一評價，即有不當之處。若我國最後仍欲保留「第二手以下消息受領人」的刑事責任，本論文認為，應在法條構成要件中，明確規定傳遞人、第一手受領人及第二手以下受領人的責任，以此取代「共同正犯論」的適用。

在「消息傳遞模式」中，本論文參考歐盟法制下，作出「『單純傳遞』之傳遞人不罰，以及『單純推介』之推介人須處以內線交易責任」的結論。「單純傳遞」行為雖亦對公平市場法益造成侵害，但考量一般人民對此並無足夠的違法意識，因此若處罰這種「八卦性的消息交換」行為，會有法律逸脫事實的顧慮。但若行為人再加上「推介」受領人購買的動作，不管行為人有無傳遞受領人具體消息內容，該推介行為對法益之危害已大為提高。所以，本論文建議應將「單純推介、但受領人並未交易」的情形納入內線交易禁止範圍裡，以獨立構成要件的方式規範之。

本論文第三個分析的規範主體為如「單純竊盜」之「以犯罪行為取得內線資訊並交易」之行為人，有鑑於美國法已開始就此種類型作是否應予禁止作討論，或如歐盟法之已經全面課予此種「以犯罪行為取得資訊並交易者」內線交易責任，本論文以為，若此行為發生在我國，將發生評價不足的危險，因為目前僅可依我國刑法之竊盜罪等處罰，而此行為與一般內線交易行為，對市場造成的損害並無

二致，而對其之論罪卻不能與證交法第 171 條相提並論，實為我國法制漏洞，應儘快修正之。

建立了內線交易規範主體的責任程度後，本論文即進入「應對其課以何種類型的責任，方符合前述建立的責任程度」之討論。因此，首先須先研究所有可能制裁內線交易行為的責任類型。觀察比較法制對責任類型的設計，發現其趨勢為：各國皆有刑事責任之制定、且朝向重刑化發展，各國皆有行政責任之設計、且種類及程序各有不同，僅美國法有民事責任之規定、且民事求償中投資人須證明因果關係。所以，本論文一一研究各不同的責任類型之裁罰本質、及裁罰內線交易行為正當性，並於最後得出我國內線交易責任類型之修正方向，本論文建議：我國維持刑事責任，在有配套措施下、增訂多元化的行政責任，以及逐步廢除民事責任。

分析內線交易的刑事責任時，本論文發現，雖然有人仍基於刑罰無法真正嚇阻內線交易、或刑罰為規制內線交易手段無法通過比例原則的檢驗等理由，而對刑事責任存疑。但是，本論文認為，刑罰自由刑有其必要性，因為內線交易行為人多是具有經濟實力者，且內線交易之發現、定罪機率很小，若容許以金錢脫罪，則行為人多少可以保住其本次犯罪、或之前數次未被查獲犯罪的不法所得，則制裁規定不但完全不生嚇阻效用，反而有鼓勵內線交易之嫌疑，至於社會一般人民更會因此產生「有錢人即可犯罪」的不公平感。此外，目前以刑罰規制內線交易為國際趨勢，若我國外於此趨勢而廢除刑罰，則我國將成為內線交易者的天堂，若考量我國資本市場於世界之發展，亦非我國投資人之福。因此，本論文建議仍保留內線交易的刑事責任。

除了刑事責任之外，觀察其他國家的內線交易規範，尚有以「行政責任」併行處罰內線交易行為人之可能。我國目前無行政責任的規定，所以，刑罰之「高度證明要求、低定罪率、耗時甚久、程序不經濟、低度彈性」之特性，成為防範

內線交易之阻礙，本論文建議增加我國內線交易行政責任，以補足上述之缺失。而若引進行政責任，首先需解決刑事、行政責任競合問題，否則有一行為不二罰的顧慮，故本論文參考法國法制，建議我國可考量裁處金額、裁處程序之競合，並增強行政機關及檢察機關之合作與資訊交換。

此外，本論文亦提出關於內線交易「行政責任內容」之建構建議：我國之內線交易之行政罰裁罰主體，應例外於行政罰法之規定，而回歸本論文前述確立之規範主體範圍。此外，我國應以金錢上之「行政秩序罰」作為對行為人懲罰性的制裁，並增加「剝奪行為人不法所得（利益吐還）之規定」，最後，輔以「其他種類行政罰」，如吊銷吊扣執照、公開譴責及警告等影響名譽之處分，甚至可以參考外國法規定，於適合我國法框架下，討論以「禁制令」制裁的可能。至於「行政秩序罰」的罰鍰數額，建議可以依行為人「不法所得」乘以一定倍數，以達懲罰之目的。此外，於參考比較法制後，本論文亦提出內線交易「行政罰鍰」的用途建議，可往三個方向發展：告密者獎金、受害人補償基金、及行政機關為其他防制內線交易措施之基金。

若我國內線交易責任類型已有刑事責任及行政責任之建構，則本論文作出：「內線交易行為與投資人損害間並無因果關係，因此應予以廢除」之結論。我國獨步全球、以法律推定內線交易之損害因果關係、及損害數額的作法，其實並無理論上的根據，因為若基於市場論的分析，投資人僅會有「信心」之損害，而無「財產上」之損害。此外，「法律推定」應僅限於因果關係「存在」、但難以證明的情形，而本論文分析交易因果關係及損害因果關係後，發現內線交易行為與投資人損害間，根本不存在因果關係，所以第 157-1 條的推定方式即顯不當。本論文建議，若我國引進內線交易行政責任，而且配套建立「受害人補償基金」，則某範圍內之相反交易者，皆可得到一定程度的「補償」，而且不必經過訴訟、不會有程序利益的損害，則我國即可考量逐步廢除民事責任，如此不但合於法理，亦可減少取消人民的利多所造成的反彈。

參考文獻

一、中文部分

(一) 專書

- 王澤鑑，「民法總則」，自版，2000年。
- 甘添貴，「體系刑法各論」，瑞興圖書公司，1999年。
- 甘添貴，「刑法總論講義」，中興大學圖書部，1980年。
- 余雪明，「證券交易法」，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2003年。
- 李開遠，「證券管理法規新論」，五南圖書出版公司，2006年。
- 吳庚，「行政法之理論與實用」，三民書局，2007年。
- 林東茂，「危險犯與經濟刑法」，五南圖書出版公司，1996年。
- 林山田，「刑法通論（下）」，自版，2006年。
- 林國全、王保樹、王文杰、陳峰富，「兩案證券法制」，五南圖書出版公司，2003年。
- 易建明，「美國、日本與我國『公開出價收購法制』之比較研究」，翰蘆圖書出版公司，1999年。
- 黃榮堅，「基礎刑法學（上）」，元照出版，2006年。
- 陳春山，「證券交易法論」，五南圖書出版公司，2004年第7版。
- 陳錦璇，「經濟犯罪偵察與操縱股價犯罪」，「余雪明大法官榮退論文集--企業與金融法制」，元照出版，2009年。
- 陳新民，「行政法學總論」，高雄復文，1991年。
- 曾宛如，「證券交易法原理」，元照出版公司，2008年。
- 廖大穎，「證券交易法導論」，三民書局，2008年第3版。
- 廖大穎，「公司制度與企業金融之法理」，元照出版公司，2003年。
- 賴英照，「股市遊戲規則：最新證券交易法解析」，自版，2006年。
- 賴英照，「證券交易法逐條釋義第一冊」，三民書局，75年初版、85年七刷。
- 賴英照，「證券交易法逐條釋義第三冊」，三民書局，75年初版、85年七刷。
- 賴英照，「證券交易法逐條釋義第四冊」，三民書局，75年初版、85年七刷。
- 謝哲勝，「信託法」，三民書局，2009年。
- 羅怡德，「證券交易法—禁止內部人交易」，黎明文化，1991年。
- Karl Larenz 著，陳愛娥譯，「法學方法論」，五南圖書出版，2008年。

(二) 期刊論文

- 王文宇，認真地對待資訊—論內線交易之判斷標準與預防措施，月旦法學雜誌第155期，頁211，2008年4月。
- 王育慧，最高法院九十一年度臺上字第三〇三七號判決及臺灣高等法院八十八年度上重訴字第三九號判決之評釋(東隆五金案)--以連續交易操縱行為與內線交易為範圍，台北大學法學論叢第61期，頁43，2007年3月。
- 中華民國法官協會證券交易法律問題研討會，法官協會雜誌第7卷第2期，頁1，2005年12月。
- 余雪明，內部人交易管理的比較研究(上)，證券暨期貨管理月刊第16卷第5期，頁1，1998年5月。
- 余雪明，內部人交易管理的比較研究(下)，證券暨期貨管理第16卷第6期，頁12，1998年6月。
- 余雪明，從英法制度看內部人交易行政罰的推動，政策月刊第57期，頁20，2000年4月。
- 杜怡靜，日本金融商品交易法中關於金融業者行為規範-兼論對我國法之啟示，台北大學法學論叢第64期，頁121，2007年12月。
- 李開遠，證券交易法第一五七條之一有關股市「內線交易」犯罪行為構成要件及其相關責任之探討，銘傳大學法學論叢第3期，頁177，2004年11月。
- 李智仁，近來日本金融法制發展變革之觀察，台灣金融財務季刊第七輯第二期，頁101，2006年6月。
- 李智仁、洪培睿，論公開收購前內線交易認定時點之問題，證券暨期貨月刊第22卷7期，頁54，2004年7月。
- 李禮仲，美國公司刑事責任發展之研究，「財經法制新時代—賴源河教授七秩華誕祝壽論文集」，頁121，元照出版，2008年。
- 吳元曜，論經濟刑法之解釋方法，刑事法雜誌第49卷第5期，頁77，2005年10月。
- 林仁光，公司內部建立內線交易防範措施之芻議，「余雪明大法官榮退論文集--企業與金融法制」，頁159，元照出版，2009年。
- 林郁馨，從美國證券集團訴訟談證券詐欺訴訟的填補損害及嚇阻功能，月旦財經法雜誌第14期，頁73，2008年9月。
- 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，法學叢刊第210期，頁31，2008年4月。
- 林國全，證交法第一五七之一內部人交易禁止規定之探討，政大法學第45期，頁259，1992年6月。
- 林秋君，內線交易之民事賠償責任，證券暨期貨月刊第22卷7期，頁48，2004年7月。
- 林盛煌，論金控法之背信罪及其適用問題—以「中信金插旗兆豐金」乙案為例，

- 月旦法學雜誌第 144 期，頁 79，2007 年 5 月。
- 林東茂，經濟刑法導論，東海法學研究第 9 期，頁 177，1995 年 9 月。
- 林繼恆、陳文禹，內線交易規範之比較研究—以美國、歐盟及瑞士法之比較為中心，月旦法學雜誌第 156 期，頁 228，2008 年 4 月。
- 林德瑞，懲罰性賠償金適用之法律爭議問題，月旦法學雜誌第 110 期，頁 40，2004 年 7 月。
- 柯耀程，參與論（四）--間接正犯，月旦學雜誌第 166 期，頁 193，2009 年 3 月。
- 洪家殷，論行政秩序罰之概念及其與刑罰之界線，東吳大學法律學報第九卷第二期，頁 77，1996 年 8 月。
- 洪家殷，行政罰法之介紹，律師雜誌第 303 期，頁 14，2004 年 12 月。
- 耿一馨，美國最高聯邦法院 U.S. v. O'Hagan 判決對內線交易規範之衝擊，證券暨期貨管理雜誌第 17 卷第 10 期，頁 1，1999 年 10 月。
- 財團法人證券暨期貨市場發展基金會，「如何抑制證券經濟犯罪」座談會，月旦法學雜誌第 53 期，頁 59，1999 年 10 月。
- 莊永丞，論證券交易法第二十條證券詐欺損害賠償責任之因果關係，中原財經法學第 8 期，頁 147，2002 年 6 月。
- 黃銘傑，日本最近證券交易法修正對我國之啟示—以行政及民事責任規範改革為中心，「現代公司法制之新課題—賴英照大法官六秩華誕祝賀論文集」，頁 623，元照出版公司，2005 年。
- 黃銘傑，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法制之挑戰與興革」，頁 209，元照出版公司，2006 年。
- 黃朝義、吳天雲，內線交易犯罪之研究，犯罪學期刊，頁 311，2000 年 6 月。
- 黃柏夫，內線交易之民刑事責任，萬國法律第 158 期，頁 61，2008 年 4 月。
- 張心悌，內線交易內部人之判斷--高雄地方法院九四年訴字第二七九一號刑事判決評釋，台灣法學雜誌第 114 期，頁 180，2008 年 10 月。
- 張心悌，從法律經濟學與資訊財產權探討內線交易理論：兼論內線交易內部人之範圍，臺大法學論叢第 37 卷 3 期，頁 97，2008 年 9 月。
- 張心悌，內線交易立法重刑化之初探，實用稅務第 354 期，頁 72，2004 年 6 月。
- 陳志龍，證券交易法內線交易—探討證券交易法內線交易與操縱股價之差異、構成要件明確性諸問題，「余雪明大法官榮退論文集--企業與金融法制」，頁 411，元照出版，2009 年。
- 陳清秀，行政罰實務問題之研討（上）--以行政罰法為中心，月旦法學雜誌第 157 期，頁 146，2008 年 6 月。
- 陳清秀，行政罰實務問題之研討（下）--以行政罰法為中心，月旦法學雜誌第 158 期，頁 104，2008 年 7 月。
- 陳文貴，談我國行政罰法制度下的行政不法行為與刑罰之界線—行政法學與刑事法學的對話，法學新論第 4 期，頁 101，2008 年 11 月。
- 陳文貴，緩起訴處分與行政罰法第二六條第二項不起訴處分之法律關係—從憲法

- 禁止雙重危險原則加以檢視，月旦法學雜誌第 153 期，頁 132，2008 年 2 月。
- 陳峰富，內線交易重大訊息具體要件與成立時點之界定，政大法學評論第 79 期，頁 171，2004 年 6 月。
- 陳聰富，美國法上之懲罰性賠償金制度，台大法學論叢第 31 卷第 5 期，頁 163，2002 年 9 月。
- 曾宛如，內線交易之行為主體，台灣本土法學第 98 期，頁 292，2007 年 9 月。
- 湯儒彥，曹壽民，從連坐處罰探討酒醉駕車行政處罰的界線，台北大學法學論叢第 62 期，頁 91，2007 年 6 月。
- 劉連煜，內線交易理論與內部人範圍（上），月旦法學教室第 50 期，頁 84，2006 年 12 月。
- 劉連煜，內線交易理論與內部人範圍（下），月旦法學教室第 51 期，頁 86，2007 年 1 月。
- 劉連煜，專門職業人員與內線交易責任，月旦法學雜誌第 72 期，頁 26，2001 年 5 月。
- 劉連煜，內部人交易中消息受領人之責任，中興法學第 38 期，頁 165，1994 年 10 月。
- 劉連煜，內線交易損害賠償之計算，月旦法學教室第 33 期，頁 40，2005 年 7 月。
- 廖大穎，內線交易，月旦法學教室第 22 期，頁 43，2004 年 8 月。
- 廖大穎，資訊不正流用理論與證券交易法第 157 條之 1，月旦財經法雜誌第 16 期，頁 77，2009 年 3 月。
- 劉柏江，「內線交易」構成要件之剖析與「內線交易」構成要件該當性之判斷流程--以證券交易法第 157 條之 1 第 1 項和第 171 條第 1 項第 1 款後段之規定為研究核心併提出修法建議，軍法專刊第 54 卷第 5 期，頁 100，2008 年 10 月。
- 蔡易餘，內線交易規範之法理研究，萬國法律第 152 期，頁 71，2007 年 4 月。
- 蔡朝安、洪紹書，由最近判決看內線交易之責任，稅務旬刊第 1931 期，頁 34，2005 年 5 月。
- 賴英照，內線交易的基礎理論，月旦法學雜誌第 123 期，頁 172，2005 年 8 月。
- 賴英照，論內線交易之內部人，法官協會雜誌第 7 卷第 2 期，頁 21，2005 年 12 月。
- 賴英照，內線交易的民事賠償，司法周刊 95 年 2 月 9 日，第二版。
- 賴坤鴻，淺述證券市場之內線交易，台灣電子商務學會 EMBA 季刊第 21 期，頁 6，2008 年 7 月。
- 蕭貴珠，新修正證券交易法有關公司財務報告及內線交易責任之影響剖析，稅務旬刊第 1966 期，頁 25，2006 年 5 月。
- 顧立雄、陳一銘，論內線交易犯罪所得之相關問題，萬國法律第 161 期，頁 60，2008 年 10 月。

(三) 學位論文

- 吳元曜，「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」，國立台灣大學法律學研究所碩士論文，2003年。
- 吳元曜，「證券詐欺刑事責任之研究」，台灣大學社會科學院國家發展所博士論文，2007年。
- 何建寬，「內線交易理論與實務之研究」，國立台灣大學法律學院法律學系碩士論文，2009年。
- 阮品嘉，「公開收購前內線交易問題之研究」，私立東吳大學法律學研究所碩士論文，1996年。
- 周加宗，「內線交易刑法規制之法律經濟分析」，東吳大學法律學系法律專業碩士班碩士論文，2007年。
- 林修平，「內線交易問題之研究—以股東「出售股權」規定為核心」，私立輔仁大學法律學研究所碩士論文，2004年。
- 袁義昕，「從資訊財產權觀點論證券市場內線交易」，銘傳大學法律研究所碩士論文，2002年。
- 黃志中，「論內線交易刑事規範之正當性與理論基礎」，國立台灣大學法律學院法律學系碩士論文，2008年。
- 黃佳盈，「自日本法制論我國內線交易之規制與資訊公開之控管」，天主教輔仁大學法律學系研究所論文，2006年。
- 陳照世，「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縱市場之制度設計」，國立台灣大學法律學研究所論文，2008年。
- 陳靜玲，「以經濟分析的觀點論內線交易之規範」，私立東吳大學法律學研究所碩士論文，2000年。
- 張麗婷，「實施沙氏法 404 條款之個案研究」，政治大學商學院經營管理碩士學程碩士論文，2007年。
- 楊鎮宇，「內線交易的理論基礎與刑事責任」，國立台北大學法學系碩士論文，2007年。
- 楊家欣，「以因果關係為起點-論我國證券詐欺法制之未來」，國立台灣大學法律學研究所碩士論文，2006年。
- 鄧依仁，「從證券法內線交易理論論我國內線交易行為主體之規範」，國立政治大學法律研究所碩士論文，2006年。
- 賴欣欣，「從刑事實體法的觀點論證券交易法上內線交易之規範」，銘傳大學法律系研究所碩士論文，2002年。
- 謝靜恆，「可罰的違法性理論之研究」，中國文化大學法律學研究所碩士論文，1992年。
- 簡志龍，「從美國法制論我國內線交易之防制」，國立台灣大學法律學研究所碩士論文，2004年。

(四) 其他文獻

立法院公報第 76 卷第 96 期院會紀錄，1987 年 12 月 2 日。

二、英文部分

(一) 書籍

- ALEXANDER, R.C.H. (2006), INSIDER DEALING AND MONEY LAUNDERING IN THE EU: LAW AND REGULATION, Ashgate.
- Avgouleas, Emiliios (2005), THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS, Oxford University Press.
- BAINBRIDGE, STEPHEN M. (1999), SECURITIES LAW, New York: New York Foundation Press.
- BERMANN, GEORGE A. & ETIENNE PICARD (eds.) (2008), INTRODUCTION TO FRENCH LAW, Kluwer Law Internaitonal.
- BIANCHI, ANDREA (ed.) (2004), ENFORCING INTERNATIONAL LAW NORMS AGAINST TERRORISM, Oxford and Portland Oregon, Hart.
- BLOOMENTHAL HAROLD S. & SAMUEL WOLFF (2009), A GOING PUBLIC AND THE PUBLIC CORPORATION §5, New York: Clark Boardman Co.
- BOGERT, G. & G. BOGERT, THE LAW OF TRUSTS AND TRUSTEES § 482.
- BOUCKAERT, BOUDEWIJN & GERRIT DE GEEST (eds.) (2000), ENCYCLOPEDIA OF LAW AND ECONOMICS, VOL. III (THE REGULATION OF CONTRACTS).
- CAMPBELL, DENNIS (2006), INTERNATIONAL SECURITIES LAW AND REGULATION 2006 - VOLUME I 325, Lulu.com.
- CHOI, STEPHEN J. & A.C. PRITCHARD (2008), SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS, Thomson/ Foundation Press.
- COX, JAMES D. ET AL. (2006) , SECURITIES REGULATION : CASES AND MATERIALS.
- EDWARDS, VANESSA (1999), EC COMPANY LAW, Oxford: Clarendon Press, 1st ed.
- Gaillard, E. ed. (1992), THE LAWS OF EUROPE, THE UNITES STATES AND JAPAN, Kluwer.
- Hazen, Thomas Lee (2009), 4 LAW SEC. REG., West Publishing Company.
- HEMARD, JEAN ET ALL (1972), SOCIETES COMMERCIALES, Paris :Daloz.
- HOPT, K. & WYMEERSCH E. (eds.) (1991), EUROPEAN INSIDER DEALING, LAW & PRACTICE, Butterworths.
- JANOFSKY, PAUL HASTINGS & WALKER LLP (2004), SECURITIES LAW CLAIMS: A PRACTICAL GUIDE, NEW YORK: Oceana Publications, Inc.
- LANGEVOORT, DONALD C. (1991), INSIDER TRADING: REGULATION, ENFORCEMENT AND

- PREVENTION, Clark Boardman Callaghan.
- LOSS, LOUIS (1988), *FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION*, Canada: Little, Brown & Company.
- MARSH, JONATHAN & BRIAN McDONNELL (2006), *A PRACTITIONER'S GUIDE TO INSIDER INFORMATION: MANAGING THE LEGAL AND REGULATORY RISKS*, UK: City & Financial Publishing.
- MOLONEY, NIAMH (2002), *EC SECURITIES REGULATION*, New York : Oxford University Press.
- ODA, HIROSHI (ed.) (1994), *JAPANESE COMMERCIAL LAW: IN AN ERA OF INTERNATIONALIZATION*, Graham & Trotman Ltd.
- PALMITER, ALAN R. (2005), *SECURITIES REGULATION*.
- P.J. RICHARDSON, LL.M. & DIP. CRIM. (eds.) (2007), *ARCHBOLD: CRIMINAL PLEADING, EVIDENCE AND PRACTICE*, London: Sweet & Maxwell.
- SODER, LARRY D. & QUIST & THERESA A. GABALDON (2003), *SECURITIES REGULATION*, Foundation Press.
- STAMP, MARK & TOM JAGGERS (eds.) (2005), *INTERNATIONAL INSIDER DEALING*, City and Financial Publishing.
- STRADER, J. KELLY (2002), *UNDERSTANDING WHITE COLLAR CRIME*, Newark, NJ : LexisNexis.
- SWAN, EDWARD J. (2006), *MARKET ABUSE REGULATION*, New Youk: Oxford University Press.
- WELCH, JANE *ET AL.* (2005), *COMPARATIVE IMPLEMENTATION OF EU DIRECTIVES (I) – INSIDER DEALING AND MARKET ABUSE*, The British Institute of International and Comparative Law.

(二) 期刊論文

- Akashi, Tomoko (1989), *Regulation of Insider Trading in Japan*, 89 COLUMBIA LAW REVIEW 1296.
- Ásgeirsson, Hallgrímur (2004), *Integration of European securities markets*, 6(2) MONETARY BULLETIN 50.
- Ashe, Michael QZ & Lynne Counsell (2000), *Market Abuse: The "Crime" of Being Something in The City*, 1344 NEW LAW JOURNAL.
- Avgouleas, Emilios (2005), *A Critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regulation: Peaks, Troughs, and the Road Ahead*, 18 TRANSNATIONAL LAWYER 179.
- Baribeault, Raymond L. Jr. (1989), *Insider Trading: The Current Move toward Increasing Civil and Criminal Liability for an Ill-defined Crime and the Need*

- for a Definition*, 14 VERMONT LAW REVIEW 79.
- Betzer, André & Erik Theissen (2009), *Insider Trading and Corporate Governance: The Case of Germany*, 15(2) EUROPEAN FINANCIAL MANAGEMENT 402.
- Bhattacharya, Utpal & Hazem Daouk (2002), *The World Price of Insider Trading*, 57(1) JOURNAL OF FINANCE 75.
- Bloomenthal, Harold S. & Samuel Wolff (2008), *Insider trading—Japan*, 10 INT'L CAP. MARKETS & SEC. REG. § 1:58.
- Blum, Joseph (1986), *The Regulation of Insider Trading in Germany: Who's Afraid of Self-Restraint?* 7 NORTHWESTERN JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW & BUSINESS 507.
- Bris, Arturo (2003), *Do Insider Trading Laws Work?* 11(3) EUROPEAN FINANCIAL MANAGEMENT 267.
- Brown, Daryl K. (2001), *Street Crime, Corporate Crime, and the Contingency of Criminal Liability*, 149 UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA LAW REVIEW 1295.
- Brudney, Victory (1979), *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws*, 93 HARVARD LAW REVIEW 324.
- Cichos, Troy (1995), *The Misappropriation Theory of Insider Trading: Its Past, Present, and Future*, 18 SEATTLE UNIVERSITY LAW REVIEW 389.
- Coles, Kathleen (2005), *The Dilemma of the Remote Tippee*, 41 GONZAGA LAW REVIEW 181.
- Des Anlegerschutzes, Gesetz zur Verbesserung (2005), *The Management Board's permission to disclose Due Diligence Information Before a Corporate Acquisition in consideration of the Impact of the Act to Improve the Protection of Investors*, 6(2) GERMAN LAW JOURNAL 549.
- Diaz, Olivier (2006), *Public Offers in France*, statement in the symposium of PUBLIC TAKEOVERS IN THE INTERNATIONAL CONTEXT PART II, American Bar Association.
- Donald, David C. (2005), *Applying Germany's Market Manipulation Rules to Disruptive Trades on the Eurex and MTS Platforms*, 6(3) GERMAN LAW JOURNAL 649.
- Dymke, Bjoern M. & Andreas Walter (2008), *Insider Trading in Germany - Do Corporate Insiders Exploit Inside Information?* 1(2) BUSINESS RESEARCH OFFICIAL OPEN ACCESS JOURNAL OF VHB 188.
- Enriques, Luca & Matteo Gatti (2007), *EC Reforms of Corporate Governance and Capital Markets Law: Do They Tackle Insiders' Opportunism?* 28 NORTHWESTERN JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW & BUSINESS 1.
- Fornasier, Raffaello (1989), *The Directive on Insider Dealing : Fourth Annual Issue on European Community Law*, 13 FORDHAM INTERNATIONAL LAW JOURNAL 149.

- Gevurtz, Franklin A. (2002), *The Globalization of Insider Trading Prohibitions*, 15 THE TRANSNATIONAL LAWYER 63.
- Gilson, Ronald J. & Reinier H. Kraakman (1984), *The Mechanics of Market Efficiency*, 70 VIRGINIA LAW REVIEW 549.
- Maclean, Mairi (1999), *Corporate Governance in France and the UK: Long-Term Perspectives on Contemporary Institutional Arrangements*, 41(1) BUSINESS HISTORY 88.
- Hang, Bach (2002), *The SEC's Criminal Rulemaking in Rule 10b5-2: Incarceration Should be Made of Sterner Stuff*, 41 WASHBURN LAW JOURNAL 629.
- Henriksen, Stein (2002), *Aspects of Functional Security in the EU- Civil Protection*, presented in the conference of Exploring Functional Security: National Responses and Prospects for Nordic and European Collaboration.
- Hermann, Don et al. (2003), *The Sale of Assets to Manage Earnings in Japan*, 41(1) JOURNAL OF ACCOUNTING RESEARCH 89.
- Hopt, Klaus J. (1990), *The European Insider Dealing Directive*, 27 COMMON MARKET LAW REVIEW 52.
- Huemer, Daniela (2005), *European Law on Capital Markets – Quo Vadis?* Presented at the 2nd annual LL.M. Conference at Cornell Law School.
- James, Fleming & Oscar Gray (1978), *Misrepresentation-Part II*, 37 MARYLAND LAW REVIEW 488.
- Kanarek, David & Susan Collier (2004), *"Knew or Should Have Known?" -- Lessons for The EU Securities Fraud Regime*, 10 COLUMBIA JOURNAL OF TRANSNATIONAL LAW 561.
- Krause, Hartmut (1996), *The German Securities Trading Act (1994): A Ban on Insider Trading and an Issuer's Affirmative Duty to Disclose Material Nonpublic Information*, 30 INTERNATIONAL LAW 555.
- Kuker, Robert J. (1998), *Insider Trading Liability of Tippees and Quasi-Insiders: Crime Shouldn't Pay*, 22 JOURNAL OF MARSHALL LAW REVIEW 295.
- Laurence, Henry (1996), *Regulatory Competition and the Politics of Financial Market Reform in Britain and Japan*, 9(3) GOVERNANCE: AN INTERNATIONAL JOURNAL OF POLICY AND ADMINISTRATION 311.
- Lee, Hun Mook (2008), *Rationales and Requirements of the Legal Framework of Insider Dealing in the European Union*, 17(1) KOREAN JOURNAL OF INTERNATIONAL TRADE AND BUSINESS LAW, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1192102>
- Loke, Alexander F. (2006), *From the Fiduciary Theory to Information Abuse: The Changing Fabric of Insider Trading Law in the U.K., Australia and Singapore*, 54 AM. J. COMP. L. 123.

- Moohr, Geraldine Szott (2003), *An Enron Lesson: The Modest Role of Criminal Law in Preventing Corporate Crime*, 55 FLORIDA LAW REVIEW 937.
- Meulbroek, Lisa K. (1992), *An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading*, 47(5) JOURNAL OF FINANCE 1661.
- Nagashima, Ohno & Tokyo Tsunematsu (2008), *Japan: FIEA Amendment*, INTERNATIONAL FINANCIAL LAW REVIEW.
- Nagy, Donna M. (1998), *Reframing the Misappropriation Theory of Insider Trading Liability: A Post-O'Hagan Suggestion*, 59 OHIO STATE LAW JOURNAL 1223.
- Nowak, Eric (2001), *Recent Developments in German Capital Markets and Corporate Governance*, 14(3) JOURNAL OF APPLIED CORPORATE FINANCE 35.
- Pfeil, Ursula C. (1996), *Finanzplatz Deutschland: Germany Enacts Insider Trading Legislation*, 11 AMERICAN UNIVERSITY INTERNATIONAL LAW REVIEW 137.
- Phillips, Richard M. & Robert J. Zutz (1984), *The Insider Trading Doctrine: A Need for Legislative Repair*, 13 HOFSTRA LAW REVIEW 65.
- Prentice, Robert A. (1999), *The Internet and Its Challenges for the Future of Insider Trading Regulation*, 12 HARVARD JOURNAL OF LAW & TECHNOLOGY, 263.
- Ribstein, Larry E. (2002), *Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act Of 2002*, 28 JOURNAL OF CORPORATION LAW 1.
- Robert, Marie-Claude & Michel Svetchine (1991), *Insider Dealing—Remedies and Enforcement in France*, EUROPEAN INSIDER DEALING 331.
- Rose, Caspar (2003), *Impact of Investor Meetings/Presentations on Share Prices, Insider Trading and Securities Regulation*, 23(3) INTERNATIONAL REVIEW OF LAW AND ECONOMICS 227.
- Ruiz, Lynda M. (1995), *European Community Directive on Insider Dealing: A Model for Effective Enforcement of Prohibitions on Insider Trading in International Securities Markets*, 33 COLUMBIA JOURNAL OF TRANSNATIONAL LAW 217.
- Siems, Mathias M. (2008), *The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis*, 2 LAW AND FINANCIAL MARKETS REVIEW 39.
- Small, Richard (2003), *From Tatemaie to Honne: A Historical Perspective on the Prohibition of insider Trading in Japan*, 2 WASHINGTON UNIVERSITY GLOBAL STUDIES LAW REVIEW 313.
- Smith, D. Gordan (2002), *The Critical Resource Theory of Fiduciary Theory*, 55 Vanderbilt Law Review 1399.
- Steinbuch, Robert (2008), *Mere Thieves*, 67 MARYLAND LAW REVIEW 570.
- Stutz, Amy E. (1990), Note, *A New Look at the European Economic Community Directive on Insider Trading*, 23 VAND. J. TRANSNAT'L L. 135.
- Summe, Philip & Kimberly A. McCoy (1998), *Insider Trading Regulation: A*

- Developing State's Perspective*, 5(4) JOURNAL OF FINANCIAL CRIME 311.
- Umhoefer, Carol & Alain Piétrancosta, (1992), *Le Délit d'Intié : Insider Trading Law in France*, 30 COLUM. J. TRANSNAT'L L. 89.
- Wallace, Patrick F. (1985), *Who Is Subject to the Prohibition Against Insider Trading: A Comparative Study of American, British and French Law*, 15 SOUTHERN UNIVERSITY LAW REVIEW 217.
- Warren, Manning Gilbert III (1991), *The Regulation of Insider Trading in the European Community*, 48 WASHINGTON AND LEE LAW REVIEW 1037.
- Whitner Michael (1988), *Japan Tackles Insider Trading*, 7(6) INTERNATIONAL FINANCIAL LAW REVIEW 15.
- Wohl, Jonathan (2004), *Barriers to Shareholder suits in France Explained*, 23 (11) INTERNATIONAL FINANCIAL LAW REVIEW 43.
- Zabala, Bruno (2007), *French Lessons*, 26(6) INTERNATIONAL FINANCIAL LAW REVIEW 48.

(三) 新聞

- Forman, Craig (1989), *Old World Traditions Include insider Trading*, WALL ST. J., Feb. 8, 1989, at C1, col.3.
- Rundnitsky, Howard et al. (1987), *Land of the Rising Stocks*, Forbes, May 18, 1987, at 139.
- Kyodo News, *Regulators Boosting Capability to Detect, Go After Insider Trading*, THE JAPAN TIMES, Mar. 31, 2009.
- Putka, Gary (1986), *Insider Trading Raises Fewer Hackles Abroad --- Some Nations Aid U.S. but Keep Their Own Rules Weak*, WALL ST. J., Dec. 2, 1986, at 36, col. 1.
- Stewart, James B. (1989), *Hot Tips Can Mean Trouble with SEC if You Aren't Careful*, WALL ST. J., July 21, 1989, at A6.

(四) 政府資料

- CAPITAL MARKETS AND GOVERNANCE TEAM OF HM TREASURY, EXPLANATORY MEMORANDUM TO THE FINANCIAL SERVICES AND MARKETS ACT 2000 (MARKET ABUSE) REGULATIONS 2005 (2005 No.381) (Feb. 2005),
- Commission Proposal for a Council Directive Coordinating Regulations on Insider Trading, 30 O.J. EUR. COMM. (No. C 153) (1987) (explanatory memorandum).
- EC Commission, *The European Financial Common Market*, EUROPEAN DOCUMENTATION SERIES 4/1989 (1989)

EP Report on the proposal for a European Parliament and Council directive on insider dealing and market manipulation (market abuse) (COM(2001) 281, C5-0262/2001, 2001/0118(COD)), A5-0069/2002, 27 February 2002.
HM Treasury, FSMA Market Abuse Regime: A Review of the Sunset Clauses- A Consultation (Feb., 2008).
Newsletter of Financial Services Agency Japan (Jan. 2006).
Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council 2001 O.J. (C 240 E) .

三、法文部分

Delsaux, Pierre (2004), *L'indispensable régulation des marchés financiers*, 43(2) REFLETS ET PERSPECTIVES DE LA VIE ECONOMIQUE 43.
Ducouloux-Favard, Claude (1990), *Infrations Boursières*, JURIS-CLASSEURS SOCIETES, fasc. 1640.
Guillaume, Philippe (1991), *Le délit d'initié reste une infraction boursière majeure*, LES ECHO, n° 15906, 33.
Jacquin, Jean-Baptiste (1994), *Trente-trois dossiers transmis à la justice l'année dernière*, LES ECHO, n° 16633, 27.
L'ORDRE DES AVOCATS DU BARREAU DE CLERMONT-FERRAND (2002), UNE AUTRE FORME D'INDEMNISATION DES HEURES SUPPLEMENTAIRES : LES DOMMAGES ET INTERETS POUR "PERTE DE CHANCE".
Simon, François-Luc (2006), *Réflexions sur le Délit et le manquement d'initié*, LES DROITS ET LE DROIT : MELANGES DEDIES A BERNARD BOULOC 1071.
Stasliak, Frédéric (2004), comment in colloquium, *Cycle Droit communautaire de la concurrence 2004 : Deuxième conférence - Droit de la concurrence et droit des contrats*, 2 mars 2004.
http://www.courdecassation.fr/colloques_activites_formation_4/2004_2_034/m_frederic_stasiak_8189.html

四、日文部分

(一) 專書

河本一郎、大武泰南，「証券取引法読本」，東京都：有斐閣，2005年第7版。
神崎克郎、志谷匡史、川口恭弘，「証券取引法」，東京都：青林書院，2006年初版。

河本一郎、関要，「逐条解説証券取引法」，東京都：商事法務，2008年三訂版。

（二）期刊論文

保坂武志，インサイダー取引規制セミナー，代行通信第103号，株式会社だいら証券ビジネス，2008年6月2日。

五、其他

（一）參考網站

法國 AMF <http://www.amf-france.org/>
法國全國法規資料庫 <http://www.legifrance.gouv.fr/>
德國證券監管會 BAFIN：<http://www.bafin.de/>
德國聯邦司法部：<http://www.iuscomp.org/>
英國財政部 hm-treasury.gov.uk
英國政府資訊辦公室 <http://www.opsi.gov.uk/>
日本證券監管委員會 <http://www.fsa.go.jp/en/>
法國廢棄法院 <http://www.courdecassation.fr/>