

國立臺灣大學管理學院財務金融學系

碩士論文

Department of Finance

College of Management

National Taiwan University

Master Thesis

內線交易防制之研究

— 以強化公司治理與行政監督為方案

A Study on Prevention of Insider Trading:  
Good Corporate Governance and Administration

葉美菁

Mei-jing Yeh

指導教授：林 筠 博士

Advisor: Yun Lin, Ph.D.

中華民國 98 年 7 月

July, 2009

國立臺灣大學碩士學位論文  
口試委員會審定書

內線交易防制之研究

—以強化公司治理與行政監督為方案

A Study on Prevention of Insider Trading:  
Good Corporate Governance and Administration

本論文係葉美菁君 (R95723096) 在國立臺灣大學財務金融研究所完成之碩士學位論文，於民國 98 年 7 月 13 日承下列考試委員審查通過及口試及格，特此證明

口試委員：

林 筠

(簽名)

(指導教授)

傅羽真

詹新虹

林仁光

系主任、所長

傅羽真

(簽名)

## 中文摘要

內線交易係指具有特定身分之人，於獲悉未經公開且能影響證券價格的重大消息後買賣證券；對於是否應該予以立法禁止內線交易行為，理論上仍然爭辯不休，然而現今世界上多數國家均採取肯定之做法。

我國證券交易法至民國 77 年 1 月 29 日始增訂第 157 條之 1 明文禁止內線交易，觀立法沿革可知構成要件與重刑化是歷次修法重點與趨勢；惟經分析整理過去十年因內線交易經檢察官提起公訴之案件，發現此類案件多半：刑事部分無罪率偏高、法院量刑過輕、民事訴訟久懸未能確定。在分析各該判決無罪理由後，發現以「無法證明被告『獲悉』重大消息而為交易」，而此舉證上之困難，並不會因「加強檢調財經專業」、「成立專業法庭」等改善。可知欲防制內線交易發生，單靠提高刑責並無法收其遏阻之效。

內線交易的產生，如同其他白領犯罪一般，必須具有以下三要件：動機、中立化的社會控制，以及機會。因此欲有效預防內線發生，必須透過企業建立良好的內控及法令遵循制度，以（1）減少行為人從事內線交易之動機；（2）改變助長內線交易發生的不良道德風氣與規範文化；（3）減少內線交易犯罪之機會。

此外，參酌其他各國證券主管機關之執法經驗，認為應賦予我國證券主管機關行政調查權，以及多元化的執法工具，以強化執法之效能；多元化的執法工具如解除或中止董（監）事之職務、或向法院聲請回復原狀、或其他定暫時狀態之處分等。而唯有透過改善公司治理與內控，以及強化主管機關之行政監督效能，才能有效預防遏阻內線交易行為之發生，確保投資大眾之利益與市場秩序。

**關鍵字：內線交易、防制、公司治理、行政監督**

## 英文摘要

Insider trading is used to refer to a practice in which an insider or a related party trades based on material non-public information obtained during the performance of the insider's duties at the corporation, or otherwise in breach of a fiduciary duty or other relationship of trust and confidence or where the non-public information was misappropriated from the company. Rules against insider trading on material non-public information exist in most jurisdictions around the world, though the details and the efforts to enforce them vary considerably.

The Legislative Yuan made an Amendment to the "Securities Exchange Law", Article 157-1 to restrict insider trading in January 29, 1988. In the history of Legislation process, there is a clear tendency of felonization. After analyzing those prosecuted insider trading cases in past ten years, we find that most of the defendants were verdicted "not-guilty", or rendered with light sentences, and both the criminal and civil procedures delayed for many years. "Failing to prove the defendant knowing the non-public information" is the major reason for most not-guilty cases, and the problem can not be solved by enhancing prosecutors and judges' profession. Thus it does not work well to deter insider trading by harsh punishment only.

Like other white-collar crimes, there must be motivation, insiders Neutralizing Social Controls, and opportunities for an insider trading to happen. As a result, Corporates must set up a good internal control system and legal compliance program to reduce the motivation and opportunities for the doers, and change the morale and culture which might promote insider trading in the company. Meanwhile, the supervisory authority should have administrative power of investigation, and various enforcement tools, such as applying for an injunction from the courts, suspending the directors' duties to provide prompt corrective action for insider trading.

Key Words: Insider Trading, Prevention, Corporate Governance、Administrative Supervision

# 目 錄

中文摘要 .....	i
英文摘要 .....	ii
第一章 緒論 .....	1
第一節 研究動機及目的 .....	1
第二節 文獻探討 .....	4
第二節 研究方法及範圍 .....	12
第三節 論文架構及研究流程 .....	14
第二章 各國內線交易之立法例 .....	16
第一節 內線交易之規範基礎 .....	16
第二節 各國禁止內線交易之立法例 .....	22
第三章 我國內線交易之立法沿革與執法實務 .....	33
第一節 內線交易法規於我國之沿革 .....	33
第二節 內線交易案件之查緝與審理 .....	45
第三節 內線交易法條適用之爭議 .....	52
第四節 內線交易執法成效不彰之原因 .....	68
第四章 防制內線交易之改進方案 .....	77
第一節 強化公司治理 .....	79
第二節 強化行政效能 .....	101
第三節 提升司法效能，保障投資人權益 .....	119
第五章 結論 .....	127
參考文獻 .....	131
附錄一：民國 88 年以後因內線交易經提起公訴之案件 .....	140
附錄二：內線交易案件法院審理情形 .....	144

# 表目錄

【表 1】我國證券交易法「內線交易」相關規範歷次修正內容暨重點 .....	34
【表 2】我國證券交易法 97 年 1 月修正草案與現行條文之比較： .....	41
【表 3】我國各地檢署偵辦內線交易案件經提起公訴之案件數 .....	48
【表 4】我國法院就內線交易案件有罪判決之量刑 .....	49
【表 5】我國證券投資人及期貨交易人保護中心歷年起訴之案件數 .....	51
【表 6】我國實務上內線交易「重大消息」之類型與案例 .....	52
【表 7】我國實務上內線交易判決無罪判決之主要理由或爭點 .....	53
【表 8】我國內線交易案件構成要件之判斷流程 .....	54
【表 9】內線交易「犯罪所得」計算方式之爭議（以「台開案」為例） ....	64



# 第一章 緒論

## 第一節 研究動機及目的

### 第一項 研究動機

我國股市長久以來，即有「千線萬線，不如一條內線」之俗語流傳；顯示證券市場中內線交易情形層出不窮；根據瑞士洛桑管理學院（IMD）調查，台灣在「內線交易」該項目之評比長期表現欠佳<sup>1</sup>，不但嚴重影響國家競爭力，也不利於國內企業募集資金。

雖然我國自民國 77 年已明文處罰內線交易行為，然過去因屬有期徒刑 2 年以下之輕罪<sup>2</sup>，實務上多處以得易科罰金之刑度，甚至宣告緩刑。89 年 7 月 19 日雖將刑度提高有期徒刑 7 年以下<sup>3</sup>，然實務上亦少見判刑超過 2 年者<sup>4</sup>。迄於 93 年，復將刑度提高為有期徒刑 3 年以上、10 年以下，而犯罪所得超過一億元者，刑度更提高為 7 年以上有期徒刑。其修正理由如下：「

- 一、為取得法益侵害與刑罰刑度間之衡平性、維持證券市場的穩定性，且避免犯罪者不當享有犯罪所得及嚇阻違法，故提高刑期及罰金；
- 二、為使企業經營金融秩序不受公司內部人犯罪之影響，並保障投資人權益，故公司之董事、監察人或經理人納入規範之對象；

<sup>1</sup> 查 2001 年我國於全球 49 個受訪國家中排名第 46(於亞洲則為第 10 名，僅優於中國大陸及菲律賓)，隔年(2002 年)該項排名進步至第 31 名(於亞洲則為第 6 名)；2004 年全球受訪國家或地區增為 60 個，我國排名第 34(於亞洲亦為第 6 名)。2005 年起該學院已取消此內線交易評比項目，據瞭解係因客觀性不足，故不再予以排名評比。引自羅贊興、吳博聰，「內線交易面面觀 (A Legal Analysis of Insider Trading on Security Market)」，引自

<http://www.twse.com.tw/ch/investor/edu/download/research.doc>，last visited on 98 年 5 月 16 日。

<sup>2</sup> 依刑事訴訟法第 376 條第 1 款規定，「最重本刑為三年以下有期徒刑、拘役或專科罰金之罪」，不得上訴第三審法院。另依刑法第 74 條規定，於有該條各款所列事由者，認為以暫不執行為適當者，得宣告二年以上五年以下之緩刑。

<sup>3</sup> 該次之修法理由略謂：「一 本條原規範之刑責，其低刑度可處罰金，顯不足以嚇阻違法，爰參照銀行法第一百二十五條規定，提高其刑度，將罰金刑修正為新臺幣。另就違反第一百五十七條之一之刑事責任，依第一百七十五條規定，僅為二年以下有期徒刑，相形之下，顯然無從發揮嚇阻犯罪之功能。爰將違反第一百五十七條之一第一項禁止利用內部消息買賣公司股票圖利之規定之刑罰由第一百七十五條移列本條第一款，並提高其最高刑度為七年以下有期徒刑。」（第二項省略）。

<sup>4</sup> 如將當時內線交易之最高刑度有期徒刑 7 年均分為三等，並參以刑法第 57 條所列各款科刑輕重標準之事由，則輕度、中度、重度之刑，應分別為「2 年 4 月以下有期徒刑」、「2 年 4 月至 4 年 8 月以下有期徒刑」、「4 年 8 月至 7 年以下有期徒刑」。然實務上未見超過宣告 2 年以上有期徒刑之判決，顯見我國法院於量刑時，有輕判之傾向。

三、參酌各國立法例後，認為對於嚴重侵害法益和影響社會經濟之金融犯罪者，有提高刑罰之必要，故以犯罪所得一億為標準，超過者加重其刑；

四、因金融犯罪偵查不易，為使該犯罪行為能早日發覺並順利進行偵查及審判，故參照刑法及其他法規之減刑規定，增訂自首及自白者，如依規定繳交犯罪所得或有查獲共犯等具體行為時，可減免刑責。

五、為避免犯罪者因可享有鉅額犯罪所得而提升犯罪動機，故參考相關法規，規定應將其不法利益發還被害人及第三人或負損害賠償金外，將屬於犯人的部份皆沒收，如不能沒收時，就追徵其價額或以其財產抵償之。」<sup>5</sup>

然而對 93 年 4 月 28 日證券交易法修正，媒體、臺灣證券交易所（以下簡稱「臺灣證交所」）、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（以下簡稱「櫃買中心」）、以及主管機關即行政院金融監督管理委員會證券期貨局（以下簡稱「金管會」「證期局」）並未對法條構成要件及法律效果，向企業及投資大眾多作宣導；企業內部人與一般投資大眾，似乎並未察覺證券交易法已經修正。

迄於 95 年 5 月 10 日，立法委員邱毅爆料指出總統陳水扁親家簡水綿於 94 年 6、7 月間以每股新台幣 2 至 3 元的價格，向彰化銀行購入 20000 多張台灣土地開發投資股份有限公司（以下簡稱「台開公司」）之股票；95 年初，台開公司股價飆漲至 18 元左右，一年內簡水綿就獲利達 3 億多元一事。嗣臺北地檢署於 2 日後分案展開偵查，同年 5 月 25 日，總統女婿趙建銘遭臺北地院裁定收押禁見。本案於同年 7 月 10 日偵結並對趙建銘、趙玉柱（趙建銘之父）、蘇德建、游世一、蔡清文提起公訴。同年 12 月 27 日，臺北地方法院一審宣判，分別「重判」趙建銘、趙玉柱、蘇德建、游世一四人有期徒刑 6 年、5 年 6 月、4 年 3 月、4 年 3 月。翌年 6 月 26 日，臺灣高等法院改判趙建銘、趙玉柱、蘇德建、游世一四人有期徒刑 7 年、7 年、7 年 6 月、7 年 2 月<sup>6</sup>。【台開案】可說是我國首樁判決刑度超過有期徒刑 3 年以上之案例，加以行為人身份特殊，而引起社會大眾開始對內線交易之關注。

另 95 年 11 月底，法務部長施茂林宣示要將打擊企業貪瀆列入肅貪的重點工

<sup>5</sup> 參閱立法院公報，第 93 卷第 2 期，第 193-199 頁。

<sup>6</sup> 就刑度為「三年以上十年以下有期徒刑」之罪而言，一審（臺北地方法院 95 年度矚重訴字第 1 號）分別判處趙建銘、趙玉柱二人 6 年、5 年 6 月之有期徒刑，僅能稱為「中度之刑」；蘇德建、游世一等人 4 年 3 月、4 年 3 月之有期徒刑，則應屬「輕度之刑」。而就「七年以上有期徒刑」之罪而言，二審（臺灣高等法院 96 年度矚上訴字第 4 號）判處之 7 年至 7 年 6 月不等之刑度，應僅屬「輕度之刑」。兩者均難認有「重判」之情形。



作。部長施茂林公布針對不法股票交易、違法處理資產所涉背信與侵佔罪行、不法併購、私募不法、違法募資等五種企業貪瀆形式進行打擊。並要求全國地檢署在民國 96 年底，應偵辦重大金融案件三十件，其中具指標性案件十件，必須是具說服力的案件。自 96 年 1 月起，國內多家包括科技業、金融業、創投業等在內之知名企業及其經營階層都遭到檢調搜索，加以媒體大幅渲染報導「大規模的搜索陣仗」、「天價式的交保金」，一時之間企業人心惶惶；然而內線交易起訴後偏低的無罪率<sup>7</sup>，使媒體也發出「檢察官治國」<sup>8</sup>之批評，質疑是否有部分檢察官喜歡「抓大尾」？為求作秀而草率起訴？

與其說臺灣社會瀰漫一股「無商不奸，為富不仁」<sup>9</sup>的反商情結，部分媒體對司法查緝內線交易的舉動，以「檢察官治國」用語來描述，毋寧更透露出一股「反檢調」的情結。國內亦有學者認為「內線交易」應予以除罪化。反諷的是，同時亦有輿論為文抨擊內線交易是「需要全面清除的股市毒瘤」<sup>10</sup>；而我國社會長期以來存在著「治亂世、用重典」的「刑法萬能」的立法主義，期望藉由「嚴刑峻罰」來嚇阻某不法行為；此從內線交易的刑罰不斷加重即可見一斑。在這兩種矛盾的立場對峙下，引發筆者對「內線交易」的研究興趣。

過去國內多數關於內線交易的研究，多半係由法律學者所提出，主要在探究於內線交易的法律構成要件、法律適用及其效果為主，部分研究有針對行為人的犯罪歷程<sup>11</sup>、偵審過程<sup>12</sup>，或內線交易的報酬<sup>13</sup>進行實證研究；少有從內控及監理的角度出發，思考內線交易的防制之道。因此本研究希冀由分析我國內線交易實務運作之困境出發，並參考國外立法體例，提出以「內控」及「監理」兩種面向的內線交易防制之道，提供有別於純法律研究的觀感與建議。

<sup>7</sup> 詳見本研究第三章。

<sup>8</sup> 參見汪文豪，「檢察官治國？」天下雜誌第 378 期，96 年 8 月 15 日，第 66 頁。紀淑芳，「另一種歷史共業：檢察官治國?!」，財訊月刊第 308 期，96 年 11 月 1 日，第 64-66 頁。

<sup>9</sup> 參見吳婉瑜，「當 CEO 變成階下囚」，天下雜誌第 385 期，96 年 11 月 21 日，第 22 頁。

<sup>10</sup> 聯合報社論，95 年 5 月 21 日，A2 版

<sup>11</sup> 徐富德，「內線交易者犯罪歷程之研究」，台北大學犯罪學研究所碩士論文，94 年，見下節文獻探討。

<sup>12</sup> 劉千鳳，「有價證券內線交易犯罪偵審之實證研究」，中正大學犯罪防治研究所碩士論文，95 年，見下節文獻探討。

<sup>13</sup> 黃清輝，「臺灣股票市場內線交易案件之實證分析」，中正大學財務金融研究所碩士論文，95 年，見下節文獻探討。

## 第二項 研究目的

臺灣過去許多學者研究「防制金融犯罪、成效不彰」，所提出的建議多半為「加強司法人員財經專業能力」、「成立金融專庭」等；因應於此，法務部也建立「財務金融專業課程三級證照」制度，司法院也首度於臺北地方法院成立「金融專庭」。然而上開建議仍不脫離「刑法萬能」之迷思；亦即冀望以「刑事制裁手段」作為防制此等企業舞弊情形發生。然而由於刑事程序的「嚴格證明」、「審級救濟」等制度設計，並不會因「專業能力提升」、「金融專庭成立」等改變，因此採行前述措施後，能否使案件「及早」確定，發揮懲儆之效用，研仍有待進一步觀察。

因此，研究者希望透過本論文之研究達成以下幾點目的：

- 一、瞭解我國偏向以民刑事訴訟程序，作為防制「內線交易」的所遭遇的困境。
- 二、從公司治理的角度出發，參考外國立法及制度，探究如何從「加強內控」「行政監督」兩方面著手，預防企業內部人發生內部交易行為。
- 三、綜合分析資料和各方意見，提出具體之見解，期使能對於內線交易的事先預防與查緝成效能有所助益。

## 第二節 文獻探討

### 第一項 內部人交易與市場

#### 第一款 關於市場流動性

Manne(1966)認為內部人交易會增加市場流動性，理由在於內部人扮演資訊傳遞者的角色，藉其所掌握的內部消息，進場買賣自家公司股票，而促進價格波動、活絡資金流動，內部人所擁有的資訊不對稱現象，即是投機者的套利機會，

Leland(1992)則主張內部人交易會減少市場流動性，一則因為外部投資人會覺得市場不公平而減少投資，且因股價過於波動，單純想分散投資組合風險的投資人，也會因此受害而減少投資。

## 第二款 關於市場公平性

Manne(1966)認為公司內部人利用未公開之消息買入股票所獲得之利潤，可刺激經營者更加努力經營管理公司，增加公司的股票價持，對整體社會而言，有鼓勵企業創新改革的經濟利益。另一方面，藉由其賣出行為可將利空消息迅速竹地予市場彌補因某些因素無法完全公開公司內部消息的缺憾。且長期投資人買賣股票，看中的事基本面如獲利能力、股利政策、前景、經營者的能力等，不會因一時價格變化而殺進殺出，因此不會有人因內部人交易而受損。

然而 Douglas(1988)卻主張內部人交易將使財富由不知情的外部人，轉移至知情的內部人，因而有害於外部人的效用水準。且內部人的內部資訊是公司的，內部人不花成本就取得內部資訊，因此可藉由禁止內部人交易而杜絕此不當利益。

## 第三款 關於市場效率

經濟學家將資本市場的效率性，依價格反應訊息的速度，區分為三種不同的等級：

- 一、弱式 (weak form) 效率資本市場：價格充分反映過去報酬所有資訊，亦即投資人利用各種分析以往的不愁或交易量等資訊以從事投資，並無法獲得超額報酬。
- 二、半強式 (semi-strong form) 效率資本市場：目前的價格充分反應了所有已公開的消息。投資人分析已公開的市場消息 (股價、交易量、報酬率等) 或公司消息 (獲利率、股利、盈餘等) 以從事投資，並無法獲得超額報酬。
- 三、強式 (strong form) 效率資本市場：目前的價格充分反應所有已公開和未公開的消息沒有任何投資人對影響價格的訊息具有獨佔性，因此沒有任何投資人 (包括公司內部人) 可以持續不斷獲得超額報酬。

Wu (1965) 認為公司內部人的股票交易行為在資訊傳遞上扮演重要角色：當公司股價不合理時，內部人的買賣可促使形成合理價格，並將訓為反映於市場上，以使股價反應公司真實價值，進而增加一般投資大眾以合理價格進行決策的可能性，增進證券市場的效率。

另一方面 Burdney (1979) 則認為，內部人為了牟利，常會刻意延後訊息的發

布，不僅造成外部人蒐集內部資訊所花費的成本，且市場上也可能會有不實的假情報、謠言，使股價無法反應合理價格，股市因無法達成配置效率。

## 第二項 內部人交易之報酬

國內外許多研究結果顯示，內部人往往可在股市中獲得較高之報酬，其推論為內部人可藉由公司未公開的消息，於消息發布前買賣股票，以獲取超額報酬。

### 第一款 國外文獻

Jaffe(1974)蒐集上市公司內部人交易資料進行實證，發現在密集交易事件後地八個月內，內部人在扣除交易成本後可獲得 5%的異常報酬。

Finnerty(1976)以 3 萬筆內部人交易資料進行分析，發現不論買入或賣出，內人皆獲得較證券市場為家的報酬率，顯示內部人可能擁有特殊的資訊管道。

Park, Jang and Loeb(1995)也以圍繞在公司特殊的內線交易行為進行實證研究，並選擇年度盈餘宣告作為內部人可能利用來賺取利益之事件，使用事件研究法，針對所有在 NYSE 和 AMEX 中交易的公司，獲得其盈餘預測分析及真實每股盈餘者，以及曾在西元 1986、1987 年發布盈餘宣告者進行分析，實證結果發現，縱使法律禁止內部人利用內線消息交易，內部人仍會儘可能地從中賺取最大的利潤，而在公司宣告特殊消息之同時，也賺取到異常報酬。

Udpa(1996)以西元 1980 年至 1984 年在美國所發生的內部人交易資料作為樣本進行研究，發現內部人交易若在盈餘宣告之前發生，將形成可用以推斷盈餘之資訊，及內部人交易可幫助股價提言反映將發布的盈餘消息，因此內部人具有資訊內涵。可作為投資人投資時的參考。

### 第二款 國內文獻

陳建宏（2003）研究有關內部人交易「選擇買賣時點能力」以及「與投資人間策略互動行為」。就第一議題上，研究結果發現：公司內部人確實有顯著買低賣高之能力，且其選擇買賣時點之能力會隨公司董監事持股比例越高、公司上市年數越短、公司市值越小、該內部人持股比例越低、該內部人為董監事或經理人、該筆買賣屬買進交易而增強。因此，內部人之所以具有較一般投資人優異之選擇買賣時點能力，係來自於其所擁有之資訊優勢。

至於第二議題，研究結果發現：(1)內部人會依其所擁有之內線消息，並觀察近期投資人對申報之反應程度，決定是否申報轉讓。(2)外部投資人對內部人申報轉讓宣告之負面反應，以及對各項申報轉讓特性變數之反應強度，均有增強再轉弱之結構性變化，故其反應有學習調整之情形。(3)內部人會視市場對申報之反應及其擁有內線消息好壞，決定實際轉讓執行程度，且該二因素影響強度存在由弱轉強之結構性變化，說明內部人有由無策略性轉而採取策略行為之現象。(4)外部投資人在內部人實際轉讓結果宣告後，並未利用該訊息以調整其原先之反應。

黃清輝(2007)以民國 81 年 1 月至 96 年 1 月間曾經發生內線交易之上市、上櫃公司為，樣本進行實證分析之研究，研究結果指出：

(1)內線交易時機與景氣無關；任何時期均可能有內線交易的情形發生。

(2)利用內線消息進行內線交易的內部人確實可以賺取超額報酬：在好消息的情況下，內部人經由內線交易購入公司股票、融資，將可獲得正的報酬，在壞消息的情況下，內部人經由內線交易拋售持股、融券，將可規避龐大的損失或賺取可觀的利益。

(3)在空頭時期，內線交易公司股價的累計異常報酬與益本比具有顯著的負相關。在空頭時期，公司內部人藉著公司發佈重大財務虧損訊息之壞消息，例如預估每股盈餘大幅調降、重大轉投資損失等，來進行內線交易，則內線交易者於交易中將獲得顯著的累計異常報酬，也就是內線交易者藉著公司陷入財務危機時行內線交易，個人反而會因此獲得顯著的異常報酬。

(4)在內部人進行內線交易過程中，技術分析指標可出現訊號，暗示公司內部人參與交易時有助於使公司股價更能反應所有已公開、未公開的各種資訊，而讓市場更具效率，更快發現價格。

簡瑞廷(2001)以民國 79 年至 88 年間，台灣證券市場 274 家上市公司，1517 筆內部人交易資料為樣本，分析內部人交易是否有超額報酬的現象（包含市場表現和營運績效）及其主要影響因素；並從公司過去財報資訊與投資環境變化來解釋影響內部人交易型態為買入或賣出的因素。結果發現：(1)不論是內部人交易為買入或賣出，交易後股價表現上皆為負異常報酬，但買入組異常報酬較賣出組為高，當內部人交易為買入交易、公司過去經營績效及成長機會較差、風險愈小、處於多頭時期、屬於電子產業時，其公司可獲取較高的正異常報酬；(2)就經營績效而言，內部人買入交易與賣出交易皆有公司經營績效表現變差的趨勢，其中亦

以買入組表現較賣出組為佳，當內部人交易為買入交易、公司過去經營績效及成長機會愈差、風險愈大、處於多頭市場、於後期交易時，公司當年度的經營績效有比去年有更好的跡象；(3)就內部人交易的影響因素探討，發現當公司為傳統產業、屬於後期交易、處於空頭市場、及前季股價負異常報酬愈顯著時，內部人較傾向於買入交易。

黃宗智(2003)以1997年1月至2000年12月公司內部人當月持股連續增加且總和大於100萬股、或當月申報且實際賣出大於100萬股之事件，利用“事件樣本”和“基準比較樣本”的報酬率差異來估算事件樣本之異常報酬，並計算事件樣本的累積異常報酬。實證結果發現：一、公司內部人的大額交易具有可獲利的資訊內容。二、股價對於內部人交易資訊是會有調整的。三、股價調整的方式是逐漸而緩慢的。四、買入組在買入期間(內部人買入交易資訊公布前)有正累積異常報酬，不符合強式資本市場效率性，而且內部人買入交易之訊息公佈後累積異常報酬仍持續增加，不符合半強式資本市場效率性；賣出組在申報轉讓消息公佈後的三天內皆有負的異常報酬及累積異常報酬，顯示賣出交易並不符合半強式資本市場效率性。

### 第三項 從犯罪學理論看內線交易

內線交易被視為白領犯罪型式之一<sup>14</sup>；而白領犯罪(White-Collar Crime)一詞是於1939年由蘇哲蘭(Sutherland)首度使用，其對白領犯罪的定義是「受人尊敬和高社會經濟地位者，在其職業活動中所從事的犯罪行為」<sup>15</sup>。當代盛行的犯罪學理論均曾被引用來解釋白領犯罪，其中可解釋內線交易者如下：

#### 第一款 理性選擇理論

理性選擇理論的根源可追溯到犯罪學古典學派，義大利的經濟學家 Cesare Beccaria 在其「論罪與罰」的論文中，強調人是理性的動物；其後英國哲學家 Jeremy Bentham 提出所謂的「公立主義哲學」，認為人會計算如何增加快樂、減少痛苦。

<sup>14</sup> 參閱 Coffee, J. C., JR (1988) Hush! : The criminal status of confidential in formation after McNally and Carpenter and the enduring problem of over criminalization. American Criminal Law Review, Vol. 26, p.121. 轉引自孟維德，白領犯罪—現象、理論與對策，亞太圖書出版社，90年12月，第280頁

<sup>15</sup> 參見 Sutherland, E. H. (1949) White Collar Crime. New York : Holt, Rinehart & Winston, p.9。轉引自孟維德，同前註14，第8頁

理性選擇理論的基本論點有：人類是理性的、會考慮的、有自由意志、享樂或自我利益導向。因此，人類的行為目的是要最大化個人快樂和最小化個人代價或痛苦。因此，犯罪是個人理性思考的產物，犯罪者必須進行種種有意識的評估，例如犯罪的時間、地點、標的物的價值，甚至於被捕後的司法保護等等問題，之後他們才會採取行動。

從理性選擇的基本論點可知，內線交易犯罪者之所以選擇犯罪乃因其自由意志所決定，因其可能所獲得的利益非常龐大，加上法律與制度規範的缺失，使其被懲罰的機會降低，理性思考後的結果使其願意去從事犯罪行為的動機更為增強，進而造成大眾投資人嚴重的財物損失。<sup>16</sup>

## 第二款 日常活動理論 (Routine Activity Theory)

該理論係由費爾遜及科恩 (M. Felson and L. Cohen) 於 1979 年提出，他們將日常活動定義為不斷出現的普遍性活動，可供一般人或個人基本的需求，包括生物或文化上的需求。而犯罪的發生，必須在時空上至少有三項要素聚合：1. 具有能力及傾向的犯罪者 (motivated offender)；2. 犯罪標的物 (suitable target)；3. 足以遏止犯罪發生的抑制者不在場 (absence of capable guardian)。換言之，一個犯罪案件在特殊時空發生的可能性，端視上述幾項要素聚合的可能性而定<sup>17</sup>。

內線交易犯罪也可以應用上述三種變項來加以分析：擁有資訊優勢的內部人，因為獲悉他人無法獲取得的重大消息，且缺乏阻止其為內線交易者或監控機制，利用上述各項條件的聚合，而遂行其犯罪行為。

## 第三款 社會控制理論 (Social Control Theory)

社會控制理論係赫胥 (Travis Hirschi) 於 1969 年提出，其假設每個人均為潛在的犯罪者，並假設社會控制而非道德價值為持了法律和秩序。赫胥認為：人類要不是受外在法律的控制和環境的陶冶與教養，便會自然傾向於犯罪。而這些外在的影響力量，如家庭、學校、職業、朋友、宗教及社會信仰，甚至於法律和警察等即是所謂的「社會控制」。社會控制理論的基本假設為：當人們與社會之維繫薄弱或破裂時，則會產生偏差行為。換言之，當人們與社會之維繫堅強時，則來

<sup>16</sup> 劉千鳳，同前註 12，第 30 頁

<sup>17</sup> 黃富源、范國勇、張平吾，犯罪學概論(修訂三版)，中央警察大學出版社，95 年 6 月，第 155-157 頁

自自我之衝突與慾望，就能受到控制而產生順從社會規範之行爲<sup>18</sup>。赫胥認爲，在社會化的過程中，個人和社會建立起強度不一的社會鍵（Social Bond），以防制個人去從事犯罪行爲。社會鍵主要因素有四：依附（Attachment）、認同感（Commitment）、參與（Involvement）以及信仰（Belief）；「社會鍵」說明了爲何人會依附在社會基本價值觀和預期行爲，而不從事犯罪行爲。

#### 第四款 機會理論（Opportunity Theory）

機會理論是由克拉法德（Cloward R.）與奧林（Ohlin L.）於 1960 年研究青少年犯罪而提出，他們認爲，犯罪行爲係「機會」產生的結果，犯罪是經由次文化同儕團體的影響，造成一種氣氛誘惑其學習犯罪。如果犯罪手段達成目標的機會越高，則其越可能傾向施行犯罪行爲。<sup>19</sup>

我國股市長久以來存在者「千線萬線，不如一條內線」的諺語，加以內線交易於短期內即可獲得遠超驚人的暴利，企業內部人在追逐個人私利的氛圍中，愈有可能以內線交易謀取其他正常投資所無法獲取之暴利。

#### 第五款 中立化理論（Neutralization Theory）

中立化理論是由 David Matza 和 Graham Sykes 於 1960 年代對犯罪青少年加以觀察後提出的，他們認爲，一般青少年犯罪者仍保有傳統的價值理念和態度，但是他們卻學習到一些「技巧」（Techniques）使他們能中立化這些價值觀（意即，衝破傳統觀念的束縛），而終能「漂浮」（Drift）於合法與不合法行爲之間。中立化技巧包括：責任的否認（Denial of Responsibility）、損害的否定（Denial of Injury）、被害者的否定（Denial of Victims）、對非難者之非難（Condemnation of Condoners）以及高度效忠其團體（Appeal to Higher Loyalties）。

學者徐富德（94）在其研究中也發現內線交易行爲人有類似的情形：亦即這些行爲人絕對不會在司法警察機關、檢察機關查獲時，坦承其犯罪行爲，並且都會有一套合理化犯罪行爲的說詞，並將責任推給國家主政者或是責怪司法機關找錯對象來偵辦，此外，認爲自己並沒有要傷害任何人的意思，只是剛好手邊有閒錢可以投資，且亦不覺得有任何人因爲他的交易行爲而受到傷害。

<sup>18</sup> 黃富源、范國勇、張平吾，同前註 17，第 147-148 頁

<sup>19</sup> 黃富源、范國勇、張平吾，同前註 17，第 140-142 頁



## 第四項 犯罪防制與司法實務

### 第一款 內線交易之防制對策

國內有相當多的法律研究所碩博士論文，以禁止內線交易的立法精神、立法理由及相關條文的適用疑義為研究主題。其中陳宏銘（96）以「內線交易」之實務案例進行檢討分析，在防制對策方面，則提出提高刑度、兩罰併行、推行產業自律規範、落實民事損害賠償等建議。李弘錦（95）則主張應將內線交易的管制重點移至行政監理；證券市場本身必須建立起完善的防制內線交易秩序觀念：第一道防線是證券機構與投資人的自律，第二道防線是行政權的管制層面，最後一道才是司法偵查與審判。證券主管機關在證券集中交易市場應即刻建立起積極與完善的內線交易行政管理制，即以行政管制與市場機制方式先將內線交易不法行為衝擊證券市場的影響程度降至最低，令「未獲利的內線交易行為」與「該內線未實際衝擊股價的內線交易行為」退出市場後，再對其他真正嚴重侵蝕證券市場與投資人的內線交易行為移送司法偵辦。

### 第二款 內線交易之司法實務

詹德恩（95）研究發現，多數受訪者在金融犯罪感受部分，同意金融犯罪會影響整體經濟發展，破壞金融秩序，影響國家形象。在金融犯罪原因中，受訪者對於司法機關對被告犯罪所得未能即時扣押沒收，金融機構內控不健全，國人金融常識不足，以及缺乏有效國際合作管道，皆達到九成以上的肯認。最後關於防制對策，發現幾乎所有受訪者認為司法（警察）機關人員應再提昇金融專業知識。又司法人員、金融監理人員、金融機構人員對於金融犯罪感受、金融犯罪原因的認知其差異是顯著的，但對於犯罪防制的看法差異並不顯著。

徐富德（94）認為從違反證券交易法的重大案件中，發現再多的嚴刑峻罰，亦無法遏阻有心犯罪者的犯罪動機。其研究採用深度訪談法，對5位曾涉及內線交易者做深度訪談，發現彼等在內線交易的犯罪行為前或是在犯罪被發覺後都有一套合理化犯罪行為的說辭。並從言談中可以明確地瞭解，他們還是對於法律規定有一定程度的接受，不過在「貪念」及「僥倖」的心理下，認為自己的犯罪行為不會這麼倒楣被發現，如果被發現時遭司法機關偵辦，則用一套讓自己相信的說法去合理化犯罪行為。

劉千鳳（96）該研究統計分析研究前 8 年的 54 件內線交易案件、106 份裁判書，發現：一、受理最多案件的地方法院為台北地院；二、有半數的案件是適用民國 77 年所制定的罰則；三、多遭到上級法院駁回其上訴；四、受到無罪宣告的機率有 6 成以上；五、超過二分之一的案件仍未定讞；六、主要是採行賣出上市公司股票的交易方式；七、被告的身份以公司內部人為最大宗；八、構成要件中的因知悉消息而買賣是成罪與否的關鍵；九、犯罪發生、起訴及一審判決最多內線交易案件的年度分別為民國 87 年、92 年和 95 年，至於平均間隔時間則為 865 天及 484 天。該研究的受訪者表示：內線交易是一種專業、私密的犯罪行為，蒐證相當不易，進而導致成案率和定罪率偏低；並指出缺乏專業認知以及規範不夠明確性，將會使得辦案的時效與成效大打折扣。另外，而被告主觀知悉消息而買賣的構成要件則最難舉證。至於未來如何防制內線交易的部份，受訪者提出加強辦案人員的專業知識、法律規定明確化、舉證責任的轉換、提早交易異常的通報、法院成立專股/專庭及專院、統一院方見解、妥善運用行政處罰、強化國內外合作機制等改進方向。

### 第三款 內線交易除罪化？

值得注意的是，亦有少部分學者主張內線交易不應以刑罰加以規範，如黃志中（97）認為，內線交易的不良影響是起因於人們的誤解，首要之務是要消除此誤解，而無須且亦不應施以刑罰。吳元曜（94）則比較美國、日本、德國以及我國「內線交易」之法規後，再評析我國內線交易刑法發展所發生之問題，並分別從「法益」及「投資心理學」、「期待可能性」、「文化背景」、「政策考量」以及「法律經濟分析」之觀點，而得「我國內線交易行為除罪化」之結論。

## 第二節 研究方法及範圍

### 第一項 研究方法

#### 第一款 比較分析法

比較分析法的運用，乃在分辯事物之異同，評價其優劣勝敗，提出不同的相異點，以提升參考之價值。本文主要是分析並比較我國與外國就內線交易防制之

相關規範作比較，期望以國外相關立法、執法之實踐經驗，提出值得學習、仿效之部分，補我國現制不足之處，

## 第二款 文獻分析法

文獻分析法，係指根據調查目的所進行蒐集和分析書面、聲音、影像等資料的方法。本研究就內線交易之實務運作情形，係蒐集近十年來因違反內線交易規定，經檢察機關偵辦並提起公訴之案件，追蹤並分析其刑事暨民事審理情形，尤其針對經法院判決為無罪之案件分析理由，以明瞭係因偵查作為有無疏漏、缺失？法條構成要件不明確？抑或有其他原因？俾便作為日後偵審、乃至於修法改進之參考。

## 第二項 研究範圍

以關鍵字「內線交易」、「證券交易法第一百五十七條之一」、「證券交易法第157條之1」「重大消息」等關鍵字，在「法務部檢察書類檢索系統」搜尋收案日在民國88年1月1日以後，並經提起公訴之案件，經閱讀起訴書後排除非屬內線交易之案件，結果計得92宗案件（詳如附錄一）<sup>20</sup>；其中一審已經判決者，計有65案。

研究者以裁判書內容為分析之主體，主要將案件之爭點類型化，並探究法院就前開爭點所持之見解為何？各案法官之見解有無一致性？以明瞭現行法規是否規範不明確之處。在比較法例上，分別簡介美國、英國、日本、德國等國之內線交易之構成要件與刑事責任；惟就從「內控」、「監理」面向論防制之建議時，囿於篇幅及語文能力，僅以美國、英國兩國為主。

<sup>20</sup> 著名之【南港輪胎】（臺北地方法院87年度易字第3747號）、【東隆五金】（臺北地方法院88年度訴字第292號）、【台鳳】（臺北地方法院88年度訴字第292號）、【順大裕】（臺中地方法院88年度訴字第367號、88年度訴字第528號），因分案日期在民國87年12月31日以前，故未予列入本研究判決分析之範圍。

### 第三節 論文架構及研究流程

#### 第一項 論文架構

為求研究之完整性，本研究擬從宏觀角度出發，將研究內容分為七章加以深度探討中國檢察體系運作法制之全貌，期使我國學界及實務工作者對於中國檢察法制的相關法制能有更深之認識。本論文研究之架構如下：

第一章為緒論，敘述本論文研究動機、目的、研究方法、流程及限制等。

第二章簡介禁止內線交易之理論基礎與各國立法例。

第三章簡介我國內線交易法規之沿革，與現行內線交易案件查緝之方式。

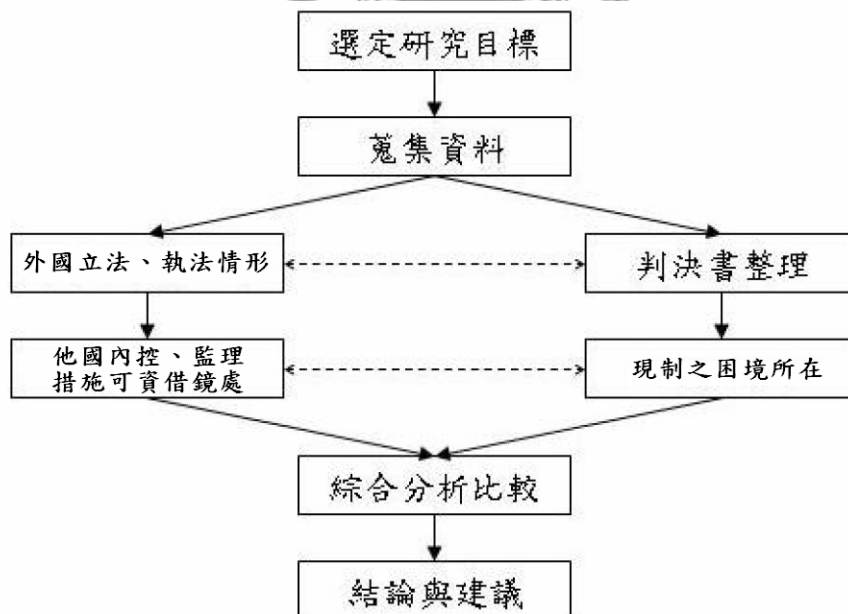
第四章分析我國內線交易民刑事訴訟實務之運作情形及難題。

第五章提出我國防制內線交易改進之建議。

第六章為結論。

#### 第二項 研究流程圖

【圖 0-1】論文研究流程圖



## 第四節 研究限制

內線交易實務上爭議問題甚多，例如內線交易之行爲主體、求償權之行使及其範圍、消息受領人之責任範圍等，甚至有無以刑罰規範之必要等，皆有值得深入探討之處。惟本研究係著重在「內線交易」防制之道之改進，已將內線交易預設爲一「不法且應加以防堵」之行爲，至於內線交易適用之範疇、理論之探討，則受限於篇幅及研究者才疏學淺，無法詳予介紹。



## 第二章 各國內線交易之立法例

### 第一節 內線交易之規範基礎

#### 第一項 內線交易形成之原因

「內線交易」係指「『具特定身分之人』，獲悉未經公開且影響證券價格的重要消息後，在該等消息公開之前，買賣有價證券」。而「具有特定身分之人」，一般是指公司內部人，包括董事、監察人、經理人、大股東，以及基於職業或控制關係而獲悉消息之人。

在沒有公司制度的社會裡，由於經營者就是所有者，沒有股票發行、也沒有證券發行與流通，該商號的利潤，也就是所有者可獲得之報酬。但隨著工商社會快速發展、分工日趨精細，逐漸產生「股份有限公司」此種公司組織。股份有限公司一方面將公司資本轉化為「股份」，使投資易於變現，出資者亦得因個人是否認同公司經營理念，決定買入或賣出持股；同時藉由證券交易市場搓合買賣雙方，減少尋找買方、賣方之交易成本。

研究者多將證券或資本市場中的參與者，分為「有資訊之交易者」(informed trader) 與「無資訊之交易者」(uninformed trader)兩大類。前者包括公司內部人和專業投資機構，後者則指一般投資大眾或雜訊交易者 (noise trader)。<sup>21</sup>內部人基於對企業營運狀況的了解，可輕易獲得企業內部重大未公開之資訊，且具有衡量該等資訊價值之知識與能力；因此內部人不論買入或賣出股票，皆較市場中其他參與者有更佳的報酬率。至於專業投資機構，因資訊蒐集及分析能力遠勝於一般投資人，可藉由分析政府政策、產業發展趨勢、企業公開資訊等，評估公司未來獲利能力；可將公開資訊重組為高品質之新資訊，有助於資訊流通，並使資訊及早反應於股價上。而雜訊交易者雖自認自己擁有未公開的內部消息，惟這些消息若

<sup>21</sup> 最早提出「雜訊交易者」(noise trader)概念的是 Kyle(1985) “Continuous auctions and insider trading,” *Econometrica*, 53, pp. 1315-1335, 爾後 Black (1986) 一步將雜訊交易者明確定義為無法獲得內部資訊(inside information), 非理性地把雜訊當作資訊而進行交易的投資者 (Black, Fischer., 1986, Noise, *The Journal of Finance* 41, 529-543. “Noise”, *The Journal of Finance* 41, pp. 529-543.) 換言之, 「雜訊交易者」係指未使用基礎資料即做出買進或賣出決定之投資人, 雜訊交易者通常交易時間不當、盲從趨勢, 以及對好或壞之消息過度反應。

非已反應於股價上，即屬不正確之資訊或謠言。此外，無論有資訊之交易者、或無資訊之交易者，均有可能因個人理財、變現需求等因素而從事交易，有稱之為變現交易者（Liquidity trader）。

由於股價不僅反應公司目前的營運情形，更反應著公司的未來（或投資人所預期的未來）。擁有資訊優勢的 informed trader，因為較 uninformed trader 明瞭公司股票的真实價值；當 informed trader 認為市場有高估或低估資產價格時，即可提前進場買賣，並在消息逐漸反應於股價時，與市場反相操作以獲利。由於內部人的資訊優勢，僅因於個人的身分、地位而取得的；並未像專業投資機構一般投入大量心力、時間研究，因此此種資訊不對稱顯然造成不公平之現象。

## 第二項 內線交易之規範基礎

關於應否禁止內線交易，學理上向來爭辯不休：

### 第一款 贊成禁止內線交易之理由

#### 一、公正平等原則

證券市場交易之雙方，應能平等取得、使用他方所擁有之消息；依「平等理論」，擁有重大消息之人，在買賣有價證券之前，有義務先公開該等重大消息，否則就應該禁絕交易。此外當公司發布利多或利空消息時，股價也會隨之上漲或下跌；內部人利用他人所不知之內部消息而從事買賣並獲利，除對投資大眾顯失公平外，亦導致市場公平性受損，並影響大眾對證券市場之信心。

#### 二、形成效率市場

如不禁止內線交易，則當內部人獲悉公司重大未公開之利多（或利空）之消息時，必定會等自己或親友大量買進（或大量賣出）後，才會公開內線消息，已獲取鉅額利潤。因此放縱內線交易將誘使內部人延緩公開內線消息。禁止利用未公開的消息進行交易，將使內部人不致拖延重大消息之公開，可促進市場上資訊的流通，使投資人都能公平運用已公開之資訊作為交易之依據，有助市場反應真實價格，進而促成最有效的資金配置。

#### 三、保護公司資產

一般而言，公司的重要內部消息，如開發新藥、發現新礦區或接獲大筆訂單，

通常是公司投入大量資金、人力、物力成本所換得，因此內部消息可視為公司的一項財產。如果內部人將其用以牟取私利，無異於盜用公司資產，並對公司財務或商譽造成無形的損害；因此為維護公司財產權，有必要禁止內部人利用公司的資訊財產交易牟利。

#### **四、違背信賴義務**

公司內部人基於委任關係，對公司及股東均負有受任人的信賴義務，如利用其知悉之內部消息買賣股票獲利，則違背了信託關係，並打擊大眾對證券市場的信心。如果法律禁止內線交易，則股東可以透過訴訟途徑，懲罰違背信賴義務的董監事與經理人，以嚇阻彼等從事內線交易行為。

#### **五、破壞市場秩序**

當市場存充斥內線交易行為時，投將使資人蒙受巨大損失，進而投資人參與市場的信心與意願，使投資人不願再將資金投入證券市場；且內部人可藉對資訊公開的掌握力來操縱證券價格，使經營者道德危險的增加、並扭曲社會大眾之價值觀與市場機制，嚴重妨礙資本市場的發展與國家經濟。

#### **六、反淘汰理論**

如果將內線交易之獲利，視為經理人薪酬的一部份，則公司可能會減低經理人的薪資以避免薪酬過高，將使優秀且不從事內線交易的經理人離開該公司，形成劣幣驅逐良幣的反淘汰情形。最終將使企業無法吸引優秀人才、投資人投資意願亦隨之降低。

#### **七、健全公司決策**

因公司的決策形成，必須仰賴健全而快速的資訊傳，而資訊的傳遞通常係以由下（基層）往上（高層）的方式傳遞；如不禁止內線交易，則經手消息的中階與基層人員，可能為了有效利用該消息來圖利而延緩向上呈報，導致公司做成決策的程序出現重大瑕疵。

#### **八、引發道德風險**

把公司經營好不易，要把公司績效變差卻很簡單，但內部人同樣可藉由預先融券賣出股票而獲利，使內部人更有誘因以「經營績效差」為目標，衍生嚴重的



道德風險。再者公司內部人如只專注於利用公司的重大消息買賣股票，可能使其忽略公司的長期發展，亦不利於企業經營。

## 第二款 反對禁止內線交易之理由

### 一、非不公平交易

自有證券市場開始，就存在內線交易；並沒有確實證據顯示內線交易會影響投資人的投資意願或投資行為。且每個人背景不同，所獲得的資訊本來就存在不對等的情形，投資人明知市場存有內線交易，卻仍願意將資金投入於證券市場，可見投資人在投資時會已將內線交易之現象納入考量，故內線交易並未影響投資人的信心，公司內部人握有內線消息而從事交易行為亦無不公平。

### 二、反映真實股價

公司內部人在消息公開之前即先買賣股票，可吸引市場上敏銳度較高之投資者或專業投資機構跟進，進而吸引其他投資人跟進；亦即公司內部人之內線交易行為具有帶領效果，可促進交易之活絡，進而使該利多（利空）消息迅速反應於公司股價之上。因此內線交易可促進股價立即反應其真實價值，增進證券市場的效率。

### 三、有助於穩定股價

再者，一旦公司公布重大消息，往往造成股價巨幅波動，如允許內線交易，則消息公布時，因特定買盤（賣盤）已事先反應，不致對股叫產生重大衝擊，因此內線交易可發揮穩定證券市場之功能。

### 四、內部人之報償

公司所給予的薪資、分紅等制度，無法完全補償企業經理人的努力與辛勞；而內線交易所帶來的利益，是對企業經營者的創新經營及承擔風險的獎勵與補償，並可藉此吸引優秀人才來加入以提高企業經營的績效。並少公司固定薪資與紅利的發放。

### 五、內線消息是公司的財產

內線消息之性質類似於「營業秘密」，因此若能透過市場交換機制，將內線消息賣給最需要的人；因此並無必要將「內線消息」定位成公共財，從而禁止私人

間或公司與私人間的內線交易。而內部資訊應如何應用，應由公司由擁有內部資訊的人自行決定，資訊擁有者有權依自身最大利益來考量如何運用該重大消息的財產權，不應由政府強制介入、並要求「免費」提供給投資人。政府應扮演的角色與功能在於制訂能誘發資訊發現者（或公司）願意將此種私有資訊財向證券市場公開成爲「公共財」或出售給最需要此種資訊之人。

## 六、查緝成本過高

從經濟效益的觀點來看，政府及企業爲禁止內線交易而投入大量人力、物力（人事費、辦公廳舍、設備等）來防範，然而內線交易偵查不易、舉證困難，鉅額花費的結果與其成效間似乎顯不相當；不如讓市場自由運作，亦即如投資人厭惡有內線交易之公司或內部人，自然不會投資該公司，而郊遊交由市場競爭機制自然淘汰該等公司。

## 七、法益未受保護

我國乃基於保護個人及整體法益而懲罰內線交易，但根據研究的檢驗卻發現內線交易的刑罰並未保護任何法益。

### 第三款 小結：禁止內線交易的必要性

證券價格係基於投資人對該公司未來現金流量的預期以及對風險的綜合評估而決定，而此種評估會因市場中的資訊（包括財務、業務、獲利情形）等隨時變動；故從市場總體的觀點著眼，以促進資訊流通，資源合理配置，及提升證券市場消率爲基礎，主張投資人有平等獲取資訊的權利，以維持公平交易；因此影響公司股價的重要消息應公開讓投資人分享；內線交易違反此一原則，損害投資人信心，影響市場的健全發展，必須加以禁止。

另一方面，從公司個體的觀點立論，以內部人，如董事、監察人、經理人等，對公司及股東所負的信賴義務爲基礎，主張內部人利用內線消息買賣股票圖利，係違背受任人的義務；爲導正公司經營並保障股東權益，必須加以禁止。

基於上述兩項立論基礎，現今世界各國多普遍立法禁止內線交易<sup>22</sup>，以下簡介美國、英國、歐盟以及日本對內線交易之法律規範。

<sup>22</sup> 如美國（1934）、法國（1967）、新加坡（1973）、南韓（1976）、英國（1980）、日本（1988）、香港（1991）、德國（1994）等

### 第三項 禁止內線交易之理論發展

主張應禁止內線交易理由，主要有「信賴關係理論」與「健全市場發展理論」兩大發展主軸，由於美國是世上最先立法禁止內線交易之國家，因此以美國內線交易的執法實務為例，說明其理論發展：

一、資訊平等理論（Equal Access Theory）或「公開或禁絕買賣原則」：「公開或禁絕買賣原則」係指擁有內線交易的人，在買賣有價證券前，必須要將內線消息公開；如不願公開，就不得買賣有價證券。其理論基礎在於證券市場的公平性，亦即市場中的投資人，都應有平等取得該重要資訊的權利。美國證管會（SEC）於1961年的 *Cady, Roberts* 案<sup>23</sup>中，明白揭示此原則；並認為上述原則之規範對象，並不限於公司內部人，若（1）因特定關係而知悉重要消息，且（2）知悉重要消息與無法知悉重要消息的人買賣證券。形成不公平交易之人，都應適用此原則，以保障投資人能公平取得資訊。

二、忠實義務理論：在資訊平等理論下，任何人擁有重要且非公開的消息，均有可能觸犯「公開或禁絕交易」原則。為了限縮 Rule 10b-5 對內部人的規範範圍，聯邦最高法院在1980年的 *Chiarella v. United States* 案<sup>24</sup>中，以「忠實義務理論」取代前述的「資訊平等理論」。所謂「忠實義務理論」，係指公開消息的前提必須是交易之一方（如董事、經理人）對於他方（如股東）具有信賴關係，才有公開內線消息的義務；其立論主要是避免侵害憲法所保障的人民財產權，蓋內部消息的財產權究竟屬於公司、大股東、內部人抑或一般投資大眾尚無定論，如將內線消息所有權歸屬於一般投資人而主張「資訊平等理論」，將有可能侵害內部人的消息財產權，而改以「受託人的忠實義務」為規範之理論基礎。

三、私取理論：「私取理論」主要用以規範無須對股東負忠實義務之外部人，限制外部人不當取用內線消息的行為。「私取理論」源自 *Chiarella v. United States* 案中，首席法官 Burger 所提出之不同意見書。Burger 法官認為：若交易的一方是基於本身的經驗、專長、技術及努力，所產生對證券市場正確的預測，並不受到 Section 10b 和 Rule 10b-5 的規範；但若係以不正方法獲取消息，亦即不當取用內線消息時，仍應受到規範。聯邦最高法院在1997年的 *United States v. O' Hagan*<sup>25</sup>案

<sup>23</sup> In re Cady, Roberts & Co., 40 SEC 907 (1961)。

<sup>24</sup> *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980).

<sup>25</sup> *United States v. O'hagan*, 521 U.S. 642 (1997)

中，以私取理論擴大內部人的範圍；只要擁有非公開之重要消息者，包括「公司外部人」違背對重要消息來源的忠誠及信賴義務，並以牟取私利為目的，即違反 Section 10b 和 Rule 10b-5，而構成證券詐欺行為，因為該行為以損害投資人的信心，影響證券市場之健全。

四、消息傳遞人 (tipper) 與消息受領人 (tippee) 之義務：關於消息傳遞人與消息受領人的責任內容，聯邦最高法院在 1983 年的 *Dirks v. SEC* 案<sup>26</sup>中表示：消息傳遞人若出於個人利益之目的而洩漏消息，則可推定其違反忠實義務；若消息受領人明知或可得知消息傳遞人洩漏該項消息有違其的忠實義務，此時始受 Rule 10(b)-5 之規範，而負有「公開或禁絕交易」之義務；亦即消息受領人的責任源於消息傳遞人；若消息傳遞人不違背忠實義務或不慎洩漏消息，消息受領人亦無責任可言。

至於我國證交法所採取之立場，學者自法條用語、立法理由、相關規定、國際間立法趨勢等多重觀點，指出禁止內線交易之目的，在於健全證券市場的發展，而不侷限於信賴關係的框架；以市場論解釋我國證交法，亦符合國際立法趨勢。<sup>27</sup>

## 第二節 各國禁止內線交易之立法例

### 第一項 美國

關於規範內線交易之立法，依美國法院實務見解，禁止內線交易的最早的法源依據主要有二：

一、1934 年證券交易法 (The Securities Exchange Act of 1934) Section 10(b) 規定：任何直接或間接利用州際商務工具或郵件或全國性證券交易所設備之人，於買賣上市或非上市證券或其相關活動時，不得有違反證管會為維護公共利益或保護投資人之必要，所明文禁止之操縱或詐欺之行為。<sup>28</sup>

<sup>26</sup> *Dirks v. SEC*, 463 US 646 (1983)

<sup>27</sup> 賴英照，股市遊戲規則－最新證券交易法解析，作者自刊，95 年 8 月，第 342-第 344 頁

<sup>28</sup> Section 10(b)之規定如下：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, ...  
(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 any securities-based swap agreement, 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

二、證管會於 1942 年依 Section 10(b)訂頒的 Rule 10(b)-5 規定：任何人直接或間接利用州際商務工具或郵件或全國性證券交易所設備買賣有價證券，不得有下列行爲：a、使用任何方法、計畫或技巧從事詐欺行爲。b、對重要事實爲不實陳述。c、從事任何行爲、業務、商業活動，而對他人產生詐欺或欺騙之情事者。<sup>29</sup>

上述兩項條文發展迄今，已成爲禁止內線交易的法源依據。依美國法見解，因特定身分獲知內線消息之人，如未將消息公布，卻用之以買入或賣出股票或其他證券，企求圖謀私利，對不知該項消息的交易相對人，即爲欺騙（fraud），因而違反 Section 10(b)及 Rule 10(b)-5 禁止詐欺的規定。要避免違法，只有兩個選擇：把消息公布然後買賣證券；或者不公布消息、也不買賣證券；此即「公布消息否則禁止買賣」的原則（disclose or abstain rule）。

1980 年，SEC 發佈 Rule 14(e)，規定任何人只要取得有關公開收購的（Tender Offer）機密消息，明知或可之該消息來自要約人、標的公司或其董事、經理人、合夥人、受雇人，或爲其處理收購業務之人（包括會計師、律師或證券承銷商），在消息尚未公開前，不得買賣證券。本條規定不以買賣證券者負有忠實義務爲要件，也無須證明 Rule 14b-5 所規定之明知爲故意、或因果關係等要件。

Rule 14(e)的內容可分爲三大部分：

- 一、Rule 14(e)-3(a)（禁止利用未公開消息買賣證券之原則）：根據 Rule 14(e)-3(a)之規定，任何人已經採取實際的步驟或已開始公開收購時，任何其他人，只要直接或間接從(1)提供公開收購要約的人，(2)即將被公開收購的證券發行人，(3)上述二者之任何高級職員、董事、合夥人、受雇人或他處理收購業務之人處；獲得公開收購之重要消息，且明知或可遮該收購消息尚未公開，而逕行買賣該證券或使他人買賣該證券、或任何讓渡或轉換該等證券之證券、或任何可獲得或處分賣掉上述任何證券的選擇權或權利，除非在買賣證券之合理時間內將這個消息公開於新聞媒體等，否則都構成詐欺、詐騙或操縱等違反 14(e)的行爲。<sup>30</sup>

---

investors.

<sup>29</sup> Rule 10(b)-5 之規定如下：It shall be unlawful for any person, directly or indirectly：

(a) to employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) to make any untrue statement of a material fact or omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in 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 a security.

<sup>30</sup> (a) If any person has taken a substantial step or steps to commence, or has commenced, a tender

二、Rule 14(e)-3(b) (中國牆之豁免規定)：所謂中國牆係指公司就其內部設置一套合理的政策與程序，以避免機密的消息由內部人傳遞予其他與此業務無關之人。亦即當機構中某一部門得知公開收購的消息、而另一部門不知公開收購之消息但購買標的公司之證券，此時該機構則可以「已採取中國牆之資訊隔離措施」為抗辯事由。<sup>31</sup>

三、Rule 14(e)-3(d) (禁止傳遞未公開之重大消息)：依 Rule 14(e)-3(d)規定，除 (1)從事公開收購計畫、融資、準備或執行者，合法將消息傳遞給該公司高階職員、董事、合夥人、受雇人或顧問等人，(2)有關公開收購的發行人計畫、融資、準備或執行相關活動，將消息合法傳遞給該公司高階職員、董事、合夥人、受雇人或顧問等人，(3)依照法令或規則之規定下，合法從事消息傳遞等情形外；明知或可得知公開收購消息是未經公開的，且將公開收購消息提供予要約者或其高階職員、董事、合夥人、受雇人或顧問，或標的公司之發行人或其高階職員、董事、合夥人、受雇人或顧問，或要約者或標的公司之代表人，將構成違法。<sup>32</sup>

---

offer (the "offering person"), it shall constitute a fraudulent, deceptive or manipulative act or practice within the meaning of section 14(e) of the Act for any other person who is in possession of material information relating to such tender offer which information he knows or has reason to know is nonpublic and which he knows or has reason to know has been acquired directly or indirectly from:

- (1) The offering person,
- (2) The issuer of the securities sought or to be sought by such tender offer, or
- (3) Any officer, director, partner or employee or any other person acting on behalf of the offering person or such issuer, to purchase or sell or cause to be purchased or sold any of such securities or any securities convertible into or exchangeable for any such securities or any option or right to obtain or to dispose of any of the foregoing securities, unless within a reasonable time prior to any purchase or sale such information and its source are publicly disclosed by press release or otherwise.

<sup>31</sup> (b) A person other than a natural person shall not violate paragraph (a) of this section if such person shows that:

- (1) The individual(s) making the investment decision on behalf of such person to purchase or sell any security described in paragraph (a) of this section or to cause any such security to be purchased or sold by or on behalf of others did not know the material, nonpublic information; and
- (2) Such person had implemented one or a combination of policies and procedures, reasonable under the circumstances, taking into consideration the nature of the person's business, to ensure that individual(s) making investment decision(s) would not violate paragraph (a) of this section, which policies and procedures may include, but are not limited to,
  - i) those which restrict any purchase, sale and causing any purchase and sale of any such security or
  - ii) those which prevent such individual(s) from knowing such information.

<sup>32</sup>

- (d)
  - (1) As a means reasonably designed to prevent fraudulent, deceptive or manipulative acts or practices within the meaning of section 14(e) of the Act, it shall be unlawful for any person described in paragraph (d)(2) of this section to communicate material, nonpublic information relating to a tender offer to any other person under circumstances in which it is reasonably foreseeable that such communication is likely to result in a violation of this section except that this paragraph shall not apply to a communication made in good faith,
    - i) To the officers, directors, partners or employees of the offering person, to its advisors or to other

嗣於 1984 年，美國國會為加強取締內線交易，制訂了「內線交易制裁法」（Insider Trading Sanction Act of 1984，簡稱 ITSA），此一法案的制訂緣由，係國會決定提供一明確、客觀支持禁止內線交易的根據。蓋在 1984 年之前，聯邦證券法對內線交易，欠缺一明確的政策性宣示；而有些經濟學者亦認為，允許內部人利用內部消息，買賣與該公司之股票，有助於提升市場效率，故禁止內線交易對公共政策並無貢獻。以上種種含糊而不確定之見解，使禁止內線交易之本質與範圍不清，且阻礙主管機關打擊內線交易的努力。有鑑於此，國會乃制訂本法，以協助司法機關在面對各種歧見時，有妥適之解釋，

ITSA 雖以成文法的方式去補充 Rule 10b-5，但是其仍未對何謂「內部人交易」有所定義；其重點係在於授權 SEC 根據 ITSA 得向法院訴請被告給付因進行內線交易所獲得利益或所避免損失之三倍作為行政罰鍰（civil penalty）。同時，亦賦予涉案被告同時期進行交易之人（contemporaneous trader），得以民事訴訟請求損害賠償。另外本法並加重內線交易之刑事責任，最高可處以十年有期徒刑，對自然人得科或併科最高一百萬美元之罰金，非自然人則科或併科二百五十萬美元以下罰金。

1988 年 10 月下旬，美國國會又通過「內線交易及證券詐欺禁止法」（Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988），將最高刑責從 5 年有期徒刑提高為 10 年；並要求有權控制不法內線交易行為者（特別是證券商及投資顧問公司）加強對受雇人之監督；如雇用人因監督不週致生內線交易時，加強刑事及行政處分（在 100 萬美元的限額內，科處所得利益或所避免損失三倍以下的罰款）；並明白規定一般投資人之求償權，以及被告之雇用人或監督人之連帶責任，該法之目的，在使證券商及投資顧問公司，加強對內部之管理，並督促彼等與 SEC 配

---

persons, involved in the planning, financing, preparation or execution of such tender offer;  
ii) To the issuer whose securities are sought or to be sought by such tender offer, to its officers, directors, partners, employees or advisors or to other persons, involved in the planning, financing, preparation or execution of the activities of the issuer with respect to such tender offer; or  
iii) To any person pursuant to a requirement of any statute or rule or regulation promulgated thereunder.

(2) The persons referred to in paragraph (d)(1) of this section are:

- i) The offering person or its officers, directors, partners, employees or advisors;
- ii) The issuer of the securities sought or to be sought by such tender offer or its officers, directors, partners, employees or advisors;
- iii) Anyone acting on behalf of the persons in paragraph (d)(2)(i) of this section or the issuer or persons in paragraph (d)(2)(ii) of this section; and
- iv) Any person in possession of material information relating to a tender offer which information he knows or has reason to know is nonpublic and which he knows or has reason to know has been acquired directly or indirectly from any of the above.

合，以遏阻有心人士從事內線交易。

本法另指示證管會於新法施行後 60 日內，提出擴增主管機關權限以打擊其他證券犯罪的建議。證管會於 1989 年 1 月提出修法草案，次年國會通過 Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990，賦予證管會及法院三項新的權限：

- 一、對違反證券法令者，發佈禁制令，命其停止違法行爲，並採取必要行爲，使其遵守法令。
- 二、任何人違反§10(b)或依該條規定所發佈的規則，法院得附條件或不附條件禁止其一定期間或終身不得擔任公開發行公司董事或高階職員。
- 三、對違反證券交易法或依其規定所發布規則或命令者，法院得刻意一定金額的罰款。

爲鼓勵舉發，授權 SEC 或司法部在行政罰鍰 10%的限額內發給舉發人獎金。同時爲避免 SEC 人員牽涉內線交易案，美國 SEC 有一「內部政策」就是要求所有的員工若欲購買股票，則須事先獲得 SEC 之許可，若沒有獲得許可即購買，除了革職之行政處分外，並要接受是否涉及違反證券法內線交易之刑事調查。

由於內線交易的古典理論，對於是否「真正使用」內線消息才要負責或「只要擁有」內線消息就應該負責並無定論。爲解決「使用」和「擁有」的爭議，以達到完全且公平的揭露重大消息，在 2000 年 10 月 23 日頒佈了 Rule 10(b)5-1，採「察覺」(awareness)爲標準，亦即當行爲人察覺到擁有重大未公開之內線消息、而以此爲依據 (on the basis of) 買賣股票時，就必須要負內線交易責任；不需證明是否有「使用」該內線消息買賣股票。

Rule 10b5-1 可分爲三部分：

- 一、Rule 10b5-1 (a)：說明禁止操縱和詐欺手段係基於重要大非公開消息作爲交易之基礎，此種行爲已違反對於發行人、股東或任何其他人的忠誠信賴義務。<sup>33</sup>
- 二、Rule 10b5-1 (b)：定義所謂的「基於」係「當發行人已經『察覺』擁有重

<sup>33</sup> General. The "manipulative and deceptive devices" prohibited by Section 10(b) of the Act and Rule 10b-5 thereunder include, among other things, the purchase or sale of a security of any issuer, on the basis of material nonpublic information about that security or issuer, in breach of a duty of trust or confidence that is owed directly, indirectly, or derivatively, to the issuer of that security or the shareholders of that issuer, or to any other person who is the source of the material nonpublic information.



大非公開消息，而且『基於』該重大非公開消息買賣股票」之行爲。並解釋之所以採用「察覺」(awareness)爲標準，主要係爲達到禁止內線交易之保護投資人及維護證券市場公平性之目的，並藉此達到引導改善內部人及發行人盡量依法行事。<sup>34</sup>

三、Rule 10b5-1 (c)：規定免責條款，以提供行爲人積極抗辯（affirmative defense）的機會，以在某種情形下，能將擁有重大非公開消息而買賣股票前，已訂有契約之人不受前揭條文拘束。該免責條款之規定如下：A. 當行爲人在發覺重大消息前，（1）已簽訂證券買賣契約；（2）已經指示他人並以該帳戶買賣證券；（3）已經採用書面計畫來買賣證券。<sup>35</sup>B. 前揭契約、指示或書面計畫（1）已經明訂證券買賣的數量、價格及日期（2）其內容包括決定證券買賣數量、價格與日期的書面演算公式或電腦程式（3）不得允許某些人藉由如何、何時、或是否買賣證券去練習股票買賣，進而影響隨後的結果。<sup>36</sup>

此外，在在 2001 年 12 月爆發安隆（Enron）弊案後，美國國會迅速通過沙賓法案（Sarbanes-Oxley Act），與內線交易有關之內容爲第 11 章，主要係強化 SEC 對公司主管處罰的權限。其中 Section 1106 加重 1934 年證交法 Section 32(a)之處罰，將故意違反證券交易法的刑責，由最高 100 萬美元加重至 500 萬元以下罰金，最重本刑亦由有期徒刑 10 年提高爲 20 年；機構犯罪之罰金，則由 250 萬元提高爲 2500 萬元。同法 Section 807 更嚴格規定，對於明知爲證券詐欺之行爲者，加重刑期至 25 年。

<sup>34</sup> Definition of "on the basis of." Subject to the affirmative defenses in paragraph (c) of this section, a purchase or sale of a security of an issuer is "on the basis of" material nonpublic information about that security or issuer if the person making the purchase or sale was aware of the material nonpublic information when the person made the purchase or sale.

<sup>35</sup> Before becoming aware of the information, the person had:

- (1) Entered into a binding contract to purchase or sell the security,
- (2) Instructed another person to purchase or sell the security for the instructing person's account, or
- (3) Adopted a written plan for trading securities;

<sup>36</sup> The contract, instruction, or plan described in paragraph (c)(1)(i)(A) of this Section:

- (1) Specified the amount of securities to be purchased or sold and the price at which and the date on which the securities were to be purchased or sold;
- (2) Included a written formula or algorithm, or computer program, for determining the amount of securities to be purchased or sold and the price at which and the date on which the securities were to be purchased or sold; or
- (3) Did not permit the person to exercise any subsequent influence over how, when, or whether to effect purchases or sales; provided, in addition, that any other person who, pursuant to the contract, instruction, or plan, did exercise such influence must not have been aware of the material nonpublic information when doing so; ...

## 第二項 英國

英國最先係於 1986 年首次制訂關於金融市場的法律—「金融服務法」(the Financial Services Act 1986)，希望能建立一套更有效率法規體系與規範英國境內的金融服務行爲。然而由於金融市場的快速變遷，金融服務法逐漸無法滿足規制市場需求；嗣工黨於 1997 年執政，展開一連串對英國境內銀行與金融服務業的監控，以及與對金融服務有關的法規範的全面性檢討，最後英國國會於 2000 年 6 月 14 日通過「金融服務暨市場法」(the Financial Services and Market Act 2000，下簡稱「FSMA 2000」)、並於 2001 年 12 月 1 日正式全面生效。本法共分為 30 編(Parts)、433 條文(Sections)以及 22 個附錄(Schedules)；就其架構而言，可分為金融服務局組織法、對金融活動的規範，以及金融消費者的保護機制。

FSMA 2000 的目標在創造一個公平、公正及有效率的市場，因此強力制裁市場上的不當行爲。依 FSMA 2000 之規定，「濫用市場」(market abuse) 的行爲可分作三類：

- 一、濫用未公開消息行爲 (insider information)；
- 二、虛偽 (false) 或誤導行爲 (misleading behaviour)；
- 三、扭曲市場的行爲 (market distortion)。

前述條文中雖並未明確使用 insider dealing、insider trading 等語詞，但學者普遍認為內線交易屬於「濫用未公開消息」之行爲，而為 FSMA 2000 第 118 條第 2 項 a 款所包含，其條文如下：「基於市場使用者尚未普遍可得之消息所爲的行爲，且如經常使用市場者可獲得前開消息，將影響其決定投資此種商品之交易條件。」

37

惟上開條文並未指明受規範之主體，亦即似乎任何人都被禁止從事內線交易。則法人或組織是否亦受上開條文之規範？似不明確。又內部消息的範疇為何？法條用語為「市場使用者尚未普遍可得之消息，且...將影響其決定投資此種商品之交易條件」，前述法條用語似乎應可解釋作「未公開的」、「重大」消息；蓋消息如不重大，亦不致影響投資人投資決定。惟並無進一步之闡述或例示說明。再內線交易所禁止之行爲 (behaviour) 有哪些？是否僅限於「實際進行交易」？抑或

<sup>37</sup> 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;

涵蓋其他如安排、勸誘、鼓舞等？

由於 FSMA 2000 本身對前述問題規範不清，導致市場無所無所適從；因此 FSMA 2000 於第 119 條授權主管機關即金融服務局（Financial Services Authority，以下簡稱「FSA」）制訂市場行為準則（The Code of Market Conduct），以提供更明確之遵循標準。依市場行為準則之規定，下列四種行為將構成「濫用市場」下的「消息不當使用」：

- 一、交易或準備交易是基於內部消息。行為人必須：（1）擁有內部消息（2）該消息必須要在決定交易或準備交易上有重大的影響力（3）該消息是進行交易或準備交易的理由之疑。
- 二、該消息必須是尙未普遍可得者。
- 三、該消息可被經常性投資人認為與投資決定有關。所謂與投資決定有關，其參考標準如下：具體、明確、重大、現時、可靠、嶄新等。若該消息涉及「未來發展」，則須另外考慮：該消息是否提供一合理基礎、來認定未來發展極可能發生，且該消息所涉及之未來發展實現時，是否對市場的投資人具有重大意義。
- 四、經常性投資人合理預期該消息應被揭露；例如依法律或命令必須要揭露者、依習慣一般均會向大眾公布者，但若屬基於已公布之消息所做之調查或研究，並不在經常性投資人合理的預期內。

2003 年，歐盟頒佈「禁止濫用市場指令」（MA directive）<sup>38</sup>，並要求會員國遵守指令所定之最低標準。而為配合「禁止濫用市場指令」之要求，金融服務暨市場法在 2005 年 7 月 1 日也相應修正（the Regulation 2005），除了加入內部人內部消息定義外，並且將濫用市場的行為從三類擴充為七類。至於與內線交易相關者，分別規定在第 118 條的第 2、第 3、第 4 項：

1. 第 118 條的第 2 項：利用與投資商品或相關投資有關之內部消息，從事內線交易或是企圖去從事交易。
2. 第 118 條的第 3 項：內部人非因適當地行使雇傭、專業或職責之必要，而將內部消息洩漏給他人。
3. 第 118 條的第 4 項：

<sup>38</sup> Directive 2003/6/EC of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation

- (1) 基於市場使用者尚未普遍可得之消息所為的行為，且如經常使用市場者可獲得前開消息，會認為該消息與其決定投資此種商品交易條件有關。
- (2) 經常使用市場者，認為此種行為不符行為人依其市場地位而被合理期待應遵守之行為標準。

至於內部人，依 FSMA the Regulation 2005 規定，係指因下列原因而擁有內部消息之人<sup>39</sup>：

1. 擔任該指定投資商品之發行人的執行、經營或是監督人員；
2. 持有該指定投資商品之股份或出資額；
3. 基於職業、專業或職務取得消息；
4. 因犯罪行為而取得消息；
5. 藉由其他方法取得，且明知或可得而知該消息屬內部消息。

至於內部消息，「Regulation 2005」將之分為三類；

1. 與適格之投資或相關投資商品有關之內部消息；
2. 與適格之投資或以商品為基礎之衍生性商品有關之內部消息；
3. 與執行交易人員有關之內部消息。

違反 FSMA 前述內線交易之規定者，可能構成濫用市場之不當行為，而可能遭到主管機關（即金融服務局 FSA）裁罰，其裁罰包括課處罰鍰（Civil Penalty）、<sup>40</sup> 發佈聲明使行為人遭受名譽上之不利益、<sup>41</sup> 聲請法院對行為人發佈禁制令，禁止其繼續從事濫用行為、<sup>42</sup> 或命行為人採取彌補措施、<sup>43</sup> 禁止其處分已有之財產、<sup>44</sup> 或回復原狀，<sup>45</sup> 或逕由主管機關要求行為人回复原狀等。<sup>46</sup>

此外，依據 1993 年的刑事正義法（Criminal Justice Act 1993）第 61 條之規定，違反內線交易之刑事責任，以簡易判決為之者，為罰金 5000 磅或有期徒刑 6 個月；由陪審團判決者，為無上限之罰金或科或併科七年以下有期徒刑。但實務上通常是輕罰了事。<sup>47</sup>

<sup>39</sup> FSMA the regulatuion 2005, s. 118B

<sup>40</sup> FSMA, s.123(1)

<sup>41</sup> FSMA, s.123(3)

<sup>42</sup> FSMA, s.381(1)

<sup>43</sup> FSMA, s.381(2)

<sup>44</sup> FSMA, s.381(4)

<sup>45</sup> FSMA, s.383

<sup>46</sup> FSMA, s.384

<sup>47</sup> Gaillard, op. cit, pp. 196-198。轉引自陳照世，從歐盟與英國市場濫用防制計畫反思我國對內線

### 第三項 日本

日本於第二次世界大戰美國佔領期間，仿效美國並引進 1934 年證券交易法及其他法規，制訂「證券交易法」；其中關於規範內線交易行為的主要為第 58 條第 1 款，其立法刑事類似美國證管會公布的 Rule 10-b-5(a)之規定。該法曾於 1989 年、2004 年等數次修正；嗣為因應金融暨資本市場環境之變化，於 2006 年 7 月復以「證券交易法」為主體，就「金融期貨交易法」、「外國證券業者法」、「有價證券之投資顧問業規範法」、「抵押證券業規範法」進行整合，制定全部金融商品均適用之「金融商品交易法」。

就內線交易行為，金融商品交易法依重大消息性質之不同，分別規定於第 166 條、第 167 條。其中第 166 條規定以直接與特定發行公司財務、業務有關消息為基礎的內線交易，該條第一項規定<sup>48</sup>公司關係者基於該當各款所規定的內容而知悉與上市公司等業務有關的重要事實的場合，假如不是在與該業務等有關的重要事實被公布後不能為該上市公司等特定有價證券的買賣，且該等關係者即使已不具各款所皆揭示身分後的一年期間內，同樣仍受內線交易禁止之限制。第二項規定與業務有關的重要事項，包括該上市公司的業務執行決定機關為決定或做成不進行該事項（限於已經公布的的場合）的決定之情形、關於上市公司的發生事實、該上市公司預測值或該上市公司之營運業務或與財產有關，而對於投資者的投資判斷給予顯著影響重要事實；而第四項及第五項則是規定「已公布」與「母公司」之定義。第六項則是我國證交法所無的除外條款，列出十款事由排除於內線交易禁止規定之適用，所列事由通常是因為其基於知悉內部消息以前的計畫所為之交易，或因其所為此交易，對股票價格之波動較無影響或對於投資人對證券市場的信心較無影響而排除適用。第 167 條則規定以公開收購消息為基礎的內線交易。

大體來說，日本之立法方式類似我國證交法第 157 條之 1，惟詳盡許多，對於行為主體之類型、重要事項之類型、公開之定義以及關係企業之適用皆有詳細之規範，有學者認為其規範密度居世界之冠。<sup>49</sup>

對於內線交易、股價操縱等證券不法行為，過去日本僅有刑事制裁，惟證券

---

交易與操縱市場之制度設計，臺灣大學法律學研究所碩士論文（96），第 179 頁

<sup>48</sup> 參見黃佳盈，自日本法制論我國內線交易之規制與資訊公開之控管，輔仁大學法律學研究所碩士論文，第三章

<sup>49</sup> 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，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文，第 59-60 頁

交易法於 2004 年修正引進行政程序之方法，始金融廳得對行為人課以罰鍰，即所謂「課徵金制度」。<sup>50</sup>依「金融商品交易法」之規定，下述行為得作為課徵金制度之對象：1. 有價證券公開發行時，於申請事項上為虛偽記載等公開義務違反行為；2. 內線交易禁止規定之違反；3. 不法操縱市場行為；4. 散布流言、使用詭計等企圖影響市場之行為；5. 繼續公開之義務違反。

以內線交易為例，違反內線交易禁止規定課徵金之計算，係以有價證券買賣價金與重要消息公開後之價金（價格×數量）兩者間之差額，作為課徵金額。具體而言，於重要消息公開前六個月內賣出有價證券時，以該賣出金額扣除重要訊息公開後之價金（價格×數量）所得之金額；相反地，於重要消息公開前六個月內買進有價證券時，以重要訊息公開後之價金（價格×數量）所得之價金扣除買進價金所得之金額。<sup>51</sup>「課徵金制度」不但剝奪行為人的不法利益，也是對行為人的金錢制裁，其規範目的不僅有剝奪違法利益，亦有藉由懲罰以收防制之效。

在刑事責任方面，依日本證交法規定，對於公司內部人利用內部資訊而施行買賣之行為，不必證明其基於此買賣而獲得利益或防範損失於未然的情事，而採取形式立法例之方式，只要滿足此刑事要件，即成立犯罪。對於違反禁止內線交易規定之刑事責任，依證交法第 198 條第 19 款規定，可處 3 年以下有期徒刑或 300 萬元以下罰金。嗣依 2006 年修正之金融商品交易法第 197 條之 2 第 13 項規定，最重可處 5 年以下有期徒刑；科或併科 500 萬元以下之罰金。

<sup>50</sup> 課徵金制度源於 2003 年 12 月，金融廳下之金融審議會所提出之「邁向以市場功能為核心之金融體系」報告書，報告中指出「...為促使得對應不同違反行為程度、態樣，以運用各種最佳手段執行法規範，當有必要引進課處金錢負擔制度（課徵金制度），對違法行為本身之禁制令等，以謀求執法手段的多樣性...」，報告書中除擴大證券交易等監視委員會之調查權限範圍外，並建議引進由主管機關對違反行為人課處金錢負擔課徵金制度，以及減輕投資人於民事訴訟上舉證責任之負擔，使其更容易提起損害賠償訴訟。而日本嗣於 2004 年 6 月通過證券交易法修正案。

<sup>51</sup> 黃銘傑，日本最近證券交易法修正對我國之啓示，收錄於公司治理與企業金融法制之挑戰與興革，第 209-236 頁。

# 第三章 我國內線交易之立法沿革與執法實務

## 第一節 內線交易法規於我國之沿革

### 第一項 歷次修法經過

我國於民國 57 年制訂證券交易法時，因當時證券市場尚不發達、上市公司家數有限，因此並未特別規範禁止內線交易，僅對於證券詐欺行為有所規範（第 20 條、第 157 條），然而證券詐欺與內線交易之構成要件並不相同，且因上市公司家數與投資人均大幅增加，市場中內線交易頻生，禁止內線交易已成為世界趨勢，嗣於民國 77 年 1 月 29 日，始修訂增加第 157 條之 1，明文禁止內線交易<sup>52</sup>；並於同法第 175 條規定，處以 2 年以下有期徒刑、拘役或科或併科 15 萬元以下罰金。

然而，早期內線交易案件之被告，經判決有罪者，多半僅被科處罰金刑或得易科罰金之短期自由刑<sup>53</sup>，無從發揮遏阻犯罪之功效。因此 89 年修法時，將違反禁止內線交易之刑罰，由第 175 條移至第 171 條第 1 款，並提高刑度為 7 年以下有期徒刑。嗣於 93 年四月，為配合金融七法之修正，再將內線交易之刑責提高為 3 年以上、十年以下有期徒刑，得併科新台幣 1000 萬元至 2 億元以下罰金。爾後為加強公司治理，防制證券市場操縱、內線交易之不法行為，以維護證券市場機易安全及落實保障資人權益，兼為配合證交法之主管機關由財政部證券暨期貨管理委員會變更為行政院金融監督管理委員會，95 年 1 月 11 日再度修正證交法，其中關於內線交易之修正部分，主要內容為「內部人範圍」、「公開方式」、「公開期限」、「重大消息」等要件之定義，及對民事賠償之計算方式予以更明確之規範。

從歷次修訂的內容來看，我國證交法對於禁止內線交易的規定是朝範圍擴大

<sup>52</sup> 其立法理由謂：「...本法對於股票發行公司內部人員.....利用公司未經公開之重要消息買賣公司股票圖利，未明定列為禁止估定，對證券市場之健全發展，構成妨礙，並形成證券管理的一項漏失。三、對利用內部消息買賣公司股票圖利之禁止，已成為世界性之趨勢，美、英、澳、加拿大、菲律賓、新加坡...等國均在其公司法或證券法規明定不得為之，違反者須負刑事責任。為健全我證券市場發展，爰參照美國法例.....增訂本條，並於第一百七十五條增列刑責。」

<sup>53</sup> 李訓民、欽曉君、黃三雄，內線交易刑事責任再解析－從實際案例探討。臺灣證交所，民國 90 年 9 月。作者蒐集民國 77 年證交法第 157 條之 1 制訂後之 18 案（15 種有價證券），涉案人數 38 人，經起訴 12 件，其中三件判決有罪確定（分別判處有期徒刑 4 到 6 月不等），其餘九件一審均無罪。

化、要件明確化、適用合理化的方向進行。茲將原條文、歷次修正重點暨現行條文整理如下：

【表 1】我國證券交易法「內線交易」相關規範歷次修正內容暨重點

年度	條文修正內容	條文修正重點
77年	<p>「左列各款之人，獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息未公開前，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票，買入或賣出：</p> <p>一、該公司之董事、監察人及經理人。            二、持有該公司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、從前三款所列之人獲悉消息者。</p> <p>違反前項規定者，應就消息未公開前其買入或賣出該股票之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額限度內，對善意從事相反買賣之人負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將責任限額提高至三倍。</p> <p>第一項第四款之人，對於前項損害賠償，應與第一項第一款至第三款提供消息之人，負連帶賠償責任。但第一項第一款至第三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。</p> <p>第一項所稱有重大影響其股票價格之消息，指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息。</p> <p>第二十二條之二第三項之規定，於第一項第一款、第二款準用之；第二十條第四項之規定，於第二項從事相反買賣之人準用之。」</p>	<p>【首次增訂民刑事責任之規定】</p> <p>首次立法規範「內線交易」之行為。</p> <p>至於內線交易的刑責，規定於同法第175條，處二年以下有期徒刑、拘役或科或併科十五萬元以下罰金。</p>
89年	<p>(第157條之1未修正)</p>	<p>【修正刑責】</p> <p>將內線交易的刑事責任移至第171條，並將刑度提高為7年以下有期徒刑，科或併科300萬元以下罰金。</p>
91年2	<p>左列各款之人，獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息未公開前，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之</p>	<p>【修正適用範圍】</p> <p>一、將股票以外具有股權性質之有價證</p>



<p>月 6 日</p>	<p>股票或其他具有股權性質之有價證券，買入或賣出：</p> <p>一 該公司之董事、監察人及經理人。 二 持有該公司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 從前三款所列之人獲悉消息者。</p> <p>違反前項規定者，應就消息未公開前其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限度內，對善意從事相反買賣之人負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將責任限額提高至三倍。</p> <p>第一項第四款之人，對於前項損害賠償，應與第一項第一款至第三款提供消息之人，負連帶賠償責任。但第一項第一款至第三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。</p> <p>第一項所稱有重大影響其股票價格之消息，指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息。</p> <p>第二十二條之二第三項之規定，於第一項第一款、第二款準用之；第二十條第四項之規定，於第二項從事相反買賣之人準用之。</p>	<p>券納入本條規範，並保留彈性以因應新種有價證券不斷推陳出新。</p> <p>二、將第 157 條之 1 條文第 4 項「重大影響其股票價格之消息」，修訂為「涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息。」</p>
<p>93 年</p>	<p>(第 157 條之 1 未修正)</p>	<p><b>【修正刑責】</b> 刑度大幅提高為「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」。</p>
<p>95 年 1 月 11 日</p>	<p>「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：</p> <p>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。</p>	<p><b>【修正構成要件】</b> 該次修正重點有三： (一)放寬內部人的範圍；納入在六個月內曾為內部人而得知內線消息者。 (二)將得請求民事損害賠償之當事人，現縮於內線交易當天實際為交易的善意相對人。 (三)修正重大消</p>

	<p>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。</p> <p>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。</p> <p>第一項所稱有重大影響其股票價格之消息，指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息；其範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之。</p> <p>第二十二條之二第三項規定，於第一項第一款、第二款，準用之；其於身分喪失後未滿六個月者，亦同。第二十條第四項規定，於第二項從事相反買賣之人準用之。</p>	<p>息的定義，並授權行政機關訂定行政命令以決定重大消息的範圍及公開方式<sup>54</sup>。</p>
--	--	--

## 第二項 內線交易之構成要件與法律效果

### 第一款 內線交易之構成要件

茲就證券交易法第 157 條之 1 之構成要件析述如下：

#### 一、規範客體

依據證券交易法第 157 條之 1 第 1 項規定，禁止內線交易之規範客體，除上市公司股票及在證券商營業處所買賣之股票外，尚包括「其他具有股權性質之有價證券」。至於「具有股權性質之有價證券」，依據證券交易法施行細則第 11 條規

<sup>54</sup> 其修正理由：「為將內線交易重大消息明確化，俾使司法機關於個案辦理時有所參考，並鑑於重大消息內容及其成立時點涉及刑事處罰之法律構成要件如明定於本法，恐過於瑣碎且較僵化，同時難以因應未來市場之變化。故為即時檢討重大消息內容，以維持彈性，並符合市場管理需要，爰修正本項，授權主管機關訂定重大消息之範圍。另考量「罪刑法定原則」，重大消息公開方式宜予明定，爰參酌美國、日本規定，併入本項修正，授權主管機關訂定重大消息之範圍及公開方式等相關事項，以符合「法律安定性」以及「預見可能性」之要求。另有關「公共政策」如已涉及市場供求，且對股票價格有重大影響或對正當投資人之投資決策有重要影響者，應已符合本項重大消息之法定構成要件，亦有禁止內線交易之適用。」

定，包括可轉換公司債、附認股權公司債、認股權憑證、認購（售）權證、股款繳納憑證、新股認購權利證書、債券換股權利證書以及其他具有股權性質之有價證券。

## 二、內部人

爲論述方便並區分其責任，學理上有將內部人分爲「傳統內部人」、「準內部人」，以及「消息受領人」，茲分述如下：

### （一）傳統內部人

#### 1. 董事、監察人、經理人：

董監事、經理人職司公司業務的決策、監督及執行，最有機會獲取公司機密資訊；且對公司而言，係立於受任人的地位，本應忠實執行職務，不可私自利用內線消息圖謀私利。

公司法及證交法均未明定董事、監察人及經理人的意義，實務上可族任命程序及公司登記等客觀事實作爲認定基礎；至於經理人之定義與範圍，因公司法於90年11月12日公布刪除有關經理人之相關規範後，解釋上可參考民法之定義，認爲包括：(1)總經理及相當等級者；(2)副總經理及相當等級者；(3)協理及相當等級者；(4)財務部門主管；(5)會計部門主管以及(6)其他有爲公司管理事務及簽名權利之人。

#### 2. 持股超過百分之十之股東：

我國證券交易法所規定持股超過百分之十之股東，即爲學理上所稱之「大股東」，並課以與董事、監察人相同之義務，係經參酌美國司法，大股東行使其對於公司的影響力時，應對公司及其他股東負起實質注意之義務，其程度與公司董事相同。此觀點係鑑於大股東雖未擔任董事、監察人等職務，但對公司卻有影響力，實應課以相當之義務，故將大股東納入禁止內線交易規範之行爲主體。

#### 3. 上述內部人之配偶、未成年子女及其所利用之人頭戶：

依照證券交易法第157條之1第5項準用同法第22條之2第3項之規定，即爲「公司之董事、監察人、經理人或大股東持有股票，包括其配偶、未成年子女以及利用他人名義持有者。」因此配偶與未成年子女均在禁止內線交易之規範範圍內。至於「利用他人名義持有者」，依照證券交易法施行細則第二條規定之認定要件有三，包括(1)直接或間接提供股票與他人或提供資金與他人購買股票；(2)對該他人所持有之股票，具有管理、使用或處分之權益；及(3)該他人所持有股票之

利益或損失全部或一部歸屬於本人。

4. 基於執業或控制關係獲悉消息之人：所謂「職業關係」通常係指基於契約之履行或職務之執行而獲悉公司內部重大訊息者，可能包括會計師、律師、證券承銷商等。至於「控制關係」係指與行使任何有影響力或控制能力之關係，包含母公司對子公司之控制關係。

5. 喪失前述內部人身分（即董事、監察人、經理人、持股超過百分之十之大股東、基於職業或控制關係獲悉消息之人）於喪失身分後未滿 6 個月者，仍為內部人。

#### （二）消息受領人：

前述內部人或準內部人如將其所獲悉公司內部未公開之重大消息告知他人，則被告知者即被認為是「消息受領人」，即為證券交易法第 157 條之 1 第 1 項第 5 款規定所規範之對象。

#### 三、重大影響股票價格之消息

何謂影響股票價格之重大消息？證券交易法第 157 條之 1 最先條文僅規定「指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息」，因迭有構成要件不明確之批評<sup>55</sup>，嗣於 95 年 1 月 11 日授權主管機關（即行政院金融監督管理委員會）規定其範圍，其修正理由略謂：「將內線交易重大消息明確化，俾使司法機關於個案辦理實有所參考」。而依金管會民國 95 年 5 月 30 日修正之【證券交易法第一百五十七條之一第四項重大消息範圍及其公開方式管理辦法】第 2 條，所謂涉及公司之財務、業務，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息，包括下列消息：

一、本法施行細則第七條所定之事項。

二、公司辦理重大之募集發行或私募具股權性質之有價證券、減資、合併、收購、分割、股份交換、轉換或受讓、直接或間接進行之投資計畫，或前開事項有重大變更者。

三、公司辦理重整、破產、解散、或申請股票終止上市或在證券商營業處所終止買賣，或前開事項有重大變更者。

四、公司董事受停止行使職權之假處分裁定，致董事會無法行使職權者，或

<sup>55</sup> 參見下章。

公司獨立董事均解任者。

五、發生災難、集體抗議、罷工、環境污染或其他重大情事，致造成公司重大損害，或經有關機關命令停工、停業、歇業、廢止或撤銷相關許可者。

六、公司之關係人或主要債務人或其連帶保證人遭退票、聲請破產、重整或其他重大類似情事；公司背書或保證之主債務人無法償付到期之票據、貸款或其他債務者。

七、公司發生重大之內部控制舞弊、非常規交易或資產被掏空者。

八、公司與主要客戶或供應商停止部分或全部業務往來者。

九、公司財務報告有下列情形之一：

（一）未依本法第三十六條規定公告申報者。

（二）編製之財務報告發生錯誤或疏漏，有本法施行細則第六條規定應更正且重編者。

（三）會計師出具無保留意見或修正式無保留意見以外之查核或核閱報告者。但依法律規定損失得分年攤銷，或第一季、第三季及半年度財務報告若因長期股權投資金額及其損益之計算係採被投資公司未經會計師查核簽證或核閱之報表計算等情事，經其簽證會計師出具保留意見之查核或核閱報告者，不在此限。

十、公開之財務預測與實際數有重大差異者或財務預測更新（正）與原預測數有重大差異者。

十一、公司辦理買回本公司股份者。

十二、進行或停止公開收購公開發行公司所發行之有價證券者。

十三、公司取得或處分重大資產者。

十四、公司發行海外有價證券，發生依上市地國政府法令及其證券交易市場規章之規定應即時公告或申報之重大情事者。

十五、其他涉及公司之財務、業務，對公司股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響者。

前述管理辦法第 3 條則就涉及該證券之市場供求，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息，指下列消息之一：

一、證券集中交易市場或證券商營業處所買賣之有價證券有被進行或停止公開收購者。

二、公司或其所從屬之控制公司股權有重大異動者。

三、在證券集中交易市場或證券商營業處所買賣之有價證券有標購、拍賣、重大違約交割、變更原有交易方法、停止買賣、限制買賣或終止買賣之情事或事由者。

四、其他涉及該證券之市場供求，對公司股票價格有重大影響，或對正當投資人投資決定有重要影響者。

惟【證券交易法第一百五十七條之一第四項重大消息範圍及其公開方式管理辦法】亦於第 2 條第 15 款、第 3 條第 4 款有概括規定，以因應特殊個案，且避免掛一漏萬之情形產生。

## 第二款 內線交易之法律效果

### 一、刑事責任

刑事責任部分，內線交易於 77 年首度立法時，其罰則僅為 2 年以下有期徒刑、拘役或科或併科 15 萬元（折合新台幣 45 萬元）。經歷次修法後，其刑度大幅提高。現行違反內線交易之處罰為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；如損及證券市場穩定者，依據同條第五項後段之規定，得加重其刑至二分之一。

### 二、民事責任

證券交易法第 157 條之 1 第 2 項規定，違反前項規定者（即從事內線交易行為者），應就消息未公開前其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限度內，對善意從事相反買賣之人負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將責任限額提高至三倍。

## 第三項 97 年修正草案之評析

為強化跨國監理協助能力、增進上市（櫃）公司財務資訊公告及申報之即時性、提升證交所之國際競爭能力、周延並完善有關禁止內線交易之規定；行政院於 97 年 1 月 30 日該院第 3078 次會議決議通過「證券交易法部分條文修正草案」，並於 2 月 4 日將該修正草案送請立法院審議，經第 7 屆第 1 會期第 13 次院會決定：「交財政委員會審查」。

行政院版證券交易法第 157 條之 1 條文修正草案有三項重點：

一、將公司債納入規範，以擴大內線交易的適用範圍。依照現行規定，只有買賣股票和「其他具有股權性質之有價證券」，才有內線交易的問題；修法草案<sup>56</sup>增列將「利用『公司支付公司債本息有困難』消息出售公司債」，納入內線交易之範疇。

二、延長重大消息的沈澱時間。依現在的規定，內部人在內線消息公開後，必須等待 12 個小時才能進場買賣股票。草案把 12 個小時延長為 18 個小時；理由是「鑑於公司於晚間發布重大消息，投資人於隔日開盤前可能尚未獲悉該重大消息而無法為即時之反應，重大消息之沈澱時間有酌予延長之必要」。

三、增加內線交易之豁免條款。依草案規定，如「行為人證明其交易係已繼續六個月以上之定期定額或依固定公式決定交易內容之持續性交易之一部者」，不適用禁止內線交易的規定。修正理由是「考量行為人如能證明其所為係屬已繼續六個月以上之定期定額或依固定公式決定交易內容之持續性交易之一部者，雖於重大消息公開前或公開後 18 個小時內買賣有價證券，惟尚無利用未公開之重大消息進行買賣」，因而增列此項豁免規定。

嗣立法院第 7 屆第 2 會期財政委員會第 15 次全體委員會議於民國 97 年 11 月 26 日審查通過證券交易法第 157 條之 1 條文，除第一項句首修正為「下列各款之人，實際知悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息確定、成立後，未公開前或公開後十八小時內.....」、第五項前段修正為「第一項所稱有重大影響其股票價格之消息，指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，其具體內容對其股票價格有重大影響，或對.....」及刪除第八項外，其餘內容均照行政院提案通過<sup>56</sup>。茲將修正草案與現行條文整理比較如下：

【表 2】我國證券交易法 97 年 1 月修正草案與現行條文之比較：

立法院財委會審查通過版本	現行法	說明
第一百五十七條之一 下列各款之人， <u>實際知悉</u> 發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息 <u>確定、成立後</u> ，未公開或公開後 <u>十八</u> 小時內，不得對該公司之上市或在	第一百五十七條之一 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	一、鑑於公司於晚間發布重大消息，投資人於隔日開盤前可能尚未獲悉該重大消息而無法為即時之反應，重大消息之沉澱時間有酌予延長之必要，另衡酌目前

<sup>56</sup> 立法院第 7 屆第 2 會期財政委員會第 15 次全體委員會議議事錄，  
<http://www.cw.org.tw/wp-content/uploads/2009/02/20081126FI.doc>

<p>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，<u>自行或以他人名義買入或賣出</u>：</p> <p>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。</p> <p>二、持有該公司之股份超過百分之十之股東。</p> <p>三、基於職業或控制關係獲悉消息之人。</p> <p>四、喪失前三款身分後，未滿六個月者。</p> <p>五、從前四款所列之人獲悉消息之人。</p> <p><u>前項各款所定之人，獲悉發行股票公司有重大影響其支付本息能力之消息時，在該消息未公開或公開後十八小時內，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之非股權性質之公司債，自行或以他人名義賣出。</u></p> <p>違反<u>第一項或前項</u>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。</p> <p>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</p>	<p>之股票或其他具有股權性質之有價證券，買入或賣出：</p> <p>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。</p> <p>二、持有該公司之股份超過百分之十之股東。</p> <p>三、基於職業或控制關係獲悉消息之人。</p> <p>四、喪失前三款身分後，未滿六個月者。</p> <p>五、從前四款所列之人獲悉消息之人。</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>第一項所稱有重大影響其股票價格之消息，指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之</p>	<p>行為人交易模式多不以自己名義買賣，實務上認定亦包含以他人名義買賣之行為，爰修正第一項規定，以求周延及明確。</p> <p>二、另鑑於公司內部人等獲悉公司支付公司債本息有困難之重大消息時，如於消息公開前或公開後十八小時內，賣出該公司非股權性質之公司債，以避免損失者，有違市場交易之公平性，爰增列第二項規定，將上開公司債納入規範之行為客體；並配合第二項之增訂，於第六項增列授權主管機關訂定重大影響公司支付本息能力消息之範圍及公開方式等相關事項之辦法。</p> <p>三、配合第二項及第六項之增訂，現行第二項至第五項之項次順移。</p> <p>四、第三項增列違反第二項規定賣出公司債者，應負損害賠償責任。</p> <p>五、配合現行第二項移列為第三項，酌予修正第七項。</p> <p>六、考量行為人如能證明其於消息公開前或公開後十八小時內所為之交易係與第五項或第六項之消息公開前，以同一名義所為持續六個月以上定期定額買賣之交易同額或持續六個月以上依固定公式決定交易內容之交易內容相同者，其雖於消息公開前或公開後</p>
--	--	---



<p>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。</p> <p>第一項所稱有重大影響其股票價格之消息，指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，其<u>具體內容</u>對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息；其範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之。</p> <p><u>第二項所定有重大影響其支付本息能力之消息，其範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之。</u></p> <p>第二十二條之二第三項規定，於第一項第一款、第二款，準用之；其於身分喪失後未滿六個月者，亦同。第二十條第四項規定，於<u>第三項</u>從事相反買賣之人準用之。</p> <p><u>(刪除)行為人如能證明其交易係於消息公開前以同一名義所為下列交易之一者，不受第一項及第二項規定之限制：</u></p> <p><u>一、與持續六個月以上定期定額買賣同額之交易。</u></p> <p><u>二、與持續六個月以上依固定公式決定交易內容之相同內容之交易。</u></p>	<p>消息；其範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之。</p> <p>第二十二條之二第三項規定，於第一項第一款、第二款，準用之；其於身分喪失後未滿六個月者，亦同。第二十條第四項規定，於第二項從事相反買賣之人準用之。</p>	<p>十八個小時內買賣有價證券，應可認定其並無利用未公開之消息進行買賣，爰增列第八項豁免規定。</p> <p>七、其餘各項未修正。</p>
--	---	---



立法院財政委員會之說明如下：

1. 在內線交易的認定上，將「獲悉」公司有重大影響股價消息，改為「實際知悉」。

2. 在消息「未公開」或公開後一定時間內，改為在消息「確定、成立後，未公開前」或公開後一定時間內不得買賣。
3. 將知悉重大訊息進行交易的沈澱期，從現行的 12 小時延長至 18 小時。
4. 即使利用人頭以他人名義從事交易或買進公司債，也視同內線交易。
5. 上市櫃公司可接觸重大訊息的相關人等，在消息公開前、後的 18 個小時內禁止買賣股票。
6. 以他人名義買賣股票、非股權性質的公司債，納入內線交易規範。
7. 重大影響股價的消息，改為「其具體內容」對股價有重大影響等。
8. 行政院版本第八項所提之豁免條款，因要件過於嚴格且認定不易，各方未能達成共識，而未能審查通過。

關於立法院財政委員會審查通過的草案版本，首先「獲悉」與「實際知悉」究竟有何區別？財政委員會的修正理由中，並未敘明此項文字修正之意旨何在。如果「實際知悉」僅是讓法條語意更清楚、為「獲悉」的「同義複詞」，那此項修正僅係文字用語的調整，對實務上如何適用不致產生改變。學者劉連煜指出，若立法意旨「別有用意」，亦即「想要藉此強調，檢察官必須負舉證責任」，可能賦予檢察官過重的舉證責任，將來執法時可能產生困擾。<sup>57</sup>然而，目前法院判決均認為檢察官必須證明行為人「實際上知道」內線消息，而未能證明行為人「實際獲悉」內線消息，亦是內線交易案件最常見之無罪原因；故修正草案之立場，與現行法院實務見解似無不同。前述學者見解容有誤認之虞。

其次，新增「確定、成立後」的字眼，實有值得推敲之處<sup>58</sup>。例如上市櫃公司談判合併案時，究竟是談到換股比例時，或董事會甚至股東會通過之時，作為「確定、成立」之時點？如認為需經股東會表決通過；可能使內線交易的成立時點被「延後認定」，更有利內部人利用內部消息從事股票或公司債等內線交易；而「『台灣是內線交易者的天堂』的說法，將再度重現」。<sup>59</sup>

再論「預定性計畫」作為內線交易之豁免事由，行政院修正之理由雖謂：「考量行為人如能證明其所為係屬已繼續六個月以上之定期定額或依固定公式決定交

<sup>57</sup> 參見經濟日報 97 年 11 月 27 日 (A3 版)、中國時報 97 年 11 月 27 日之報導

<sup>58</sup> 參見前揭註 58 新聞報導。另參見林孟皇，內線交易者天堂，中國時報 97 年 12 月 1 日，A14 版。

<sup>59</sup> 就重大消息何時成立之爭議，詳見下章之論述。

易內容之持續性交易之一部者，雖於重大消息公開前或公開後 18 個小時內買賣有價證券，惟尚無利用未公開之重大消息進行買賣」；惟實際上我國法院於審理時，均認為必須行為人「主觀上」「實際知悉」內線消息而為交易、且必須有「利用未公開之重大消息進行買賣」之意圖，始該當證交法第 157 條之 1 內線交易之構成要件；且檢察官如無法證明被告「有利用內線消息而交易之意圖」，實務上均判決被告無罪。<sup>60</sup>故上述之修正提案與實務所持見解似無不同；於重大消息公開前或公開後 12 個小時內買賣有價證券之行為人，如「確無利用內線意圖」，並不構成內線交易罪。

另參酌美國實證經驗，「預定性計畫」可操作空間大到令人驚訝；因為公司主管可任意啟動、終止、重啟與修訂該計畫，甚至同時進行好幾項計畫。根據史丹福大學商學院教授 Alan D. Jagolinzer 在其所實證研究之 1,241 家公司的 3,426 位公司主管透過「預定的交易計畫」所為之 117,000 筆交易中發現，渠等於半年內打敗市場竟有 6%，而同公司其他主管在非依計畫之交易情形，則僅贏市場 1.9% 而已。這種結果使得美國 SEC 不得不懷疑內部人有濫用預定的交易計畫而利用內部消息圖利的可能；故 SEC 除加以嚴密監管外，更正思索是否應緊縮規則的適用<sup>61</sup>。且此項修正未能解決我國行為人就內線消息，應採「持有說」或「利用說」之爭議，筆者認似無增定「預定性計畫」作為內線交易豁免條款之必要，以避免徒增適用之困擾。

## 第二節 內線交易案件之查緝與審理

### 第一項 內線交易案件之成案經過

「臺灣證券交易所」（下簡稱「證交所」）與「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心」（下簡稱「櫃買中心」）為證券流通市場中之重要角色，也是內線交易防制的第一線；除透過宣導、增進社會大眾對內線交易之正確認知外，證交所與櫃買中心另可藉由下列措施，防制內線交易：

一、促請上市（櫃、興櫃）公司充分揭露重大訊息：

重大訊息如能儘早揭露，除了對投資大眾交易上之公平性外，同時也縮短內線交

<sup>60</sup> 如茂矽、突破等案，詳見下章論述。

<sup>61</sup> 劉連煜，論預定的交易計畫作為內線交易免責之抗辯，證券櫃臺，97 年 10 月號

易可能發生之時間及減少發生之機會；因此證交所及櫃買中心除促請上市公司定期及不定期發布該公司之財務、業務等資訊外；於公司發生重大事項或傳播媒體報導之日起，亦請其於規定時間內，將其重大訊息內容或說明輸入公開資訊觀測站，俾供投資人即時掌握。

在市場重大影響股價消息的即時掌控方面，若自各大報章雜誌、電子及平面媒體發現重大消息，證交所（櫃買中心）<sup>62</sup>會詢問該上市公司之發言人，並請上市公司就該項查詢內容逐項予以說明。並請上市（櫃）公司就該項查詢內容逐項予以說明，且於規定期限內<sup>63</sup>將該重大消息輸入股市觀測站資訊系統或進行相關說明，以保障投資人的訊息判斷。因為重大消息即時揭露，可使市場對於此等消息儘早消化作為投資決斷判斷依據，有助於減少內線交易發生。

## 二、查核作業與監視制度

查核作業係指對有影響股價重大訊息之公司股票，進行內線交易查核。類型包括：

1. 主動選案查核：依公司發布重大消息、媒體報導消息、網路之電子報或股價異常之有價證券進行有關內線交易之查核。
2. 依主管機關指示進行查核：將查核之結果陳報主管機關。
3. 配合司法檢調機關進行查核：證交所及櫃買中心依司法檢調機關之來函或指示，迅速提供相關之交易資訊或查核分析報告，以配合其司法上進行相關案件之審理，並建立與司法檢調機關之聯絡管道，以期對違犯案件迅速之掌握。

查核作業包含彙整公司財務業務、營運狀況並配合內部人股權異動情形、特定關係企業檔案暨投資人在證券商開戶基本資料之重要關係人的記載等相關資訊，綜合研判內線交易發生機會；另針對關係企業與金融控股公司，因為內部人與準內部人易藉由企業間交易、股權異動頻繁，內線交易發生之機率也較高，因此對於有特定關係的公司，會建立檔案，並以電腦自動查核方式監控異常交易。查核程式則區分為線上監視、離線監視、信用交易監視、內部人股權查核、財務業務預警查核。對於股價或成交量異常之有價證券，電腦系統會自動輸出相關查

<sup>62</sup> 其依據為「實施股市監視制度辦法」、「公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點」、「對上櫃公司重大訊息之查證暨公開處理程序」、「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」

<sup>63</sup> 所謂「限期內」係指上市公司若於該營業日上午 12 時 30 分「前」接獲證交所傳真及電話詢問時，應於收盤前將該項說明輸入股市觀測站資訊系統；若是於上午 12 時 30 分「後」接獲通知，則應於該營業日下午五時前將該項說明輸入股市觀測站資訊系統，供投資人查詢。

核報表供線上人員分析；整合線上及離線監控可使監視人員迅速彙整分析異常交易情形。

如發現可能涉及內線交易之情事時，即製作分析報告；再循程序報由金管會證期局召集證交所（或櫃買中心）及檢查局共同組成「不法交易案件審查小組」會議，就法律上不法的構成要件逐項審查。若專案小組認定不涉嫌者，即予簽結。若相關事證看來較為明確，證期局會再和駐金管會的檢察官討論，看是否還有需要補強之處，檢察官認同金管會意見，才會移送檢調單位偵辦。<sup>64</sup>

通常當上市（櫃）公司發生對股價有重大影響之重大訊息，且其股票價格及成交量發生明顯變化時，證交所（櫃買中心）即針對買賣數量較大投資人、公司內部人之交易情形及彼此間關聯性加以分析；其中關係最密切的是融資券的變化，多數公司在重大消息未曝光前，融資券都會明顯變化、股價也會大幅異常波動；尤其在公司發布重大利空消息前，融券多會大量增加。此外，特定人常會利用「人頭戶」買賣股票，因此查核時會特別注意證券商進出的集中度，尤其新開戶或久未進出的戶頭，突然有大量進出，都是被鎖定的對象。

由於每日在證交所（櫃買中心）交易的股票檔數甚多，公開發行公司每天發生及申報的消息亦為數不少；若無知情人士爆料或檢舉（如台開案），則必須仰賴證交所（櫃買中心）的監視與查核，因此，證交所（櫃買中心）可說是打擊內線交易的第一線，而證交所（櫃買中心）的查核報告，也是內線交易案的重要證據之一。惟證交所（櫃買中心）同仁未必具有深厚之法律專業，若檢調人員對股市交易實務不夠嫻熟、或欠缺應有之敏感度，上述之「成案流程」即可能存在「斷裂」之處，而使少數內線交易行為人得僥倖閃避法律制裁。是以目前事實務此套運作流程，當有改善之空間與可能。

## 第二項 內線交易案件之審理情形

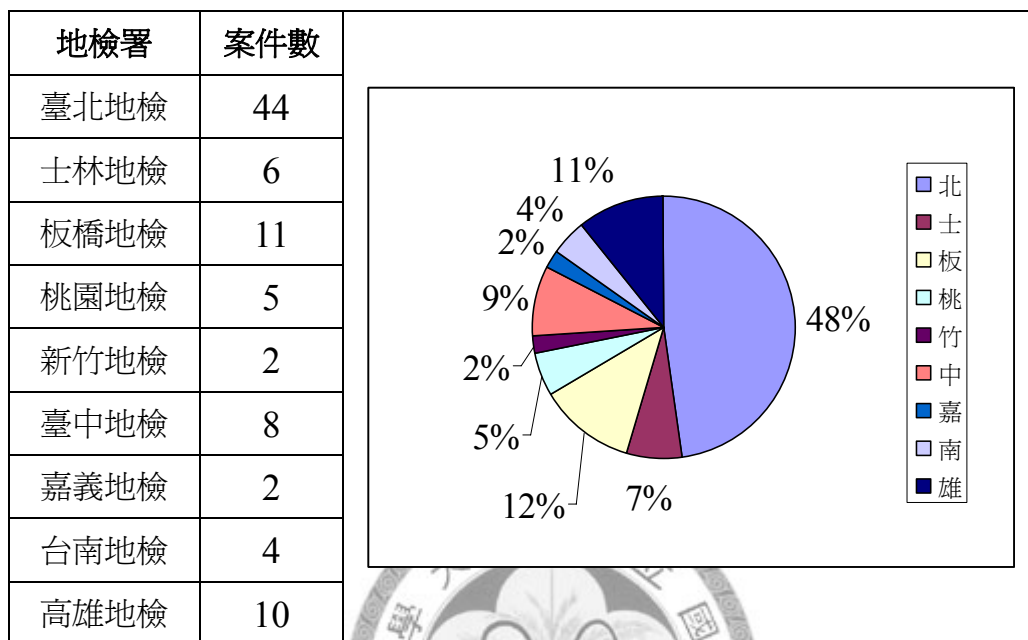
### 第一款 刑事部分

研究者首先利用「法務部檢察書類檢索系統」，而以關鍵字「內線交易」、「證券交易法第一百五十七條之一」、「證券交易法第 157 條之 1」、「重大消息」等關鍵字，搜尋收案日在民國 88 年 1 月 1 日以後，並經提起公訴之案件，經閱讀起訴書

<sup>64</sup> 97 年 1 月 11 日「內線交易重要實務問題探討－重大消息範圍及成立時點」座談會 發言紀錄

後排除非屬內線交易之案件，結果計得 92 宗案件，詳如《附錄一》所示。各地檢察署起訴之案件數量，如下表所示：

【表 3】我國各地檢察署偵辦內線交易案件經提起公訴之案件數



其中已為一審判決者，有 66 宗案件。詳如《附錄二》所示。分析如下：

一、無罪率超過五成以上。一審無罪者，計有 34 件<sup>65</sup>；當中 8 件經上訴二審後，改判有罪<sup>66</sup>。另一審原判決有罪、二審改判無罪者，有 3 件<sup>67</sup>。總體來說，內線交易部分有罪率低於六成，遠低於整體案件有罪率之平均數<sup>68</sup>。

二、法院量刑偏低。(一) 適用 93 年 4 月 28 日修正前之證交法者，其法定刑為七年以下有期徒刑，惟刑度未有超過 2 年者；其中刑度為有期徒刑 6 月以下者，計 13 人，有期徒刑 6 月以上 1 年以下者，6 人，有期徒刑 1 至 2 年者 25 人；當中 20 人並獲得緩刑宣告。(二) 適用 93 年 4 月 28 日修正後之證交法者，刑度為有期徒刑三年以上者，有【勁永】、【品佳】兩案被告 2 人；刑度為有期徒刑七年以上者僅【大霸電子】、【台開】兩案、被告 5 人。由此可看出法院縱認為被告違反內

<sup>65</sup> 被告多人，其中一人有罪者，仍認為係有罪判決。

<sup>66</sup> 即味全公司、楊鐵、全坤興、大霸電子、智基科技、順大欲、欣鋁、東榮纖維。

<sup>67</sup> 宏巨建設、亞瑟、大華建設。

<sup>68</sup> 以 96 年為例，全國一審法院共計做成 203,150 件判決，其中有罪判決（有期徒刑、拘役、罰金）計 177154 件（87.2%），無罪判決 7308 件（3.6%）。資料來源：中華民國九十六年司法統計年報。

線交易規定，刑度仍屬偏低。詳如下表<sup>69</sup>：

【表 4】我國法院就內線交易案件有罪判決之量刑

刑度	人數	百分比	緩刑宣告
6 月以下	13	25%	20 人 (45.5%)
6 月至 1 年	6	12%	
1 至 2 年	25	6%	
2 至 5 年	3	6%	
5 年 7 年	0	0%	
7 至以上	5	10%	

## 第二項 民事部分

1998 年起，我國證券市場陸續發生多起重大違法案件，但由於證券違法案件之受害人數眾多、個別損失金額非鉅，而投資人亦多缺乏相關專業能力，證據蒐集困難、舉證不易，加以裁判費用及擔保金高昂，一般投資人難以藉由訴訟途徑尋求救濟。為此，證券主管機關乃於「財團法人證券暨期貨市場發展基金會」（下簡稱「證基會」）下成立保護投資人之專責單位—「投資人服務與保護中心」（下簡稱「投保中心」）。由投保中心針對重大不法案件進行評估，認有損害投資人權益之情事時，即對外公告受理符合一定條件投資人之登記後，由證基會受任為共同訴訟代理人後進行訴訟，此即為我國投資人團體訴訟之濫觴。

嗣於 91 年 7 月 17 日，通過「證券投資人及期貨投資交易人保護法」、並於 92 年 1 月 1 日生效；該法仿照消費者保護法中團體訴訟的設計，以投資人授與訴訟實施權予保護機構之方式為投資人提起團體訴訟。依該法設置之「證券投資人及期貨交易人保護中心」<sup>70</sup>（以下稱保護中心）亦於同年 1 月 22 日經法院核准設立，

<sup>69</sup> 以最後事實審所判處之刑度為準，如適用「中華民國九十六年罪犯減刑條例」者，以原判處之刑為準。

<sup>70</sup> 投資人保護中心之業務包括以下七大類：  
（一）證券及期貨交易相關法令之諮詢及爭議事件之申訴。  
（二）證券及期貨民事爭議之調處。  
（三）為投資人提起之團體訴訟或仲裁案件。  
（四）辦理保護基金償付作業。  
（五）對發行人、證券商、證券服務事業及期貨業之財務業務查詢。  
（六）辦理歸入權事宜。  
（七）主管機關委辦事項及其他有助於達成投資人保護法目的之業務。

並於 2 月 20 日正式上路。除承接原「財團法人證券暨期貨市場發展基金會」代理投資人之求償案件外，另依投資人保護法之規定，公告受理投資人授權以保護中心名義提起團體訴訟。

保護中心自成立以來至 97 年 5 月止，已受理 63 件團體訴訟求償案件，求償人數共計 67,769 人，金額高達新台幣（以下同）270 億 1,990 萬元；其中獨立提起民事訴訟有 38 件，以刑事附帶民事訴訟有 25 件；其中涉及內線交易之案件，有東隆五金、順大裕、萬有紙廠、台鳳公司、廣大興業、東榮纖維、大穎公司、訊碟科技、勁永國際、臺灣櫻花、茂矽電子、華映公司、寶成建設、全坤興、力霸、陽慶、兆豐金控、九德電子、綠點、新竹商銀、佳世達（原明基電通）、雅新實業、英華達等。

目前追訴上市（櫃）公司之證券不法行爲，多半仍以刑事訴訟爲主軸，由檢察機關偵查並提起公訴後，再由保護中心循附帶民事訴訟中請求損害賠償。此種民事損害賠償依附於刑事程序的方式，優點是減輕原告（即保護中心）的舉證責任。惟實務上常見刑事部分判決無罪，法官自然依刑事訴訟法第 503 條第 1 項之規定，裁定駁回原告之訴；如爲有罪判決，則於刑事案件審理終結後，將民事案件裁定移民事庭審理，而造成民事程序無謂的延宕。

此外，以附帶民事訴訟方式提起損害賠償另有一項缺點：亦即刑事程序之心證門檻較高，法官必須於「超越合理懷疑」（beyond reasonable doubt）時，始得爲被告有罪之判決。然民事程序係適用「優勢證據法則」（preponderance of the evidence，亦有譯爲「過半證據」）；亦即比較原、被告兩造所提出之證據，占優勢的一方可獲得勝訴判決。因此對於同一事實、證據，於民刑事程序中可能有不同評價，亦即刑事判決無罪，民事仍應負損害賠償責任。故以附帶民事訴訟方式起訴，將使民事判決與刑事判決同一命運（適用同樣嚴格的證據法則），亦即因無法證明被告犯罪而無法獲償。

以保護中心歷年起訴案件數目爲例<sup>71</sup>（詳見下表），在前述 63 件案件中，已經確定者僅有【訊碟】及【皇統】兩案<sup>72</sup>。已爲一審判決者亦僅有 14 件，比例僅約 22%；如以辦案期限兩年爲估計，而僅考慮 95 年以前起訴之 27 件，已爲一審判決者，比例約 52%（ $14 \div 27 = 0.52$ ）。

<sup>71</sup> 資料來源：保護中心網站，本研究加以整理、分析。

<sup>72</sup> 【廣大興業】案係由財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會提起民事訴訟，故未列入前述 63 宗案件之內。



【表 5】我國證券投資人及期貨交易人保護中心歷年起訴之案件數

年度	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98
起訴案件數目	1	2	3	1	2	2	3	4	9	11	19	6

再以【興大廣業】公司一案為例，薛凌等人於 87 年間從事內線交易獲利，卻遲至 96 年 5 月 31 日始由最高法院駁回薛凌等人上訴，維持二審判決，薛凌、薛凌之子何利偉及廣大董事楊仁正，須連帶賠償 49 位投資人共三百八十七萬八千多元而定讞。是被告等人從事內線交易行為，歷經近十年始民事判決確定，且判決確定後仍須透過強制執行程序始能滿足債權，投資人何時可實際受領得賠償金，更是未定之數。而以【博達】案為例，根據投資人保護中心統計，一萬餘名的博達投資人登記求償金額高達新台幣 59 億元；惟主要被告葉素菲等人名下之不動產早已抵押給銀行、股票也不值錢，僅有輔導博達股票籌資的券商與投保中心和解的賠償金，以及四位涉案主管支付的 700 多萬元賠償。估計全部賠償金額只有求償金額的 3%，對投資人可說是杯水車薪、聊勝於無而已。

### 第三項 小結

從前述司法審理情形，可知內線交易於我國運作之實際情形是：無罪率偏高、縱使有罪亦多輕判，甚至亦有被告潛逃出境、致無法執行刑罰之情形<sup>73</sup>，導致外界常戲稱「內線交易 18 年來沒有人因此坐牢」。至於民事賠償部分，訴訟耗時多年，且行為人待判決確定，亦早已脫產完畢，投資人往往僅能獲得一紙債權憑證；可見企圖以嚴刑峻罰以遏阻暨根絕企業舞弊，成效相當有限<sup>74</sup>。

<sup>73</sup> 如訊碟案之呂學仁夫妻。

<sup>74</sup> 綜觀證券交易法第 157 條之 1 的修正，除增修構成要件使更明確外，最明顯的特色即是刑度的大幅加重。從內線交易罪，最初僅係最重本刑為兩年以下有期徒刑、拘役或科或併科 15 萬元以下罰金；屬不得上訴第三審之輕罪，因此案件經高等法院審理後即不得再行上訴。嗣證券交易法於 89 年 7 月 19 日後因法律修正而得以上訴第三審。修正後的結果雖使最高法院對就法律解釋之爭議表示意見，然案件亦因得上訴第三審（發回更審）而難以確定。「重刑化」的修法方式，對內線交易之犯罪者，未必「不利」；蓋訴訟可能一打十幾年，形成「刑度越重、拖得越久、『案』多不愁」等怪象。

### 第三節 內線交易法條適用之爭議

外界對內線交易「定罪率低」、「查緝效果不佳」的檢討意見，除「檢調司法人員欠缺金融專業」外，最常見者，莫過於「構成要件不夠明確」。

乍看之下，證交法第 157 條之 1 所謂「重大影響股票價格之消息」，似乎充滿了不確定法律概念，蓋股票價格受基本面、消息面、籌碼面等多種因素交互影響，任何風吹草動、芝麻綠豆大的事情，都可能是「影響股票價格之消息」；但究竟要影響股價到何種程度，才可能踩線？再如重大消息之成立時點為何？重大消息如何能認為已公開？因此，社會各界不免「內線交易存有灰色地帶」之質疑。

按我國關於「重大消息」之相關規範，計有證交法第 157 條之 1 第 4 項、證交法第 36 條第 2 項第 2 款、「證券交易法第一百五十七條之一第四項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」、證交法施行細則第七條、臺灣證券交易所股份有限公司對上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序、財團法人中華民國證券櫃臺買賣中心對上櫃公司重大訊息之查證暨公開處理程序等。於實務上判斷是否為重大消息時，係先由列舉規定中尋找，如不屬規定中事項，始依原則規定為判斷。

茲將實務上曾發生過的重大消息類型整理如下表：

【表 6】我國實務上內線交易「重大消息」之類型與案例

	重大消息類型		案例
1.	獲利情形	調升/降財測	駿業建設、順大裕、精英、矽統、尖美建設、太穎、訊碟、啓阜工程
		營收大幅增/減	出售土地獲利：楊鐵、味全、新藝
2.	合併案（含公開收購）		耀文電子、品佳公司
3.	公司債信惡化		正義、南方資訊、和旺建設、十美
4.	重整		欣鋁、千興不銹鋼
5.	增資/減資		清三電子、全坤興
6.	其他		經營階層異動：精英案、赤崁案 會計師出具保留意見：皇旗資訊 董監事質押之股票遭斷頭賣出：東榮纖維

	檢調執行搜索：勁永、千興不銹鋼 <sup>75</sup>
--	-------------------------------

就實務上與「證券交易法第一百五十七條之一第四項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」所列之項目比較，除董監事質押之股票遭斷頭賣出、檢調執行搜索外，其餘皆已在列舉項目中。

茲將歷年來內線交易無罪判決之主要爭點或理由，整理如下表：

【表 7】我國實務上內線交易判決無罪判決之主要理由或爭點

爭點（被告抗辯重點）	案例
一、交易時點在重大消息成立前（重大消息成立之時點為何？）	味全、精英、太欣半導體、福懋油脂、清三電子、新光金控、耀文電子
二、行為人是否「獲悉」消息而交易？	精英、耀文電子、宏巨、華映、啓阜工程、百成行、全坤興、智基科技、中華映管、欣鋁、百成行、台開、亞瑟
三、行為人是否「利用」消息而交易？	中纖、突破、茂矽

由上表可知「是否為重大消息」通常並非關鍵所在。蓋法律為求發揮其規範效力，條文用語往往預留一定的彈性空間，無從貫徹構成要件明確性的要求；以刑度與「內線交易」罪相當之「強制性交罪」（法定刑為三年以上十年以下有期徒刑），以及刑度猶重於內線交易罪之「強盜罪」（法定刑為五年以上有期徒刑）為例；刑法第 221 條規定：「對於男女以強暴、脅迫、恐嚇、催眠術或其他違反其意願之方法而為性交者」，刑法第 328 條：「以強暴、脅迫、藥劑、催眠術或他法，至使不能抗拒...」等，過去亦甚少聽聞論者批評強制性交罪構成要件中之「其他違反其意願之方法」、或強盜罪構成要件之「至使不能抗拒」不夠明確<sup>76</sup>。內線交易為因應產業發展與財經秩序的變遷，法條用語自應保留適當的解釋空間；此種立法方式並不違背罪刑法定原則<sup>77</sup>，在審理時也並未對法官產生太多適用上的疑義

<sup>75</sup> 參見臺灣桃園地方法院檢察署 95 年度偵字第 36 號起訴書。

<sup>76</sup> 因此，筆者認為「構成要件欠缺明確性」此種批評，僅屬泛泛之論，並無任何「建設性」可言；蓋任何法條用語都有「解釋空間」的存在，此亦立法技術之極限所在。

<sup>77</sup> 又論者有謂證券交易法第 157 條之 1 第 4 項，將重大消息範圍及其公開方式授權主管機關定之，是否有違罪刑法定主義？按所謂之空白刑法，係指條款中僅規定有罪名與法律效果，而將構成要件中的禁止內容委之於其他法律、行政規章或命令，空白刑法在原則上並不違背罪刑法定原則，惟刑法以空白刑法的立法方式，授權以命令為補充規定時，其授權目的、授權內容與範圍應具體明確，而自授權的法律規定中可以預見前行為可罰性，方符合刑法的明確性原

或困擾。

分析法院判決後可知，在認定是否該當內線交易構成要件之判斷流程中，最困難的部分在於如何證明行人為「獲悉內線消息」，以及行為人買賣股票是否出於「利用內線消息之意圖」？此外，由於法院對於重大消息成立之時點，與內線交易犯罪所得如何計算見解尚不一，也會影響判決結果。以下總結內線交易之查緝流程如下<sup>78</sup>，並簡述現行法院實務所採之見解。

【表 8】我國內線交易案件構成要件之判斷流程

1. 是否有「重大影響發行股票公司股票價格之消息」存在？	（容易，僅需論究該消息是否重大 <sup>79</sup> ）
↓是	
2. 對「股票」或「有價證券」為「買入」或「賣出」之行爲？	（容易，從證券所或櫃買中心監視系統可得知）
↓是	
3. 行爲人是否具有證交法第 157 條之 1 各款規定之身分？	（容易，另需注意有無以他人名義持有股票之情形）
↓是	
4. 行爲人買賣股票時，「重大消息」是否已經成立？	（困難。目前實務上就「重大消息」何時成立見解分歧。）
↓是	
5. 行爲人買賣股票是否在「重大消息」公開、或公開 12 小時前？	（需認定重大消息如何始屬「公開」？）
↓是	
6. 行爲人是否「獲悉」前開重大影響股票價格之消息？	（非常困難。「獲悉」與否僅存在於行爲人內心，只能藉外在之行爲推論）
↓是	

則。另大法官解釋釋字第 522 號解釋意旨亦可參照。

<sup>78</sup> 另參見劉柏江，『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，軍法專刊第 54 卷第 5 期，97 年 10 月，第 115 頁。

<sup>79</sup> 事實上，目前證交所係就消息公開後對股價的影響程度，來判斷是否符合重大性之要件，但由於每天發生及申報的消息眾多，不可能對每一消息逐一審酌基於成本效益考量，僅能就當日價格有大幅波動者為調查。參見陳志龍，證券交易法內線交易，收錄於「余雪明大法官榮退論文集，企業與金融法制」，元照出版有限公司，98 年 1 月。

7. 買賣股票之行為是否出於「利用」（行為人可否以「預定交易」、「遭斷內線消息之意圖？」頭」、「保全債權」等事由抗辯？）

↓是

【構成內線交易】→犯罪所得如何計算

## 第一項 重大消息何時成立？

### 第一款 更新財測

#### 一、精英（一、二審均無罪）

本案法院見解主要為：精英公司二次調降財測之事實，自應於精英公司【內部會計人員作成公司營收相關財務報表，結算公司營收未達百分之八十時即已成立】<sup>80</sup>。不能證明被告於交易前即已獲悉精英公司更新財測之消息，判決被告無罪。

#### 二、太欣半導體公司（一、二審均無罪）

本案法院見解主要為：太欣公司財務部於 86 年 7 月 17 日依規定進行半年報結算時發現，截至該年度六月底自行決算之稅前損益實際數與預算數差異達百分之二十以上，且部分基本假設變動，應依規定更新財務預測，而【更新後之財務預測，於 86 年 7 月 22 日編制完成】（惟尚未送會計師核閱），並於 7 月 22 日將核定之更新後財務預測報表上呈該公司總經理及副總經理核閱，並於 7 月 23 日上午召開記者會，發佈太欣公司超前達成本年度預期之營收及獲利，並宣佈調高 86 年度之財務預測。...

#### 三、大霸電子（一審無罪、二審有罪）

本案大霸電子兩次於股市觀測站發布重大訊息，一次為調降財測，一次為增提備抵存貨跌價損失及備抵銷貨折扣。一二審法院就兩次重大消息之成立時點，有不同之認定，整理如下：

一審法院見解：第一次消息係成立於【大霸電子公司會計部門人員依規定按季完成原財測稅前損益達成率之檢討】時；第二次消息則係於簽證會計師關○○寄發電子郵件與大霸電子公司及其孫公司（上海迪比特公司）人員，且經 2 家公司人員【重新增提備抵存貨跌價損失及備抵銷貨折扣，以將上開會計科目估列入帳時】。

<sup>80</sup> 引號為研究者所加，下同。

二審法院見解：

第一次更新財測之成立時點：依 93 年 12 月 9 日修正前即 91 年 11 月 14 日發布的財測準則第 15 條明定：「已公開財務預測之公司，應隨時評估敏感度大之基本假設變動對財務預測結果之影響；當編製財務預測所依據之關鍵因素或基本假設發生變動，致稅前損益金額變動百分之 20 以上且影響金額達新臺幣 3 千萬元及實收資本額之千分之 5 者，公司應依規定更新財務預測。」因此公司應隨時評估重大基本假設變化結果，且當財務預測所依據的基本假設發生變動，致公司稅前損益金額變動逾 20% 以上且影響金額達新臺幣 3000 萬元時，即必須依規定更新財測公告。大霸公司 93 年 1-8 月累積營收由淨利轉為淨損 6484 萬元，與原預測 1-8 月累積營收淨利 3.84 億元相較，稅前損益金額變動幅度遠超過 20%、影響金額達 3000 萬元以上，已達必須更新財測的標準。...且並無事證足認大霸公司具有客觀事證可認於 93 年第 3 季結束時，大霸公司營運績效將可提升彌平 7 月起的虧損，達到原財測目標。因此 93 年度原財務預測報告，【至遲於 93 年 8 月底止，即因財務預測引用的關鍵因素及重大基本假設發生變動】，以致必須更新。

第二次更新財測之成立時點：大霸公司內部人員知悉大霸公司須遵循 KPMG 會計師意見重新調整存貨評估方法，才得順利獲取查核報告；而【調整評估方法所需檢討的事實於 94 年 3 月底前即已發生（上海迪比特公司存貨淨額高達資產 31%、於 2005 年 1、2 月即鉅額虧損人民幣 1 億元、存貨去化不暢等）】，足認其存貨確有跌價事實。原於 93 年度的估列方法已不足以因應上述情事變化，原有提列金額也不足以反應高額的存貨實際淨額。可預見於公布大霸公司上年度財務報告的法定期限前為止，因重新調整存貨評估方法致虧損幅度大幅增加的事實勢必發生。

#### 四、訊碟公司（一、二審均有罪）

本案法院見解主要為：證券交易法第一百五十七條之一第一項之規定，文義上並未限制為「獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息『成立或確定』時」；且「information」並無所謂成立或確定之時點，因此將證券交易法第一百五十七條之一第一項之「獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時」解釋成該「有重大影響其股票價格之消息須成立或確定成立後、在公開前，購入股票為構成要件」，不僅過於限縮該法條之適用，而與文義不合。...綜觀訊碟公司當時之營業收入、稅前淨利、稅前純益達成率等情形，認被告呂學仁等人於 89 年 7 月

及 8 月，已知訊碟公司 D V D 光碟產品之實際出貨量，連續二月落後預估出貨量，累積落後預估出貨量已達 56% 以上，且 89 年 7、8 月之營收比與往年相較，亦有落後情形及稅前損益達成率落後比例至八月底時，已達 15% 等狀況；而得知該年度訊碟公司至九月底財務預測稅前損益變動比率，必達財務預測實施要點第十八條規定，而需依法調降訊碟公司財務預測之重大消息。

### 五、新光金控（一、二審均無罪）

本案法院見解主要為：關於新光人壽公司應增提責任準備金之金額為 196 億元，係於【德勤公司於 91 年 6 月 24 日作出報告後始能知悉】，...是被告最早亦係於 91 年 6 月 24 日始能知悉新光人壽公司應增提責任準備金為 196 億元，...而發生減資及調降財務預測之事實，並於翌日下午經新光人壽公司第 14 屆第 4 次董事會，及新光金控公司第 1 屆第 7 次董事會會議通過，始能確定新光人壽公司增提責任準備金 196 億元，並擬以調降財務預測，減資彌補虧損及現金增資方式因應。

81

### 第二款 處分資產獲利

#### 味全公司（一審無罪、二審有罪）

味全公司於民國八十七年間，透向新燕公司洽售坐落於臺北縣三重市之土地一批，此交易結果會使味全公司獲利高達約三十六億元。本案一二審法院對於「處分資產」消息成立之時點，亦有不同之認定。

一審法院認為：新燕公司購買味全公司上揭土地，係於八十七年十月十二日上午十時經新燕公司董事會決議通過，於翌日經雙方簽訂不動產買賣契約書；則味全公司出售上開土地在新燕公司董事會決議通過之前或雙方簽訂不動產買賣契約之前，此重大消息尚屬不確定之狀態...（按：以雙方簽訂不動產買賣契約時為基準）

二審法院則認為：在新燕公司董事會開會前，味全公司與新燕公司開了多次買賣協商，並在新燕公司開會決議購買前五天已有買賣合意，對每坪單價、付款方式、條件有初步共識，而按買賣契約於當事人就標的物及價金互相同意時，買賣契約即為成立，民法第三百四十五條第二項定有明文。...是本案訊息成立（或

<sup>81</sup> 惟學者認為本件重大消息成立之點，應在 6 月 11 新光人壽與德勤簽訂委託契約時。參見林孟皇，內線交易的重大消息成立與舉證責任-評臺灣高等法院 95 年上訴字第 2706 號刑事判決，檢察新論第 4 期，97 年 7 月，第 153 頁。

發生)之日，應以能具體認定交易對象、交易內容(包括標的物、買賣金額)及買賣契約應可履行之時點為準，故仍應以該新燕公司董事會決議授權購置之八十七年十月十二日上午十時為斷。

### 第三款 公司合併

#### 一、耀文電子(一、二審均無罪)

耀文公司於民國 90 年 5 月 3 日及同年 6 月 8 日，先後在財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心股市觀測站，發布「董事會決議與欣興公司、群策公司及恒業公司合併案」及「耀文公司與欣興公司達成協議，兩公司合併案將暫停進行」等二則具有重大影響耀文公司股票價格之消息。

本案法院見解主要為：本件重大影響其股票價格之利多及利空消息，應係於 90 年 5 月 3 日及同年 6 月 8 日【召開董事會決議確定並對外公開】...

#### 二、品佳公司(一審有罪，二審審理中)

品佳公司自民國 93 年 10 月間，與世平公司協商產業整合；雙方代表協商人員於 94 年 2 月 15 日決定依企業併購法收購規定，共同以股份轉換方式，新設控股公司收購持股整合；經委由會計師、專家提出評估、分析報告後，於 94 年 3 月 21 日至同年月 25 日間，交由雙方代表協商確定換股比例及相關條件後，決定各自召開董事會討論決議共同以上開股份轉換方式，新設「大聯大公司」。同年月 26 日雙方各自召集重要幹部告知上情，旋於 94 年 3 月 27 日上午 11 時召開董事會決議通過後，並於同日下午 4 時許，向臺灣證券交易所申請召開重大訊息記者會，發布上開兩家公司共同透過股份轉換方式，設立大聯大公司之重大訊息。

本案法院見解主要為：本件品佳公司與世平公司共同以股份轉換方式新設「大聯大公司」之消息，依上述於 94 年 2 月 15 日即經兩家公司協商代表人員決定依企業併購法收購規定，共同以股份轉換方式，新設控股公司收購持股整合，其後更於 94 年 3 月 21 日至同年月 25 日間，協商確定換股比例及相關條件，決定各自召開董事會討論決議共同以上開股份轉換方式，新設大聯大公司案，是依上開說明，上開系爭消息【於 94 年 2 月 15 日即堪已確定其發生機率甚大】，且該消息成立後對二家公司營運活動影響甚大，足認已具上開證券交易法第 157 條之 1 規定之重大消息性質，而非待其後二家公司於 94 年 3 月 27 日召開董事會決議通過後，始謂確定成立。



## 第四款 減資

### 清三電子（一、二審均無罪）

清三公司於民國九十一年三月間，規劃減資後再增資方案；嗣減資計畫於九十一年五月八日公開。

本案法院見解主要為：被告曾令證人王○○就減增資問題進行研究評估，而證人許○○就減增資問題曾於 91 年 4 月 26 日、27 日間向證券公司、會計師事務所及主管機關為相關事項之查詢，並於同年月 29 日向其主管即證人王○○報告。證人王○○復在董事會召開前一星期完成規劃報告送交被告；而在 91 年 4 月下旬之前，清三公司仍未與交通銀行達成清三公司辦理增資之共識；而辦理減增資後是否課稅一節，亦影響清三公司辦理減增資之意願，故清三公司在明確知悉將否課稅之前，清三公司辦理減增資亦非確定之事。從而清三公司在證人許○○詢問相關事宜迄至證人王○○完成規劃報告之前，並無決定辦理減增資之事實。

綜上，內線交易消息重大性與否之判斷，必須依個案具體事實認定，以消息對於投資人買賣證券之影響程度著眼，衡量交易可能完成之機率與完成後對投資決定可能產生之影響作綜合判斷，而非單純以尚未完成特定之程序，即否定其為重大消息之性質。

## 第二項 如何認定行為人「獲悉」消息而為交易？

撇開前述法院對內線交易之構成要件仍存有見解分歧外，實務上最困難，就是如何證明內線交易行為人「獲悉」有重大消息<sup>82</sup>。蓋「人之意識是否『知悉』某特定外界訊息之事實，屬於內在事實或內心事實，依目前科技發達之程度，似仍未聞能以積極證據直接加以證實之科學方法，而僅能以外界客觀事實加以佐證，例如：證人證稱曾經告訴被告某事實、被告曾在記載某事實之文書上簽名或蓋章、依據被告事後之客觀行為可認其應知悉等等，至於被告是否確實對於該事實有所認識，進而依據該事實而為特定行為，似無從深究。」<sup>83</sup>

<sup>82</sup> 參見劉千鳳，同前註 12，第 102-122 頁。（本研究針對現任之法官進行訪談，受訪者曾表示：「比較難查的東西就是說他的消息來源，他是怎麼知道的？」、「你沒有辦法證明她在賣股票之前獲悉重大消息...所以才判無罪」、「(A：就是主觀的知悉那部份很難去證明?)對對對，那一塊是最難審理的」、「其實最難的是在被告的部份是不是知悉這件事情?有沒有證據可以證明...」等。

<sup>83</sup> 臺灣臺北地方法院檢察署 91 年度上字第 163 號上訴書。（【精英案】）

另一方面，由於認定被告有罪的心證門檻，必須達到「超越合理懷疑」的確信程度；如證據欠缺明確性，尚不得以擬制或推定的方法為判斷基礎。若關於被告是否構成犯罪之證明未能達到上述程度，而仍有合理懷疑存在，依「罪證有疑，利歸被告」之證據法則，不得遽為不利被告之認定。

因此，實務上常可見公司董事長辯稱：「不知公司營運情形」、「不知公司要調降財測」等不盡合理之抗辯。惟鑑於刑罰是最後的制裁手段，「與其殺不辜，寧失不經」；因此在缺乏積極、直接證據證明被告「確實獲悉」重大消息時，法院也只能從輕判決被告無罪。被告是否「獲悉」重大消息無法從外在事實判定，因此在被告否認「獲悉」消息而為買賣時，如何藉由外在客觀事實，判定行為人知有內線而為交易，誠有釐清之必要。實務上必須係實際調查涉案之被告買賣股票前是否獲悉內線消息，為有無罪之依據。舉例如下：

#### 一、亞瑟（被告吳光訓一審有罪、二審無罪）

一審認為：被告吳光訓雖供稱：伊僅係掛名負責人云云，然證人武沛曜於調查站中則證稱：第一種狀況是有關與公司經常性營運有關之訊息，例如召開董事會，由伊及亞瑟公司股務代理之券商討論後，再由伊呈報董事長吳光訓，由吳光訓召開董事會作成決議，然後再於股市觀測站上公告，有關財務之訊息，財務人員跟伊反映有需要公告財務訊息，一樣由伊呈報給董事長吳光訓，再由吳光訓召開董事會後作成決議，然後再公告，第三種狀況是突發性訊息，例如退票，可能連董事會都來不及召開，能得知這些訊息的人只有在這過程中有經手的人，（你是否會將亞瑟公司之重要訊息都會先向吳光訓報告？）這是一定的，只要是重大事項都會向他報告，吳光訓每次開董事會均會出席等語（參見偵一卷第三九頁反面、四六頁），是縱被告吳光訓未親自參與公司業務，然對於亞瑟公司財務之調度及營運損益狀況等情，亦當知之甚詳，再衡諸上開亞瑟公司累計虧損達實收資本額二分之一之訊息，係屬足以影響亞瑟公司股價嚴重下跌之重大利空消息，衡情身為公司之董事長，自無可能遲至召開董事會討論時方知悉甚明。

二審認為：證人武沛曜於原審 94 年 7 月 6 日交互詰問證述，與其調查處供述有異。參以證人即查核會計師黃增國上揭證詞，該財務報告不可能在製作過程中即將查核報告內容通知亞瑟公司，而證人潘于台所證乃就虧損內容有所爭執，由武沛曜與陳榮華會計師洽談，該查核報告依證人黃增國所證係於 4 月 30 日用印完成送交公司。...被告吳光訓所辯亞瑟公司虧損訊息伊於 4 月 30 日董事會才知悉，

尚非全然無據...

### 三、訊碟科技

法院在本案中，認定被告陳政宇（即訊碟公司董事長呂學仁之妻舅）知悉訊碟公司必須調降財測的理由如下：

（1）被告出脫（且幾乎賣光）股票之時間（89年8月下旬）與原審同案被告呂學仁、呂陳慧晶出脫訊碟公司股票之時間，幾乎全部重疊；而負責替原審同案被告呂學仁、呂陳慧晶及被告出脫系爭訊碟公司股票者，亦均係證人林季樑，且被告出脫系爭股票後之資金，部分亦流向同案被告呂學仁、呂陳慧晶（詳如後述）；堪認被告與同案被告呂學仁、呂陳慧晶往來密切，並於出脫系爭股票後有金錢往來關係。（2）被告之貸款，於89年9月底時並無償清之急迫性，被告卻急於將第一、三筆借款還清，元，足見其出脫股票償債之時機，難謂無疑。（3）出脫股票後之資金，匯款對象個人部分均係被告至親，甚且包含知悉內線消息之前審同案被告呂學仁與呂陳慧晶；至於匯款轉至銀行及法人之部分，被告則未與之有何借款往來，是被告辯稱急於出脫訊碟股票均係因台灣發生口蹄疫，出脫股票係為還債乙節，與事實不盡相符，所辯並不足採信。（4）被告若能以電話與證人即訊碟公司協理林季樑聯絡指示買賣系爭股票之事，自無法以其人在國外而謊稱未與呂學仁、呂陳慧晶互通訊息，不知國內事為遁詞。

### 三、台開

台開董事長蘇德建，因當時官股持有48%、民股持有45%、彰化銀行原持有4%，且彰銀陸續釋出台開股票，故擔心當民股持有率大於官股時，會召開臨時股東大會改選董監事而遭撤換；乃與蔡清文聯繫，希望蔡清文告知趙建銘能購買台開公司股票，並透露臺灣銀行於94年8月1日簽署同意20億元聯貸案等利多消息；蔡清文隨即於球敘時透露予趙建銘、游世一。嗣蘇德建於於94年7月14日安排「三井宴」邀請趙建銘、蔡清文、游世一，並決定趙建銘以其母簡水綿名義購買5000張、游世一購買5000張、蔡清文購買3000張，剛好彰銀亦計畫釋出台開股票13000張。趙建銘等人於94年7月25日購買台開公司股票後，迄95年6月間，趙建銘（暨其父趙玉柱）獲利約2949萬元、游世一獲利約7000萬元、蔡清文獲利約589萬元。

本案法院見解主要為：

（1）...全額交割股票存有遭終止上市之高度風險，更因為必須以現金交易，

影響股票交易之流通性與便利性，理性投資者更不可能以大筆資金購得全額交割股票，兼以一般人根本無法透過盤後交易洽特定人方式取得某公司股票，則除非交易人本身擁有非常明確之消息，否則不可能大量、集中購入某公司股票，而是採取多檔股票之投資組合，以降低或消除非系統化風險，亦即除非消息非常明確，否則投資者一定會經常性買賣來避險，不會長期持有全額交割股，致賺取暴利。而以台灣證券交易所提供台開公司股票成交資料為例，無論係 94 年 11 月 3 日恢復正常交易前後，被告趙建銘、蔡清文、游世一在 94 年 7 月 25 日買入一萬二千一百張股票，均為當年度之最大量，且相較於 94 年 1 月 3 日至 94 年 7 月 22 日期間，台開公司股票成交數量大多為數百張、甚至幾十張、至多不超過一千五百張之成交量來看，94 年 7 月 25 日成交一萬二千餘張之數量，係明顯之交易異常。則被告趙建銘、蔡清文、游世一如未自被告蘇德建處獲有影響股價之重大消息，怎可能投入大筆資金購買具有高度風險、當時仍為全額交割股之台開公司股票。<sup>84</sup>

(2) ...以上均足以證明彰化銀行對於臺開公司之經營不具信心。而依卷附蔡清文、趙建銘、趙玉柱、游世一等人之買賣股票資料或投資經驗，以及被告游世一要求友人張佑正評估臺開公司之做法，均可見顯然有特殊原因，足以說服蔡清文、游世一、趙建銘、趙玉柱等人願意以附件所示款項，鉅額買入處於全額交割股之臺開公司股票...<sup>85</sup>

### 第三項 行為人是否「利用」內線消息而為交易？

#### 一、中纖（一審無罪）

綜上，獲悉未公開重大消息之人，固無須具備藉由買賣股票交易獲利或避免損失之主觀意圖，但仍不能排除其買賣股票之起念與重大消息之獲悉間，具有「利用」之相當關聯性，否則，無異造成交易人因一般投資習慣或預先擬定之投資計畫而陷於罪責之危險。況實務上均究明重大消息之性質為利多或利空，而分別針對行為人買入或賣出股票之行為處罰，尚不針對獲悉利多消息而賣出股票、獲悉利空消息而買進股票之行為，論以內線交易罪，顯見重大消息與買賣股票行為間之關聯性，不得棄而不論，仍應探究「利用」與否。又此種「利用」消息而買賣股票之要件，既已於立法理由中敘明，乃內涵於內線交易立法目的之目的性界線，

<sup>84</sup> 臺灣臺北地方法院 95 年度矚重訴字第 1 號刑事判決。

<sup>85</sup> 臺灣高等法院 97 年度矚上重更(一)字第 4 號刑事判決。

對於行為人並無不利益，自無違反罪刑法定原則之虞，附此說明。

經查...附表所示各公司，經被告王朝慶授權指示被告吳雪娥下單，自 87 年初起，每月均有數次融券並當日沖銷之交易習慣，於 87 年 10 月間，亦無特別情形。再就附表所示各公司於 87 年各月份賣出中纖公司股票之總量，比較各公司於 87 年 10 月 21 日至同年月 31 日所賣出之中纖公司股票數量及買賣百分比，並無何異常大量之情形，有成交買賣前 100 名投資人明細可考，堪認被告王朝慶利用中纖投資公司、名慶投資公司、台益投資公司、大發投資公司、磐亞投資公司名義，每月固定買入、賣出中纖公司股票之習慣，相當規律，自難遽認被告王朝慶有何「利用」重大未公開消息而買賣股票之行為。

## 二、突破（一、二審均無罪）

由前開證人之證言及書證內容可知，被告劉美麗確係因突破公司內部人事紛爭，欲退出公司經營而於九十四年四月二十六日申報轉讓持股，旋即委由臺育證券公司營業員洪于惠出脫持股，惟因市場需求量小，始於九十三年四月二十九、三十日始賣出，是被告劉美麗辯稱：伊並非因獲悉尚未公開而足以影響證券行情之資訊，而賣出突破公司股票等語，應非子虛。

## 三、茂矽（一審無罪）

證人謝士滄...係受胡洪九委任，擔任鴻瑞公司、茂福公司在復華證券、台證證券之股票帳戶之受任人，...而市場上預期重要戰爭即將爆發，本即易影響股票價格，且茂德公司為台灣之 DRAM 大廠，茂矽公司又為茂德公司之重要股東，故 DRAM 產業之盛衰、戰爭因素，自均會影響茂矽公司之股價，是以謝士滄考慮上開因素而認投資人應出脫現有之手中持股，亦符常理判斷。從而，依上開事證可知，謝士滄在接受胡洪九之委託處理鴻瑞公司、茂福公司之股務時，胡洪九並未指示售出之時機、數量，係謝士滄依市場狀況、機制規則及其專業判斷，向胡洪九建議出售後，由胡洪九全權委任其處理，而謝士滄亦未於事前知悉茂矽公司於 92 年 4 月 17 日所公告之重大訊息內容，是以，謝士滄自 91 年 11 月間開始，先行賣出昇豐證券之茂矽公司持股後，再於 92 年 2 月 25 日至 3 月 5 日售出鴻瑞公司持股，同年 3 月 5 日至同月 13 日賣出茂福持股，與茂矽公司 92 年 4 月 17 日公告之訊息並無關係。

## 第四項 內線交易之犯罪所得如何計算？

證交法第 171 條第 2 項規定：「犯前項之罪，其犯罪所得達新台幣一億元以上者，處七年以上有期徒刑，得併科新台幣二千五百萬元以上五億元以下罰金」本項以犯罪所得金額多寡決定內線交易刑度，於犯罪所得超過新台幣一億元時加重處罰。惟內線交易行為人於消息未公開前買賣股票，其犯罪所得應如何計算，法條本身並未說明；且本項立法方式未見於美日等國證交法，無法援引外國學說及實務見解。

例如 A 以每股 100 元買進 100 萬股，消息公開後 10 個營業平均收盤價元，A 在消息公開 20 日以每股 200 元賣出，獲利一億元？此時犯罪所得是 5000 萬元？或一億元？若 A 一直保有股票未賣出、嗣後股價下跌至每股 90 元時，「犯罪所得」又應如何計算？此外，三人同時買賣相同股數，但於不同時點賣出，賣出時每股價格不同，此時犯罪所得是否相同？若認定不同而導致刑度差異，是否有為罪責相當及明確性原則？<sup>86</sup> 以下以【台開】案為例，整理一二審法院見解如下表：

【表 9】內線交易「犯罪所得」計算方式之爭議（以「台開案」為例）

一審	二審
<p>內線交易犯罪所得金額之計算，...而必須有一套擬制性交易所得計算之公式，...首需確定者厥為「市場合理基準之交易價格」...</p> <p>自證券交易實務而言，倘有重大影響公開發行公司股票價格之訊息產生，該訊息對於公司股票價格之影響約在十個營業日左右，十個營業日過後公司股票價格之漲跌將回歸一般股票市場之常態，十日過後股價若仍有不正常之漲跌，其通常係由於其他因素，與該訊息本身並無因果關係。申言之，該重大訊</p>	<p>...依照刑法理論，應以犯罪行為既遂或結果發生時該股票之市場交易價格，或當時該公司資產之市值為準。至於計算方法，可依據相關交易情形或帳戶資金進出情形或其他證據資料加以計算。例如對於內線交易可以行為人買賣之股數與消息公開後價格漲跌之變化幅度差額計算之，不法炒作亦可以炒作行為期間股價與同性質同類股或大盤漲跌幅度比較乘以操縱股數，計算其差額」（93 年度台上字第 2885 號參照）。足見證券交易法第 171 條第 6 項謂因犯罪</p>

<sup>86</sup> 參見顧立雄、陳一銘，論內線交易犯罪所得之相關問題，萬國法律第 161 期，97 年 10 月，第 61 頁

<p>息公開後之十日均價，即為「市場合理基準之交易價格」，故本院認本件擬制性交易所得之計算方式應為：「擬制性交易所得＝市場合理基準之交易價格×買進股數－購入成本－證券交易稅－交易手續費」。</p>	<p>所得之財物或財產上利益，應採差額計算（96 年度台上字第 2453 號參照），扣除犯罪行為人成本之見解（95 年度台上字第 2916 號參照）</p>
--	--

## 第五項 小結：實務見解仍有諸多分歧

分析以上實務見解，可發現我國實務見解仍甚分歧，析述如下：

### 一、重大消息之判斷

就消息重大性之判斷而言，具有高度事實認定的特性，必須依個案具體事實認定，而非以單一事件作為衡量基準，且應綜合各項因素作整體判斷；雖常見「重大消息」標準欠明確之批評，惟經判決、學說多年之累積，以及行政規則之增定，事實上於審判實務中，此並非一重要爭點。

### 二、重大消息何時成立

除單一事件外（例如公司突遭火災），一般重大消息都有一定之形成過程，如固守僵硬之標準，認為程序尚未完成、消息尚未確定者，均非內線消息，恐過於僵化，甚至導致經營階層故意延滯消息「成立」的時點，而為內線交易的操作預留更多空間；此種結果顯與立法意旨相悖。<sup>87</sup>

過去實務案例中之「重大消息」，為數不少是與財測更新有關。依「財務預測資訊處理準則」規定，公司編製財務預測應建立完整書面預算制度及合理基本假設，並應「隨時」評估敏感度大之基本假設變動對財務預測結果之影響。當編製財務預測所依據之基本假設「發生」變動，致稅前損益金額變動百分之二十以上且影響金額達三千萬元及實收資本額之千分之五者，公司應於發現之日起二日內公告申報原編製財務預測基本假設發生重大變動致原發布資訊已不適合使用，及其對各預測科目之影響金額，並於十日內公告申報更新後財務預測。故依前揭規定，公司編製財務預測之基本假設「發生」變動，致稅前損益金額變動達上開標準者，公司即應更新財務預測。因此，公司更新財務預測此等重大消息之成立時

<sup>87</sup> 參見賴英照，同前註 27，第 374 頁

點，應為基本假設「發生」變動之時點，尚非董事會決議日。<sup>88</sup>是「更新財測」之時點，如認定係於「公司會計人員做作成相關報表」、「會計師查核完成」、「董事會決議通過」之時，顯與「財務預測資訊處理準則」所規範之意旨相悖，而不當限縮內線交易之適用範疇，且使內部人有上下其手之操弄空間。<sup>89</sup>

再以公司辦理重大併購案件為例，併購時往往需要經過初步徵詢意願、提出併購計畫、簽訂意向書或備忘錄、實地查核、提出換股比率或收購價格、董事會決議通過等多項步驟。因此在【耀文電子】案中，法院認定併購案須待董事會決議通過始「成立」之見解，有欠妥適。蓋內線交易之立法精神，在於促進資訊取得平等以維護市場交易公平；因此，自應以消息最早可能成立之時點認定之。此參照「重大消息管理辦法」第4條規定：「前二條所定消息之成立時點，為事實發生日、協議日、簽約日、付款日、委託日、成交日、過戶日、付款日、審計委員會或董事會決議日或其他足資確定之日，以日期在前者為準。」所採取之「多元時點、日期在前」之立場，且將「事實發生日」、「協議日」均列作可能之成立時點，可見不以該消息已「確定」發生為必要，而在強調消息成立之相對性。

此外，我國公司有不少是家族企業，或透過交叉持股成為關係企業；因此即便不具備足夠的控制表決權，少數人亦可長期掌握公司經營權。在此種情形下，須經董事會決議之事項，亦有可能早已在各該內部人之掌握，而召開董事會僅是為符合形式要件。<sup>90</sup>再者，重大消息達到最後依法應公開或適合公開階段前，往往須經過一連串處理程序及時間（例如與第三人完成訂約），之後該消息所涵蓋之內容或事物才確定成為事實，而達到應或適合公開的階段。如果認定重大消息之成立時點，須達到消息內容已確定成為事實後，方屬重大消息才成立，則對內部人

<sup>88</sup> 參見伍思吟，從法制觀點論內線交易，證券暨期貨月刊第22卷第7期，93年7月16日，第45頁

<sup>89</sup> 我國財務預測自93年12月9日起修正為自願性公開後，發行公司自願公開財測之情形大幅下降。（參見劉毅馨，財務預測宣告前之私有資訊交易及影響因素，臺大會計所博士論文，96年7月、第50頁）惟法院在【訊碟】案中所建立務實判之斷標準，且經最高法院予以維持，不但供日後案件參考，亦可發揮一定之釐清功能。

<sup>90</sup> 參見林孟皇，內線交易實務問題之研究，法學叢刊第210期，97年4月，第58-59頁。另參見【新藝纖維】案，台南地院88易字第1138號、臺灣高等法院台南分院8上易字345號。本件被告謝耀旗於調查局訊問時已供承：新藝公司於八十一年十月七日上市前，就因永康一廠土地，早由工業區變更為住宅區，當時因未上市，資金不足而，無法遷廠售地，上市後，就積極準備要遷廠售地。八十二年一月左右，伊打算要遷廠售地，因為本公司董監事都是伊家人或親戚組成，他們也會贊成伊意見，後來就指示莊炳焜遷擬於八十二年六月十四日召開董事會，討論出售永康一廠用地會議...足見新藝公司內部確於八十二年一月間即已決定要遷廠售地，至為明確，而嗣後進行之上開簽擬提案及董事會決議，其意僅係在形式上在對外完成遷廠售地所需之法定程序而已...。



因其職務或特定關係而有機會接觸，甚至由其主導該事後須公開消息的事務時，其將有機會利用目前已知悉但尚未成爲事實，而若將來成爲事實即須公開的資訊進行股票交易；不但有違資訊平等原則，亦可能造成彼等故意拖延應進行的法定程序，延緩資訊流湯、並阻礙市場效率。因此，重大消息是否已成立存在，不能僅以其消息內容尚未確定成爲事實即予以否認，而是該消息在某特定時間內或經過一定程序後必成爲事實，即可認定爲重大消息，不須待此消息確定成爲事實後，始認爲重大消息才存在而有知悉之可能性。

又如公司營運發生重大變化，亦可能經過財報自結數編製完成、查核報告完成、調整分錄暨查核意見定稿、董事會通過財務報告、公司公告財務報告等流程<sup>91</sup>，因此就一動態之事實，何時「成立」，即可能存有爭議。

在【訊碟】案中，法院認爲：內部人於「獲悉有（在於某特定時間內勢必成爲事實）重大影響其股票價格之消息時」，在該消息公開前，爲買賣股票之行爲即足構成該罪；不須待此訊息在某特定時點成立或確定爲事實後，方認內部人始有知悉之可能性。認定行爲人是否獲悉發行公司內部消息，應就相關事實之整體及結果以作觀察，不應僅機械性地固執於某特定、且具體確定之事實發生時點而已，否則將無法把握立法精神。

三、內部人是否獲悉重大消息？是否知悉某特定訊息，屬個人內心狀態，依目前技術並無能直接證明之科學方法，除被告願意自白外，僅能以外界客觀事實加以佐證。目前實務上均必須透過詳盡的調查程序，藉由客觀事實（例如：行爲人曾參與併購前會議、收受電子郵件或董監事會議通知、各級主管權責表等），或者是證人（如公司職員）之證述等來探求真相。惟物證可能遭有心人士滅失、證人之供述往往又因記憶力、主觀情緒、有無摻雜其他動機等多種因素，而未必能完全還原真相。

實務上有論者建議，運用市場經驗法則、品性證據法則、對比論證法則等，突破內線交易調查的困境。例如【勁永公司】一案中，勁永公司當時仍有獲利、每股淨值亦高於股價，該公司主力產品需求持續增加，且外資仍持股一萬多張，基本面並非極差，不致使投資人積極地大舉放空。另就技術面而言，93年12月底的勁永股價處於低檔，即屬典型不適合融券放空的股票，然而被告卻於低檔區進

<sup>91</sup> 參見羅贊興，內線交易實務探討，【證券暨期貨市場法務與案例研討會】講義，97年11月18日。

行放空，明顯違反技術面操作法則。且被告有近 20 年之股市經歷，且過往投資十分謹慎保守，於本案中卻於股價已經跌了近八成之後大伺放空，顯然不符其過往之投資策略及技術面所顯現之各項指標。再詳加比對該證券機關專員於開始查核後與該股市金主之往來次數、該股市金主、與該證券機關專員之通聯記錄，及 94 年 2 月間被告赴美期間取得磁片、該證券機關專員、該股市金主與被告等人之融券放空時點極為接近等，堪認該證券機關專員、該股市金主、被告三人之融券放空依據之消息係屬同一來源—即該證券機關專員<sup>92</sup>。惟如何認定被告「獲悉」內線消息，仍有賴判決的累積與學說討論，以逐漸建立一套客觀的判斷標準，以期能達到毋枉毋縱之成效。

四、內線交易犯罪所得如何認定？台開案的一審法官雖採「擬制性交易犯罪所得」，惟該案之二審、三審法官均認為應以實際犯罪所得認定。參酌日本對於「課徵金」之認定方式，以及刑法犯罪所得之理論，筆者認「實際犯罪所得說」較為可採。

## 第四節 內線交易執法成效不彰之原因

### 第一項 偵審加強金融案件審理之新制

過去研究對查緝金融案件之批評與建議方案，不外是認為司法人員欠缺財經專業，因此所提出之改進方案亦不外乎是提升檢調辦案人員之專業，成立金融專庭等。而為回應各界改革之聲浪，法務部、司法院也陸續推行以下各項方案，期能提升執法之效能，以有效打擊不法、維護市場金融秩序。

#### 第一款 駐（金管）會檢察官制度

由於金管會各局在行政監理及查核過程中，直接接觸及查核各銀行、證券、保險等金融業及公開發行公司（含上市櫃公司）的業務資料；且該會依法在金融檢查，可要求金融機關及其關係人與公開發行公司提示有關帳簿、文件及電子資料檔等資料，或通知被檢查者接受詢問，是以就其執掌及權限而言，如果有金融機構或上市櫃公司進行掏空、假交易、背信、違法放貸等企業舞弊情形，金管會

<sup>92</sup> 參見鄭提升，證券交易市場內線交易犯罪型態實務解析，證券櫃檯月刊第 124 期，95 年 10 月，第 7-8 頁。

應係居於最前端易於先期發掘犯罪線索的地位；此外，就證券犯罪當中最主要的類型－操縱股價及內線交易，經常是由證券交易所及證券櫃臺買賣中心的線上監視系統，先期發掘基礎事證，並將特定股票開戶、交易、投資人關連戶及分析意見書等相關資料，移送檢調機關發動偵辦；再者，金管會人員可提供金融專業諮詢、可提供行政監督查核資料供作辦案時參考、可協助檢察機關辦理資金流向查核、協助查扣涉嫌人銀行帳戶或管制資金；所以該會不僅是金融犯罪案件的移送者或管制者，更是偵查金融犯罪案件的輔助協力者，角色至關重要。<sup>93</sup>

為建立打擊金融犯罪案件之聯繫機制，使金融監理機構與司法機關能在金融犯罪發生之初，將金融專業與司法專業充分合作，早期介入，進行有效、完整的蒐證，避免相關犯罪事證遭湮滅、變造或散失，而能為有效之追訴與審判。法務部於95年4月3日訂定發布「法務部遴派檢察官進駐行政院金融監督管理委員會辦事要點」<sup>94</sup>，遴派檢察官進駐行政院金融監督管理委員會，行政與司法調查並進。駐會檢察官辦公室於94年5月11日正式成立，目前派駐有兼任主任檢察官一人、全職檢察事務官一人。依照前開辦事要點規定，駐會檢察官主要在提供金管會相關法律諮詢、協助金管會蒐集檢視金融案件移送前的犯罪事證，並即時聯絡轄區地檢署檢察官採取必要之偵查作為，以保權金融案件的犯罪證據；另外，駐會檢察官為檢察機關偵辦金融案件時與金管會的聯繫窗口，應協調金管會即時提供金

<sup>93</sup> 參見莊正，駐行政院金融監督管理委員會檢察官辦公室簡介，檢協會訊第28期，97年4月，第1頁。

<sup>94</sup> 該要點內容如下：

- 一、為加強法務部暨所屬檢察機關與行政院金融監督管理委員會(以下簡稱金管會)間業務相互聯繫與協調配合，以提升偵辦重大金融犯罪案件之效能，特訂定本要點。
- 二、法務部應金管會之要求，得自臺灣臺北地方法院檢察署遴派資深、績優、熟諳相關金融法規之主任檢察官、檢察官(以下統稱檢察官)進駐金管會辦理法律諮詢、犯罪偵查等法律事務。
- 三、法務部所屬檢察機關偵辦金融等犯罪案件，得以派駐金管會之檢察官為聯繫窗口，請協調金管會或其所屬機關儘速提供相關資料或指派相關專業人員協助蒐證。  
檢察機關為前項請求時，除緊急情形外，應以檢察機關名義正式備文並註名調閱資料原因、內容及相關請求事項。
- 四、金管會及所屬機關於執行各項業務中，發現有犯罪嫌疑將與犯罪有關之資料檢送派駐檢察官研議時，派駐檢察官應即詳閱卷證資料，並於與金管會召開協商會議時，提供法律意見或其他蒐證協助；為保全證據，並得採取必要之偵查作為。
- 五、派駐檢察官發現涉有重大金融犯罪者，應即陳報檢察長，由檢察長依案情需要，決定是否由派駐檢察官或另指派檢察官指揮偵辦。
- 六、派駐檢察官在派駐期間，不得從事票券、證券、期貨及金融衍生性商品交易。
- 七、派駐檢察官應遵守職務守密及偵查不公開規定，對派駐期間職務上知悉之金融機構或公開發行公司之相關財務、業務或其他資訊，不得無故洩漏。
- 八、派駐檢察官二年一任，必要時得延長或縮短之。

融犯罪偵辦所需的資料或派遣專業人員協助檢察官蒐證。

目前金管會各局移送檢調單位偵辦案件以證期局及檢察局為大宗。前者因督導證券交易所及證券櫃臺買賣中心執行 1800 餘家上市櫃公司之監理，經常由審閱財報、例外管理查核及股票線上監視時發現犯罪跡證；後者則係因負責金融、票券、投信、保險及上市櫃證券商之例行及專案金融檢察，而較常發現金融業違法授信或是金融業負責人背信的案例。

值得一提的是：基於體制及尊重原則，駐會檢察官辦公室與金管會人員開會研議案件的範圍，僅限於該會於行政監理檢察時，認為有刑事犯罪嫌疑而提出的案件；其他金融不法案件即使已課處行政裁罰，倘該會並未認為涉及刑責並提會討論，駐會檢察官尚無從研閱相關卷宗以確認是否涉犯刑事法律<sup>95</sup>。

## 第二款 法務部與金管會定期工作聯繫會報

針對外界質疑金融不法案件移送與偵查影響金融市場，金管會與法務部於 97 年 10 月 1 日共同召開工作聯繫會議，會中達成下列共識：

一、法務部與金管會成立定期〈工作聯繫會報〉，作為二部會對金融不法案件移送、調查、偵辦等相關事宜之定期性聯繫溝通管道。該會報將由法務部吳常務次長陳鏗與金管會吳常務副主委當傑擔任共同召集人，成員包括法務部、高檢署、調查局、金管會與證券期貨等周邊單位。

二、二部會成立工作小組，儘速對簽結、不起訴、無罪確定判決及調查局列參案件，依案件態樣分類，就其成立要件、證據取得或作業程序於一個月內進行檢討，提出改進之道。

三、法務部與金管會應強化檢查、調查及搜索等作業與程序之嚴謹性，並密切聯繫，嚴守偵查不公開原則，盡量避免對金融市場造成不當之衝擊。

四、為儘量減低檢調機關之偵查作為（如聲請羈押、搜索或限制出境等）對金融市場產生負面影響，檢調機關將於不違反偵查不公開原則下，在適當時機透過駐金管會檢察官與金管會密切聯繫，俾金管會採取適當措施，降低對金融市場之衝擊。

五、各檢察署將以駐金管會檢察官為協調聯繫之窗口，與金管會各單位及證交所、櫃檯買賣中心等保持密切合作，金管會亦將加強與駐會檢察官之協調聯繫，

<sup>95</sup> 參見莊正，同前註 93，第 2 頁。

並全力配合，俾利掌握偵查時效及提昇辦案品質。

六、金管會將與司法人員進行個案研討，並參採檢調之分級證照訓練，加強檢查人員之知能，及檢查、移送之嚴謹性。

七、未來二部會聯繫會報每二個月召開一次，必要時得召開臨時會，第一次會議則於一個月內召開。

### 第三款 檢調人員金融專業證照制

法務部為提升金融犯罪辦案品質，自 97 年 7 月 1 日起實施「法務部財務金融專業課程三級證照實施計畫」，以各級檢察署、調查局內現階段負責偵辦及將來有意願承辦企業貪瀆等重大經濟犯罪案件之檢察官、檢察事務官及調查人員為對象，舉辦財務、金融專業課程，課程結束後進行考核，成績合格者授與結業證書。課程內容分為初級、中級、高級三級，取得初級證照者，得報名參加中級課程，以此類推。

初級課程以財務、金融基礎通識教育為主，遍及公司、銀行、保險、債券、證券交易、期貨交易、財務報表的基礎實務認識。中級課程以經濟犯罪偵查技巧為主，著重檢調人員在偵查、公訴階段的偵查技術及實務案例研習；其中又以證券犯罪案件偵辦為主要內容，例如掏空公司、財報不實、炒作股票、內線交易等類型的案件。高級課程則針對特殊的經濟犯罪手法進行解析，特別是新型態犯罪、衍生性金融商品或跨國性經濟犯罪。

各級檢察署、調查局應由取得中級以上證照課程之檢察官、檢察事務官及調查人員專責承辦重大經濟案件，並規定自 99 年 7 月 1 日以後，各單位應由取得中級以上課程證照之人員，才能承辦此類案件，目前仍在緩衝期間內，是以勸導的方式，優先由取得證照的檢察官、事務官或調查員承辦。自 97 年 7 月 1 日實施本計畫開始，取得初級證照的檢察官目前已有 130 名，調查人員則有 170 名。

### 第四款 法院成立金融專庭

由於金融犯罪卷證繁複、法律規範有欠明確，又是結構型、智力型的財產犯罪，加上案件備受社會各界高度矚目，公正專業鑑識機制有待建立，以及司法人員專業能力不族，審判速度與裁判品質均不盡如人意。司改團體也以「金融犯罪坐大，司法成『幫兇』」為題，指控司法審判的怠惰與粗糙。在各界極力呼籲下，

立法院於 96 年 4 月 29 日通過金融七法修正案，統一各增訂明定法院為審理違反金融七法的案件，得設立專業法庭或指定專人辦理，其增訂理由均為：「...犯罪案件有其專業性、技術性，一般刑事法庭法官若無相當專業知識者，較骨易掌握案件重點。為使...犯罪案件之審理能符合法律及社會公平正義之要求，有設立...專業法庭之必要。」嗣司法院院長賴英照上任後，對於重大金融犯罪、工程舞弊等專業案件的審判相當關注，不但引進非法律的專業人才，並即積極倡議籌設金融法庭，負責金融犯罪的審判。

嗣臺北地方法院於 97 年 8 月 29 日於我國首度設立金融專庭。<sup>96</sup>金融專庭審理案件的範圍依「法院辦理重大刑事案件速審速結注意事項」第 2 條第 23 款規定，係指：「違反銀行法、證交法、期貨法、洗錢防制法、信託業法、金控公司法、票券金融管理法、信合社法、保險法、農業金融法等案件，被害法益達 1 億元以上，或其他使用不正方法，侵害他人財產法益或破壞社會經濟秩序，被害法益達 1 億元以上者。」<sup>97</sup>

司法院長賴英照另計畫引進非法律的專業人才，並首度於 97 年司法三等特考，招考 30 名具財經專業背景的司法事務官（已於 97 年 12 月 19 日放榜），期待未來可有效支援金融專業法庭的審理，強化審判品質。

## 第二項 以刑事罰作為遏阻內線交易之困境

我國立法者對於降低「內線交易」（或各項社會問題，如酒駕、網路援交）發生的誘因，向來似乎僅有「加重法律效果」一途。然從「理性選擇」的角度思考，犯罪者會評估犯罪時間、地點、可得好處、遭查獲的處罰，才會採取行動。

$$\text{實質犯罪所得} = \text{名目犯罪所得} - \text{付出成本} (\text{法律效果} \times \text{查獲機率})$$

犯罪的期望值可以上列公式表示，因此內線交易者所以進行內線交易，不外乎所獲利益龐大，而被懲罰的機會甚低；在理性分析後而增強犯罪之動機。從本章的實務判決結果分析，我國法官就內線交易之量刑，一般傾向處以「輕度之刑」，甚至多給予緩刑宣告；則立法者意欲藉由提高內線交易刑之方式，達到遏阻內線交易之效果，實際上究竟有無達到「嚴懲」之效果，已令人質疑。且一味的加重

<sup>96</sup> 目前有 3 個金融專庭、9 位法官。

<sup>97</sup> 金融專庭雖在「千呼萬喚」下始出來，惟並非完全沒有爭議，主要分案規則是否抵觸「法官法定」原則。參見林孟皇，金融專庭與法官法定原則，法定月刊第 60 卷第 4 期，第 42-61 頁

處罰，卻未提高其被查獲而受到制裁之機率，徒使行為人得以逍遙法外（或因程序冗長、行為人在犯後相當常的時間內，仍得享有犯罪所得），亦將使重罪失去原有之立意。

就「提高查獲機率」而言，過去許多研究所提出的對策不外乎是「加強檢調法官專業素養」、「成立金融專庭」等；事實上，法務部的「金融證照制度」與法院的「財經司法事務官」、「金融專庭」，相當程度地回應了這樣的改革聲浪。惟此種改革建言，仍不脫「司法萬能」的思維模式；亦即一相情願地以為透過刑事司法程序，「真相終於大白」、「天網恢恢，疏而不漏」、「壞人難逃法網」云云，卻忽略了真相只有神才知道。司法審判，擔任的是上帝的角色，卻並無上帝的能耐；法官、檢察官不是神，也沒有「千里眼」、「順風耳」的本領，只能透過各種科學（如鑑識勘驗）或不科學（如求神問卜）的調查方法，焚膏繼晷、埋首卷宗，窮盡個人心力地去拼湊、還原真相。我們只能期待法院經過調查後認定的事實，盡可能地「接近真實」；但兩者完全吻合的機率，顯然不可能是百分之百。

因此，儘管法務部與司法院陸續推行各項方案，以提高內線交易或其他金融案件之定罪率；然而，筆者認為在「嚴格證明」、「審級救濟」等刑事訴訟制度等原則下，或可提高不法行為人被定罪之機率，但成效可能相當有限。

### 第一款 嚴格證明法則與檢察官舉證責任

刑事判決因為剝奪人民的生命、自由權，需要較高的心證門檻，一般均認為檢察官應證明犯罪事實至「無合理懷疑」的程度，始得為被告有罪之判決。按我國刑事訴訟法第 161 條規定：「檢察官就被告犯罪事實，應負舉證責任，並指出證明之方法。」又同法第 154 條規定：「被告未經審判證明有罪確定前，推定其為無罪。犯罪事實應依證據認定之，無證據不得認定犯罪事實。」就無罪推定、檢察官的舉證責任，實務亦有多起判例為進一步的說明：「事實之認定，應憑證據，如未能發現相當證據，或證據不足以證明，自不能以推測或擬制之方法，以為裁判基礎。」（40 年台上字第 86 號判例），且「認定犯罪事實所憑之證據，雖不以直接證據為限，間接證據亦包括在內；然無論直接或間接證據，其為訴上之證明，須於通常一般之人均不致於有所懷疑，而得確信其為真實之程度者，始得據之為有罪之認定，倘其證明尚未達到此一程度，而有合理性懷疑之存在時，事實審法院復已就其心證上理由予以闡述，敘明其如何無從為有罪之確信，因而為無罪之

判決者，亦不得遽以自己片面之觀點，遽指其為違法。」（76年度台上字第4986號）

分析實務判決無罪理由，可知道查緝內線交易最困難之處，在於如何檢察官證明內部人「明知」且「故意」從事內線交易行為？或將內線消息傳遞給他人、俾便彼等買賣股票？依經驗法則固可推論公司董監事、經理人，較一般投資大眾更具有資訊優勢，且其在發行公司有重大消息公開前，又有異於平常理財習慣之股票交易行為；但若缺乏物證（如曾出席會議之紀錄、開會通知）或人證（公司其他職員供述）可以「直接」證明內部人「獲悉」某重大消息，在審理時，也僅能對這些內部人形形色色的交易理由（如購屋、嫁女娶媳、清償貸款）以及「僅是人頭、不知公司營運狀況」、「分層負責，所以不了解實際業務」等辯詞，徒呼奈何。

此外，「內線交易」行為犯罪（乃至於整體金融刑法）重刑化的趨勢，顯示了立法者欲藉由嚴刑峻罰的制裁手段，對此等前重影響金融秩序、資本市場發展之行為，達到殺一儆百的預防效果。然諷刺的是，「重罪重證」——文獻上指出法官或陪審員通常對於較重之罪或處刑會提高心證門檻<sup>98</sup>，較輕之罪或處刑會降低心證門檻<sup>99</sup>；「重刑化」固然加重「法律效果」，卻因法官提高有罪心證門檻而降低被告定罪機率，結果抵銷了提高犯罪成本的效果。

## 第二款 審級救濟制度

訴訟權是憲法應予保障的基本人權之一<sup>100</sup>，但任何訴訟如果僅以一次審判就確定了，則人民的權益將易受法官的專斷或思慮不周而影響。因此，人民並應享有審級利益。亦即當事人於訴訟程序中，依立法者所設計的審級制度，得享有多次請求法院為判斷；就同一訴訟案件於下級法院審判後，再由上級法院再一次審判，藉此以求審判的週詳及法律解釋的統一。此一概念強調的是實質上當事人能受不同審級法院判斷的過程，而與其法院形式上為幾次終局判決無涉。

我國的司法審判體制，採三級三審制；除法律有特別規定者外，一般案件均由第一級的地方法院審判，是為第一審。不服地方法院的第一審裁判，得於法定

<sup>98</sup> 一般將心證程度依高低分為三大門檻：無合理懷疑、明確證據、過半證據。

<sup>99</sup> 參見吳巡龍，刑事舉證責任與幽靈抗辯，收錄於氏著「刑事訴訟與證據法實務」，新學林出版，第72頁。

<sup>100</sup> 憲法第16條。



期間內，提起上訴或抗告於第二級之高等法院或其分院，再為審理裁判，是為第二審。當事人如仍不服第二審法院的裁判，除法律另有限制規定者外，得於法定期間，提起上訴或抗告於第三級的最高法院，是為第三審。最高法院只對第二審裁判有違背法令之事由加以審判，與第一、二審法院之事實審有別，故又稱為法律審。

然而，據統計目前上訴三審的刑事案件遭發回更審比率約為四成<sup>101</sup>，實務上案件經上訴第三審後，一再發回更審，使案件久懸未決之情形亦甚普遍。有學者以 85 年至 92 年 10 月，經最高法院發回六次以上之案件、司法院網站上所登載並且公開之案件為研究對象，共蒐集得經發回六次案件共四十四件、發回七次案件計 26 件、發回八次案件共 14 件、發回九次案件計 6 件、發回十次案件共 4 件、經發回十一次案件 1 件、經發回十三次案件 1 件，總計 96 宗案件。最常被最高法院多次發回的案件類型，除了偽造文書之外，其餘之貪污、殺人及毒品案件等均為重大案件。依訪談的結果，可以發現重罪案件被多次發回的傾向較高，主要肇因於最高法院對重罪案件的審查態度比較慎重，把關較為嚴謹<sup>102</sup>。

同一案件經多次發回，不僅造成法院積案，隨著時間的消逝，致證據散失或證人記憶褪色，原本欲求認定事實發現真實的目的，愈形困難，進而平添人民產生對司法制度的不信，也更加深民眾「雷聲大、雨點小」的辦案印象。

### 第三項 小結：破除刑罰萬能之迷思

刑罰對於犯罪的一般預防效果，乃是在於刑罰執行的確定率，而非在於刑罰的嚴厲性。

以「酒醉駕車」為例，我國自民國 88 年開始，已將酒醉駕車從普通行政罰邁向行政重罰及刑罰化的階段，然而酒醉駕車的行為仍普遍存在，且警察機關每年取締酒醉駕車的案件數，亦未有明顯的下降趨勢。「重罰」不但未能減少酒後駕車的行為，反而造成司法資源無謂的浪費（2007 年全國地檢署新收刑案偵查案件以案由別統計，「公共危險罪」佔所有新收案件的 15.4%）。研究者指出，酒駕行為人有特定之社經背景（以中年男性居多，教育程度則以高中職及大專程度者最多，酒駕行為人的職業多為工人），多以主觀認知有無喝醉酒（雖有喝酒但自認神智清

<sup>101</sup> 以 96 年為例，上訴第三審案件數目為 7715 件，發回更審 3164 件，約為 41%。

<sup>102</sup> 參見陳運財、邱仁楹，最高法院撤銷發回更審原因之檢討，東海大學法學研究第 22 期，94 年 6 月。

醒)，與交通便利性（翌日需要用車、省時方便）來決定酒後是否駕車，行政罰及刑事責任之規定對酒駕行為人決定是否駕車之影響並非顯著。但若加強警方臨檢次數，增加酒醉駕車被查獲的風險，在嚇阻理論之效用之下，仍可有效防止酒醉駕車行為的發生；建議將來以「除罪化」配合較嚴謹的「行政罰」來代替刑罰，同時配套化的以其他政策管制及宣導措施，才能正本清源。<sup>103</sup>

金融犯罪重刑化的趨勢，不過是「刑罰萬能」思考下的又一產物。撇開刑法學者力主「內線交易除罪化」的呼聲外，從本章之前論述可了解，「重罪重刑」並無法解決內線交易猖獗的問題。蓋重罪重刑可能對案件的審理過程，可能產生兩項質變：

- 一、法官心證門檻提高，更難將行為人判決有罪。
- 二、上級審亦傾向將案件發回更審，使得案件更不容易定讞。<sup>104</sup>

刑事程序有其特殊考量，亦即講求證據充足。證據不足概論被告有罪，失在錯殺；證據不足概論被告無罪，則失在錯放。在這兩者之間，法律制度權衡利害，所做的選擇是「寧可錯放，不可錯殺」。在「內線交易」的司法實務中，我們看到的是：異常交易量是客觀的、重大消息之範疇日漸明確，縱使日後就「重大消息之成立時點」、「犯罪所得如何計算」等事項，能有一致之認定標準，仍無法克服「並須證明行為人的主觀心態（*intent*）」此一難題。

在高度證據的要求下，要將證券不法的行為人入罪並不容易。再依我國第三審發回更審之比例高達四成的實證經驗來看，縱使司法人員專業提高、成立金融專庭，均無法解決因「嚴格證據」、「審級制度」所導致訴訟程序的延宕；蓋「殺人」、「貪污」、「毒品」均可謂傳統型犯罪，惟發回更審機率亦甚高，貪污有罪率亦僅在五成左右，顯見「專業不足」、「缺乏專庭」並非案件延宕之主因。而過渡依賴刑事制裁效果、卻無視刑事程序嚴謹、謙抑性之本質，終將使法規範之本意落空。因此內線交易的防制，必須從犯罪預防理論出發，省思如何採取適當措施，以減少或預防內線交易行為之產生。在管制方面，亦必須破除刑罰萬能的迷思，重新思考其他行政管制之可行方式，始能有效防制內線交易犯罪之發生。

<sup>103</sup> 參見徐志光，從政策執行面分析酒醉駕車處罰政策 --兼論刑罰化與除罪化之探究，銘傳大學公共管理與社區發展研究所碩士論文，2003年。

參見王邦安，酒醉駕車決意歷程與預防對策之研究 -以高雄地區為例-，中正大學犯罪防治研究碩士論文，2007年。

<sup>104</sup> 陳運財、邱仁楹之研究中指出，最高法院的撤銷發回判決中，特別是針對判處死刑、無期徒刑案件，常可見到「案關重典，自應不厭其詳，有加以調查究明之必要」等用語。

## 第四章 防制內線交易之改進方案

前章說明了我國雖不斷將內線交易行爲，提高刑罰制裁效果；惟因「嚴格證明」、「審級救濟」等訴訟原則，導致司法程序冗長，不但無法予投資人適時的賠償，亦無法遏阻內線交易之歪風。

因此，欲防制內線交易行爲，必須從犯罪理論去思考新的對策。按犯罪預防係指在犯罪行爲發生前所採取減少犯罪發生的措施與活動，包括個人因素與環境因素。當代犯罪預防理論主要有四種觀點：

- 一、從社會防衛立場談環境及情境預防；
- 二、以刑罰威嚇預防犯罪；
- 三、對有犯罪傾向及潛在犯罪者實施心理治療，防止其犯罪動機形成；
- 四、教育民眾自我防衛、減少被害，以達到犯罪預防的功能。

內線交易的產生，如同其他白領犯罪一般，必須具有以下三要件：一、動機（Motivation）：例如對財富的渴望等心態。二、中立化的社會控制（Neutralizing Social Controls）：行爲人藉由各種藉口以將自己的犯罪行爲加以合理化，以減輕內心的罪惡感與焦慮。三、最後是機會（Opportunity）：必須有適當的犯罪時機。

基於內線交易不法行爲之特性，上述第三、第四種犯罪預防理論並不適用。因此預防內線交易之發生，應從以下幾個面向著手：

### 一、減少行爲人從事內線交易之動機；

內線交易歷次修法的過程中，透露出立法者企圖以嚴刑峻法，來嚇阻內線交易行爲的發生。但法令再嚴苛，如行爲人心存僥倖，亦不免有百密一疏之處，而予有心人士可趁之機。「社會控制論」學者認爲人類之所以不犯罪，是因在社會化的過程中，和社會建立強度大小不一的社會鍵，阻止行爲人去犯罪。因此，強化忠誠、公正等價值以建立行爲人之「社會鍵」，如制訂有關內部人交易之行爲準則，宣導內線交易之違法性與反社會性，以提升相關內部人之道德感，並降低內線交易之動機。

此外，從「理性選擇論」的觀點而言，透過提高公司的透明度、促使公司內部資訊的即時揭露等方式，以減少內部人與一般投資大眾「資訊不對稱」的狀況、使內線交易無利可圖，亦有助於減少內部人從事內線交易之動機。

### 二、改變助長內線交易發生的不良道德風氣與規範文化；

從「日常活動論」的觀點而言，犯罪抑制者係指有能力防止或追訴犯罪者。由於主管機關、司法機關往往僅能於內線交易發生後，從異常之交易紀錄查知犯罪行為發生，並開始偵查、追訴，而無法防範於未然。因此，預防內線交易之發生，除執法者外，首先必須要求公司各級人員，就其職務上所執掌之重大消息（如接獲大訂單、開發出新產品）負有保密義務，以避免該等重大消息被利用從事內線交易。而於全體員工，如知悉有洩密情形，或公司內部有人進行內線交易或意圖進行內線交易，應立即提出舉發（whistleblowing）<sup>105</sup>。藉由改變企業文化使全體員工，都能成為內線交易行為的抑制者，以減少內線交易行為的發生。

### 三、減少內線交易犯罪之機會

在內線交易犯罪中，其標的物就是重大且未公開之訊息。因此，要減少該標的物曝露之機會，就是要杜絕重大未公開消息之非法利用與洩露；具體的方法包括：制定公司內部之「防止內線交易實務守則」或「重大消息保密實務守則」等，另外，例如加強外部查核、內部稽核與內部控制之環境，與主管機關監理措施的落實，都可以減少內線交易犯罪之機會。

綜合上述預防內線交易可能之方式，可知欲有效預防內線發生，必須透過企業強化其內部控制，建立一套嚴謹的行為準則（code of conduct），暨施行有效的法令遵循計畫（compliance program）；以避免公司重大且未公開之消息外洩或被不當使用，並妥善規範公司內部人交易自家股票之行為，以杜絕內線交易之嫌疑。

此外，透過行政監督力量，對內控不彰之公司即時施以各項不利之行政處分或其他裁罰，以收矯正之效；而非待積重難返、弊案爆發時，始將此一燙手山芋，留給司法機關收拾爛攤子。<sup>106</sup>

<sup>105</sup> Whistleblowing 也有學者譯為「員工爆料」，著名之世界通訊弊案的揭發，正式因為員工爆料才見諸於世；該公司之副總裁 Cynthia Cooper 並因此「英勇行為」，成為《時代雜誌》2002 年的風雲人物。參見易秋明，公司治理法制論，五南圖書，96 年 2 月，第 182 頁。而我國前總統女婿趙建銘等人涉犯內線交易案件，也是因為台開公司之民股股東，向立法委員邱毅爆料，經邱毅披露於媒體，其後臺北地檢署始展開偵查。

<sup>106</sup> 例如台北地院審結力霸東森弊案，認為力華票券遭嚴重掏空，是金融監督機關長期包庇所致，審判長李英豪更認為前財政部長李庸三、林全等財金首長涉嫌圖利，不能以政策考量即可卸責，因而將李庸三等 71 人，告發移送檢方偵辦。被移送告發的金融主管官員，除了剛卸任彰銀董事長的李庸三、世界先進董事長林全外，另包括張秀蓮、曾國烈、林棟梁、張麗蕙、李玉蘭、張國銘、黃天牧、蔡慶年、施仁蕙、鍾慧貞等人。移送告發指出，財政部及金管會等主管機關，長期包庇力華票券的一再違法犯紀而予以掩飾，同時濫用行政裁量權，給一再跳票的力華票券准其展期，導致法定監理功能的喪失殆盡，若非故意圖利、包庇，何克致此？（參見聯合晚報 97 年 12 月 31 日 A1 版）前開行政官員是否構成圖利等罪嫌有待司法機關進一步調查，惟主管機關長期姑息、怠惰，卻是不爭的事實。

## 第一節 強化公司治理

### 第一項 公司治理、內部控制與法令遵循

#### 第一款 公司治理之概念

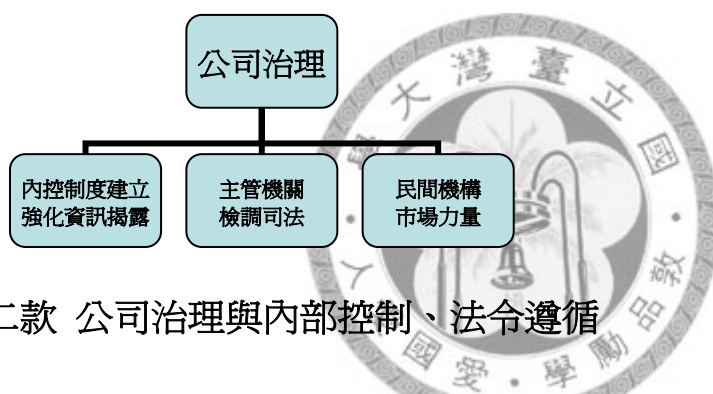
公司治理仍屬發展中之理論，故其概念與範圍尚未確定；一般普遍認為公司治理係指企業透過法律制衡、管控與設計，在企業所有權與經營權分離的組織中，能有效監督其活動並健全組織運作；其內涵可從法律、經濟、會計、管理、財務，甚至政治與社會等多方角度出發，包括公司組織運作、股權分配、利害關係人之權利義務，企業營運績效評估及盈餘分配等，及如何透過市場機制與法律規範，兼顧投資者、經營管理者、員工及社會公共利益，使公司運作能順暢，以促進經濟發展。

世界銀行（World Bank）於 1999 年提出有關推動公司治理之報告，認為可以從公司及公共政策兩個層面分別探討公司治理體系。從公司的角度而言，所謂公司治理係指公司在符合法律及契約之前提下，如何建立最適機制以促進公司價值之極大化；因此，公司治理之內控機制著重公司內部股東與管理階層間有關權利義務關係之安排，其核心為具有監控功能之個人或團體（董事會、監察人）。從公共政策的角度而言，所謂公司裡係指在支持企業發展之前提下，如何確保公司再追求最大利潤之際，亦能善盡其應有之社會責任；因此，公司治理之外控機制包括透過外部規範機制之建立、維持效率市場之競爭，以及民間專業團體之誠實參與，使公司管理階層能兼具誘因與紀律，以促成公司之永續經營。

另依據經濟合作發展組織（OECD）於 2004 年修定之公司治理準則，公司治理的內涵，在界定公司經營者、監督者、股東及其他利害關係人之間的權利義務關係；同時，公司治理也在於確立公司的基本結構，使公司得據以決定公司的經營目標及達成目標的方法，並建立適當的監督機制。參酌以上各加定義，基本上可歸納公司治理之核心目標為「經營效率的提升」、「適法經營之確保」與「利害關係人利益之調和」。

目前一般文獻多將公司治理模式分為三大類：（1）美國式（一元制）：由股東

選任董事會成員，再由董事會選派並監督管理階層以負責公司營運；因此公司之經營權與監督權皆屬於董事會，並以獨立董事及審計委員會之制度設計，作為公司內控機制之核心。(2) 德國式（二元制）：由股東選任監事會成員，再由監事會選任董事會成員，並監督董事會對公司之經營管理，因此公司之經營權與監督分離，公司內控之際之核心在監事會，並以員工及銀行擔任監視會成員為其制度之特色。(3) 日本式（並列制）：由股東同事選任董事及監察人，分別負責公司之經營及監督，因此公司經營權與監督權之法定地位並列，交叉持股盛行及依賴主要銀行融資之結果，使大型發行公司成為產業集團(keiretsu)。嗣於 1993 年強制大型發行公司設置外部監察人，2002 年時修法允許大型發行公司選擇採行外部監察人或獨立董事。<sup>107</sup>



## 第二款 公司治理與內部控制、法令遵循

在談論公司治理之議題時，除獨立董事及其他監控機制外，如何建立有效並執行內部控制（Internal Control）制度亦是重點之一。一般普遍認為企業良好的內控制度，可以有效防止公司發生舞弊情事。

根據贊助組織委員會（The Committee of Sponsoring Organizations, COSO）於 1992 年 9 月所提出之「內部控制整合架構」（Internal Control Integrated framework）報告，所謂內部控制，為公開發行公司管理階層所設計，並由董事會、管理階層及其他員工執行之管理過程，以合理確保達成：

- （一）營運之效果與效率；
- （二）財務報導可靠性；
- （三）遵循法令之規定。

依據 COSO 之定義，企業內部控制系統是由五大要素組成整體內部控制系統：

<sup>107</sup> 參見葉銀華、李存修、柯承恩，公司治理與評等系統，商智文化事業股份有限公司，91 年 11 月，第 38 頁

(一) 控制環境：內部控制環境是企業內所有內部控制的基礎，且匯兌企業如何進行營運活動與風險評估產生決定性的影響。控制環境反映了董事會、管理層對，以及其他所有關切企業內部控制者的態度、警覺與所採取的行動。切整體的操守與價值關是控制環境的重要元素。其他董事會與審計委員會的作為、管理階層的管理哲學與經營風格、組織結構、權責劃分、人力資源政策與實務等，都可能影響企業的控制環境。

(二) 風險評估：企業應有一個流程來評估會衝擊到企業不同目標達成的潛在風洗，此流程包含三個步驟：(1) 評估風險的重大性。(2) 評估風險發生的可能性或頻率。(3) 考慮風險發生時應採去何種行動以有效地股控風險。風險分析對企業整體的成功確實有關鍵性的影響。

(三) 控制活動：控制活動係用以協助確保風險空管措施執行的一套政策或程序，涵蓋了整個工作與程序，譬如制訂企業規範並分派職責，以及複審與核可營運報告。

(四) 作業資訊與溝通：藉由自動化系統，適當的資訊在企業內部被傳遞，以使員工能執行各自的職責。同時企業需要與利害關係人（包括客戶、供應商、股東、銀行、主管當局）以及其他團體建立起適當的溝通管道。必須注意的是：內部溝通和外部溝通都必須是雙向的。

(五) 監督：內部控制系統需要一個程序來監督該系統運作的情形。監督活動是內部稽核人員主要扮演的角色，其任務在執行複核以評估現行程序的遵循程度。任何定期檢討企業活動並建議可能改進措施，皆可是作監督活動。

由 COSO 報告來看，「法令遵循」係公司內部控制之重要目標之一；而「法令遵循」同時也是公司治理目標之一——「適法經營之確保」。其意旨在企業內部建立一套制度，使公司人員在從事各項行為時，知道可能產生的法律責任而加以避免的一種預防性機制。

過去認為企業之目的在追求利益極大化，而企業採取不法行為並無不妥。惟公司從事違法行為，不僅損害股東與其他利害關係人之利益，也會傷害企業之形象。從追求長期利益之觀點來看，企業與其內部人如能確實遵循法令，避免損害股東、債權人或其他利害關係人權益，以確保企業商譽獲取長期利潤；故企業遵循法令之經營不違背其追求利益之本質。

2001 年 6 月國際證券管理機構組織(The International Organization of Securities

Commissions, IOSCO) 自律諮詢委員會 (SROCC) 著手研究證券產業法令遵循主管之角色，經 SROCC 對其成員國家進行問卷調查，並於 2003 年 10 月提出調查結果。調查結果指出，各成員國家普遍認為遵循主管功能重要，並認為公司應指派一人負責提供合理確保公司符合自律組織之有關規定。至於有關遵循主管之功能，報告也提出如下的說明：法令遵循主管係就法令規定、自律規章負責提供建議給公司營運單位及不同之支援部門，遵循主管對交易及公司營業提供建議及支持，並對管制的及特許的活動找出創新的問題解決方法，協助公司在營運及其他活動符合法令規定、自律規章及公司道德標準，並給予行為指導。

IOSCO 嗣於 2006 年 6 月發佈「市場參與者應有的法令遵循功能」(Compliance Function at Market Intermediaries)<sup>108</sup>報告，指出遵循證券法律、規則與規定是為持公平、紀律市場及保護投資人之重要基石。公司法令遵循之政策與程序應訂有方違反外部證券法規或內部政策時必須遵循的程序，例如：發現違反規定的方法、當確定違反規定時所採取的後續措施、當違反規定時應通知的內部與外部人以及通知實現、矯正措施以及違規事件的紀錄方式。

### 第三款 法令遵循之功能

#### 一、法令遵循的角色與職責

一般而言，法令遵循部門在公司所扮演的角色與主要職責如下<sup>109</sup>：

(一) 擬定及修改遵循計畫，以確保各項業務操作皆遵循企業所訂之道德規範與本國及其各分支機構所在國之法令規章。

(二) 在組織內部推動及溝通遵循觀念及要求，並協助遵循訓練課程之推行。

(三) 依據遵循計畫擬定自行檢查計畫，辦理檢查工作，並將檢查結果提報各業務單位經理及遵循部門的上級主管。

(四) 協助各業務單位將遵循計畫落實到每天業務操作上，以確保每筆交易之作業流程均符合內部及外部之相關法規。所以各業務單位內部的實務與作業程序均應事先取得其業務單位遵循主管的核可，一些與投資業務相關之交易，甚至由遵循主管擔任交易指導人 (Point Person)，以決定是否執行該交易。

(五) 負責各業務單位線上管理人員 (Line Management) 與內部稽核人員間

<sup>108</sup> <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD214.pdf>，最後造訪日：98 年 5 月 6 日

<sup>109</sup> 參見陳曉珮，公開發行公司內部控制相關問題之研究，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，87 年 11 月，第 26-27 頁。



的協調工作。由於各業務單位的遵循主管對線上業務的了解，可能高於內部稽核人員，因此當前兩者對查核工作出見歧見時，遵循主管便負責溝通協調。

(六) 定期與各業務單位的風險管理經理 (Risk Manager) 溝通企業的風險管理過程，以便瞭解目前公司最需要加以警覺的風險 (High-priority Risks) 及其相關控制，進而更新其自行檢查計畫並將上述風險傳達總經理 (Chief Executive Officer)。

## 二、法令遵循制度的優點

至於採行法令遵循制度之優點如下：<sup>110</sup>

(一) 達成內控目標：組織嚴密且分層負責，缺失一經發現，可隨時向其上級單位陳報並及時更正，溝通管道之暢通，有助於其內控制度之落實。

(二) 具指導功能：一位符合資格之遵循主管，通常對線上業務瞭解且受過適當之訓練，故對相關法規之瞭解，理優於線上人員，因而可以在業務操作上，給予線上人員適當之指導，並推動教育訓練，以確保每筆交易作業流程能符合內部及外部之相關法規。

(三) 減輕責任：維持一套嚴謹而有效之遵循計畫，可避免企業因違反某些罰則非常重之法規，而導致企業發生重大損失。另一方面，當企業一旦發生無法完全避免之人為缺失或舞弊情形時，管理階層可提出遵循計畫，作為已盡適當管理 (due care) 責任之證明，進而減輕其所負法律責任。

(四) 及時評估風險，產生預警效果：遵循計畫與稽核部門之查核計畫，在執行與範圍均有甚大之不同。遵循主管採取持續監督之方式 (ongoing monitor)，故檢查頻率較內部稽核人員之定期評估 (separate evaluation) 為密，但檢查程序則較內部稽核人員之查核程序單純，且其檢查範圍亦未若稽核部門涵蓋整個內部控制之範圍。故在風險之評估上較具時效性，可達到事前稽核之預警效果。然須注意者為，遵循計畫也因上述檢查範圍與檢查程序之限制，不能取代內部稽核部門的查核功能。唯有兩者相輔相成，方為最佳之內部控制實務。

總結以上之說明可知，公司或經營階層未遵循法令，往往會造成營運重大損失及與財務報導不正確，致內控其他兩大目標---「營運之效果效率」與「財務報導之可靠性」亦無法達成與落實；可見公司如能落實「法令遵循」，也才能達成內部控制與公司治理之其他目標，法令遵循不僅影響營運目標之達成，財務報告之

<sup>110</sup> 參見陳曉珮，同前註 109，第 31-32 頁。

編製，更是內部控制之基石。

## 第二項 法令遵循之實踐：以美國與我國相較

### 第一款 美國法令遵循制度之實踐經驗

#### 一、法令遵循與（法官）量刑準則（Sentencing Guidelines）

由企業自訂自我檢查、稽核及財務審查之作法，於美國已行之有年；主要原因是美國國會透過「量刑準則」，以鼓勵企業推行優良的治理措施。

美國與我國對於法人的刑事責任，基本立場並不相同。我國實務見解認為：法人除有處罰之特別規定外，尚難認有犯罪能力，即不得為刑事被告。而美國實務見解，則將普通法上關於侵權行為的「雇主負責原則」（respondent superior）適用於刑事領域，如公司員工或代理人在職務範圍或授權範圍內，為公司利益（即便僅有部分動機係為公司利益）而為之不法行為，即便係違背公司政策或公司的明確指令，公司仍須負「代替責任」（vicarious liability），以代替責任促使公司採取事先防止犯罪之有效措施。

為促進量刑的一致性及妥當性，美國國會於 1984 年通過量刑改革法（Sentencing Reform Act），該法的目的，係為減少聯邦法官於量刑時之歧異，設置了「量刑委員會」（U.S. Sentencing Commission），以分析判決實務、並建立一套一致、公平、及合理的量刑政策，作為所有聯邦法官制裁違法者之依據。在量刑準則的規範下，法官的裁量權被限縮在一定的刑度範圍內，只有在聯邦量刑準則所規定的特殊情況下，可以偏離（Depart）量刑準則而為量刑。聯邦量刑準則起初僅針對自然人規範，在 1991 年始增訂第 8 章「組織之量刑」（Sentencing of Organizations），就公司等法人組織涉及犯罪時，其賠償措施（第 B 節）、罰金範圍（第 C 節）及緩刑（第 D 節）等議題為規定。

組織量刑準則反映出美國處理公司犯罪之三大原則：

一、損害填補：要求公司填補其違反法律所引發的全部損害，及使公司對於所釀成的部分或全部損失並無責任，亦應負全部責任，對犯罪的公司施以罰金獲釋保安處分，並非最終及最優先的目的。或公司因繳交罰金導致其無法完全彌補所造成的損害時，可因此減輕或免除罰金。

二、罰金之計算：該準則將公司區分為兩大類；成立係為達到不法目的的公

司，以及其他公司；以科處不同不同之刑罰。對於後者，準則設計一套精細的計分表，以決定罰金的額度。<sup>111</sup>

三、以緩刑作為預防再犯之手段：量刑準則一方面對公司犯罪施以較以前為嚴峻的刑罰，一方面則以「可責性分數」。對於可責性較低的公司，減輕其刑罰，而藉由重罰怠於遵循法律的公司，以提高公司預防犯罪的誘因。

簡言之，若公司在犯罪發生前即設有內部監控犯罪的機制，即可給予公司有

<sup>111</sup> 基本上來說，罰金額度之計算，乃是「犯行嚴重性」(seriousness of the offense)及「組織可責性」(culpability of organization)交相作用後之產物。茲就罰金額度之計算方式，茲說明如下：

1. 基本罰金(Base Fine)

基本罰金反映了系爭犯行之嚴重性。以下列三者數值最高者為基本罰金：

- (1) 依據犯罪級數換算出之金額：先依聯邦量刑準則第 2 章之規定，計算出犯行級數。並依聯邦量刑準則第 8 章第 C 節第 2 小節第 4 條第 d 項之圖表，找出相對應之金額。
- (2) 公司因犯罪而獲得之金錢所得。
- (3) 因公司犯罪而有意地、明知地或魯莽地所造成之金錢損失。  
但如果上開金錢所得或金錢損失之計算將太過複雜或不當延滯訴訟時，在決定基本罰金時即不予考慮。

2. 罪責分數(Culpability Score)

罪責分數代表了公司的可責性，以 5 分為基本分，再依加重或減輕事由而增減其分數。加重分數之事由，諸如公司的規模(規模越大，分數越高)；實際參與犯罪者之層級(層級越高，分數越高)；之前是否有類似犯行；系爭犯罪是否有違反先前之司法命令、禁制令或附條件之緩刑；有無妨害司法或意圖妨害司法之行爲等。而減輕分數之事由，較重要者有二，其一即為本文所欲討論之法令遵循計畫，另一則為公司是否在發覺犯罪後立即向主管機關報告、配合調查並接受處罰。

3. 最小及最大倍數(Minimum and Maximum Multiplier)

4. 罰金範圍(Guideline Fine Range)

以上開基本罰金乘以上開最小倍數，即得出罰金之下限；以基本罰金乘以前揭最大倍數，即得出罰金之上限。罰金上限與罰金下限共同構成了罰金範圍。此時須注意，罰金範圍，不可超過法定罰金上限(statute maximum)或低於法定罰金下限(statute minimum)。法定罰金上限，以下列三者間最高者為準：第一，該罪名所明定之罰金最高額；第二，在觸犯重罪之場合，罰金上限為 50 萬美金；第三，因犯罪而生之金錢所得或金錢損失之 2 倍金額。

5. 範圍內量刑(Fine within Range)

之後法官再參考聯邦量刑準則內所提示的各種相關因素在罰金範圍內決定罰金之金額。例如：反映犯行之嚴重性、促進法律尊嚴、提供公平之懲罰、適當的嚇阻作用、保護公眾免於公司犯行之繼續侵害、組織在犯行中扮演的角色、民事責任或其他之判決附隨後果、非金錢損害之金額、是否涉及脆弱之被害人、涉案高階人員之前科紀錄、公司之其他犯罪前科、過高或過低之罪責分數、僅部分要件被滿足的加重或減輕要件、欠缺有效之守法及倫理課程等，甚至決定犯罪級數及基本罰金時已經考慮過之因素，現在亦可以加以考慮。

6. 偏離量刑範圍(Departure)

法官在某些特定事由存在時，得偏離量刑準則所定的量刑範圍而為量刑(處以更重或更輕之刑)。這些事由包括：在有關機關調查或起訴其他公司或個人之犯行時，提供重大協助；其犯行有導致他人死亡或受傷之危險；危害國家安全；危害環境；危害市場；被告在事後補償之花費已遠超過犯罪所得；或是公司具有特別的可責性等。另外，倘罰金之金額可能會影響公司之資力，而妨害其對被害人之賠償時，法官應偏離量刑範圍而處以較少額之罰金；而在公司無足夠資力繳交罰金(即使用分期付款的方式亦無力繳納時)，法官則有權得決定是否偏離量刑範圍而處以較少額之罰金。

利的分數；但公司必須能說服法院該機制確實反應公司堅決反對違法行為的立場，而非虛應故事地宣示守法之決心，以獲取減輕刑責的利益。此外，公司亦需有效地將公司反對犯罪行為之立場傳遞給員工，始能認為公司確實存在有效的內控機制，但是若有高階資深員工參與或故意容任該犯行之發生，或是公司已經發現，卻不通報相關主管機關時，法院即不得以公司設有內控機制而減輕其刑責。

此外，公司在犯罪發生後的反應，也影響其刑責能否減輕。若公司主動揭發犯罪行為，且與相關主管機關充分合作，而不逃避其責任，罰金數額可因此而減少，另外，公司的前開紀錄及介入，或是容任犯罪行為發生的程度，也是法院考量該犯罪行為如何歸責於公司的因素。依量刑準則，法院獨對設立有效內控機制、並積極配合調查的公司減輕 65%至 95%之刑責，對怠於或輕忽法律遵循之公司，得處以最高 4 倍之處罰。在此種「棍子與胡蘿蔔」兼用的策略下，確實能促使公司設計達到準則中所規定得以減刑的內部控制機制，法令遵循制度始能風行美國。

在 2001 年 12 月爆發安隆案 (Enron) 後，美國國會於翌年通過沙賓法案 (Sarbanes-Oxley Act)；要求量刑委員會依職權檢討有關白階級犯罪、妨礙司法及多方面詐欺犯行之量刑指導原則及相關策略，並得於適當時修正之，已確認相關規定之適用範圍，並評估加重刑罰後對於此類犯罪行為是否足生嚇阻之效。<sup>112</sup>而決定加重或減輕對公司量刑的標準，並不是其犯行的態樣，而在於公司內部是否具備有效的遵循機制，以發覺或預防不法行為之發生。所謂有效的遵循機制，除了公司負有注意義務去發覺或預防犯罪的發生外，尚有三點要求：(一) 公司遵循機制的目的是在於改善組織文化，進而鼓勵組織內成員之行為符合倫理得及法律要求；(二) 加重資深經理人及董事會在執行並監督公司內部遵循程序的角色及責任；(三) 有無定期的風險評估機制。

## 二、檢察官對公司犯罪之訴追

上述對組織的量刑準則所強調公司合作及內部遵循程序之理念。也影響檢察官對公司犯罪的偵辦。在 2003 年 1 月 20 日，美國副檢察總長 Larry Thompson 發布了關於對企業組織犯罪的訴追準則；根據該準則，檢察官在「考慮是否起訴公司犯罪、是否延緩起訴、以何罪名起訴，是否求處輕刑時，應考慮到公司的特性，

<sup>112</sup> Sarbanes-Oxley Act Section 805, 905, 1104；為此量刑委員會已於 2003 年 1 月 25 日公布相關原則：「Supplement to the 2002 Guidelines Manual」。相關修正可於量刑委員會網站中下載：<http://www.usssc.gov/guidelin.htm>，last visited May 8, 2009

以及以下各項因素：該犯行之本質及嚴重性、該犯行在公司內部的普遍程度、公司違犯類似犯行的紀錄、公司是否及時且自願地將該犯行揭露、公司內部是否存在內控及法律遵循制（單純設有該機制並不一定能免除公司在其職員違法時所負的責任）、公司於犯罪發生後所為之補救措施、附隨之影響、追訴應負責自然人的適當性其他補償方法之適當性等。<sup>113</sup>

檢察官在評估該公司所設之法令遵循計畫是否適當時，重要之參酌因素為：該計畫是否妥為規劃而具有偵測及防止員工犯罪的最大效能；以及公司的管理階層是否有努力執行該計畫，抑或是心照不宣地鼓勵員工犯罪以追求公司利益。而在考慮上列二個因素時，可資參考的情狀包括：該法令遵循計畫之綜合性；犯罪行為的強度及廣度；涉入犯罪的員工數目及其階級；犯行的嚴重程度、時間長短與頻率；公司在事後所採取的補救措施，例如賠償、懲戒或對法令遵循計畫之修正等；公司自行向政府揭露犯行之速度；公司在案發後是否配合調查等。檢察官亦須一併考慮公司是否設有能有效偵測及防止犯行的公司治理機制，例如：公司主管是否對於關於公司行為之提案都能為獨立的審查，而非照單全收地加以批准；是否有提供公司主管足以為獨立審查之充分資訊；內部稽核機制是否有夠高的地位足以確保其獨立性及正確性；公司主管有無建立合理的訊息傳遞管道，以便在管理階層及董事會在決定公司行為是否違法時，能先得到充分、即時且正確的訊息。此外，檢察官還必須判斷該公司的法令遵循計畫是虛應故事，抑或是被有效地執行。此外，檢察官必須決定該公司是否有提供足夠的人力來稽核、紀錄、分析及利用該公司法令遵循計畫之成果。檢察官也必須判斷公司員工是否已被適當地告知法令遵循計畫之內容，而且相信公司是致力於推動法令遵循計畫。<sup>114</sup>

### 三、內線交易之法律遵循

就（防制）內線交易的法律遵循制度，美國國會曾訂立三項法律明定：

（一）證券交易法 Section 15(f)：要求證券商必須設置、維護並執行防止內線交易之政策與程序。

（二）證券交易法 Section 21A：明訂證券商及投顧業者須負控制者責任。

（三）投資顧問法（Investment Advisors Act）Section 204：要求證券投資顧問

<sup>113</sup> 參見余若凡，公司犯罪與公司犯罪能力，檢察新論第4期，96年7月，第222-223頁。於知慶，以刑事訴追作為企業改革的契機，檢察新論第5期，97年1月，第288-289頁

<sup>114</sup> 參見謝志明，公司內控機制—美國法下的法令遵循計畫，檢察官論壇，98年5月7日

事業必須建立、維護並執行防止內線交易之政策與程序。若證券商及投顧業未依規定設置並執行該項規定，當職員違反內線交易之規定時，根據證券交易法 Section 21A 規定，證券商及投顧業者本身也要負起控制者責任。

雖然聯邦法並未明文強制公司必須設置內線交易遵循制度，但由於公司及其負責人可能因為公司內部人違反證券交易法，而必須負起控制者責任，且此責任實際與從事內線交易的行為人責任相同，控制者也會面對 SEC 與投資人的求償訴訟；因此為降低法律風險，公開發行公司多半會制訂內線交易遵循制度或政策以防止內部人從事內線交易或其他違反證券交易法之行為發生。因此，美國公開發行公司在董事、經理人、高階主管或職員剛進入公司時，即要求這些人必須遵守公司之內線交易法律遵循政策。<sup>115</sup>

而公開發行公司常用以下四種方式，來預防內線交易之發生：1. 禁止私自取得未公開的重大資訊；2. 明定得交易之期間（trading windows）；3. 規定禁止交易之期間（blackout periods）；4. 事先核發許可證明（preclearance）。第一種方式乃普遍性之政策宣導，禁止內部人不當取得公司未揭露之重大訊息。第二種方式，則是公司揭露訊息後之特定期間為合法得交易之時期。至於第三、第四種方式，因為涉及法律遵循部門人員行使裁量權，以做出是否允許內部人進行交易之判斷；而由於內線交易在構成要件上確實存有模糊地帶，企業內部的法令遵循人員在判斷上並不容易，准或不准都有潛在之風險，故此種方式比較容易產生爭議。

116

#### 四、法令遵循不彰致發生內線交易之案例

以下簡介二則發行公司因內部人從事內線交易，而遭美國 SEC 起訴或調查之案例：

##### （一）美國信用公司（AmericCredit Corp.）<sup>117</sup>

SEC 於 2003 年 11 月 3 日，對美國信用公司 AmericCredit Corp. 之副總、前資深副總等五位現任及卸任高階管理人員，提起內線交易訴訟。這五位高階人員由公司 2001 年第 4 季季報中，知悉公司因客戶還款情況不佳而影響其財務表現，而

<sup>115</sup> 參見林仁光，公司內部建立內線交易防範措施之芻議，收錄於「余雪明大法官榮退論文集－企業與金融法制」，元照出版有限公司，97 年 1 月，第 175 頁

<sup>116</sup> 參見林仁光，同前註 114，第 176 頁

<sup>117</sup> <http://www.sec.gov/litigation/complaints/comp18442.htm>，最後造訪：98 年 5 月 15 日

於季報公告前，先行賣出 AmericCredit Corp.的股票。這些內線交易行為人最後以美金 40 萬元與 SEC 達成和解。

由於 AmericCredit 的內部人（含已離職者）從事內線交易，SEC 乃向 AmericCredit Corp.起訴請求行政罰鍰（civil penalty），主張 AmericCredit Corp.知悉內部人獲悉未公開的重大消息（in possession of material nonpublic information）據以交易股票，而 AmericCredit Corp.未採取適當步驟來防止其員工從事內線交易，因此依據 1934 年的證券交易法 Section 21 A，必須負行政罰鍰之責任。AmericCredit Corp.最後以 10 萬美元與 SEC 達成和解。本案的特殊性在於：其係目前唯一一件 SEC 向發行人主張控制責任之案例。

## （二）阿拉巴馬信用基金（Retirement Systems of Alabama, RSA.）<sup>118</sup>

2008 年 3 月 6 日，SEC 根據證交法 Section 21(A)發布了對阿拉巴馬信用基金（Retirement Systems of Alabama, RSA.）的調查報告。本案事實係 Raycom Media 公司欲收購 Liberty 公司，而 RSA 的執行長因 Raycom Media 公司向 RSA 尋求融資，而在雙方協議過程中，即得知此項攸關 Liberty 公司股價的重大而未公開消息；於是指示 RSA 之投資團隊，在 2005 年 8 月、收購消息公開前二週內，大量買入 Liberty 公司的股份 73,700 股。收購消息公開後，Liberty 公司飆漲，預估 RSA 獲利超過 70 萬美元。

報告中指出：RSA 在接受 SEC 調查時主動配合，同時也對出售 Liberty 公司股份予 RSA 之投資人為適當補償，且嗣後制訂了法令遵循計畫。因此 SEC 並未對 RSA 起訴請求行政罰鍰<sup>119</sup>，而是根據 Section 21(a)發布報告。

SEC 於調查報告中指出：RSA 欠缺政策、程序、訓練、或法律遵循主管以確保其遵循聯邦證券法規<sup>120</sup>；且 RSA 的執行長與投資部門員工，也不清楚彼等於持有重大非公開消息時，依證券交易法規定而負有義務與所承擔的風險<sup>121</sup>。並且認為 RSA 有一合理的法律遵循計畫時，當不至於購買前述股份。

本案的意義在於 RSA 不具有證券商身分，本不適用證券交易法 Section 15(f)

<sup>118</sup> <http://www.sec.gov/litigation/investreport/34-57446.htm>, 最後造訪：98 年 5 月 15 日

<sup>119</sup> SEC 在報告中也指出，如對 RSA 課以罰鍰，該罰鍰之來源仍係 Alabama 州政府員工所繳納的退休基金與該資金的孳息。此可能亦是 SEC 未對 RSA 處以罰鍰之原因

<sup>120</sup> RSA had no policies, procedures, training or compliance officer to ensure its compliance with the federal securities laws.

<sup>121</sup> Most of the RSA investment personnel involved in this matter, including its CEO, did not have a clear understanding of the securities law duties and risks implicated when they came into possession of material, nonpublic information.

或投資顧問法 Section 204。一般認為，SEC 有意藉本案強調任何專業投資機構，包包括退休基金以及公法人（public entity）都負有控制者責任，以及缺乏法律遵循機制所可能面臨的風險。換言之，SEC 期待所有的市場參與者，都有一有效防制內線交易之法律遵循機制。

## 第二款 我國法令遵循制度之實踐經驗

公司治理制度之推動，除強化公司監控機制之功能外，更朝向提升公司之經營效能為目標。我國近幾年就公司治理之討論，多將焦點集中在是否設置獨立董事或獨立監察人此一議題<sup>122</sup>；國內亦有諸多著作及學位論文，將研究重點置於制度的選擇與優劣比較上。而立法院於 94 年 12 月 20 日三讀通過證交法修正案（於 95 年 1 月 11 日公布）之證券交易法修正案，也相當程度地反應了這種思維；該次修正，在健全公司治理方面，重點如下<sup>123</sup>：

（一）引進獨立董事及審計委員會制度：明定公司除得依章程規定設置獨立董事外，並應擇一設置審計委員會或監察人，但主管機關得視實務狀況要求公司設置獨立董事或命令設置審計委員會替代監察人，並將循序推動，以有效提升董事會運作效能。

（二）強化董事獨立性及明定董事會議事規範：明定董事、監察人間應超過一定比例或人數，彼此間不得具有一定親屬等關係，並規定公司應訂定董事會議事規範，以強化董事會之獨立性結構及議事運作。

（三）強化公司財務報告編製責任：為確保公開發行公司財務業務資訊之正確性，以維護證券市場之公正性並保障投資人權益，規範公司相關人員應出具無虛偽或隱匿之聲明書，並明定會計主管之積極資格及應持續進修，且強化公司財務報告及相關文件製作之管理及會計師查核之民事賠償責任。

（四）簡化公司辦理募資之程序，將申請核准案件納入申報生效適用範圍。

一般認為獨立董事制度，具有提昇經營績效、汰換不適任之經營者、監督違法經營或利益衝突交易等道德危險之情事等多項優點。然而，獨立董監事制度並非杜絕企業舞弊的萬靈丹；獨立董事制度與公司經營績效之提升、不適任經營者

<sup>122</sup> 參見林仁光，論經營者誠信、內部控制、內部稽核制度與公司治理，月旦法學第 106 期，93 年 3 月，第 49 頁。

<sup>123</sup> 引自「證券暨期貨市場發展基金會」網站整理資料，[http://www.sfi.org.tw/newsfi/events/lib\\_law/law\\_default.asp](http://www.sfi.org.tw/newsfi/events/lib_law/law_default.asp)



之汰換、乃至於避免公司內之舞弊等目標間欠缺關連性之實例所在多有。例如安隆或世界通訊公司，兩者都有獨立董事制度，卻仍然發生重大弊案。因此，未來除評估並調整獨立董事、審計委員會、獨立監察人等制度外，亦應針對前述制度何以未能發揮預期功效，設計其他可行之監督機制。參諸歐美各國經驗，未來於檢討我國公司治理制度的暨改進時，實有必要強化內部控制、建立企業法律遵循機制，始能提升公司內部監控機制之效能。

目前我國對於內部控制相關規範之制訂，主要係 95 年 6 月在證交法增定第 14 條之 1 後，證期會取得頒訂內部控制制度之授權依據，並於 91 年 11 月 18 日公布「**公開發行公司建立內部控制制度處理準則**」<sup>124</sup>，該準則歷經 92 年 2 月 18 日、94 年 12 月 19 日、96 年 7 月 17 日、98 年 3 月 16 日四次修正，現共有五章、45 條條文，為目前規範公開發行公司內部控制的主要法令依據。依「公開發行公司建立內部控制制度處理準則」第三條、第六條之規定，可看出其內部控制之架構係承襲 COSO 於 1992 發布的「內部控制－整體架構」，基本上係由三大目標（營運之效果及效率、財務報導之可靠性、相關法令之遵循與五大要素（控制環境、風險評估、控制作業、資訊與溝通、監督）構成。

然而我國的法令遵循制度，目前仍在摸索階段；目前僅有金控、銀行、保險、信合社、票券業、證券暨期貨市場服務事業等金融業，依相關法規必須建立法令遵循制度：

一、信用合作社：87 年 2 月 10 日修正「信用合作社內部控制及稽核制度實施辦法」，規定信用合作社應建立遵守法令主管制度，遵守法令主管應督導各業務單位持續遵循金融相關法令及內部控制制度。嗣財政部另於 87 年 12 月 22 日發布「信

<sup>124</sup> 該準則共分五章，各章重點如下：

第一章「總則」。包含法令授權、適用範圍、內控目的及制訂程序，共四條條文。

第二章「內部控制制度之設計及執行」。明訂內控制度設計及執行，應包含組成要素及控制作業、獨立董事意見之考慮等。

第三章「內部控制制度之檢查」。本章又分為「內部稽核」、「自行檢查及內部控制制度聲明書」、「會計師專案審查」三節。「內部稽核」包括內部稽核的目的及程序、內部稽核實施細則、年度稽核計畫之執行、稽核報告及追蹤報告、稽核單位隸屬層級、稽核主管任免程序、稽核人員適任條件等規定。「自行檢查及內部控制制度聲明書」包括自行檢查目的及程序、適用對象及時點等。「會計師專案審查」則包括專案審查目的及範圍、審查準則及程序、審查報告種類及審查涵蓋期間等規定。

第四章「對子公司之監督與管理」。包括子公司經營管理財務業務資訊、稽核管理等事項之監理。

第五章「附則」包括內部懲處規定、不適任稽核人員之處置、主管機關命會計師執行專案審查之規定，以及發布日等。

用合作社遵守法令主管制度之實施事項」供業界參考。

二、銀行：90年10月31日訂定「銀行內部控制及稽核制度實施辦法」，規範銀行為符合法令之遵循及防杜金融犯罪與詐欺，應建立遵守法令主管制度，並得依其規模、業務性質及組織特性，指定一隸屬於董事會或總經理之單位，負責該制度之規劃、管理及執行。

三、票券商：91年1月29日訂定「票券商內部控制及稽核制度實施辦法」，規定票券金融公司應設置本公司遵守法令主管一人，由相當副總經理職級者擔任；並由其指派、督導營業及管理單位相當副理職責者，依本公司訂定之遵循法令計畫及自評項目，檢測票券金融公司人員執行業務遵循法令之情形。

四、金控公司：90年10月31日訂定「金融控股公司內部控制及稽核制度實施辦法」，規定金融控股公司為符合法令之遵循，應建立遵守法令主管制度，並得依其規模、業務性質及組織特性，指定一隸屬於董事會或總經理之單位，負責該制度之規劃、管理及執行，建立清楚適當之諮詢、協調、溝通系統，對各單位施以適當合宜之法規訓練，並應指定高階主管擔任遵守法令主管，負責執行法令遵循事宜，以確保遵守法令制度之有效運行。

五、保險業：90年12月20日訂定「保險業內部控制及稽核制度實施辦法」，規定保險業應依其規模、業務性質及組織特性，指定隸屬於董（理）事會或總經理之單位，負責法令遵循制度之規劃、管理及執行；法令遵循單位應置法令遵循主管一人，綜理法令遵循業務，其職位應相當於協理或經理。

六、證券服務業：95年5月30日修正「證券暨期貨市場各服務事業建立內部控制制度處理準則」修正，規定主管機關得視證券商、期貨業、證券金融事業、信用評等事業及其他經主管機關指定之證券暨期貨市場服務事業規模、業務性質及組織特性，命令設置隸屬於董事會或總經理之單位，負責法令遵循制度之規劃、管理及執行。

至於上開各法規就法令遵循單位之職責，整理其規定如下：

1. 建立清楚適當之法令傳達、諮詢、協調與溝通系統。
2. 確認各項作業及管理規章均配合相關法規適時更新，使各項營運活動符合法令規定。
3. 訂定法令遵循之評估內容與程序，並督導各單位定期自行評估執行情形。
4. 對各單位人員施以適當合宜之法規訓練。

5. 督導海外分支機構遵循其所在地國家之法令。
6. 對職員進行金融法規及道德規範之宣導
7. 其他經主管機關規定應辦理之事項。

公司治理固然必須在董事會制度與財務報表之編制與查核上加以檢討改進，惟嚴謹的法令遵循程序，較獨立董事或外部會計師，能夠更早、更有效地發現並防堵企業內不法情事之發生。惟我國目前除上述金融業相關法規命令，僅有財團法人中華民國會計研究發展基金會之審計準則委員會所發布之審計準則公報第二十九號「法令遵循之考量」，就查核人員於查核財務報表時，對受查者是否遵循法令之考量，訂有相關規範<sup>125</sup>。然「審計準則公報」在於提供審計人員相關工作指導，其效力至多僅有宣示性質，並無拘束力；且若查核人員不具備法律專業，如何查核受查核者是否確實落實「法令遵循」？是以我國除金融業外之公開發行公司，其「法律遵循制度」應如何建立，仍有待產、官、學各界詳加研究，始能更進一步提升企業內部監控之效能。

### 第三項 預防內線交易之法令遵循

過去常見上市（櫃）公司因內部人涉嫌內線交易案件，經報章雜誌披露後，不但股價下跌，公司商譽與日常營運也嚴重受損；而企業為避免內部人士有心或無心觸犯內線交易，宜建立法律遵循機制，雖不能絕對防範內線交易或其他證券不法行為的發生，然而企業如建立相關政策與一套完整的流程，一方面使公司董事、監察人、經理人及職員均能熟習內線交易法規，可避免內部人士因不諳法律而誤踩紅線；一方面也能透過事先申報的過程，來防制不法內線交易行為之發生。

我國法制與美國不同，公司就內部職員之不法行為，並無「公司代替責任」之觀念；因此必須透過其他誘因，<sup>126</sup>使企業自願建立良好的內控與法律遵循機制。值得注意的是，於 98 年 3 月 16 日該次修正中，於第 8 條增列股票上市或在證券商營業處所買賣之公司，應建立防範內線交易之管理控制作業。<sup>127</sup>

參酌美國企業普遍推行之行為準則（code of conduct），在建立防制內線交易

<sup>125</sup> 審計準則公報第 29 號第 12 條：「查核人員規劃查核工作時，應適當瞭解與受查者有關之法令，及受查者如何遵循該等法令。」第 13 條：「查核人員通常循下列方式獲得與受查者有關法令之一般瞭解：……」

<sup>126</sup> 例如租稅獎勵。

<sup>127</sup> 第 8 條第 2 項：股票已上市或在證券商營業處所買賣之公司，其內部控制制度，尚應包括防範內線交易之管理。

之法令遵循部分，有以下幾項建議：

- 一、訂定「內部人交易準則」。
- 二、在資訊的規範上，防止重大資訊不當流用。
- 三、訂定「內部人通報機制」。

## 第一款 訂定「內部人交易準則」

美國與加拿大是最早禁止內線交易的國家，除了該兩國的法律明定內線交易為違法之外，許多美國與加拿大的企業都自願建立公司內部的「內部人交易準則」(Insider Trading Policy)<sup>128</sup>。在一項 1989 年所進行的調查顯示，接受調查的公開發行公司中，90%的公司制訂有內線交易法政策及法律遵循機制。<sup>129</sup>

企業制訂「內部人交易準則」的可能動機如下：

- (一) 可以提高改善公司的公共關係，並展現守法的態度。
- (二) 可以增加公司股票流動性並降低交易成本。
- (三) 可以降低代理成本。
- (四) 可以到規定更嚴格的市場上市。

至於「內部人交易準則」的內容，通常包括下列幾部分：

### (一) 前言

前言的內容通常在宣示公司禁止不法之內線交易的立場，以及要求員工對公司內重大消息保密並禁止非法使用等原則；或重申內線交易之民刑事責任，以提醒內部人注意相關法規範。

### (二) 規範之主體、客體

定義「內部人交易準則」之員工及一定親等內之親屬（如配偶、未成年子女等），以及何謂「重大消息」。

### (三) 重大消息的保密期間、保密措施、揭露方式等。

### (四) 內部人交易應踐行之程序

常見之方式係明訂得交易之期間、或禁止交易之期間。另外，如內部人欲交易數量超過一定數額時，或公司內員工就交易公司之有價證券有任何疑義時，應先與法令遵循部門諮商，並取得「許可證明」而後為之。

<sup>128</sup> Anita Anand and Laura Beny, Why Do Firms Adopt Insider Trading Policies? Evidence from Canadian Firms, March 1, 2007.

<sup>129</sup> 參見林仁光，同前註 114，第 175 頁。

## （五）聲明與罰則

員工簽署並聲明已了解公司內之「內部人交易準則」，以及明訂違反該交易準則之懲戒方式，如開除、降職、調職、減薪、記過等人事懲處，抑或是公司以違反僱傭合約而訴請損害賠償等。

惟引進「內部人交易準則」此類規範時，必須同時考慮以下幾點潛在問題：

（一）從前述實務運作現況，可知我國主管機關及法院就重大消息之「成立時點」，仍存有許多爭議；因此法令遵循人員如何決定「得交易期間」、「禁止交易期間」？衍生的問題是法令遵循人員，如何判斷內部人之交易，是否違反內線交易之法規範？

（二）由於「內部人交易準則」是公司內部的規章，縱使公司內部法令遵循人員認為某交易是合法的，但仍有可能被主管機關或司法機關認為是內線交易；<sup>130</sup>則依法令遵循人員所提供之意見進行交易，是否就可作為內線交易的抗辯事由？法令遵循人員若為錯誤之判斷或提供錯誤之法律見解，此時該法令遵循人員應負何種責任？

（三）如法令遵循人員之判斷或諮詢意見可作成內部人交易之免責事由，則彼等是否可能迫於公司高階主管的壓力，淪為替內部人內線交易背書的橡皮圖章？

以上幾點均是我國如欲引進「防止內線交易準則」的法律遵循機制時，必須一併予以考量、詳加評估之問題；否則在欠缺配套措施的情形下，引進前開制度，只是為目前已高度分歧的實務見解，徒然增添更多的爭議。

## 第二款 防止 重大資訊不當流用

除加強資訊充分且即時揭露，強化資訊透明度外，企業應建立一套標準的內部重大資訊處理作業程序，使公司人員瞭解並遵守，可避免公司內部人員在資訊公開揭露前，不慎將消息洩露予他人，或用於法所不許之證券交易。而為使公司內部人及員工更明瞭法律規定及自身權利義務，以減少內線交易案件發生，及協

<sup>130</sup> 為解決此項爭議，美國頒布了 10b5-1 規則，該規則建立了明確的標準，也具有法定的效力。如果公司的內部人在進行任何交易都精確地依照該規則行事，就可以使內部人免於遭受內線交易責任的追處。而 10b5-1 規則的精髓就是所謂的「預定證券交易計畫（Prearranged Trading Plans）」。如果公司的內部人依照該計畫交易手中的持股，即使交易的時間是在知悉重大未公開消息之期間，仍不因此被認定為內線交易。

助上市上櫃公司建立良好之內部重大資訊處理及揭露機制，證交所與櫃買中心於 97 年 11 月 12 日訂定「○○股份有限公司內部重大資訊處理作業程序」參考範例，以引導上市（櫃）公司建立完善的內部重大資訊處理機制。

前開參考範例共十八條條文，其重要內容大致如下：

一、適用對象：

- (一) 公司之董事、監察人、經理人及受僱人。
- (二) 其他因身分、職業或控制關係獲悉本公司內部重大資訊之人，本公司應促其遵守本作業程序相關規定。<sup>131</sup>

二、內部重大資訊涵蓋範圍：

內部重大資訊由本公司處理內部重大資訊專責單位擬訂並經董事會決議通過，擬訂時應考量證券交易法及相關法律、命令暨臺灣證券交易所或證券櫃檯買賣中心相關規章。<sup>132</sup>

三、處理內部重大資訊專責單位：

公司應設置處理內部重大資訊專責單位，並依公司規模、業務情況及管理需要，由適任及適當人數之成員組成，並經董事會通過。<sup>133</sup>

四、保密防火牆作業：

(一) 人事：

1. 董事、監察人、經理人及受僱人應以善良管理人之注意及忠實義務，本誠實信用原則執行業務，並簽署保密協定。
2. 知悉本公司內部重大資訊之董事、監察人、經理人及受僱人不得洩露所知悉之內部重大資訊予他人。
3. 董事、監察人、經理人及受僱人不得向知悉本公司內部重大資訊之人探詢或蒐集與個人職務不相關之公司未公開內部重大資訊，對於非因執行業務得知本公司未公開之內部重大資訊亦不得向其他人洩露。<sup>134</sup>

<sup>131</sup> 參見「○○股份有限公司內部重大資訊處理作業程序」第 3 條

<sup>132</sup> 參見前註 131，第 4 條

<sup>133</sup> 參見前註 131，第 5 條。又該專責單位之職權如下：

- 一、負責擬訂、修訂本作業程序之草案。
- 二、負責受理有關內部重大資訊處理作業及與本作業程序有關之諮詢、審議及提供建議。
- 三、負責受理有關洩漏內部重大資訊之報告，並擬訂處理對策。
- 四、負責擬訂與本作業程序有關之所有文件、檔案及電子紀錄等資料之保存制度。
- 五、其他與本作業程序有關之業務。

<sup>134</sup> 參見前註 131，第 6 條。

(二) 物：

1. 公司內部重大資訊檔案文件以書面傳遞時，應有適當之保護。以電子郵件或其他電子方式傳送時，須以適當的加密或電子簽章等安全技術處理。
2. 公司內部重大資訊之檔案文件，應備份並保存於安全之處所。<sup>135</sup>

(三) 保密防火牆之運作：

公司應確保前二條所訂防火牆之建立，並採取下列措施：

1. 採行適當防火牆管控措施並定期測試。
2. 加強公司未公開之內部重大資訊檔案文件之保管、保密措施。<sup>136</sup>

五、內部重大資訊揭露之原則：

(一) 內部重大資訊揭露之原則：<sup>137</sup>

1. 資訊之揭露應正確、完整且即時。
2. 資訊之揭露應有依據。
3. 資訊應公平揭露。

(二) 發言人制度：<sup>138</sup>

公司內部重大資訊之揭露，除法律或法令另有規定外，應由發言人或代理發言人處理，並應確認代理順序；必要時，得由負責人直接負責處理。

發言人及代理發言人之發言內容應以公司授權之範圍為限，且除公司負責人、發言人及代理發言人外，公司人員，非經授權不得對外揭露內部重大資訊。

(三) 重大資訊揭露之紀錄：<sup>139</sup>

公司對外之資訊揭露應留存下列紀錄：包括 1. 資訊揭露之人員、日期與時間。  
2. 資訊揭露之方式。3. 揭露之資訊內容。4. 交付之書面資料內容。5. 其他相關資訊。

(四) 對媒體不實報導之回應：<sup>140</sup>

媒體報導之內容，如與本公司揭露之內容不符時，公司應即於公開資訊觀測站澄清及向該媒體要求更正。

六、違規處理：<sup>141</sup>

<sup>135</sup> 參見前註 131，第 7 條。

<sup>136</sup> 參見前註 131，第 8 條。

<sup>137</sup> 參見前註 131，第 10 條。

<sup>138</sup> 參見前註 131，第 11 條。

<sup>139</sup> 參見前註 131，第 12 條。

<sup>140</sup> 參見前註 131，第 13 條。

有下列情事之一者，公司應追究相關人員責任並採取適當法律措施：

- (一) 公司人員擅自對外揭露內部重大資訊或違反本作業程序或其他法令規定者。
- (二) 公司發言人或代理發言人對外發言之內容超過本公司授權範圍或違反本作業程序或其他法令規定者。
- (三) 公司以外之人如有洩漏本公司內部重大資訊之情形，致生損害於本公司財產或利益者，本公司應循相關途徑追究其法律責任。

#### 七、內部控制作業及內部教育宣導

- (一) 內控機制：本作業程序納入公司內部控制制度，內部稽核人員應定期瞭解其遵循情形並作成稽核報告，以落實內部重大資訊處理作業程序之執行。<sup>142</sup>
- (二) 教育宣導：公司每年至少一次對董事、監察人、經理人及受僱人辦理本作業程序及相關法令之教育宣導。對新任董事、監察人、經理人及受僱人應適時提供教育宣導。<sup>143</sup>

以上參考範例，可提供上市上櫃公司建立處理公司內部重大資訊機制遵循指引，落實公司內部重大資訊之保密，並防止重大消息在公開揭露前，被公司內部人或外部人士濫用，以減少公司內部人與投資大眾「資訊不對稱」之現象，維持證券交易市場之公平性與健全發展。

### 第三款 建立內部人舉發與通報機制

一般說來，企業內部員工對於公司內之舞弊或不法情事，往往較外部人能更早察覺，然而員工即使知道公司內有不法行為，往往也傾向保持沈默，理由在於擔心公司知悉後，會將個人解職或利用其他手段進行報復。因此，為使有正義感的員工勇於舉發揭弊、協助主管或司法機關了解真相，沙賓法案 Section 806 明訂對揭弊之通報員工加以保護。

依沙賓法案第 806 條之規定，發行公司或其經理人、員工、承攬人、次承攬人、代理人，對於提供公司內部資料、出席作證或以其他任何方式協助調查企業詐欺案件之員工，不得給予解雇、降級、停職之處分，或有威脅、恐嚇、攻擊或

---

<sup>141</sup> 參見前註 131，第 15 條。

<sup>142</sup> 參見前註 131，第 16 條。

<sup>143</sup> 參見前註 131，第 17 條。



歧視之行爲：如員工因提供資料或出席作證等行爲而受到上開待遇，得於 90 日內向勞工部提出申訴；如勞工部無正當理由而位於收受申訴後 180 日內做出最終決定，該員工得逕向有管轄權之地區法院請求重新審理。受到不當待遇之員工得請求之項目包括：(1) 請求復職，且年資必須與前受到歧視待遇所致前相同；(2) 系爭期間應得薪酬之給付，並應加計利息；(3) 因歧視待遇所致之損害賠償，包括、訴訟專家證言費，及合理之律師費等。此外，同法第 1107 條亦規定，禁止對檢舉人從事報復行爲，違反者得科以罰金或併處十年以下有期徒刑，對出面舉發或揭弊之員工，提供更周詳的保護。

禁止對舉發之員工進行報復，違反者並負有民刑事法律責任；以上規定僅係消極使員工無後顧之憂，而勇於出面舉發企業內之弊端。惟一般人或有「自掃門前雪」、「事不關己」之消極心態，縱使法律對出面揭弊者予以保護，而不足以積極促使企業內員工出面揭弊。

欲使企業內員工勇於並樂於舉發不法，必須藉由企業內部建立高標準的企業倫理與道德風氣。此亦即前述「日常活動論」中，增加犯罪抑制者而達到預防犯罪之結果。另參考「上市上櫃公司訂定道德行爲準則參考範例」第 2 條第 7 款之規定，鼓勵員工於懷疑或發現有違反法令規章或道德行爲準則之行爲時，向內部稽核主管呈報；爲了鼓勵員工呈報違法情事，公司宜訂定相關之流程或機制，並讓員工知悉公司將盡全力保護呈報者的安全，使其免於遭受報復。

而「內部稽核單位」作爲企業內控之監督單位，其具體工作包含對內控制度進行檢查、提出稽核報告、擬定與執行年度稽核計畫等；應秉持超然獨立之精神，以客觀公正之立場，確實執行其職務。若「內部稽核人員」及法令遵循主管，對內部控制重大缺失或違法情事所提改進建議不爲管理階層採納，將導致企業之重大損失時，均應立即作成報告陳核，並通知監察人暨通報告各該主管機關及相關單位。

## 第四項 小結

我國長久以來打擊公司舞弊行爲，多將重心放在高階主管或有實質控制權之人的刑事責任上，然而，此容易產生下述缺點：

一、由於公司分工日益精密，公司內部事務多屬分層負責，高階主管多爲決策之人，但不親自執行不法行爲的犯罪計畫，在刑事訴訟高度的舉證門檻下，如

何證明高階經理的主觀犯意，面臨諸多困難。

二、相關人證、文件資料多存放於公司內部，檢察官限於人力、專業經驗的不足，往往無法有效蒐證。

三、追訴公司經營階層的刑事責任，無法防範未來不法情事之發生，實務上仍常見公司之董事長或總經理遭起訴後，仍握有實質經營權或掌控權，繼續經營公司，單純地將公司高階主管起訴，無法改變公司的固有文化。<sup>144</sup>

我國主管機關近年來雖大力引進獨立董事制度、強調公司治理的重要性等，然因違反公司治理原則，並無實質上的法律制裁效果，使獨立董事未能發揮其應有之預期效果。企業經營者能否摒除私利，而以全體股東之利益為追求之主要目標，關鍵在於經營者之誠信與專業經營之能力。內部控制與法律遵循制度，係由經營者所設計規劃與執行，其主要內容攸關公司之經營管理，如未全力投入經營，未必能擬出完善之內控與法令遵循制度；或空有制度而未能徹底執行，亦無法發揮其預期之功效。因此，必須輔以其他監督力量，以鼓勵經營階層主動積極執行內部控制制度，提升經營績效，保障利害關係人之利益。

觀察美國內控與法令遵循之實踐經驗，係以「組織之量刑準則」，作為督促公司建立良好之內控與法令遵循機制之誘因。惟公司應否為其內部職員之不法行為負責，長久以來即爭論不休。首先，需探究法人組織是否有犯罪能力？我國學者通說雖反對法人得為犯罪之主體，然而許多行政法規中均設有兩罰之規定，而對法人科以罰金刑，實質上等同於承認法人之犯罪能力<sup>145</sup>。至於法人如何要對其職員之犯罪行為負責，其方法有單罰、轉嫁罰、兩罰制<sup>146</sup>等方式；其處罰手段有罰金、解散法人、停止營業或撤銷營業許可等方式。

惟我國股市參與者，多以散戶居多，專業能力遠不如法人投資機構；在發行公司有證券不法行為發生時，已先蒙受股價下跌的損失，如任其再承擔公司由因

<sup>144</sup> 於知慶，同前註 113，97 年 1 月，第 294 頁。

<sup>145</sup> 公司應代不法行為人負責，其理論基礎有二：

- 一、同一理論（Identification Theory）：主張公司成員的行為弱勢基於公司的利益或立場，公司應該該成員的行為負直接責任。
- 二、雇用人責任論（Respondent Superior Rule）：主張公司對其員工之意圖及行為負有責任。亦即當公司代理人從事犯罪行為、在該代理人職權範圍內所從事意圖使公司受益時，公司必須負起刑事責任

<sup>146</sup> 單罰制係指法人代行為人負刑事責任，行為人並不負刑責；理由為法人就內部職員之行為負無過失責任。

轉嫁罰係指將行為人所應擔負的責任轉嫁於法人，不罰實際之行為人。

兩罰制係指行為人及法人均應受處罰，此種處罰法人之方式為多數國家所採。

內部人違法之罰金，無異於予弱勢的投資人更沈重之打擊。然而，審究我國公司治理等相關典章規範，其位階多半僅為法規命令、行政規則等層次，且對未確實落實公司治理、內控機制之企業主，亦缺乏監督、制衡之力量；唯有讓公司本身擔負起責任，公司才可能動用足夠的力量及具備強烈的動機，建立有效降低主管及員工從事違法行為的預防和獎勵政策。如果公司無須承擔刑事責任，無異於鼓勵高階主管從事不法或不遵守法律。

此外，對於違反公司治理典章而情節嚴重者，必要時得以解任董監事、解散法人、停止營業或撤銷營業許可等手段制裁，以避免存心不良的董監事，繼續以發行公司作為吸金的工具。總言之，為強化公司內部的監控機制，我國宜**引進控制者責任之立法模式，促使企業建立法律遵循機制**；藉由行政、刑事等制裁方式，對內控不彰之「公司」，課以一定之法律責任，才能促使公司有動機去改善內部的公司治理機制；而此亦為內部控制制度能否成功、投資人暨公司其他利害關係人權益得否被保護之關鍵因素。

## 第二節 強化行政效能

任何一種不法行為都可能有以下三種制裁方式：刑事責任（徒刑或罰金）、民事（損害賠償）責任，以及行政責任。此三者規範的目的及內涵並不完全相同：刑事制裁重在法益的侵害與行為之不法性，一般不以行為發生損害結果為要件；行政制裁則係以政府公權力之介入，藉由種種行政處罰，導正公司之不法行為；民事責任則重在損害賠償，故必須發生損害，且行為與損害間具有因果關係，始生民事責任追訴之問題。<sup>147</sup>

從第二章的比較法例明中，可發現美國與日本、英國，就內線交易行為應如何規範？是否應以嚴刑峻罰作為嚇阻之手段等問題，係採取不同的思維方式。美國對於內線交易係詐欺市場的犯罪行為，由於舉證不意，為預防犯罪，而一再加重刑罰。然而，日本之立法目的在於維護證券市場之公正性與健全性，已確保投資人對市場信賴之觀點，而採取形式上認定之方式？亦即公司內部人知悉公司一

<sup>147</sup> 參見王文宇，從公司不法行為之追訴論民、刑、商法之分際，月旦法學雜誌第 103 期，92 年 12 月，第 51 頁

定重要內部消息……<sup>148</sup> 並不考量該交易是否有實質不法之情事。從而該當於內部人交易而構成違法之刑為本身未必含有詐欺性質，所以予以輕微之處罰。但如其積極利用「不正手段計畫或技巧」者，可能同時構成詐欺禁止之規定，則處以較重之刑罰。

然而，內線交易既為詐欺性之犯罪，則必須證明行為人「獲悉」內線交易，並有「利用」內線消息之認識與故意，如此則又陷於舉證困難之窘境。且過重的刑罰，可能使法官於是用法時，趨於保守謹慎，使犯罪不易成立。以務實的角度來看，即使我們將某些行為視為犯罪，若堅持僅透過刑事制裁，結果可能並不能成功打擊該違法行為，原因在於刑事過程涵蓋了太多複雜的程序階段以及舉證重擔。此外，重罰固然會使人心生警惕，但若內線交易所產生的利益，超出刑罰的代價時，所謂「殺頭的生意有人做、賠本的生意沒人做」，單純的提高刑罰並不能減少內線交易的發生。因此，欲有效防制內線交易，其制裁手段除效率外，更必須能適度地剝奪行為人因內線交易而可得之利益。從這個角度思考，有效執行的「行政罰」與「民事賠償」，均可以「降低」行為人內線交易的動機。

此外，目前世界各國對內線交易的規範，有加強行政制裁的方式，主要理由行政制裁的方式較刑事、民事程序有效率，可以給行為人即時的制裁，在內線交易的防制上也較為有效。<sup>149</sup> 研究經濟犯罪的學者，均認為證券詐欺犯罪多無犯罪現場、有形跡證鮮少、犯罪過程不易被發覺、且具有高度專業性；司法人員若非對該行為的構成要相關法令有深刻了解，難以掌握犯罪本質，無法妥為蒐證、訴追。且司法若在不當時期介入、貿然以有證券不法行為進行搜索扣押，不僅未能防範經濟犯罪，反而容易造成證券市場動盪，衝擊市場的交易秩序。如以行政管制作為制裁內線交易的手段，其效果與優點有：

### 一、迅速遏阻內線交易並穩定市場

內線交易行為的表徵股票異常交易，而股票有無異常交易，證交所、櫃買中心的監視部監督，當「異常交易」經過分析研究後，若能針對該帳戶「即時」作處理，可有效阻止行為人持續買賣股票，而使不法行的損害不至於持續擴大。

### 二、內線交易證據提早取得

通常案件經證交所、櫃買中心製作分析報告，以及金管會專案小組審核後，

<sup>148</sup> 參見林麗香，禁止內部人交易之修正方向，月旦法學第 39 期，97 年 8 月，第 56-57 頁

<sup>149</sup> IOSCO 2003 report. P.17

如認為有不法嫌疑，再移送檢調機關進一步約談、訊問；則自內線交易行為發生、迄司法機關介入調查，往往已逾數月。有心人士大可利用這段期間湮滅證據、以逃避責任。

### 三、行政專業作為判斷的依據

內線交易條文中，涉及若干不確定法律概念，雖可藉由實務累積一定的判斷基準，然為因應社會變遷，加以「重大影響股價之消息」依主管機關之規定必須公開，且證交法又授權主管機關就重大消息之範圍與公開方式訂頒訂施行細則，因此在認定是否構成要件行為時，行政機關的意見往往是相當重要的。<sup>150</sup>

## 第一項 外國證券主管機關之權限與執法情形

### 第一款 美國：證券管理委員會（SEC）

美國證管會 SEC 由五位委員組成（其中一位為主席），設有公司財務處、執法處、投資管理處、交易與市場處等四處（Divisions）與行政法官、會計長、法令遵循查核與檢查、經濟分析、平等受雇機會、行政長、法律長、資訊科技、查核長、國際事務、投資人教育、倡議、立法與政府間事物、公共事物、風險評估、秘書處等十五部（Offices）<sup>151</sup>。此外，在紐約、波士頓、費城、亞特蘭大、芝加哥、邁阿密、華茲堡（Fort Worth）、丹佛、鹽湖城、洛杉磯、舊金山等十一個城市，設有分部（Regional Offices），隸屬於執法處和法律遵循檢查部之下。以下簡介「執法處」與「法律遵循檢查部」之組織與權限。

執法處係於 1972 年時，由原分散於總部（headquarters）各個部門的執法單位合併成立，其職權包括對有觸犯聯邦相關證券法律之虞者進行調查，其案件來源包括主動調查、自律組織陳報、公司主動申報、媒體報導及投資人投訴等；在初步認定受調查人涉及違法（平均耗時約 6 個月）時，會通知受調查人提出解釋或提供新事證，再據以做出處分建議並提報委員會裁決，以決定與受調查人進行協

<sup>150</sup> 參見李弘錦，從司法實務實證結果反思內線交易行政管制重要性—以勁永公司禿鷹案為例，中原大學財經法律研究所碩士論文，民國 95 年

<sup>151</sup> 即 Administrative Law Judges、Chief Accountant、Compliance Inspections and Examinations、Economic Analysis、Equal Employment Opportunity、Executive Director、General Counsel、Information Technology、Inspector General、International Affairs、Investor Education and Advocacy、Legislative and Intergovernmental Affairs、Public Affairs、Risk Assessment、Secretary 等 15 部門。

商和解或向法院提起訴訟。

在執行方式上，包括下列方式：

1. 自願性即非強制性的調查，或經由正式性的調查權利（送交各項傳票）而要求提供證據等。
2. 聲請法院核發禁制令（injunction）以預防進一步的違反行爲，違反法院禁制令者，得處以罰鍰（fines）或監禁（imprisonment）之不利處分。
3. 撤銷企業許可或禁止其業務之經營等行政處分。
4. 對特定行爲發停止之命令，並要求將利益歸入。
5. 要求自律機構就違法之行爲爲處分。
6. 就重大案件的交由司法部追訴其刑事責任。
7. 就不法行爲之利益要求受託人管理。

SEC 可以透過行政法官（administrative law judge）或委員會本身的聽證會，進行不同的行政程序，例如核發禁制命令（cease and desist order）即可對違反聯邦證券法律者要求返還不法利得（disgorgement of illegal profits）；或透過行政程序（administrative proceeding），撤銷機構（自營商、經紀商、投顧）執照或命其停業；亦得對於前述的從業人員其罰鍰，或命損害賠償。法院亦會視個案禁止或暫停行爲人擔任法人的負責人或經理人。

至於「法律遵循檢查部」主要任務爲執行 SEC 的檢查與查核計畫，受檢者包括自律組織、經紀商、交易代理人、投資公司以及投資顧問公司等；檢查目的在於早期偵測舞弊或其他違法事件，健全法律遵循等。SEC 的檢查與查核計畫對促進證券業的法律遵循扮演一重要角色，以保護投資大眾。法律遵循檢查部的成員有律師、會計師、企管碩士、證券專家等；就其檢查與查核結果，可即時且正式通知受檢查者法律遵循的缺失，俾便彼等採取更正措施；或發表「缺失信」（deficiency letters）、轉介至執法處或其他部門，以協助制訂法律或政策之考量。

以 2007 年爲例，SEC 展開 776 件執法程序（enforcement actions）、提起 262 件民事訴訟、以及 394 行政程序，案件類型包括財報詐欺、惡意倒填選擇權日期、內線交易、經紀商違規、共同基金詐欺等，罰鍰與追索不法利得之金額達 16 億美元。2008 年則進行 671 件執法程序，成功地終結<sup>152</sup>其中 92% 的案件，追索並返還

<sup>152</sup> 所謂「成功地終結」（successfully resolved）係指透過訴訟、和解、發表違約之裁定（issuance of a default judgment）等方式，達到一對 SEC 爲佳之解決方案。

不法利得予投資人之金額達 10 億美元。

茲將 SEC 的執法手段整理比較如下<sup>153</sup>：

- 一、刑事執法：包括有期徒刑、(強制)賠償受害人之損失、罰金以及沒收。
- 二、民事執法：包括不法利益返還、罰款、永久禁制令、提供和解之擔保、禁止擔任某些職務、禁止交易某些有價證券、臨時禁制令、凍結資產、暫時凍結不尋常支付款項、暫停交易、調回境外資產等緊急措施。

## 第二款 英國：貿工部與金融服務局 (FSA)

### 一、貿工部 (the Department of Trade and Industry)

另外，依英國 1985 年公司法第十四章 (Part XIV) Investigation of Companies，主管機關貿工部有權調查公司財務及業務。

調查權之行使係由貿工部首長 (稱爲 the Secretary of State) 選派檢查人 (inspector) 前往調查，其任務在於調查公司之財務及業務，並向 the Secretary 提出報告；於有適當理由須調查公司持股之實際狀況，亦得選派檢查人。此不僅可釐清股東名簿記載之正確性，亦可掌握真正對公司經營成敗有經濟上利害之人，或對公司有實質控制力之人。這對關係企業的認定、實質董事的監控、內線交易之防免，有相當大的助益。

檢查人行使調查權時，其範圍及於受調查公司之關係企業。其權限包括：要求公司或第三人出具文件，包括文書與電子檔，並詢問公司職員、代理人或第三人。若上述之人拒絕配合，檢查人得以書面記載該事實，提出於法院，拒絕配合之人將被以如同藐視法庭罪論處。且當受調查者拒不配合提出文件時，檢查人得向法院聲請發給搜索票(warrant)；例外情形 (如有合理基礎相信已有犯罪行爲，且該罪之本刑超過二年，而場所中之文件與該犯罪有關，此時自無待聲請，否則犯罪證據必遭湮滅) 則不在此限。

### 二、金融服務局 (FSA)

此外，2000 年 6 月 14 日通過的「金融服務暨市場法」(the Financial Services and Market Act 2000，FSMA 2000)<sup>154</sup>，也授權主管機關即 FSA 對如內線交易等濫用

<sup>153</sup> 參見王湘衡、林幸蓉，參加美國證管會『國際證券執法及市場監督研討會』出國報告，98 年 1 月。

<sup>154</sup> 本法共分為 30 編 (Parts)、433 條文 (Sections) 以及 22 個附錄 (Schedules)；就其架構而言，可分為金融服務局組織法、對金融活動的規範，以及金融消費者的保護機制。

市場不當行爲進行裁罰；其程序依 FSMA 第八部分之規定如下：

#### （一）調查

依 FSMA 第 168 條之規定，FSA 對濫用市場行爲擁有調查權；當 FSA 發現市場有不當行爲的可能性時，得對可能存在的不當行爲蒐集相關訊息；不僅可要求受調查人提供文件、回答問題，亦得要求第三人提供文件或說明文件內容。同時爲顧及調查之時效，FSA 無須事先告知受調查人即將展開調查，且被調查人有配合之義務；如無正當理由不得拒絕提供訊息，且所提出之訊息不得有虛偽或隱匿之情事，否則將涉及刑事責任。

#### （二）警告通知

FSA 調查完畢時，內部的決議委員會認爲確有濫用市場行爲而欲進行裁罰時，會先對行爲人發生處罰之警告通知（warning notice），其上記載可能之裁罰內如。此時行爲人可透過 FSMA 第 123 條第 2 項所規定之抗辯事由（如：行爲人合理相信其行爲並未構成市場濫用，或已採取合理的預防措施，並合理且盡力地避免市場濫用）以阻止 FSA 之裁罰。FSA 則會參考（1）行爲人是否遵守所發布的相關規則、方針；（2）行爲人所具有之經驗、知識、技巧、以及（3）行爲是否已依合法的目的、適當的方式進行。

#### （三）決定通知

依 FSMA 第 127 條第 1 項至第 3 項之規定，如果行爲人無法說服 FSA 採納其抗辯，而委員會又決定對其進行裁罰時，會發出決定通知（decision notice），其上記載確定之裁罰內容。

#### （四）提交金融服務與市場法庭

若行爲人不服 FSA 之決定，可依 FSMA 第 127 條第 4 項規定，於 28 天將該案提交到金融服務與市場法庭（Financial Services and Market Tribunal）進行審查，法庭對 FSA 所做出之決定有審查權，可以同意、取消或變更 FSA 所做之決定，並對個案有拘束力。當事人如對法庭決定仍不服，亦可上訴到上訴法院（the Court of Appeal）。法院在審查時，心證上不要求達到超越合理懷疑的程度，至於舉證責任，由 FSA 舉證有構成濫用市場之行爲，行爲人就其主張之有 FSMA 第 123 條第 2 項之抗辯事由，應負舉證責任。

金融服務局所爲的裁罰方式有下述幾種：

#### （一）課以罰鍰（Civil Penalty）



課以罰鍰是 FSA 對濫用市場案件最常見之決定。罰鍰雖無上限，但須受 FSMA 第 124 條第 2 項之限制：(1) 該行為是否對市場有不良影響，及其影響程度；(2) 行為人是否出於故意或重大過失；(3) 行為人是否為自然人，亦即罰鍰之負擔是否過重。此外，依據執行手冊 (FSA Handbook Enforcement Manual)，FSA 尚須考慮行為人所得之利益及所避免之損害、行為人是否配合調查、是否有其他政府單位採取行動等。

## (二) 發佈聲明

發布聲明目的在於使行為人遭受名譽上之不利益。FSA 考量課以罰鍰或發布聲明時，會考慮下列幾點因素：(1) 行為人已無獲得利益或避免損害；(2) 行為越嚴重月越傾向課以罰鍰 (3) 配合 FSA 之調查、或自願賠償是害人，可促使 FS 採取發布聲明之方式。(4) 其他類似案件之處理方式 (5) 該行為人之守法歷史 (6) 課以罰鍰對行為人所造成之衝擊等。

(三) 聲請法院對行為人發佈禁制令，禁止其繼續從事該行為。

(四) 聲請法院對行為人發佈禁制令，並命其採取彌補之措施，例如試圖減輕受害者之損失。

(五) 聲請法院對行為人發佈禁制令，禁止其處分已有之財產，以防止行為人脫產以規避法律責任。

FSA 聲請法院發布強制令時，必須衡量發布禁制令是否為最有效率之方式。依據「執行手冊」，FSA 會考慮：(1) 行為對金融體系的衝擊 (2) 其他投資人受損之範圍及性質 (3) 行為是否可能停止 (4) 受調查人所採取之措施是否足以確保投資人之利益 (5) 其他政府單位是否已採取必要行動 (6) 行為人脫產之可能性 (7) 聲請禁制令之成本與效益 (8) 受調查人之受法歷史 (9) 其他自律單位是否足以阻止該行為 (10) 是否有訊息顯示行為人正在從事金融犯罪 (11) 禁制令是否會影響併購的結果及時間。

(六) 聲請法院對命行為人回復原狀。

所謂回復原狀，係指命令行為人「返還因濫用市場行為而受有之利益」，對因前述行為受有損失之投資人而言，為一能實際填補損害之方式。對於從事特許金融活動之行為人，FSA 有權直接命其回復原狀、無須透過法院發布。

惟必須滿足以下之條件始可聲請法院命其回復原狀：(1) 行為人確已參與濫用市場行為，或行為人透過作為或不作為要求或鼓勵他人參與濫用市場行為；(2)

不法行為人因此獲利或其他主體因此受有損害。

依執行手冊規定，FSA 必須考慮：(1) 投資人是否可藉由其他更有效率之方式獲得賠償 (2) 所獲得之利益是否可計算、所歸屬之人能否特定 (3) 受有損失者之數目及損失範圍 (4) 命令回復原狀之成本與效益 (5) 是否可獲得賠償或透過金融特派員 Financial Ombudsman Service 的協助獲得賠償 (6) 是否可透過其他政府單位獲得賠償 (7) 是否可利用刑事程序獲得賠償 (8) 行為人之償付能力。若其償付能力不佳，可能改發破產令 (9) 受有損失之投資人本身之行為 (10) 行為之內容。

行為人亦得以證明下列兩點來抗辯：(1) 行為人有充分理由證明其行為不構成濫用市場行為，也未要求或鼓勵他人參與市場濫用行為 (2) 行為人已經採取合理的預防措施 (reasonable precautions) 並盡到審慎注意義務 (due diligence)。

法院決定發布回復原狀命令時，得要求行為人支付一定之補償金額，至於數額的決定，是依據行為人的獲利和其他投資人的損害為指標加以判斷；為計算行為人獲利數額、投資人損害程度並決定補償數額，法院得要求相關人員提供帳戶或其他資料。回復命令會記載相對人的補償數額、支付或分配的對象、支付或分配具體安排等重要事項。

(七) 逕行要求行為人回復原狀。

## 第二項 我國證券主管機關之權限

在金管會成立之前，我國的金融監理方式主要分成金融行政管理與金融檢查。金融行政管理，主要集中於財政部，而金融檢查則分屬財政部、中央銀行及中央存款保險公司。證券業則由財政部證券暨期貨管理委員會負責；銀行業的金融檢查由財政部金融局、中央銀行及中央存款保險公司分工辦理；保險業則是財政部保險司。金管會成立後，原財政部證券暨期貨管理委員會，更名為證券期貨局，並改隸金管會；金管會旗下共設置銀行局、保險局、證券期貨局以及檢查局四局，行政管理權與金融檢查權合一，金管會享有銀行、證券期貨、保險業務的金融決策、調查、裁決及檢查的權限，為我國金融監理體系的管理中心。

金管會的監限其實有兩種層次；一是對「所有」「公開發行公司」所做之監督規定，另一層面則是對其所主管之證券事業為之。以下就證交法所定金管會之權

限分類說明<sup>155</sup>：

### 一、審查權

如證交法第 22 條：有價證券之募集與發行，非向金管會申報生效後不得為之。此外，依證交法第 18 條、第 44 條規定，證券商、證券投資信託線業、證券投資顧問事業、證券金融事業等之設立，均需經金管會之許可。

### 二、調查權

證交法上有關金管會之檢查權主要規定於第 18 條之一、第 38 條、第 38 條之一、第 64 條、第 91 條第 162 條等條條文。

#### (一) 對發行人、承銷商、關係人等暨證券服務事業之檢查權

證交法第 38 條規定「主管機關為有價證券募集或發行之核准，因保護公益或投資人利益，對發行人、證券承銷商或其他關係人，得命令其提出參考或報告資料，並得直接檢查其有關書表、帳冊。(I)有價證券發行後，主管機關得隨時命令發行人提出財務、業務報告或直接檢查財務、業務狀況。(II)」同法第 18 條之 1 第 1 項並規定前述第 38 條之規定，於同法第 18 條第 1 項所規定之「經營證券金融事業、證券集中保管事業或其他證券服務事業」準用。

此規定係配合修正前證交法第 22 條金管會對於有價證券公開發行之核准及申報生效而設；核准部分因屬於實質審查，而檢查權在落實此項審查權，並確認該有價證券並無法律上所設投資人不宜投資之情形。現證交法第 22 條已刪除申請核准制，然而主管機關為求申報生效之時間得以順利進行，仍應保有本條之權限。

#### (二) 對證券商及對證交所之檢查權

證交法第 64 條規定：「主管機關為保護公益或投資人利益，得隨時命令證券商提出財務或業務之報告資料，或檢查其營業、財產、帳簿、書類或其他有關物件；如發現有違反法令之重大嫌疑者，並得封存或調取其有關證件。」；第 162 條則規定：「主管機關對於證券交易所之檢查及命令提出資料，準用第六十四條之規定。」此二條文賦予主管機關主動檢查證券商及證交所財務業務狀況之權限；其法規目的與公司法第 20 條近似，均屬於對公司本身之實質監督，亦即藉由隨時檢查公司財務、業務之權，而確保證券服務事業、證券商及證交所之合法經營。

#### (三) 對證券商同業公會之檢查權

<sup>155</sup> 參見曾宛如，公司管理與資本市場法制專論（一），第 120 頁，元照出版公司，96 年 10 月

證交法第 91 條規定：「主管機關為保障有價證券買賣之公正，或保護投資人，必要時得命令證券商同業公會變更其章程、規則、決議或提供參考、報告之資料，或為其他一定之行爲。」本條文賦予證券主管機關對證券商同業公會監督權限之規定；惟其檢查權之內容，僅具體列舉「命令提供參考、報告之資料」，並無如第 38 條或第 64 條所定之「直接檢查財務、業務狀況」或「直接檢查其營業、財產、帳簿、書類或其他有關物件」之直接檢查權。

#### （四）主管機關指定專業人員檢查

證交法第 38 條之 1：「主管機關認為必要時，得隨時指定會計師、律師、工程師或其他專門職業或技術人員，檢查發行人、證券承銷商或其他關係人之財務、業務狀況及有關書表、帳冊，並向主管機關提出報告或表示意見，其費用由被檢查人負擔。」

本條為 89 年 7 月修法時所新增。其增訂理由為：「為強化主管機關檢查之績效，賦予主管機關得隨時指定具備專業技術、知識及經驗之專業人員，更深入檢查財務、業務狀況及有關書表、帳冊，以保障投資安全。」是以本條文之目的在於補充金管會專業人力不足，以落實第 38 條之權限。

以上各條文之規範對象，限於一定證券相關事業，但不及於一般投資人。且賦予證券主管機關基於檢查結果，對此等事業予以糾正或其他行政處分之配套規定。故而此等規定在性質上，應屬在許可行政下，為確保行政主管機關得於賦予許可後，繼續對許可業者施以持續性、經常性監督輔導，以維持其健全經營，而賦予主管機關之檢查權。

至於證交法第 38 條之規範對象中，發行人及其他關係人雖非經證券主管機關許可或核准之事業，然本條第 1 項係主管機關為「有價證券募集或發行之核准」而得發動之權限，同調第 2 項則使證券主管機關得以確實審核發行人依法申報之財務業務資訊，是否符合公開揭露之正確性、完全性、最新性利用容易性等要求。兩者之目的，皆在確保證券主管機關行政行為之品質，而非以舉發證券市場之不法、乃至犯罪行為為其目的。

### 三、準立法權

證交法中隨處可見授權金管會制訂準則、辦法或規則等規定，理由不外乎是行政命令的內容繁複瑣碎、又需要隨時修正，並不適合規定於證交法中。例如證交法第 22 條「發行人募集發行有價證券處理準則」、第 25 條之 1「公開發行公司

出席股東會使用委託書規則」、第 43 條之 1「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」、第 44 條「證券商設置標準」「證券商管理規則」等。

#### 四、介入權

與公司法第 30 條相似的是證交法第 53 條對於證券商之董事監察人及經理人設有消息資格之限制，此規定並準用於證券服務人員（第 18 條之 1）、證交所之董事、監察人經理人（第 114 條及第 137 條）。當上述人員發生不適任之情形時，金管會將函請經濟部辦理董事、監察人或經理人之解任登記；因此，介入權實際之行使者為經濟部，金管會只是處於推動之地位。

金管會較為直接之介入權主要是證交法第 56 條、第 65 條、第 66 條。第 56 條授權金管會透過證券商停止其董事監察人及受雇人業務之執行，最長以一年為限，即該等人員違反法令足以影響證券業務正常執行時，雖然金管會並無直接解任之權，但得命證券商為之。第 65 條賦予金管會於調查證券商之業務、財務狀況時，若發現不符規定之事項，得隨時以命令糾正之，使其改善。至於第 66 條是針對證券商本身違法而處罰其負責人之規定；依本條第 2 款，金管會得命證券商解任其董事、監察人及經理人。

由此可見，金管會對於一般公開發行公司之介入權並未超越公司法之規定，證交法強化之權限乃其對主管事業之監督。

#### 五、要求資訊公開權

公司法對於公司之監督方法，係以要求年度報表為主，經濟部得隨時檢查。但是證交法第 36 條卻要求公開發行公司必須準備年報、半年報、季報、月報及重大資訊之即時揭露；準此，金管會可達到三種目的：一是資訊提供有利於主管機關發現問題，二是配合證券商品之特性，使投資人得以作成 informed investment decision；三是藉由資訊公開強化其他公司外部監督之機能，主要指來自於機構投資人及市場併購者。

## 第二項 我國證券主管機關強化之建議

美國 SEC 與英國 FSA 對證券不法交易之調查技巧，基本上與我國現行作法並無重大不同，惟兩國主管機關之權限與執法工具，遠較我國現制具有彈性及時效。

因此我國改進之道如下：<sup>156</sup>

## 第一款 賦予主管機關行政調查權

SEC 與 FSA 之行政調查權均較我國為大，除可要求被調查人員提供相關的文件及資訊、銀行紀錄外，尚可請其提供電話紀錄及進行面談外，受調查者如在證管會官員面前說謊或銷毀相關文件會觸犯法律，如拒絕配合證管會之調查時，證管會可向法院聲請傳票，以法院的命令強制對方配合調查。當事人如果拒絕接受法院之傳票，就犯了藐視法庭的罪。上開行政調查權有助於查明案情，並即時行動以阻止證券不法行為及損害繼續擴大

事實上，鑑於「證券交易有別於商品交易，其不法情事之調查，有賴於專業與時效之配合」，89 年 7 月修正通過之證交法，「參考先進國家立法例，授與專業主管機關調查權限，以掌握市場不法情事之證據，追究責任、以維市場秩序」，原增訂草案第 20 條之 1，其條文如下<sup>157</sup>：

「主管機關或其指定之調查人員，為調查有價證券募集、發形、買賣有關之資料，得向有關機關、團體或個人進行調查，要求提示有關文件，或通知有關人員到達辦公處所備詢，被調查者不得妨礙、規避或拒絕。( I )

被調查者以調查人員之調查為不當者，得請求主管機關或財政部為是當之處理。( II )

被調查者及其他關係人提供帳簿、文據時，主管機關應掣給收據，除涉嫌違反本法暨相關法律者外，應於帳簿、文據提供完全之日起七日內發還之；其有特殊情形，經主管機關首長核准者，得延長發還時間七日。( III )

主管機關指定之調查人員依法執行公務時，應出示有關執行職務之證明文件；其未出示者，被調查者得拒絕之。( IV )」

此外並於第 178 條之 1 之罰則，增列第 5 款「拒絕主管機關依第 20 條之 1 所為之調查，或拒不提供有關資料或經主管機關通知到達辦公處所備詢，無正當理由而拒不到達者」，處「新台幣十二萬元以上六十萬元以下罰鍰」。

前開條文雖經由立法院財政、經濟、司法三委員會聯席會議審查，認「不增

<sup>156</sup> 參見高新興，參加美國證管會「證券執法及市場監視研討會」出國報告，96 年 7 月

<sup>157</sup> 按行政院於 81 年送請立法院審議之證券交易法部分修正條文草案，歷經五年，始於 86 年 12 月由立法院財政、經濟、司法三委員會聯席會議審查完竣；審查意見為「不增訂」。

訂」。然現行證交法雖賦予主管機關證券相關事業之行政檢查權，對證券相關事業所涉及之刑事不法行爲，可基於行政檢查權之行使予以舉發；惟證券市場上之不法行爲，如內線交易、操縱價格等嚴重影響市場健全運作之行爲，基本上皆係出於個別投資人之行爲。而我國金管會行政檢查權之規範對象主體，並不及於投資人，致使證券主管機關對於此種案件之舉發，往往力不從心。使社會發生重大證券不法行爲後，行政權無法採取積極作爲，而讓證據法則嚴格、且專業性不及主管機關之司法偵審先期介入；而此等案件移送司法機關偵查起訴、乃至法院審理之結果，或因無法掌握有力證據獲判無罪，縱令最後獲判有罪結果，亦往往是纏訟多年後之結果，無法予不法行爲人即時之制裁與遏阻。

再者違反證券交易法之刑事不法行爲，其本質上屬於「白領犯罪」行爲之一種，此種犯罪型態之特質在於行爲人通常具有相當高水準之「專業知識」，且在行爲前往往往經過審慎評估規劃，企圖逃避法律之制裁。因此就證券不法行爲之調查，調查人員須具備對此一領域專業知識之高度認知，與對實務運作之深入了解，始能確實、有效舉發不法。故通常涉及「白領犯罪」之法律，例如稅捐稽徵法、公平交易法、期貨交易法上，皆賦予主管機關行政調查權，以期待對相關領域專業有高度了解之主管機關，能於發現不法情事時，即時發動確實、有效之調查，以加強舉發違法之效率。且行政權之作用，亦得先基於經濟層面考量，對不當行爲立即以（較刑罰爲溫和之）行政處分達到管制目的<sup>158</sup>。因此，參酌英、美兩國證券主管機關執法經驗，我國實有修法賦予主管機關行政調查權之必要性。

不過金管會有了行政調查權、甚至如英國 FSA 聲請搜索權等準司法權，後固然在防治金融犯罪的預警功能雖然大大加強，但執行時如何確保其遵守程序正義、比例原則及公平合理原則？或是當金融監理與司法機關的調查權產生競合問題時，該如何協調，是修法時應一併考慮之問題。以 94 年 6 月爆發的股市禿鷹案 158 爲例，從金檢局長被列爲被告，再演變爲一場高檢署查緝黑金中心和金管會之間洩密的相互指控、相互調查，使得金融犯罪掃蕩還沒看見成效，金管會的獨立地位卻已經被強烈質疑。是以前開修法必須輔以相因應的配套措施，例如準司法權之使用規則、金管會人員倫理行爲準則等。而在搜索權的使用上，也可參考英國立法例，明定只有在某些特殊情況下，對金融犯罪有合理懷疑時，才能聲請

<sup>158</sup> 參見高毓謙，證券詐欺構成要件之詮釋與適用，中原大學法律研究所碩士論文，98 年 1 月，第 51 頁。

搜索，並對相關權限之行使制定標準，才能確保不會遭到濫用。

## 第二款 賦予主管機關多元化之執法工具

依據國際貨幣基金（IMF）的報告，若證券主管機關無法有效執法（enforce compliance with existing rules and regulations），將有損市場的健全發展。<sup>159</sup>因此，主管機關應對市場活動具有調查權與執法權限（enforcement），以對違反規定者加以制裁。

依我國行政罰法第 2 條，行政罰之方式，有以下各種：

- 一、限制或禁止行為之處分：限制或停止營業、吊扣證照、命令停工或停止使用、禁止行駛、禁止出入港口、機場或特定場所、禁止製造、販賣、輸出入、禁止申請或其他限制或禁止為一定行為之處分。
- 二、剝奪或消滅資格、權利之處分：命令歇業、命令解散、撤銷或廢止許可或登記、吊銷證照、強制拆除或其他剝奪或消滅一定資格或權利之處分。
- 三、影響名譽之處分：公布姓名或名稱、公布照片或其他相類似之處分。
- 四、警告性處分：警告、告誡、記點、記次、講習、輔導教育或其他相類似之處分。

參酌美國、英國之執法方式，除刑事責任外，SEC 與 FSA 可以聲明譴責當事人、禁制命令、暫時禁止律師及會計師執行業務、計算不法交易案件所涉及之詐騙金額，要求加害人提出對等之補償、暫停交易、要求加害人返還不當利益、凍結公司主管的選擇權及獎金、禁止擔任公司董事及主管課以罰金、申請法院禁制令以阻止現在及未來的違規行為、指派賠償金管理人、凍結資產等手段，對可合理懷疑但證據較不足之案件，輔以前開行政處分手段，達到處罰不法行為人之目的。由於並無刑事責任，行為人放棄抗辯接受處罰或和解的意願也較高。比較之下，再參酌我國行政罰法第 2 條所列行政罰之種類，我國金管會可選擇的執法工具顯然型態過少。

因此，未來我國修法方式，除賦予主管機關行政調查權之外，更必須賦予主管機關如美國 SEC、英國 FSA 等多元的裁處手段，以及時遏阻證券不法行為損害持續擴大；同時進行保全程序，避免行為人逃匿、脫產等，使不法行為人能得到

<sup>159</sup> <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/RES02408A.htm>，另參閱 IMF Working Paper 07/259（<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07259.pdf>）。last visited on 98 年 5 月 16 日。



應有之懲罰，投資人亦可以循法律途徑順利獲償。在上述各種可能的裁罰方式中，筆者認為以下列兩者最有迫切增訂之必要：

### 一、解除或停止董（監）事一部或全部職權

當上市公司發生弊端導致投資人的重大損害，表示這家公司的公司治理機制出了問題。此時主管機關應有權介入導正，尤其是將令涉嫌不法情事的經營者去職，以免損害繼續擴大，使公司可較不受干涉地與相關單位配合查察。我國私立學校法第 32 條第 1 項<sup>160</sup>亦有主管機關得依法將私立學校全體董事解職或停職之規定，而前開規定經司法院大法官釋字第 659 號解釋，認為「關於董事會因發生糾紛，致無法召開會議或『有違反教育法令情事』部分，其意義依法條文義及立法目的，非受規範之董事難以理解，並可經由司法審查加以確認，與法律明確性原則尚無違背。上開但書規定，旨在維護私立學校之健全發展，保障學生之受教權利及教職員之工作權益等重要公益，目的洵屬正當，所採取之限制手段，乃為達成目的所必要，並未牴觸憲法第二十三條之比例原則，與憲法保障人民工作權之意旨尚無違背。」<sup>161</sup>

目前金管會對違反金融法令者，得取締、處分及處理<sup>162</sup>，並在做出重大裁罰措施後，即時對外公佈，其處分措施則引用相關金融法規之規定，如罰鍰、解任董監事、停止股東會、董監事一部或全部職權等。過去主管機關解除公司董事的案例，包括 92 年 6 月由財政部解除開發金控劉泰英所有在開發金控之職務<sup>163</sup>、金管會解除國票金控董事長林華德職位<sup>164</sup>、華南金控許博偉董事暨華南永昌金控董

<sup>160</sup> 私立學校法第 32 條第 1 項規定：

「董事會因發生糾紛，致無法召開會議或有違反教育法令情事者，主管教育行政機關得限期命其整頓改善；逾期不為整頓改善或整頓改善無效果時，得解除全體董事之職務。但其情節重大且情勢急迫時，主管教育行政機關得經私立學校諮詢委員會決議解除全體董事之職務或停止其職務二個月至六個月，必要時得延長之。」

<sup>161</sup> 參見司法院大法官釋字第 659 號解釋全文。『』為研究者自行加註。

<sup>162</sup> 行政院金融監督管理委員會組織法第 4 條、第 10 條。

<sup>163</sup> 劉泰英於 92 年 6 月 6 日遭檢察官提起公訴，具體求處 16 年重刑。財政部隨即發函予開發金控，要求其必須在六月二十日之前，向財部函報劉泰英遭起訴後是否仍適任開發董事長、總經理與工銀董事長三職之事。劉泰英嗣於 6 月 20 日中華開發金控及工銀臨時常董會中，主動請辭開發金控、工銀董事長職務，會中並通過由陳敏薰、胡定吾分別接任金控、工銀董事長，並聘劉泰英為最高顧問。由於劉泰英並未辭總經理、董事及常董，引起財政部不滿，財政部乃宣布依「金控公司發起人負責人範圍及其應具備資格條件準則」第三條第十四款解任劉泰英所有在開發的職務。

<sup>164</sup> 林華德前係國票金控公司及國際票券金融公司董事長，其配偶葉素菲，涉及掏空博達科技公司新台幣 63 億元，經檢察官起訴，金管會檢查局金檢時，發現葉素菲多次匯款給林華德，共計新台幣 1 億 9,500 餘萬元，林華德卻無法提供合理解釋。金管會因而有的臨時委員會決議，林

事長職位<sup>165</sup>、元大證券董事長杜麗莊職位<sup>166</sup>、開發金控辜仲瑩董事職位等<sup>167</sup>。

惟金管會僅對證券商或相關事業有處分權限<sup>168</sup>，對於發行公司或發行人的處分，尤其不當經營所產生的責任問題，均無法作有效規範。參考美國證交法在 1990 年修正時，賦予 SEC 有權聲請法院解除公司董事經理人職務之權，這個權限在 2002 年的沙賓法案再次得到增強。沙賓法案第 305 條與第 1105 條規定，只要 SEC 認定發行公司的董事、經理人的行為，顯示其「不適任」(unfitness)，SEC 可依行政處分的禁制程序 (cease and desist order)，給予受處分人無條件或附條件、一定期間或終身禁止擔任公開發行公司董事或經理人之行政處分；受處分人亦得向法院尋求救濟。

我國公司治理向來不彰，參考沙美國沙賓法案之規範方式，以及我國私立學校法第 32 條賦予教育主管機關將全體董事解職或停職之權限，我國證交法就公開發行公司的董監事經理人，實有必要引進此一制度。雖然【證券投資人及期貨交易人保護法】於 98 年 5 月 20 日公布之修正條文(施行時間未定)，其中新增第 10 條之 1<sup>169</sup>，亦明訂保護機構得有股東代表訴訟權及訴請法院裁判解任權等相關規

---

華德涉及不誠信及不正常活動，已不適合擔任國票金控公司及國際票券金融公司負責人，將他解職。林華德不服，提起行政訴訟，台北高等行政法院於 96 年 4 月 19 日作成判決，駁回林華德的行政訴訟。

<sup>165</sup> 華南永昌證券主辦益通科技上櫃前公開承銷案時，因為配售 2,454 張益通股票，有 985 張配給董事長許博偉之關係人，包括許博偉親屬及其所公司員工。後來這些資金又回到許博偉身上，疑有利益輸送情事(益通在興櫃時價格為 850 元，但上櫃價卻只有 218 元)。金管會因而於 96 年 9 月 27 日命令解除許博偉華南永昌證券董事長以及華南金控董事職務。

<sup>166</sup> 杜麗莊處理購入元大證券投資信託公司股權及結構式債券買賣案，造成元大證券實質受有損害，而張立秋配合協助杜麗莊為相關股權交易及債券非常規交易，吳麗敏協助配合完成債券交易，3 人行為違反證券商負責人與業務人員管理規則第 18 條第 1 項誠實及信用原則。金管會決議依證券交易法第 56 條規定，命令元大證解除前董事長杜麗莊職務、元大證金停止前董事長張立秋 1 年業務執行、元大證前債券部副總吳麗敏 6 個月業務執行。

<sup>167</sup> 開發金併購金鼎証，辜仲瑩等十一人被檢方起訴並求處重刑。起訴後，金管會認為，開發金併購金鼎証涉及內線交易、違反強制公開收購等相關刑事責任，對公司名譽有重大影響，而於 98 年 5 月 1 日引用金控法第 54 條、銀行法第 61 條之 1 條文，以金控有違反法令、章程、或有礙健全經營之虞時，主管機關可以解除董事等人的職務，解除辜仲瑩在開發金的董事，命令開發金改命其他自然人代表接替，影響所及，等於同時解除辜仲瑩開發金控總經理職務；而避開「金融機構負責人資格條件準則」必須三審定讞、或引用例外法條才能解職的限制。另外，開發金董事劉紹樑、連同開發金副總、開發工銀董事、總經理等職務全部停職一年；開發金執行副總吳春台停職一年兩個月；其他被起訴的人員名單則由開發金控內部自行檢討。

<sup>168</sup> 證券交易法第 56 條、第 66 條、第 18 條之 2。

<sup>169</sup> 金管會為強化投資人及交易人保護並發揮保護機構功能，於 96 年 11 月研提證券投資人及期貨交易人保護法部分條文修正草案，由行政院 97 年 5 月 6 日送請立法院審議，經立法院通過後，於 98 年 5 月 20 日公布。新增第 10 條之 1 條文：

「保護機構辦理前條第一項業務，發現上市或上櫃公司之董事或監察人執行業務，有重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項，得依下列規定辦理：

一、請求公司之監察人為公司對董事提起訴訟，或請求公司之董事會為公司對監察人提起訴

定；然審酌保護中心並無調查權限，舉證不易，認仍應賦予主管機關此一權限，而於遇有爭議時，再交由法院判斷為宜。

惟上述金管會解除各該董事之處分，於程序中備受社會各界「玩弄法令」<sup>170</sup>、「標準不一」<sup>171</sup>、「怠於行使公權力」<sup>172</sup>等批評，因此在社會各界對金管會執法效率仍有質疑之情形下，縱使賦予金管會解除發行公司董監事一部或全部職權，該會能否符合外界期待，勇於任事用法，發揮其打擊證券不法之功能，仍不無疑慮。而若某董事被解除職務，是否可另受聘擔任「顧問」一職或公司內其他職務，而實質上對公司決策制訂，仍有其影響力？主管機關就前述情形，又應如何加以防制？以上種種問題，皆考驗主管機關執法之智慧與決心。<sup>173</sup>

再者就沙賓法案之規定，亦有學者認為存有（1）「不適任」用語含糊，需要

---

訟。監察人或董事會自保護機構請求之日起三十日內不提起訴訟時，保護機構得為公司提起訴訟，不受公司法第二百四十四條及第二百二十七條準用第二百四十四條之限制。保護機構之請求，應以書面為之。

二、訴請法院裁判解任公司之董事或監察人，不受公司法第二百條及第二百二十七條準用第二百條之限制。

公司已依法設置審計委員會者，前項所稱監察人，指審計委員會或其獨立董事成員。

第三十四條至第三十六條規定，於保護機構依第一項規定提起訴訟、上訴或聲請保全程序、執执行程序時，準用之。

公司因故終止上市或上櫃者，保護機構就該公司於上市或上櫃期間有第一項所定情事，仍有前三項規定之適用。

<sup>170</sup> 在開發金控解任劉泰英職務一案，財政部根據金檢報告與起訴書的內容，已明確斷定劉泰英有事實證明涉及不誠信與不正當的行為，因而乃違反金融機構負責人應具備資格條件準則之規定，不適合繼續擔任金融機構負責人之職務。然而財政部卻不即時主動地通知中華開發作適切的處分，卻要求中華開發揣測政府的意圖，自行作出「正確」的動作。這種作法顯然不當。

<sup>171</sup> 開發國際出售金鼎證持股給開發金有瑕疵，金管會專案金檢結果，只要求開發金自行調整吳春台的董事職務。對於開發國際收購環華證金股票，金管會調查認定涉嫌違反公開收購規定，並移送檢調，卻未採取任何行政處分。此外，於中信金併兆豐金案，金管會僅要求辜仲諒「自行請辭」中信銀董座，對其金控負責人適格性問題，亦僅表示若辜仲諒被通緝，就要求中信金自行更換法人代表，也就是拿掉辜仲諒的中信金副董職位。相較於彰銀洽特定人出售台開股票，金管會即停止董事長張伯欣職務半年；前國票金董事長林華德因與妻子博達董事長葉素非有異常資金往來，就被金管會解任。金管會在這些案件的處理上，顯然標準不一，且對兩者何以裁處不同，亦未做明確之說明。再者，金管會只解除開發金高層職務，沒有進一步處理開發金以假外資併購金鼎證違法過程，明顯與之前要求中信金爆發紅火案後，要求中信金釋出兆豐金股權標準不一樣。

<sup>172</sup> 學界普遍認為金管會動作過慢，且金管會過去對金融監理長期縱容，這些案子更是被行政院推一步、動一步，金管會的遲疑、擺盪，已斷傷政府執法之公信力。有學者甚且認為，「很多官員都是遇事就推責任，該管的不管，甚至裝做沒看到，被外界推一步、動一下，如果不調整，很難建立金融監理威信」、「金管會反應慢半拍，移送元大的案子時就應該對元大進行裁罰，不應該等到起訴後裁罰。行政罰應與司法脫鉤」。參見聯合晚報 98 年 5 月 2 日、蘋果日報 98 年 4 月 10 日 B1 版之報導。

<sup>173</sup> 金管會於 98 年 5 月 1 日解任（停止職務）的前開發金總經理辜仲瑩、執行副總吳春台及開發工銀總經理劉紹樑等 3 人，旋即獲開發金轉聘為顧問，引起外界質疑。金管會銀行局副局長蕭長瑞則表示，要看顧問實質職務是否達到負責人職責，若涉及負責人職責及身分，當然就不可聘任；由於開發金才剛聘任還沒開始執行職務，因此金管會將會進一步了解該公司顧問職責及參與業務的流程及聘用顧問的目的，顧問提供的諮詢服務內容為何。

透過眾多的判決形成判例才能解決；（2）有違比例原則、裁量空間過大。（3）未來再犯的可能性。條文並未論及受處分人是否可能繼續從事不法行為，但這顯然是才糧時應考量者。（3）禁止擔任董事監理人部分，欠缺類似於刑法假釋制度之調節機制等疑慮；此皆是我國在增定「主管機關就解除或暫停發行公司董事、監察人職務」規定時，應一併考慮者。

## 二、賦予主管機關向法院聲請回復原狀之權

我國證交法第 157 條之 1 第 1 項之構成要件中，並無「利用內部消息」此一主觀要件；惟因我國內線交易之規定係仿效美國，認為內線交易本質上係詐欺市場之行為，且證交法第 157 條之 1 第 1 定之立法理由，亦謂：「對於『利用』<sup>174</sup>公司未經公開之重要消息買賣公司股票獲利，未明文列為禁止規定」等語，而主張行為人當然對於重大消息需有「利用」之主觀目的與因果關係存在<sup>175</sup>，實務上法官於中纖、突破、茂矽案件中，均採取類似之見解。唯有學者主張，現行法既無「利用內部消息」此一主觀要件，於適用法律時，自無須再將之解為構成要件之必要，以避免舉證不易而增加內部人交易取締上之困難<sup>176</sup>；蓋檢察官要證明行為人主觀上「獲悉」內線消息要件已不容易，還要舉證行為人主觀上有「利用」內線交易之意圖，則欲將不法之內線交易行為人定罪實屬難上加難<sup>177</sup>。

事實上，公司內部人獲悉影響未公開之股價之重大消息後，依「公開或禁絕交易」原則（disclosure or abstain rule），縱使其買賣公司股票並非基於「利用內部消息」之意圖，亦不應再買賣公司股票；而為避免違反「公開或禁絕交易」原則，亦選擇公開內部消息一途。按內線交易之本質是以不正方法，從他人之手取得利益，如為故意當然為犯罪行為，但亦可能外觀符合內線交易條件，但本質並非犯罪，故美國法律以民事賠償處理。事實上，許多案件在進入司法審查階段期間，就已經先行以金錢和解<sup>178</sup>。因此，為防制內部人交易發生，應致力於使內部人交易之發生更容易認定；對具有內線交易之外觀形式、而未必具有主觀惡性之內部人，僅予以輕罰或僅課以彼等行為人「回復原狀」之義務，使其無法保有內線交

<sup>174</sup> 引號『』為研究者自行加註。

<sup>175</sup> 參見呂國平，證券交易法上內線交易的經濟分析，銘傳大學法律學研究所碩士論文，第 106 頁。

<sup>176</sup> 參見賴英照，同前註 27，第 375 頁。林麗香。同前註 133，第 50-59 頁。

<sup>177</sup> 參見林孟皇，同前註 90，第 31-72 頁。

<sup>178</sup> 參見 Joseph Borg，「公司治理與內線交易規範」發言紀錄，證券與期貨月刊第 27 卷第 2 期，98 年 2 月，第 45 頁。

易之所得，不但降低內線交易之動機，亦可使投資人及早獲得賠償、阻止內線交易損害繼續擴大。

而改進之建議即是賦予主管機關如英國 FSA 之聲請法院對為交易之內部人核發禁制令，禁止內部人（或其使用之人頭帳戶）繼續交易，其方式如同我國民事訴訟法第 538 條之定暫時狀態之假處分；或聲請法院命內部人以重新賣出或買回之方式回復內線交易前之狀態，使其無法保有內線交易之利益，並能即時補償於交易時間內，與內部人為相反交易之投資人所受之損害。

或謂如此將使「內部人」自由處分其財產之權利受損，然權利與義務是相對的，且美國許多企業亦在公司內規中訂定「內部人交易準則」，亦即禁止公司內部人於一定期間內交易公司股票，或必須得到法律部門之許可，始得買賣股票。公司內部人一方面負有善良管理人之注意義務、並領有一定報酬以經營管理公司，且較一般股東，更容易近取（access）到足以影響公司股價之重大消息；他方面令其負以於一定時間內不得交易股票之義務，應無過苛之處。自不應任由彼等於交易股票後，再以「不了解公司營運情形」為抗辯理由。

### 第三節 提升司法效能，保障投資人權益

#### 第一項 提升司法效能

##### 第一款 落實「司法即時裁決」，減少案件延宕

我國案件延宕情形嚴重<sup>179</sup>，以眾所周知的學童陸正遭綁架撕票案為例，歷經 22 年尚未能判決確定；而一銀押匯案更歷經 30 年始告確定者<sup>180</sup>。遲來的正義不是正義，冗長的訴訟程序，對被告與被害人都是種折磨，也嚴重斷傷人民對司法的信任度。欲使正義「及時」實現，則必須全盤檢討如何提升司法效率；一方面需解決「既有」積案問題，他方面則須思考如何改善「未來」法院審判速度。雖實務界有人認為以目前司法資源有限、法官案件負荷量過重之情形下，倘勉強制定

<sup>179</sup> 據報載，一審十年未結的民刑事案件，全國各地院就有 46 件。參見聯合報 98 年 5 月 24 日 A12 版。

<sup>180</sup> 參見江元慶，流浪法庭 30 年，報導文學出版社，97 年 8 月

專法，勢將影響裁判品質；然而「保障人民接受妥速審判的權利」乃世界潮流<sup>181</sup>，我國亦應朝此方向思考改進之道立法。

對於我國法院積案之弊病，過去不斷有學者提出各種解決方案，例如：建立金字塔型的訴訟制度，司法院也積極以增加法官員額、招考司法事務官、提高訴訟費用、採取部分律師強制主義、修改上訴第三審門檻、強化法院外解決紛爭機制、法官專業分工、簡化裁判書類等，惟似乎未收預期之成效。學者王兆鵬建議參仿美國訂立「速審法」(Federal Speedy Trial Act)<sup>182</sup>，明定辦案期限、保障當事人受有快速審判的權利；惟司法院歸結重大刑事案件久懸不決之原因，認為主要原因有三：一、案件事實複雜，二訴訟制度未盡合理，及三、法院人力不足<sup>183</sup>。而「冰凍三尺，非一日之寒」，前述問題早已積重難返；若缺乏相因應的修法及配套措施的前提下，僅要求法院「速審速結」，恐怕將造成「只速不妥」之審判結果<sup>184</sup>。

我國是否應制訂速審專法，囿於篇幅所限，顯非本文所能詳加探究及解決之議題，惟法院不應再昧於事實，無視於案件延宕帶給人民的痛苦，無論我國是否制訂速審專法，有關當局都必須在審慎思考，如何在維護審判獨立的前提下，引進企業管理的理念，提升辦案效率此一議題，促使司法改革的腳步快速前進。

## 第二款 研議對重大經濟犯罪者實施電子監控，嚴防被告潛逃出境

正當筆者撰寫本文時，傳出遠航前董事長崔湧棄保潛逃<sup>185</sup>之新聞，引起社會

<sup>181</sup> 如 1966 年聯合國「公民與政治權利國際公約」第 14 條規定，即要求締約國對刑事被告，予以迅速接受審判之保障。又如歐洲人權公約第 6 條規定「合理時間內接受審判」原則，並有所謂「即時司法裁判法則」(principle of prompt administration for justice)，規範涵蓋民、刑事訴訟，確保司法程序得迅速進行。至於有關審判迅速各國立法例。此外，美國憲法第六修正案規定：「在所有刑事起訴中的被告，皆享有迅速暨公開審判之權利」；美國國會也於 1974 年制訂「速審法」(Federal Speedy Trial Act)，以期提昇審判效率、保障當事人權利。日本亦於平成 15 年制定「關於裁判迅速化法律」(裁判迅速法)。

<sup>182</sup> 參見王兆鵬，建構我國速審法之芻議—以美國法為參考，臺大法學論叢第 33 卷第 2 期 93 年 3 月，第 137-206 頁。

<sup>183</sup> 參見司法週刊，第 1437 期，98 年 4 月 24 日第 1 版。

<sup>184</sup> 筆者想起以前看過個一個笑話，大致如下：某家汽車維修行懸掛著一個告示：「本店提供您『快』、『好』、『省』的服務——『快』加好不會『省』，『快』加『省』不會『好』，『好』加『省』不會『快』。審判品質也正如本則笑話中的廣告標示一般。

<sup>185</sup> 據報載，涉及遠航 23 億元掏空案的遠航前董事長崔湧，係於 98 年 8 月 22 日移審時，被台北地院法官裁定 9000 萬元交保，並限制出境、限制住居，並命崔湧每周三晚上 7 時到 9 時至轄區派出所報到。檢方移審時向法官主張於偵查中，曾要求崔湧簽署海外查帳授權書，以追查其犯罪所得，但崔湧拒絕，因此亦對法官交保之裁定提起抗告。參見聯合晚報 97 年 8 月 26 日 A10 版。

大眾譁然，不但辦案人員的辛勞付諸流水，也給予司法形象再次沈重的一擊。

法律對犯罪預防的效果，來自行為人對犯罪後遭受刑罰的厭惡與恐懼，使其不致於從事犯罪行爲。然而，若雖有刑罰，但執行效果不佳（例如無法確實使被告接受法律制裁、無法確實剝奪被告犯罪所得），亦無法發揮刑罰被期待之遏阻犯罪之效用。

預防重大犯罪被告脫逃的最好辦法，就是「概予羈押」，但「檢方聲押、法官准保、被告落跑」的現象卻屢見不鮮<sup>186</sup>。雖然法官常以重保、命交保後之被告定期向轄區派出所報到，並要求警調派員廿四小時監控；然而重大金融、貪瀆、販毒等的犯罪所得大多高達數億或數十億元，數千萬、甚至上億元的保釋金，對彼等而言不過是「零頭」，而無法產生任何心理上的強制效果。至於命警調派員監控，除花費過高、耗用龐大之社會成本外，執行上亦相當困難<sup>187</sup>。

因此，為避免重大經濟犯罪案被告潛逃，在現有的重金交保、陷制出境、派人跟監等手段外，必須研擬其他方案以防止被告潛逃國外。「電子監控」就是一可行之方式。以美國為例，美國對審前交保被告施以電子監控的情形範圍極廣。例如曾任那斯達克交易所董事長的股市聞人馬多夫（Bernard Madoff），也因涉入鉅額之詐欺案<sup>188</sup>，遭聯邦法官裁定軟禁於其位在紐約之住處，法院並在他的住所安裝電子監控裝置，晚上 7 時到隔日上午 9 時之間，並對他實施宵禁。此外，今年年初，力霸弊案中被告之一王令麟，前因疑似有逃亡之虞，而遭臺北地方法院二度收押，王令麟也當庭表示「願帶電子腳鐐、請求法院勿予羈押」<sup>189</sup>等，顯見配戴電子監控設備，相較於羈押，對被告的侵害程度較低，所引起侵害人權的疑慮也應較少。

<sup>186</sup> 法院對羈押被告採取審慎保守的態度，除了羈押是最後手段、需兼顧被告人權之考量外，另一項主因素仍是「羈押被告」對法官造成的心理壓力。依刑事訴訟法第 108 條規定，如被告係犯最重本刑為十年以下有期徒刑以下之刑者，審判中羈押期間至多不得逾九月（羈押一次三月，得延長三次，每次不得逾二月，即 3+2×3=9）；亦即如法院無法在九個月以內在人犯在押之案件審理結，就必須無條件釋放被告。然而如淘空、洗錢、貪瀆、違反證交法等重大金融案件，要在九個月以內審理完畢，顯然相當困難；因此與其羈押期滿後必須無條件釋放被告，毋寧以重保使對被告心理產生拘束與強制作用。此外，縱使重罪被告不受前述延長羈押次數之現制，但每隔二月就必須製作延長羈押之裁定，如稍有疏失，仍可能面臨因程序瑕疵而必須將被告釋放之窘境，此即為何法官傾向採取將被告交重保、並命其遵期向轄區派出所報告之緣故。

<sup>187</sup> 筆者曾聽聞某位奉派負責監控某金融弊案之被告的調查員提及：監控此類被告最困難之處，在於當被告出入球場、高級餐廳乃至聲色場所時，警調人員礙於身分未必能進入，然此類場所多半出口眾多，深怕被告從其他出口離去而「跟丟了」。

<sup>188</sup> 關於馬多夫詐欺案之始末，可參閱彼得·桑德（Peter Sander），馬多夫騙局：詐欺，貪婪，華爾街史上最大金融醜聞，三采文化出版事業有限公司，98 年 6 月。

<sup>189</sup> 參見聯合報 98 年 1 月 22 日 A1 版。

目前我國對於實施電子監控設備唯一有明文規定者，係依性侵害犯罪防治法第 20 條第 3 項<sup>190</sup>規定，對再犯高危險群的性侵害假釋犯，以電子手錶或腳環掌握其行蹤。雖然「電子監控」如同其他儀器設備，無法達到百分之百的防制效果，但未來如能於刑事訴訟法修法增定通過，使對重大金融、貪瀆案件之被告亦能適用，至少增加了法官可選擇之強制處分之方式，大幅減少被告潛逃出境的風險，並節省鉅額的人力監控費用。有關當局應儘速研議修法，避免重罪被告再度潛逃出境的事件再三上演。<sup>191</sup>

### 第三款 加強查扣重大經濟犯罪所得

過去檢調偵辦犯罪案件，常因未能及時查扣不法所得，導致公司資金被負責人掏空後，行為人不但用公司公款打官司脫罪，且判決確定後亦因被告潛逃出境，抑或服刑幾年後仍舊坐享其犯罪所得；不但一般民眾觀感欠佳，也不合社會公平正義。因此，法務部檢察司擬定方案，將查扣毒品、貪污、經濟等三類犯罪的不法所得，列為重要工作項目；希望達到「斷絕犯罪被告後路」、「還財於民」的效果。

事實上，查扣犯罪所得，除了與行為人「比快」之外<sup>192</sup>，現行法制亦有許多不足之處。例如刑事訴訟法規定，沒收屬從刑，只有在被告獲判有罪時，法院得併予宣告沒收犯罪工具或犯罪所得；如被告在偵審程序中若逃匿，因無法判決被告有罪，則縱使偵查中查扣有犯罪所得，亦無法單獨宣告沒收。尤有甚者，一旦追溯時效屆滿或被告死亡，則被告犯罪所得，又可光明正大地「漂白」發還予被告或被告之繼承人，此種畸形的現象，急待修法或立法予以解決。

法務部為因應前述問題，已於今年初成立「查扣犯罪所得法令研修工作小組」，由檢察司司長擔任召集人，邀請學者、法官、檢察官、調查人員、金融檢查人員等專家，研究扣押與沒收犯罪所得之相關理論，參考外國法制及實務運作，

<sup>190</sup> 性侵害犯罪防治法第 20 條第 3 項：「觀護人對於實施前項第四款、第五款之受保護管束加害人，得報請檢察官、軍事檢察官許可後，輔以科技設備監控。」

<sup>191</sup> 有關電子監控相關議題，可參閱汪南均，電子監控技術設備於刑事司法之實務運用，赴美國哈佛大學法學院進修研習報告，民國 96 年 11 月 07 日，可於 [http://open.nat.gov.tw/OpenFront/report/report\\_detail.jsp?sysId=C09602998](http://open.nat.gov.tw/OpenFront/report/report_detail.jsp?sysId=C09602998) 下載，最後造訪日：98 年 5 月 8 日。

<sup>192</sup> 筆者曾經偵辦一件類似老鼠會的詐欺案件，雖於內勤值班受理被害人告訴時，隨即指示書記官查詢被告暨其配偶、為未成年子女之所有金融帳戶、不動產等，並火速發函與各該金融機構、地政機關禁止彼等存款與不動產為移轉或其他處分，惟僅扣得存款新台幣數百元，以及仍有貸款的不動產一筆。



針對是否建立犯罪所得單獨聲請宣告沒收制度或引進外國立法例中民事或行政沒收？是否在檢調機關成立查扣犯罪所得專責單位？以及查扣之犯罪所得如何從事修復式正義等議題廣泛討論<sup>193</sup>。

#### 第四款 小結

任何一種制度都需要有完善的配套措施，始能發揮其應有之功能。刑事訴訟程序包含了「偵查」、「審判」、「執行」三個環節；任何一個環節有缺失，都可能使被告無法得到應有的制裁。

我國向來對任何偏差社會問題所提出之解決方案，不外是「入罪化」、「重刑化」等答案；縱使嚴刑峻罰可發揮部分遏阻犯罪的效果，然而由於我國長期審判程序冗長，加以未能有效查扣並沒收被告犯罪所得，甚至常見被告潛逃出境之情形，均使重罰之效果大打折扣。而以上提高審理效率、對重罪被告施以電子監控、檢討我國的沒收法制等，都必須透過修法或另訂新法，始能得到妥善的解決。相關問題，急待主管機關如法務部、司法院從速研議，以爲因應。

### 第二項 強化投資人保護

#### 第一款 善用量刑協商使投資人早日獲償

我國於 93 年 3 月 23 日於刑事訴訟法增訂第七編之一「協商程序」，認罪協商制度也正式出現在我國刑事制度上。依刑事訴訟法第 455 條之 2 之規定，除所犯爲死刑、無期徒刑、最輕本刑三年以上有期徒刑之罪或高等法院管轄第一審案件者外，案件經檢察官提起公訴或聲請簡易判決處刑，於第一審言詞辯論終結前或簡易判決處刑前，檢察官得於徵詢被害人之意見後，逕行或依被告或其代理人、辯護人之請求，經法院同意，就一定事項於審判外進行協商，經當事人雙方合意且被告認罪者，由檢察官聲請法院改依協商程序而爲判決。至於協商之內容，包括被告願受科刑之範圍或願意接受緩刑之宣告、向被害人道歉或支付相當數額之賠償金、或向公庫或公益團體、自治團體支付一定金額。

雖然協商制度容易讓人有「討價還價」、「出賣正義」等不良觀感，且可能導致刑罰過輕、犧牲社會正義等缺點；然而刑事案件的增加已成爲現代國家必須正

<sup>193</sup> <http://www.moj.gov.tw/ct.asp?xItem=148625&ctNode=79&mp=001>，最後造訪日：98 年 5 月 8 日。

視的問題，如何以有限的司法諮詢、迅速有效地解決龐大的案件負擔，是各國司法制度改革的重要議題。被告認罪通常可獲得較輕的刑度，且可節省昂貴的律師費及裁判費，可避免公開暴露罪行的羞辱，並因能預見審理結果以提早準備；被害人也可以因被告認罪而獲得較高、較實在、較迅速的補償；律師亦可迅速處理案件並且避免敗訴；亦可節省司法資源，避免過多的案件進入審判程序而無法負荷，可謂「均贏」的局面<sup>194</sup>。

或謂對於認罪者予以減刑或免刑，似乎使「正義打折」，而造成審判結果的不公平<sup>195</sup>；然而由於某位被告選擇認罪，使得法官、檢察官得迅速掌握案情，案件得早日終結，對於整體法秩序的維護及提升民眾對司法的信心，必然遠勝於「纏訟多年無法確定」對司法的斷傷。況且，縱使不採行認罪協商制度，在所有的共犯都否認犯行的情形下，則有可能因證據不足而無法將犯罪行為人繩之以法，正義亦無法得以被實現。尤其內線交易案件，就行為人「獲悉內線消息」、或「消息傳遞的過程」等構成要件，舉證均十分困難；更需要透過少數被告認罪、供出其他的共犯，以利檢調釐清事實、加速偵辦進度。例如著名的博達案，即是透過承辦檢察官與該公司進口經理邱○○協議，供出被告葉素菲在國外虛設公司行號的內幕，並以期所提供之事證起訴主要被告葉素菲等人；邱姓經理則轉為污點證人，並求處減輕其刑及緩刑宣告<sup>196</sup>。而台開內線案，亦是因共犯之一蔡清文供出自己與他人犯罪事證，取得污點證人身分，以獲得檢察官從輕求刑的待遇。

此外，依刑法第 74 條之規定，法官於為緩刑宣告時，得斟酌情形，命犯罪行為人立悔過書、向被害人道歉或支付相當數額之財產或非財產上之損害賠償、向公庫支付一定之金額、向指定之公益團體、地方自治團體或社區提供義務勞務、完成戒癮治療、精神治療、心理輔導或其他適當之處遇措施、保護被害人安全或預防再犯所為之必要命令等；實務上也常見法院於內線交易案件之被告，於被告將內線交易之不法所得，全數賠償保護中心（或與保護中心達成和解）後，再命被告支付國庫一定之金額後，予以被告緩刑宣告。

<sup>194</sup> 呂國平，同前註 160，第 165 頁。

<sup>195</sup> 實務上常可聽聞「坦白從寬、讓抗拒從嚴」一語，蓋依刑法第 57 條之規定，「被告犯罪後之態度」本係科刑時應審酌之事由。如對自白與全盤否認的被告，為相同之量刑，才是另一種不公平。故對案件偵查或審理能提供實質助力之被告者，而予以較輕之刑罰或不罰，依前條法文之精神，應無顯失公平之虞。

<sup>196</sup> 關於博達案的偵辦經過，可參閱邱智宏，金融犯罪偵查實務研析—以博達案為例，法官協會雜誌，94 年 12 月，第 51-59 頁。

另參考美國允許 SEC 與涉嫌內線交易者進行和解，免去司法訴訟之冗長程序，受害者可提早接受補償，以達到「均贏」之局面。我國金管會也於 94 年 3 月 11 日發佈「**行政院金融監督管理委員會締結行政和解契約<sup>197</sup>處理原則**」，依該「處理原則」第 2 條規定，金管會對於行政處分所依據之事實或法律關係，經依職權調查仍不能確定者，為有效達成行政目的，並解決爭執，得與證券商、期貨商、證券投資信託事業與證券投資顧問事業和解，締結行政契約，以代替行政處分。而「處理原則」第 7 條第 2 項<sup>198</sup>亦規定，金管會得以要求和解對象需與保護中心進行民事和解，亦即借重公權力促使民事賠償儘早落實。

我國證券不法之案件日多，而在目前審判牛步化、民事執行效果不彰的情形下，協商制度與行政和解契約，成為投資大眾可以即時獲得賠償、暨爭端早日解決之最佳途徑。任何一種制度都不是完美的，未來檢調、主管機關，如能善用協商制度與行政和解契約，使投資人早日獲償，才能確立投資大眾對公權力的信服。

惟以「和解」作為加速投資人獲償之便宜措施，仍必須謹慎以對；避免犯罪行為人僅「吐出」部分犯罪所得以與保護中心或金管會達成和解，並獲得法院緩刑宣告；而於案件終了後，仍能享有大部分之犯罪利益，此則顯然無法達到導正並健全市場秩序之功效。

## 第二款 研擬以罰金、罰鍰作為投資人損害賠償之基金

我國雖於證交法第 157 條之 1 第 2 項對內線交易行為，訂定有三倍性的懲罰性賠償規定，並於 2002 年制訂投資人保護法，然而實務上似乎尚未發揮其應有之功能。按美國法制上為使投資人迅速獲得補償，乃利用下列二項制度：其一、檢察官起訴權責與行為人為和解，促使其補償投資人；其二、沙賓法案乃賦予美國證管會採用行政罰鍰（Civil Penalty）及歸入權以補償證券交易被害人<sup>199</sup>；該補償

<sup>197</sup> 行政和解契約屬行政契約一種，其法源依據見行政程序法第 135 條至 149 條。

<sup>198</sup> 行政院金融監督管理委員會締結行政和解契約處理原則第 7 條第 2 項：  
本會就行政和解契約得視個案情形及利害關係人受損害之程度與範圍，要求相對人於一定期間內與經利害關係人授權且設立目的為保護證券投資人暨期貨交易人之財團法人、公益信託或其他公益團體進行民和解。

<sup>199</sup> 沙賓法案第 308 條 為投資人而設之公平基金  
第（a）項：將罰鍰納入為慰撫受害者而設之歸入權基金

「在 SEC 依證交法相關規定所提起之任何司法或行政程序中，SEC 得向違反此一相關規定之行為人追徵其因違法所得之利益，或其於訴訟上和解決時同意給付之金額；SEC 亦得處行為人一定數額之罰鍰。且該罰鍰應全數依請求或依 SEC 之指示，納入成為歸入權基金之一部份，以維護該不法事件中受害者之利益。」（譯文參考謝易宏、陳德純（2004）之翻譯）

依法得經法院授權而依證管會裁量而為分配，且可指定清理人（Receiver）處理財產分配，必要時對行為人得由證管會申請假處分、假扣押。

由於行為人的財產是一固定數額，因此對被告科以高額之罰金刑，雖可迫使行為人吐出其不法所得；然而此亦可能損及廣大投資人受償的權利，形成國庫與被害之投資大眾爭利之情形，對投資人保護顯然不足。從目前保護中心運作之實務情形來看，投資人能得到確定勝訴判決並順利獲償前，仍有一段漫長而艱辛的等待，更遑論期間行為人是否會將以移轉予他人或其他處分方式，掩飾或隱匿其資產，而提高保護中心強制執行的難度。再刑事罰金可藉由刑罰的強制作用，促使被告履行<sup>200</sup>；民事損害賠償缺乏相因應之機制。因此，為使因證券不法受害之投資人能確實獲償，我國實有必要參酌美國沙賓法案相關規定，研擬以證券不法行為之罰鍰、罰金等，作為投資人受償之基金，以加強對投資人之保護。



<sup>200</sup> 根據媒體報導，因中興銀違法超貸予台鳳一案，遭法院判決有期徒刑 8 年 6 月、併科罰金 1 億元（臺灣高等法院 93 年度金上重訴第 3 號）之被告黃宗宏。因拒繳罰金，經臺北地檢署檢察官劉承武「曉以大義」後，聯繫其家人捐贈一批價值不斐之文物、古董，以抵繳罰金。參見時報週刊第 1577 期，97 年 5 月 14 日。

## 第五章 結論

我國自民國 77 年起，在證交法中增訂了對內線交易處罰的規定；然而在民國 89 年以前，內線交易屬最重本刑 2 年以下有期徒刑之輕罪，實務上多判處六月以下之有期徒刑、並得易科罰金；亦鮮見投資人對內線交易之行爲人起訴請求損害賠償。在刑罰輕微、卻得獲得鉅額之利益的前提下，我國證券市場內線交易的事件層出不窮；嚴重影響國家競爭力與外資投資台股的意願，也不利於國內企業募集資金。而爲扭轉少數有心人士此種行險僥倖的心態，證券法於 89 年、93 年間兩度修法，使內線交易轉變爲有期徒刑 3 年以上、10 年以下之重罪，期望藉由「嚴刑峻罰」來嚇阻少數有心人士，以減少內線交易發生的頻率。

目前我國內線交易案的件，其查緝流程一般如下：

通常當上市（櫃）公司發生對股價有重大影響之重大訊息，且其股票價格及成交量發生明顯變化時，證交所（櫃買中心）即針對買賣數量較大投資人、公司內部人之交易情形及彼此間關聯性加以分析；如發現可能涉及內線交易之情事時，即製作分析報告；再循程序報由金管會證期局召集證交所（或櫃買中心）及檢查局共同組成「不法交易案件審查小組」會議，就法律上不法的構成要件逐項審查。若專案小組認定不涉嫌者，即予簽結。若相關事證看來較爲明確，證期局會再和駐金管會的檢察官討論，看是否還有需要補強之處，檢察官認同金管會意見，才會移送檢調單位偵辦。

本研究蒐集整理近十年來（88 年 1 月 1 日），經全國各地檢署檢察官以違反證交法第 157 條之 1 禁止內線交易之規定提起公訴之案件，共計 92 宗案件。其中臺北地檢署以 44 件居首，其次依序爲板橋地檢署 11 件、高雄地檢署 10 件、臺中地檢署 8 件、士林地檢署 6 件。前述 92 宗案件，其中已爲一審判決者，有 66 宗案件。分析如下：

一、**無罪率超過五成以上**。一審無罪者，計有 34 件；當中 8 件經上訴二審後，改判有罪。另一審原判決有罪、二審改判無罪者，有 3 件。總體來說，內線交易部分有罪率低於六成。

二、**法院量刑偏低**。適用 93 年 4 月 28 日修正前之證交法者，其法定刑爲七年以下有期徒刑，惟實務上並未見到判決刑度有超過 2 年者；其中刑度爲有期徒

刑 6 月以下者，計 13 人，有期徒刑 6 月以上 1 年以下者，6 人，有期徒刑 1 至 2 年者 25 人。前述 44 人有 20 人獲得緩刑宣告。適用 93 年 4 月 28 日修正後之證交法者，刑度為有期徒刑七年以上者僅【大霸電子】、【台開】兩案、被告 5 人，刑度為有期徒刑三年以上者，有【勁永】、【品佳】兩案被告 2 人。由此可看出法院縱認為被告違反內線交易規定，刑度仍屬偏低。

在民事求償部分，我國於 2002 年 7 月 17 日，通過「證券投資人及期貨投資交易人保護法」，並於 92 年 1 月 1 日生效。依該法設置之「證券投資人及期貨交易人保護中心」亦於同年 2 月 20 日正式上路；除承接原「財團法人證券暨期貨市場發展基金會」代理投資人之求償案件外，另依投資人保護法之規定，公告受理投資人授權以保護中心名義提起團體訴訟。

保護中心自成立以來至 97 年 5 月止，已受理 63 件團體訴訟求償案件，求償人數共計 67,769 人，金額高達新台幣（以下同）270 億 1,990 萬元；其中獨立提起民事訴訟有 38 件，以刑事附帶民事訴訟有 25 件。在前述 63 件案件中，已經確定者僅有【訊碟】及【皇統】兩案。已為一審判決者亦僅有 14 件，比例僅約 22%；如以辦案期限兩年為估計，而僅考慮 95 年以前起訴之 27 件，已為一審判決者，比例約 52%（ $14 \div 27 = 0.52$ ）。

綜觀述司法審理情形，可知內線交易於我國運作之實際情形是：刑事部分，無罪率偏高、縱使有罪亦多輕判，甚至亦有被告潛逃出境、致無法執行刑罰之情形，導致外界常戲稱「內線交易 18 年來沒有人因此坐牢」。至於民事賠償部分，訴訟耗時多年，且行為人待判決確定，亦早已脫產完畢，投資人往往僅能獲得一紙債權憑證；可見企圖以嚴刑峻罰以遏阻暨根絕企業舞弊，成效相當有限。

由於內線交易定罪率偏低，引發企業界對查緝內線交易的行動強烈反彈，並抨擊司法人員財經素養欠佳、少數檢調人員喜歡辦大案作秀云云。為回應各界的批評建議，法務部與司法院也陸續推行檢調人員金融專業證照、金融專庭、財經專業事務官等措施，期能將辦案正確性提高，以達毋枉毋縱之成效。

惟經詳細閱讀各該判決書後，發現法院以「無法證明被告在交易以前，已獲悉未公開之重大消息」為由，而判決被告無罪；蓋由於難以證明行為人獲悉未公開之重大消息，故在嚴格證明、無罪推定等證據法則下，法官縱對被告有所懷疑，亦僅能為被告無罪之判決。而此難題並不會因為提高司法人員之財經專業而獲得改善，故司法機關採行新措施後之成效如何，有待持續觀察。

內線交易的產生，如同其他白領犯罪一般，必須具有以下三要件：

- 一、動機（Motivation）：例如對財富的渴望等心態。
- 二、中立化的社會控制（Neutralizing Social Controls）：行為人藉由各種藉口以將自己的犯罪行為加以合理化，以減輕內心的罪惡感與焦慮。
- 三、最後是機會（Opportunity）：必須有適當的犯罪時機。

因此預防內線交易之發生，應從以下幾個面向著手：

- 一、減少行為人從事內線交易之動機；
- 二、改變助長內線交易發生的不良道德風氣與規範文化；
- 三、減少內線交易犯罪之機會。

綜合上述預防內線交易之面向，可知欲有效預防內線發生，必須透過企業強化其內部控制，建立一套嚴謹的行為準則（code of conduct），暨施行有效的法令遵循計畫（compliance program）；以避免公司重大且未公開之消息外洩或被不當使用，並妥善規範公司內部人交易自家股票之行為，以杜絕內線交易之嫌疑。

此外，透過行政監督力量，對內控不彰之公司即時施以各項不利之行政處分或其他裁罰，以收矯正之效；而非待積重難返、弊案爆發時，始將此一燙手山芋，留給司法機關收拾爛攤子。

在**強化公司治理**方面，企業應建立良好的內控及法令遵循制度，以減少行為人從事內線交易之動機，改變助長內線交易發生的不良道德風氣與規範文化，並減少內線交易犯罪之機會。至於法令遵循的具體內容，則應包括：

- （1）建立「內部人交易準則」；明訂內部人得交易或禁止交易之期間，並建議內部人交易前，宜先與企業之法令遵循部門諮詢，以避免誤踩紅線；
- （2）建立「內部重大資訊處理作業程序」，明訂內部人的保密義務、重大消息的揭露程序、洩密與違規之處理等，以避免重大消息在公開揭露前，為內部人洩漏或流用以進行不法之交易。
- （3）建立企業內部通報機制，獎勵員工如知有消息外洩或內線交易之情形，應通報法令遵循或內部稽核部門之主管。

## 二、強化行政監督

我國目前內線交易或其他證券不法之案件，多係由金管會之專案審查小組與駐會檢察官溝通後，始移送檢調機關續行偵辦，然此則易失偵辦先機，而給予行

爲人湮滅證據、逃匿、隱藏犯罪所得之機會。而參酌其他各國證券主管機關之執法經驗，認爲應賦予我國證券主管機關行政調查權，以及多元化的執法工具，以強化執法之效能；多元化的執法工具如解除或中止董（監）事之職務、或向法院聲請回復原狀、或其他定暫時狀態之處分等。

### 三、提升司法效率

刑罰作爲犯罪預防工具之一，係因一般人對處罰的恐懼心態，深信犯罪將被逮捕與處罰；惟我國訴訟程序延宕之情形嚴重、眾多重大經濟犯罪之被告潛逃出境、未能即時查扣犯罪不法所得等，使刑罰無法發揮應有之制裁效果。因此，未來我國是否應仿效美、日等國制訂「速審法」，使司法能即時裁決，或對重大經濟犯罪之被告施以電子監控，並檢討現行之犯罪所得扣押、沒收之法制，均亟需有關單位研議，以加強執法之效能。

最後，就投資人權益之保護，筆者認爲在現制下，應善加運用認罪協商制度、或行政和解契約，促使內線交易人與保護中心和解，以使投資人能儘速獲償。而由於被告之總財產係一定數，爲避免被告繳交罰金或罰鍰後，無力賠償投資人，產生國庫與民爭利之情形；建議我國未來可參照美國沙賓法案，就被告所繳納之罰金、罰鍰、和解金等，成立一償付基金，進一步落實投資權益之保護。





## 參考文獻

### 【中文書籍】

1. 王文宇（編），金融法，元照出版有限公司，94年10月
2. 余雪明大法官榮退論文集，企業與金融法制，元照出版有限公司，98年1月
3. 吳巡龍，刑事訴訟與證據法實務，新學林出版股份有限公司，95年11月
4. 吳巡龍，新刑事訴訟制度與證據法則，新學林出版股份有限公司，95年1月
5. 李開遠，證券管理法規新論，五南圖書出版股份有限公司，95年3月
6. 孟維德，白領犯罪－現象、理論與對策，亞太圖書出版社，90年12月
7. 林山田、林東茂、林燦璋，犯罪學，三民書局股份有限公司，95年10月
8. 陳志龍（編），金控公司與併購，翰蘆圖書出版有限公司，95年8月
9. 陳春山，公司治理法制及實物前瞻，學林文化事業有限公司，93年5月
10. 陳春山，企業管控與投資人保護－金融改革之路，元照出版有限公司，89年5月
11. 陳春山，金融改革及存保法制之研究，元照出版有限公司，93年2月
12. 黃富源、范國勇、張平吾，犯罪學概論，中央警察大學出版社，95年6月
13. 黃銘傑，公司治理與企業金融法制之挑戰與興革，元照出版有限公司，95年9月
14. 楊士隆，犯罪心裡學，五南圖書出版股份有限公司，95年9月
15. 葉銀華、李存修、柯承恩，公司治理與評等系統，商智文化事業股份有限公司，91年11月
16. 賴英照，股市遊戲規則－最新證券交易法解析，95年8月
17. 謝易宏、陳德純，後安隆時代的一線曙光？論二〇〇二年美國企業改革法對公司治理之影響，瑞興圖書股份有限公司，93年2月

### 【中文期刊】

1. 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，2008年4月。
2. 王文宇、張冀明，非營利組織主導的證券團體訴訟--論投資人保護中心，月旦

民商法雜誌第 15 期，2007 年 3 月

3. 王育慧，少數股東之保護--論引進股東提案權，證券暨期貨月刊，93 年 2 月
4. 王育慧，最高法院九十一年度臺上字第三○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，臺北大學法學論叢，96 年 3 月
5. 石人仁，從股市禿鷹案論國家金融檢查權--延伸比較國家司法調查權與準司法調查權，建華金融季刊，95 年 03 月
6. 伍思吟，從法制觀點論內線交易，證券暨期貨月刊第 22 卷第 7 期，93 年 7 月
7. 伍思吟，證券交易法第 155 條及第 157 條之 1 有關市場操縱及內線交易規範之修正重點，證券暨期貨月刊，95 年 2 月
8. 朱立豪，金融犯罪與洗錢活動之風險管理--以洗錢防制措施為對策，犯罪學期刊，95 年 12 月
9. 朱紀中，史上最離奇的內線交易風暴：勁永禿鷹案貪婪戰爭，商業周刊 94 年 7 月
10. 江豐勢，內線交易之探討，今日會計，90 年 9 月
11. 吳元曜，金融犯罪重刑化趨勢之評析，軍法專刊，93 年 09 月
12. 吳元曜，臺灣存託憑證與內線交易，證交資料，93 年 6 月
13. 吳天雲，洗錢防制法沒收屬於第三人犯罪所得的實體與程序問題，律師雜誌，95 年 5 月
14. 吳克昌，證券交易法第一五五條第一項條文研析，證券櫃檯，97 年 10 月
15. 李怡宗，上市企業非法內線交易之分析，產業管理學報，89 年 4 月
16. 李智仁，論公開收購前內線交易認定時點之問題，證券暨期貨月刊，93 年 7 月
17. 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，93 年
18. 李福隆，證券交易的資訊公開與投資人保護--以公開說明書法制為中心，證券暨期貨月刊，93 年 4 月
19. 李曜崇，薄如一張棉紙--論美國法上中國牆措施的最新發展，全國律師，94 年 10 月
20. 於知慶，以刑事訴追作為企業改革的契機，檢察新論第 5 期，97 年 1 月

21. 林孟皇，內線交易的重大消息成立與舉證責任-評臺灣高等法院 95 年上訴字第 2706 號刑事判決，檢察新論第 4 期，97 年 7 月
22. 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，97 年 4 月
23. 林孟皇，金融犯罪與刑事審判--以第一審受命法官職務之行使為中心，律師雜誌，96 年 06 月
24. 林俊宏，投資人保護基金償付制度簡析，集保結算所月刊，96 年 6 月
25. 林俊宏，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，94 年 12 月
26. 林俊宏，證券市場不法案件分析及投資人救濟管道，證券櫃檯，95 年 10 月
27. 林俊宏，證券投資人及期貨交易人保護基金制度之介紹，證交資料，95 年 6 月
28. 林秋君，內線交易之民事賠償責任，證券暨期貨月刊，93 年 7 月
29. 林盛煌，審理金融犯罪之應有思維，臺灣本土法學雜誌，96 年 12 月
30. 林穎禎，新內線法，法官協會雜誌，96 年 12 月
31. 邱智宏，金融犯罪偵查實務研析--以博達案為例，法官協會雜誌，94 年 12 月
32. 洪秀芬，內線交易之重大消息的判斷--板橋地方法院九五年金訴字第二號刑事判決之簡評，臺灣法學雜誌，97 年 8 月
33. 倪衍森，臺灣證券市場內線交易嚴重嗎？--以臺灣公開資訊觀測站之資訊分析為例，中華管理學報，95 年 6 月
34. 徐如慧，選擇性揭露資訊與內線交易之探討，證交資料，89 年 11 月
35. 徐富德，臺灣股票市場內線交易者犯罪歷程之研究，證券櫃檯，95 年 10 月
36. 高慧君，如何避免誤觸內線交易，證券櫃檯，97 年 10 月
37. 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，臺灣法學雜誌，97 年 10 月
38. 張心悌，內線交易立法重刑化之初探，實用稅務，93 年 6 月
39. 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，國立臺灣大學法學論叢，97 年 9 月
40. 張萬同，從股市禿鷹談臺灣的內線交易監管，消費者報導，94 年 8 月
41. 曹昌祺，論內線交易之禁止，警專學報，94 年 10 月

42. 莊正，駐行政院金融監督管理委員會檢察官辦公室簡介，檢協會訊第 28 期，97 年 4 月
43. 莊永丞，論美國證券詐欺事件投資人之保護--以民事責任為中心，實用稅務，93 年 11 月
44. 莊蕎安，誠信為首審慎對待：獲利的險徑--內線交易，會計研究月刊，96 年 6 月
45. 郭土木，內部人員利用內幕消息交易之禁止，法官協會雜誌，94 年 12 月
46. 郭宗雄，由金管會解除太平產險董事談公司董事之解除，實用稅務，94 年 04 月
47. 陳月秀，公開收購前內線交易重大消息之認定時點，萬國法律，97 年 4 月
48. 陳建宏，防止現貨市場與期貨市場間操縱與內線交易之研究，證交資料，89 年 2 月
49. 陳彥良，透明度於公司治理法制之地位--兼論德國與我國證交法中有關重大性消息判斷之認定標準，法令月刊，95 年 12 月
50. 陳彥錦，淺論我國現行內線交易規定，刑事科學，96 年 3 月
51. 陳春山，我國金融監督管理委員會定位及功能之法制研究，法學叢刊，93 年 7 月
52. 陳盈良，金融舞弊犯罪動機、型態與偵查模式之探索研究，警學叢刊，95 年 9 月
53. 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 93 年 6 月
54. 曾宛如，內線交易之行為主體，臺灣本土法學雜誌，96 年 9 月
55. 游志煌，論投資人保護法與證券詐欺訴訟之發展，證交資料，92 年 11 月
56. 黃柏夫，內線交易之民刑事責任，萬國法律，97 年 4 月
57. 黃朝義，內線交易犯罪之研究，犯罪學期刊，89 年 6 月
58. 黃砲淳，從順大裕案談證券投資人之保護--以會計師查核(核閱)財務報告之賠償責任為核心，律師雜誌，93 年 6 月
59. 楊敏玲，證券金融詐欺與投資人之保護，存款保險資訊季刊，94 年 6 月
60. 葉淑玲，世界主要國家不法證券交易行為制裁之比較，證券公會季刊，95 年 4 月

61. 詹德恩，從刑事政策觀點探內線交易之罪責，證券公會季刊，95年7月
62. 詹德恩，淺析證券犯罪--內線交易，證券櫃檯，95年10月
63. 詹德恩，淺探上市櫃公司不法案件類型及原因，會計與財金研究，97年07月
64. 詹德恩，淺探上市櫃公司不法案件類型及原因，會計與財金研究，97年7月
65. 詹德恩，證券不法案件類型解析，證券櫃檯，97年10月
66. 廖俊煌，資訊對稱下之投資模型分析，全球商管研究，96年11月
67. 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，97年10月
68. 劉連煜，內線交易免責之抗辯：預定交易計畫，臺灣法學雜誌，97年10月
69. 劉連煜，投資人保護與團體訴訟，實用月刊，91年9月
70. 劉連煜，重大消息與傳遞內線消息，實用月刊，92年1月
71. 劉連煜，庫藏股、操縱股價與內線交易，實用月刊，91年12月
72. 劉連煜，敵意式公開收購、內線交易與競爭收購，實用月刊，91年8月
73. 劉連煜，論預定的交易計畫作為內線交易免責之抗辯，證券櫃檯，97年10月
74. 蔡易餘，內線交易規範之法理研究，萬國法律，96年4月
75. 蔡明錕，櫃檯買賣中心防制內線交易之努力，證券櫃檯，95年10月
76. 蔡朝安，由最近判決看內線交易之責任，稅務旬刊，94年5月
77. 蔡朝安，從投資人保護法之制定看我國證券詐欺訴訟之發展，全國律師，93年1月
78. 鄭堤升，「證券交易市場內線交易犯罪型態實務解析」，證券櫃檯，95年10月
79. 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，95年5月
80. 賴英照，內線交易的民事賠償，司法周刊，95年2月
81. 賴英照，金融機構與內線交易，興大法學，96年5月
82. 賴英照，論內線交易之內部人，法官協會雜誌，94年12月
83. 謝文倩，內線交易中有關重大消息成立之法令規定與實務--內線交易成立時點有修法必要，電電時代，97年4月
84. 蘇秀玲，美國內線交易案例與理論發展研析，證券櫃檯，97年10月李傑清，沒收洗錢犯罪所得的實體與程序，檢察新論，97年1月

85. 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，  
97 年 10 月

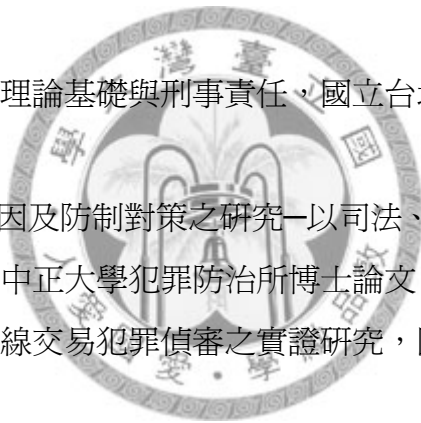
### 【學位論文】

1. 王永立，歐洲共同體部長理事會一九八九年第五九二號禁止內線交易指令之研究，淡江大學歐洲研究所（90）
2. 王佳美，公司併購中訊息規範之研究，中國文化大學法律學研究所碩士論文（96）
3. 王凱民，台灣證券市場內線交易研究---以上市公司「勁永」禿鷹案為例，佛光人文社會學院經濟學研究所碩士論文（94）
4. 朱之琪，論企業併購之內線交易，輔仁大學法律學研究所碩士論文（94）
5. 何建寬，內線交易理論與實務之研究，臺灣大學法律學研究所碩士論文（97）
6. 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，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文（91）
7. 呂國平，證券交易法上內線交易的經濟分析，銘傳大學法律學研究所碩士論文（95）
8. 李弘錦，從司法實務實證結果反思內線交易行政管制的重要性—以勁永公司禿鷹案為例，中原大學財經法律研究所碩士論文（95）
9. 李春川，公開收購法律問題之研究—兼論收購過程可能衍生之內線交易，世新大學法律學研究所碩士論文（96）
10. 李雪慧，內線交易之準內部人及消息受領人範圍研究—以媒體記者為中心，世新大學法律學研究所碩士論文（94）
11. 沈介偉，從我國實務判決探討證券交易法內線交易之規範兼論內線交易之防制，中國文化大學法律學研究所碩士論文（93）
12. 周加宗，內線交易刑法規範之法律經濟分析，東吳大學法律學研究所碩士論文（95）
13. 林中一，證券交易法上內線交易行為構成要件認定之研究-以實際案例之分析為中心，中國文化大學法律學研究所碩士論文（90）
14. 林勇智，內線交易之代理變數之研究，國立中山大學企業管理學研究所碩士論文（93）

15. 林庭好，從內線交易角度探究公司發放股票股利動機，臺灣大學財務金融學研究所碩士論文（96）
16. 林繼耀，資訊公平揭露與終結內線交易—試論美國證券交易法公平揭露規則新制，中原大學財經法律學研究所碩士論文（90）
17. 徐富德，內線交易者犯罪歷程之研究，國立台北大學犯罪學研究所碩士論文（94）
18. 袁義昕，從資訊財產權觀點論證券市場內線交易，銘傳大學法律學研究所碩士論文（90）
19. 高毓謙，證券詐欺構成要件之詮釋與適用，中原大學法律學研究所碩士論文，（98）
20. 張小惠，公司治理能否抑制併購之內線交易，國立高雄第一科技大學企業管理研究所碩士論文（96）
21. 張基政，內線交易預警模型之建構，輔仁大學應用統計學研究所碩士論文（95）
22. 郭添賢，評析我國證券交易法內線交易之規範—以美國立法例為借鏡，國立中央大學產業經濟研究所碩士論文（95）
23. 陳仁瑾，我國公開發行公司財務預測制度與證券投資人保護之研究，銘傳大學法律學研究所碩士論文（94）
24. 陳宏銘，內線交易刑事責任與其追訴防制對策之研究，東吳大學法律學研究所碩士論文（96）
25. 陳建宏，臺灣上市公司內部人交易之實證研究，國立臺灣大學財務金融學研究所博士論文（92）
26. 陳柏乾，內線交易重大消息之研究，東海大學法律學研究所碩士論文（96）
27. 陳峰富，關係企業證券交易違法行為之研究—以股票流通市場為中心—，國立政治大學法律學研究所博士論文（92）
28. 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，臺灣大學法律學研究所碩士論文（96）
29. 陳儀嘉，內線交易、監督與公司價值，輔仁大學金融研究所碩士論文（94）
30. 黃志中，論內線交易刑事規範之正當性與理論基礎，臺灣大學法律學研究所碩士論文（96）
31. 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，輔仁大學法

律學研究所碩士論文（94）

32. 黃宗智，股價調整速度：台灣股市內部人交易之實證，東吳大學經濟學研究所碩士論文（92）
33. 黃國清，內部人交易超額報酬之探討--臺灣地區上市公司之實證，國立中央大學財務管理研究所碩士論文（79）
34. 黃清輝。台灣股票市場內線交易案件之實證分析，國立中正大學財務金融所碩士論文（95）
35. 黃靖娥，內線交易宣告對股價的影響，長榮大學經營管理研究所碩士論文（96）
36. 黃震岳，企業併購前內線交易行為防制之研究，國立中正大學法律所碩士論文（96）
37. 楊惠敏，影響內線交易道德判斷心理因素之研究，淡江大學會計學研究所碩士論文（92）
38. 楊鎮宇，內線交易的理論基礎與刑事責任，國立台北大學法學研究所碩士論文（95）
39. 詹德恩，金融犯罪成因及防制對策之研究—以司法、金融監理及金融機構人員之觀點為核心，國立中正大學犯罪防治所博士論文（95）
40. 劉千鳳，有價證券內線交易犯罪偵審之實證研究，國立中正大學犯罪防治研究所碩士論文（95）
41. 蔡瑋純，從資訊揭露觀點探討我國強制性財務預測法制之未來，國立中央大學產業經濟學研究所碩士論文（92）
42. 蔡耀毅，內線交易特殊案例之研究--以犯罪所得認定基準之判斷為中心，世新大學法律學研究所碩士論文（95）
43. 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，國立政治大學法律學研究所碩士論文（95）
44. 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，銘傳大學法律學研究所碩士論文（90）
45. 簡志龍，從美國法制論我國內線交易之防制，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文（92）
46. 簡瑞廷，台灣上市公司內部人交易效應之研究，國立中央大學企業管理學研究所碩士論文，（90）





## 【外文資料】

1. Anand, Anita & Beny, Laura (2007), Why Do Firms Adopt Insider Trading Policies? Evidence from Canadian Firms, March 1, 2007.
2. Beny, Laura (2006), Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate, 11/13/2006.
3. Burdney, Victor (1979), Insiders, Outsiders, Informational Advantages under the Federal Securities Laws. Harvard Law Review 93: pp. 321-376 1.
4. Carton & Fischel (1983), The Regulation of Insider Trading. Standard Law Review 35: pp. 857-895
5. Fama, Eugene F. (1976), Foundations of Finance, NEW YORK
6. General Motors (2000), Insider Trading Policy, 1/1/2000.
7. Maug, Ernst (1999), Insider Trading Legislation and Corporate Governance, 3/25/1999.
8. Parekh, Sandeep (2003), Prevention of Insider Trading and Corporate Good Governance, Jan/2003.
9. Peterson, Patricia & Schwartz, Peter H. (2002), Developing Trading Plans to Mitigate Insider Trading Liability, Davis Graham & Stubbs LLP., 2002.
10. Wu(1965), Corporation insider Trading in the Stock Market, 1757-1901, National Banking Review2: PP. 373-381
11. Young(1985), Insider Trading: Why the Concern”, Journal of Accounting, Auditing, Auditing and Finance 8: pp. 178-183

## 【網路資料】

1. <http://www.sfipc.org.tw/> 財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心
2. <http://www.judicial.gov.tw/> 司法院
3. <http://172.31.2.15/mojsingle/script/mojmenu01a.asp> 法務部檢察書類查詢系統

# 附錄一：民國 88 年以後因內線交易經提起公訴之案件

(統計時間：迄 98 年 4 月 30 日止)

發行公司	起訴案號	起訴日期	內線交易行為人
臺灣日光燈	臺北地檢 088 偵 004696	88.05.29	鄭○興、黃○君、黃○霏、徐○政、陳溫○英
精英	臺北地檢 088 偵 011068	89.08.31	黃○仁
太欣半導體	臺北地檢 088 偵 020295	89.04.23	王○珍、陳○志、楊○卿、戴○光、蘇○榮
福懋油脂	臺北地檢 088 偵 023724	88.12.23	李○平
廣大興業	臺北地檢 089 偵 005734	88.08.14	何○偉、楊○正、薛 ○、薛○華
味全	臺北地檢 089 偵 009509	91.09.16	魏○行
太穎	臺北地檢 089 偵 022660	92.02.14	王○建、陳○典、陳○耀
南港輪胎	臺北地檢 090 偵 003396	90.12.17	林○圃、林○雄、陳○德
中強電子	臺北地檢 091 偵 006229	92.12.24	梁○英、王○野、劉○發
耀文電子	臺北地檢 091 偵 010620	91.07.29	朱○宗、駱○雄
京華證券	臺北地檢 091 偵 013628	93.09.30	林○銘
中華開發	臺北地檢 091 偵 024268	92.06.06	劉○英
致福	臺北地檢 092 偵 003563	92.07.17	駱○雄
百成行	臺北地檢 092 偵 008013	92.08.26	莫○隆,
宏巨建設	臺北地檢 092 偵 016882	92.10.26	鄭○天
亞瑟	臺北地檢 092 偵 016940	93.11.12	吳○訓、陳○承
突破	臺北地檢 092 偵 018851	94.12.19	劉○麗
清三電子	臺北地檢 092 偵 023008	93.02.25	丁○炎、王○衛
新光	臺北地檢 093 核退偵 22	94.07.03	吳○進、吳○雄
中國人纖	臺北地檢 093 核退偵 23	94.07.29	王○慶、吳○娥
建達國際	臺北地檢 093 偵 014456	93.11.24	凌○銘
和平資訊	臺北地檢 093 偵 019902	94.11.23	張○松

茂矽	臺北地檢 094 偵 000360	94.12.19	胡○九
大華建設	臺北地檢 094 偵 001965	94.09.13	林○亮
衛道科技	臺北地檢 094 偵 008445	95.07.18	林○玲
陽慶電子	臺北地檢 094 偵 009100	95.11.06	吳○芳
全坤興	臺北地檢 094 偵 010197	94.08.30	李○毅
勁永	臺北地檢 094 偵 011355	94.10.24	林○達、張○寬、林○宏、古○銘、陳○吉
大霸電子	臺北地檢 094 偵 017712	95.08.21	莫○然、郭○芝
中國人壽	臺北地檢 095 偵 006591	96.08.24	許○敏、許○君、賴○財、江○真
赤崁	臺北地檢 095 偵 007978	95.07.07	陳○男、楊○豐
台開	臺北地檢 095 偵 010909	95.07.06	趙○銘、趙○柱、蘇○建、游○一、蔡○文、
九德電子	臺北地檢 095 偵 018132	96.08.10	陳○堅
中信金控	臺北地檢 095 偵 022201	96.02.14	張○田
太偉電子	臺北地檢 095 偵 024344	97.05.30	楊○平
力霸	臺北地檢 096 偵 001462	96.03.08	王○一、王○僑
鈺創科技	臺北地檢 096 偵 013712	97.03.31	盧○群
和鑫光電	臺北地檢 096 偵 016031	97.08.27	張○強、張○蓀、陳○雄
弘鼎創投	臺北地檢 096 偵 017702	97.07.31	鄭○謙
福葆電子	臺北地檢 096 偵 023587	97.03.05	吳○基
綠點	臺北地檢 096 偵 025790	96.12.17	柯○昌、何○卿、王○哲、林○棟、李○勳
佳鼎科技	臺北地檢 097 偵 000504	97.04.30	林○充、林吳○都
正利航業	臺北地檢 097 偵 003720	97.06.23	周○強
新竹商銀	臺北地檢 097 偵 007050	97.05.19	蔣○樑、陳○昕、林○猛
鼎大	士林地檢 094 偵 005108	96.02.12	郭○村、陳○梅
陸技	士林地檢 094 偵 011209	96.05.21	盧翊存
皇統光碟	士林地檢 095 偵 007401	95.05.05	李○葵、鄭○馨

	品佳	士林地檢 095 偵 009205	96.12.26	胡○陽、黃○玲
	雅新實業	士林地檢 096 偵 013518	97.03.07	黃○俊、莊○玉、葉○侑、李○寬
	訊碟	板橋地檢 091 偵 001514	92.02.20	呂陳○晶、呂○仁、陳○宇
	皇旗資訊	板橋地檢 091 偵 014530	92.04.30	林○鳴、洪○敏、黃○珠、黃○川
	皇旗資訊	板橋地檢 092 偵 009641	92.05.28	李○褓
	智基科技	板橋地檢 094 偵 020561	95.03.23	陳○誠、馬○敏
	品佳	板橋地檢 095 偵 001941	95.09.30	陳○健、陳○嶽
	十美企業	板橋地檢 095 偵 005405	96.01.31	許○忠、許○福
	英華達	板橋地檢 096 偵 008543	96.08.08	張○嵩、李○恩、陳○輝、林○順、詹○修
	琨詰科技	板橋地檢 096 偵 015602	96.08.26	徐○堯、黃○齊、黃○芬、周○
	志合	板橋地檢 097 偵 006294	97.08.05	潘○惠、洪○翊、李○慶、林○華、陳○勳
	展茂光電	板橋地檢 097 偵 024479	98.02.02	鄭○珍、彭○桂
	勁永	板橋地檢 097 偵 031097	98.01.16	呂○妮（呂○月）
	中華映管	桃園地檢 094 偵 010120	95.01.03	王○煌、劉○軍
	和昌興業	桃園地檢 094 偵 019479	95.06.30	陳○福、楊○坪
	千興不銹鋼	桃園地檢 095 偵 003600	97.03.27	李○斌、李○藩
	明基電通	桃園地檢 096 偵 006165	96.05.06	游○用、劉○文、李○耀、李○華
	力特光電	桃園地檢 096 偵 012633	96.10.23	賴○王
	南方資訊	新竹地檢 092 偵 004344	92.11.22	田○堂、李○
	旺宏	新竹地檢 097 偵 003793	97.07.31	黃○仁、黃○欽
	起阜工程	臺中地檢 089 偵 016056	89.12.19	郭○銘、詹○昇、劉○美
	順大裕	臺中地檢 090 偵 009853	91.04.19	張○華、張○儀
	順大裕	臺中地檢 091 偵 011941	92.03.26	張○華、林○枝、林○茂、陳○

				坤、黃○薇、葉○樹
臺灣櫻花	臺中地檢 094 偵 000286	94.08.12	張○璽	
大東紡織	臺中地檢 095 偵 018126	96.12.05	陳○雄	
德宏工業	臺中地檢 096 偵 012089	96.10.05	朱○昱、林○淼、陳○山、顏○賢	
協禧電機	臺中地檢 096 偵 014841	96.07.31	謝郭○英、蔡○輝	
安碁科技	臺中地檢 096 偵 018845	97.04.05	林○順、蔡○媛	
東隆五金	嘉義地檢 089 偵 000009	90.04.12	范○琦	
欣鋁	嘉義地檢 094 偵 002246	94.12.29	林○楠	
駿業建設	臺南地檢 088 偵 012995	88.10.22	鄭○德	
東榮纖維	臺南地檢 090 偵 014322	91.04.04	鄭○松、王○珠	
千興不銹鋼	臺南地檢 094 偵 009667	94.08.30	葉○堂	
偉訓	臺南地檢 096 偵 011508	96.12.20	徐○扶、林○芬	
尖美	高雄地檢 089 偵 000250	90.08.01	張○財	
正義	高雄地檢 089 偵 021019	89.10.09	張○旺	
仁翔建設	高雄地檢 090 偵 009498	92.04.30	吳○達(吳○堂)	
彥武	高雄地檢 091 偵 011899	91.06.12	姚○美,	
華特電子	高雄地檢 092 偵 018429	92.11.25	黃○成、黃○田	
和旺	高雄地檢 093 偵 013662	93.09.20	黃○敏、蘇○州、蘇○明	
寶成建設	高雄地檢 093 偵 023921	94.09.28	王○娟	
百成行	高雄地檢 093 偵 025051	94.07.18	丁陳○美、陳○彰	
尖美	高雄地檢 094 偵 021889	95.05.01	王志○、王世○、李○鐘	
寶成建設	高雄地檢 095 偵 020864	95.08.11	林○榮、林○源、林○芸	

## 附錄二：內線交易案件法院審理情形（一審）

說明：「減刑」係適用《中華民國九十六年罪犯減刑條例》之故

	標的公司	涉案當事人	一審案號 (X年度X字第X號)	一審判決(內線交易部分)
<b>【臺北地方法院】</b>				
	臺灣日光燈	鄭○興、黃○君 黃○霈、徐○政 陳溫○英	88 訴 849	均無罪
	精英	黃○仁	89 訴 1508	無罪
	太欣半導體	王○珍、陳○志 楊○卿、戴○光 蘇○榮	89 易 1110	均無罪
	福懋油脂	李○平	89 訴 241	無罪
	廣大興業	何○偉、楊○正 薛 ○、薛○華	89 易 1933	何○偉徒刑 4 月， 楊○正徒刑 4 月， 薛○徒刑 5 月
			96 易緝 157	薛○華免訴
	味全	魏○行	91 易 1296	無罪
	太穎	王○建、陳○典 陳○耀	92 易 395	王○建徒刑 5 月， 陳○典不受理（死亡）， 陳○耀無罪。
	楊鐵	林○圃、林○雄 陳○德	91 訴 9	均無罪
	中強電子	梁○英、王○野 劉○發	96 簡 1163	梁○英徒刑 5 月， 王○野停止審判（病重）
			98 易緝 11	劉○發免訴（追訴時效已滿）
	耀文電子	朱○宗、駱○雄	91 訴 845	均無罪
	京華證券	林○銘	93 訴 1549	無罪
	中華開發	劉○英	92 矚重訴 2	無罪
	致福	駱○雄	93 簡 475	徒刑 2 年，緩刑 5 年
	百成行	莫○隆	92 簡 4270	徒刑 5 月，緩刑 2 年
	宏巨建設	鄭○天	92 訴 1978	徒刑 10 月
	亞瑟	吳○訓、陳○承	94 易 59	吳○訓徒刑 5 月、罰金 100 萬， 陳○承無罪
	突破	劉○麗	95 重訴 9	無罪
	清三電子	丁○炎、王○衛	93 訴 340	均無罪
	新光	吳○進、吳○雄	94 訴 1049	均無罪
	中國人纖	王○慶、吳○娥	94 訴 1152	均無罪
	建達國際	凌○銘	94 簡 109	徒刑 1 年 6 月、緩刑 3 年（捐款 165 萬元）

	和平資訊	張○松	94 訴 1801	無罪
	茂矽	胡○九	95 重訴 17	無罪
	大華建設	林○亮	94 訴 1324	徒刑 1 年 2 月
	衛道科技	林○玲	95 訴 1240	徒刑 6 月、緩刑 2 年（支付公庫 140 萬）
	陽慶電子	吳○芳	95 重訴 170	（未審結）
	全坤興	李○毅	94 訴 1327	無罪
	勁永	林○達、張○寬 林○宏、古○銘 陳○吉、	94 矚訴 1	林○達徒刑 2 年、罰金 2000 萬、 緩刑 5 年。 張○寬徒刑 1 年 8 月、緩刑 4 年。 林○宏徒刑 1 年 7 月、罰金 1000 萬元、緩刑 2 年。 古○銘徒刑 1 年 8 月、緩刑 2 年。 陳○吉徒刑 1 年 10 月、罰金 1500 萬元。
	大霸電子	莫○然、郭○芝	95 訴 1416	均無罪
	赤崁	陳○男	95 矚訴 3	（內線部分）無罪
	台開	趙○銘、趙○柱 蘇○建、游○一 蔡○文	95 矚重訴 1	趙○銘徒刑 6 年、罰金 3000 萬元、 犯罪所得 427 萬 7863 元沒收， 趙○柱徒刑 5 年 6 月、罰金 3000 萬元，犯罪所得 427 萬 7863 元沒 收， 蘇○建徒刑 4 年 3 月， 游○一徒刑 4 年 3 月、罰金 6000 萬元，犯罪所得 427 萬 7863 元沒 收， 蔡○文徒刑 2 年、緩刑 4 年
	九德電子	陳○堅	96 訴 1311	徒刑 1 年 10 月
	中信金控	張○田	96 重訴 19	（內線部分）無罪
			<b>【士林地方法院】</b>	
	鼎大	郭○村、陳○梅	96 金重訴 1	郭○村徒刑 2 年、緩刑 5 年、並支 付公庫 200 萬元， 陳○梅徒刑 1 年 8 月，緩刑 4 年， 並支付公庫 150 萬元，
	皇統光碟	李○葵、鄭○馨	95 金重訴 2	（內線部分）無罪
	品佳	胡○陽、黃○玲	96 訴 1135	胡○陽徒刑 3 年 2 月， 黃○玲無罪

【板橋地方法院】			
訊碟	呂陳○晶、呂○仁、陳○宇	92 金重訴 2	呂○仁徒刑 1 年 6 月、罰金 250 萬元， 呂陳○晶徒刑 1 年、罰金 100 萬元， 陳○宇徒刑 7 月、罰金 100 萬元
皇旗資訊	林○鳴、洪○敏 黃○珠、黃○川	92 金重訴 4	(內線交易+操縱股價，從一重)黃○川、黃○珠均徒刑 1 年 6 月， 林○鳴徒刑 1 年， 洪○敏徒刑 8 月
皇旗資訊	李○禔	92 金重訴 5	無罪
智基科技	陳○誠、馬○敏	95 金訴 1	均無罪
品佳	陳○健、陳○嶽	95 金訴 2	徒刑 3 年 2 月
十美企業	許○忠、許○福	96 訴 247	許○忠徒刑 1 年 2 月 (減為徒刑 7 月)， 許○福徒刑 1 年 (減為徒刑 6 月)
琨詰科技	徐○堯、黃○芬 鍾○淵、黃○寬 陳○	96, 訴, 3355	徐○堯徒刑 1 年 8 月、緩刑 3 年、 並支付國庫 120 萬元。 黃○芬減為徒刑 9 月、緩刑 3 年、 並支付國庫 50 萬元。 鍾○淵 1 年 10 月、緩刑 4 年、並 支付國庫 200 萬元。 黃○寬、陳○均無罪。
【桃園地方法院】			
中華映管	王○煌、劉○軍	95 訴 198	均無罪
和昌興業	陳○福、楊○坪 詹○貴、洪○霞	95 訴 1472	均無罪
【新竹地方法院】			
南方資訊	田○堂、李○	92 訴 614	



【臺中地方法院】			
起阜工程	詹○昇、劉○美 王○勝	90 重訴 44	均無罪
順大裕	張○華、張○儀	91 重訴 1028	張○儀（內線部分）無罪，僞文徒刑 6 月 張○華通緝
順大裕	張○華、林○枝、 林○茂、陳○坤、 黃○薇、葉○樹	92 金重訴 1136	林○枝徒刑 1 年 2 月、緩刑 4 年， 林○茂徒刑 10 月、緩刑 3 年， 黃○薇徒刑 3 月，陳○坤徒刑 4 月， 葉○樹徒刑 5 月。
臺灣櫻花	張○璽	94 金訴 30	徒刑 1 年 2 月
協禧電機	謝郭○英、蔡○輝	96 金訴 14	（內線交易）部分無罪。
安碁科技	林○順、蔡○媛	97 金訴 13	林○順徒刑 1 年 10 月，蔡○媛徒刑 1 年 9 月。均緩刑 3 年。（已繳 回犯罪所得）
【嘉義地方法院】			
東隆五金	范○琦	90 易 383	無罪
欣鋁	林○楠	95 金訴 1	無罪
【臺南地方法院】			
駿業建設	鄭○德	94 易緝 48	免訴（時效完成）
東榮纖維	鄭○松、王○珠	91 訴 348	均無罪
千興不銹鋼	葉○堂	94 訴 1183	徒刑 5 月、罰金 50 萬元
偉訓	徐○扶、林○芬	97 訴 40	（與炒作從一重）均處徒刑 1 年 10 月、緩刑 3 年，並支付國庫 900 萬 元。
【高雄地方法院】			
尖美	張○財	90 訴 2171	徒刑 6 月。
正義	張○旺	89 易 4960	徒刑 3 月。
彥武	姚○美	91 重訴 45	無罪
華特電子	黃○成、黃○田	92 訴 2766	均無罪
和旺	黃○敏、蘇○州 蘇○明	93 金訴 2	黃○敏徒刑 5 月、緩刑 2 年、並支 付國庫 5 萬元。 蘇○州徒刑 9 月、緩刑 3 年、並支 付國庫 10 萬元。 蘇○明徒刑 8 月、緩刑 3 年、並支 付國庫 10 萬元。
寶成建設	王○娟	94 金重訴 1	無罪
百成行	丁○麗美、陳○彰	94 訴 2791	均無罪
尖美	王○雄、王○雄 李○鐘	95 金重訴 1	（內線部分）無罪

## 附錄二：內線交易案件法院審理情形（二審）

標的公司	涉案當事人	二審案號 (X年度X字第X號)	二審判決(內線交易部分)
<b>【臺灣高等法院】</b>			
臺灣日光燈	鄭○興、黃○君 黃○需、徐○政 陳溫○英	95 金上重訴 2	上訴駁回(無罪)
精英	黃○仁	91 上訴 1399	上訴駁回(無罪)
太欣半導體	王○珍、陳○志 楊○卿、戴○光 蘇○榮	92 金上易 1	上訴駁回(無罪)
福懋油脂	李○平	91 上訴 552	上訴駁回(無罪)
廣大興業	何○偉、楊○正 薛 ○、薛○華	91 上易 1604	何○偉徒刑 4 月， 楊○正徒刑 4 月， 薛○徒刑 5 月
味全	魏○行	92 上易 560	徒刑 1 年、緩刑 4 年。
太穎	王○建、陳○典 陳○耀	93 金上易 1	陳○耀上訴駁回(無罪)
楊鐵	林○圃、林○雄 陳○德	93 金上重訴 4	(內線+炒作從一重) 林○圃徒刑 3 年， 林○雄徒刑 2 年， 陳○德上訴駁回
耀文電子	朱○宗、駱○雄	92 上訴 605	上訴駁回(無罪)
京華證券	林○銘	95 上訴 2073	上訴駁回(無罪)
宏巨建設	鄭○天	93 金上重訴 7	鄭○天無罪
亞瑟	吳○訓、陳○承	94 上訴 3489	吳○訓無罪， 其餘上訴駁回
突破	劉○麗	96 上重訴 49	(內線部分) 上訴駁回(無罪)
新光	吳○進、吳○雄	95 上訴 2706	上訴駁回(無罪)
中國人纖	王○慶、吳○娥	96 上訴 3491	(停止審判)
和平資訊	張○松	95 上訴 3090	上訴駁回(無罪)
大華建設	林○亮	96 上訴 3015	原判決撤銷。 林○亮無罪。
全坤興	李○毅	95 上訴 3528	徒刑 1 年 6 月、罰金 300 萬元 (減為徒刑 9 月、罰金 150 萬元)
勁永	林○達、張○寬 林○宏、古○銘 陳○吉、	95 矚上訴 5	陳○吉徒刑 3 年、罰金 1000 萬

	大霸電子	莫○然、郭○芝	96 上訴 5186	莫○然徒刑 7 年 6 月、罰金 5000 萬元；犯罪所得 2 億 4003 萬 5800 元沒收
	赤崁	陳○男	96 矚上訴 4	(內線部分) 上訴駁回
	台開	趙○銘、趙○柱 蘇○建、游○一 蔡○文	96 矚上重訴 17	趙○銘徒刑 7 年、罰金 3000 萬元， 趙○柱徒刑 7 年、罰金 3000 萬元， 蘇○建徒刑 7 年 6 月、罰金 3000 萬元， 游○一徒刑 7 年 2 月、罰金 6000 萬元， 共同犯罪所得 1 億 83 萬 58 元連帶沒收
			97 矚上重更(一)4	趙○銘徒刑 7 年、罰金 3000 萬元， 趙○柱徒刑 7 年、罰金 3000 萬元， 蘇○建徒刑 7 年 2 月、罰金 3000 萬元。 游○一徒刑 7 年 2 月、罰金 6000 萬元， 共同犯罪所得 1 億 83 萬 58 元連帶沒收
	訊碟	呂陳○晶、呂○仁、陳○宇	92 上重訴 66	上訴駁回
			94 上重更(一)18	陳○宇徒刑 7 月、罰金 100 萬元
	皇旗資訊	林○鳴、洪○敏 黃○珠、黃○川	96 金上重訴 23	黃○川、黃○珠各處徒刑 9 月(減為徒刑 4 月又 15 日)
	皇旗資訊	李○褙	96 金上重訴 23	上訴駁回
	智基科技	陳○誠、馬○敏		陳○誠徒刑 1 年(減為徒刑 6 月)， 馬○敏徒刑 1 年 6 月，減為徒刑徒刑 9 月。
	十美企業	許○忠、許○福	97 上訴 3333	上訴駁回
	中華映管	王○煌、劉○軍	96 上訴 1087	上訴駁回

		【臺灣高等法院 臺中分院】		
	起阜工程	詹○昇、劉○美 王○勝	93 金上重訴 9	上訴駁回
	順大裕	張○華、張○儀	93 金上重訴 5	張○儀（偽文+內線）從一重徒刑 1 年
	順大裕	張○華、林○茂 陳○坤、黃○薇 葉○樹	93 金上重訴 22	林○茂、陳○坤、葉○樹、林○華 之上訴均駁回
	臺灣櫻花	張○璽	95 金上訴 212	徒刑 10 月
		【臺灣高等法院 臺南分院】		
	欣鋁	林○楠	95 金上訴 1195	徒刑 1 年 6 月、罰金 500 萬元、緩 刑 5 年。
	東榮纖維	鄭○松、王○珠	92 上訴 1276	鄭○松徒刑 10 月。 王○珠徒刑 6 月、緩刑 2 年。
			96 重金上更 (一)212	鄭○松徒刑 10 月。 王○珠徒刑 6 月、緩刑 2 年。
			96 重金上更 (二)368	鄭○松徒刑 10 月（減為徒刑 5 月）、緩刑 5 年。 王○珠徒刑 6 月（減為徒刑 3 月）、 緩刑 2 年。
	千興不銹鋼	葉○堂	95 上訴 357	葉○堂徒刑 5 月，罰金 50 萬元
		【臺灣高等法院 高雄分院】		
	華特電子	黃○成、黃○田	94 上訴 674	上訴駁回
	和旺	黃○敏、蘇○州 蘇○明	96 金上訴 3	黃○敏徒刑 6 月（減為徒刑 3 月）、 緩刑 2 年、並支付國庫 10 萬元。 蘇○州徒刑 1 年 2 月（減為徒刑 7 月）、緩刑 3 年、並支付國庫 150 萬元。 蘇○明徒刑 1 年（減為徒刑 6 月）、 緩刑 3 年、並支付國庫 100 萬元。
	百成行	丁陳○美、陳○彰	96 上訴 294	上訴駁回