

内幕(线)交易之行为主体的 理论与实务

——台湾最新案例研析

刘连煜*

摘要:台湾“证券交易法”规定六种人皆是禁止为内(幕)线交易之人,亦即一般所通称之“内部人”(insider)。为何有此六种人之规定?在这六种人中,其适用范围究竟如何?理论基础又何在?值得详细探究。因为这牵涉法律的正确解释适用,故必须正视。

关键词:内幕交易 内线交易 “戒绝交易,否则公开”理论 私取理论 消息传递责任理论

一、内线交易理论与内部人范围

(一)问题之说明

大陆地区“内幕交易”一词,在台湾普遍称为内线交易。以下为行文方便,统一以内线交易称之。按证券市场之内线交易(insider trading)行为是否

* 台湾政治大学法学院专任教授、台湾证券交易所公益董事;美国哈佛大学法学硕士(LLM)、斯坦福大学法学博士(JSD)。

应以法律规范加以禁止?如答案是肯定的,则应如何加以规范?此类相关问题,从来即是西方证券法律与经济学者所热烈争辩的战场。^①虽然理论的争辩还在进行,但近年来世界上各主要国家(地区)已纷纷对内部人交易立法加以禁止。^②台湾“证券交易法”对内部人利用内部消息从事买卖,原无特别责任之规定。1988年“证券交易法”修正时,针对此种情形,参考美国立法例增订第157条,明文禁止此种利用内部消息买卖公司股票之行为。^③其后再经数度修正后,该条现行文字为:

“下列各款之人,实际知悉发行股票公司有重大影响其股票价格之消息时,在该消息明确后,未公开前或公开后十八小时内,不得对该公司之上市或在证券商营业处所买卖之股票,自行或以他人名义买入或卖出:

一、该公司之董事、监察人、经理人及依公司法第二十七条第一项规定受指定代表行使职务之自然人。

二、持有该公司之股份超过百分之十之股东。

三、基于职业或控制关系获悉消息之人。

四、丧失前三款身份后,未满六个月者。

五、从前四款所列之人获悉消息之人。

前项各款所定之人,实际知悉发行股票公司有重大影响其支付本息能力之消息时,在该消息明确后,未公开前或公开后十八小时内,不得对该公司之上市或在证券商营业处所买卖之非股权性质之公司债,

^① 关于内线交易理论上的争辩,美国学界之论著可谓汗牛充栋。See e. g., Kenneth E. Scott, *Insider Trading: Rule10b-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. 本研究除于相关部分加以介绍外,于此不一一引述;台湾地区有关之讨论,请参见赖英照:《股市游戏规则——最新证券交易法解析》,2011年自刊,第445~471页;武永生:“证券市场内线交易之意义与利弊——法律与经济之分析”,载《证券市场发展季刊》第22期,第367~398页;罗怡德:“禁止‘内部人交易’之经济理论分析”,载《企业组织法论集》[辅仁大学法学丛书,专论类(14)],1992年版,第245页以下。

^② 台湾地区之介绍文献,请参见余雪明:“内部人交易管理的新发展”,载《证券管理》(第七卷第四期),1989年版,第2~13页。

^③ 请参见1988年“行政院”证券交易法修正草案之修正理由。

自行或以他人名义卖出。

违反第一项或前项规定者,对于当日善意从事相反买卖之人买入或卖出该证券之价格,与消息公开后十个营业日收盘平均价格之差额,负损害赔偿责任;其情节重大者,法院得依善意从事相反买卖之人之请求,将赔偿额提高至三倍;其情节轻微者,法院得减轻赔偿金额。

第一项第五款之人,对于前项损害赔偿,应与第一项第一款至第四款提供消息之人,负连带赔偿责任。但第一项第一款至第四款提供消息之人有正当理由相信消息已公开者,不负赔偿责任。

第一项所称有重大影响其股票价格之消息,指涉及公司之财务、业务或该证券之市场供求、公开收购,其具体内容对其股票价格有重大影响,或对正当投资人之投资决定有重要影响之消息;其范围及公开方式等相关事项之办法,由主管机关定之。

第二项所定有重大影响其支付本息能力之消息,其范围及公开方式等相关事项之办法,由主管机关定之。

第二十二条之二第三项规定,于第一项第一款、第二款,准用之;其于身份丧失后未满六个月者,亦同。第二十条第四项规定,于第二项从事相反买卖之人,准用之。”^④

从上述条文第一项对内部人所为之界定观之,其范围不可谓不广泛。大略言之,有六种人系台湾法所称之内部人:(1)公司之董事、监察人、经理人及依公司法第27条第1项规定受指定代表行使职务之自然人。(2)持有公司股份超过百分之十之大股东。(3)基于职业(如从事律师、会计师、承销商等职务或业务)或控制关系(如关系企业中因控制公司与从属公司之关系)而获悉消息之人。(4)丧失身份未满六个月之内部人。(5)消息受领人。(6)公司董事、监察人、经理人及大股东之配偶、未成年子女及为其持有股票之人。(应注意者,此种情形,负内线交易法律责任之人应仍为董监经理人及大股东本身)。

以上六种人皆是本条禁止为内线交易之人,亦即一般所通称之“内部人”(insider)。为何有此六种人?在这六种人中,其适用范围究

^④ 按“证券交易法”第171条规定,违反第157条之1第1项之规定者,处三年以上十年以下有期徒刑,得并科新台币一千万以上二亿元以下罚金。

竟如何,理论基础又何在?值得详细探究。因为这牵涉法律的正确解释适用,故必须正视。

在开始探究相关理论前,应先指出者,台湾现行“证交法”上的内线交易罪行为主体不包含“因犯罪而获得内线消息之人”。例如,窃贼趁夜黑风高时潜入公司董事会秘书处窃取董事会刚刚开会决议之重大内线消息后,随即在消息未公开前于市场上买卖股票,唯由于该窃贼并不具备内线交易罪的行为主体身份,除非与其他具行为主体身份之内线交易行为人有共同正犯或共犯之关系(刑法第31条第1项参照),否则对该窃贼并无法如有些国家立法一样以内线交易罪相绳(参阅欧盟于2003年1月28日公布之关于内线交易与操纵市场之指令第2条第1项(d)款)。此外,近来台湾地区司法判决理由书中很多提及“证券交易法”第157条之一第1项所欲规范之对象行为主体均为自然人,并不包括法人。^⑤关于此一论点本研究殊难认同。因台湾“公司法”本允许法人充当董事、监察人(公司法第27条参照),如法人董监事违反内线交易规范,自可依同法第179条处罚其为行为之人,不构成自由刑难以执行之问题。或许此项错误见解,与公司法人本身在现行法下交易自家股票不构成内线交易相混淆有关,应速改正。

所幸,台湾地区“最高法院”99年度台上第1153号刑事判决,似已注意台湾地区“最高法院”先前此一见解之不当,而认为:“上诉人系股票上市之全坤兴业公司总经理,负责综理全坤兴业公司之工务、会计、管理、财务、发展等部门之业务,为原判决所认定,属该条犯罪之主体,并无违误。至于该条犯罪所卖出之股票,究属何人所有,并不影响犯罪之成立。上诉意旨……以卖出之股票非上诉人个人所有,即非该条之犯罪主体云云(上诉人抗辩略谓:“证券交易法”第157条之一第一项之犯罪主体,系同条第一款四种特别身份之自然人,原判决认定上诉人系出卖保鑫、全毅、元创及合家四家持有之全坤兴业公司之股票,该股票并非上诉人个人所有,自非该条之犯罪主体。),殊属误解。”

按禁止内线交易之原理,法理上大体上有两个形成对照之不同主

^⑤ 例如台湾地区“最高法院”98年度台上字第1850号判决;台湾台北地方法院98年度金重诉字第12号刑事判决。

轴。一个主轴系以“关系”为基础 (relationship - based) 加以建构而成; 另一个则系以“市场”为根基 (market - based) 所形塑的理论。申言之, 前者系聚焦公司个体关系 (micro focus) 为立论基础。而且, 此一“关系论”之理论, 描述内线交易是信赖关系 (fiduciary relationship) 之信赖与信心之违反。后者, 则系着眼市场总体观点 (macro focus), 并强调保护证券市场信息有效率及公平的流通。另外, 此一“市场论”之理论, 主张禁止内线交易并非专为保护个别公司利益, 反而是为维护投资者之信心及借此维系市场之流动性 (liquidity) 与资源之有效率配置。再者, “市场论”并且强调市场投资人应相对的有公平的机会接触信息, 以维持公平交易。^⑥ 关此理论争议, 一直执证券法牛耳的美国, 究竟采取何种见解? 本研究拟先予剖析, 再回头探讨台湾法之立场。

(二) 内线交易相关理论的介绍

现行美国法上禁止内部人交易的法则, 除了起源于该国判例法上之诈欺 (fraud) 及受任人义务 (fiduciary duty) 等观念外, 最主要还是源自其 1934 年“证券交易法” (the Securities Exchange Act of 1934) 中之两个条款及其相关之行政命令。亦即: (1) 1934 年证券交易法第 10 条 b 项及依据此条项所颁布之 10b - 5 规则 (Rule 10b - 5), 以及 (2) 同法第 14 条 e 项及依据此条项所颁行之 14e - 3 规则 (Rule 14e - 3)。^⑦ 以下仅就相关理论依序介绍如次:

1. “戒绝交易, 否则公开”理论 (abstain or disclose theory; 或称信息平等理论)

这一理论主张取得公司内部信息之人, 只有两个选择。第一个是揭露该项消息; 第二个则是不利用该项消息从事公司股票买卖。换言之, 取得内部信息的人, 必须在这两条路之间作一抉择。^⑧ 此一理论早

^⑥ Niamh Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, 2004, at 739 - 741.

^⑦ Olson, Sturc, and Lins, *The Law of Insider Trading under the 1934 Act: Section 10 (b) and 14 (e)*, Gibson, Dunn & Crutcher, (1990), at 2. 关于 Rule 10b - 5 及 Rule 14e - 3 的介绍, 于后详述; 并请参见刘连煜, “内部人交易中消息受领人之责任”, 载《公司法理论与判决研究》(一), 1995 年自刊, 第 286 - 290 页。

^⑧ See Loss, *Fundamentals of Securities Regulation* (1988 ed.) at 729 et seq.

在1961年即为美国证监会(SEC;联邦证券管理委员会)在 *In Re Cady Roberts & Co.*^⑨之处分案中所采取。^⑩ 美国证监会此一主张,嗣后更得到了第二巡回法院在 *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*^⑪一案的支持。在该案中,法院更进一步确认,Rule 10b-5^⑫要求“任何人如有途径接触公司重大且未公开之消息者”(anyone with access to material, non-public corporate information),必须遵守“公开此一消息,否则不利用该信息从事交易”之法则。^⑬ 易言之,此说十分强调“信息平等”(informational equality)理论。

2. 受托人义务理论(fiduciary duty theory;或称信赖关系理论)

对于“戒绝交易,否则公开”之理论,许多人认为适用的结果,可能产生内部人所涵盖之范围过大的弊端。因此,法律界便努力缩小内部人的范围。在1980年美国联邦最高法院所作之 *Chiarella v. United States*^⑭判决,即是此一思潮下之重要成果。

在 *Chiarella* 一案中, *Chiarella* 为一家财务印刷公司之员工,该财务印刷公司受委托制作某购并案件中所需之公开揭露文件。虽然在该购

⑨ 40 S. E. C. 907 (SEC 1961).

⑩ See Langevoort, *Insider Trading Regulation*, (1990 ed.), at 4-5.

⑪ 401 F. 2d 833 (2nd Cir. 1968), cert. denied sub nom. *Coates v. SEC*, 394.

⑫ Rule 10b-5 全文之中译如下:“任何人不得直接或间接利用州际商务工具或邮件或全国性证券交易所之设备,在买卖证券之过程中,为下列行为:

(1) 使用任何方法、计划、或技巧从事诈欺。

(2) 对重要事实作不实陈述,或省略某些重要事实之陈述,以致在当时实际情形下产生引人误导之效果。或

(3) 从事任何行为、业务或商业活动,而对他人造成诈欺或欺骗之情事者”。

其原文如下:“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,

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

(2) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(3) 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 any security.”

⑬ Olson, Sturc, and Lins, *supra* note 7, at 5.

⑭ 445 U. S. 222 (1980).

并案文件里对目标公司(target company)系以代号表示,但被告 Chiarella 却从公开揭露文件中,拼凑猜出该目标公司之名称,继而私下购入该目标公司股票而获利。联邦最高法院在本案中认为,仅在“揭露,否则戒绝交易”之义务下,方有内部人交易责任的适用。而是否有“揭露,否则戒绝交易”之义务,则端视系争被告是否对市场交易人(marketplace traders)负有受任人或信托人义务,或是基于其他类似信赖关系所产生之义务而定。本案中,既然 Chiarella 只是印刷厂之员工,其对市场交易人并不具此等特殊关系或身份、地位(position),因此法院认为 Chiarella 不负此“揭露,否则戒绝交易”之义务,从而 Chiarella 之行为并不成罪。

按“受任人义务”之理论的精华,一言以蔽之,即在于认为只有具受任人义务或其他的信赖关系时,方存有揭露、公开等告知交易对手的义务。违反此等揭露义务而为交易才成立诈欺,也才构成法律所欲禁止之内线交易,因此,大大缩小了最早之“戒绝交易,否则公开”理论下内部人的范围。此外,值得注意的是,在 Chiarella 一案中,联邦最高法院认为此种受任人义务,一向只存于公司的董事、具控制权的大股东以及重要职员等内部人员身上,其他人则无。

3. 私取理论(misappropriation theory)

事实上,在 Chiarella 一案中,首席大法官 Burger 并不同意最高法院多数的见解。Burger 的见解,后来被认为是美国证监会所力倡之私取理论最先的基石。¹⁵ Burger 大法官认为,任何人以不法手段所取得之重要且非公开信息,应负有与内部人相同之义务,亦即必须公开此等被私吞(misappropriated)之消息,否则即不应利用此一信息以从事交易。准此,Burger 氏认为,Chiarella 一案之被告 Chiarella 从其雇主(即财务印刷公司)偷窃了系争信息,并进而加以利用以获利,因此当然违反了其对雇主之义务,故应负违反内部人交易规定之罪责。

私取理论在 Chiarella 一案判决之后,得到第二巡回法院在其一连

¹⁵ See Note, *The Misappropriation Theory in Light of Carpenter and the Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988*, 17 *Pepperdine L. Rev.* 185, 192 (1989); Phillips & Lavoie, *The SEC's Proposed Insider Trading Legislation: Insider Trading Controls, Corporate Secrecy, and Full Disclosure*, 39 *Ala. L. Rev.* 439, 451 (1988).

串案子明白的支持。其中, *United States v. Newman* ^{①⑥}更是首开其先河的案例。在该案,一家投资银行的两位职员利用其所私吞之购并消息,私下购买系争目标公司之股份以获利。第二巡回法院在本案认为,违反 Rule 10b-5 之责任的成立,并不见得需要对系争证券之“买方”或“卖方”有加害的事实方足构成 Rule 10b-5 上诈欺之行为。因此,就本案而言,适用内部人交易之私取理论的结果,亦应同样地认为,虽然系争投资银行与该投资银行的客户,皆并非本案目标公司股份买卖之“买方”或“卖方”,但由于被告偷窃了极为秘密之“并购的消息”(takeover information),故亦应同样承担违反内部人交易之刑责。

另外,稍后在 *SEC v. Musella* ^{①⑦}一案,法院也明白肯认私取理论。该案法院明白指出,法律事务所之受雇人(employees)对其事务所及其客户均负有受任人之忠实注意义务(fiduciary duty;亦可译为受任人之忠诚义务)。同样的,在 *SEC v. Materia* ^{①⑧}一案中,其案情与前述之 *Chiarella* 一案甚为相似,被告皆藉由所承印文件,推敲出拟议中之购并案的可能目标公司,并进而私下购买其股票以获利。该案之第二巡回法院认为:“任何人违反受任人忠诚义务私吞未公开之信息,并据以买卖股票图利,应属违反 1934 年证券交易法第 10 条 b 项以及据此所颁布之行政命令 Rule 10b-5”。^{①⑨}论者亦明白指出,在 20 世纪 80 年代,私取理论已成为美国证监会制裁内部人交易的一项最重要利器。^{②⑩}至于联邦最高法院对此理论之立场如何呢?颇富盛名之 *Carpenter* 案例^{②⑪}提供了关键性的解答。

在 *Carpenter* 一案,华尔街日报(*Wall Street Journal*)一位名为

①⑥ 664 F. 2d 12 (2nd Cir. 1981), cert. denied, 464 U. S. 863 (1983).

①⑦ 578 F. Supp. 425 (S. D. N. Y. 1984).

①⑧ 745 F. 2d 197 (2nd Cir. 1984), cert. denied, 471 U. S. 1053 (1985).

①⑨ Id. at 203.

②⑩ See *Sturc & Korostoff, The Misappropriation Theory: Its Evolution and Application (Outline, Apr. 27, 1987)*, reprinted in *Securities Enforcement Institute 1987 (Practicing Law Institute 1987)*; *Phillips & Lavoie, supra note 15*, at 452. 按美国证监会对有名之 *Dennis Levine* 以及 *Ivan Boesky* 内线交易案,即大部分依据私取理论加以追诉。有关 *Levine* 以及 *Boesky* 案情的介绍,台湾地区介绍文字请见余雪明:“内部人交易管理的新发展”,载《证券管理》(第七卷第四期),第 3 页。

②⑪ *United States v. Carpenter*, 484 U. S. 19 (1987).

Carpenter 的记者,其原负责撰写该报一个叫做“马路消息”(Heard on the Street)的专栏。被告被控泄露有关该专栏的内容及其刊登的时间给股票经纪商,使经纪商得在刊载之前,利用该信息买卖有关公司之股票图利,并将所获利益之部分,给付该名记者,以作为报偿。本案在第一级审理法院时,被判违反“邮件及电讯诈欺法”(Mail and Wire Fraud Statutes)以及“‘证券交易法’第 10 条 b 项及规则 10b-5”(Section 10b and Rule 10b-5)。^② 被告不服,向第二巡回法院提出上诉。被告上诉之理由,其中一部分主张,私取理论不能适用于本案,因为系争之信息是从雇主(即华尔街日报)所偷得,并非从交易市场之任何参与者手中所窃得,因此主张其行为应不成罪。唯被告所辩并不为第二巡回法院所采纳,仍判定被告有罪。^③ 至于私取理论的争辩,第二巡回法院明白拒绝被告所主张私取理论只适用于内部人的见解。相反的,该院认为“私取理论事实上禁止内部人‘或其他人’(or others)强占(convert)重要且尚非公开消息以买卖证券”。^④ 因为该法院以为,“投资大众遭受由‘非内部人,但为侵占消息人’(noninside misappropriators)所带来诈欺之恶害,与由内部人所引起之诈欺之恶害,应是相同的”。^⑤ 毫无疑问的,第二巡回法院对适用私取理论所阐释之见解,使得私取理论的发展,达致其最高的顶点。

最后,联邦最高法院对 Carpenter 一案的判决是,全体大法官一致认为被告违反了《邮件及电讯诈欺法》,故维持了被告有罪的判决。本案也因此确认《邮件及电讯诈欺法》可做为处罚内部人交易的依据。唯值得注意的是,联邦最高法院对于本案被告是否违反 1934 年证券交易法第 10 条 b 项及规则 10b-5(Rule 10b-5)之证券法律上的重要问题,支持与反对者则各有四位大法官,因此本案最后判决中并未对此有任何正式之意见,可供参考。^⑥

因为联邦最高法院对私取理论态度的模棱两可,致使私取理论的存

^② United States v. Winans, 612 F. Supp. 827 (S. D. N. Y. 1985).

^③ United States v. Carpenter, 791 F. 2d 1024 (2nd Cir. 1986).

^④ 91 F. 2d at 1029. (按本文内划双括号部分为法院所强调,并非笔者所自划。)

^⑤ Id. at 1032.

^⑥ See Olson, Sturc, and Lins, supra note 7, at 33.

废又陷入争执。然而,值得注意的是,Carpenter 案例出现之后,巡回法院以外之许多其他法院,皆仍明示或默示地支持私取理论。^⑳ 因此可见,私取理论在 Carpenter 案件之后,实务上非但仍存在而且在某些案例还颇有进展。^㉑ 有趣的是,在一个 1990 年的案例里(即 SEC v. Callahan),^㉒其所涉及的事实与 Carpenter 一案异常地相似。一家印刷公司涉嫌将商业周刊(Business Week)中之“华尔街内幕”(Inside Wall Street)专栏的内容,于出刊前将其透露予他人,并据此消息买卖股票以图私利。在本案,该地区法院明白地适用私取理论,将涉案之印刷公司员工与经纪商,以违反 1934 年证券交易法第 10 条 b 项及规则 10b-5 法办。

此外,值得一提的是,美国《1988 年禁止内部人交易与证券诈欺执行法》(the Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988)^㉓的立法历史数据里,也支持禁止内部人交易之私取理论,另外并明指:“此一理论应是第 10 条 b 项及规则 10b-5 所欲涵盖者”。^㉔ 是以,司法实务如欲否认美国证监会所力主之私取理论,其可能性已微乎其微。1997 年 United States v. O' Hagan 案,^㉕联邦最高法院终于明确采用私取理论。

1988 年 7 月,Grand Metropolitan PLC 公司为并购明尼苏达州的 Pillsbury 公司,委任 Dorsey & Whitney 律师事务所为法律顾问。被告 O' Hagan 系合伙律师,虽未直接承办该并购案,但获悉拟议中之并购案。O' Hagan 在本案发布公开收购股权要约(tender offer)前,陆续买进 Pillsbury 公司股票先买权(call options)。同年 10 月 4 日并购案宣布后,股价大涨,被告卖出持股获利逾四三〇万美元。

在本案,联邦最高法院指出,“私取理论系为防止有途径接触揭露

^⑳ See e. g., SEC v. Clark, 669 F. Supp. 839 (W. D. Wash, 1988), aff'd [1990 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 95,501 (9th Cir. Sept. 24, 1990); U. S. v. Elliott, 711 F. Supp. 425 (N. D. Ill. 1989).

^㉑ Olson, Sturc, and Lins, supra note 7, at 50-51.

^㉒ SEC v. Callahan, et al., No. 90-0124 (C. D. Cal. July 12, 1990).

^㉓ Pub. L. No. 100-704, 102 Stat. 4677 (1988).

^㉔ See H. R. Rep. No. 910, 100th Cong., 2d Sess. 7 (1988), reprinted in 1988 U. S. Code Cong. & Admin. News (102 Stat.), at 10.

^㉕ 521 U. S. 642, 117 S. Ct. 2199, 138 L. Ed. 2d 724 (1997).

后会影 响证券价格之内线消息,但对于该公司股东却不负受任人义务或其他义务的公司外部人不当使用消息之情形,以维护证券市场的正直性”。^③ 因此,联邦最高法院认为,本案获悉影响证券价格之内线消息的公司外部人(即被告 O' Hagan),虽与交易相对人无所谓忠诚及信赖关系,但因对“消息来源”(source of information;在本案为其律师事务所及 Grand Metropolitan)的忠诚及信赖义务有所违背,且事前亦未揭露其欲藉此消息买卖证券,竟图谋私利,其行为系属违反第 10 条 b 项及 Rule 10b-5 的诈欺行为。^④

综上可知,私取理论已是美国法上查缉内部人交易的一项利器。而其理论之精髓即在于认为,类如 Carpenter, O' Hagan 案件中被告的行为,已构成对其雇主资产、消息来源之私自侵吞。凡此行为即可构成违反内部人交易之责任。准此,依据私取理论,行为人并不需要对系争证券之发行公司或股东负有受任人之忠诚义务,才有可能构成内部人交易之责任。只要违反了其雇主之工作规定或保守秘密之政策,^⑤将其自“消息来源”所获取之机密消息据为己有,不当使用该项信息,即为已足。简言之,受雇人违反了其对雇主之忠诚义务且据以交易图利,便可构成内部人交易的责任。

应注意者,其实 O' Hagan 案后,如何适用私取理论界定内部人范围并不十分清楚及容易(如客户与其股票经纪商间的关系有无适用?)。^⑥ 为澄清家族或个人关系下如何适用私取理论,美国证监会特别在二〇〇〇年订定 Rule 10b5-2,企图解决“在如何之关系下,才能成立私取理论下的信赖关系”。Rule 10b5-2 规定三种非排他性

^③ 其原文为:“The misappropriation theory is thus designed to protect the integrity of the securities markets against abuses by outsiders to a corporation who have access to confidential information that will affect the corporation's security price when revealed, but who owe no fiduciary or other duty to that corporation's shareholders.”

^④ See Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, (fourth ed., 2002), at 652.

^⑤ 参见陈松兴:“规范内部人交易的理论基础与最新立法方向(下)”,载《证券管理》(第八卷第六期),1990年版,第11页。

^⑥ See Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, (revised fifth ed., 2006), at 539-543.

(nonexclusive)的情形,可构成违反信赖关系下的义务:

- (1) 当消息之受领者同意对其所获知之消息保密时;
- (2) 当消息来源及其消息之受领者间存有互相保密的历史、模式或经验,使得消息之受领者明知或可得而知消息来源对之有保密期待时;以及
- (3) 当消息受领者自其配偶、父母、子女或手足取得消息时;除非消息受领者可证明其不知,亦无合理的理由应知,该取得之消息被预期应保密,而且亦无实际之保密约定存在者。

Rule 10b5-2 订定后,论者有认为该规则扩大了私取理论的适用范围,^⑧但也有怀疑其实际效果者,^⑨未有定论。其未来对美国司法实务认定私取理论下之内部人范围的影响,值得进一步观察。

2009年 SEC v. Cuban^⑩一案,似值得特别注意。本案事实为:于2004年3月,被告系持股6.3%之Mama.com公司股东,获Mama.com公司执行长电话通知公司将私募增资(PIPE offering)并邀请其参加此次增资。谈话一开始,被告当时就承诺保密,但其通话中表示不喜欢此一私募计划,因为此计划会稀释股权,并表示:“好了,这下我被拴(卡)住了,我不能卖了”(Well, now I'm screwed. I can't sell)。其后,被告又经本案之投资银行提供了一些有关此一增资计划的额外机密消息。Mama.com公司执行长根据他的响应,认为被告不会在私募消息公布前出售持股,但被告却在消息公布前将所有持股出售完毕。前揭增资消息公布后该股下跌,美国证监会认为被告避免损失共计70万美元,因而提起民事诉讼。

综观本案,其主要争点是:当事人间有无存在“信赖”以及有无“不为交易之义务”。本案德州联邦地区法院认为,依O'Hagan案,消息取得人必须对其消息来源忠实,而由此推论,在双方原不具有信赖关系或

^⑧ Rebecca S. Smith, O'Hagan Revisited: Should a Fiduciary Duty be Required under the Misappropriation Theory? 22 Ga. St. U. L. Rev., 1005, 1022 (2006).

^⑨ See e.g., Thomas M. Madden, O'Hagan, 10b5-2, Relationships and Duties, 4 Hastings Bus. L. J. 55 (2008).

^⑩ SEC v. Cuban, 2009 WL 2096166 (N.D. Tex. 2009). 至于本案进一步发展,请参见 SEC v. Cuban, No. 09-10996 (5th Cir. Sept. 21, 2010).

类似信赖关系时,应该也可以经由消息取得人之“同意”产生不为交易之义务。而且基于“同意”所产生之私取理论内线交易责任,必须行为人有以明示或默示之方式,保证保守秘密而且不以该重大消息而为交易,最后竟违反而为交易者,即属内线交易。

4. 消息传递责任理论(tipper/tippee liability)

前面所讨论之基础理论,基本上,皆集中于检讨拥有消息者本身买卖股票时,是否违反内部人交易之规定。如果拥有消息者本身并没有买卖股票,但却将此消息透露给他人(即 tippee; 消息受领人)时,则此一消息受领人的责任如何? 按如依照前述 Chiarella 案例的论点,“公开消息,否则戒绝交易”之择一义务,并非光是持有重要且非公开消息者即须担负之,而必须持有该项消息者负有受任人之忠诚义务,方有如此之择一义务。然而,在消息传递的情形,典型之消息受领人往往对任何人(包括公司及其股东)并无任何既存之忠诚、信赖的受任人义务(no pre-existing fiduciary duty)。因此,单纯依照前面所介绍之理论,似难课消息受领人内部人交易之责任。

所幸,对于消息受领人责任的问题,发生在 1983 年的 Dirks v. SEC^④ 一案提供了进一步的答案。在 Dirks 一案,涉案者 Dirks 是一名投资分析师,对于保险公司之证券分析更有专长。Dirks 自 Equity Funding 保险公司的前高级职员 Secrist 处,获知该保险公司之高阶经理人员有虚增存货之诈欺情事。Dirks 遂着手进行调查此事。其间,Dirks 并就其发现,与其客户讨论。此等客户遂出脱其手中 Equity Funding 公司的股份,以避免损失。本案后来经美国证监会以行政处分处罚 Dirks 泄露系争重要且非公开消息之行为。本案后来经联邦最高法院审理时,联邦最高法院推翻了证监会原来的行政处分。最高法院认为被告 Dirks 并没有违反规则 10b-5 (Rule 10b-5)。按其所持之理由主要是,“告知消息人”(tipper; 有译为消息传递人)(即内部人)泄密(tip)的目的,如是为了个人利益(personal benefit),则告知消息人(亦即内部人)(the insider-tipper)违反“受任人义务”之情事即可被推定(could be inferred)。而且,如果消息受领人也明知或可得而知内部人泄密系

④ 463, U. S. 646 (1983).

违反其忠诚之受任人义务时,消息受领人才应负责。换言之,消息受领人的责任是从告知消息人(即内部人)处,所衍生而来的(或传来的)(*derivative*)。假设告知消息人不违反受任人之忠诚义务而泄密时,则消息受领人应无任何责任可言。将此原则适用于本案,因为告知消息人(即 *Secrist*)告知 *Dirks* 之动机,是为了举发诈欺之不法情事而泄露消息,并非为个人利益而泄密,故基于消息受领人之责任属于传来的性质(*derivative nature*),被告 *Dirks* 当然无所谓任何义务之违反,从而亦无任何责任可言。此外,值得注意的是,前述“个人利益”(personal benefit)的解释,除了金钱利益外,像以秘密消息充作礼物(gift)给予亲朋好友,藉以提升彼此之友谊及关系,亦被解为属于个人利益的范畴。^④

综上所述,在告知消息人与消息受领人传递消息的情形,如果告知消息人泄露秘密属于不可非难之情形(for innocent reasons)或属于不慎的(*inadvertent*)情形,告知消息人与消息受领人应均无责任可言。^⑤另外,值得一提的是,*Dirks* 一案虽然不是直接涉及私取等理论,惟其与 *Chiarella* 一案一样,皆采取谨慎之限制原则以规范内线交易的问题。换言之,*Dirks* 一案亦以相关人违反受任人义务为成立责任之第一要件,^⑥此点又呈现出“关系论”之特征,同样颇值得吾人注意。

^④ 463 U. S. at 664; see also Clark, *Corporate Law*, (1986 ed.), at 325.

^⑤ Olson, Sturc, and Lins, *supra* note 7, at 18.

^⑥ *Id.* at 19. 另外,必须说明的是,虽然 *Dirks* 一案并不直接涉及“私取理论”的讨论,但 *Dirks* 一案在其著名之“附注十四”(footnote 14),由于承认“暂时内部人”(temporary insiders,即承销商、咨询顾问、律师、会计师等)因对所服务之公司具有特殊之信守秘密的关系,而负有受任人之忠诚义务,故将此等人径视为内部人员,而非消息受领人,可谓间接地给予“私取理论”重要之支持。一般认为,此一支持对私取理论之发展,其影响可谓深远。See *id.* at 19-20. 兹摘录该有名的“附注十四”原文如下,以供参考:“under certain circumstances, such as where corporate information is revealed legitimately to an underwriter, accountant, lawyer, or consultant working for the corporation, these outsiders may become fiduciaries of the shareholders. The basis for recognizing this fiduciary duty is not simply that such persons acquired non-public corporate information, but rather that they have entered into a special confidential relationship in the conduct of the business of the enterprise and are given access to information solely for corporate purposes. . . when such a person breaches his fiduciary relationship, he may be treated more properly as a tipper than a tippee. . . For such a duty to be imposed, however, the corporation must expect the outsider to keep the disclosed non-public information confidential, and the relationship at least must imply such a duty.”

不过,前述以违反受任人忠诚、保守秘密义务为前提,方能构成 Rule 10b - 5 下之内部人交易责任的共识,近来在与公开收购股权 (tender offer) 有关的案例中受到强烈的挑战。原来,美国 1934 年证券交易法第 14 条 e 项 [Section 14(e)], 为防止公开收购股权有诈欺、操纵情事,特规定:“任何人为购买要约时,不得对于重要事实有不实之陈述、隐匿,或为误导或从事诈欺、或操纵之行为。证监会为贯彻本项规定之立法目的,应制定规则或法规以防止此等诈欺或操纵之行为……”^④美国证监会依据此项授权,在 1980 年制定了规则 14e - 3 (Rule 14e - 3), 以规范与公开收购股权相关之内线交易事件。^⑤藉由制颁 Rule 14e - 3, 美国证监会希望,即使在没有受任人忠诚义务存在时,也能制止滥用公开收购股权的内线消息。换句话说,Rule 14e - 3 主要是为除去自 Chiarella 案以来,实务认为“受任人义务的违反”是 Rule 10b - 5 下,内部人交易责任的成立必要要件。^⑥ 必须指出的是,违反 Rule 14e - 3 的交易行为人,必须明知或可得而知系争内线消息系直接或间接地由下列消息源取得者,始足当之。这些消息源包括:公开收购股权要约人、目标公司或者任何要约人或目标公司之重要职员、董事、合伙人或员工,或者任何代表要约人或目标公司进行磋商股权收购事宜者。从这一点可以知道,Rule 14e - 3 采纳了联邦最高法院向来拒绝

^④ 15 U. S. C. § 78n(e).

^⑤ See Securities Exchange Act of 1934 Rel. No. 17120 (Sept. 4, 1980). 按 Rule 14e - 3 之 (a) 项部分中译如下:“当任何人已采取重要步骤以进行公开收购股权,或已正式展开公开收购股权时,其他人取得与该公开收购股权有关之重要消息,且明知或可得而知此一消息尚未公开;而且明知或可得而知该消息系来自:(1) 要约人、(2) 目标公司、或(3) 任何要约人、目标公司之重要职员、董事、合伙人,或代表要约人或目标公司进行公开收购股权事宜之职员,则该人不得买进或卖出此等公司股份。其原文如下:“if any person has taken a substantial step or commenced, or has commenced, a tender offer. . . [no] other person who is in possession of material information relating to such tender offer which information he knows or has reason to know is not public 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 of any other person acting on behalf of the offering person or such issuer, (may) purchase or sell or cause to be purchased or sold any of such securities. . .”

^⑥ 必须说明的是,Rule 14e - 3 也去除了 Rule 10b - 5 中知情 (scienter) 以及因果关系 (causation) 的要件。See Olson, Sturc, and Lins, supra note 7, at 33 - 34.

“信息平等”(parity of information)理论^{④⑦}的立场,因此 Rule 14e-3 并不认为基于不知来源为何的小道消息(rumors)所做的买卖也应受处罚。是以,Rule 14e-3 亦强调交易人主观之认识(state of mind),其主观之认识如何,左右责任之成立与否。^{④⑧}

Rule 14e-3 存在已逾四分之一世纪,但是其适用范围的大小,甚至其本身是否有效,过去曾为论者聚讼之所在。例如,诸多论者即以为,Rule 14e-3 已超越母法(即 1934 年证券交易法第 14 条 e 项)的授权而应属无效。^{④⑨}至于法院对此之看法如何?在 O'Connor and Associates v. Dean Witter Reynolds, Inc. 一案,^{④⑩}该院认为 Rule 14e-3 对第 14 条 e 项的解释是合法、适当的,因为立法者当初立法之目的,不仅在于规范目标公司之股东与公开收购股权之要约人于公开收购开始后之关系,而且也要规范在公开市场上与“尚未宣布但已在进行中之公开收购股权”(pending but unannounced tender offers)有关之交易。即使此一要约最后并未成为真实,亦应同受规范。联邦最高法院则在 O'Hagan 一案确认了 Rule 14e-3 的合法性。

然而,对于 Rule 14e-3 是否适法适用于内部人交易的问题,首推发生于第二巡回法院的 Chestman^{④⑪}案例,最为引起实务界与学界热烈的讨论,其重要性实不容忽视。在本案,法院主要是分析被告之内线交易行为是否违反 Rule 10b-5 及 Rule 14e-3。^{④⑫}因为本案于初审判决

^{④⑦} 按“信息平等理论”,简单地讲,就是市场交易人持有任何市场信息应即将之揭露,否则即属违法。

^{④⑧} Olson, Sturc and Lins, supra note 7, at 36.

^{④⑨} 此等论者指出,该授权条文的文字为:规范“……与任何公开收购股权相关……”之行为(...“in connection with any tender offer...”),但 Rule 14e-3 却甚至规范了公开收购股权“开始前”之行为。See, e. g., Raymond, Validity Challenges to SEC Rule 14e-3, 23 John Marshall L. Rev. 305 (1990); Note, Trading on Material, Nonpublic Information under Rule 14e-3, 49 Geo. Wash. L. Rev. 539 (1981); Heller, Chiarella, SEC Rule 14e-3 and Dirks; “Fairness” versus Economic Theory, 37 Bus. Law. 517 (1982).

^{④⑩} 529 F. Supp. 1179 (S. D. N. Y. 1981).

^{④⑪} 903 F. 2d 75 (2nd Cir. 1990), on rehearing in banc 947 F. 2d 551 (2nd Cir. 1991).

^{④⑫} 按本案在地区法院(district court)另判决被告触犯“邮件诈骗罪”(mail fraud)以及“伪证罪”(perjury)。

时,对于 Rule 14e-3 是否为有效的法律规范,法院意见颇有歧异,因此,本案后来另经覆审(rehearing),以确定其意见。

本案之事实,涉及在一“友善购并”(friendly takeover)案之中,Ira Waldbaum(以下称 Ira)为 Waldbaum 超级市场(以下称 Waldbaum 公司)的大股东,同时也是 Waldbaum 公司的总裁。Ira 与 A & P 公司(Great Atlantic and Pacific Tea Company)所磋商之股票购买协议中,要求 Ira 以每股 50 元价格出售其所持 Waldbaum 公司股份予 A & P。Ira 将此项购并消息告诉了他的妹妹 Shirley Witkin(以下称 Shirley),并要 Shirley 把其所持股份并同 Ira 所持大部分股权,趁此机会先卖予 A & P,以避免消息正式公开后,公开收购程序的繁杂。Ira 并告诉 Shirley“不要与他人讨论此事,切记应保守秘密”。尽管 Ira 的殷殷告诫,Shirley 最后还是将此事告诉了她的女儿(Susan Loeb)(以下称 Susan),但 Shirley 同时提醒 Susan,除了其先生(Keith Loeb;以下称 Loeb)外,不要告诉任何人此事,否则会把此笔买卖搞砸(ruin the sale)。隔日,Susan 把此一进行中之公开收购股权要约的事告诉了她的先生,并且交代千万不要告诉任何人,否则即可能破坏这笔交易。

翌日,Loeb 以电话告诉他的股票经纪商(Robert Chestman;以下称 Chestman)谓:他有“肯定、精确的消息”(some definite, some accurate information)指出,Waldbaum 公司即将被以比目前市场高出甚多(substantially higher)的每股价格出售。当日,Chestman 与 Loeb 分别敲进了 Waldbaum 公司股份,买进价格则约在 24.65 元至 26 元之间。随即,在此项消息公开之后,Waldbaum 公司股票迅速暴涨至每股 49 元。上面为事实的介绍,以下兹从 Rule 10b-5 及 Rule 14e-3 两方面检讨分析本案的法律问题:

(1) Rule 10b-5 方面

在 Chestman 案,美国证监会拟使用“私取理论”以打击内部人交易的努力,可以说受到严重的挫折。在本案,第二巡回之初审及覆审法院皆认为,要使 Chestman 肩负刑责,必须有十足的证据,证明家族成员(即 Loeb)提供 Chestman 消息系违反信赖(trust)与保密之义务。此外,也必须证明 Chestman 明知其违反(即明知 Loeb 违反信赖等义务而泄密)。本案再审法院更明白说明,并无足够证据显示,Loeb 对其妻

Susan 或其他 Waldbaum 之家族成员,有任何受任人忠诚、信赖等类似义务存在,因此,Chestman 即不能依 Rule 10b-5 担负此一衍生、传来 (derivative) 的责任。⁵³ 简言之,第二巡回法院以证据上的问题,推翻地区法院根据 Rule 10b-5 所做之有罪判决。此举颇令美国证监会大为紧张,因为证监会认为此一判决无异开启家族人员 (family member) 内线交易的大门。证监会指出,家族成员间因无类似受任人之忠诚义务存在,而无法被认为是私取理论下之“私吞者” (misappropriator),以致于涉案之相关人员也无法被认为违反 Rule 10b-5 之规范,此种结论无异是“开倒车”的后退 (marching backwards) 作法,颇不足取。⁵⁴

很显然,Chestman 一案已重新点燃私取理论及其适用上的争议问题。⁵⁵ 虽然此一案例可被解读为仅是证据上采用之标准 (evidentiary standards) 有所不同而已,别无反对私取理论之弦外之意,但有些学者却认为,本案之判决即意谓,法院反对私取理论,从而给予明确之内部人交易的定义,已属刻不容缓的工作。⁵⁶ 在这一片混沌不明之际,所幸,本案经覆审后,已确认 Rule 14e-3 的有效性 (validity)。至于其适于本案的情形,以下择其重点讨论于后。

(2) Rule 14e-3 方面

在本案复审时,被告 Chestman 辩称,原告美国政府并无提供足够的证据证明,被告明知系争消息系直接或间接从 Waldbaum 公司、Waldbaum 公司之内部人、或代表该公司者之处取得。但法院对于这一项辩词并不加以采纳,法院认为 Chestman 明知 Loeb 为 Waldbaum 家族的成员之一,Chestman 也明知这项消息并非公众所已知 (not publicly

⁵³ 947 F.2d 551, 571 (2nd Cir. 1991).

⁵⁴ Brief of SEC on rehearing at 3, United States v. Chestman, No. 89-1276 (2nd Cir. 1990).

⁵⁵ See Coffee, *Outsider Trading, That New Crime*, Wall St. J., Nov. 14, 1990, at A16.

⁵⁶ See Pitt and Groskaufmanis, *Family Ties, Tippers and the Chestman Decision: Time for a Principled Definition of Insider Trading*, INSIGHTS, July 1990, at 7; Crovitz, *With Insider Trading: It's Conviction First - Definition Later*, Wall St. J., May 9, 1990, at A15; Knight, *Even if It Walks and Talks Like Insider Trading, It May Not Be*, Wash. Post, May 22, 1990, at D3. 唯有论者以为,纵有定义,亦无以改变类似本案的结果。See Sturc, *Where Insiders Trade, Law Treads Uncertainly*, Legal Times, Aug. 13, 1990, at 33.

available)。此外, Chestman 更听到 Loeb 描写此项消息为“肯定的”以及“精确的”消息。因此, 法院认为, 陪审团所做被告 Chestman 已明知此项消息来自 Waldbaum 公司的内部人的推理应属合理。至于 Chestman 辩称, Loeb 必须有描述此项消息为“机密的”(confidential), 法院方可以 Rule 14e-3 相绳。关乎此, 法院同样不采此项辩词, 法院并认为 Loeb 既已描述此一消息为“肯定的、精确的”, 另外, 加上 Chestman 又已明知 Loeb 为 Waldbaum 家族的亲戚。这些都可做为推论出此项消息之机密性的重要基础。法院并以为, 在法律上, 并毋庸证明被告已被告知该项消息如何在每一关卡被传递的过程。综上所述, 法院以本案已具备足够的证据认定被告 Chestman 明知是项消息直接或间接来自 Waldbaum 公司的内部人, 因此判令他违反 14e-3, 故应受处罚。^{⑤7}

事实上, 在 Chestman 一案发生之后、复审判决之前, 美国证监会仍一本其所坚信的私取理论, 成功地追诉数件家族成员间彼此之泄密。例如, 在 SEC v. Hellberg 一案,^{⑤8} 陪审团即以违反 1934 年证券交易法第 10 条 b 项、第 14 条 e 项及相关之 Rule 10b-5 及 14e-3, 判决一位公司内部人的父亲必须担负内部人交易的刑责。本案之被告 Gerald Hellberg 在 American Stores Company 宣布其对 Lucky Stores, Inc. 公开收购股权后, 因先前购买 Lucky Stores, Inc. 的股票选择权, 致获暴利 328,000 美元。经查被告 Hellberg 的儿子, 为本案公开收购股权之要约人(American Stores Company)的财务分析人员。

涉案的被告在本案中辩称, 其并未从其子身上事先取得任何公开收购股权的消息, 其之所以购买系争股票选择权, 完全出自个人的研究结果所致。然而, 在本案, 美国证监会却成功地以“情况证据”(circumstantial evidence) 将被告定罪。这些证据包括: 本案系争买卖之投机的本质(speculative nature)、买卖时机(timing) 以及缺乏合理经济上之正当依据以购买系争选择权等理由说服陪审团为被告有罪的判决。

必须指出的是, 前面所讨论的消息传递案例中, 在 Hellberg 一案,

^{⑤7} 947 F. 2d 551, 563 (2nd Cir. 1991).

^{⑤8} No. 89-C-648-A (D. Utah, Oct. 29, 1990).

从事内部人交易的是第一层的信息受领人(first - tier tippee),亦即身为内部人之儿子,将内线消息告知其父,其父据以交易图利。反之,在 Chestman 一案,被告 Chestman 则是第三层的信息受领人(third - tier tippee)。因此可见,美国法上所规范之消息受领人并不以第一手之受领人为限,第二手以下之消息受领人亦受规范。值得注意的是,在 SEC v. Musella, et al.^⑨一案,纽约南方地区法院(the Southern District of New York)也依私取理论判决被告违反 Rule 10b - 5 及 Rule 14e - 3 上之内部人交易的罪责。事实上,Musella 一案的重要性在于法院将私取理论适用至遥远之消息受领人(remote tippees)。本案此一遥远之消息受领人甚至从没见过也不知道第一层之告知消息人为何许人。虽然消息受领人与最早的告知消息人(original tipper)之间关系遥远,然而法院却毫不犹豫地课此等被告担负内部人交易之刑责。

(三) 台湾法与美国法之比较分析与建议

1. 受任人义务理论与私取理论的相互辉映

从上面的介绍分析中可以得知,美国法院执行禁止内部人交易的法律,在界定内部人范围方面,显然是处于不断发展的状态(in a state of flux)。从最初,以买卖证券者与其交易对象之间的忠诚、信赖关系作为规范基础,因此受规范者限于对公司及股东负有受任人忠诚义务的内部人为限,表现出“关系论”的特色。但后来基于证券市场健全之考虑,采取私取理论而扩及于对消息来源负有忠诚信赖义务之人。台湾地区学者称此趋势为带有浓厚“市场论”色彩,^⑩形容至为贴切。

至于台湾法采取何种理论?因涉及法律之解释适用,当然值得重视。学者有谓:台湾法不仅采信赖关系理论,以“市场论”解释台湾“证交法”,亦符合国际发展趋势。^⑪这样之见解值得赞同,否则必影响交

^⑨ SEC v. Musella, et al., [1989 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 94, 536 (S. D. N. Y. Aug. 8, 1989); SEC v. Musella, et al., 678 F. Supp. 1060 (S. D. N. Y. 1988).

^⑩ 参见赖英照:《股市游戏规则——最新证券交易法解析》,2011年自刊,第466~471页。

^⑪ 参见赖英照:《股市游戏规则——最新证券交易法解析》,2011年自刊,第471~478页。

易之公平性及证券市场之健全发展。何况,台湾法的条文文义亦足于涵盖私取理论,而未逾越文义可能之射程。⁶² 例如,基于职业获悉消息之人,即是可解为:不仅与公司具有忠诚、信赖、机密(confidential)关系的律师、会计师及投资银行人员等专门职业人员为限(此类人在美国法院判决一般通称:解释上之内部人;constructive insiders),也包括与公司或其股东无忠诚、信赖关系之人,如国家公务员、证券交易所人员、证券商人员。⁶³ 至于采取受任人义务理论的明显例子,即是第157条之1第1项第1款之“该公司之董事、监察人、经理人及依‘公司法’第27条第1项规定受指定代表行使职务之自然人”。⁶⁴

此外,大股东如利用影响力以控制公司经营决策,依美国法院见解,应对公司及其他股东负忠实、信赖义务,有如董事一般。台湾“公司法”则未有此项明文,亦未有司法实务加以创造。但“证交法”本条却将持股逾10%的大股东纳入内线交易规范,由此可见台湾法禁止内线交易的框架不以有受任人义务为前提。

另外,“基于控制关系获悉消息之人”亦为内部人,有关“控制关系”之产生,除了可能系基于前述10%大股东的态样外,也可能系来自“虽未达持股10%,但却对公司之人事、财务或业务经营得以直接或间接控制”之情形。至于关系企业中之控制公司,基于控制关系获悉消息而对从属公司股票进行内线交易,该控制公司固无论矣;在控制公司

⁶² 文义是法律解释的开始,也是法律解释的终点。参见王泽鉴:《民法总则》,2000年版,第54~55页。

⁶³ 喧腾一时的股市秃鹰案(劲永股票内线交易案),台北地方法院便认为:证交所人员,在该等消息(查核报告)未对外公开前,依职务获取该内部消息,无论系合法取得或非法取得,均属“证券交易法”第157条之1第1项第3款“基于职务知悉重大消息之人”。而“金融检查局”局长,依其职务自属容易接触金融检查机密及侦查机密之人,盖如一家上市公司金融检查时发生弊端,自有可能构成刑责,在检调机关发动侦查未侦查完毕时,当有侦查不公开之问题(“刑事诉讼法”第245条第1项),故亦属依职务知悉重大消息之人。参见台湾台北地方法院94年度囑诉字第1号刑事判决。

⁶⁴ 按公司之董事、监察人及经理人与公司间之法律关系为委任关系,因此对公司负有受任人义务(忠实、注意等信赖义务)。至于依“公司法”第27条第1项规定受指定代表行使职务之自然人,则与指定之法人董事有一委任关系,而该法人董事又与公司另有一层“董事之委任关系”存在,故关系较复杂,证交法将“依‘公司法’第27条第1项规定受指定代表行使职务之自然人”定为内部人,法理上似也可以私取理论作为依据。

之负责人,基于控制关系获悉从属公司消息而进行内线交易之情形,似亦应借助于私取理论,始能将之纳入规范(当然亦可以基于前述因“职业关系”而将之纳入规范)。⁶⁵

再者,“丧失前三款身份后,未满六个月者”即所谓丧失身份之内部人,身份既已丧失,何来受任人义务之存在?因此法理上似也必须以私取理论加以支持,始能自圆其说。

至于“公开收购”是证交法明文之重大消息,于公布前,利用之者属于内线交易,此点并无疑义。有疑问者,系在公开收购之场合,何人具内部人身份的问题(不是目标公司之内部人是否属之)?不是目标公司之内部人(如收购公司之董事),依 O' Hagan 私取理论,应得以其私自取用收购公司之消息,图谋己利,认定构成内线交易。按台湾法之解释亦应如是,即认收购公司之董事,属于因职业获悉消息之人,并将台湾法本条所称之“该公司”解为包括目标公司而言。⁶⁶如此解释始称合理,并符立法意旨,且不致产生法律漏洞。

至于2010年6月修正“证交法”第157条之1时,将非股权性质之公司债的卖出行为纳为禁止内线交易的行为客体(同条第2项及第6项),⁶⁷唯由于公司负责人与公司债持有人之间并无受任人义务(fiduciary duty)关系存在,此举是否意味着立法者确实有意引进所谓“市场论”观点,挣脱“关系论”之束缚。关于此点,倘从笔者参与

⁶⁵ 应注意者,在宝成公司出售精成公司股票一案,台中地方法院认为:“本件宝成公司有意出售所持有之精成公司股权予瀚宇博德公司,涉及该等公司之财务、业务或该证券之市场供求,其具体内容对其股票价格有重大影响,及对正当投资人之投资决定有重要影响,自属‘证券交易法’第157条之1第5项所称之重大消息无疑。”但法院又认为:“被告江○秋既自1997年9月2日起担任宝成公司之独立监察人,其为具有‘证券交易法’第157条之1第1项所规定身份之人至明。”参见台湾台中地方法院100年度金诉字第2号刑事判决(本案判决被告有罪并已确定)。本研究认为,本案如认被告江○秋为“基于控制关系获悉消息之人”,似更精确而适当(至少是基于“职业”关系获悉消息之人)。因为本案内线交易之标的是宝成子公司精成科技之股票,而非控制公司宝成之股票(按宝成持有精成逾49%股权,并可实质控制精成之人事、财务、业务之经营)。

⁶⁶ 或谓按照罪刑法定主义的严格解释,所谓“该公司”指的应是收购的要约公司而言。

⁶⁷ 学者有从立法政策评论应一并将会知悉公司支付本息能力回复或好转之利多消息的买入公司债行为,纳入规范。参见赖英照:《股市游戏规则——最新证券交易法解析》,2011年自刊,第480页。

讨论当时证券主管机关修正草案之认识而言,应无此目的。当时仅系为增加禁止内线交易之客体,如此而已。

2. 消息传递的责任

对于消息传递的责任,综观美国法上现行的法则,消息受领人责任成立的要件,整理约可得下列三者^⑥:(1)内部人须违反受任人之忠实、信赖义务而泄密;(2)消息受领人须明知或可得而知内部人违反受任人义务;(3)内部人为直接或间接图谋个人利益而传递消息。^⑦

此外,如前所述,消息受领人的责任在美国法上是属于衍生、传来的(derivative)性质(故消息受领人责任似较倾向“关系论”而非“市场论”)。换言之,必须是告知消息人违反其义务(忠诚、信赖义务)而泄密,否则消息受领人不可能负起任何内部人交易的责任。^⑧而告知消息者是否违反其义务而泄密,则大部分视其是否因泄密而获有个人利益(personal benefit)而定。值得注意的是,对所谓个人利益的认定,美国法院已趋于宽松,例如为强化友谊而将消息泄露给友人,亦被认为是具备个人利益的要件。^⑨

值得注意的是,如上所述,在与“公开收购股权”相关之案件里,Rule 14e-3已被解释为:即使在告知消息人不违反受任人义务而泄密或并无明知(scienter)的情形,只要证明被告明知或可得而知系争消息来自收购要约人或目标公司,仍可成立内部人交易的责任。换言之,Rule 14e-3已挣脱了传统“受任人义务之违反”要件束缚。此一演变值得吾人重视并细加密切观察将来可能之演变。

本研究以为美国法上之经验似可供执行台湾法解释时之参考。因

^⑥ See *Dirks v. SEC*, 463 U. S. 646 (1983); *Clark*, supra note 41, at 320-328; *Hazen*, supra note 34, at 654-656.

^⑦ *Hazen*, supra note 34, at 654. See e. g., *SEC v. Maio*, 51 F.3d 623 (7th Cir. 1995).

^⑧ 此时消息受领人虽不依消息传递的理论负责,但依台湾法仍可能基于职业关系获悉消息而负内线交易的责任;所不同者,依消息传递的理论,在台湾法,告知消息人有连带的民事赔偿责任,而基于职业关系负责者,则否。

^⑨ See *Clark*, supra note 41, at 325. 国内文献讨论,参见赖英照:《股市游戏规则——最新证券交易法解析》,2011年自刊,第493页;张心悌:“内线交易消息传递之民事责任”,《台湾法学新课题(七)》,台湾法学会主编,2009年11月,第298页以下。

此,以下拟就台湾现行法上所可能产生之争点,藉助美国法之概念,检讨分析之,希望有助于相关法规范概念之厘清。

(1)“证券交易法”第157条之1第1项第5款所称“由前4款之人获悉消息之人”,即所谓之“消息受领人”,是否除直接自前4款之人获悉消息者(即第一手消息受领人)外,亦包括间接从前四款之人获悉消息,即所谓第二手以下之消息受领人在内。台湾地区学者对此问题有不同看法,持反对意见者认为“……在辗转相传后,知悉消息之人与前3款(现行法为“前4款”)之人间之关系已显模糊,欲将该第二手以下之消息受领人列入规范,在理论上似嫌薄弱,而其消息流传过程之举证亦有困难。同时,由于本条第3项定有提供消息之人之民事连带赔偿责任,若谓内部人等需为消息辗转相传后与其已无任何关系之人之行为负责,恐亦不具合理性……”^②

上述看法虽亦言之成理,唯本研究以为,从现行条文文字作广义观察,欲将本款规范之范围解释成包括第二手以下消息受领人应无困难。至于主张本款包括第二手以下消息受领人之法理基础何在?除了前述美国判例,将私取理论扩及适用于“遥远之消息受领人”(remote tippees)^③可供佐证外,本研究以为,获悉消息如系基于特别之地位、关系或角色(role),为维护市场之公平、公正性,不论其系第几手之消息受领人,皆具有同一之法律上理由,使之同为本条规范之对象。^④

详言之,若消息受领人对提供消息之人与终极之消息发生源(ultimate source)之关系有其认识,即为已足。至于消息流传之每一细节过程如何,则毋庸积极举证加以证明。另外,对于是否应举证消息传

^② 林国全:“证券交易法第157条之一内部人员交易禁止规定之探讨”,载《政大法学评论》(第四十五期),1992年版,第285页。主张同说者,尚有:林丽香:“内线交易规制之加强”,载《当前证券市场问题研讨会论文集》,1990年版,第171页。

^③ United States v. Chestman, 903 F. 2d 75 (2nd Cir. 1990); 947 F. 2d 551 (2nd Cir. 1991); SEC v. Musella, et al., [1989 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 94, 536 (S. D. N. Y. Aug. 8, 1989). SEC v. Musella, et al., 678 F. Supp. 1060 (S. D. N. Y. 1988). See also: Olson, Sturc, and Lins, supra note 7, at 49.

^④ Cf. Clark, supra note 41, at 355;台湾地区“证券法”学者余雪明教授亦指出:“凡拥有与股票价格有重大影响而未公开之消息者,除非该消息是基于自己之研究,或其利用不违背任何人之义务(如天外飞来或梦中得悉)者外,都是内部人,而要负责。”参见余雪明:《证券交易法》,1988年版,第178页。

递过程的问题,在前述 Chestman 一案,法院于复审中已明白阐述,在法律上,此点并非必要,^⑤因此如担心有难以举证消息流传过程之困难,似也无必要。关此,台湾司法实务在渣打银行收购新竹商银,被告蒋○梁等人涉及内线交易民事赔偿案,台湾台北地方法院民事判决亦持相同见解,法院谓:“依‘证券交易法’之立法目的解释,95年1月11日修正前‘证券交易法’第157条之1第1项第5款并未规定‘直接’自前4款之人获悉消息者始为消息受领人,且若不包括间接受领人将出现规范上之漏洞,是为贯彻立法目的及维护市场健全,该款规定应不以直接受领人为限。基此,被告江○勇虽系于95年9月22日自被告陈○昕处获悉重大消息,被告陈○昕又系自被告蒋○梁处获悉重大消息,业如上述,惟95年1月11日修正前‘证券交易法’第157条之1第1项第5款“获悉消息之人”既包含间接受领人,被告江○勇当属修正前95年1月11日‘证券交易法’第157条之1第1项第5款之消息受领人。”^⑥

其次,如同下面所述,消息受领人成为本条款之规范对象,应以前四款之人“故意”违反义务泄密而获悉消息者为限。因此,即使本条第3项定有告知消息之人之民事连带赔偿责任,但基于该内部人明知而故意违反其应保守秘密之义务,^⑦故即使此等内部人必须为消息辗转流传后,与其不具直接关系之消息受领人连带负民事赔偿责任,在利益衡量上,似并无极端不妥之处。是以,本研究认为本条款之消息受领人,应不限于第一手直接消息受领人,而应包括间接从前4款之人获悉消息者,即所谓第二手以下之消息受领人,以彻底维护市场之公平、公正性。否则,如将本条款之消息受领人解为以第一手之直接消息受领人为限,则必将造成下述脱法行为。即前四款之内部人于故意告知第一手之消息受领人有关公司之内线消息后,该第一手消息受领人自己虽不据此消息买卖该公司股票,但却将此内线消息转告第二手消息受领人使其利用以买卖公司股票图利的情形。因此,为妥善解决此种经设计后之脱法行为,似有必要将第二手以下之间接从前4款之人获悉

^⑤ 947 F.2d 551, 563 (2nd Cir. 1991).

^⑥ 台湾台北地方法院99年度金字第5号民事判决。(裁判日期100/06/10)

^⑦ 从“证券交易法”第157条之1第1项规定观之,吾人似可合理地认为此等内部人有应保守该公司重大影响其股票价格之未公开消息的义务。

消息者,纳入“证券交易法”第157条之1第1项第5款之规范对象范围内。美国法及欧盟指令亦采相同见解。台湾司法实务上劲永公司内线交易案(台北“地院”94年度瞩诉字第1号刑事判决、台湾“高等法院”95年瞩上訴字第5号刑事判决)亦同此见解。^⑧

(2)本款所规范之对象,应否以“前四款之人”有意违反义务而泄密,致消息受领人获悉消息者为限。从美国法之观点而言,其答案是肯定的。前述 Dirks 一案即是着例。在 Dirks 一案,Secrist 既是“内部人”亦是“告知消息人”。Secrist 将关于 Equity Funding 公司的坏消息告诉 Dirks 的目的,并非在于得到某种个人利益,也非想以此消息当做礼物以馈赠朋友,而是希望借此揭发 Equit Funding 内部的一项诈欺阴谋,因此法院认为 Secrist 并未违反义务而泄密,所以本案消息受领人(即 Dirks)亦不用受罚。本案法院之所以如此推论,即因消息受领人的责任是具衍生的(或称传来的)性质(derivative nature),亦即必须告知消息人有责任,消息受领人才有责任可言。截至目前为止,台湾法院判决迄未就构成消息受领人之要件加以阐述。对此,本研究以为,台湾法上亦应作与美国法相同之解释。^⑨

惟有问题者,乃是告知消息人虽无故意但有重大过失之行为,则应如何解释认定?例如,某甲为某金矿上市公司之董事长,某日与某报纸之证券版记者于饮酒作乐之际,因饮酒过量致酒醉而误泄露该公司发现大量金矿之未公开消息。在美国法上,如依照 Dirks 案例的见解,因某甲泄露消息并无得到个人利益,也未将之视为礼物(gift)馈赠友人,故无义务违反可言。因此在美国法上,可能此消息受领人(即记者)即可合法据此消息买卖股票图利。对此,美国哈佛大学法学院 Clark 教授,基本上亦赞同此一结论。^⑩然而,立法上是否应将告知消息人重大过失之泄密行为与故意违反义务之泄密行为同视,颇值得进一步加以深思。盖重大过失之泄密行为,其可受非难性亦属颇高。惟此一问题似属于立法

^⑧ 同说之精彩说明,请参见赖英照:《股市游戏规则——最新证券交易法解析》,2011年自刊,第466~468、494~495页。

^⑨ 同说,请见林国全,“证券交易法第157条之一内部人员交易禁止规定之探讨”,载《政大法学评论》,第285页。

^⑩ Clark, *supra* note 41, at 325.

上之问题,由于本条第一项之行为涉及刑事责任,故本研究以为,如经讨论后,认为应将告知消息人之重大过失行为与故意违反义务之泄密行为同视,则非修法不可。实不宜以解释之方式将告知消息人之重大过失行为纳入本条款之规范范围内。因此,在现行法上,本款所规范之对象,仍应以前四款之人有意违反义务而泄密,致消息受领人获悉消息者为限。

(3)至于本款之消息受领人责任之成立,应否以告知消息人因泄密而获有金钱上利益为前提?其答案应是否定的。对于此点,证诸前述美国法更可得到支持。虽然美国法上,以告知消息人告知消息而获有个人利益(personal benefit)为要件,^①但所谓“个人利益”,司法实务及学说上均采广义解释,认为除金钱利益外,尚包括将公司内线消息当做礼物,用以赠送友人或亲戚之行为亦属之。^②吾人以为台湾法之解释亦应同采是说,不以告知消息人获有金钱或可转化为金钱之利益为必要。为强化友谊及关系而馈赠“消息”者,即应已足。例如,在常见婚外情的情形,赠送金钱等利益常易为原配偶侦知奸情,故一般案例多以公司内线消息相赠婚外情之枕边人。此种为维护彼此“关系”(即不正常关系)所为之馈赠,应即认为满足“个人利益”之要件,而可成立消息受领人之责任。

如果吾人于解释台湾法律时,能引进美国法上之“个人利益”基准,必能合理界定告知消息人的责任范围。换言之,提供内线消息之人如其泄露(tip)是为个人之利益,则应与消息受领人同负民事连带赔偿责任。否则,如其泄露内线消息,并非为了个人利益,而是因其他因素(例如 Dirks 一案,乃为揭发犯罪之目的),则应解为不负同条第 3 项之严厉民事连带赔偿责任,否则,其失之于不合理,显然可见。

(4)消息受领人责任之成立,如上所述,除告知消息人为图谋个人利益而传递消息之要件外,在美国法上必须先具备:A. 内部人须违反受任人之忠实、信赖义务而泄密。B. 消息受领人须明知或可得而知内部人违反受任人义务。此二前提要件,应否引进台湾作为消息受领人责任成立要件?值得讨论。

^① 按美国法上,一般亦以告知消息人有无获得个人利益,作为判断告知消息者有无违反其忠诚、信赖义务而泄密的判断标准。See Clark, *supra* note 41, at 323.

^② Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, 664 (1983); Clark, *supra* note 41, at 325.

关此,倾向“市场论”者,恐会认为不需要此二要件即可成立责任(即认为消息受领人责任是独立的责任)。本研究则认为“市场论”之见解不宜在此扩大适用,应以“关系论”为基础,认为必须此二要件成立才构成责任,如此方能显现消息受领人责任是从属的(衍生的)责任性质,否则台湾现行法要求告知消息人与消息受领人应负连带赔偿责任(“证交法”第157条之1第3项)便较无依据。举一例说明,设主管机关查核上市公司时,公司内部人据实告知公司重大未公开之消息,嗣后该官员据此从事内线交易,此时因该公司内部人并未违反任何义务而传递消息,故其无内线交易责任可言,并无疑义。至于该官员虽因此不能课以消息受领人责任,但得以其因职业关系获悉消息,仍必须负起内线交易法律责任。

(5)在台湾法上,告知消息人与消息受领人之刑事责任,除非二者间有共犯关系,否则皆以买卖证券为要件,未有买卖行为,即无内线交易刑事责任。故如内部人甲故意将消息告知乙,乙据以买卖图利,甲未有买卖行为,故甲无刑事责任,而仅负连带赔偿之民事责任。另外,告知消息人与消息受领人之间,如具有犯意之联络与行为之分担,应成立共同正犯,⁹³与此处告知消息人与消息受领人分别或单独具有犯罪之故意(亦

⁹³ 按“证交法”第171条第2项规定内线交易“所得金额达新台币一亿元以上”者,适用七年以上有期徒刑之加重处罚规定(有论者质疑这项加重规定,造成内线交易原是“行为犯”之本质,竟唐突与“结果犯”混为一谈)。惟在共同正犯之情形应否合并计算所得,恐有争执。或谓证交法并未规定共同正犯的所得应合并计算,基于罪刑法定主义,当然不能合并计算。但从加重处罚之立法目的而论,本研究认为不能以被告事先规划有数个共同正犯分摊几千万之所得,而让其逃脱加重处罚之规定。换言之,共同正犯应合并内线交易所得,才是正解。惟上开争议于稍后出现之台开内线交易案刑事判决,台北地院并未采合并计算见解(本案检方及地院均认为被告苏某某虽为传递消息之台开内部人,且未购买台开股票,但与消息受领人具有内线交易之意思联络与行为分担,该当成立共同正犯之关系)。其所持主要理由是立法者未有所明示,实不宜再以“共同实行犯罪合并计算其金额”作为加重刑度之要素。参见台湾台北地方法院95年度瞩重诉字第1号刑事判决。然而,本件台湾“高等法院”96瞩上重诉字第17号刑事判决(96年6月26日判决)则持与本研究相同之见解。台湾“高等法院”谓:“是检察官上诉意旨略以原审判决此部分计算犯罪所得有背刑法理论,共同被告犯罪所得应合并计算等语,指摘原审判决此部分不当即非无理由。”本案上诉“最高法院”后,台湾“最高法院”96年台上字第7644号刑事判决,亦未反对高院所表示之见解。关此问题之详细经过说明,参见赖英照,《证券交易法解析(简明版)》,2011年2月初版,第229页。又,其后台湾“高等法院”98年度瞩上重更(二)第8号更二审判决,亦坚采合并计算说。

即,帮助意思或正犯意思)而进行内线交易有所不同,此点也应予辨别。

(四) 结语与建议

内部人交易的问题,长久以来,一直为世界各国(地区)证券市场关注之焦点。台湾于1988年修正“证券交易法”时,为求证券交易的公平性,亦透过立法方式禁止内线交易,其后并经2002年、2006年1月及2010年7月三度修正。然而,由于现行相关条文文字在范围上不甚明确,遂造成解释上的疑义。本研究以禁止内线交易原理的两个主轴(市场论及关系论)及美国法上规范内部人交易的理论与判例为基础,详细探讨台湾现行法下该条内部人范围应如何加以解释适用,并于相关部分提出建议,其目的无非希望学理及美国法上之内线交易理论能有助于台湾法概念之厘清,进而使本条的规范更趋于明确化、合理化而不株连过广,以便进一步正确而有效取缔内部人交易,做到真正维护证券市场的公平性。

可喜的是,近来台湾各级法院不乏直接引用前述各种理论以解释现行内线交易之相关规定,诚值肯定。相信藉由这种理论与实务的良性互动,台湾证券交易法有关内线交易规范的进步发展,必定可以期待。

又值得注意者,立法论上,近来台湾地区倡导内线交易规范应走“市场论”之论调颇高,但吾人皆知“市场论”有时会流于打击范围过广的问题,如何在维护市场诚信、健全及避免罗织过广之间取得平衡,例外不适用、豁免或免责条款之设计至为关键,但其设计又是如此不容易,例外豁免范围太小则挂一漏万,太大则失去采取“市场论”之原意,设计诚为不易。反观关系论兼采市场论(或谓向市场论倾斜,如前述私取理论),或许是在台湾现行法制较小变动下,暂时是一条中庸而合理可行之道。

本研究以为,在台湾现行内线交易法律采重刑制度又无可仅课行为行政处罚之法制配套措施下,似不宜全面采取市场论之立法观点。否则,如行为人偶然的或无意间听到内线消息(如享受日光浴时,听到身旁某上市公司董事长与其夫人谈论该公司未公开之重大消息),或小偷窃取财物时意外知悉董事会议事录所载之未公开重大消息,而据以买卖证券等,如依市场论之观点,应遵守“戒绝交易,否则公开”,而

径用重刑处罚(台湾法律:最低3年以上有期徒刑),这样的结果,恐怕连法官也不忍论以内线交易之重罪。从而,现行“证交法”第157条之1第1项第5款是不适合直接使用市场论的观点。此外,学者也谓:如不问告知消息人(消息传递人)有无违反受任人义务(信赖义务)或获得个人利益而令传递消息于连串数人之告知消息人负连带赔偿责任(同条第四项参照),则告知消息人将必须对在该连锁上所有根据该内部消息而进行交易行为者负责,因而是面对一个可能无止尽的连锁又连带之赔偿责任(liability from a possibly endless chain),其结果之不合理,益为显明。^④

惟本研究以为,市场论之观点应可用在私取理论之解释运用上,否则如前述Cuban案如何认定当事人间有无存在“信赖”以及有无“不为交易之义务”,往往证据不易掌握,十分棘手。因而,我们引进私取理论解释“证交法”第157条之1第1项第3款基于职业获悉消息之人,即可一并采取市场论观点而不需分析信赖义务之有无,以有效规制“外部人之内线交易责任”(outsider trading)。^⑤

二、台湾最新行为主体案例研析

(一) 劲永案^⑥

2004(民国93)年11月3、4日,证券交易所专员张○宽至劲永公司实施例外管理之实地查核业务,而知悉劲永公司因涉嫌与子公司进行假交易遭证交所查核。张○宽掌握此“涉嫌作假账”消息后,自行利用人头户分别于同年12月15日、12月1日及2005年1月5日放空劲永股票共七十五张,尔后于2004年12月22日函送《劲永公司例外管理项目报告》查核结果予“行政院金融监督管理委员会证券期货局”。在函

^④ 张心憐:“内线交易消息传递之民事责任”,载《台北大学法学论丛》第74期,2010年版,第138~140页。

^⑤ See Thomas Lee Hazen, Identifying the Duty Prohibiting Outsider Trading on Material Nonpublic Information, 61 HASTINGS LAW JOURNAL 881, 882-915 (March 2010).

^⑥ 参见台湾“台北地方法院”94年度瞩诉字第1号刑事判决。

送之前亦已将此消息泄露给林○宏及古○铭知悉,而林○宏再将此消息转知林○达,此一秃鹰集团四人便开始为放空行为。

由于市场上仍充斥着劲永公司利多消息,因此股价并未下跌,导致秃鹰集团成员仍处于套牢状态,因此林○宏居中串连张○宽出面透露劲永公司已遭证交所作例外管理查核之国防以外之秘密给联合报记者高○亿,其向报社回报此消息,而由同仁张○业撰稿,于2005年1月25日在联合报A5版刊出一篇“劲永财报疑不实两成灌水”之独家报导。但因坊间对于劲永公司之利多仍众,故该报导仅是对劲永公司之股价由2005年1月24日之收盘价格新台币11.10元下滑至同年1月25日之10.35元、1月26日之10.00元后,劲永公司之股价又自同年1月27日之10.70元一路上扬。

劲永股票并未如秃鹰集团预期下跌,因此林○达指示林○宏搜集劲永公司作假账之确实资料,因而林○宏要求张○宽帮忙搜集证交所查核劲永公司之资料。张○宽应允后,以磁盘窃取负责制作劲永公司查核报告之同事陈○怡计算机内“劲永国际股份有限公司例外管理专业报告”后交与林○宏。林○宏再修改转交陈○吉向法务部调查局台北市调查处告发劲永公司作假账事实。秃鹰集团成员再度趁机为放空行为。

2005年3月10日李○诚因批核该检查局有关劲永公司调查结果之签呈知悉该调查结果,林○达于同日拨电话给李○诚,李○诚另以不明之方式对林○达泄露劲永公司已遭检侦查且有可能遭搜索之机密。同日林○达告知林○宏已透过友人催促侦办劲永公司作假账一案,林○宏基于得知该未公开之重大消息,再于3月14日以张○益名义放空二百张。

2005年3月11日李○诚与林○达、陈○吉在梵谷酒廊聚会,李○诚告知查黑中心与北机组已着手规划对劲永公司发动侦查,甚至可能于近期内发动搜索之重大消息,林○达知悉该未公开之重大消息,更加深其放空劲永股票之信心,而于3月11日再加码放空劲永股票三百五十张,惟至3月14日尚未见有具体侦查行动,即回补五百张。李○诚因仍未见查黑中心与北机组有具体侦查行动,劲永公司股票仍一路上扬,未能顺利打压劲永股票之行情,竟在2005年3月14至15日间,告

诉高○亿有关劲永公司作假账之事,林○达、陈○吉亦在场聚会而知悉。林○达即于3月15日再以两人头户分别加码放空三百张与一百六十张,另回补另一人头户一百张,并将前述对锁之多单三百张解除(即保留空单三百张)。

2005年3月16日劲永公司股价因联合报A5版独家报导劲永公司涉嫌作假账及负责人遭限制出境之情事而由3月16日之收盘价25.5元开始连续下跌后,林○宏、古○铭、林○达、陈○吉自2005年4月7日起见劲永股价跌至每股9.39元及10.65元时,开始大量回补其等放空之劲永公司股票,林○宏在2005年2月25日以后共获利约620万元,但2004年12月23日至2005年2月23日则亏损约798万元;古○铭获利约8万元;林○达获利约910万元;陈○吉获利约460万元;张○宽获利约33万元。

1. 地方法院见解^⑥

本案判决节录如下(为求易读,一审判决人物对照如下:丑○○系张○宽、己○○系李○诚、庚○○系林○宏、一○○系古○铭、辛○○系林○达、辰○○系陈○吉):

“……按95(2006)年1月11日修正公布‘证券交易法’第157条之1第1项规定‘左列各款之人,获悉发行股票公司有重大影响其股票价格之消息时,在该消息未公开前,不得对该公司之上市或在证券商营业处所买卖之股票或其他具有股权性质之有价证券,买入或卖出:一、该公司之董事、监察人或经理人及依公司法第二十七条第一项规定受指定代表行使职务之自然人。二、持有该公司股份超过百分之十之股东。三、基于职业或控制关系获悉消息之人。四、丧失前三款身份后,未满六个月者。五、从前三款所列之人获悉消息者’。(1)采取‘信赖关系理论’者,无非认为公司之董事、监察人或经理人对于公司负善良管理人之义务,从而得知该重大消息时,基于善良管理人之注意义务,自不得以该重大消息去买卖股票,违背善良管理人之注意义务。但台湾法显然不是仅采取‘信赖关系理论’,盖由该法第二款将‘持有该公司股份超过10%之股东’、第三款‘基于职务关系或控制关系知悉内线

^⑥ 台湾台北地方法院94年瞩诉字第1号刑事判决。

消息者’、第四款‘丧失前三款身份后,未满六个月者’及第五款“自前四款之人知悉内线消息者’纳入规范,而该等人员对公司无须负善良管理人义务,但亦不得在知悉影响公司股票价格之重大消息时买卖股票,足征台湾法非单采关系理论。(2)采取‘私取理论’者,系指获悉影响证券价格的外部人,虽然与交易相对人没有信赖关系,但如违背对消息来源的忠诚及信赖义务,将其自消息来源所获取的机密消息据为己有,图谋私利,显然影响证券交易市场的健全及投资人的信心,自应予以处罚。但台湾“证券交易法”既对内部人董事、监查人或经理人予以规范,显然亦非只采取‘私取理论’,而系兼采‘信赖关系理论’及‘私取理论’。(3)“证券交易法”第157条之1第1项第1款、第2款之规定,其定义较为明确,较无争议外,关于第3款‘基于职业或控制关系知悉消息’之人,其意义为何,即有不明确之处。如就‘信赖关系理论’(关系论)出发,该款所指称之人,限于对其交易对手或上市(柜)公司负有信赖义务的传统内部人;惟采‘私取理论’(市场论),该款之规定则应包括上市(柜)公司不负信赖义务,但从雇主或其他消息来源私自取用消息之人。而所谓‘有重大影响其股票价格之消息’,依‘信赖关系论’(关系论)固仅限于公司财务业务相关的消息;但依据‘私取理论’(市场论)则着眼于信息的平等使用,及投资人信心的维护,因而包括所有影响股价的市场消息。台湾法既然兼采市场论及关系论,解释上当应兼顾两种理论,不应偏废……被告丑○○因职务知悉劲永公司遭查核,及查核报告之内容,多涉及劲永公司是否有做假账、其资金流向是否均在相关子公司流通、与劲永公司交易对象是否真实存在等等之查核,自属“证券交易法”第157条之1第4项(按现为第5项)所指‘涉及公司财务、业务或该证券之市场供求、公开收购,对其股票价格有重大影响,或对正当投资人之投资决定有重要影响之讯息’,故丑○○知悉该消息为重大消息足可认定。若被告丑○○在该等消息(查核报告)未对外公开前,依职务获取该内部消息,无论系合法取得或非法取得,均属“证券交易法”第157条之1第1项第3款‘基于职务知悉重大消息之人’。而被告己○○身为金检局长,依其职务自属容易接触金融检查机密及侦查机密之人,盖如一家上市公司金融检查时发生弊端,自有可能构成刑责,在检调机关发动侦查未侦查完毕时,当有侦

查不公开之问题(“刑事诉讼法”第245条第1项),故亦属依职务知悉重大消息之人。而上市(柜)公司如遭金融检查或检调侦查,此消息对上市(柜)公司无疑是负面之消息,对其股价当有影响,亦属“证券交易法”第157条之1第4项(按现为第5项)所称“涉及公司财务、业务或该证券之市场供求或公开收购,对其股票价格有重大影响,或对正当投资人之投资决定有重要影响之消息”,其为该条所指之“重大消息”亦可认定……己○○亦于94年3月10日前,得知辛○○、辰○○业已大量放空劲永公司股票,但因市场上对劲永股票之利多甚众,股票持续上扬,致辛○○、辰○○所放空之股票均遭轧空。己○○基于彼等间之情谊,遂与辛○○、辰○○共思打压劲永股票之策,以图为其等解套。94年3月10日下午2时35分,己○○因批核检查局第七组稽核未○○于94年2月23日所拟有关劲永公司调查结果之签呈……进而知悉该调查结果,遂先联络北机组主任壬○○至金检局,与之讨论劲永公司案情后,获悉查黑中心检察官即将于近期内会同北机组对劲永公司发动之侦查,甚至可能执行搜索(但北机组尚未报部)。该签呈内容系属金融检查之秘密,而……得知劲永公司已遭检调侦查,甚有可能近期遭搜索之事,为侦查之秘密,均属国防以外之机密;且前开消息,若于证券交易市场上公开,将致劲永股票下跌,为影响该股票价格之重要消息,己○○为依职业关系知悉未公开影响股票价格重大消息之人;又己○○既身为金检局长,明知其职务极易知悉关于上市公司金融检查或侦查之秘密,若将该等秘密泄露,利用该等秘密从事购买股票之人,必可图得不法利益,竟基于泄密之概括犯意,违背法令,为图使辛○○、辰○○于遭轧空之股票解套,己○○竟先于3月10日当日下午5时24分接获辛○○电话后,以不明方式向辛○○泄露劲永公司已遭检侦查,甚有可能发动搜索国防以外之秘密。又当晚即同年3月11日凌晨1时许……己○○再基于同前泄密之概括犯意及图利之故意,将查黑中心与北机组已着手规划对劲永公司发动侦查,甚至可能近期发动搜索之国防以外之秘密,再次泄漏予辛○○、辰○○……致辛○○得到该消息后,在94年3月11日,为前揭劲永股票放空之行为……‘证券交易法’第157条之1第1项第1款、第2款之规定,其定义较为明确,较无争议外,关于第3款‘基于职业或控制关系知悉消息’之人,其意义为

何,即有不明确之处。如就‘信赖关系理论’(关系论)出发,该款所指称之人,限于对其交易对手或上市(柜)公司负有信赖义务的传统内部人;惟采‘私取理论’(市场论),该款之规定则应包括(对)上市(柜)公司不负信赖义务,但从雇主或其他消息来源私自取用消息之人……被告辛○○虽自被告庚○○处得知前开重大消息,但彼等得知该重大消息后,在消息未公开前,主观上均为打压劲永股价而放空,亦即,彼等放空目的相同,仅资金各出自负盈亏,故被告辛○○之重大消息仍系自被告丑○○处而来,系借着被告庚○○与其他共犯有犯意之联络及行为之分担。从而,核被告丑○○所为,系犯‘刑法’第132条第3项之泄密罪、‘证券交易法’第157条之1第1项第3款内线交易罪;被告庚○○、一○○、辛○○系犯‘证券交易法’第157条之1第1项第5款之内线交易罪,应依同法第171条第1项第1款处断。就内线交易罪部分,被告丑○○、庚○○、一○○、辛○○有犯意之联络及行为之分担,应论以共同正犯。又被告丑○○以下载其同事陈○怡之计算机数据方式,无故取得劲永公司查核数据,核其所为,系犯‘刑法’第359条无故取得电磁纪录罪。又‘证券交易法’第157条之1第1项第3款之人,并未区分其取得方式究系合法或非法,只要依该身份关系取得重大消息者,均符合该款之规定,故丑○○无故取得电磁资料,仍系该款所指之人。就承继共犯的理论,如利用共犯先前的行为,仍得以共犯论。故被告庚○○、辛○○、辰○○利用该被告丑○○取得之前开资料,由被告辰○○交付不知情之调查员洪○龙,彼等主观目的均为放空劲永股票,以请求调查之方式打压劲永股价,自应认为系‘证券交易法’第157条之1第1项第5款之人,应依同法第171条第1项第1款处断。就内线交易罪部分,虽被告间有多次放空行为,但均基于一个重大消息而为数个动作,应系一罪……重大影响劲永股票价格消息来源得自被告己○○部分:被告辛○○于94年3月10日下午5时24分及3月11日凌晨在大宅门餐厅处自被告己○○处得知劲永公司遭检调侦查,甚有可能搜索之事;又于94年3月14日晚间在梵谷与证人癸○○、被告己○○聚会时,得知联合报将于3月16日刊登劲永公司利空之事,并再将此等重大消息告知被告庚○○,并各为如事实栏所述之放空行为,核被告辛○○、庚○○所为,系犯‘证券交易法’第157条之

1 第 1 项第 5 款之内线交易罪,被告辛○○、庚○○有犯意之联络及行为之分担,应论以共同正犯。因此部分之重大消息来源系来自被告己○○,与前开消息来源来自丑○○不同,故应认为此阶段之放空,与前阶段之放空,为二行为……”

本案判决结果,台北地院认被告丑○○、庚○○、一○○、辛○○、辰○○就所犯‘证券交易法’第 171 条第 1 项第 1 款之内线交易罪部分有犯意之联络及行为之分担,均应论以共同正犯。就内线交易罪部分,虽被告间有多次放空行为,但均基于一个重大消息而为数个动作,应系一罪。而上述重大影响劲永股票价格消息来源系来自被告己○○,但本案法院认为时任金检局长之被告己○○并无买卖股票行为,故并不该当内线交易之要件,仅论以公务员直接图利罪及泄露国防以外秘密罪。

2. “高等法院”见解^⑧

对于地院判决,仅李○诚及陈○吉部分不服而提起上诉。高院在犯罪事实之认定上与地院并无太大差异,仅在如何适用法条之见解上稍有不同。因本案于地院判决时涉及“刑法”及“证交法”之修正问题,故在适用新法和旧法之问题点上,“高院”提出以下看法:“……(一)有关被告庚○○部分:按张○宽因职务关系实地查核劲永公司而知悉影响该公司股票价格之重大消息,其系修正前‘证券交易法’第 157 条之一第一项第三款所指之人……嗣张○宽以下载其同事陈○怡之计算机数据方式,无故取得劲永公司查核数据…彼等主观目的均为放空劲永股票,以请求调查之方式打压劲永股价,自应认被告庚○○所为系修正前‘证券交易法’第 157 条之一第一项第四款之人(按即现行法同条项第五款之人)……被告庚○○(按即陈○吉)、张○宽、林○达、林○宏、古○铭就所犯‘证券交易法’第 171 条第一项第一款之内线交易罪部分,有前述之犯意联络及行为分担,应论以共同正犯。(二)有关被告一○○(李○诚)部分:……核被告一○○所为,系犯“刑法”第 132 条第一项之泄密罪。此部分之泄密犯行,系行为紧接、所犯构成要件相同,显系基于概括犯意反复为之,应论以连续犯……被告一○○虽有前

^⑧ 台湾“高等法院”95 年度瞩上字第 5 号刑事判决。

述数个泄密行为,然均基于一个相同单一之图利犯意,法律上应仅论以一个图利罪。又被告一〇〇所犯图利罪与前开连续泄密行为,有方法、结果之牵连关系,应依修正前“刑法”第55条牵连犯之规定从重依图利罪处断……原审认被告庚〇〇、一〇〇二人罪证明确,而予论罪科刑,固非未见,惟(一)被告庚〇〇、一〇〇为二人行为后,‘证券交易法’第157条之一第一项修正公布施行,将该条规范之人予以扩增,依“刑法”第二条第一项但书之规定,应以修正前之规定较有利于被告等人,原判决适用修正后之‘证券交易法’第一百五十七条之一第一项之规定,尚有未洽。(二)被告庚〇〇于2005年2月23日使用贾〇之名名义放空劲永公司股票二百五十五张,2005年2月25日使用黄〇先名义放空劲永公司股票二百张;2005年3月1日再使用黄〇先之名义放空劲永公司股票二百张,共计放空劲永公司股票六百五十五张,原审将2005年2月21日贾〇账户内由证人王〇松放空之三十张劲永公司股票,亦列入被告庚〇〇放空之数目中,亦有未合。(三)被告庚〇〇、一〇〇行为后刑法业已修正公布,原审未即为新旧法比较,亦欠妥适(四)被告一〇〇上开泄密犯行,均系与劲永公司有关之相关讯息,其犯罪行为紧接、所犯构成要件相同,显系基于概括犯意反复为之,应论以连续犯。原审判决认被告一〇〇泄露劲永公司股票各时期信用交易投资人明细予林〇达部分系另行起意,而予分论并罚,尚乏所据(五)所谓直接图利,系指其行为结果,即可使直接获得不法利益,而无须中间行为或事实之介入者;所谓间接图利,系指直接图利以外,以迂回曲折之方法或中间介以其他事实,而使利益归诸于自己或其他私人而言,本案被告一〇〇图利林〇达及被告庚〇〇等人,利用媒体报导利空消息,使劲永公司股价大跌,系以间接之方法图他人不法利益,应论以间接图利罪,原审判决认被告一〇〇系直接图利,并未说明理由,尚难认为妥适。惟原审判决就被告庚〇〇、一〇〇部分有上开可议之处,自应由本院将原审判决有关被告庚〇〇及一〇〇部分予以撤销改判……

总之,二审判决认为就“证交法”第157条之1有关内线交易内部人之判断应适用修正前之规定较有利于被告庚〇〇、一〇〇;而一〇〇之泄密部分系基于概括犯意反复为之而应论以连续犯;另外,于公务员

图利部分,二审法院认地院未说明理由而径以直接图利论之,亦有违误。

3. “最高法院”见解⁹⁹

关于二审判决,李○诚和陈○吉仍不服而上诉“最高法院”。“最高法院”将本案撤销发回“高院”更审之理由如下:就李○诚部分,“最高法院”主要针对“高院”就泄密之事实认定部分与理由显有矛盾之虞而为撤销之原因。就陈○吉部分,发回之理由系针对“高院”就“证交法”第171条第4项之减刑认定部分未依法调查,径依陈○吉融券卖出之数量比例计算,而有速断之嫌;另外就内线交易内部人身份认定部分,节录内容如下:

“……行为时‘证券交易法’第157条之一第一项第三款(下称第三款)系规范‘基于职业或控制关系获悉消息之人’之内线交易;同条第四款(下称第四款,即现行法同条项第五款)则系规范‘从前三款所列之人获悉消息之人’之内线交易。违反上开两款规定者,固均应依同法第171条第一项第一款处罚,然上开两款规定,所规范之犯罪主体不同,应系因不同之特定关系而成立之犯罪。无第三款关系者与具第三款关系者共同实行内线交易,依“刑法”第31条第一项前段之规定,固仍以第三款之共同正犯论;然无第三款关系者倘系从具第三款关系者获悉消息之人,则其所实行之内线交易,第四款既设有独立处罚之规定,则只能论以第四款之罪,未可概以第三款之共同正犯论拟。依原判决认定之事实,张○宽(另经第一审判处第三款之罪刑,缓刑四年确定)系台湾证券交易所股份有限公司之中级专员,为具第三款关系者;甲○○系自张○宽获悉消息之人,则其二人所实行之内线交易,自应分别论以第三款、第四款之罪,始属适法。原判决既认甲○○与张○宽为共同正犯,复谓甲○○系犯第四款之罪,适用法则自有不当……”故“最高法院”似认为在‘证券交易法’第157条之1第1项各款之内部人身份与共同正犯判断上,二审判决显有法则适用错误之情形。换言之,“最高法院”似认为‘证券交易法’第157条之1第1项同款之人,才有可能成立共同正犯。这样之见解是否有足以令人信服之处,似有

⁹⁹ 台湾“最高法院”99年度台上字第922号刑事判决。

待进一步推敲。

本案被告李○诚时任金管会检查局长,其因涉嫌泄露查黑中心对劲永公司之搜索行动及本案调查进度而被判公务员图利罪及泄露国防以外秘密罪。惟公务人员基于职业关系知悉影响及于该证券市场供求之未公开重大消息,如本案之公权力的行使,是否应受内线交易之规范?亦即是否为内线消息?值得探讨。

关此,向有两种见解。有认为内线消息并不应包括公共政策者;主此说者认为公共政策信息乃属一系统性之风险,对特定市场上之所有公司皆产生影响,而与特定公司之个别状况无关,且该等信息亦非直接或间接源自特定公司,尚非属公司之直接或间接财产,故该公司并无受内线交易保护之必要,⁹¹此说似倾向采关系论。同时,其认此一解释结果尚不致于对公务人员利用其职务上知悉之政府重要政策从事交易或将消息泄露给他人之情形造成规范上漏洞。因该等行为可按具体情形,依公务人员图利罪、泄露国防以外秘密罪处罚,⁹²或于具备犯意联络与行为分担时,以内线交易共同正犯论,或视具体情形成立教唆犯或帮助犯。⁹³惟采市场论者,则认为从健全市场发展及公平交易之观点,不应就重大消息之范围作机械式之限缩。条文所谓涉及“该证券之市场供求”之消息,不宜作狭义解释,而应包括同时影响数种甚至全部股票供求之事件。法院为其他重大影响公司营运之判决或主管机关对增资案之准驳处分,都可能产生连锁效应发生,皆有可能是重大内线消息。因此对于是否属于内线消息,其关键不在于影响之公司家数,而在于是否对理性投资人之投资决定有重要影响。2005年7月13日“行政院”函送立法院审议之证交法修正草案,即明白指出公共政策亦属重大消

⁹¹ 张心梯:“从法律经济学与信息财产权探讨内线交易理论:兼论内线交易内部人之范围”,载《台大法学论丛》(第37卷第3期),2008年9月,第123页。

⁹² 本案判决即似采此一见解。

⁹³ 参见曾宛如:“内线交易之行为主体”,载《台湾本土法学》第98期,2007年9月,第298页。

息。⁹⁵故在本件股市秃鹰案,证交所将特定公司列为例外管理查核对象亦属重大消息,基于该等消息从事买卖者似亦应该当“内线交易”。

另依本案判决之见解,被告李○诚系泄露公务机密图使林○达及陈○吉遭轧空之股票解套而该当泄密罪。惟其所谓图使他人解套,不外乎使市场知悉此一重大消息,并进而反映在股票价格上而下跌,其泄密之目的在于帮助他人达其内线交易,故单纯就法律问题探讨而言,类似本案被告之行为是否应构成帮助犯?似仍有研究余地。因为“证交法”第171条第1项系处罚为买卖行为之内部人,并未就未为交易之消息传递者(Tipper)为任何刑罚之规定,但从“刑法”第29条及第30条本有教唆及帮助犯之规定观之,证交法本条既未排除其适用,似仍可依刑法相关规定加以处理;否则若无法证明消息传递者有买卖之行为,官员的泄露公务机密罪法定刑是二个月以上三年以下有期徒刑,远比内线交易的三年以上十年以下有期徒刑要轻得多,似较并不足以抑制违反“证交法”之泄密行为,而且也不尽合理,轻重失衡难以服人。但另一说可能主张:消息告知人(消息传递者)与消息受领人,本质上类似必要之共犯,故对消息告知人不需再论以内线交易之帮助犯。对此争议,有权解释机关应予以厘清。

(二) 顺大裕案(在违约不交割的重大外部消息下内部人认定的疑难)

论者⁹⁶有谓:由于违法不履行交割(“证交法”第155条第1项第1款)者,事实上不是公司,且违约不交割也非与公司营运有任何关连,因此,以1998年所发生之顺大裕违法不履行交割案为例,⁹⁷不论控制顺大裕公司经营的人或该公司其他董事、监事、经理人等,获悉违约交割顺大裕股票消息而卖出股票,能否认定这类内部人是因负责公司业

⁹⁵ 修正草案内容:“有关‘公共政策’如已涉及市场供求,且对股票价格有重大影响或对正当投资人之投资决策有重要影响者,应已符合本项重大消息之法定构成要件,亦有禁止内线交易之适用。”详细讨论,参见刘连煜:《新证券交易法实例研习》,2010年自刊,第428~429页。

⁹⁶ 以下本议题之讨论,参见林文里:“外部消息与内线交易内部人的界定”,2010年,本文尚未发表。

⁹⁷ 有关此次违约交割事件的说明,参见台湾“高等法院”台中分院93年度金上重诉字第22号刑事判决。

务的决策、监督、执行,而得以获悉违约交割消息,恐亦大有疑问。之所以会产生此一规范漏洞,或许原因在于本条规定的内部人范围,原先仅设想获悉公司内部消息买卖股票的情况,而未考虑颇多源自公司以外的重大外部消息。

论者又谓:“证交法”第157条之1第1项列举的规范对象,除消息受领人外,主要系针对公司内部人或所谓临时内部人获悉公司内部消息而设的规定。这类内部人一般系因基于特定身份或职务而有机会获悉公司重大消息,惟对于源自公司以外,且涉及市场供求的外部消息,将因获悉消息与身份或职务之间并无关联,适用现行内部人规定,并无法周延涵盖获悉重大外部消息之人;论者因而进一步认为:此尤以在获悉违约不交割消息的情况,最为明显。因此,有建议采用欧盟的立法模式,在列举主要内部人之外,新增概括规定,将明知自己持有内线消息之人亦列为内部人。^⑤论者并谓:设此概括规定后,将可涵盖所有获悉重大外部消息之人;至于行为人究竟从何种管道获悉内线消息?由于已无关紧要,自无必要再定义消息受领人的范围,而可将该款的规定废止。但新增概括规定后,当然会产生适用范围过广的疑虑,然应指出的是,即便采用列举规定,仍不免发生此一问题。^⑥论者并谓,解决之道,首要关键在于如何妥适定义‘内线消息’的意义,内线消息的定义如果完善,适用范围过广的疑虑,应可降到最低。以澳洲或欧盟的规定为例,证券分析师研究已公开信息而获得的重大消息,即非属内线消

^⑤ 英国依欧盟指令重新定义的内部人规定,除维持原有的列举规定外,亦另新设一概括条款,规定符合下列条件之人为内部人:以其他方法取得之信息,且知悉或合理被预期应知悉该信息系内线消息者。Financial Services and Markets Act the Regulation 2005 § 118B:For the purposes of this Part an insider is any person who has inside information (e) which he has obtained by other means and which he knows, or could reasonably be expected to know, is inside information. 相关讨论,参见林文里,前注94,本文尚未发表。

^⑥ 例如,内线交易的成立,除被告须持有内线消息之外,应否以被告的买卖决定与内线消息无关,并未利用内线消息为由,设豁免规定?已成为一项重要争议,详见本研究后述。相关中文文献,参见赖英照:《股市游戏规则——最新证券交易法解析》,2011年自刊,第531~538页;刘连煜:《新证券交易法实例研习》,2010年自刊,第471~479页。

息。⁹⁸ 此外,针对适用范围过广的特殊情况,亦可在本条增设豁免条款,以资因应。再者,持有重大消息之人,若非不劳而获,而是从搜集、分析相关信息而得到的发现,遇具体个案时,亦可由法院以未违反信息平等原则为由,排除内线交易罪的适用,以消除适用范围过广的疑虑。

当然,本研究亦赞同:内线交易应受非难是一回事,自己研析发掘事实又是另一回事。打击内线交易自不能阻碍合法,而且也非以不道德之方式探求真相者的权利。

从而,关此议题,本研究认为,增订概括规定(明知自己持有内线消息之人亦列为内部人)后,当然会产生适用范围过广的疑虑,现在很难过立法院这一关。因为立法者近来强调内线交易规定应具有明确性的构成要件。且前述论者也承认:“内线交易究应设哪些豁免规定?但涉及的政策考虑相当复杂”。亦即如何规范豁免才是其建议增订概括规定所造成问题的重点,但却不易做到。其实,本研究认为,台湾现行法有基于职业获悉消息之人的规定(第157条之1第1项第3款),加上外部消息如影响该证券之市场供求亦属重大消息(同条第5项),应可解决大部分重大外部消息下内部人认定的疑难。前述增订概括规定的建议立意虽好,但似可再三思。

(三)新普案(“证券交易法”第157条之1所规范之行为主体均为自然人,并不包括法人?)

在新普公司股票内线交易案法院谓:衡酌被告行为时有效施行之“证券交易法”第157条之1第1项规定“下列各款之人,获悉发行股票公司有重大影响其股票价格之消息时,在该消息未公开或公开后12小时内(现改为18小时),不得对该公司之上市或在证券商营业处所买卖之股票或其他具有股权性质之有价证券,买入或卖出:一、该公司之董事、监察人、经理人及依‘公司法’第27条第1项规定受指定代表行使职务之自然人。二、持有该公司之股份超过百分之十之股东。三、基于职业或控制关系获悉消息之人。四、丧失前3款身份后,未满6个月

⁹⁸ See Corporation Act 2001(Australia) section 1042C(1)(c). Recital 31 of Market Abuse Directive states that “research and estimates developed from publicly available data should not be regarded as inside information . . .”

者。五、从前4款所列之人获悉消息之人。”其所规范之行为主体均为自然人,并不包括法人,则本诸罪刑法定原则之要求,‘证券交易法’第157条之1处罚之客体,应仅限于买卖标的物为该条各款所列之人所有之股票,本件并无证据证明被告个人有买入新普公司股票之行为,一〇〇所下单买入者,复为弘鼎创投公司、宏诚创投公司所有之新普公司股票,则依“最高法院”98年度台上字第1850号判决意旨,被告尚无由成立‘证券交易法’第157条之1、第171条第1项、第179条之内线交易罪责,应堪认定。⁹⁹

按近来司法判决理由书中很多提及“证券交易法”第157条之1第1项所欲规范之对象行为主体均为自然人,并不包括法人。¹⁰⁰关于此一论点本研究殊难认同。因台湾公司法本允许法人充当董事、监察人(“公司法”第27条参照),如法人董监事违反内线交易规范,自可依同法第179条处罚其为行为之人,不构成自由刑难以执行之问题。或许此项错误见解,与公司法人本身在现行法下交易公司自家股票不构成内线交易¹⁰¹致相混淆有关,应速改正。

(四) 台开案

1. 本案事实¹⁰²

(1) 被告苏○建于94年(公元2005年)7月1日就任台开公司董事长,为“证券交易法”第157条之1所称之内部人,在获悉彰化银行有意出售所持有之台开公司股票,而该股票数量恰足以影响台开公司官股与民股之持股变动而使其官派之董事长职位不保;一方面为偿还之前委托被告赵○铭为其人事案说项之人情,另一方面为确保自己得来不易之职位之利益,明知足以影响台开公司股价且未公开之重大消息,竟违反受任人之保密义务,在94年7月11日在其办公室告知被告蔡○文,希望蔡○文引介赵○铭购买台开公司股票。蔡○文获悉后转告

⁹⁹ 台湾“台北地方法院”97年度金诉字第12号刑事判决。

¹⁰⁰ 例如本判决所提及之“最高法院”98年度台上字第1850号判决即是。

¹⁰¹ 参见赖英照:《股市游戏规则——最新证券交易法解析》,2011年自刊,第499~501页;刘连煜:《新证券交易法实例研习》,2010年自刊,第393页。

¹⁰² 以下事实说明系节略引用台湾“高等法院”97年度瞩上重更(一)字第4号判决书实栏所载。

赵○铭及游○一,三人谈妥赵○铭、游○一各买 5000 张,蔡○文买 2100 张。94 年 7 月 14 日晚上被告苏○建在三井宴中将重该大消息告知在场之被告赵○铭、蔡○文、游○一等人,希图藉此以洽特定人购买之方式,游说被告赵○铭、蔡○文、游○一购入该批台开公司股票,同时约定将举荐被告游○一担任台开公司董事,其前提系支持自己担任董事长期间所推动之业务,如此不仅可以稳固自己之经营权,同时又可藉由被告赵○铭之身份与地位,有利于自己推动台开公司业务。

(2) 赵○铭告知其父赵○柱上开内线消息,二人共同决定以简○绵名义购买,由赵○柱负责调款,由蔡○文与赵○柱协商日后买卖股票汇款及下单买卖作业。

(3) 经被告苏○建之建议彰化银行董事长同意洽特定人出售,因被告蔡○文表示并无管道与彰化银行洽购,被告苏○建遂于 94 年 7 月 21 日中午邀约第二次三井宴,宴请买卖双方到场认识及联系,其后再由被告蔡○文与彰化银行人员接洽,并代表简○绵及被告游○一出面指示证券营业员三人同时以巨额交易方式处理。

(4) 于 94 年 7 月 25 日上午 9 时 30 分彰化银行同意以巨额交易方式出售一万二千一百张台开公司股票,10 时被告苏○建主持台开公司董事会,通过出售不良债权等重大影响台开公司股价格消息之决议,13 时 37 分彰化银行一笔出售上开股票,由蔡○文指示三人之券商营业员同时在各该券商处分别接单而完成交易。事后,被告苏○建始将上开重大消息输入台湾证券交易所当日重大讯息系统对外公布之内容予以公开。

嗣后股价上涨后,被告等各自出售持股,迄 95 年 5 月间止,经台湾证券交易所计算,扣除手续费与证券交易税结果为赵○铭、赵○柱部分为 29,529,401.62 元(尚有 1800 张尚未卖出),蔡○文部分为 4,849,135.20 元,游○一部分为 66,451,521.25 元,合计苏○建、蔡○文、游○一、赵○铭、赵○柱等人共同犯罪所得之金额为 100,830,058 元(计算结果为 100,830,058.07 元,取其整数)。

2. 本案各级法院就消息传递人刑事责任之判决主要内容

本案“最高法院”并未对于台湾系采市场论或关系论表示意见,亦未认定台湾是否实行消息传递责任理论作为判断标准,就被告苏○建

之刑责部分,“最高法院”为下列之主要论述:

“原判决论苏○建以共同违反从公司之董事获悉发行股票公司有重大影响其股票价格之消息时,在该消息未公开前,不得对该公司之上市股票买入之规定,共同犯罪所得金额达一亿元以上之罪。然原判决既认定苏○建为台湾土地开发股份有限公司(下称台开公司)董事长,系告知蔡○文等人重大影响其公司股票价格消息之人,并非从该公司董事获悉重大影响其公司股票价格消息之人,则其如何能与蔡○文等人成立共同正犯,原判决未予说明,殊非适法。”

其实,本案地方法院采“消息传递责任”理论,并设定:消息传递人(告知消息人)违反受任人义务不当传递内线消息,消息受领人明知或可得而知内部人违反受任人义务而传递未公开之重大影响股价消息,内部人系图谋个人利益而传递消息,消息受领人利用该消息于公开前进行交易等要件,^⑩作为内线交易成立与否之判断,推翻以往实务多采“市场论”无须审究消息传递人“义务违反”与否及有无获利之见解,认定消息传递人符合上开要件后,消息受领人进行内线交易始构成内线交易犯行。惟本案地方法院于认定消息传递人虽未实际进行交易之刑事责任时,则以刑法共犯理论,认定其与消息受领人有犯意联络及行为分担,与消息受领人为共同正犯。

“高等法院”则不采“消息传递理论”,直接认定台湾系实行“市场论”;^⑪换言之,消息传递人有无违反义务、是否因而获有利益或自身有无交易,均在所不问,只要符合“内部人具备获悉发行股票公司有重大影响其股票价格之消息”及“在该消息未公开前,对该公司之上市或在证券商营业处所买卖之股票,买入或卖出”,此二形式要件即足当之,不论系由何人进行交易均构成犯罪,消息传递者自身虽未交易,惟因参与消息受领人交易之各项细节,有犯意联络及行为分担,论以共同正犯。

值得注意的是,在龙岩人主大汉公司涉及内线交易一案,台湾士林

^⑩ 有关此等要件之讨论,参见刘连煜:《新证券交易法实例研习》,2010年自刊,第414~421页。

^⑪ 参照判决理由编号(七)、(十三)、(二六)。

地方法院似采“市场论”,认为:“乙○○之弟即龙岩公司董事长李○聪于94年10月底,经安侯建业会计师事务所介绍,与大汉公司总经理杨○达洽定以每股新台币(下同)12元之价格购买大汉公司股权并预定取得经营权。杨○达随即于94年10月间某日,告知甲○○上开收购大汉公司股权并入主之重大影响大汉公司股票之消息。乙○○则于94年10月31日至11月2日间某日,在桃园县芦竹乡○○路○段177号李○聪办公室走廊附近,听闻李○聪以电话磋商购买并入主大汉公司股票相关细节而获悉该重大影响大汉公司股票价格之消息。”因而判被告甲乙等人均成立内线交易罪。¹⁰⁹

此外,如上所述,本案(台开案)台湾地区“最高法院”则质疑消息传递者系告知消息之人,并非消息受领人,消息传递者如何能与消息受领人成立共同正犯,认定“高等法院”判决未予说明,而撤销原判决,发回更审。当然,这是一个有趣而有意义的议题。有权解释机关应予以厘清。因为可能会有人认为消息告知人(消息传递者),虽与消息受领人为证交法第157条之1不同款之内部人,但仍有可能成为共同正犯,只要彼此间有犯意联络与行为分担即可。但另一说可能主张:消息告知人(消息传递者)与消息受领人,本质上类似必要之共犯,故法院实不需再论消息告知人与消息受领人为共同正犯,否则证交法同条何必再规定一款:“从前4款所列之人获悉消息之人”为内部人,因为纵无此款之规定,法院审理时也可直接适用一般刑法共同正犯之相关规定。

(五) 新艺案

1. 案件事实

甲○○系新艺纤维股份有限公司(以下简称新艺公司)董事长,该公司以产制各类纱及格子布业务为主,系公开发行股票之公司,实收资本额原为新台币(下同)五亿六千零六十四万元,其股票并自81年10月7日起正式挂牌在台湾证券交易所集中交易市场买卖。缘该公司在股票在挂牌上市前,其永康一厂(设台南县永康市○○路○段九八巷三六号)面积约一万二千八百五十二平方公尺,已由工业区变更为住宅区,因股票尚未上市,资金不足而无法迁厂售地,迨该公司股票上市

¹⁰⁹ 台湾”士林地方法院“98年度审金诉字第15号刑事判决。

后,乃积极准备迁厂售地,并于82年1月敲定迁厂售地,甲○○系该公司之董事,明知此项迁厂售地决定,系对该公司股票价格有重大影响之利多消息,在该消息未公开前,不得对该公司上市之股票为买入或卖出,詎甲○○竟自82年4月17日起至5月24日间,借用其不知情之子谢○峰、谢○晓名义在统一综合证券股份有限公司台南分公司(以下简称统一证券公司)开立之第六五四五一七号、六五五三一八号账户、及不知情之女谢○娟名义在大府城证券股份有限公司(以下简称大府城证券公司)开立第九六九八一四号账户买卖股票,以每股五十二元至六十四元价格,向统一证券公司营业员黄○华、大府城证券公司营业员袁○云下单大量买进新艺公司股票一千五百二十三张(每张一千股)。嗣82年6月5日,甲○○指示总务部经理庄○焜签拟于82年6月14日下午2时召开董事会及提出迁厂售地案议案,并于该日董事会决议通过授权董事长择机迁移一厂暨出售厂地案。该公司旋即于翌(15)日上午11时49分,透过台湾证券交易所MIS(市况报导)对外公布此一足以影响该公司股价之重大讯息,该公司股票于该日开盘即强势以每股八十二元涨停,并即成交一百五十三万三千股,除盘中小幅回档至八十元,其后迅速登上涨停并持续至收盘,且出现惜售无量现象,甲○○即于该日上午九时多许消息仍未公开前以谢○峰、谢○晓与谢○娟账户以涨停价八十二元分别出售该公司股票十五万二千股、十五万二千股与二十万股(共五百零四张,即五十万四千股)。

2. 台湾“高等法院”台南分院89年度上易字第345号刑事判决

查被告甲○○系新艺公司之董事长,知悉公司即将迁厂售地,系对该公司股票价格有重大影响之利多消息,在该消息未公开前,依法不得对该公司上市之股票为买入或卖出,竟借用不知情之其子谢○峰、谢○晓名义在统一证券公司、其女谢○娟之名义在大府城证券公司买卖股票,核其所为,系违反“证券交易法”第157条之1第1项第1款之规定,应依同法第171条规定论处。

3. 本案争点:利用不知情之未成年子女是否构成157条之1第5项(现为第7项)

“证券交易法”第157条之1第5项(现为第7项)前段规定:“第22条之2第3项之规定,于第1项第1款、第2款准用之”。按同法第

22 条之 2 第 3 项规定：“第一项之人(按即内部人)持有之股票,包括其配偶、未成年子女及利用他人名义持有者。”上述条文所谓“准用”,是否指内部人之配偶、未成年子女及利用他人名义持有的股份,均视为内部人的持股,即构成内线交易?其实,应视个案具体认定之,不可一概而论。

详言之,若内部人实质上是利用未成年子女为人头而犯罪,则内部人应自负内线交易之刑责。至于受利用之未成年子女是否构成犯罪,则应视其是否知情而定,倘子女并不知情,则不构成犯罪。因而本案法院认为,被告利用子女名义买入之股票,构成 157 条之 1 第 1 项第 1 款之犯罪,然而被利用之子女并不知情,故应为无罪。¹⁰⁹

三、结论

从上面之案例分析中可知,台湾有关内线交易行为主体仍有不少法律问题存在。特别是台湾法院对于消息受领人的判决仍然留下很多问题没有交代。例如,前述龙岩人主大汉公司案,即是例子。依其判决事实,被告在办公室走廊附近偶然听到董事长在电话在线磋商人主大汉公司之内线消息,而法院并未交代为何这样就有内线交易的责任。究竟消息受领人之责任是独立的责任或是从属的责任(衍生的责任)?关此,倾向“市场论”者,恐会认为不需要如同在美国法上,除告知消息人为图谋个人利益而传递消息之要件外,尚必须先具备:(1)内部人须违反受任人之忠实、信赖义务而泄密。(2)消息受领人须明知或可得而知内部人违反受任人义务。亦即纵无此三前提要件仍可成立责任(即认为消息受领人责任是独立的责任)。本研究则认为“市场论”之见解不宜在此扩大适用以免牵连过广,而应以“关系论”为基础,认为必须此三要件成立才构成责任,如此方能显现消息受领人责任是从属的(衍生的)责任性质,否则台湾现行法要求告知消息人与消息受领人应负连带赔偿责任(“证券交易法”第 157 条之 1 第 3 项)便较无依据。

¹⁰⁹ 参见赖英照:《股市游戏规则——最新证券交易法解析》,2011 年自刊,第 498 页。