

深入分析清楚統整，強化實戰應用能力！

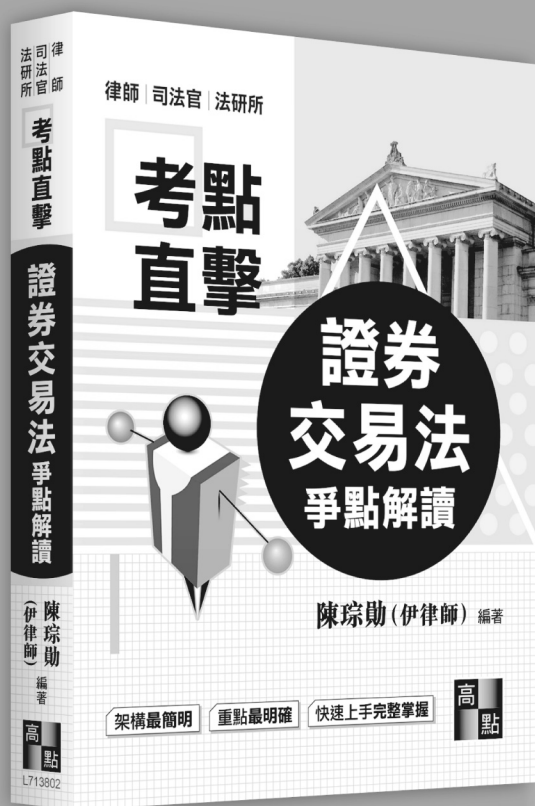
# 證券交易法 爭點解讀

適用對象 律師、司法官、法研所

## 作者簡歷

### ★伊律師★

- 台大法研所經濟法組
- 現為執業律師
- 高點資深講師(伊台大)



- ✓ 主題式深入介紹熱門爭議
- ✓ 深入學說見解，釐清龐雜觀念
- ✓ 直擊重點，有效深化作答內容
- ✓ 精選例題詳解，建立答題體系
- ✓ 掌握體系立體化，直指重心不複雜
- ✓ 深入介紹經典案例，掌握時事考點

建議售價：580元



高點文化事業

[publish.get.com.tw](http://publish.get.com.tw)



## 證券不法行為：內線交易

陳琮勛（伊律師）編著《證券交易法爭點解讀》高點出版

### （一）規範理論

1. 於美國法上，內線交易由證券詐欺的法理演變而來，本質上可以視為一種「作為義務」，於內部人知悉重大消息後，除非其公開此消息，否則不得交易。惟需探究者，內線交易所要保護的法益究竟為何？內線交易規範的發展上有迭有不同理論基礎，而不同的理論基礎將影響內線交易構成要件的設計與解釋。

#### 2. 內線交易規範法理：

##### （1）健全市場理論（市場論）：

此說從總體市場觀點著眼，主張市場參與者有平等取得資訊的權利，以維持證券交易市場之公平性，影響證券重要價格的消息均應公開讓投資人分享。內線交易則違反市場公平、損害投資人信心，應予禁止。

##### （2）信賴關係理論（關係論）：

此說從公司觀點切入，公司內部人對公司及股東負受任人義務（fiduciary duty，有譯為信賴義務），因此內部人於知悉重大消息時，有義務為揭露，如內部人未揭露此消息，反而利用公司內線消息謀取私利，即違背此義務。為導正公司經營並保障股東權利，應禁止內線交易。

##### （3）私取理論：（用以解決關係論打擊範圍過窄之問題）

獲悉重要消息的外部人，雖與公司或股東間沒有信賴關係，但其與消息來源間有忠誠或信賴關係，而利用此未公開消息為內線交易圖謀私利，已構成對消息來源財產之侵吞。透過私取理論，將使與公司股東並無信賴關係的公司外部人，納入內線交易之規範。

##### （4）消息傳遞責任要件：（以關係論為基礎係「傳來、衍生」責任）

如擁有消息者本身沒有買賣股票，但卻將此消息透露給他人（即消息受領人），則此一消息受領人對公司或股東並無任何忠誠、信賴的受任人義務，惟因傳遞消息之人違背信賴義務而將消息傳遞予受領人，故消息受領人亦負內線交易責任，要件有三<sup>1</sup>：

①內部人故意違反受任人之信賴義務而洩密。

②消息受領人明知或可得而知內部人違反信賴義務。

③內部人直接或間接圖謀個人利益而傳遞消息。

#### 3. 內線交易基礎法理在學習上的作用：

四種理論係作為學習路徑，理解內線交易的構成要件為何會如此規定，進而在遇到爭議

1 劉連煜，現代證券交易法實例研習，2019年9月，頁541。

問題涉及構成要件解釋時，在「市場論」、「關係論」、「私取理論」的思維邏輯下，可能會得到不同結果。故此部份實有理解並記憶之必要，在實例題鋪陳答案時可作為論述或涵攝之依據。

【附表】市場論與關係論之區別<sup>2</sup>

	市場論	關係論
侵害法益的性質	著眼於整體市場的健全發展，及於社會法益。	著重於公司與股東個人法益之保護。
內線交易的範圍	跳脫信賴義務，涵蓋所有持有影響證券價格消息的市場內部人。	受規範者應以對公司及股東負有信賴義務者為限。
內線交易的意涵	擴及於所有影響股價的市場消息或公共政策。	以有關發行公司內部消息為範圍。
公開的意義	側重對市場投資人普遍的公開。	強調對公司股東的公開。
損害賠償請求權人	從交易公平著眼，不做嚴格限制，而賦予「同時期的交易人」賠償請求權。	以公司及股東為範圍，甚至可能限縮到與內部人為買賣的交易相對人。
民、刑事責任	為維護市場秩序的必要，除填補損害外，並課以懲罰性的賠償或罰鍰，刑事上以特別刑法立罪，施以重罰，以為嚇阻。	以民事賠償為主，並以填補損害為限，刑事部分以背信、侵占罪處罰。

(二)內線交易規範架構

規範主體	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。
規範客體	第1項：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。 第2項：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。
重大消息	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。
禁止交易時點	消息「明確」後，未「公開」前或公開後十八小時內 1. 明確時點。 2. 公開時點。
其他要件	1. 主觀要件：實際知悉。 2. 需有實際買進或賣出行為。

2 整理自賴英照，最新證券交易法解析，2017年9月，頁430。

## 1. 規範主體：

- (1) 該公司之董事、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。（「該公司」指買賣標的公司之「本公司」）
- ① 包含有名有實、有名無實、無名有實之董事（實質董事或影子董事）、監察人，重點在於有無取得內線消息之地位。
  - ② 經理人採實質認定。
  - ③ 包含依公司法第27條第1項代表法人董事執行董事職務之自然人。
  - ④ 包含依公司法第27條第2項指派代表人當選董事之法人股東<sup>3</sup>。
- (2) 持有該公司之股份超過百分之10之股東。  
計算百分之10持股應併計配偶、未成年子女、及利用他人名義持股之部分。
- (3) 基於職業或控制關係獲悉消息之人。
- ① 本款涵蓋廣泛，應基於「私取理論」為認定，故凡是基於工作關係獲得發行公司重大消息之人均屬之<sup>4</sup>。惟此認定涵蓋範圍可能過廣，另有學者認為，「基於職業關係獲悉消息」應以其職業內容具備得以獲悉消息之預見可能性，但不限於以該職業之遂行與內部消息有直接關係者<sup>5</sup>。
  - ② 一般指受公司委任處理事務的專業人士如律師、會計師、建築師、財務分析師、證券承銷商等，因辦理與公司有關之業務知悉公司重大消息。
  - ③ 「員工」因職務獲悉消息者也包括在內，員工也不以高階員工為限<sup>6</sup>。
  - ④ 證券商受託辦理股務人員、證交所辦理交易人員、政府機關辦理有關公司財務、市場管理業務之人員<sup>7</sup>、央行官員、知悉公司將遭搜索之司法警察<sup>8</sup>。
  - ⑤ 控制關係指控制發行公司業務經營、或重要人事之人，例如關係企業的控制公司。
- (4) 喪失前三款身分後，未滿六個月者。
- (5) 第22-2條第3項<sup>9</sup>受益所有人之規定準用於本條第1項第1款、第2款、及喪失身分後未滿六個月之人：
- ① 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其配偶名下、未成年子女名下及利用他人名義持有之持股，均受規範，即使在內部人喪失身分後未滿六個月，其配偶名下、未成年子女名下及利用他人名義持有之持股，仍受規範。
  - ② 持股百分之10股東其配偶名下、未成年子女名下及利用他人名義持有之持股，均受規範，即使在大股東喪失身分後未滿六個月，其配偶名下、未成年子女名下及利用

3 財政部77年台財證(二)字第08954號函。

4 財政部78年台財證(二)字第14860號函。

5 賴源河，證券交易法之公平機制，月旦法學雜誌，第1期，1995年5月，頁93。

6 賴英照，最新證券交易法解析，2017年9月，頁445。

7 劉連煜，現代證券交易法實例研習，2019年9月，頁565。

8 最高法院101年度台上字第5924號判決。

9 第22-2條第3項：「第一項之人持有之股票，包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者。」

他人名義持有之持股，仍受規範。

- ③注意配偶、未成年子女、利用他人名義持有之持股部分應併計入計算百分之10股東持股。
- ④如內部人係利用配偶、未成年子女、他人名義持股並從事內線交易，實質上是利用人頭而為犯罪行為，內部人應負內線交易刑責，而受利用的配偶是否構成犯罪，應視其是否知情而定<sup>10</sup>。
- ⑤內部人獲悉內線消息之後如未買賣股票，其配偶或未成年子女如未從內部人獲悉消息，買賣股票並不違法<sup>11</sup>。
- (6)從前四款所列之人獲悉消息之人。(消息受領人)
  - ①消息受領人通常是與公司無信賴關係、甚至毫無關連之人，因緣際會從前四款的公司內部人(消息傳遞者)處取得公司內部消息，並私取公司內部消息進行交易，圖謀私利。
  - ②消息受領人私取內線消息進行交易，負本條民刑事責任。惟消息傳遞者若僅為傳遞消息，並未自己交易公司股票，則除非與消息受領人間成立共犯或共同正犯，否則不負刑事責任，僅依本條第4項負民事連帶賠償責任<sup>12</sup>。

**爭點1 消息傳遞者責任，是否限於消息傳遞者「故意」違反洩密義務方構成，倘消息傳遞者是基於過失或重大過失傳遞消息，則其責任為何？**

(一)問題意識

- 1.此問題也涉及內線交易法理基礎究竟是採「市場論」或「關係論」的問題，基於關係論，消息傳遞者於傳遞消息時有違反信賴關係，才會有責任；但如果基於市場論，消息傳遞者於消息傳遞後即發生違反市場公平性之問題，不以違反信賴關係為前提。所以本質上此爭點是兩種論述之爭。
- 2.美國法上傾向「關係論」，故消息傳遞責任要件為：
  - (1)內部人違反受任人之信賴義務而洩密。
  - (2)消息受領人明知或可得而知內部人違反信賴義務。
  - (3)內部人直接或間接圖謀個人利益而傳遞消息。
- 3.但我國實務多數見解與美國法不同，係傾向「市場論」，故於此類案例在市場論下如何解釋適用，即生問題。

(二)肯定說

美國法與我國學說見解認為消息傳遞者違反義務傳遞消息，方構成消息受領人責任，此

<sup>10</sup> 臺灣高等法院臺南分院89年度上易字第345號判決。

<sup>11</sup> 賴英照，最新證券交易法解析，2017年9月，頁450。

<sup>12</sup> 第157-1條第4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。」

見解係基於「關係論」，理由如下：

1. 美國法上<sup>13</sup>認為該案消息傳遞者係為揭露內部的詐欺陰謀而將消息傳遞予被告，並非為圖謀自己或他人私利，也未違反義務而洩密，故**不構成消息傳遞者責任**，則基於消息傳遞理論，消息受領人的責任是衍生責任、是從消息傳遞者而來的，所以**消息受領人也不構成責任**。
2. 此部份也牽涉到，前述美國消息傳遞理論之三要件，是否也應適用於我國法構成本款之判斷依據？學說見解亦予肯定，故此一問題，在我國法下應以「關係論」為基礎，**方能顯現消息受領人責任是從屬的、衍生的責任性質**。否則我國法要求消息傳遞者與受領人間應負連帶責任，則無依據<sup>14</sup>。
3. 從本條第4項文意解釋來看，並未就主觀要件有所規定，故解釋上應僅限於違反受託人義務而傳遞消息方構成本款責任，違反受託人義務之情形不限於故意，故我國亦包含抽象轉過失之情形。<sup>15</sup>

#### (三) 否定說

惟法院實務有不同見解：「就法條文義本身而言，未要求獲悉消息之人需與前4款所列之人對於內線消息之傳遞有共同認識，亦**不要求雙方需有特定信賴關係且消息受領人進行有價證券買賣違反其對於資訊提供者之忠實義務甚明**。」「有關於內部人範圍之界定，並非以信賴關係為基礎；至於於99年修法時更將公司債納入規範，而因董事對於債券持有人本不具有信賴義務，故從此修正更足見證券交易法規走向健全市場理論之傾向。又我國證券交易法禁止詐欺、隱匿之規定係規範於第20條，然而第157條之1禁止內線交易之規定完全未有類似聯邦證管會Rule10b-5反詐欺、反操縱之文字，更足認我國內線交易罪之成立，與美國法不同，本不以違反信賴義務為前提。」臺灣高等法院107年度金上訴字第18號刑事判決參照。

#### (四) 結論

如依照第一說美國實務與學說見解，若傳遞者非基於故意違反義務傳遞消息，則不負傳遞者責任，同而，消息受領人也不負內線交易責任。若採第二說實務見解，消息受領人責任之成立不以消息傳遞者違反信賴義務為要件，故縱使消息傳遞者不負內線交易責任，消息受領人仍須負責。但依照法院實務的操作，可能還會有消息傳遞者未違反義務無需負責、但消息受領人之交易違反市場公平性，仍須負責之選項<sup>16</sup>。

13 Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983).

14 劉連煜，現代證券交易法實例研習，2019年9月，頁548。

15 劉連煜，內線交易消息受領人責任是從屬的（衍生的）責任還是獨立的責任？月旦法學教室，2021年6月，頁27。

16 但如果以法院採取「市場論」的觀點來看，雖消息傳遞者在高等法院107年度金上訴字第18號刑事判決該案並未違反信賴關係，但因為不是採關係論，則結果變成只要有洩密結果則消息傳遞者也需要負連帶責任（加上本條第4項也沒有消息傳遞者「違反義務」的要件），所以法院見解傾向消息傳遞者未違反義務、仍有責任。然而，該案原告投保中心並未對消息傳遞者求償，可能是擔心株連太廣，由此案例可見，我國法究竟是採市場論或關係論為基礎，仍有擺盪、檢討空間。劉連煜，現代證券交易法實例研習，2019年9月，頁550-551。

## ● 爭點2 間接消息受領人是否構成內線交易

### (一) 肯定說

1. 法條文義亦能涵蓋間接受領人。
2. 依立法目的，仍有違反市場公平性問題，仍有管制必要。
3. 美國實務有納入間接消息受領人。
4. 防範脫法行爲。
5. 在消息傳遞者違反義務洩露消息下，使之與間接消息受領人同負民事責任，並無不妥。

### (二) 否定說

1. 法條文義解釋，僅及於直接受領人。
2. 間接受領消息會於消息傳遞之過程中喪失可信度。
3. 對於間接受領人之內線交易民事連帶責任，亦要求消息傳遞者負責，對消息傳遞者而言不具可預見性。

### (三) 小結

學說多數見解採肯定說，惟採肯定說之結果於刑事責任中可能有罪刑法定主義之構成要件明確性問題。近年有實務見解採肯定說，認為本款包含間接消息受領人<sup>17</sup>。

## ● 爭點3 政府官員基於職業獲悉影響整體證券市場之消息，是否為因職業關係獲悉消息之人？

### (一) 否定說

依信賴關係理論，公務員非公司的受任人，對於股東不負信賴義務，不在第157-1條規範範圍內。

### (二) 肯定說

依私取理論，公務員受人民託付辦理公共政策，對政府負有忠誠義務，而私取未公開消息牟利是對政府的欺騙行爲，自應受條規範。

### (三) 小結

民國95年修正本條之修法理由已明文將「公共政策」列入重大消息之規範，故政府官員執行公共政策而知悉重大消息，自應受內線交易之規範<sup>18</sup>。實務見解亦採肯定說<sup>19</sup>。

## ● 爭點4 「法人」是否為內線交易主體？

### (一) 否定說

實務見解有認為法人不能為內線交易主體，如98台上1850號判決認為「上訴人雖係千興不銹鋼公司及千興投資公司之董事長，但其知悉千興不銹鋼公司將向法院聲請重整之有重大影響股票價格之消息後，在該消息未公開前，接續賣出之千興不銹鋼公司股票，並非其個

17 臺灣臺北地方法院107年度金訴字第43號。最高法院99年度台上字第922號判決亦有類似見解。

18 同見解參劉連煜，現代證券交易法實例研習，2019年9月，頁566。

19 最高法院99年度台上字第922號判決。台灣高等法院99年度重金上更(一)字第2號判決。

人所有，而係千興投資公司所有，乃原判決竟認上訴人所為有違上述『內部人內線交易禁止』之規定，其適用法則自有未當。」亦有以法人無法執行職務，不可能獲悉內線消息，故不適用內線交易規定。

#### (二)肯定說

有學說、實務見解認為，我國通說採法人實在說，且依證交法第179條規定，「法人違反本法之規定者，依本章各條之規定處罰其為行為之負責人。」故法人可為內線交易主體，僅違反時由行為人代罰。而最高法院106年度台上字第2188號刑事判決更進一步表示：「證券交易法第179條第1項規定：「法人違反本法之規定者，依本章各條之規定處罰其為行為之負責人」，既規定係處罰「為行為」之負責人，即非代罰或轉嫁性質。因此，凡「參與」該違法行為之法人董事長或董事，即應論以證券交易法相關規定之罪責。」至於法人如何「知悉」內線消息，應以法人業務執行機關、代行法人董監事職務之自然人代表知悉內線消息時，即可推定法人知悉該內線消息。<sup>20</sup>

#### (三)小結

應採肯定說。

### ● 爭點5 公司買回自己股票是否構成內線交易？

(一)於獲悉重大消息後，公司經營者使公司買回公司自己股票時，似仍有違反市場公平性之問題，惟公司自身並非第157-1規範主體，則遇此問題應如何適用？

(二)此問題涉及內線交易基本法理衝突，如依信賴關係理論，內線交易具防止內部人牟取私利之目的，則公司自身買賣股票如係為公司自己牟取利益，則似無從依內線交易禁止其買賣行為。但如從市場論角度以觀，公司知悉重大消息後未即時公開，反而自己買賣有價證券，對於為相反買賣之公司投資人或股東，自仍有違反市場公平性的問題，而將損害投資人對於市場與公司之信賴。美國法上亦有將「發行人」列入規範範圍。

(三)惟我國法下，內線交易仍有罪刑法定主義之問題，將公司納入內線交易規範主體顯逾法條文義之規範範疇，故若肯定公司買回自己股票應有內線交易之適用，則應從修法著手。

## 【高點法律專班】

20 郭大維，法人是否為證券交易法內線交易之規範主體，月旦法學教室，2016年2月，頁23。