

國立政治大學法學叢書72

內線交易構成要件

Legal Elements of Insider Trading

劉連煜 著



內線交易構成要件

「風吹花影動，疑似警伯來」。本書從內線交易構成要件架構及理論出發，評釋我國近來新發生之約50則案例判決，希望有助於內部人交易相關疑義的釐清，去除公司內部人杯弓蛇影的恐懼，正確認識內線交易法律規範，以便於法律之執行，並避免誤觸法網。特別是本書針對2010年內線交易新修正之內容有深入之探討，希望有助於學術及實務界正確理解及適用新的法律規範，達到健全我國資本市場之目的。

ISBN 978-957-41-7970-1



9 789574 179701



5D216PA

定價：450元



元照出版公司

地址：臺北市館前路18號5樓

電話：(02)2375-6688

網址：www.angle.com.tw

國立政治大學法學叢書 72

內線交易構成要件

Legal Elements of Insider Trading

劉連煜 著

元照出版公司

國家圖書館出版品預行編目資料

內線交易構成要件／劉連煜 著．-- 初版．-- 新北市劉連煜

出版：元照總經銷，2011.07

面：公分．--（國立政治大學法學叢書；72）

ISBN 978-957-41-7970-1（平裝）

1.證券法規 2.內線交易

563.51

100002525

本書係經政大法學評論編輯委員會匿名審查通過之專書

國立政治大學法學叢書 72

內線交易構成要件

Legal Elements of Insider Trading

5D216PA

2011 年 7 月 初版第 1 刷

作 者 劉連煜

出 版 者 元照出版有限公司
100 臺北市館前路 18 號 5 樓

網 址 www.angle.com.tw

定 價 新臺幣 450 元

專 線 (02)2375-6688

傳 真 (02)2331-8496

郵政劃撥 19246890 元照出版有限公司

Copyright © 本書有著作權，未獲書面同意，不得以印刷、影印、磁碟、照相、錄影、錄音之任何翻製方式，翻製本書之部分或全部內容，否則依法嚴究。

登記證號：局版臺業字第 1531 號

ISBN 978-957-41-7970-1

序

如同股神巴菲特（Warren Buffett）在「雪球」（THE SNOWBALL；Bloomsbury, 2008）一書中所說：「公司的內部人首要之務是保護公司之存在，公司的內部人如有違法行為將使公司陷於極大之危險」。毫無疑問的，內部人內線交易對公司本身之聲譽就是一項嚴重之危害，應嚴格禁止。

對於嚴格之內線交易規範，有謂：我國現行法內線消息包山包海，難避風險，上市、櫃公司內部人要賣股票，必須等到退休，亦即沒有董事等職位時賣股才不會觸犯內線交易的問題。另有謂：這項說法未必正確，退休後還要再等六個月，才算完全安全（證交法第 157 條之 1 第 1 項第 4 款參照）。也有謂：內部人買賣證券最好先查詢一下公司有無利多或利空消息存在，藉以避免瓜田李下。更有甚者，世界級的大型半導體晶圓代工公司之法務長則謂：公司「法說會」之後的二、三星期，才是建議公司內部人買賣股票的安全時期。但假定此一說法可行，則無「法說會」之公司，將如何因應？此外，證券主管機關、臺灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心，雖有取締內線交易之執法決心，但也面臨挑戰，其難點在於犯罪之認定及蒐證之不易。

「風吹花影動，疑似警伯來」。本書從內線交易構成要件架構及理論出發，評釋近來新發生之約五十則案例判決，希望有助於內部人交易相關疑義的釐清，去除公司內部人杯弓蛇影的恐懼，正確認識內線交易法律規範，以便於法律之執行及避免誤觸法網。又本書之完成，要感謝「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心」補助本研究之進行以

及同意將本研究內容對外公開。本書係以前揭研究計畫成果為基礎，大幅增補潤飾而成。另外，作者也要特別感謝證券櫃檯買賣中心吳裕群總經理及寧國輝副總經理之不嫌棄，委以本研究之重任，方有今日本書之些許成果。

應特別說明者，本書所研究之我國新近案例，只是作為研究內線交易抽象法令如何具體在我國法院被認定及解釋適用的素材，亦即僅作為純粹學術上法律問題的研究內容，不涉及個案具體事實之認定。具體個案如何適用相關法令，當然應由法院依據法令及有關證據認定之，本不待言。作者希望藉由本書之出版，能讓更多資本市場參與者了解內線交易規範的意義及最新實務之見解，冀能準確遵守相關法令規定，以健全我國資本市場。

本書能及時出版，需要感謝元照出版公司及臺北大學法研所碩士洪韻婷律師及研究生林亭妤同學之負責協助校對及排版工作，備極辛勞。另外，作者企盼海內外宏達，不吝賜正本書，使之更加完備。

最後，以恭敬的心，將本書獻給我的證券法啟蒙恩師——前司法院院長 賴英照講座教授。老師待我如家人，師恩恩重如山。謹祝福 老師榮退生活愜意，神采煥發，繼續傳播證券法學的種子，春風風人。

劉連煜 謹識

二〇一一年七月二十四日

目錄

序

第一章 導論	3
--------------	---

第二章 內線交易之構成要件	7
---------------------	---

第一節 行為主體—內部人範圍	7
----------------------	---

第一項 內線交易理論與內部人範圍	7
------------------------	---

第二項 最新行為主體案例研析	53
----------------------	----

第二節 內線交易之主觀要件	80
---------------------	----

第一項 故意犯	80
---------------	----

第二項 實際知悉之認定	98
-------------------	----

第三項 結語	112
--------------	-----

第三節 內線交易之客觀要件	113
---------------------	-----

第一項 內線交易重大消息的範圍及其 公開方式的認定	113
------------------------------------	-----

第二項 我國法下如何認定具體案例之 重大消息	152
---------------------------------	-----

第三項 重大消息認定案例分析	161
----------------------	-----

2 內線交易構成要件

第四項	證交法第 157 條之 1 所謂之「重大消息」，是否以消息成立或成形為前提？又成立時點如何判斷？重大消息何時「公開」？	168
第五項	股票交易分析意見書等之證據能力	294
第四節	內線交易免責之抗辯事由	295
第一項	「實際知悉消息前」之免責抗辯事由	295
第二項	免責政策分析與要件抉擇	297
第三項	小結	303
第三章	2010 年修法強調行為人「實際知悉」、消息應有「具體內容」及必須「明確」之可能影響	305
第一節	案例分析--泰偉案	309
第二節	其他修法議題--賠償責任有提高三倍之必要？	313
第四章	分析與建議	317
第五章	結論	327

內線交易構成要件

第一章 導論

世界各主要國家之法律為何禁止內線交易？按美國 1934 年證券交易法第 2 條明定：「確保公平誠實之證券市場」為該法之主要目的之一。其 1988 年之「內線交易與證券詐欺禁止法」的相關說明也強調：內線交易損害投資人對市場之信心，影響市場之健全。賴大法官英照講座教授亦指出：「在美國，整部內線交易法制，是建立在禁止欺騙的條文上面¹。」另外，美國證券法巨擘羅斯教授（Professor Louis Loss）也說：「如同玩牌時，牌友如可以做記號出老千，則誰會來玩這不公平的詐賭牌（“marked cards”）呢（亦即，公眾為何會進入證券市場參與投資呢）？」²我國證交法第 157 條之 1 及第 171 條同樣基於健全市場公平性之法理嚴禁內線交易行為。

簡言之，內線交易損害投資人對市場之信心；從而，內線交易規範之目的，一般認為在於維護交易市

¹ 賴大法官並以《論語》中：「子曰：詩三百，一言以蔽之，曰：『思無邪』。」闡述「思無邪」，如用在股票市場，就是應開誠布公，信實無欺。參閱賴大法官著，「賴英照說法：從內線交易到企業社會責任」之自序，聯經，2007 年 4 月初版。

² Louis Loss, *Fundamentals of Securities Regulation*, Little, Brown, & Co., 1983, at 608.

4 內線交易構成要件

場之公平及公正性。惟由於內線交易之可非難性高，證券交易法（證交法）第 157 條之 1 及第 171 條乃以民、刑事責任規範之，以嚇阻內線交易之行爲³。但於罪刑法定原則下，有識者一般認為關於內線交易之認定，應將構成要件明確化，俾始行爲人得事先預見其行爲之可罰性，不致誤觸法網，以充分保障人權。

再者，在我國，涉及內線交易案件經移送及起訴後，其定罪率過低，也常遭質疑。其中有關構成要件明確的問題，最常被提出討論。例如，證券交易法第 157 條之 1 第 1 項規定重大消息之定義爲：「有重大影響其股票價格之消息」，同法第 4 項更將重大訊息定位爲：「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的影響之消息」。就此規範文字而言，均屬抽象而概括之定義，並未就「重大性」兼括

³ 歐盟 2003 年指令，頗強調內線交易「行政罰」之重要性。有關歐盟及德國法相關規定之詳細介紹，參閱陳彥良，歐盟、德國內線交易法制發展—兼論台灣之內線交易規範，國立中正大學法學集刊，第 32 期，2011 年 1 月，頁 89-142。英國法亦復如此，參閱郭大維，論我國內線交易法制-由英美兩國對證券市場內線交易之規範談起，軍法專刊，第 56 卷第 4 期，2010 年 8 月，頁 54-77（其中英國法部分在 56-66 頁）。兩位教授均認為，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。在我國目前重刑化無法有效嚇阻內線交易犯罪的情況下，建議我國應在現有民刑事責任之外，引進行政制裁制度。

列舉與概括，其目的在於方便適用，此與歐美國家規範方式相近，但異於日本內線交易規範法制⁴。

觀諸我國證交法第 157 條之 1 之構成要件可知，何謂重大消息確屬不確定法律概念，縱於 2006 年時證交法修正第 157 條之 1 第 4 項（現為第 5 項），授權主管機關就重大消息之範圍作出規定，但實務上對於重大消息之判斷，仍有重大爭議（2010 年更進一步修法強調行為人須「實際知悉」重大消息、消息應有「具體內容」及必須「明確」性）。在此情形下，爰有以我國新近司法實務判決為基礎，針對內線交易之構成要件，進行系統性及理論與實務兼顧的完整研究必要，以供各界參考適用，進一步健全我國之資本市場。以下將分節就內線交易行為主體（內部人範圍）、主觀要件、客觀要件、內線交易免責之抗辯事由及 2010 年修法之可能影響，分別進行討論。

⁴ 日本法就重大消息採列舉之規範方式。參閱金融取引法第 166 條第 2 項規定。

6 內線交易構成要件

第二章 內線交易之構成要件

第一節 行為主體—內部人範圍

第一項 內線交易理論與內部人範圍

壹、問題之說明

證券市場之內線交易（insider trading）行為是否應以法律規範加以禁止？如答案是肯定的，則應如何加以規範？此類相關問題，從來即是西方證券法律與經濟學者所熱烈爭辯的戰場¹。雖然理論的爭辯還在進行，但近年來世界上各主要國家已紛紛對內部人交易立法加以禁

¹ 關於內線交易理論上的爭辯，美國學界之論著可謂汗牛充棟。See e.g., Kenneth E. Scott, *Insider Trading: Rule 10b-5, Disclosure and Corporate Privacy*, 9 J. Legal Stud. (1980); Henry G. Manne, *In Defense of Insider Trading*, 44 Harv. Bus. Rev. 113 (1966). Reprinted in Richard Posner & Kenneth Scott, *Economics of Corporation Law and Securities Regulation*, Little, Brown, & Co., (1980), at 120-142. 本研究除於相關部份加以介紹外，於此不一一引述；國內有關之討論，請見賴英照，*股市遊戲規則—最新證券交易法解析*，作者自版，2011年2月再版，頁445-471；武永生，*證券市場內線交易之意義與利弊—法律與經濟之分析*，*證券市場發展季刊*，第22期，1994年3月，頁367-398；羅怡德，*禁止「內部人交易」之經濟理論分析*，收錄氏著「企業組織法論集」（輔仁大學法學叢書，專論類(14)），1992年12月，頁245以下。

止²。我國證券交易法對內部人利用內部消息從事買賣，原無特別責任之規定。1988 年證券交易法修正時，針對此種情形，參考美國立法例增訂第 157 條之 1，明文禁止此種利用內部消息買賣公司股票之行爲³。其後再經數度修正後，該條現行文字爲：

「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，在該消息明確後，未公開前或公開後十八小時內，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票，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。

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。

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

² 國內之介紹文獻，請參閱余雪明，內部人交易管理的新發展，證券管理第七卷第四期，1989 年 4 月 16 日出版，頁 2-13。

³ 請參閱 1988 年行政院證券交易法修正草案之修正理由。

營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將賠償額提高至三倍；其情節輕微者，法院得減輕賠償金額。

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

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

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

第二十二條之二第三項規定，於第一項第一款、第二款，準用之；其於身分喪失後未滿六個月者，亦同。第二十條第四項規定，於第二項從事相反買賣之人，準用之。⁴」

從上述條文第一項對內部人所為之界定觀之，其範圍不可謂不廣泛。大略言之，有六種人係我國法所稱之內部人：

1. 公司之董事、監察人、經理人及依公司法第 27 條第 1 項規定受指定代表行使職務之自然人。

⁴ 按證券交易法第 171 條規定違反第 157 條之 1 第 1 項之規定者，處三年以上十年以下有期徒刑，得併科新臺幣一千萬元以上二億元以下罰金。

2. 持有公司股份超過百分之十之大股東。
3. 基於職業（如從事律師、會計師、承銷商等職務或業務）或控制關係（如關係企業中因控制公司與從屬公司之關係）而獲悉消息之人。
4. 喪失身分未滿六個月之內部人。
5. 消息受領人。
6. 公司董事、監察人、經理人及大股東之配偶、未成年子女及為其持有股票之人。（應注意者，此種情形，負內線交易法律責任之人應仍為董監經理人及大股東本身）。

以上六種人一概皆是本條禁止為內線交易之人，亦即是一般所通稱之「內部人」（insider）。為何有此六種人？在這六種人當中，其適用範圍究竟如何，理論基礎又何在？值得詳細探究。因為這牽涉法律的正確解釋適用，故必須正視。

在開始探究相關理論前，應先指出者，我國現行證交法上的內線交易罪行為主體不包含「因犯罪而獲得內線消息之人」。例如，竊賊趁夜黑風高時潛入公司董事會秘書處竊取董事會剛剛開會決議之重大內線消息後，隨即在消息未公開前於市場上買賣股票，惟由於該竊賊並不具備內線交易罪的行為主體身分，除非與其他具行為主體身分之內線交易行為人有共同正犯或共犯之關係（刑法第 31 條第 1 項參照），否則對該竊賊並無法如有些國家立法一樣以內線交易罪相繩（參閱歐盟於 2003 年 1 月 28 日公佈之關於內線交易與操縱市場之指令第 2 條第 1 項(d)款）。此外，近來司法判決理由書中很多提及證券交易法第 157 條之 1 第 1 項所欲規範之對象行為主體

均為自然人，並不包括法人⁵。關於此一論點本研究殊難認同。因我國公司法本允許法人充當董事、監察人（公司法第 27 條參照），如法人董監事違反內線交易規範，自可依同法第 179 條處罰其為行為之人，不構成自由刑難以執行之問題。或許此項錯誤見解，與公司法人本身在現行法下交易自家股票不構成內線交易相混淆有關，應速改正。

所幸，最高法院 99 年度台上第 1153 號刑事判決，似已注意最高法院先前此一見解之不當，而認為：「上訴人係股票上市之全坤興業公司總經理，負責綜理全坤興業公司之工務、會計、管理、財務、發展等部門之業務，為原判決所認定，屬該條犯罪之主體，並無違誤。至於該條犯罪所賣出之股票，究屬何人所有，並不影響犯罪之成立。上訴意旨……以賣出之股票非上訴人個人所有，即非該條之犯罪主體云云（上訴人抗辯略謂：證券交易法第一百五十七條之一第一項之犯罪主體，係同條第一款四種特別身分之自然人，原判決認定上訴人係出賣保鑫、全毅、元創及合家等四家持有之全坤興業公司之股票，該股票並非上訴人個人所有，自非該條之犯罪主體。），殊屬誤解。」

按禁止內線交易之原理，法理上大體上有兩個形成對照之不同主軸。第一個主軸係以「關係」為基礎（relationship-based）加以建構而成；另一個則係以「市場」為根基（market-based）所形塑的理論。申言之，前

⁵ 例如最高法院 98 年度臺上字第 1850 號判決；臺灣臺北地方法院 98 年度金重訴字第 12 號刑事判決。