

禁止內線交易之正當性與刑事責任的再思考

編目：證券交易法

主筆人：蔡凌宇律師

一、前言

學習商法的同學一聽到內線交易，不外乎馬上想到市場論與關係論的爭議，以及重大消息明確時點、消息傳遞理論的適用等等耳熟能詳的爭點。但我們是否想過，內線交易這件事，本身應該要被法律所禁止嗎？又我國現行法內線交易依照證券交易法第 171 條有著比搶奪罪更重之法定刑，甚至加重之後得處比加重強盜罪更重之刑罰，其保護法益何在？為何值得以如此嚴峻的刑罰加以規範？這些問題可能對同學而言都很陌生。本文提供一些目前學理上對於內線交易正當性的爭辯，以及就算要禁止，是否應該除罪化的討論供同學參考。在國家考試中，如果你需要寫「本文見解」，我想本文的討論會是一個有可看性的「本文見解」。但還是建議同學若要引用本文的觀點，行文中不要太過偏激主張絕對的將內線交易除罪化、合法化，因為還是有很多商法老師認為內線交易有管制的必要喔！

二、我國內線交易法制

(一)立法沿革

我國證券交易法於 1988 年修正時，仿美國法例增訂第 157 條之 1，此乃是我國首次處罰內線交易，其後歷經多次修法擴大其適用之範圍。

(二)保護法益

1.問題所在

我國禁止內線交易之條文規定於證券交易法第 157 條之 1，1988 年乃參照美國之法律與判例以及世界各國之法例而立法^{註 1}，此於立法理由當中皆能得知。然而，若係仿美國法例，則因美國之保護法益為反詐欺，但自條文之文義觀之，證交法第 157 條之 1 似有市場誠

^{註 1}余雪明（2016），《證券交易法-比較證券法》，五版，頁 797，臺北：自刊。

信保護之意義^{註2}。有學者認為我國已就內線交易之保護法益與美國有所分歧，自不須與美國作相同解釋。但亦有學者認為第 157 條之 1 條文與我國證券交易法第 20 條皆源自美國之 section 10(b)及 Rule 10b-5，仍固守於反詐欺，則解釋上自應參考美國相關實務見解之發展，處理實務上之案例。

2. 學者見解（前大法官余雪明）

余雪明前大法官認為自立法之歷史解釋以言，於我國自美國引進法例時，美國之主流意見為「平等取得資訊理論」，亦即保護法益著眼於市場之公平性。但於我國引進該法而訂立第 157 條之 1 後，美國主流意見開始往「信賴關係理論」靠攏^{註3}，故解釋我國法條時無須再參考美國判例，僅針對我國條文以市場論方向作解釋即可，不必參考美國 Dirks 案對消息提供者與消息受領人的責任加上許多法所無之限制。若要參考比較法，現在明確採取市場論之歐盟法應更具有參考價值。^{註4}

3. 實務見解

我國實務見解則以「平等取得資訊理論為主流」，如訊碟案之台灣高等法院 92 年度上重訴字第 66 號判決與東隆五金案之最高法院 91 年度台上字第 3037 號判決均有相同之意旨。然而，實務亦非無採取不同見解者，大華建設之台北地方法院 94 年度訴字第 1324 號判決中指出禁止內線交易之理由除有資訊平等理論外，亦有信賴關係理論，該判決似隱含我國法條兼有反詐欺與市場誠信雙重保護之意。然而，反詐欺與市場保護若同時做為法益保護是否可以運轉平順。蓋判決似乎認定二種色彩兼具。對此，學者曾宛如教授認為基於不同之保護法益，內線交易構成要件之解釋將有出入，因此，與其認為並存，不如為一取捨^{註5}。

^{註2}曾宛如（2009），〈建構我國內線交易之規範：從禁止內線交易所欲保護之法益切入〉，《臺大法學論叢》，38 卷 1 期，頁 279。

^{註3}在此指 Chiarella 案、Dirks 案等強調股東信賴義務之法律見解。

^{註4}賴英照（2017），《誰怕內線交易》，頁 141，臺北：自刊。及余雪明（2016），《證券交易法-比較證券法》，五版，頁 801，臺北：自刊。

^{註5}曾宛如（2009），〈建構我國內線交易之規範：從禁止內線交易所欲保護之法益切入〉，《臺大法學論叢》，38 卷 1 期，頁 282。

三、內線交易是否應該禁止？

(一)應予禁止之理由^{註6}

- 1.內線交易不公平，破壞市場信心，導致證券市場萎縮
公司發布利多或利空消息時，常使股價伴隨著上揚與下跌，內部人因其身分知悉消息，但外部人無從得知，若允許內線交易將使證券市場形成不公平交易，此情形一出會使大眾喪失對於市場之信心，不利於證券市場之健全發展。
- 2.容許內線交易使公司內部人有利用負面消息而獲利的道德危險
若允許內線交易，內部人透過左右消息的發布而有套利空間，故內部人將心有旁騖，想著如何透過內線交易而套利，甚至為了影響股價採取違法不當的措施增加道德危險。
- 3.禁止內線交易將可以加速市場中資訊的流通
若在消息公開前禁止內部人交易，可以消除內部人延遲公開消息的誘因，使消息早日公開在市場上、資訊流通更加迅速，以促進市場盡快形成證券公平價格。
- 4.促進公司決策的健全
公司資訊傳遞通常都由下而上，若容許內線交易，則公司下級承辦人員會為了套利而延緩將消息上報的時間導致影響公司決策的效率。
- 5.內線交易違背受任人的信賴義務，進而會影響商譽、損害公司利益
自美國法的觀點以言，董事、監察人及經理人都對公司負有信賴義務，如利用公司未經公開之消息買賣證券圖利，不但違背信賴義務，更影響商譽、損害公司利益。
- 6.內線交易使公司資訊被不當他用
依照美國 O' Hagan 案之見解，公司之內線消息就形同公司之財產，如內部人將內線消息挪作己用形同竊取公司財產之行為，故應予禁止。

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！

^{註6}應予禁止之理由整理自賴英照（2017），《誰怕內線交易》，頁 39-40，臺北：自刊。及黃志中（2015），〈論內線交易形式規範之正當性與理論基礎〉，頁 12-16，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

(二)不應予禁止之理由^{註7}

1.對於先天不公平的反駁

認為不應禁止內線交易者認為「市場論」、「平等取得資訊理論」等以公平為出發之理論之「公平」，都只是直觀的公平。例如：論者認為內部人的資訊是不勞而獲，但外部人要取得資訊卻需極高成本。但內部人亦非一出生即為內部人，其仍然是靠努力、機運等等因素爬升至內部人的位子，此與投資大眾靠努力與機運取得資訊應無不同，故此「不公平」，難免淪為外部人眼紅而嫉妒內部人之說詞。再者，證券市場是一個資訊競爭的市場，本來就是靠不同的資訊相互競爭，故證券市場的運作本來就容許有人資訊多有人資訊少之不公平，故追求資訊之平等並非重要。

最後，市場之不公平真的會使投資人卻步嗎？這點也不無疑義，目前並沒有實證上的數據能證明投資人遇到市場不公平真會卻步，僅處於推測之階段。

2.容許內線交易並不會使內部人特意製造利空消息

即便公司在非內線交易的常規交易當中，也可能透過融券賣出^{註8}手法進行套利，此種情形與內線交易並無直接關聯，而應該是加強公司監督機制的問題。

3.禁止內線交易並不會促使市場資訊更加流通

美國法的「公開或戒絕交易」已行之有年，表面上看似可以使擁有資訊者為了交易而去公開，但是一但公開了，市場上就擁有資訊了，怎麼還會有套利空間？^{註9}可見沒有動機使其提早公開。

而亦有論者認為，雖不一定能使其及早公開，但至少能防免延遲公開之效果，但如果是利多消息，即便有內線交易存在，交易完後，內部人也會想盡早公開以和股東分享成就，故避免延遲公開之效用不大。如果是利空消息，內部人不到無可轉圜的一刻絕對不輕易鬆

^{註7}不應予禁止之理由整理自賴英照（2017），《誰怕內線交易》，頁 41-44，臺北：自刊。及黃志中（2015），〈論內線交易形式規範之正當性與理論基礎〉，頁 16-29，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

^{註8}融券賣出為投資人看空股市時，先向券商借出股票（通常為融資抵押在融資融券機構的股票）賣出，等到該融券個股市價下跌後，再以較少金額買回原股票，以賺取差價。

^{註9}除非如前所述及美國私取理論之狀況，即僅對消息來源揭露，但市場大眾仍然不知，此時才有套利之空間。

口，即便禁止內線交易，也無法促其不要拖延。

4.公司決策效率一事不應由法律規制

公司決策之效率本屬各公司經營階層自行裁量，不宜以促進公司決策效率之理由禁止內線交易。

5.內線交易不見得會影響商譽、損害公司利益，可能還有提升企業績效與提升市場效率之功能

若不禁止內線交易，內線交易可成為內部人一個合法的套利空間，由於此空間之存在，將使內部人有經營創新並提升公司績效之動機。另外，消息一下子突然公開會造成股市之震盪，如果發布消息前由內部人先行內線交易，等於慢慢釋出消息可以緩和對於市場的衝擊。

6.公司的資訊被不當他用論證有疑義

該論述應發想自美國之 O' Hagan 案，但該案已經扭曲了美國法中對於內線交易之立法目的。原立法目的乃內線交易係「對投資人構成詐欺」，但私取理論卻轉換為「竊取公司資產」，與原立法目的不合。況內線交易所規制的為「交易」行為，私取理論卻著重於更前端之「取得資訊」行為，論證不無疑義。

四、內線交易刑法之保護法益是否存在？

(一)假設其保護者為「受詐欺者之財產」的「個人法益」

在美國法的脈絡之下，內線交易所造成的損害即交易相對人之財產損失，然而刑法上詐欺犯罪的成立至少要行為人施用詐術之行為與被害人財產損失有條件因果關係，但假設一公司內部有利空之內線消息，內部人欲出脫持股，市場上一定也有相對人會認為該公司前景看好而想要買入股票，交易因此得以撮合。然而，證券市場之參與者人數眾多，即便該內部人不為內線交易，市場上一定仍有願意賣出股票之人與願意買入股票之人。該買入之人仍可能因自市場上之其他人手中買入股票而受有損害。故買入股票之人所受之損害與內部人之內線交易行為無法建立條件因果關係^{註10}。

(二)假設其保護者為「資本市場之公平性」的「集體法益」

有論者認為，證券市場本來就是資訊競爭的市場，故容許資訊優勢之

^{註10}黃志中（2015），〈論內線交易形式規範之正當性與理論基礎〉，頁31，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

存在，且不會如同一般面對面交易般一人以其資訊優勢直接壓制他方，而是透過集中交易的方式進行資訊競爭，故不得僅因內線交易造成高度的資訊落差而謂其侵害市場的公平性^{註11}。

更有論者認為所謂市場之公平價格根本不存在，蓋公平價格之假設是建立在「傳統投資學」與「傳統財務學」之假設上，該等理論認為人可以依照其所看到之資訊理性做成投資決策。但在近年的投資心理學之研究下，人的投資決定並非無限理性，時常產生偏誤，多數投資決定之作成其實是靠「感覺」，故根本無所謂市場公平價格、公平性可言，何來保護此法益？^{註12}

(三)假設其保護者為「投資人對資本市場之公平性的信心與信賴」的「集體法益」

持此論點認為內線交易應當入罪化者，無非認為當投資大眾大多都對證券市場沒信心時，資金將不會投入證券市場而導致證券市場萎縮最後喪失其功能。然而，有論者認為衡諸其本質，這是以刑罰來保障投資大眾的「情緒訴求」，但情緒訴求是否必要以刑法為手段來保護？這點就不無疑問，故其以刑罰保障「投資人之信心」其必要性與正當性即存在問題^{註13}。

況且，「對市場沒信心」以及「不利用證券市場投資」之關聯性亦無實證研究，即便投資人對於內線交易有種種不滿的情緒，但可能有好幾種相應的做法，不一定就是「不利用證券市場投資」，也可能因為知道有人在內線交易反而更加努力蒐集資訊，或明知有人在內線交易但認為影響不大而不改變其投資行為，甚至在初步觀察之下，後二者之現象反而較為普遍^{註14}。

^{註11}黃志中（2015），〈論內線交易形式規範之正當性與理論基礎〉，頁 31-35，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

^{註12}吳元曜（2003），〈美國、日本、德國及我國內線交易刑法規制之比較以及內線交易除罪化之研究〉，頁 159-164，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

^{註13}吳元曜（2003），〈美國、日本、德國及我國內線交易刑法規制之比較以及內線交易除罪化之研究〉，頁 166，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

^{註14}吳元曜（2003），〈美國、日本、德國及我國內線交易刑法規制之比較以及內線交易除罪化之研究〉，頁 167-168，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

五、結論

內線交易是否應該禁止在國內外都經過不斷地論辯，尤其現行法中內線交易又有刑事責任，且無論將保護法益假設為哪一種，似乎都無法明確證立其刑罰正當性，刑事法學者更是不敢大意。有許多論者主張如果必須內線交易，至少應將之除罪化而以民事或行政責任代替之。當然，亦有論者根本性肯定內線交易應為合法行為而否定其禁止之正當性，即便民事或行政責任之存在也無正當性。然而，內線交易之禁止已成為世界潮流，其刑事責任在各國也只有加重而沒有減輕，就連前司法院長賴英照教授也於其書中提到：「晚近數十年來，本來沒有禁止內線交易的國家，紛紛立法禁止；已經立法禁止的國家，民事及刑事責任亦由輕轉重。這種維護公平與信心的考量，讓禁止內線交易的政策，超脫理論的爭辯，成為國家重視投資人保護及維護證券市場公平公開的象徵」^{註 15}可見賴前院長也相當程度理解到以民刑事責任禁止內線交易的正當性可能存有疑義，但為順應國際趨勢以及滿足投資大眾等較政策性而務實性的考量，「超脫理論的爭辯」就跟上了立法禁止的風潮。

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！

^{註15} 賴英照（2017），《誰怕內線交易》，頁 44-45，臺北：自刊。