

論我國內線交易法制－由英美兩國對證券市場內線交易之規範談起^{*}

郭 大 維^{**}

目 次

壹、前言

貳、英國對證券市場內線交易之規範

一、由自律規範到法律禁止

二、規範理論之演變

三、現行規範分析

參、美國對證券市場內線交易之規範

一、由反詐欺概念出發的規範模式

二、規範理論之演進

三、內線交易責任型態

肆、對我國內線交易法制之檢討與建議

一、我國現行制度

二、內線交易民刑事責任之檢討與建議

伍、結論

關鍵字：內線交易、證券市場、刑事責任、英美法、證券交易法。

Keywords：insider trading, securities market, criminal liability, Anglo-American law, Securities and Exchange Act.

^{*} 謹此感謝兩位匿名審查人提供之寶貴意見。

^{**} 郭大維，輔仁大學財經法律學系副教授，英國倫敦大學法學博士。



摘要

內線交易是證券市場常見的違法行為。由於內線交易行為有害於證券市場的健全發展，所以各國普遍立法禁止證券市場內線交易行為。惟各國對於內線交易規範之理論依據及制度設計並不完全相同。近年來，我國雖數次修正證券交易法有關內線交易之規定，但證券市場內線交易問題仍層出不窮。因此，本文將自英美兩國證券市場內線交易之規範出發，檢視我國現行內線交易法制，以作為我國未來改進之參考。

A Study on Taiwan's Insider Trading Law- From the Perspective of U.S. and British Laws

Kuo, Ta-Wei

Abstract

Insider trading is illegal conduct in the securities market when a person trades a security while in possession of material nonpublic information in violation of a duty to withhold the information or refrain from trading. Because insider trading undermines investor confidence in the fairness and integrity of the securities market, almost every country prohibits insider trading. However, the rationale for regulating insider trading in every country may be different. Although the Taiwanese government amended the insider trading provision of the Securities and Exchange Act several times, problems regarding insider trading remain. Accordingly, this article begins with a discussion of the U.S. and British laws pertaining to insider trading. Then, it examines the insider trading law in Taiwan and offers suggestions for amendments to the Taiwanese law where applicable.

壹、前言

內線交易 ("insider trading" or "insider dealing") 是證券市場常見的違法行為。雖然早期各國對於是否應以法律禁止此一行為以及對此一行為應如何進行法律規範存在不少爭論¹，但有鑒於內線交易對證券市場之危害，證券市場內線交易行為之禁止已成為現今各國之共識。然而，各國間對於內線交易規範之理論依據以及制度設計仍有所差異。原則上，各國對內線交易之規範理論主要分為市場論 (market-based) 與關係論 (relationship-based) 兩大主軸。前者係從市場總體之觀點著眼，認為基於維護證券市場有效運作與資源合理配置，投資人應有平等取得資訊的機會，以維持交易之公平，而內線交易破壞此一公平性，將使得投資人對市場喪失信心，進而影響證券市場之發展，故內線交易行為應當被禁止；而後者則是從公司個體的觀點著眼，認為內部人（如董事、經理人等）對公司負有受託義務 (fiduciary duty)，其利用內線消息買賣公司股票圖利係違反受託義務，故內線交易應加以禁止²。

我國證券交易法（以下稱「證交法」）在制定當時原無禁止內線交易之規定，嗣於 1988 年修正時，增訂第 157 條之 1 明文禁止內線交易。其後，該條文先後於 2002 年、2006 年與今年（2010 年）5 月經 3 度修正，

而其相關刑責亦日益加重。近年來，由於禿鷹案、臺開案等內線交易案件頻傳，使得證券市場內線交易問題受到各界的關注。雖然此次政府修正證交法第 157 條之 1，進一步明確規範內線交易，但是否真能改善目前內線交易規範上的問題，似乎仍有疑義。有鑒於英美兩國證券市場較為發達且兩國對於內線交易之規範模式並不完全相同，所以本文將自英美兩國證券市場內線交易之規範出發，檢視我國現行內線交易法制，以期提供我國未來改進之參考。

貳、英國對證券市場內線交易之規範

一、由自律規範到法律禁止

英國早期對於證券市場之管理係採取自律的方式 (self-regulation)，認為政府不應過度介入干預市場的發展，而應由市場機制加以處理。雖然當時倫敦證交所 (London Stock Exchange) 與公開收購暨合併工作小組 (Panel on Takeovers and Mergers)³ 針對證券市場內線交易行為頒布相關規則，但並未嚴格執行相關規定，導致英國在 1980 年之前對內線交易之規範極為有限。有鑒於內線交易對證券市場造成的危害，英國國會乃於 1980 年修訂公司法時，首度立法將內線交易納入規範，並於 1985 年公司證券（內線交易）法 (Companies Securities (Insider Dealing) Act

¹ See e.g. LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 919-27 (5th ed. 2004).

² 賴英照，《股市遊戲規則—最新證券交易法解析》，自版，2009 年 10 月，2 版，頁 449-452；劉連煜，《新證券交易法實例研習》，元照出版，2009 年 9 月，增訂 7 版，頁 380。See also NIAMH MOLONEY, EC SECURITIES REGULATION 924-25 (2nd ed. 2008).

³ 公開收購暨合併工作小組 (Panel on Takeovers and Mergers) 乃是一自律機構，而非政府機構。其成員係由英格蘭銀行 (Bank of England) 所指派具代表性及金融界具影響力的相關機構代表所組成，負責規範英國境內之企業併購事宜。



1985) 進一步強化對內線交易之規範⁴。

另一方面，由於 1980 年代一連串的金融弊案顯示證券市場之管理採自律規範模式成效不彰，英國乃於 1986 年展開證券市場自由化與國際化的大改革 (Big Bang)。首先，英國國會通過金融服務法 (Financial Services Act 1986)，該法主要核心之一在於設立證券投資管理委員會 (Securities and Investments Board, SIB)。以往英國證券市場並無一個專責的管理機構，在金融服務法的授權下，證券投資管理委員會擁有管理證券市場之權限⁵。同時，該法第七編 (Part VII) 亦明確規定內線交易之種類與法律責任⁶。其後，1989 年歐洲經濟共同體「內線交易指令」(Insider Dealing Directive)⁷ 的問世，促使英國政府決心採取更嚴厲的方式規範內線交易，因而在 1993 年刑事審判法 (Criminal Justice Act

1993, CJA) 將證券市場內線交易行為視為刑事犯罪加以禁止。刑事審判法第五編 (Part V) 禁止利用內線消息進行交易、勸誘他人進行證券交易或無故洩漏內線消息三類內線交易行為⁸。凡違反前述規定者，將受到刑事制裁⁹。

由於 1993 年刑事審判法主要依賴刑事制裁之手段來處理內線交易問題，而刑事程序之舉證責任要求相當嚴格，且必須證明行為人主觀之意圖。而內線交易行為常具有高度複雜性，使得相關犯罪偵辦十分困難，因而導致內線交易犯罪之調查與處置成效不佳之情形¹⁰。為解決此一問題，英國政府於 2000 年通過的「金融服務暨市場法」(Financial Services and Markets Act 2000, FSMA) 中正式授權金融服務局 (Financial Services Authority, FSA) 作為英國單一金融監理機關之

⁴ 事實上在 1970 年代，英國政府曾兩度欲立法禁止內線交易，但最後並未成功。See BARRY A. K. RIDER ET AL., MARKET ABUSE AND INSIDER DEALING 32 (2002).

⁵ 證券投資管理委員會 (SIB) 係依據 1986 年金融服務法 (Financial Services Act 1986) 第一一四條所設立。雖然證券投資管理委員會擁有管理證券市場之權限，但其並非政府機關，而是私法人團體，且其本身並不直接管理證券市場的參與者，直接監理的工作係交由數個證券商自律組織 (Self-regulating Organisations, SROs) 來負責。而證券投資管理委員會於一九九七年十月改名為金融服務局 (Financial Services Authority, FSA)。其後，依 2000 年所制定之金融服務暨市場法，正式授權金融服務局為英國金融監理的唯一主管機關。

⁶ Financial Services Act 1986, ss.173-178.

⁷ Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 Coordinating Regulations on Insider Dealing, 1989 O.J. (L 334) 30 (EEC). 事實上，內線交易指令之內容極為簡要，全部僅 15 條文。第 1 條定義內線消息 (inside information) 與可轉讓證券 (transferable securities)；第 2 條禁止原始內部人利用內線消息買賣有價證券；第 3 條禁止原始內部人洩漏內線消息或推薦或勸誘他人交易；第 4 條禁止次級內部人利用內線消息買賣有價證券；第 5 條規定禁止的範圍；第 6 條則規定各會員國可採取更嚴格之規定來禁止內線交易；第 7 條擴大其適用範圍；第 8 條至第 10 條規範有關會員國主管機關之職權、義務與合作；第 11 條則規定共同體有權與非會員國締結有關禁止內線交易之協定；第 12 條規定聯繫委員會之權限；第 13 條則要求各會員國應於其依指令所制定的內國法中訂定相關罰則；第 14 條規定施行的時程；第 15 條為通知規定。

⁸ CJA 1993, Part V, s.52.

⁹ *Id.* s.61.

¹⁰ 據統計在 1986 年至 1997 年間，只有 30 個案件遭起訴，其中亦僅有 13 個案件成功定罪。See MICHAEL BLAIR & GEORGE WALKER, FINANCIAL SERVICES LAW 208-09 (2006).

地位，並賦予其廣泛的權力。一旦發現包括內線交易在內的市場犯罪行為，金融服務局可採取調查程序、公開譴責、民事制裁、請求法院發布禁制令（injunction）或向法院發動刑事追訴程序等措施。透過具彈性的行政制裁設計，在原有的刑事制裁方式外，引進行政裁罰之手段，以避免先前法規範過度依賴刑事制裁所導致的缺失¹¹。此外，該法考量內線交易與市場操縱（market manipulation）行為具有一定程度的同質性，因而將兩者合併為「市場濫用」（market abuse）之概念加以規範。依金融服務暨市場法第一一八條之規定，所謂「市場濫用」包括利用未公開資訊從事買賣、虛偽或誤導市場參與者之行為以及扭曲市場之行為三種類型。雖然該條文中並未明確使用「內線交易」之文字，但一般認為內線交易行為應屬利用未公開資訊從事買賣之類型而為該條文所涵蓋。再者，同法第 119 條進一步授權金融服務局訂定「市場行為準則」（Code of Market Conduct），以提供市場參與者何種行為構成內線交易¹²。

為因應歐盟於 2003 年所頒布之「關於內線交易和市場操縱（市場濫用）指令」（Market Abuse Directive）¹³，英國政府於 2005 年針對金融服務暨市場法有關內線交易之規範加以修正，以符合該指令之規定。2005 年之修正將原本的 3 種市場濫用類型擴大為 7 種類型，包括內部人交易、不當揭露內線消息、

不當使用消息、操縱交易、詐欺行為、散佈不實資訊以及扭曲市場之行為等，其中前 3 種類型則被認為屬於內線交易¹⁴。同時，新法亦明確定義「內部人」（insiders）與「內線消息」（inside information）等概念¹⁵。而隨著金融服務暨市場法之修訂，金融服務局亦針對市場行為準則作出相關配套修正。

二、規範理論之演變

如前所述，英國早期對證券市場之規範主要仰賴自律規範模式，且對於立法禁止內線交易與否並不明確，從而早期英國對證券市場內線交易之規範是從關係論的角度思考。在著名的 *Percival v. Wright*¹⁶ 乙案中，英國法院認為公司董事僅對公司負有受託義務，對個別股東則無。因此，董事與股東進行交易前並無義務揭露公司消息。惟若董事於特定交易中明示或默示其為股東之代理人，則受託義務將因代理關係而生。此時，該董事不得為自己從買賣證券中獲利。因此，早期英國對內線交易之禁止著重在對公司負有受託義務之公司內部人。

隨著英國政府對立法規範內線交易之態度日益明確，內線交易之規範逐漸延伸至與公司有業務往來或合作關係之非傳統公司內部人員（如律師、會計師等）。由於此等人士與該公司間之特定關係，可能在其與公司互動時得知該公司重要未公開之消息，所以

¹¹ FSMA, ss. 123, 381, 383, 384 and 402.

¹² 有關「市場行為準則」（Code of Market Conduct）之內容，請參閱英國金融服務局網站 <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/MAR/1> (visited on May 2, 2010).

¹³ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), 2003 O.J. (L96) 16 (EC).

¹⁴ See Alistair Alcock, *Five Years of Market Abuse*, 28(6) Comp. Law. 163, 166-67 (2007).

¹⁵ FSMA, ss. 118B and 118C.

¹⁶ [1902] 2 CH. 421.



不得利用該消息進行交易。至此，關於內線交易之規範仍未跳脫關係論之框架。而 1993 年刑事審判法制定後，對內線交易之規範趨於嚴格。該法並不以受託義務之違反為前提，任何人只要擁有內線消息且知悉其為內線消息，即應受到內線交易禁止之規範。其規範方式逐漸從關係論走向市場論，跳脫以行為人之身分作為規範依據，而以行為人（無論是否為公司內部人）是否擁有內線消息作為規範依據。

2000 年金融服務暨市場法之制定，除促使英國對內線交易之規範更加完整外，亦進一步從保護整體市場之觀點來規範內線交易。例如該法第 2 條明確指出金融市場之規範目的係在維護市場信心（market confidence）、提升公眾認知（public awareness）、保護消費者（the protection of consumers）、減少金融犯罪（the reduction of financial crime），而金融服務局在執行職務時必須遵循前述規範目的¹⁷。換言之，內線交易行為之所以應受處罰，在於該行為損及投資人對市場之信心以及破壞市場公平性。在歐盟頒布「市場濫用指令」後，金融服務暨市場法為配合該指令之規定亦修訂相關條文。由於市場濫用指令係著眼於整體市場之保護，且金融服務暨市場法研議修正過程中，亦強調保護整體市場以及提昇市場參與者對市場之信心，作為規範內線交易之基礎。因此，現行英國對內線交易之規範已帶有濃厚的市場論色彩。

三、現行規範分析

基本上，目前英國對內線交易之規範是以 1993 年刑事審判法與 2000 年金融服務暨市場法為主。前者係採取刑事制裁的方式，期待藉由刑事責任嚴厲之效果以嚇阻內線交易行為的發生；而後者則主要以行政手段的方式來處理內線交易問題。

（一）刑事審判法之規定

一般而言，法律責任型態可分為刑事責任、行政責任以及民事責任。在內線交易的刑事責任方面，主要是規定於 1993 年刑事審判法。誠如前述，1993 年刑事審判法第五編將內線交易行為視為刑事犯罪加以禁止。該法第 52 條禁止擁有內線消息之人基於該消息對價格受到該消息影響之證券進行交易、基於內線消息勸誘他人進行證券交易或無故洩漏內線消息三類內線交易行為。凡違反者，依同法第 61 條之規定，在簡易判決（summary conviction）將處以 6 個月以下有期徒刑或科或併科不超過法定最高限額之罰鍰；在起訴判決（conviction on indictment）則處以 7 年以下有期徒刑或科或併科罰鍰¹⁸。

基本上，該法有關內線交易規定之適用範圍，依內線交易行為種類之不同而有所差異。在第一類內線交易行為，限於英國境內之受規範市場（regulated market）¹⁹，或雖在受規範市場外但透過專業中介機構（a professional intermediary）進行交易。刑事審判法之所以將內線交易之禁止限於受規範市場主

¹⁷ FSMA, s.2.

¹⁸ 在起訴判決（conviction on indictment）部分，為避免違法者於內線交易中獲利，條文中並未就罰鍰金額訂定上限，使法院能依個案對於罰鍰金額有較大的裁量權。See PAUL L. DAVIES, GOWER AND DAVIES' PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW 1126 (8th ed. 2008).

¹⁹ 依 1993 年刑事審判法第 60 條第 1 項之規定，所謂「受規範市場」是指依英國財政部（Treasury）所頒布之命令認定為受規範市場之任何市場。

要是為保護受規範市場的健全以及投資人的信心，而場外交易原則上並不受相關條文之規範。惟若透過專業中介機構或本身即為專業中介機構進行內線交易，則例外加以處罰。至於第二類與第三類內線交易行為，行為人從事內線交易時須於英國境內或受勸誘之人或消息受領人於受勸誘或受領內線消息時是在英國境內²⁰。此外，同法第五十五條明確指出，以本人或代理人身分取得或處分有價證券或直接或間接透過他人取得或處分有價證券之行為均受規範，且亦包括「同意」取得或處分有價證券以及訂定取得或處分有價證券之契約²¹。由此可知，刑事審判法亦考慮到實際交易之前置階段以及利用人頭戶交易之規範問題。

刑事審判法將內部人分為原始內部人（primary insiders）與次級內部人（secondary insiders）二類。前者係指有價證券發行人之董事、職員、股東或透過僱傭、職務或專業而取得內線消息之人；後者則是指直接或間接自原始內部人取得內線消息之人²²。值得注意者，該法要求唯有擁有內線消息之人（無論是原始內部人或次級內部人）知悉該消息係內線消息且其知悉該消息是來自公司內部（an inside source），始具備可歸責性²³。而若行為人係以代理人身分從事內線交易，亦應受處罰²⁴。另依同法第 56 條第 1 項之規定，所謂「內線消息」必須具備下列 4 要件：(1) 該消息與特定有價證券或與單一或數個特定

發行人有關；(2) 該消息是具體（specific）而明確（precise）；(3) 該消息尚未公開；且(4) 若該消息公開，將可能對有價證券之價格有重大影響²⁵。至於消息公開之認定，同法第 58 條復規定，凡依該規範市場之規則揭露消息、該消息已涵蓋於可供公開查閱之文件中、該消息容易被可能從事證券交易之人取得或該消息是從已公開的資料中衍生可推知者均可認定為已公開之消息，即使該消息僅能被勤勉或專業之人取得、僅對部分大眾（而非全體）揭露、必須付費取得或僅於英國境外流通亦可視為消息已公開²⁶。

針對刑事審判法所禁止的三類內線交易行為，刑事審判法第 53 條亦依內線交易種類之不同提供不同的免責抗辯事由。在第一類與第二類內線交易行為，若行為人能證明(a) 在當時並無期待藉由該交易或被勸誘之人從事交易導致獲利或避免損失的結果，而獲利的產生或損失的避免係歸結於該消息是與證券相關之價格敏感消息此一事實；(b) 在當時有合理的理由相信該消息已被廣為揭露；或(c) 即使未擁有該消息，其仍會進行該交易。就第三類內線交易行為，若行為人能證明在當時並未期待任何人會因其洩露消息而從事證券交易或雖在當時有此期待但其並無期待該交易將導致獲利或避免損失的結果，而獲利的產生或損失的避免係歸結於該消息是與證券相關之價格敏感消息此一事實²⁷。此外，禁止內線交易之規定亦不適用於任何人代表

²⁰ CJA 1993, ss.52(3) and 62.

²¹ *Id.* s.55.

²² *Id.* s.57(2).

²³ *Id.* s.57(1).

²⁴ *Id.* s.55(1).

²⁵ *Id.* s.56(1).

²⁶ *Id.* s.58.



公共機構依據貨幣政策或有關匯率、公債、外匯存底管理政策處理事務之情形（即公權力機構行為之豁免）²⁷。同時，若行為人為造市者（*market maker*）²⁹或其員工基於善意履行職務時，則其行為可不受刑事審判法之處罰。再者，刑事審判法亦提供市場消息（*market information*）之抗辯，內部人如能證明其所擁有的消息是一市場消息且就其當時的情形來說，其行為係屬合理，則其利用該消息從事交易或勸誘他人進行交易將不構成內線交易。而行為是否合理之判斷則應考量下列因素：消息之內容、其首次取得該消息當時之情形與所處之職位、現在所處之職位³⁰。其次，行為人若能證明其行為與正在考慮或協商的有價證券取得或處分有關，而其目的係為促成該有價證券取得或處分之完成，且該市場消息係直接源自其參與前述有價證券取得或處分，則亦可免於刑事審判法之處罰³¹。另外，行為人如能證明其行為符合「穩定價格規則」（*price stabilization rule*）之規定，亦可免於內線交易法律責任之追訴³²。

（二）金融服務暨市場法之規定

除前述 1993 年刑事審判法以刑事制裁方式規範內線交易行為外，2000 年金融服務暨市場法第 118 條第 2 項至第 4 項亦禁止內部

人利用與經准許交易之投資商品（*a qualifying investment*）或相關投資有關之內線消息從事交易或試圖從事交易（第 2 項）；內部人非基於適當行使僱傭、職業或義務之必要而將內線消息洩漏給他人（第 3 項）；行為係利用尚未為市場使用者所知悉的消息，而該消息若為市場經常使用者（*regular user*）所獲悉將（或可能）於其決定經准許交易的投資商品之交易條件時，被認為具有影響力；且市場經常使用者可能認為該等行為並不符合依其市場地位所應合理預期之行為標準（第 4 項）三類與內線交易相關之行為³³。同法第 118B 條進一步針對內部人加以定義。依該條之規定，所謂「內部人」（*insiders*）係指任何人基於下列原因而擁有內線消息者：(a)擔任該合格投資發行人之行政、經營或監督人員；(b)持有該合格投資發行人之股份或出資額；(c)因僱傭、職業或義務之履行而取得消息；(d)因其犯罪行為而取得消息；或(e)透過其他方法取得且明知或可得而知該消息為內線消息。其中前四種類型（即原始內部人）並無須知道其所擁有之消息為內線消息。相反地，第五種類型（即次級內部人）則要求消息受領人必須知道或可得而知該消息為內線消息，始受該法之規範³⁴。雖然金融服務

²⁷ *Id.* s.53.

²⁸ *Id.* s.63(1).

²⁹ 所謂「造市者」（*market maker*）就是金融機構在交易市場中對某種金融商品，利用自己的帳戶進行短線的買賣動作，以達到活絡該商品吸引投資人進行交易之目的。

³⁰ 依 1993 年刑事審判法附錄 1 第 4 條之規定，所謂「市場消息」（*market information*）係指涵蓋下列情況之消息：(1)特定有價證券已經或將被取得或處分，或相關取得或處分正在考慮或協商之消息；(2)特定有價證券已經或將不被取得或處分之消息；(3)已經或即將取得或處分之有價證券數量，或正考慮或協商取得或處分有價證券數量之消息；(4)取得或處分證券之價格或正考慮或協商有關取得或處分證券之價格；(5)參與或可能參與取得或處分有價證券者之身分。

³¹ CJA 1993, Sch. 1, paras. 1-3.

³² *Id.* Sch. 1, para. 5.

³³ FSMA, s.118(2)-(4).

暨市場法並未明確指出消息受領人是否僅限於直接受領人或亦包含間接受領人，但一般認為凡能夠證明間接受領人知悉或可得而知該消息係屬內線消息，則其亦應受規範³⁵。

基本上，金融服務暨市場法有關內線交易規範之適用範圍，限於指定市場（*prescribed market*）進行交易之合格投資商品（*qualifying investments*）或尚未於指定市場進行交易但已經核准進行交易之情形。同時，透過電子化方式在英國境內進行交易之情況亦受該條之規範³⁶。而金融服務局依同法第 119 條之授權所頒布的「市場行為準則」更進一步針對金融服務暨市場法第 118 條第 2 項至第 4 項之規定，加以說明。

就金融服務暨市場法第 118 條第 2 項所規定的內部人交易方面，市場行為準則指出下列行為將構成此類行為之違反：(1)基於內線消息而非交易消息（*trading information*）從事交易。(2)偷跑（*front running*）／先佔（*pre-positioning*），亦即得知他人將從事某交易，而於該交易之指令尚未執行前（獲悉該交易指令之進行被認定為內線消息），為個人利益從事交易而預先取得利益。(3)在收購之場合，收購人或潛在收購人利用與其所提出之要約（該要約對目標公司股價有重大影響）有關的內線消息進行合格投資。(4)在收購之場合，為收購人或潛在收購人從事活動者，為自身利益而利用與所提出之要約有關的內線消息進行合格投資或相關投資³⁷。惟市場行為準則亦指出，如有下列情形則屬

非基於內線消息：(1)在擁有相關內線消息前即作出交易或準備交易之決定；(2)若其從事交易係為履行法律上之義務且該義務是在擁有相關內線消息前即已存在；(3)若係法人組織，並無任何擁有內線消息之個人參與該交易之決定、直接或間接影響交易之決定、或和參與交易決定之人有任何接觸因而傳遞內線消息之情形³⁸。

就金融服務暨市場法第 118 條第 3 項所規定的不當揭露內線消息部分，市場行為準則進一步闡釋，在判斷是否係基於適當行使僱傭、職業或義務之必要而將內線消息洩漏給他人時，必須考慮下列因素：(1)是否市場規則或公開收購規則（*Takeover Code*）允許此等揭露；(2)是否揭露的同時亦要求消息受領人保密且(a)該行為係屬合理，並能使其在僱傭、職業或義務之履行方面有適當表現；(b)以專業顧問（*professional adviser*）為例，該揭露行為是合理為幫助或給予有關交易或公開收購之建議；(c)該行為係屬合理，而其目的是為幫助任何商業、財務或投資交易；(d)該行為係屬合理且遵守公開收購規則，而其目的係為獲得他人對公開收購要約之承諾或表達支持；或(e)為履行法律義務；(3)是否(a)所揭露的消息是交易消息；(b)揭露消息之唯一目的（並以達到該目的之範圍為限）係為自消息受領者取得投資商品或將投資商品處分予消息受領者；(c)揭露消息之行為能使其在僱傭、職業或義務履行上有適當表現³⁹。

至於金融服務暨市場法第 118 條第 4 項

³⁴ *Id.* s. 118B.

³⁵ See RIDER, *supra* note 4, at 66.

³⁶ FSMA, ss. 118(1) and 118A.

³⁷ MAR 1.3.2

³⁸ MAR 1.3.3

³⁹ MAR 1.4.5



不當使用消息之規定，係一補遺條款，只有當行為不構成同條第2項與第3項之類型時，方有本項之適用。其目的係為避免掛一漏萬，彌補前兩項規範所可能產生之漏洞⁴⁰。依市場行為準則之規定，下列行為將構成不當使用消息：(1)依據相關消息進行交易或安排交易，而該消息尚未為大眾所知悉之消息且市場經常使用者會合理預期該消息應對市場上的使用者揭露（但該行為必須不符合第118條第2項內部人交易之規定）。(2)董事將尚未為大眾所知悉且市場經常使用者會合理預期應對市場上的使用者揭露之相關消息洩漏給他人，且其洩露該消息並非基於僱傭或義務履行之必要（但該行為必須不符合第118條第3項不當揭露內線消息之規定）⁴¹。另外，金融服務局認為下列行為亦可能構成金融服務暨市場法第118條第4項的不當使用消息：(1)從事經准許交易之投資商品所依據之相關消息尚未為一般人所獲悉，且該消息並非內線消息；(2)利用尚未為一般人所獲悉且非內線消息之相關消息從事非經准許交易之投資或相關投資之行為；(3)利用尚未為一般人所獲悉且非內線消息之相關消息進行經准許交易之投資或相關投資以外之交易⁴²。值得注意者，為判斷是否構成本項之行為，該法提出一套經常使用者（regular user）之測試標準。所謂「經常使用者」係指一假設性、理性經常於該市場從事交易活動之人。

透過此一測試標準檢視當消息非為大眾所獲悉，以市場經常使用者之角度，該消息是否會影響其對於相關投資商品交易條件之決定⁴³。換言之，唯有行為人之行為低於市場經常使用者所合理預期之行為標準，始構成金融服務暨市場法第118條第4項之違反。

至於何謂內線消息，金融服務暨市場法第118C條將內線消息分為(1)與合格投資或非衍生性商品之相關投資有關之性質明確的消息；(2)與合格投資或衍生性商品相關投資有關之性質明確的消息；(3)與執行任何合格投資或相關投資之交易人員有關之性質明確的消息三種類型⁴⁴。第一種類型之內線消息必須是(a)該消息尚未被普遍獲悉；(b)直接或間接與單一或多數合格投資之發行人或單一或多數合格投資相關；且(c)若消息公開將會對該合格投資或相關投資之價格產生重大影響⁴⁵。而第二種類型之內線消息必須具備(a)該消息尚未被普遍獲悉；(b)直接或間接與單一或多數衍生性商品相關；且(c)該衍生性商品之市場使用者依市場慣例期待其可獲悉者⁴⁶。至於第三種類型之內線消息則是客戶所傳遞或即將指示與任何合格投資或相關投資有關的交易指令，並符合(a)消息性質明確；(b)該消息尚未被普遍獲悉；(c)直接或間接與單一或多數合格投資之發行人或單一或多數合格投資相關；且(d)該消息若公開會對合格投資或與之相關的投資商品在價格上產

⁴⁰ See MICHAEL BLAIR ET AL., BLACKSTONE'S GUIDE TO THE FINANCIAL SERVICES AND MARKETS ACT 2000, 124 (2nd ed. 2009).

⁴¹ MAR 1.5.2

⁴² MAR 1.5.3

⁴³ MAR 1.2.20 and MAR 1.2.21.

⁴⁴ FSMA, s.118C.

⁴⁵ *Id.* s.118C(2).

⁴⁶ *Id.* s.118C(3).

生重大影響⁴⁷。而所謂消息具有明確性（*information is precise*）係指(a)該消息所涉及之情況已存在或可能合理預期將會存在，或已發生或可能合理預期將會發生之事件，且(b)該消息已具體到足以推斷該情況之可能影響或該事件在合格投資或相關投資價格方面的可能結果⁴⁸。

觀諸金融服務暨市場法第 118C 條之內容，可以發現金融服務暨市場法將內線消息分成三種不同類型，再針對各種不同類型之特徵為不同的描述。其中第一種類型之內線消息與傳統之內線消息類似，均要求具有未公開、相關性、重大性以及明確性等特徵，排除純粹的臆測或謠言。而第二種類型之內線消息係就衍生性商品之特性以及不同市場所存在的不同市場慣例，要求此類內線消息是「該衍生性商品之市場使用者依市場慣例期待其可獲悉者。」第三種類型之內線消息則是針對負責執行交易之人員，由於負責替客戶執行交易指令之人因處理交易指令得以獲悉特定有價證券將被大量取得或處分之消息，而有價證券之取得或處分本身可能即為一重大的內線消息。如負責執行交易指令之

人利用此一機會為自身利益私下對該證券進行買賣，則此一行為即應被認定為內線交易，故此類內線消息適用於負責執行交易之場合⁴⁹。

(三)責任型態與免責抗辯

金融服務暨市場法在規範內線交易方面與之前其他法律不同之處在於其採取一套行政制裁為主的規範體系。同時，考量內線交易行為人主觀意圖證明之困難，金融服務暨市場法乃致力於客觀化之認定，並不要求行為人在主觀上必須具有從事內線交易之意圖⁵⁰。原則上只要行為人客觀上有內線交易行為出現（不論其有無不法意圖或故意過失等主觀要素），則應就該行為負責。金融服務暨市場法提供金融服務局在對內線交易等市場濫用行為進行處罰時，所應遵守之程序。依該法第 168 條之規定，若金融服務局發現市場上可能有內線交易時，得進行相關的調查⁵¹。當金融服務局完成調查而欲對行為人進行處罰，應先向其發出警告通知（*a warning notice*），記載可能的處罰內容⁵²。而金融服務局可採取的處分措施包括課處裁罰金⁵³、公開譴責、自行或請求法院發布恢復原狀之

⁴⁷ *Id.* s.118C(4).

⁴⁸ *Id.* s.118C(5).

⁴⁹ 惟若其僅依客戶指示忠實執行交易指令，則其行為本身無可歸責性，從而應構成免責抗辯。依市場行為準則之規定，在認定是否忠實執行客戶之交易指示，應考慮下列因素：(1)是否遵守相關規範要求；(2)是否答應客戶以特殊方式進行交易或安排交易；(3)該行為是否係為促進或確保交易指令之有效執行；(4)其行為依市場行為標準以及風險比例判斷係屬合理；(5)該交易是否對價格並無影響或已適當地向交易客戶揭露。MAR 1.3.15

⁵⁰ MAR 1.2.3. See also Andrew Henderson, *First Light: The Financial Services Authority's Enforcement of the Market Abuse Regime*, 20(10) J.I.B.L.R. 494, 496 (2005).

⁵¹ FSMA, s.168.

⁵² *Id.* s.126.

⁵³ 課處裁罰金是金融服務局對內線交易案件較常採取之處分措施，藉由課處裁罰金之方式使行為人為其所從事之不當行為負責。雖然金融服務暨市場法對金融服務局所課處之裁罰金並未設定金額上限，但依該法第 124 條第 2 項規定金融服務局在決定裁罰金額時，應考慮(1)該行為是否對市場有不良影響及



命令 (restitution orders)⁵⁴、請求法院發布禁制令 (injunction)⁵⁵ 等措施。此際，行為人得依金融服務暨市場法第 123 條第 2 項所規定之抗辯事由提出抗辯。若行為人所主張之抗辯無法說服金融服務局，則金融服務局會向其發出決定通知 (a decision notice)。行為人如不服金融服務局之處分，可於收到決定通知後 28 日內訴請金融服務暨市場法庭 (Financial Services and Markets Tribunal)⁵⁶ 進行審查。若金融服務暨市場法庭認為金融服務局所作出的處罰決定逾越金融服務暨市場法所賦予之權限或不適當時，可要求其停止執行處罰決定中的措施。如當事人對金融服務暨市場法庭所做出之決定仍有不服，則可向上訴法院提起上訴⁵⁷。

值得注意者，金融服務暨市場法中雖規定相關的裁罰金、禁制令及恢復原狀之命令等行政制裁措施，但其給付對象均為金融服務局。而金融服務局得依法院之指示交付或分配給受害投資人⁵⁸。另為避免因同時處以行為人行政裁罰金與刑事罰金，可能會使其陷入雙重危險，所以金融服務局原則上對已

受刑事起訴或有終局判決之內線交易行為人，不再對其就同一行為為行政裁罰，而若金融服務局先前已對行為人作出行政裁罰，就不再以相同的控訴為基礎起訴行為人⁵⁹。

至於民事責任方面，英國對於內線交易之民事責任持較保守的態度。欲追究內線交易民事責任往往只能在普通法 (common law) 的架構下，利用傳統的普通法相關原則對違反內線交易者提起民事訴訟，方能實現。由於英國普通法認為公司董事對公司負有受託義務，其不得利用影響證券價格之未公開消息謀取私利，如其違反則公司得向該董事追討其非法獲利。因此，內線交易之民事責任主要係透過主張行為人違反受託義務或違反保密義務的方式為之⁶⁰。再者，英國法中提起內線交易民事訴訟之主體僅限於公司。此係由於英國法認為在非面對面的集中交易市場，由於每日參與交易者為數眾多且買賣雙方通常並無直接接觸，個別受害人欲對違法者提起民事訴訟很難確定內線交易相對人與證明因果關係等問題。因此，英國法有關內線交易之規範偏重行政監督與刑事責任，

其影響程度；(2)該行為是否出於故意或重大過失；(3)行為人是否為自然人且裁罰金額對其是否負擔過重。

⁵⁴ 恢復原狀命令係要求行為人歸還因內線交易所受之利益。依金融服務暨市場法第 383 條與第 384 條之規定，金融服務局針對內線交易案件得向法院聲請恢復原狀之命令（在英格蘭向高等法院 (High Court) 為之，在蘇格蘭則向最高法院 (Court of Session) 為之）。惟若是經金融服務局核准從事金融業務之「核准者」 (authorized persons)，則金融服務局有權直接發布恢復原狀之命令。

⁵⁵ 依金融服務暨市場法第 381 條之規定，法院得針對內線交易行為所發布之禁制令包括責令停止違法行為、責令採取補救措施以及限制資產處分三種。

⁵⁶ 金融服務暨市場法第 132 條復要求設立金融服務暨市場法庭 (Financial Services and Markets Tribunal)，處理對金融服務局依金融服務暨市場法所作處分之異議申訴。

⁵⁷ FSMA, s.137.

⁵⁸ *Id.* s.129.

⁵⁹ 惟此並非代表金融服務局不可同時為其他管制措施，其仍得對內線交易行為人為恢復原狀之命令、撤回先前之許可，或向法院申請禁制令。See also BLAIR, *supra* note 40, at 131.

⁶⁰ See DAVIES, *supra* note 18, at 1088-90; Harry McVea, *Fashioning a System of Civil Penalties for Insider Dealing: Sections 61 and 62 of the Financial Services Act 1986*, 1996 J.B.L. 344, 345 (1996).

而民事賠償責任則相對較為忽視。

在內線交易之豁免條款方面，金融服務暨市場法第 118A 條亦提供相關免責抗辯。該條第 5 項指出遵守相關法令之行為、符合股份買回計畫（buy-back programmes）與安定操作（stabilisation）規定之行為，以及任何人代表公權力機構依據貨幣政策或有關匯率、公債、外匯存底管理政策處理事務之情形均不構成市場濫用⁶¹。另由於金融機構跨業經營之情形日益普遍，若金融機構內部存在有效的中國牆（Chinese wall）機制或類似的資訊隔離措施將內線消息阻隔於行為人之外，使其無法取得內線消息，則該行為人之交易決定將不會被認定為利用內線消息，從而其行為即不會構成內線交易，故資訊隔離措施之存在亦可作為免責抗辯⁶²。

此外，有鑒於在公開收購或合併之情況下，欲從事公開收購或合併之人通常會知悉公開收購或合併之相關消息，若一概強制其公開相關消息否則不得對目標公司有價證券進行交易，將可能導致公開收購或合併活動無法順利進行。因此，若是為取得目標公司之控制權或合併該公司所為之行為雖係基於有關目標公司之內線消息，該行為本身並不構成內線交易⁶³。另一方面，為避免欲從事公開收購或合併之人私下基於自身利益進行目標公司有價證券之買賣，市場行為準則進

一步表示該等人士所從事之交易行為應以取得目標公司控制權或促進合併之進行作為唯一目的，否則該行為仍將被認定為內線交易⁶⁴。

參、美國對證券市場內線交易之規範

一、由反詐欺概念出發的規範模式

美國對於證券市場的規範係以 1933 年證券法（Securities Act of 1933）以及 1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）為主。前者主要規範發行市場（primary market），而後者則以規範流通市場（secondary market）為主⁶⁵。其中對證券市場內線交易之規範主要以 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項及聯邦證管會（Securities and Exchange Commission, SEC）依上開規定所發布的 Rule 10b-5 為基本的規範架構⁶⁶。

1934 年證券交易法第 10 條第 b 項明文禁止任何人直接或間接利用州際通商之方法或工具，或以郵件，或以任何全國性證券交易所之設備，違反聯邦證管會為維護公眾利益或投資人權益認為必要所制定之規則與規定，而對在全國性證券交易所登記或未登記之證券或以證券為基礎的交換協議之買賣，使用操縱或詐欺之手法⁶⁷。依據本條的授權，聯邦證管會於 1942 年頒布 Rule 10b-5。Rule

⁶¹ FSMA, s.118A(5). 相關法令主要包括金融服務局所頒布之相關規則（如市場行為準則）、併購相關法規、資訊揭露規則與資訊隔離措施相關規範等。

⁶² MAR 1.3.5.

⁶³ MAR 1.3.17.

⁶⁴ MAR 1.3.19

⁶⁵ See THOMAS L. HAZEN, THE LAW OF SECURITIES REGULATION 19-21 (6th ed. 2009).

⁶⁶ See *id.* at 642. See also Neil V. Shah, *Section 20A and the Struggle for Coherence, Meaning, and Fundamental Fairness in the Express Right of Action for Contemporaneous Insider Trading Liability*, 61 Rutgers L. Rev. 791, 793-94 (2009).

⁶⁷ 15 U.S.C. §78j(b)



10b-5 禁止任何人直接或間接利用州際通商之方法或工具，或以郵件，或以任何全國性證券交易所之設備。為下列三種行為：(1)使用任何方法、計畫或計謀從事詐欺；(2)對重要的事實作不實的陳述，或隱匿重要事實，以致在當時實際情形下，產生引人誤導之效果；(3)從事任何行為、業務或商務活動而對任何人在買賣證券過程中造成詐欺或欺騙之情事⁶⁸。雖然 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項與 Rule 10b-5 均為禁止詐欺行為之規定，條文內容並未提及內線交易。惟如同本文之後所將探討的，美國實務的發展卻以此二條文作為禁止內線交易之法源。而由於美國法對證券市場內線交易之規範係以反詐欺概念出發，所以其內線交易理論雖迭有發展，但始終脫離不了反詐欺的概念⁶⁹。

雖然目前美國對內線交易之規範係以 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項與 Rule 10b-5 為主，但由於美國實務上常有企業向特定人（如證券分析師、機構投資人等）揭露一般投資人所無從得知的重大未公開資訊（如獲利預警等）之情形。企業選擇性揭露資訊之行為雖可能未違反內線交易相關規定，惟此一作法可能會造成一般投資人處於資訊上的劣勢，並進而對證券市場的公平性喪失信心。而倘若從內線交易的行為過程加以觀察，持有重大未公開消息之人選擇性向特定人揭露該資訊，常是內線交易行為之前階段行為。為改善此種企業選擇性揭露資訊之現象，聯

邦證管會於 2000 年 8 月公布「公平揭露規則」（Regulation Fair Disclosure），明定當公開發行公司或其代理人向特定人揭露重大未公開消息時，應向一般投資大眾公開該消息⁷⁰。至於對一般大眾公開的時點，則需視其選擇性揭露是否係出於故意而定。若選擇性揭露係出於故意，則在揭露時應同時向聯邦證管會申報或以其他適當方式公告周知。若選擇性揭露非出於故意，則發行公司應立即向投資人揭露，且至遲不得晚於選擇性揭露後 24 小時或紐約證交所（NYSE）次日開盤⁷¹。公司一旦違反公平揭露規則之要求，聯邦證管會便可對其提起行政及民事訴訟，但單純違反該公平揭露規則並不會使得發行公司負 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項與 Rule 10b-5 之責任⁷²。而為緩和執行的障礙，公平揭露規則亦設有除外規定，包括對發行公司負有信賴或保密義務者、明確承諾將遵守保密義務之人、信用評等機構等均不適用⁷³。

另外，1934 年證券交易法第 10 條第 b 項與 Rule 10b-5 雖已行之有年，但在適用上仍有不少未盡明確之處，因此聯邦證管會在頒布公平揭露規則的同時，亦附帶發布 Rule 10b5-1 與 Rule 10b5-2，作為對 Rule 10b-5 之補充。依 Rule 10b5-1 之規定，買賣證券之人如於買賣時知悉（aware of）內線消息者，即構成以重大未公開資訊為基礎（on the basis of）進行內線交易。由於聯邦證管會採取「知悉」而非「利用」（use）內線消息的較嚴格

⁶⁸ 17 C.F.R. §240.10b-5.

⁶⁹ 曾宛如，建構我國內線交易之規範：從禁止內線交易所欲保護之法益切入，臺大法學論叢，第 38 卷第 1 期，2009 年 3 月，頁 256。

⁷⁰ 17 C.F.R. § 243.101.

⁷¹ 17 C.F.R. § 243.100.

⁷² 17 C.F.R. § 243.102.

⁷³ 17 C.F.R. § 243.100(b)(2).

標準，所以亦於 Rule 10b5-1 中設置積極性抗辯（affirmative defenses），讓交易人可以提出抗辯免責。就積極性抗辯而言，自然人於知悉重大未公開消息前，必須符合：（一）已締結該買賣有價證券契約、指示他人或透過交易計畫；（二）該契約、指示或計畫中之交易數量、價格、日期必須特定，應附有計算數量、價格、日期之書面公式、演算法則或電腦程式且行為人不得對該契約、指示或計畫有後續影響；（三）交易之發生與履行均須依據該契約、指示或計畫之內容進行。至於法人如欲主張積極性抗辯，則需符合以下規定方能豁免：（一）為法人進行投資決策之個人，不知該重大未公開資訊；（二）法人已考量其營業本質，採取合理的方式及程序，確保為其進行投資決策之人，不致違反禁止依據重大未公開資訊進行交易之規定⁷⁴。

Rule 10b5-2 之目的則是提供法院判斷信賴或保密義務存在與否的依據。其列舉三種信賴或保密義務存在之情形，包括：（一）任何人同意將所獲悉之資訊予以保密者；（二）重大未公開資訊之提供者與消息受領者間存有保密之經歷、模式或慣例，使消息受領者明知或可得而知消息提供者期待其保守秘密；（三）自配偶、父母、子女或兄弟姊妹處獲悉重大未公開資訊⁷⁵。Rule 10b5-2 係一非排他性的規定，信賴或保密義務之發生並不以本規則所列舉之情形為限。

二、規範理論之演進

基本上，美國內線交易理論之發展，主要仰賴一系列的法院判決。早期在 1961 年的 *In Re Cady Robert & Co.*⁷⁶ 乙案，聯邦證管會揭示所謂「公開消息否則戒絕交易」法則（disclose or abstain rule），亦即取得公司重大未公開消息者只有兩個選擇：一是公開該消息後，始得從事證券交易；另一是不公開該消息，但須放棄證券交易。在本案中，聯邦證管會認為公司董事、經理人及控制股東等內部人，如在未公開重要消息前即先行買賣公司股票，便違反 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項與 Rule 10b-5 的反詐欺條款。而負有「公開消息否則戒絕交易」義務者，不限於公司內部人，只要符合下列 2 要件即有適用：一、因特定關係知悉重大未公開消息，而該消息只能為公司目的使用，不能用以謀取私利；二、知悉重大消息之一方，與不知重大消息者進行買賣，形成不公平交易⁷⁷。聯邦證管會的此一主張，在 7 年後之 *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*⁷⁸ 乙案中獲得聯邦第二巡迴法院的支持。法院進一步指出 Rule 10b-5 要求任何人直接或間接接觸公司重大未公開消息者，必須遵守「公開消息否則戒絕交易」法則，使市場所有投資人均有獲取該資訊的機會⁷⁹。此即學說上所稱的「資訊平等理論」（The Equal Access Theory）。而依據資訊平等理論，任何人（無論是否為公司內部人）只要獲悉重大未公開消息而從事證券買賣，即有可能成為內線交易規範的對象。此一理論係著眼於促進資訊流通及保護投資人公平

⁷⁴ 17 C.F.R. § 240.10b5-1

⁷⁵ 17 C.F.R. § 240.10b5-2

⁷⁶ 40 S.E.C. 907 (SEC 1961).

⁷⁷ *Id.* at 912.

⁷⁸ 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968)

⁷⁹ *Id.* at 848.



之投資環境，強調證券市場所有投資人均應有平等取得重要資訊之權利，表現出「市場論」的色彩。

由於資訊平等理論之適用可能造成受規範之對象涵蓋範圍過大的情形，如此恐會阻礙市場的正常運作，所以聯邦最高法院於1980年的 *Chiarella v. United States*⁸⁰ 乙案對內線交易禁止的範圍做相當程度的限縮。在本案中，聯邦最高法院認為適用「公開消息否則戒絕交易」法則之前提，必須是行為人對於交易對象負有受託義務或是基於其他類似信賴關係所生之義務。只有在受託義務或類似信賴關係所生之義務存在下，行為人才有揭露消息之義務，而違反義務買賣證券，始構成內線交易。同時，依聯邦最高法院之見解，此種義務僅存在於公司董事、經理人及控制股東等內部人，而其他人士則無⁸¹。換言之，聯邦最高法院顯然並不採取資訊平等理論，而係自關係論的角度以重大內線消息之取得人對交易對象是否負有受託義務，作為判斷是否須負擔「公開消息否則戒絕交易」義務之依據，從而大幅限縮內部人之範圍。

其後，在1983年的 *Dirks v. SEC*⁸² 乙案，聯邦最高法院除重申 *Chiarella* 乙案之見解外，並針對消息受領人（tippee）之責任予以闡釋。由於聯邦最高法院在 *Chiarella* 乙案已不採資訊平等理論，而在典型的消息傳遞案

例中，消息受領人雖自內部人獲悉資訊，但其並未對公司股東負有受託義務，故難課消息受領人內線交易責任。對此，聯邦最高法院在本案中認為消息受領人在一定條件下必須負「公開消息否則戒絕交易」義務，由於消息受領人之責任是自消息傳遞者（tipper）傳遞而來，當提供消息之人因洩露消息給消息受領人而違反其受託義務，且消息受領人知悉或有理由知悉其違反該義務時，消息受領人即被認為對公司股東負有義務而不能利用該消息從事證券交易。而消息傳遞者是否違反受託義務之判斷標準，則以其是否因洩露消息而直接或間接獲取個人利益（personal benefit）。若無獲取個人利益，則消息傳遞者將不會違反其義務，而消息受領人亦不會有衍生的義務違反⁸³。至於所謂個人利益，並不以金錢為限，非金錢上的利益如名譽或以秘密消息充作禮物給予親友，藉以提升友誼關係等亦屬於個人利益之範疇⁸⁴。此外，聯邦最高法院在本案判決書註14中特別指出在特定情況下，承銷商、會計師、律師及顧問等專業人士因工作關係獲悉重大未公開消息時，因其與委託公司間的特定關係而成為臨時內部人或準內部人，而其雖有別於傳統公司內部人，但本身仍屬內部人而非消息受領人⁸⁵。

雖然聯邦最高法院透過行為人對交易對

⁸⁰ 445 U.S. 222 (1980). 在本案中，*Chiarella* 受僱於從事印刷業的 *Pandick Press* 公司，擔任排字及版面工作，該公司受委託製作有關公開收購案應揭露之文件，該等文件雖將目標公司以代號或空白表示，但 *Chiarella* 卻猜出目標公司之名稱，並買進該公司股票，獲利約3萬美元。紐約地方法院判決其違反 Rule 10b-5。被告不服，上訴第二巡迴法院，該院再次採取 *Texas Gulf Sulphur Co.* 乙案所建立的「資訊平等理論」，將之定罪，案經上訴至聯邦最高法院。

⁸¹ *Id.* at 228 & 231-32.

⁸² 463 U.S. 646 (1983).

⁸³ *Id.* at 661-62.

⁸⁴ *Id.* at 663-64.

⁸⁵ *Id.* at 655 n. 14.

象負有受託義務或基於其他類似信賴關係所生之義務來限縮 Rule 10b-5 的適用範圍，但對於非傳統內部人以及其他途徑取得內線消息進行證券交易之行為可能無法涵蓋，故聯邦證管會於 1980 年針對公開收購（tender offer）相關的內線交易案件，依 1934 年證券交易法第 14 條第 e 項之授權頒布 Rule 14e-3⁸⁶，使公開收購相關的內線交易案件可以不必考慮行為人與交易對象是否負有受託義務或是基於其他類似信賴關係所生之義務，突破傳統關係論的束縛。另一方面，美國實務上亦發展出所謂的「私取理論」（Misappropriation Theory），將受內線交易規範之對象加以擴大⁸⁷。

在 1997 年的 *United States v. O'Hagan*⁸⁸ 乙案，聯邦最高法院明確採取私取理論，並確認 Rule 14e-3 的合法性。聯邦最高法院指出傳統的內線交易理論認為公司內部人因對其股東存在信賴關係，如利用未公開重大消息對其公司證券進行交易，將違反 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項與 Rule 10b-5。而此公司內部人不僅包含公司董事、經理人及其他固定職員，尚包括公司律師、會計師、顧問與其他公司臨時受雇人⁸⁹。私取理論則係指行為人為證券交易之目的私自盜用機密消息，

而違反對其消息來源忠實信賴之義務⁹⁰。聯邦最高法院進一步表示，以公司內部人為適用對象的傳統理論與擴及於公司外部人的私取理論係互補，皆在處理利用未公開消息買賣證券圖謀私利之問題。傳統理論係處理公司內部人違反對交易股東之義務；私取理論則是處理公司外部人利用未公開消息從事證券交易，違反對消息來源之義務而非對交易相對人義務之行為，從而私取理論係為維護證券市場之健全，防止有機會取得影響公司股價之機密消息，但對於該公司股東卻不負受託義務或其他義務的公司外部人不當使用該消息之情形⁹¹。

自 *O'Hagan* 乙案後，美國實務界對內線交易之規範存在兩個主要理論。一為傳統的信賴關係理論，即買賣證券之人對其交易對象負有受託義務或基於其他類似信賴關係所生義務者，應遵守「公開消息否則戒絕交易」法則。其範圍包括公司內部人（如董事、經理人、控制股東及因擔任公司職務獲悉消息之人）、受公司委任因其信賴關係而取得重大未公開消息之臨時內部人（如律師、會計師、投資顧問等）以及符合一定條件的消息受領人。另一為私取理論，即買賣證券之人對其交易對象雖不負受託義務或基於其他類

⁸⁶ 17 C.F.R. §240.14e-3. Rule 14e-3(a)規定任何人已採取重要步驟以進行公開收購或已正式展開公開收購時，其他人取得與該公開收購相關之重要消息，且明知或可得而知此一消息尚未公開，並且明知或可得而知該消息來自：(1)公開收購人；(2)目標公司；(3)公開收購人、目標公司之重要職員、董事、合夥人或代表公開收購人或目標公司進行公開收購事宜之職員，除非在一段合理期間之前該消息及其來源已經公開，否則該人不得買進或賣出該公司股份。

⁸⁷ 事實上，私取理論的提出最早是在 *Chiarella* 乙案中，首席大法官 Burger 所表示之不同意見，其認為任何人私自取用未公開之重要消息，應負有與內部人相同之義務，亦即必須公開此等私取（misappropriated）之消息，否則即不應利用此一消息從事證券交易。

⁸⁸ 521 U.S. 642 (1997).

⁸⁹ *Id.* at 661-62.

⁹⁰ *Id.* at 662.

⁹¹ *Id.* at 662-63.



似信賴關係所生義務，但如違背對其消息來源之義務，而私自取用重大未公開消息買賣證券者，亦構成內線交易。另外，關於企業併購所生的內線交易案件，Rule 14e-3 則採取偏向市場論的規範模式，不限制行為人資格只要其自相關人士得知關於公開收購之內線消息，便禁止其利用該消息進行交易。

觀諸美國內線交易規範理論之發展，可以發現早年美國實務界從市場論的觀點採取資訊平等理論。而有感於資訊平等理論存在受規範之對象涵蓋範圍過大，可能有礙證券市場發展之情形，故後來美國法院將規範對象限縮於對其交易對象負有受託義務或基於其他類似信賴關係所生義務者，表現出關係論的特色。晚近又基於健全證券市場發展之考量，兼採私取理論，將內線交易規範之適用對象擴及對消息來源負有義務之人，而不僅限於對公司或股東負有受託義務或基於其他類似信賴關係所生義務者。因此，目前美國內線交易規範理論雖以關係論為基礎，但亦隱含市場論之色彩。而有關企業併購所生的內線交易則從市場論的觀點加以規範。

三、內線交易責任型態

早期 1934 年證券交易法對違反內線交易規定者之處罰甚輕，為阻嚇證券市場內線交易行為，美國國會通過「1984 年內線交易制裁法」（Insider Trading Sanction Act of 1984），授權聯邦證管會得向法院訴請對從事內線交易者科以其所得利益或避免損失三

倍以下的行政罰鍰（或稱「民事制裁金」（civil penalty））⁹²。其後，在 1988 年美國國會又制定「內線交易與證券詐欺執行法」（Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988），將最高刑責自 5 年有期徒刑提高至 10 年，並對於自然人可處罰金 10 萬至 100 萬美元，對於法人可處 20 萬至 250 萬美元罰金。而為鼓勵舉發犯罪，1988 年內線交易與證券詐欺執行法亦授權聯邦證管會或司法部（Department of Justice）在行政罰鍰 10 % 的限額內，發給檢舉人獎金⁹³。而 2002 年沙賓法案（Sarbanes-Oxley Act of 2002）制定後，更大幅提高刑度與罰金。目前依 1934 年證券交易法第 32 條第 a 項之規定，對於違反內線交易之行為人得處 20 年以下有期徒刑，得併科 500 萬美元以下罰金。如行為人為法人則可科以 2,500 萬美元以下之罰金⁹⁴。同時，沙賓法案亦於 1934 年證券交易法第 21A 條中，亦增列行政罰鍰應作為賠償投資人損害之公平基金，由聯邦證管會負責執行該基金賠償受害投資人之相關事宜⁹⁵。

在民事責任部分，早期 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項與 Rule 10b-5 並未明確規定原告可提起民事訴訟請求損害賠償，但後來透過法官造法的方式賦予受害人訴訟請求權（即默示的民事責任（implied civil liability））。後來，1988 年內線交易與證券詐欺執行法於 1934 年證券交易法中增訂第 20A 條，明定內線交易之民事責任⁹⁶。依 1934 年

⁹² See HAZEN, *supra* note 65, at 507.

⁹³ 1988 年內線交易與證券詐欺執行法規定，聯邦證管會或司法部得在被告所科行政罰鍰金額 10 % 的範圍內，頒給舉發人獎金。聯邦證管會或司法部對金額及頒給對象有充分裁量權，不受司法審查。但聯邦證管會、司法部、證交所及其他負有查核內線交易工作之機構之員工，則不得領取該獎金。

⁹⁴ 15 U.S.C. § 78ff

⁹⁵ 15 U.S.C. § 78u-1.

證券交易法第 20A 條之規定，與行為人同時期為交易之投資人（contemporaneous trader），可請求損害賠償，賠償金額為行為人實際獲利或避免損害數額，扣除聯邦證管會所處行為人必須吐還之金額。此外，該條亦規定以被告所得利益或所避免之損失為賠償上限，且不能超過原告實際損失之金額。同條第 d 項亦明訂該條不排除投資人或其他受害人依其他法律請求賠償之權利⁹⁷。

肆、對我國內線交易法制之檢討與建議

一、我國現行制度

目前我國有關證券市場內線交易之規範是以證交法第 157 條之 1 為主。證交法第 157 條之 1 規定：「下列各款之人，實際知悉（原條文文字為『獲悉』）發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息明確後（『明確後』為新增文字），未公開前或公開後十八小時內（原為十二小時內），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，自行或以他人名義買入或賣出：一、該公司之董事、監察人、經理人及依公司法第二十七條第一項規定受指定代表行使職務之自然人。二、持有該公司之股份超過百分之十之股東。三、基於職業或控制關係獲悉消息之人。四、喪失前三款身分後，未滿六個月者。五、從前四款所列之人獲悉消息之人（第一項）。前項各款所定之人，實際知悉發行股票公司有重大影響其支付本息能力之消息時，在該消息明確後，未公開前或公開後十八小時內，

不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之非股權性質之公司債，自行或以他人名義賣出（第二項）。違反第一項或前項規定者，對於當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將賠償額提高至三倍；其情節輕微者，法院得減輕賠償金額（第三項）。第一項第五款之人，對於前項損害賠償，應與第一項第一款至第四款提供消息之人，負連帶賠償責任。但第一項第一款至第四款提供消息之人有正當理由相信消息已公開者，不負賠償責任（第四項）。第一項所稱有重大影響其股票價格之消息，指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，其具體內容對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息；其範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之（第五項）。第二項所定有重大影響其支付本息能力之消息，其範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之（第六項）。第二十二條之二第三項規定，於第一項第一款、第二款，準用之；其於身分喪失後未滿六個月者，亦同。第二十條第四項規定，於第三項從事相反買賣之人準用之（第七項）。」

觀諸證交法第 157 條之 1 的內容，有關禁止內線交易之規定僅適用於上市、上櫃證券（包括興櫃），並不及於未上市上櫃證券及發行市場之交易⁹⁸。而違反禁止內線交易規定者，將產生民事責任與刑事責任之法律

⁹⁶ See HAZEN, *supra* note 65, at 495; Shah, *supra* note 66, at 803-04.

⁹⁷ 15 U.S.C. § 78t-1.

⁹⁸ 賴英照，同前註 2，頁 478。



效果。內線交易之民事責任部分，規定在證交法第 157 條之 1 第 3 項與第 4 項。依證交法第 157 條之 1 第 3 項之規定，請求權人為當日善意從事相反買賣之人。而賠償義務人則為同條第 1 項第 1 款至第 5 款之人。值得注意的是，提供內線消息之人（消息傳遞者）若未為買賣證券之行為，原則上雖未違反內線交易規定，但證交法第 157 條之 1 第 4 項特別規定，消息受領人應與同條第 1 項第 1 款至第 4 款提供消息之人，負連帶賠償責任。除非此等提供消息之人有正當理由相信該消息已公開者，始得不負賠償責任。一般而言，依一般侵權行為法則，原告須證明其所受之損害與被告行為間具有因果關係，惟由於現行證券市場之交易模式係由電腦撮合，而非面對面交易，所以通說見解認為所有於行為人為內線交易當日善意從事相反買賣之人，均得請求賠償，無需額外要求請求權人證明其損失之存在及該損失與行為人之行為間具有因果關係⁹⁹。而在民事損害賠償金額之計算方面，考量證券交易錯綜複雜，且證券市場上影響股價的因素頗多，故證交法第 157 條之 1 第 3 項乃採法律擬制之方法計算賠償金額，規定內線交易行為人「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。」同時，為鼓勵投資人勇於訴追，協助打擊內線交易，內線交易情節重大者，原告得請求 3 倍之賠償。而情節輕微者，法院亦得減輕賠償金額。

至於內線交易刑事責任，主要規定於證交法第 171 條。依該條之規定，違反證交法第 157 條之 1 第 1 項或第 2 項者，處 3 年以上 10 年以下有期徒刑，得併科新臺幣 1,000

萬元以上 2 億元以下罰金。犯罪所得金額達新臺幣 1 億元以上者，處七年以上有期徒刑，得併科新臺幣 2,500 萬元以上 5 億元以下罰金。而犯罪所得利益超過罰金最高額時，得於所得利益之範圍內加重罰金；如損及證券市場穩定者，加重其刑至二分之一。惟於犯罪後自首，自動繳交全部犯罪所得財物者，減輕或免除其刑；並因而查獲其他正犯或共犯者，免除其刑。在偵查中自白，如有犯罪所得並自動繳交全部所得財物者，減輕其刑；並因而查獲其他正犯或共犯者，減輕其刑至二分之一。

二、內線交易民刑事責任之檢討與建議

雖然我國立法明文禁止內線交易，並對違反內線交易規定者課與民刑事責任。但現行制度最為人所詬病之處，在於相關規範不夠明確以及缺乏其他追訴防制的配套措施。就前者而言，由於現行條文內容存在許多不明確之處，而實務見解又未必完全一致，造成諸多適用上的問題；就後者而言，缺乏其他追訴防制的配套措施亦會使得現行打擊證券市場內線交易犯罪之成效大打折扣。

以喧騰一時的臺開案為例，本案的攻防重點之一在於犯罪所得金額之計算。由於證交法第 171 條並未對犯罪所得金額如何計算加以規定，再加上同條第 2 項規定犯罪所得金額若達 1 億元以上，加重其刑至 7 年以上有期徒刑，所以犯罪所得之多寡將影響到行為人刑度之高低。惟本案中，公訴檢察官對犯罪所得金額之計算係以因果關係為基礎，認為行為人對於結果的發生具有因果關係並可歸責，就應對該結果負責。即便該結果之發生包含其他因素，除非該因素足以排除原

⁹⁹ 同前註，頁 566。

行為之歸責性，否則行為人仍應對該累積之結果負責。而本案在 2006 年 5 月 11 日經媒體揭露後，足以中斷因果關係。之後股價漲跌與此重大消息無關。因此，犯罪所得金額之計算以被告基於內線交易之故意於 2005 年 7 月 25 日買進臺開股票，計算至 2006 年 5 月 11 日經媒體揭露為止。就實際賣出部分以最後實際賣出的價格來計算（賣出金額－買進金額），至於尚未賣出部分則以消息公開之日（2006 年 5 月 11 日）收盤價為計算標準。而臺北地方法院則認為證券市場股價瞬息萬變，影響股價之因素眾多，故採取擬制性交易所得計算公式，依證交法第 157 條之 1 第 2 項（今第 3 項）所定之民事賠償公式計算，即「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」（市場合理基準之交易價格係指該重大消息公開後之 10 日均價）¹⁰⁰。惟臺灣高等法院指出一審所採取的擬制性交易所得計算公式，並無法律依據。臺灣高等法院參照臺灣證交所提供之資料，採實際所得計算，以被告實際買進及賣出之股數與金額，扣除手續費與證券交易稅，來計算犯罪所得金額。至於尚未賣出部分，則不列入計算¹⁰¹。然而，最高法院撤銷臺灣高等法院之判決，並指出原判決以臺灣證交所依原審函查之日（即 2007 年 3 月 6 日）為時點，據以結算上訴人等內線交易之犯罪所得，是否合於立法理由所揭示有關「計算犯罪所得時點」之意

旨？仍有疑義。又以法院函查之日作為計算之時點，將因函查時間之不同，影響股票之均價，致犯罪所得金額隨之發生變化，而使內線交易罪加重條件之成就與否，繫於不確定之因素（即函查時間之不同），亦難謂允當。此外，最高法院亦認為證交法第 171 條第 2 項所稱之犯罪所得，「應包括因犯罪所得之財物及財產上之利益在內。是犯內線交易罪而買進之股票，縱尚未賣出，然參照前揭證券交易法第 171 條第 2 項之立法理由，若『以犯罪行為既遂或結果發生時』為計算之時點，按『行為人買進之股數與消息公開後價格漲跌之變化幅度差額計算之』，而有正數之差額者，則其所加值之利益，仍屬內線交易之犯罪所得」¹⁰²。

再者，現行證交法對於共犯間應否合併計算犯罪所得亦未規定，在臺開案中，臺北地方法院認為如內線交易行為人係各自出資，自負盈虧，因法條對於共犯間應否合併計算犯罪所得未有明文規定，如以犯罪共同體加重刑責，在本質上即為刑罰權之擴張，基於罪刑法定原則，應不宜合併計算犯罪所得¹⁰³。惟臺灣高等法院卻推翻臺北地方法院之見解，認為共同正犯應對犯罪之全部事實負責，被告既有共犯關係，犯罪所得自應合併計算，加重處罰¹⁰⁴。而最高法院雖撤銷臺灣高等法院之判決，但並未就此提出見解¹⁰⁵。由於犯罪所得金額之計算與共犯間應否合併計算犯罪所得，涉及是否加重其刑，對於當事人有

¹⁰⁰ 臺灣臺北地方法院 95 年度矚重訴字第 1 號刑事判決。

¹⁰¹ 臺灣高等法院 96 年度矚上重訴字第 17 號刑事判決。

¹⁰² 最高法院 96 年度臺上字第 7644 號刑事判決。

¹⁰³ 臺灣臺北地方法院 95 年度矚重訴字第 1 號刑事判決。

¹⁰⁴ 臺灣高等法院 96 年度矚上重訴字第 17 號刑事判決。

¹⁰⁵ 本案經發回後，臺灣高等法院 97 年度矚上重更(一)字第 4 號刑事判決之結果，仍維持共同正犯應合併計算犯罪所得之見解。



立即直接而明顯的影響，而實務見解卻頗為分歧，故實有必要透過修法的方式對此加以釐清。

此外，我國現行法並未規定內線交易的豁免條款。如前所述，英美兩國對於內線交易均設有免責抗辯事由。雖然行政院原於此次證交法部分條文修正草案中，主張增訂豁免條款，擬於第 157 條之 1 第 8 項增訂「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：一、與持續六個月以上定期定額買賣同額之交易。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。」惟此豁免條款之規定在立法院審查時，因立委擔心該豁免條款之增訂可能造成有心人士逃避內線交易規範之理由，而遭到刪除。由於證交法第 157 條之 1 第 1 項僅要求行為人於買賣證券時「實際知悉」內線消息即足，無須有「利用」該內線消息從事買賣¹⁰⁶，如此可能造成內線交易規範過嚴之情形。為緩和此一情形，我國實有必要考慮增訂內線交易之豁免條款，對於符合一定條件之預定的交易計畫、例行性交易行為予以豁免，不構成內線交易。但在增訂豁免條款的同時，亦須有配套措施，讓相關預定的交易計畫或例行性交易資訊可充分揭露，以規範內部人計畫性的交易行為可以免責。

而我國內線交易制度另一值得注意的議題是，我國雖對違反內線交易者課與民刑事責任，但似乎過於強調刑事制裁之功能，從

證交法禁止內線交易迄今，不斷提高內線交易刑事處罰之刑度，期待藉由重刑化來嚇阻證券市場內線交易活動之進行。在 1988 年證交法增訂第 157 條之 1 內線交易規定時，刑度原為「二年以下有期徒刑、拘役或科或併科十五萬元（即新臺幣四十五萬元）以下罰金」（原第一七五條）。其後，2000 年修正時，將罰責移至第 171 條，刑度提高為「七年以上有期徒刑，得併科新臺幣三百萬元以下罰金」。至 2004 年修正時，又將刑度提高為「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」。倘若犯罪所得金額達新臺幣 1 億元以上者，更處以 7 年以上有期徒刑，得併科新臺幣 2,500 萬元以上五億元以下罰金。而犯罪所得利益超過罰金最高額時，得於所得利益之範圍內加重罰金。內線交易行為如損及證券市場穩定者，加重其刑至二分之一。

一般而言，刑事制裁能否發生嚇阻的效果，往往取決於犯罪所得利益與所受懲罰。惟有當犯罪所受懲罰大於犯罪所得利益，刑事制裁始會產生嚇阻犯罪之效果。而犯罪所受懲罰又與所受懲罰之嚴重程度及被懲罰之機率密切相關¹⁰⁷。雖然證交法不斷提高內線交易刑事處罰之刑度，欲透過重刑化來嚇阻證券市場內線交易活動，但依據實證統計自證交法禁止內線交易迄今，受有罪判決之人數並不多，且刑度亦不重，在被懲罰之機率低的情況下，重刑化對內線交易犯罪之嚇阻效果似乎不如預期¹⁰⁸。再者，因刑法具有最

¹⁰⁶ 賴英照，同前註 2，頁 533-534；劉連煜，同前註 2，頁 450-451。惟亦有認為內線交易行為人應有利用該內線消息從事交易，始構成內線交易。請參閱林孟皇，金融犯罪與刑事審判，元照出版，2010 年 1 月，頁 259。

¹⁰⁷ 張心憐，內線交易立法重刑化之初探，實用稅務，第 354 期，2004 年 6 月，頁 72-73。

¹⁰⁸ 有關內線交易刑事案件之實證統計分析，請參閱莊嘉蕙，〈內線交易之實證研究〉，《國立交通大學管理學院碩士在職專班科技法律組碩士論文》，2009 年 7 月，頁 79 以下。

後手段的性質，亦不宜過分倚重。相反地，民事責任之落實不但可使受害投資人獲得較直接的救濟，且可避免刑罰所可能產生的副作用。同時，亦可使私人協助政府執法，對違法者產生嚇阻的作用。

由於一般受害投資人如欲提起民事損害賠償訴訟必須面對龐大的訴訟費用及冗長的裁判程序，若個別投資人損害金額不大，將會欠缺提起民事損害賠償訴訟之意願。有鑒於此，我國於 2002 年制定證券投資人及期貨交易人保護法（以下稱「投資人保護法」），引進證券團體訴訟制度（class action），賦予「財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心」（以下稱「投資人保護中心」）得由 20 人以上受害投資人授與訴訟實施權後，以自己之名義向行為人提起民事賠償訴訟¹⁰⁹。同時，投資人保護法亦針對投資人保護中心所提起之團體訴訟提供裁判費減免以及假扣押、假處分與假執行之擔保減免的優惠措施¹¹⁰，以期發揮民事責任之功能。

另外，我國證交法對違反內線交易行為者之制裁方式僅著重在刑事責任與民事責任，而英美兩國尚有以行政制裁處罰內線交易行為人之情形。我國目前有關內線交易行政責任僅限於證券商及其董事、監察人及受僱人為內線交易，主管機關依證交法第 56 條或第

66 條之規定，進行處分¹¹¹。除此之外，我國並無內線交易行政制裁之規定。一般而言，行政制裁本質上具有處理迅速、手續簡便、成本低、證明度之要求不似刑罰嚴格之優點，可彌補刑事責任因嚴格的舉證責任要求與程序保障而造成起訴及定罪不易之缺失。由於內線交易多屬計畫性犯罪，相關罪證之發覺與蒐集較為困難，故實際上不易被發覺起訴。即使起訴，亦常因證據不足而造成定罪率偏低。此一情形在某種程度上將會降低刑事責任的嚇阻作用，並使投資人對政府的執法產生疑慮。誠如前述，我國自證交法禁止內線交易以來，受有罪判決之人數並不多，且刑度亦不重，而內線交易事件依然頻傳，顯見內線交易刑事制裁並未發揮嚇阻犯罪之功能，因此本文認為我國對於違反內線交易規定者，除課以民事責任及刑事責任外，可考慮引進行政制裁制度，以彌補現行制度之不足。至於具體的作法，可以立法規定主管機關以行政處分對行為人裁處行政罰，包括罰鍰、吊銷吊扣執照、公開譴責、警告等處分。而就違法者所繳付之罰鍰亦可考慮作為受害投資人補償基金、告密者獎金及政府防制內線交易措施之資金來源。

伍、結 論

¹⁰⁹ 投資人保護法第 28 條第 1 項規定：「保護機構為保護公益，於本法及其捐助章程所定目的範圍內，對於造成多數證券投資人或期貨交易人受損害之同一原因所引起之證券、期貨事件，得由二十人以上證券投資人或期貨交易人授與仲裁或訴訟實施權後，以自己之名義，提付仲裁或起訴。證券投資人或期貨交易人得於言詞辯論終結前或詢問終結前，撤回仲裁或訴訟實施權之授與，並通知仲裁庭或法院。」

¹¹⁰ 投資人保護法第 34 條至第 36 條。

¹¹¹ 證交法第 56 條規定：「主管機關發現證券商之董事、監察人及受僱人，有違背本法或其他有關法令之行為，足以影響證券業務之正常執行者，除得隨時命令該證券商停止其一年以下業務之執行或解除其職務外，並得視其情節之輕重，對證券商處以第六十六條所定之處分。」同法第 66 條復規定：「證券商違反本法或依本法所發布之命令者，除依本法處罰外，主管機關並得視情節之輕重，為左列處分：一、警告。二、命令該證券商解除其董事、監察人或經理人職務。三、對公司或分支機構就其所營業務之全部或一部為六個月以內之停業。四、對公司或分支機構營業許可之撤銷。」



內線交易問題在我國證券市場存在已久，自 1988 年我國立法禁止內線交易至今已逾 20 年。其間，相關法規雖歷經數次修訂，但證券市場內線交易事件仍層出不窮，其關鍵原因之一在於內線交易構成要件不夠明確。此次政府修正證交法有關內線交易之規定，將條文文字予以修正，希望能將內線交易規定明確化，但從修正後之規定來看似乎仍存在不少尚待改進之處。此外，我國目前內線交易規範之制裁方式僅著重刑事與民事責任，而英美兩國對內線交易之制裁尚包括由行政機關主導的行政制裁。由於行政制裁具有處理迅速、成本低、證明度之要求不似刑罰嚴格的優點。在目前重刑化無法有效嚇阻內線交易犯罪的情況下，本文建議我國應在現有民刑事責任之外，引進行政制裁制度，以彌補現行制度之不足。

參考文獻

一、中文部分

1. 林孟皇，《金融犯罪與刑事審判》，元照出版，2010 年 1 月。
2. 莊嘉蕙，〈內線交易之實證研究〉，《國立交通大學管理學院碩士在職專班科技法律組碩士論文》，2009 年 7 月。
3. 張心悌，〈內線交易立法重刑化之初探〉，《實用稅務》，第 354 期，2004 年 6 月。
4. 曾宛如，〈建構我國內線交易之規範：從禁止內線交易所欲保護之法益切入〉，《臺大法學論叢》，第 38 卷第 1 期，2009 年 3 月。
5. 劉連煜，《新證券交易法實例研習》，元照出版，2009 年 9 月，增訂七版。
6. 賴英照，《股市遊戲規則—最新證券交易法解析》，自版，2009 年 10 月，二版。

二、外文部分

1. MICHAEL BLAIR ET AL., BLACKSTONE'S GUIDE TO THE FINANCIAL SERVICES AND MARKETS ACT 2000 (2nd ed. 2009)
2. MICHAEL BLAIR & GEORGE WALKER, FINANCIAL SERVICES LAW (2006)
3. THOMAS L. HAZEN, THE LAW OF SECURITIES REGULATION (6th ed. 2009)
4. Andrew Henderson, *First Light: The Financial Services Authority's Enforcement of the Market Abuse Regime*, 20(10) J.I.B. L.R. 494 (2005).
5. PAUL L. DAVIES, GOWER AND DAVIES' PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW (8th ed. 2008).
6. LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION (5th ed. 2004).
7. NIAMH MOLONEY, EC SECURITIES REGULATION (2nd ed. 2008).
8. BARRY A. K. RIDER ET AL., MARKET ABUSE AND INSIDER DEALING (2002).
9. Harry McVea, *Fashioning a System of Civil Penalties for Insider Dealing: Sections 61 and 62 of the Financial Services Act 1986*, 1996 J.B.L. 344 (1996)
10. Neil V. Shah, *Section 20A and the Struggle for Coherence, Meaning, and Fundamental Fairness in the Express Right of Action for Contemporaneous Insider Trading Liability*, 61 Rutgers L. Rev. 791 (2009).