

國立交通大學

科技法律研究所

碩士論文

內線交易可罰性基礎及現行規範效果分析
——以賽局論為中心

Rethinking the Culpability of Insider Trading by Game Theory

研 究 生：張敦威

指 導 教 授：林志潔 博 士

胡均立 博 士

中 華 民 國 一 百 零 二 年 九 月

內線交易可罰性基礎及現行規範效果分析——以賽局論為中心

Rethinking the Culpability of Insider Trading by Game Theory

研究 生：張敦威

Student : Tun-Wei Chang

指 導 教 授：林志潔 博 士

Advisor : Dr. Chih-Chieh Lin

胡 均 立 博 士

Dr. Jin-Li Hu

國 立 交 通 大 學

科 技 法 律 研 究 所

碩 士 論 文

A Thesis

Submitted to Institute of Technology Law

National Chiao Tung University

in partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master

In

Law

September 2013

Hsinchu, Taiwan, Republic of China

中華民國一百零二年九月

內線交易可罰性基礎及現行規範效果分析——以賽局論為中心

研究 生：張敦威

指導教授：林志潔 博士

胡均立 博士

國立交通大學科技法律研究所碩士班

摘要

我國證券交易法第 157 條之 1 為對內線交易之規範，該條文自民國 77 年增訂以來，學界及實務界多有各類肯定與否定的探討意見。在國內外已累積大量內線交易文獻的前提下，本文擬從經濟分析的角度探討內線交易的相關議題。首先，本文應用賽局理論，論證了為何禁止內線交易，能夠促進交易效率，為禁止內線交易一事，覓得不同的立論。其次，本文以成本效益分析方法，分析比較現行規範對社會的影響，發現就事後社會財富的立場而言，自由刑僅會帶來淨的社會成本。然而，本文以為，從事前嚇阻的角度來看，本文主張，刑罰仍有其存在必要性。

在實證研究部分，本文檢視 93 年依重刑化思維的修法與認罪減刑規範之施行效果，認為重刑化思維似無法達到嚇阻犯罪的功效，然認罪減刑規範卻有助於審判，且在共同被告的狀況下，尤具效果。除了判決質化分析外，本文亦以「明基電通案」、「綠點案」為對象，用個案研究法檢視法規適用上的問題，透過個案研究，發現內線交易案件會因審判者的價值判斷，而有個案認事用法上的差異，且在內線交易案件的審理上，我國仍存有程序法上的改善空間。

關鍵字：內線交易、賽局理論、效率、成本效益分析、嚇阻、重刑化思維、認罪減刑。

Rethinking the Culpability of Insider Trading by Game Theory

Student : Tun-Wei Chang

Advisor : Dr. Chih-Chieh Lin

Dr. Jin-Li Hu

Institute of Technology Law

National Chiao Tung University

Abstract

Since Securities and Exchange Act article 157-1, so-called “insider trading rule (ITR)”, was enforced in 1988, this rule was always arguable, whatever positive or negative arguments, in academic and judicial profession. Under the premise that there are many foreign or domestic studies, this article would discuss some ITR issues through economic analysis. First, it would be demonstrated how insider trading decreases market efficiency by applying game theoretical approach, so it should be prohibited. Second, the effect of current ITR would be analyzed by cost-benefit analysis approach, and it appeared that imprisonment would *ex post* bring with social cost. However, criminal punishment is necessary to deter crime *ex ante*.

In the part of empirical study, the effect of amendment under severe criminality policy and the amendment of plea bargaining in 2004 would be surveyed. We discovered that it could not be reached the goal of deterrence under severe criminality policy, but it was helpful for prosecution and trial by the application of the plea bargaining rule, especially in the situation of joint offenders. Besides the qualitative analysis, the problems existed in the application of ITR would be discussed by case study research through “BenQ case” and “Green Point case”. By case study, it was discovered that the difference of the result in IT case mostly came from the difference of judges’ objective value. After discussion, there are some comments of the improvement of the procedure law in IT case.

Key Words : insider trading, game theoretical approach, efficiency, cost-benefit analysis, deterrence, severe criminality policy, plea bargaining

誌謝

論文撰寫是一場與自己對話的過程，對於講求「辯證」的法學論文來說，這個現象尤為明顯。每個人都會認為自己寫論文很辛苦，但我自己驕傲地覺得，若從論文研究的實質內容觀之，此篇論文的誕生著實不易，也很慶幸自己沒有在寫完論文後，進入刑法第19條第1項、第2項的狀態。這一切的一切，都是家人、兩位指導教授（恩師）、同學及研究夥伴、還有口試委員的功勞。

在誌謝的開始，我要認真地謝謝我的指導教授——志潔老師。甫入科法所便做了志潔老師的研究助理，不管是生活上的照顧、心靈或人生課題的對談，或是學術研究上的磨練，與志潔老師的互動，一點一滴堆疊成我的交大科法所回憶。若要細說對志潔老師的感激，那可能是另一篇十萬字的文章，我必須在此先行打住。從2011年秋天開始跟著志潔老師從事內線交易研究，老師不僅訓練我的法學思維、帶我深入證券交易法第157條之1的研究領域中，更鼓勵我廣泛地從各種不同角度來看相關議題，讓我徜徉學海、優游自得，志潔老師讓我從傳統工科學子，轉型成法律人，且關於本文的誕生，老師絕對是最大功臣。老師，謝謝您！我會一直記得您的教誨。

接下來，我要調整衣冠、立正站好，表達對共同指導教授胡均立老師的敬意。從修課中認識胡老師，在志潔老師的穿針引線下，我有幸能成為胡老師的共同指導學生。憑良心講，剛開始面對一位有數十篇「有I類」學術論文，且已逐步邁入國內經濟學界大師之林的共同指導教授，心中很是惴惴不安。猶記得第一次和胡老師討論這份研究時，老師拿出一疊紙就開始推演、講解內線交易行為人的合作剩餘賽局模型，那信手拈來的學養，所帶給我的衝擊與震撼，永難忘懷。日後每次與胡老師討論論文時，那因收穫而帶來的滿足感，完全蓋過新竹、台北來回奔波的辛勞。謝謝胡老師！胡老師的「以草鞋部隊的血淚，力拼美械部隊的戰績」一語，永遠是砥礪我心志的金玉良言。

然後，我要謝謝交大科法所創所所長，也是現任所長的劉尚志教授。劉老師對法學研究實證化的強調，紮紮實實地敲進我心房中。敝人實在沒辦法接受「空口說白話型」、「嘴砲型」的學者，而我在轉型成法律人的過程，不斷提醒自己不能成為那種人。劉老師對實證法學的訴求，讓我找到了共鳴，這份共鳴不但鼓舞了我，更提供我明確的研究方法與取徑，讓這份研究得以順利完成。此外，劉老師在待人處世上的瀟灑與大氣度，影響著我，而且影響深遠。

關於本文的完成，我還要謝謝陳俊元老師。俊元老師在口試時用委婉的口吻點出文章中的幾大問題，並在口試時與幾位老師一同討論如何解決這些問題，確實讓這篇文章

更精采扎實。另外，在內線交易相關學術問題的對話上，建中老師對我亦啟發良多。建中老師在課堂上對整個內線交易體系及經典案例的講解，到之後介紹幾篇關於內線交易法律經濟分析的文章給我認識，並與我討論其中問題，對我實在有莫大幫助，與建中老師亦師亦友的互動，是科法所生活中難忘的一頁。

三年的科法所生活，過得比甚麼都快。究其因，不外乎是所上事務及課業繁重的關係——生活忙碌充實，日子就過得快。這三年，我感謝身旁的每一位同學、學長姐及學弟妹，為避免逐一列舉的掛一漏萬，以及沒話硬找話說的矯情，敝人僅「特別感謝」幾位同窗好友。芳儀，好儀兒，謝謝妳鼓勵我，讓我平心靜氣寫完這篇文章；謝謝妳陪著我，安撫骨子裡個性冷酷、時常沒來由暴躁的我，謝謝妳，我會更努力，也會更加好好待妳。和旻書一同上演「那些年，我們一起爆過的肝」，這革命情感絕對忘不了，而且難以取代。政雄、翊展、羽珊，把你們拉進來一起籌辦小畢典，害你們身心俱疲，我實在心裡有愧，但十分得意能與你們共事。羅傑，聊軍事、罵時事、準備國考互勉，沒的說，你是好兄弟。

能一路走到有機會寫這篇誌謝，我由衷感謝爸媽。臉書 (facebook) 的好友都知道，我時常在網路上流露對父母的感激。我爸是我永遠的偶像，老爸實在太厲害了，真不知何時才能像他一樣；我媽對我心靈的撫慰能力，總能幾句話就讓我落淚，是我內心的荒漠甘泉。我感謝他們一路支持著我，他們相信我做的選擇、走的路都是正確的，從不懷疑我的一切，就算我對音樂如此痴狂，他們也從來不發怨言。因為有這樣的父母，讓即將來到而立之年的我，能有信心地堅持自己的選擇。爸爸、媽媽，謝謝您們。

小時候，希望自己日後能成為一個數學家，命運使然，我卻先學了工程，後走上法律。寫了這篇論文後，發現原來萬法歸一，工程、法律、音樂、數學、經濟…，其實我不曾偏離過想追求的東西。借引華裔數學家丘成桐教授之言：「苟真理之可知，雖九死亦無悔。」我從沒限制過自己，唯有要求自己踏實穩健地走好每一步，過去如此，未來亦如是。在尋求人生至理的道路上，仍會繼續努力。「人能否不斷超越自己？」，是我常常問自己的問題。

最後，謹以此文，獻給我最愛的爸媽。

張敦威 謹誌

新竹・癸巳・秋

目錄

摘要	I
Abstract	II
誌謝	III
目錄	V
圖目錄	IX
表目錄	X
第一章、緒論	1
第一節、研究概述	1
第一款、問題緣起	1
第二款、研究目標	3
第三款、本文定位及學術價值	5
第四款、文獻回顧概述	6
第二節、研究取徑及方法	8
第一款、研究取徑	8
第一項、從歷史脈絡尋求法規範的社會定位	8
第二項、數學思維創造無限抽象思考可能性	9
第二款、研究方法	10
第一項、文獻分析法	10
第二項、理論模型之建構與分析	11
第三項、實證研究設計及應用	12
第三節、本文結構	14
第一款、文獻分析：內線交易規範緣起及介紹	14
第二款、文獻分析：內線交易的法律經濟分析	14
第三款、賽局模型建構與分析	15
第四款、實證研究	15
第五款、結論	15
第二章、內線交易規範緣起及介紹	17
第一節、內線交易概述	17
第一款、我國內線交易規範概述	17
第一項、我國內線交易規範沿革	17
第二項、我國內線交易規定違反效果：證券交易法第 157 條之 1、第 171 條	18
第二款、內線交易可罰性之爭	19

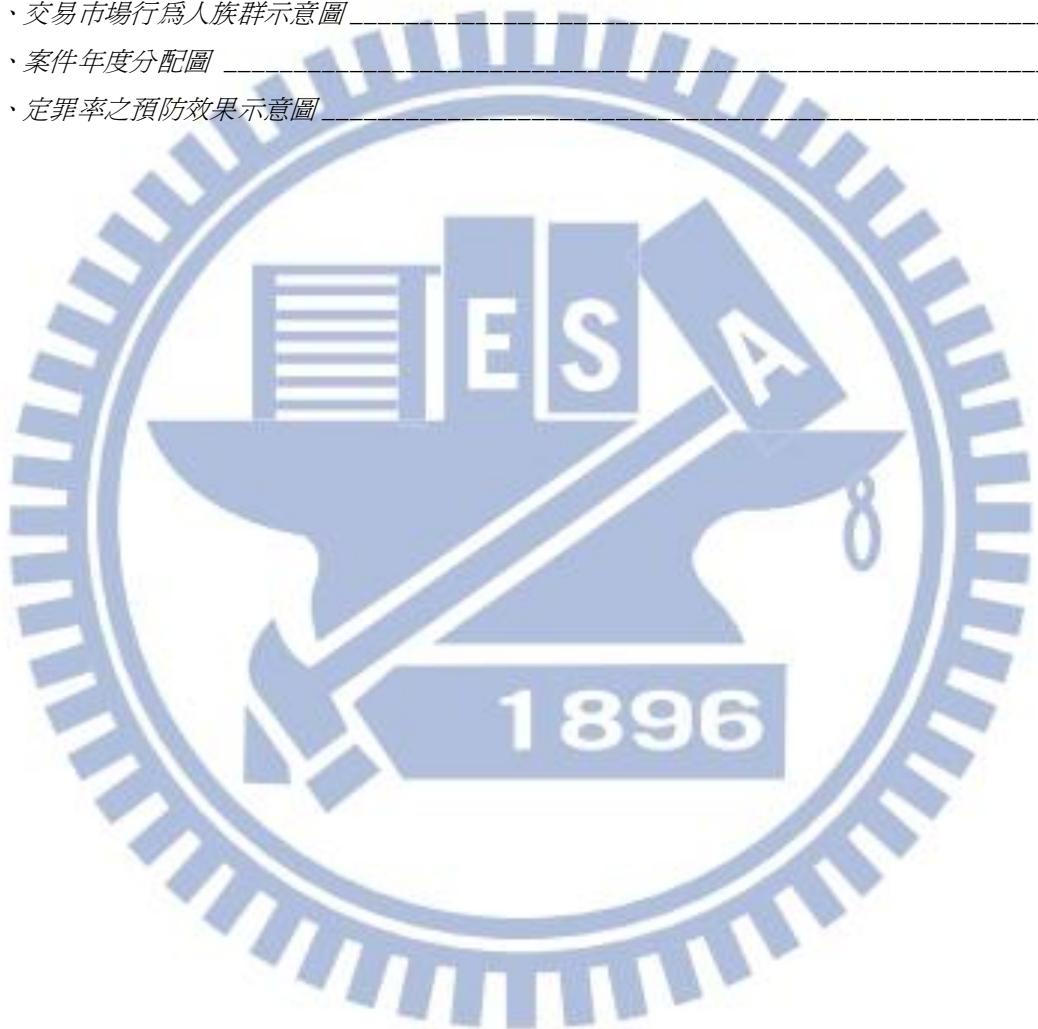
第二節、比較法上的內線交易規範：以美國法為核心	21
第一款、成文法（Statutory Law）的規範體系	21
第二款、普通法（Common Law）的規範脈絡	22
第一項、內線交易的開端——資訊平等理論	22
第二項、一個大幅度的限縮——信賴關係理論	23
第三項、仍有爭議的私取理論	24
第三節、內線交易的爭議與討論	25
第一款、規範主體的爭議	25
第一項、消息傳遞者責任爭議	25
第二項、公務員是否為主體之探討	27
第二款、客觀構成要件的爭議	28
第一項、空白刑法及不確定法律概念	28
第二項、重大消息中「重大性」之探討	31
第三項、重大消息有無判斷「成立時點」的必要	34
第三款、主觀構成要件討論	35
第一項、消息的「利用」、「獲悉」爭議	35
第四節、小結	37
第三章、內線交易的法律經濟分析概說	38
第一節、法律經濟學概述	38
第一款、法律與經濟的對話	38
第二款、法律的經濟分析流派簡介：以寇斯與波斯納為重心	39
第一項、寇斯：外部性問題	39
第二項、波斯納：法律的經濟分析觀	43
第三款、本文之應用	45
第二節、內線交易的法律經濟分析：初探市場效率	46
第一款、一個顛覆性的思維：內線交易有助於市場效率	46
第一項、緬恩（Henry G. Manne）的內線交易經濟分析	46
第二項、效率市場假說	47
第三項、內線交易與效率市場假說的交互辯證	49
第二款、以刑罰懲治內線交易的效率研究	49
第一項、貝妮（Laura N. Beny）的思維及研究	49
第二項、休絲（Laura E. Hughes）對刑罰持保留態度	51
第三款、效率的省思	51
第一項、資訊運用的效率非為效率內涵的全部	51
第二項、效率的其他面向：合作剩餘（Cooperative Surplus）	52
第三節、探討「人」的決策與報酬模式：賽局理論	52

第一款、賽局理論概述	52
第一項、緣起及發展	52
第二款、賽局理論分類及其應用	53
第一項、賽局理論的分類	53
第二項、賽局理論在內線交易的應用	53
第四節、小結	54
第四章、內線交易行爲人賽局模型之建構與分析	55
第一節、新法益的提出：從交易效率看內線交易規範基礎	55
第一款、資訊在交易市場中的定位	55
第二款、內線交易是否具可非難性的三層次論證	56
第一項、論證 1：內線交易令交易者無法產生事前合作剩餘	56
第二項、論證 2：即便消息性質屬不確定，內線交易仍不生事前合作剩餘	57
第三項、論證 3：現實交易市場中，若有內線交易，交易效率不佳	59
第三款、交易者合作剩餘之賽局模型數學證明	61
第二節、我國現行規範成本效益分析	62
第一款、現行規範成本效益分析	62
第一項、理性行爲人的期望報酬探討	62
第二項、考量審判成本，禁止內線交易會增加社會成本	62
第三項、加上獄政成本考量，益發提高刑罰規制內線交易的成本	63
第二款、現行規範成本效益分析之賽局模型證明	63
第五章、實證研究分析與評述	68
第一節、我國現行內線交易規範實證研究分析	68
第一款、對內線交易者而言，刑罰具預防效果	68
第一項、刑罰的定位：從「應報」到「預防」	68
第二項、預防效果之經濟分析	69
第三項、我國內線交易的刑罰規範具嚇阻效果	72
第二款、內線交易重刑化制度設計的施行效果	73
第一項、我國禁止內線交易的重刑化思維	73
第二項、重刑化似未能收「嚇阻內線交易發生」之預期效果	74
第三款、認罪減刑規定的施行效果	75
第一項、「認罪減刑規定」將提高行爲人認罪意願	75
第二項、實證分析顯示認罪減刑規定確有成效	75
第三項、對多數行爲人而言，效果更佳	76
第四項、值得肯定的認罪減刑規定	77
第二節、我國內線交易規範之個案分析	77
第一款、明基電通案	77

第一項、前言	77
第二項、明基電通案介紹	77
第三項、明基電通案評析	81
第四項、明基電通案結語	83
第二款、綠點案	83
第一項、前言	83
第二項、綠點案介紹	84
第三項、法院在「實際知悉」要件的心證門檻	87
第四項、綜合評述	88
第五項、綠點案結語	95
第三節、小結	96
第一款、實證研究部分結論	96
第二款、「正當投資行為」能否阻卻內線交易之違法？	96
第六章、結論	99
第一節、本文結論	99
第一款、透過文獻分析，本文選擇以賽局理論研究內線交易本質	99
第二款、透過賽局模型的推演及分析，內線交易確有禁止必要	99
第三款、實證結果	100
第二節、附論：後續研究方向	100
參考文獻	102
附件、判決資料整理	- 1 -

圖 目 錄

圖 1.1、本文結構圖	16
圖 3.1、禁止內線交易下的價格反映資訊狀況示意圖	46
圖 3.2、未禁止內線交易下的價格反映資訊狀況示意圖	47
圖 4.1、判定內線消息及內線交易示意圖	55
圖 4.2、無內線交易存在的交易狀況示意圖	58
圖 4.3、有內線交易存在的交易狀況示意圖	59
圖 4.4、交易市場行爲人族群示意圖	60
圖 5.1、案件年度分配圖	68
圖 5.2、定罪率之預防效果示意圖	72



表目錄

表2.1 證券交易法第157條之1沿革比較表	18
表2.2 我國內線交易規定違反效果沿革比較表	19
表2.3 為美國法上內線交易可罰性基礎理論比較表	25
表3.1、效率市場假說比較表	49
表5.1、年度定罪率	73
表5.2、案量與定罪率之皮爾森相關係數	73
表5.3、定罪率與自白率	74
表5.4、共同被告自白率整理表	77



第一章、緒論

第一節、研究概述

第一款、問題緣起

2006 年，我國前第一家庭成員涉內線交易，成為社會矚目案件，舉國輿論譁然，當時，總統因此召開記者會向全國人民道歉。「內線交易(Insider Trading)」一詞，對那些資金不在股票市場進出的人而言，或許是件與自己無關之事。然而，立法者基於某些考量，以法律禁止內線交易的發生。

本文先請讀者試著想像幾種情形，並細心品味這些事情發生在自己生活周遭的感覺。

【案例一】

某市府都市計畫局捷運路線規劃承辦官員，得知某偏僻地段，將在未來數年間進行捷運站體商圈開發，於是現在以低價購入土地，多年後，開發完成，以數倍價差出脫土地。

【案例二】

某縣府環保局官員，得知某科技大廠汙染情事嚴重，將對之祭出高額罰鍰，深知罰鍰一出，將造成該科技大廠信譽受損，且由於添購、安裝新環保機具的關係，將使廠房產能下降。於是，該環保局官員大量買入該科技大廠在市場上最具競爭力的對手 A 公司股票。之後，科技大廠果然因為罰鍰而致訂單外流，嘉惠該 A 公司，致使及早買入的環保局人員，因此大發利市。

【案例三】

某會計師事務所的稽核員，到客戶端進行季報的稽核，稽核過程發現公司此季營運狀況不佳，即將調降下一季的財務預測。稽核完成後，走出該公司立即打電話給證券營業員，囑其出脫該稽核員手中所持該公司股票。多日後，該公司股票果然因為財測下降而下跌，該稽核員因此減少損失。

上述三個例子，皆屬「廣義的內線交易」，雖不見得落在我國現行法規禁止範圍內，但透過這樣的案例設計，吾人應能感受到「某些位居特殊資訊取得位置之人，運用外界無從得知的資訊進行交易」一事，似乎與常理所謂的「公平正義」有間。

我國證券交易法（下稱證交法）第 157 條之 1，規定具特定身分之人，不得將其因身分得知之消息用於買賣，俗稱「內線交易禁止」規範。內線交易的研究，無論從比較法觀點、構成要件解釋以及實際案例分析等，國內、外不乏廣度與深度兼具的研究。¹本條文自民國（下同）77 年制定以來，亦多有修訂，我國學術

¹ 賴英照，股市遊戲規則——證券交易法，頁 443-570 (2011)；劉連煜，新證券交易法實例研習，頁 405-505 (2011)；陳家彬等著，財經犯罪與證券交易法理論實務，頁 203-516 (2009)；林孟皇，金融犯罪與刑事審判，頁 117-395 (2011)；郭土木，證券交易法論著選輯，頁 315-376 (2011)。

界及實務界，對於內線交易規範的研究，不遺餘力。²

揆諸內線交易規範的歷史脈絡，時間可回溯到美國大蕭條 (Great Depression) 後，羅斯福總統 (Franklin D. Roosevelt, 1882-1945) 的新政 (New Deal)，當時美國金融市場幾近崩毀，重建金融秩序乃當務之急，制定了包括改革銀行業的「葛拉斯—斯蒂格爾法案 (Glass-Steagall Act)」，透過該法案，要求投資銀行與商業銀行之業務分開進行，避免投資人蒙受不必要之存款風險。³另外，亦有改革證券業的「1933 年證券法 (Securities Act of 1933)」及「1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934)」，1934 年證交法中 Section 10(b) 及後來聯邦證券管理委員會 (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC) 制定的行政規則 Rule 10b-5，被認為是最早的內線交易規範。斯時起，美國對內線交易的規制，有了法律上的著力點。

然而，自 1960 年代開始，陸續有學者開始辯證內線交易的可罰性問題，有認為內線交易不具可罰性者，結論上又可分兩類：(1)內線交易不具刑事可罰性，亦即「內線交易除罪化」的觀點；(2)內線交易對市場有一，故不具可罰性，非但不應以刑罰、行政裁罰等手段禁止，內線交易行為不會造成損害，連民事求償都不能主張。⁴此些辯證觀點，與 SEC 乃至所有認為內線交易應禁止之人，大相逕庭，故內線交易可罰性基礎的論戰，甚囂塵上。

依我國證券交易法第 1 條文字所示，證交法制定目的在於發展經濟、保障投資。⁵誠若如此，益發落實證交法中之各類規範，應愈能達到此等目的。不過，此種論點建立在「證券交易法內規定確實對發展經濟保障投資有助益」的前提，若條文本身並非良善，那落實執行，只是負面效果越加強烈而已。在內線交易可罰性基礎論戰仍持續進行的今天，本文以為，若此規範不具可罰性，以法律禁止之，便屬不當的立法政策，應檢討修法；反之，若內線交易行為確實與發展經濟、保障投資有扞格，便應堅守禁止立場，並強化執法成效。援此，故本文提出第一個問題：禁止內線交易有無助於證交法立法目的之達成。換言之，禁止內線交易，能否達到「發展經濟、保障投資」的效果。探討這個問題，應從思考內線交易的行為本質出發，若對市場有害，則禁絕此種行為將有助達到證交法立法目的，且應設法提高定罪率，方能保障社會大眾。本文從「內線交易行為的影響為何」著手，檢視內線交易行為究竟對市場產生甚麼樣的影響，盼能從另一個角度來檢視內線交易的可罰性基礎。

接續在內線交易可罰性基礎的討論後，本文以為現行制度亦有探討的必要。首先，從實證角度觀之，本文透過初步的判決資料整理，發現我國內線交易案件

² 第一次修訂時間為民國 91 年 2 月 6 日；第二次修訂時間為民國 95 年 1 月 11 日；第三次修訂時間為民國 99 年 6 月 2 日。本文所提「增訂」、「修訂」，乃以條文修正後之總統公布日為計算時點。

³ RICHARD SCOTT CARNELL & JONATHAN MACEY & GEOFFREY P. MILLER, THE LAW OF BANKING AND FINANCIAL INSTITUTIONS 16-18(4th ed. 2009).

⁴ Daniel D. Baum, *Insider Trading and The Stock Market*, 16 DUKE L.J. 456, 459-60 (1967)(reviewing HENRY G MANNE, INSIDER TRADING AND THE STOCK MARKET (1966)).

⁵ 證交法第 1 條規定：為發展國民經濟，並保障投資，特制定本法。

量少，且內線交易案件的定罪率，顯低於刑事案件的平均定罪率。⁶關於內線交易案件量少而言，或許是事實上從事此行為之人不多，然而，就過去台灣曾有「內線交易天堂」之譽來看，「從事內線交易者不多」的說法，顯非實情。⁷既然從事內線交易之人非不多，然此類案件量卻很少，再加上內線交易案件的定罪率遠低於我國刑事案件平均定罪率，對法益的保障或有不周，執行效果待加強。⁸

本文從實證的角度，橫向檢視現行規範的施行效果。誠如前述，我國內線交易案件定罪率低，然而，「定罪率低」僅是一個外觀，其中有無不同狀況，例如案件是單一被告的定罪率低，還是共同被告。以及現行規範之罰則，在不同修法時期，有無不同效果。本文以為，研究者，乃自客觀資料解讀事實而已。自然界中，沒有甚麼資料比數據更客觀、更冷靜，從實證資料的分析處理，能得到各種數據，以供解讀之用。本文相信，實證資料的解讀，應有助於法律之修改與執行。

從判決分析結果，本文進一步提出問題：目前內線交易案件之執行成效不彰，是否為法條設計不當所致？綜觀內線交易文獻，以檢討條文構成要件為其中大宗，其中有從比較法觀點做研究，研究對象包含美國、德國、日本、歐盟等內線交易法規，從法條結構與用字，評析我國現行條文優劣。此外，諸多內線交易研究，不乏自美國法作深入探討分析者，從美國實務案例的法律解讀檢討我國內線交易的法律適用，例如我國內線交易規範立法論的基礎為何？採平等資訊理論、信賴關係理論，抑或私取理論？又或者條文中不確定法律概念應如何解釋？甚麼叫「重大消息」？「實際知悉」的判斷標準為何？「消息傳遞者/消息受領者（Tipper/Tippee）」理論在我國應如何適用？這些問題，都是我國內線交易研究中所常見者。

本文以為，我國內線交易制定至今已逾 25 個年頭，或許尚稱不上年歲悠遠，實務案例也無想像的多。⁹然而，截至目前為止，實務案例卻也提供研究者諸多富研究實益的案件。經查，內線交易案件多為社會矚目案件，被告通常是擁有相當社會地位之人士，在被告本身智識程度高，所委任的辯護人也多為深具專業知識的律師，故內線交易案件審理時，法院在認事用法、與辯護人互動上，便出現諸多值得深思和研究的爭點。援此，本文選擇國內知名實際案例，透過案例探討，尋找條文適用的問題及解決方法。

第二款、研究目標

⁶ 本文實證研究，以北三院（台北地方法院、士林地方法院、板橋地方法院）為對象，並以民國 85 年初（85 年 1 月 1 日）至 101 年底（101 年 12 月 31 日），共計 17 年，為檢索時間區間，運用「司法院—法學資料檢索」系統中的「裁判書查詢」功能，搜尋後得到 140 筆案判決資料，去掉非內線交易案件後，共計 62 個案件，177 個被告，詳細資料如附件。62 個案件中，被告定罪率為 40.11%，此處定罪率為「受有罪宣告人數（含緩刑）/被告總人數」。本文後所提到的實證資料及研究分析，皆以此份檢索資料為基礎進行。

⁷ 林孟皇，前揭註 1，頁 117。

⁸ 根據司法院統計資料，民國 100 年，全國地方法院的平均刑事案件定罪率為 87.43%，99 年為 87.37%，98 年為 87.6%，97 年為 88.32%，96 年為 87.2%。

⁹ 根據司法院統計資料及本文實證資料，民國 90 年至 101 年，內線交易刑事案件在全國地方法院之刑事案件所占比率不到 0.01%。

本文環繞內線交易之可罰性而生，為了合理論證內線交易的可罰性，本文提出問題層次如下。

首先，在德國刑法學者駱克信 (Claus Roxin) 的犯罪階層體系中，提出以「應罰性」作為架構犯罪的指導原則，而以「需罰性」作為刑罰論的準繩，亦即，「應罰性」講的是一個行為成立犯罪與否，「需罰性」則是指行為的發生，是否需要處罰。¹⁰無論是「應罰性」或「需罰性」，皆是以探究行為本質為方法，行為的本質若有害於某特定法益，而有規制的必要，進一步決定應用甚麼樣的處罰規制該行為。職是之故，本文以探究內線交易行為本質為第一步工作。

既已將評價內線交易可罰性基礎一事聚焦於探究內線交易行為本質，接下來，本文下一個問題為「如何分析探討內線交易行為本質」。本文以為，交易的進行，可分為兩個探討層次：先是交易條件對交易者產生甚麼樣的誘因，以及交易者面對誘因時的反應如何；再來是從社會制高點觀察，交易的進行，會產生甚麼樣的社會影響。本文相信透過這種二層次、由內而外觀察交易者行為，應可分析內線交易的行為本質。

分析了內線交易行為本質後，緊接著面臨「如何對分析結果進行評價」的問題。從傳統財產法的觀點，政府法規存在的意義在於創造一個有效率的交易環境，而所謂效率，一言以蔽之就是「使社會整體價值能被達到最大化的資源配置方式」。¹¹效率的追求，屬社會「財富最大化」的過程。¹²是以，本文以為，應可透過判斷內線交易行為是否能讓交易「產生效率」，評價內線交易行為本質的好壞。

行文至此，本文似可提出一命題，並以之為本文所欲達到的第一個目標：內線交易與效率的關係，將決定行為是否有禁止的必要。從分析內線交易的本質來看這種行為是否具效率，決定此種行為有無可罰性，並說明政府法規介入規制的正當性。結論上而言，若論證結果，內線交易具可罰性，本文亦將從效率的觀點，提出一個不同的內線交易規範保護法益。

法律之為一種社會規範，其目的終在於影響人們的行為趨向公平正義。¹³法學研究的發展，近十多年來，逐漸走向以社會觀察為藍本的法學實證研究，法學研究者似不再滿足於傳統的法釋義學及法學解釋論。¹⁴本文以為，以實證研究方法進行法學研究，應更能確切而實際地發掘法律問題及尋求妥適地解決方法，援此，本文亦循此思維進行內線交易規範的研究。

社會科學的實證研究方法中，以「質性」與「量化」研究為主要研究方法，其目的不外乎將研究分為總體及個體兩個面向來進行。¹⁵「質性訪談」乃捕捉社

¹⁰ 許玉秀，「犯罪階層體系方法論探源」，政大法學評論，第 60 期，頁 21-22 (1998)。

¹¹ RICHARD A. POSNER, ECONOMIC ANALYSIS OF LAW 11 (7th ed. 2007).

¹² *Id.*, at 11-15.

¹³ 劉尚志、林三元、宋皇志，「走出繼受，邁向立論：法學實證研究之發展」，科技法學評論，第 3 卷，頁 1 (2006)。

¹⁴ 同前註，頁 5-6。

¹⁵ 同前註，頁 18-21。

會規範體現於某個體後的現象，藉由經驗的述說，令研究者透過個體現象的觀察，歸類現象及找出可能原因，並尋求解決辦法。¹⁶「量化研究」在確認母體（Population）後，進行抽樣，將所得到的樣本（sample）經過統計學上的方法處理後，如：統計量計算、檢定、迴歸分析、時間序列分析等，驗證某理論或假說，並針對該理論及假說提出修正或辯駁。¹⁷

本文既以實證研究為探討內線交易規範之依據，研究方法上，便不脫社會科學實證研究方法的範疇。首先，本文嘗試從宏觀面來看內線交易規範制度面的問題，是以，透過案件的質性編碼、歸納整理及統計量計算，本文先是描述我國現行內線交易規範施行效果，並藉本文所適用的經濟學理論，說明施行實際效果與理論之間的契合程度，然後，本文提出執法及修法建議，希冀對內線交易規範有所助益。

在經過內線交易案件的檢索及分析後，本文選擇數個實際案例，介紹該案例，並從中挖掘內線交易規範在適用上會遇到的問題。本文未為一般質性研究者所進行之訪談，卻聚焦於案例研析，本文相信，從實際案例中，對內線交易規範的了解，將不再流於法釋義學，亦不是抽象想像該問題存在，而是透過實際出現的問題，思考及論證解決的方法。

第三款、本文定位及學術價值

在本文定位部分，首先須做區辨者，本文所欲探討「可罰性基礎」中之「罰」，並非僅指刑事處罰。或許，「內線交易的可罰性基礎」這樣一個標語，容易令人想到「內線交易除罪化」的議題。在內線交易可罰性基礎的流變中，內線交易「入罪」、「除罪」議題，確實是諸多學者論辯重點所在，然而，如本文前述，除「入罪化與否」之爭辯外，「內線交易是否可罰」，亦即，「內線交易是否可予以非難」，本文基於下述理由，說明為何將本文第一個層次所欲探討的問題定位在「可罰性」，而非「入罪化」。

「可罰性」的存在與否，屬「有無」的問題，行為之是否可罰，所涉及者是行為本質好壞的探究，辯證者建構理論體系，在研究之初，不預設立場，持開放性態度，直視行為核心，並區辨其中之優劣，屬客觀論理之爭辯。確認行為可罰後，用哪種「方式」處罰，直言之，是利用民事、行政、刑罰加以規制，雖亦有理論為輔助，然而所涉更深者是社會價值的權衡，摻雜較多的主觀因素，處罰模式的選擇，屬「可罰程度高低」的問題。本文以為，理論研究應以客觀論證並簡化問題為佳，主觀因素要盡可能地屏除，而本文在「內線交易可罰性基礎」探討上，所欲從事者是理論體系的反思，不存有預設立場，純粹透過學理論證來處理此問題，為內線交易可罰性基礎之論辯，提供一立論。

研究方法部分，以經濟學的「賽局理論（Game Theory）」為核心，探討內線交易的發生與否對交易市場的影響，進而評價內線交易行為之好壞。既然談到

¹⁶ 齊力，質性研究方法與資料分析，頁 7-9 (2005)。

¹⁷ 劉尚志等，前揭註 13，頁 18。

法律規定與市場保護，本文將進一步分析現行證交法的內線交易規範，分析其有何優劣。本文繼續應用賽局理論模型的思考邏輯，將國家考量為賽局中的行為個體，整體觀察市場，並進行成本效益分析。

本文在做完理論的客觀思辯後，回歸我國法現況，我國目前是以立法政策規制內線交易行為。首先，本文的立場為，若可罰性基礎論證結果為「內線交易具可罰性」，則本文將對現行規範施行效果提出改進建議，然若論證結果為「內線交易對社會有所助益，不具可罰性」，本文當然力主廢除內線交易規範。結論上而言，本文確實得到「內線交易行為可罰」的論證結果，是以，如何分析現況及提出建議，是接下來重點。

施行效果分析部分，古語云：徒法不足以自行。有了初步實證分析後，本文進一步探討：定罪率與內線交易防治上關係如何。刑罰的預防效果強調以「理性計算人（Rational Calculator）」為前提，內線交易之為白領犯罪，行為人教育程度、社經地位皆較高，理論上對行為預期結果的「算計」，較一班人為甚，故應可透過實證研究觀察之。本文將所建構的賽局理論模型，擴展為行為人的理性選擇模型，分析探討定罪率與行為選擇上的關係，並以實證方法說明現行內線交易定罪率所產生的影響。

最後，本文探討刑度問題，聚焦於 93 年修訂之認罪減刑規範對行為人產生的效果如何。研究方法部分，本文於此處回到賽局理論基礎觀念——囚犯兩難（Prisoners' Dilemma），也就是標準型態的完全資訊靜態賽局（Normal-Form Game in Complete Information and Static Situation）。¹⁸

本文利用案例分析的方式，從實際發生的案例中探討法律適用的問題，雖較類似傳統法釋義學的工作，然而本文嘗試從不同觀點做意見評析，相信應有助法律適用問題的解決。

我們並非擁有完美市場，須透過法規範的建構才能保護投資人，提高交易進行的誘因。¹⁹ 內線交易規範為經濟刑法之一種，應具「保護市場」的法益才是。²⁰ 既然要探討法規是否能夠達此目的，從經濟分析的層面著手，誠屬正途。秉此原則，本文藉引經濟理論，探討內線交易的規範價值所在，論證上，本文客觀分析內線交易的發生所造成的影響，不作入罪、除罪的辯證。然後，分析比較現行規範利弊及執行效果，最後提出見解及結論。

第四款、文獻回顧概述

在進入文獻分析前，本文於此先對本研究所參照使用的文獻做鳥瞰性介紹，俾使讀者對本文研究脈絡能有所掌握。既然是談內線交易規範，本文先對我國條文做整體解析，聚焦於歷次修法的條文異同比較。其次從繼受法角度，對外國制度做分析介紹。由於我國證券交易法第 157 條之 1 立法理由明言我國內線交易乃

¹⁸ ROBERT GIBBONS, GAME THEORY FOR APPLIED ECONOMISTS 2-4 (1992).

¹⁹ Reiko Aoki & Jin-Li Hu, *Licensing vs. litigation: the effect of the legal system on incentives to innovate*, JOURNAL OF ECONOMICS & MANAGEMENT STRATEGY, VOL. 8, NO. 1, 133, 134(1999).

²⁰ 劉連煜，內線交易構成要件，頁 3-5 (2011)；林孟皇，前揭註 1，頁 157-158。

參照美國制度，本文亦專司探討美國內線交易制度沿革。²¹

美國法介紹所使用的素材，以美國相關法例條文及代表性案例為主，條文部分，從《1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）》第 10 條 b 款談起，緊接著介紹聯邦證券管理委員會制定的解釋性行政規則 Rule 10b-5，以及延續此二條文所生的相關規範。案例部分，將從 1961 年的 *In re Cady* 案講起，原 1934 年證券交易法第 10 條 b 款以及 Rule 10b-5，條文中所使用的規範性文字為「詐欺（fraud）」，此案說明了為何可將條文用於內線交易案件中，實具參考價值。接續 *In re Cady* 案，本文透過介紹 *Texas Gulf Sulphur* 案、*Chiarella* 案、*O'Hagan* 案，講述美國法上內線交易可罰性基礎的演進過程，然後以 *Basic* 案說明內線交易中「重大性」要件的判斷準則，並透過 *Dirks* 案分析內線交易中「消息傳遞者/消息接受者」責任的判斷準則。

在內線交易規範介紹所使用的中文文獻，除了條文沿革及分析為參照司法院法學檢索資料庫外，就屬前司法院長賴教授英照的證券法專書《股市遊戲規則——最新證券交易法解析》為重要參照著作，此著作論理細緻詳盡、對相關案例除有詳盡介紹外，賴教授亦仔細比較不同理論的差異，深入淺出地講述內線交易規範內涵，為學術價值極高的著作。此外，劉教授連煜的《內線交易構成要件》一書，對相關案例及內線交易規範，亦有詳實且深入的解說，在構成要件的解讀適用上，此書更有精闢的解說。我國探討內線交易的文獻繁多，就本文所掌握部分，所值得一提者還有莊教授永丞的〈沉默是金？證券交易法「公開揭露或戒絕交易」原則之初探——以內部人戒絕交易為中心〉專文，文章中對美國內線交易成文法部分有詳盡的體例說明介紹。此外，台北地方法院重金庭林法官孟皇的《金融犯罪與刑事審判》一書，林法官身處財經犯罪案件審判的第一線，對內線交易案件有深刻觀察，且對相關法理的體系構成亦有獨到見解，其著作從實務工作者的角度，兼及理論與實務，點出內線交易的重要議題，甚富參考價值。

本文既以經濟分析看內線交易的可罰性基礎，自應介紹法律經濟分析流派及演變，從學者佛里曼（David D. Friedman）專書《經濟學與法律的對話》中及波斯納法官（Richard A. Posner）專書《法律的經濟分析（Economic Analysis of Law）》，可初探法律經濟分析學派及演進。本文將再進一步介紹制度經濟學大師寇斯（Ronald H. Coase）於 1960 年發表的專文〈社會成本的問題（The Problem of Social Cost）〉，並闡述法律經濟分析中關於「外部性」的概念。

關於內線交易可罰性基礎的辯證，本文從經濟學者緬恩（Henry G. Manne）於 1966 年出版的專書《Insider Trading and the Stock Market》開始，除了介紹緬恩教授的理論，本文將比較分析該理論與 1970 年財務學者法瑪專文〈Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work〉中提出的「效率市場假

²¹ 立法院公報，第 76 卷，第 96 期，頁 75-76。證券交易法第 157 條之 1 立法理由第 3 點：三、對利用對利用內部消息買賣公司股票圖利之禁止，已成為世界性之趨勢，美、英、澳、加拿大、菲律賓、新加坡……等國均在其公司法或證券法規明定不得為之，違反者須負民、刑責任。為健全我國證券市場發展，爰參照美國立法例（1934 年證券交易法第 10 條規則 5 判例、擬議聯邦證券法典 202 條第 56 款、1603 條、美國加州公司證券法第 25402、25502 條等）增訂本條…

說（Efficient Market Hypothesis）」，並從效率市場假說觀點反思緬恩教授論點的合理性。

關於內線交易可罰性基礎的另一種論辯，也就是「內線交易入罪、除罪」的辯證，亦具參照實益。同樣是探討以刑罰規制內線交易是否能促進效率，學者貝妮（Laura N. Beny）與休絲（Laura E. Hughes），方法上以類似的命題，且皆以時間序列方式進行實證分析，卻得到截然不同的成果，顯見此議題仍具可辯證性。

本文在研究內線交易本質部分，係以觀察分析行為人的決策及報酬為方法，自然必須對經濟學中的賽局理論（Game Theory）作通盤性介紹。學者吉本斯（Robert Gibbons）專書《賽局理論（Game Theory for Applied Economists）》，將賽局理論發展以來的各種應用，做體系化的介紹，屬此類專書中的極佳作。此外，賽局理論在法學應用上，拜爾德（Douglas G. Baird）等三人合著的《賽局理論及法律（Game Theory and the Law）》為經典著作，其中對不同條件的賽局得以如何應用於法學中，有極為詳盡的說明。

最後，由於在可罰性基礎的探討後，本文欲對我國現行規範作施行效果的實證研究分析，分析過程必涉及立法政策理論，特別是現行內線交易規範採民、刑事併罰的策略，刑事立法政策將是本文進一步著墨的重點。許教授福生的專書《犯罪與刑事政策學》，除自理論面介紹刑事政策的歷史與淵源，亦從實證觀點談我國刑事政策取向之優劣，對本文探討內線交易的施行效果，甚富助益。

第二節、研究取徑及方法

第一款、研究取徑

第一項、從歷史脈絡尋求法規範的社會定位

欲以有限的文字，囊括無窮的人類行為，法律條文的訂定，多使用抽象性文字，以達規範保護目的最大化的功效。然而，抽象性文字的運用，如何能因應時代的變遷，而持續適用於社會現況，修法是一種解決途徑，然而法律修訂有其限制，諸如修法工作的事後性、不具即時性，以及資源耗費龐大性等，單靠修法，無法充分發揮法規範之功效。另一解決方式，便屬法律解釋。

按最高法院楊前院長仁壽所著之《法學方法論》一書指出，法律解釋有廣、狹義之分，狹義的法律解釋包含文義解釋、體系解釋、法意解釋、比較解釋、目的解釋及合憲解釋。²²然而，法律在實踐的過程，不能不衡諸社會現況、個案價值判斷及補充，是以，了解法規範的歷史脈絡，便不可不察。從法規範歷史的沿革過程，法學研究者或司法者可藉此充分認識法規範，並觀察社會價值的演進，以利個案之事實認定與判斷，並決定法律適用的邏輯與結果。

適用法律須認識歷史之體現，可觀民國 65 年間的「誹韓案」。民國 65 年 10 月間，《潮州文獻》發行人郭壽華，以筆名「干城」於潮州文獻第 2 卷第 4 期，發表〈韓文公、蘇東坡給與潮州後人的觀感〉一文，其中對韓愈的評述，有

²² 楊仁壽，「法學方法論」，頁 123-157（1994）。

涉及私人品格者，遭韓愈第39代直系血親韓思道不滿，向台灣台北地方法院，以刑法第312條「誹謗死人罪」，提起自訴。一審結果被告敗訴，經上訴後仍遭判決駁回，本案遂告確定。²³然而，後有學者評述，從「告訴權人」的角度觀之，以第39代後人的身分，而稱自己為符合刑事訴訟法第234條第5項之專屬告訴權人，似嫌過當。所謂「直系血親」的概念，從民法第967條第1項「從己身所出，或己身所從出」做文義解釋，無論第幾代的後人，皆屬之，自無疑義，惟此等解釋方法，思之不免令人莞爾。然若從歷史角度分析，觀唐、宋、明、清等律法，所謂「直系血親」，有「本宗九族五服」之謂，繁衍數十代的血親，固屬「事實上」的直系血親，卻非「法律上」的直系血親，由此觀之，韓思道應不具告訴權，依刑事訴訟法第322條，應不能再行自訴。²⁴由「誹韓案」看法律解釋，本文可用「法律解釋及法學研究不能悖離歷史」，為法學研究下註解。

本文雖於前述支持實證研究方法於法學研究上的重要性，然並非否認歷史解釋的價值與定位。職是之故，本文在內線交易可罰性基礎的探討上，亦將觀察美國法上內線交易制度演變過程，並對我國條文沿革做一通盤剖析，僅此，本文在探討的過程，才不致出現合乎邏輯、卻令人思之荒謬的論點及見解。

第二項、數學思維創造無限抽象思考可能性

從概念法學派受自由法學派的質疑開始，「純機械式的數理思維推導過程」演繹法律邏輯，不再是法學研究者認同的法律解釋方法。²⁵誠如美國前聯邦最高法院大法官霍姆斯（Oliver W. Holmes Jr.，1841-1935）的名言『法律的生命不在邏輯，而是經驗（The life of the law has not been logic; it has been experience.）』，概念法學派為人所詬病者，便在於過度強調法邏輯的完整性，而不是對生活經驗的一種觀察及轉化，而這正是自由法學派所重視者。在講求法律與社會結合的思潮下，法律與其他學門專業結合，乃必然之事，法社會學、法史學、經濟法學於焉而生，從不同角度解讀法律、理解法律，成為當代法學研究新趨勢。

自由法學派雖質疑概念法學派那對邏輯演繹墨守成規的態度，然並非謂邏輯在法學研究中可退居次位。須注意者，邏輯學可分為形式推論的「演繹邏輯學（Deductive Logic）」，及實質推論的「歸納邏輯學（Inductive Logic）」。實質的邏輯學，是以社會經驗的觀察為依據，囊括了「概然性（Probability）」因素於其中，講求「命題與驗證」、「經驗法則」等具社會科學色彩的邏輯演繹法。²⁶

在肯定實證方法對法學研究的貢獻同時，本文其實已經向自由法學派靠攏。然而，本文一方面認同經驗、價值、社會現象觀察在法學研究及法律解釋有不可或缺的重要性；另一方面，本文以為，透過數學的演繹，應有助精確觀察事物本

²³ 同前註，頁3-4。

²⁴ 同前註，頁5-9。

²⁵ 同前註，頁88。

²⁶ 同前註，頁102-103。

質。自然科學的研究中，常見以固定控制變因，簡化那可能存在諸多變數的現象，凸顯特定因子對現象的影響，以便做出判斷，達到研究目的。社會現象千頭萬緒，人們來往的複雜程度高，法學研究在進行觀察的時候，不容易固定某些變因，凸顯欲研究的議題，是以，往往以社會科學方法做出來的研究，因命題上的瑕疵，而飽受質疑。本文認為，適度引用自然科學研究方法，尤其是數學的應用，能解決此問題。

本文在觀察大量的內線交易案件後，為了直視內線交易行為內涵，亦藉數學方法做演繹。然而，本文所使用的數學方法，變數的取捨以及推導流程，皆以經驗為基礎，並非僅憑空想像，相信在內線交易可罰性基礎的論證以及其後規範效果探討，皆有助益。

第二款、研究方法

第一項、文獻分析法

如本文前述，法解釋論與法學研究必須立基於對過去發生過的事情的了解，及對現在正在發生的事情的觀察和經驗累積，所以講求從歷史脈絡尋求法規範的社會定位。在歷史脈絡的探求中，除了對過去法規範的認識外，更重要的，是要認識過去的司法者或法學研究者，對於同一個議題，有過怎麼樣的探討，了解在不同時空背景下，同樣規範是如何運作，故對學術文獻的蒐集整理及分析，便成為學術研究中最基本且重要的工作。

一、美國與我國內線交易規範沿革及爭點議題整理

本文談的是內線交易規範，研究開始時，應先認識此規範。本文先對我國證券交易法第 157 條之 1 做一條文簡介，並比較不同修法時期的要件異同，此外，我國內線交易規範，在證券交易法第 157 條之 1 只有民事求償規定，刑事法律效果規定在同法第 171 條第 1 項，且該條亦有刑度的結果加重或分則式減輕之規定，本文亦將比較介紹之。對我國規範文義有基本了解後，本文將深入剖析我國內線交易規範的師法國：美國。

一般認為美國的內線交易規範源於 1934 年證券交易法第 10 條 b 項，以及 1943 年因應該條內容所制訂的解釋性行政規則 Rule 10b-5，然而，把本身沒有提到「內線交易」的條文用在內線交易案件的審理，卻是個案適用的結果。故本文在美國法介紹的部分，本文分成文法 (Statutory Law) 及普通法 (Common Law) 兩部分，將美國法規範及實務案例做一通盤性比較介紹。

內線交易的文獻分析，除認識法規範外，更應該認識條文適用上有何疑義與問題。本文將以我國規範為核心，探討條文適用爭議的沿革及解決之道，以釐清那些問題已經被提出來並解決，或未完全解決，更有那些問題還沒被提出，避免重複研究。

二、法律的經濟分析

內線交易規範之為證券市場秩序的一個環節，理應有保護市場的成分在內才是，也就是為何要禁止內線交易，屬可罰性的問題。然而，從法學研究方法中，很難直接論證為何禁止內線交易可以保護市場。本文以為，談到「對市場的保護」，便應從「經濟」面向著手，也就是須了解法律與經濟的互動關係，且須注意者，一開始對內線交易可罰性基礎提出質疑的緬恩教授，便是從經濟分析的角度論證與分析，故在內線交易規範介紹後，本文將對法律經濟分析的發展做一比較介紹。

透過法律經濟分析學派的發展及理論介紹，對經濟學中所稱的「效率」、「外部性」等概念，已有初步認識。本文進一步介紹緬恩教授對內線交易可罰性基礎提出的不同意見，其主要論點環繞著「市場效率」發展，且與之後法瑪教授的效率市場假說相呼應，本文在比較分析過他們的理論後，會提出一些質疑與看法。此外，關於「以刑事政策禁止內線交易」與「市場效率」的理論，本文亦將一併整理。此部分相關文獻分析至為重要，為本文在內線交易可罰性基礎探討的想法來源。

緬恩教授以降，諸多學者在內線交易與市場效率間的探討，聚焦於「資訊與價格反映」間的關聯，已發展出不同的研究方法及解釋結果。本文擬從另一個角度切入，不在資訊效率的議題上打轉，而將重點放在交易者上，從交易者對交易發生的期待，計算交易者的報酬，最後看交易的效率，藉此評價內線交易行為。由於討論的對象是交易者行為，看的是「行為、報酬、決策」，故本文將以賽局理論的概念，來分析內線交易對市場效率的影響。

在法律經濟分析的理論中，有論者認為刑罰的存在，令社會負擔高額成本，尤其是在自由刑的使用上，此種由「社會養犯罪受執行人」的舉措，應儘量避免，而以罰金刑取代之。²⁷因此文獻分析的最後部分，本文將進行刑事政策流變與介紹，探討刑罰的政策選擇考量，以利本文之後在現行內線交易規範施行效果的分析。

第二項、理論模型之建構與分析

人的思考過程，概略可分為「抽象」與「具體」，在對自然界事物的觀察上，又可分「通案」與「個案」。打個比方，將社會假想為棋局，抽象思考，讓思考者得以居高處之姿，綜觀全局，從大方向決定每一顆棋子的走向；具體思考，則讓思考者得以從棋子的角度去看棋局制度對自己的影響，並了解棋子彼此間的互動關係。「通案」與「個案」的道理亦如是，法律形諸條文，以能通案性質地解決問題為出發點，是以，「類型化」、「抽象化」的概念，普遍存在條文中。然而，個案發生時，應如何將抽象的法律條文涵射運用，則須因應不同個案狀況解釋處理。是以，吾人甚難評價抽象化、通案性的思考或具體化、個案性的思考，何者較佳。

本文以為，法規範的研析，應經過「抽象到具體」，再從「具體到抽象」的

²⁷ Posner, *supra* note 11, at 219-27.

思考及觀察，也就是先抽象剖析法律條文本身的社會價值、保護對象、存在實益，再抽象探討條文要件有無本所應負之社會責任而訂定。具體觀察條文的適用狀況，此階段又可分兩個層次，一為縱向觀察，也就是從個案分析，研究條文在不同情形下的解釋可能，另一為橫向觀察，也就是整體分析法規範施行狀況，判斷有無達到原本預期的效果。透過具體觀察，再反過來抽象思考條文本身還有無修正空間，以符合立法初衷。

本文在文獻分析後，首先要探討者，是內線交易規範的社會價值，也就是備受討論的內線交易可罰性基礎。如前所述者，內線交易規範具經濟法色彩，本文擬以經濟分析的方法進行論證。過去，法學研究以釋義為中心，經濟分析被認為是僅對立法政策有助益，故不甚受法學研究者的青睞，在政治學或行政學的研究領域，較有存在意義。²⁸然而，誠如美國前聯邦最高法院大法官霍姆斯所言：「在理性研究法律上，知文字者也許是現在的當令者，但是未來是屬於統計人與經濟學的專精者。²⁹」越來越多法學研究者，開始以經濟分析為方法，去理解法律及探討法律的影響。

法律經濟分析方法，隨著議題不同、探討的角度不同，會有不同的切入觀點。本文在諸多分析方法中，選擇以賽局理論為核心，將市場假想成一個賽局，交易者為其中之參賽者。透過觀察參賽者的行為及報酬，分析內線交易行為。而這樣的過程，本文將以抽象的經濟數學符號表示與推導，目的是透過抽象化的思維，將複雜地交易市場各種變數加以簡化，僅就本文所好奇的變數做調整及觀察，客觀分析內線交易本質。

本文運用賽局模型，除了在探討內線交易可罰性，此外，在評價我國現行規範時，亦以賽局理論的概念，建構成本效益的賽局模型，觀察現行制度對行為人以及社會，將有甚麼樣的效果及影響。經濟分析透過數學來演繹，不可否認有其限制，諸如須做一些與現況不符的假設，然而此種抽象性分析法，能讓吾人用另一種角度來思考法規範，誠謂有其實質助益。

第三項、實證研究設計及應用

橫向的實證研究法：質性分析

本文對現行內線交易施行成效的探討，首先進行判決資料的質性研究分析。在資料選取部分，本文礙於研究能量的關係，無時間亦無能力以全國 21 個地院、高等法院與其 5 個所屬分院，以及最高法院共 28 個法院刑事庭的案件為研究對象。母體(此處為所有法院的內線交易案件)資料與分析因為統計學關心的重點，然而，使用母體資料所耗資源與研究成效往往不成比例，適度進行抽樣，並妥善處理樣本資料，屬合理且常見的方法。查全國工商登記資料，以 102 年為例，全

²⁸ 簡資修，經濟推理與法律，頁 7 (2006)。

²⁹ Oliver H. Holmes, *The Path of the Law*, 110 HARV.L.REV.991,1001(1997).原文如下：“...For the rational study of the law the black-letter man may be the man of the present, but the man of the future is the man of statistics and the master of economics....”中文翻譯請參閱簡資修，同前註，頁 3。

國有近半的公司登記在大台北都會區（亦即台北市、新北市）。³⁰內線交易之為經濟犯罪，其必然伴隨經濟行為之熱絡程度而生，且就內線交易案件的觀察而言，以能觀察法院從規範函攝事實者為佳，再加上考量財經犯罪專業性之原因，若樣本來源能囊括具金融專業法庭的台北地院，應有較高的可信度。

職是之故，本文將以北三院（台北地方法院、士林地方法院、板橋地方法院）為對象，並自民國 85 年初（85 年 1 月 1 日）至 101 年底（101 年 12 月 31 日），共計 17 年，作為檢索的時間區間，使用「司法院—法學資料檢索」系統中的「裁判書查詢」功能，進行檢索。

案件檢索之後，本文將進行編碼工作（Coding）。編碼為將個別零散的資料予以分類，再進行類型化，透過編碼，吾人可將資料重組成研究所好奇的資訊，進行解讀與分析。³¹此部分工作，本文除記錄判決案號、被告身分外，亦對「被告彼此關係」、「內線交易的交易標的」、「被告有無自首自白等認罪情事」、「行為時點」、「偵查開始時點」、「起訴時點」、「判決時點」加以記錄，以進行之後的探討分析。

由於對現行內線交易規範施行成效的好奇，本文先進行「個案式」、「單點挖掘型」、「縱向」的個案分析，從個案分析中來驗證本文命題，並發掘法條適用疑義，提出本文見解；其後，本文進行「通案式」、「全盤觀察型」、「橫向」的判決實證質性分析，從分析過程中，來探討現行制度的優劣處，以提出建議。

縱向的實證研究：個案分析法

在判決的質性分析結束後，本文以個案分析法，進一步為實證研究。19 世紀 70 年代，哈佛法學院長蘭道爾（Christopher C. Langdell，1826-1906），面臨法學教育創新的下一步時，明白揭示了透過案例分析的方式，可讓學習者認識法規範的演進過程，更有甚者，能觀察各種法條或法律原則在個案中如何被適用，故應將個案分析法導入法律學習及法學研究中。

制定法律的思維，是力求用文字找到規範目的之最大公約數，屬於「通案式」、「抽象化」的思考方式。然而，落實在案件中，法條應如何正確地被適用，尤其當案例事實在條文解讀的模糊地帶時，應如何調整法條解讀方式，這是「個案式」、「具體化」探討的價值所在。

個案分析法，因其有不夠精確（相對於量化研究）、如何從個案進行理論的推論，以及個案模稜兩可的證據造成結論受影響等受到質疑的地方，故傳統實證研究（Empirical Study）方法研究者，多對個案研究法存有偏見。³²然而，不可否認者，個案研究具探索性、描述性、解釋性等特色，雖然界線並非明顯，但個案研究在實證研究中，仍有其地位。³³本文除以經濟分析討論內線交易可罰性基

³⁰ 102 年全國公司登記資料中，全國登記總數為 16,259 家，登記所在地於台北市、新北市的公司總數為 7294 家，佔 44.86%。

³¹ EARL BABBITT, THE PRACTICE OF SOCIAL RESEARCH 396(13th, 2012).

³² ROBERT K. YIN, APPLICATIONS OF CASE STUDY RESEARCH 5-6(4th 2012).

³³ *Id.*, at 4-5.

礎理論外，實證研究部分，將以個案分析法，就我國內線交易實際案例進行研析，探討我國內線交易法規適用上的問題。

台北地方法院金融專庭的林法官孟皇，在其專書《金融犯罪與刑事審判》中點出內線交易的問題。³⁴本文借引林孟皇法官的觀察，提出三個命題：(1)內線交易案件的偵查審判不易；(2)內線交易的要件解讀可能性大，單一的判斷準則利用困難；(3)司法者對個案事實認定，主觀上會有極大差異。針對此三個命題，本文在案例選擇上，以「明基電通案」及「綠點案」為研究對象，以實務上發生的實際案例，驗證本文命題。方法上，將以法院判決為資料，進行分析評釋，除了觀察現象並歸納外，亦針對其中的問題進行資料蒐集與提出本文見解。

第三節、本文結構

介紹研究方法後，本文呈現方式為：內線交易規範緣起及介紹、內線交易的法律經濟分析介紹及探討、本文賽局模型建構與分析、實證研究、結論與建議。圖 1.1 為本文的結構圖。

第一款、文獻分析：內線交易規範緣起及介紹

在「內線交易規範緣起及介紹」一節中，先從「內線交易概述」談起。首先，本文對我國內線交易制度作介紹，以不同修法時期的法條比較為重點，並一併說明違反內線交易的法律效果。旋即進入內線交易可罰性基礎爭辯的介紹，說明比較過去有哪些論點。接下來，本文比較介紹我國證券交易法上證券犯罪體例，以凸顯內線交易規範在證券法上的體系位置，進而帶出內線交易與詐欺罪的比較探討，以證明內線交易行為確實迥異於其他犯罪行為態樣，而有獨立存在的必要。³⁵

在內線交易概述之後，本文以美國法為核心，介紹內線交易在美國法上的沿革及理論。美國雖然是普通法國家中最具代表性者，然而，其內線交易規範形諸於條文，亦為成文法的一部份，故本文在此段落將分「成文法」及「普通法」部分為介紹。

談完我國及美國的內線交易法例後，本文將進一步整理我國在內線交易規範適用上曾存在的討論與爭議，分成「客觀構成要件」、「主觀構成要件」、「免責條款」等三部分，介紹其中各個爭議及受討論後的解釋取向。

本文將內線交易的規範主體問題，放在爭議問題之後探討，主要原因為規範主體中所謂的「消息傳遞者責任」與刑法中的「共同正犯」問題，在競合時的適用問題與探討，故須以獨立的段落說明之。

第二款、文獻分析：內線交易的法律經濟分析

³⁴ 林孟皇，前揭註 1，頁 66-81。

³⁵ 須強調者，此處所謂「獨立存在的必要」，尚未達「內線交易是否可罰」的討論階段，僅是說明內線交易「行為」不同於其他犯罪態樣而已。

本文既擬以經濟分析觀點探討內線交易問題，自應對法律經濟分析及內線交易的法律經濟分析文獻做一整理及分析。本文在此節將先從「法律之為經濟 (Law as Economics)」的命題中，思考辯證法律與經濟的互動關係，並試著說明經濟分析在當代法學中的定位。接著本文進入法律經濟分析流派及代表性理論的介紹，其中會針對寇斯 (Ronald H. Coase, 1910-2013)、波斯納 (Richard A. Posner) 等學者的代表理論作說明及介紹。

在認識法律的經濟分析流派與理論後，本文將重點放在「效率」探討上，並以緬恩教授 (Henry G. Manne) 的理論來說明內線交易與效率的關係，藉此說明緬恩對內線交易可罰性基礎的觀點。緊接其後的是財務學者法瑪的效率市場假說，本文藉介紹效率市場假說，試著辯證效率市場假說下內線交易與市場效率間的關係。此外，同樣探討內線交易與市場效率間關係的學者，另有論者直接以「刑罰禁止內線交易」對效率的影響進行研究，本文亦將分析比較之。本文在此部分，將以不同觀點的效率定義作小結。

經濟學的發展過程，以 20 世紀 40 年代「賽局論」的出現為一重要轉捩點，自斯時起，事物的本質不再僅以「全有、全無」的面貌示人，而是能考量「人」的想法，用更貼近現實的方式描述及分析問題。本文在之後探討內線交易可罰性基礎部分，擬以賽局論為方法進行論證，是以，亦將針對賽局論的發展及沿革做一比較介紹，以利之後的探討。

第三款、賽局模型建構與分析

在充分了解內線交易的行為樣貌、制度源流、效率觀點的辯證後，本文將進行第一個問題的探討：可罰性基礎。

此部分的論證上，本文亦以效率的追求為初衷，以賽局理論為方法，透過理論模型的建構推演，以三個層次來說明內線交易的行為本質與效率間的關係，並藉此評價內線交易行為。

可罰性基礎的探討後，本文延續理論模型的思維，從「禁止內線交易」的現行規範，進行經濟分析。主要以考慮行為人的理性選擇，甚麼樣的政策會遏止行為人的行為誘因，並自成本效益的觀點來看現行規範可能存在的問題。

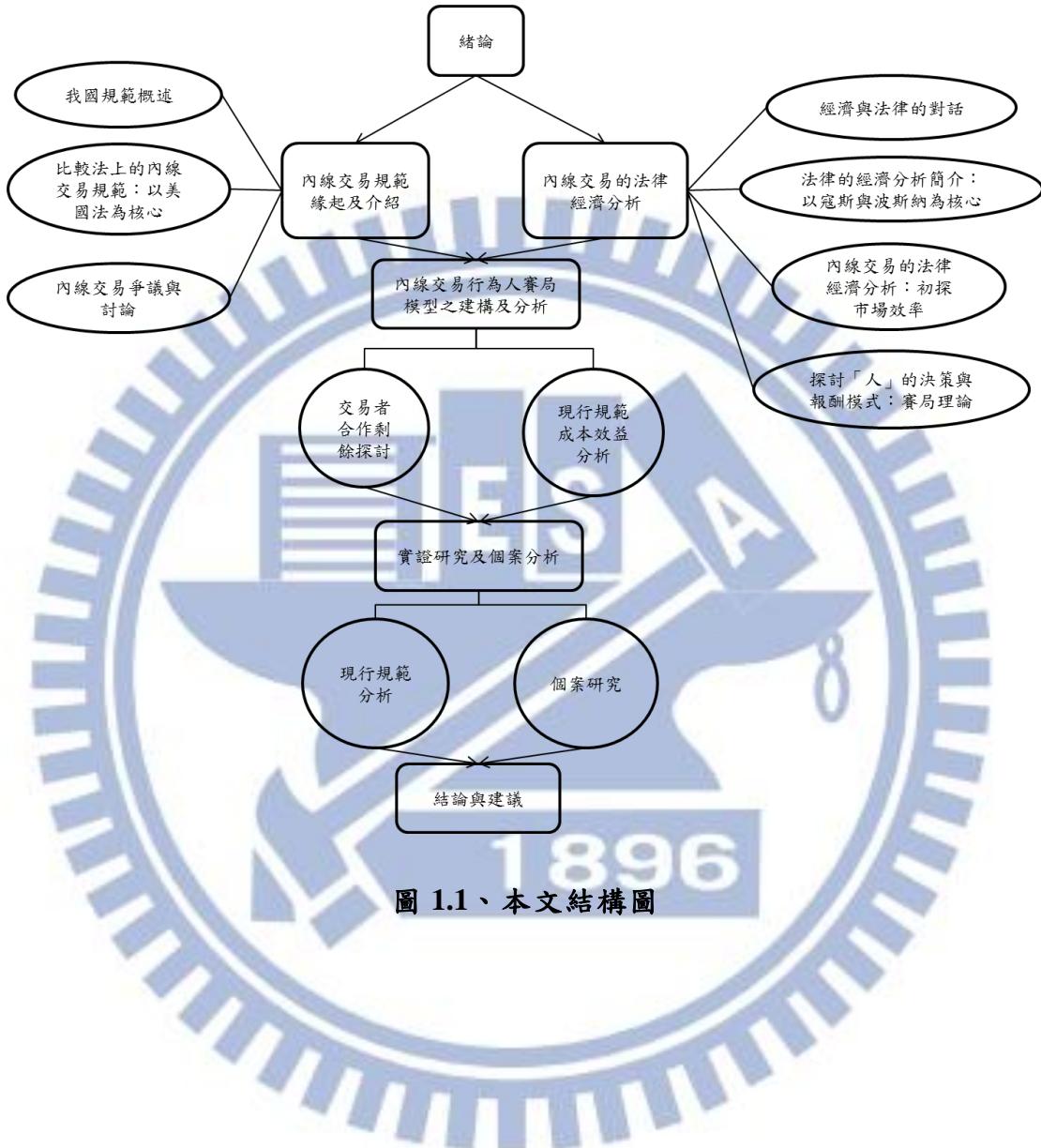
第四款、實證研究

實證研究部分，本文以個案研究為發端，選擇「綠點案」、「明基電通案」等兩個實際上發生過的內線交易案件，來談我國內線交易規範在適用上的問題，並分析可能的解決方法。其次，本文透過判決檢索及質性分析，對我國內線交易施行成效做一全面性檢視。透過本文橫向及縱向的實證研究，吾人將可對內線交易在施行層面上的問題，瞭解更深。

第五款、結論

學術研究最為人所詬病者便是「故步自封於象牙塔型」、徒具理論意義的研

究，本文從理論面對內線交易可罰性基礎進行論證，再以理論分析我國現行內線交易規範存在的問題，經過實證研究後，自應提出結論，並對我國規範提出建議，是以，本文最後將以針對本研究的結論與建議做收尾，尋求一個法律人以專業知識為社會盡心的最大可能。



第二章、內線交易規範緣起及介紹

第一節、內線交易概述

第一款、我國內線交易規範概述

第一項、我國內線交易規範沿革

內線交易，一言敝之，為「知悉內部消息者，買賣公司股票的行為」，我國立法政策，採禁止之態度。³⁶我國證交法民國 57 年制定，然而，內線交易規範——證券交易法第 157 條之 1，遲至 77 年 1 月 29 日才增訂。

訂定之初，條文內容未臻完熟。行為主體，也就是所謂公司「內部人」，囊括公司的董事、監察人、經理人、持股比例超過百分之十的股東，依職業或控制關係獲悉消息之人，如會計師、律師，以及從上開人等處獲悉消息之人，也就是「消息受領人」，皆屬內部人。而為擴大法益保護範圍，公司的董事、監察人、經理人、持股比例超過百分之十的股東、依職業或控制關係獲悉消息之人的配偶、未成年子女或利用他人名義持有者，亦在禁止範圍內。規範客體為股票，禁止買賣的時間為「獲悉重大消息，至消息未公開前」。此版本的內線交易規範，雖多有不足，然已具內線交易規範之雛形：「甚麼人」獲悉重大影響公司股價之消息，於「甚麼樣的時間內」，不得進行買賣。

內線交易規範的第二次修訂，在 91 年 1 月 15 日，本次修訂將規範客體擴及「具股權性質之有價證券」，如可轉換公司債。³⁷95 年 1 月 11 日的第三次修訂，將內部人範圍擴及「法人董事代表」、「喪失原訂內部人身分六個月內之人」、「喪失配偶、子女或利用他人名義持有者身分六個月內之人」。禁止交易的時間，修訂為「獲悉重大消息，至消息未公開前或公開後十二小時內」。

擴大內部人定義、拉長禁止交易時間，皆為使保護更周延。依內線交易規範的性質，構成要件須保持一定彈性，以利執法機關、司法人員個案認定之便，落實法規執行。另一方面，以刑罰為內線交易規範效果，在講求罪刑法定原則下，內線交易條文中的不確定法律概念，好比說何謂「重大消息」、消息何時「成立」、消息「公開」方式有無限制等，便是學說與實務著墨所在³⁸。立法者為弭平紛擾，於民國 95 年修訂，授權主管機關得以法規命令之方式，解釋條文中的不確定法

³⁶ 立法院公報，第 76 卷，第 96 期，頁 75-76。證券交易法第 157 條之 1 立法理由第 3 點：三、對利用對利用內部消息買賣公司股票圖利之禁止，已成為世界性之趨勢，美、英、澳、加拿大、菲律賓、新加坡……等國均在其公司法或證券法規明定不得為之，違反者須負民、刑責任。為健全我國證券市場發展，爰參照美國立法例（1934 年證券交易法第 10 條規則 5 判例、擬議聯邦證券法典 202 條第 56 款、1603 條、美國加州公司證券法第 25402、25502 條等）增訂本條…

³⁷ 賴英照，前揭註 1，頁 479-480。

³⁸ 關於內線交易中空白刑法、不確定法律概念等問題，非本文重點，故不贅述。相關文獻請參見林書楷，「資本市場刑法——以內線交易與操縱市場罪為中心」，月旦財經法雜誌，第 23 期，頁 59-61（2010）。

律概念。於是，行政院金融監督管理委員會（下稱金管會），於民國 95 年 5 月 30 日，頒布了「證券交易法第一百五十七條之一第四項重大消息範圍及其公開方式管理辦法（下稱重大消息管理辦法）」。³⁹

證交法第 157 條之 1 的第四次修訂，將條文第 1 項「獲悉…之消息」字樣，改成「實際知悉…之消息」，其目的在解決實務與學說討論的重大消息「獲悉說」、「利用說」爭議。⁴⁰禁止交易的時間，再進一步擴及「獲悉重大消息，至消息未公開前或公開後十八小時內」。規範客體也增加了「不具股權性質之公司債」，且行為人無論是以自己的名義，或以他人的名義進行買賣，都在禁止範圍內。表 2.1 為證券交易法第 157 條之 1 沿革比較。

修訂日期	主要內容
民國 77 年 1 月 29 日 (增訂)	1. 何謂「內部人」； 2. 規範標的：股票； 3. 獲悉重大消息，至消息未公開前，不得買賣； 4. 民事賠償責任規定； 5. 配偶、子女及人頭戶，亦在規範範圍內。
民國 91 年 2 月 6 日	規範標的擴及「其他具有股權性質之有價證券」。
民國 95 年 1 月 11 日	1. 內部人範圍擴及「法人董事代表」、「喪失原訂內部人身分六個月內之人」、「喪失配偶、子女及人頭戶身分六個月內之人」，皆屬之； 2. 禁止買賣時點：獲悉重大消息，至消息未公開前或公開後十二小時內，不得買賣； 3. 授權主管機關訂定「重大消息管理辦法」； 4. 針對民事賠償額的判定，擴大法院裁量空間，法院得認定「其情節輕微者，減輕其賠償金額」，
民國 99 年 6 月 2 日	1. 將原「獲悉」改為「實際知悉」； 2. 禁止買賣時點：「在該消息明確後，未公開前或公開後十八小時內」； 3. 「自行或以他人名義」買入或賣出，皆在禁止範圍； 4. 規範標的增訂「非股權性質之公司債」；

表 2.1 證券交易法第 157 條之 1 沿革比較表

第二項、我國內線交易規定違反效果：證券交易法第 157 條之 1、第 171 條

內線交易的處罰，我國目前採民刑事併罰政策。也就是內線交易行為被評價為犯罪後，行為人須受刑事制裁，且為保護投資人，受損害之投資人得為「三倍

³⁹ 因應修法，重大消息管理辦法於 99 年 12 月 22 日更名為「證券交易法第一百五十七條之一第五項及第六項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」。

⁴⁰ 賴英照，前揭註 1，頁 531-535。

求償」，以獲金錢賠償，相關規定觀證交法第 157 條之 1 第 3 項、第 4 項可知。而現行的內線交易刑罰效果，規定在證交法第 171 條第 1 項第 1 款，為三年以上、十年以下有期徒刑的規定，且同條第 2 項訂有結果加重的規定，為犯罪所得若達一億元以上，最輕法定本刑為七年。現行條文為 93 年 4 月 28 日修訂，相較起修訂前的七年以下有期徒刑、甚至更早年的二年以下有期徒刑規定，現行規定顯屬重刑政策。

證交法第 171 條於民國 93 年修訂時，增加了「自首或自白，且繳交犯罪所得者，減輕或免除其刑；自首或自白，且繳交犯罪所得，並因而查獲其他正犯或共犯者，免刑」的規定（下稱「認罪減刑規定」）。表 2.2 為我國內線交易規定違反效果的沿革比較。

日期	沿革
民國 77 年 1 月 29 日前	無內線交易規定，第 171 條規定僅處罰證券詐欺。
民國 77 年 1 月 29 日	內線交易規範初次制定，處罰規定在第 175 條，為「二年以下有期徒刑、拘役或科或併科十五萬元以下罰金」。
民國 89 年 7 月 19 日	將處罰規定調整至第 171 條，為「七年以下有期徒刑，得併科新臺幣三百萬元以下罰金」
民國 93 年 4 月 28 日	<ol style="list-style-type: none"> 刑度調整為「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」； 增修結果加重規定「犯罪所得金額達新臺幣一億元以上者，處七年以上有期徒刑，得併科新臺幣二千五百萬元以上五億元以下罰金」； 增修減刑規定「自首或自白，且繳交犯罪所得者，減輕或免除其刑；自首或自白，且繳交犯罪所得，並因而查獲其他正犯或共犯者，免刑」

表 2.2 我國內線交易規定違反效果沿革比較表

財經犯罪素有犯罪隱密性高、受害者被害感低、偵查審判不易等特性。⁴¹從行為人的角度觀之，提供認罪的誘因，前述財經犯罪特性，所造成之審判不易，進而使法益保護不周的現象，似能因此規定而改善。此規定執行成效如何？有無可改善處？本文之後將陸續探討與分析。

第二款、內線交易可罰性之爭

關於內線交易是否有禁止必要，正反兩方各有不同論點，迄今仍在爭論中。

- 贊成內線交易應為禁止者，理由如下：⁴²

⁴¹ 林孟皇，前揭註 1，頁 66-68。

⁴² 賴英照，前揭註 1，頁 445-446。

- (1) 為了公平交易：具特定身分之內部人，因其身分關係，知悉公司即將到來的利多或利空消息，其交易相對人，因為不具特定職位身分，無從得知相同訊息。此種交易對投資人而言，顯失公平，將影響投資大眾對市場的信心，不利證券市場之發展。
 - (2) 促進市場效率：禁止內線交易，能消除內部人遲延公開消息的誘因，讓資訊的運用更為流暢，使投資人都能利用。
 - (3) 防止道德危險：無論內線消息屬性為利多或利空，皆能使提早進行買賣者獲利，此種獲利並非來自公司營運績效的反映，僅是位居資訊優勢者短期買賣的結果。如不禁止，將有經營者藉資訊發布與否，影響股價的可能，更有甚者，內部人以違法方式影響股價，發生道德危險 (Moral Hazard)。
 - (4) 避免受任人違背受託義務：如允許董（監）事、經理人利用未公開的消息買賣股票得利，係違背其對公司及股東負有之受託義務 (Fiduciary Duty)，應予以禁止。
 - (5) 為了促進公司決策健全：如不禁止內線交易，資訊在公司決策過程中，便有可能因為層層被利用，造成消息傳遞的遲延，影響決策進行時間，除令決策程序出現瑕疵外，更可能因為時間的錯失，喪失做成有利決策的機會。
 - (6) 正當利用公司財產：公司的內部消息，常常都是投注了公司資源，才得到的結果，應屬公司財產，若不禁止內部人使用，則將如同變相允許竊用公司財產，將損害公司利益。
2. 至於反對禁止內線交易者，理由如下：⁴³
- (1) 現行證券市場機制，買賣雙方並未實際見面進行價格磋商，何以利用內部消息買賣便是「不公平」；再者，透過市場觀察可知，內線交易案件時有所聞，投資人仍進場買賣，內線交易對投資人信心並無影響。
 - (2) 公司內部消息之公開與否以及何時公開，應為經營者的裁量，不宜透過法律規定強行定之。依美國證券法制，若內部人不利用消息為買賣，即無揭露的義務。至於公司內部決策程序，與消息能否利用，屬兩件事，不宜混淆討論。故禁止內線交易能「促進市場資訊流通」一說，立論自有未妥。
 - (3) 內線交易利得應屬經營者的合理報酬，以獎勵其創新經營之效，進而增加優秀人才加入經營團隊的誘因，是以，內線交易對於提升公司績效，應有正面助益。
 - (4) 公司內部重大消息的突然發布，往往對股價造成過於強烈的衝擊，允許內線交易，能使股價在公開前即反映在市場中，以避免驟然揭露所引來的巨幅震盪，故內線交易有穩定市場的作用，能提升證券市場效率。
 - (5) 若將內部消息視為「公司財產」的話，那應該任何人都不能加以利用，惟現行內線交易法制，僅規範了「內部人」不能使用，而非所有知悉消息之人，故內線消息屬公司財產云云，殊不可採。
 - (6) 重大消息如何運用，應由公司與內部人間以契約訂定處理之，如公司不希望

⁴³ 賴英照，前揭註 1，頁 447-448。

內部人進行內線交易，可藉由契約拘束，毋庸以法律禁止。

上述反對禁止的論點，各有其反駁說法出現，而針對反駁反對禁止的理由，又有再駁斥的聲音，此中論戰，未曾消弭。然而，無論如何，美國證券法權威羅斯教授（Louis Loss，1914-1997）曾說：「玩牌的時候，若允許對方在牌上做記號，誰還願意進行這個遊戲呢？」⁴⁴而美國聯邦最高法院，亦以投資人信心的維持，為內線交易禁止的核心目的。⁴⁵

本文以為，內線交易可罰性基礎的論戰，雖甚囂塵上，至今未止，惟似仍缺乏一較為有力與合理的說法，以及相關證明，本文於後，將以不同的觀點，針對內線交易的可罰性基礎，提出另一個論點。

第二節、比較法上的內線交易規範：以美國法為核心

第一款、成文法（Statutory Law）的規範體系

證券交易法第 157 條之 1 的立法理由中，指出我國規範乃仿自美國內線交易立法例。⁴⁶美國法上關於禁止內線交易的法規，約有：(1)1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）Section 10(b) 及 1942 年聯邦證券管理委員會（U.S. Securities and Exchange Commission, SEC）所訂頒的 Rule 10b-5；(2)1934 年證券交易法 Section 14(e) 與 SEC 於 1980 所訂頒的 Rule 14e-3；(3)1934 年證券交易法 Section 16；(4)1984 年內線交易制裁法（Insider Trading Sanction Act of 1984, ITSA）及 1988 年內線交易及證券詐欺禁止法（Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988）等。⁴⁷討論上，還是以 1934 年證交法 §10(b)（下稱 §10(b)），⁴⁸以及 Rule 10b-5（下稱 Rule 10b-5）為主要的內線交易禁止規定。⁴⁹

揆諸 §10(b)、Rule 10b-5 二條文內容，不見「內線交易（insider trading）」一語，而美國法院普遍將此二條文當作內線交易的可罰性基礎，原因在於條文之規範內容

⁴⁴ 原文請參見 LOUIS LOSS, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 545(2nd ed., 1988). 中文翻譯，可參見賴英照，前揭註 1，頁 449。

⁴⁵ 賴英照，前揭註 1，頁 449。

⁴⁶ 請參見證券交易法第 157 條之 1 立法理由第 3 點。

⁴⁷ 莊永丞，「沉默是金？證券交易法「公開揭露或戒絕交易」原則之初探——以內部人戒絕交易為中心」，現代公司法制之新課題——賴英照大法官六秩華誕祝賀論文集，頁 747（2005）。

⁴⁸ Section 10(b) : 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,...(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act), any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

⁴⁹ Rule 10b-5 : 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,(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,(b) 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(c) 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.

為「詐欺 (Fraud)」，而手中握有不對等資訊的內線交易者在市場上進行交易時，即對不握有資訊的交易對象產生了一種經由交易帶來的詐欺行為。⁵⁰美國法並透過判決，逐步建立起內線交易行為要件，及各種可罰性基準。⁵¹

雖有學者指出 1984 年內線交易制裁法 (ITSA) 的未竟之業，諸如解決內部人範圍問題、甚麼樣的訊息屬於條文中所謂的「重大消息」、有無因果關係舉證的問題。⁵²然而，為積極防治內線交易，美國國會以成文法的方式通過的 ITSA，仍有其價值。ITSA 目的在於補充 Rule 10b-5，並透過要件制定的方式，為司法機關提供一個妥適的解釋依據。⁵³其中，ITSA Section 2 詳及「...任何知悉重大、未公開消息之人，不得買入或賣出有價證券...」。⁵⁴

與美國法相較，我國內線交易規範，在內部人範圍部分，囊括無論是依「信賴關係理論」或「私取理論」，亦或「消息傳遞者責任理論」的責任主體。構成要件部分，99 年修法將「獲悉」改為「實際知悉」，似與 1934 年證券交易法 §20(d)、§21A 及 §20A，以及 ITSA Section 2 中之「知悉 (in possession of)」看齊。

第二款、普通法 (Common Law) 的規範脈絡

第一項、內線交易的開端—資訊平等理論

美國審判實務，關於內線交易的規範沿革，聯邦高等法院 (第二巡迴區) 在 1968 年的 *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* 案 (下稱 TGS 案)，⁵⁵明白採用「資訊平等理論」 (The Equal Access Theory)，並揭示「公佈消息否則禁止買賣」原則。⁵⁶本案牽涉公司為 Texas Gulf Sulphur Co. (下稱 TGS 公司)，係一礦業公司。被告包括該公司總裁、董事、高階主管及職員等 11 人以及 TGS 公司本身，起因是該公司於 1957 年，因探勘發現一甚具價值之礦坑，被告卻透過隱藏資訊和散布不實資訊以從中牟利乙案而遭起訴。

法院於本案判決中，明確表達內部人透過不揭露重大消息，卻私下對股票進行買賣行為，已違反資訊平等的原則，使外部人陷於資訊不對稱的劣勢。內線交易禁止的立法目的，正是希望所有投資人均能有平等的機會去接觸公司內部資訊。雖然

⁵⁰ 賴英照，前揭註 1，頁 454。

⁵¹ 請參見賴英照，前揭註 13，452-471；劉連煜，前揭註 1，頁 409-429；曾宛如，證券交易法原理，頁 271-278 (2012)；林孟皇，前揭註 1，頁 124-129。

⁵² David M. Brodsky, *Insider Trading and Insider Trading Sanctions Act of 1984: New Wines into New Bottles?*, 41 WASH. & LEE L. REV. 921, 922 (1984).

⁵³ 林孟皇，前揭註 1，頁 130。

⁵⁴ *Insider Trading Sanctions Act of 1984*, Pub. L. No. 98-376, 98 Stat. 1264 (1984), Section 2 原文如下：“...Whenever it shall appear to the Commission that any person has violated any provision of this title or the rules or regulations thereunder by purchasing or selling a security while in possession of material nonpublic information in a transaction....”

⁵⁵ *Securities and Exchange Commission v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 848 (2nd Cir. 1968).

⁵⁶ *Id.*, at 848. “Anyone in possession of material inside information must either disclosure it to the investing public, or, if he is disabled from disclosing it in order to protect a corporate confidence, or he chooses not to do so, must abstain from trading in or recommending the securities concerned while such information remains undisclosed.”

內線資訊產生的利益對於內部人而言，似乎是一種秘密性質的補償措施，⁵⁷惟應循其他方式（例如股票選擇權）做補償，仍能使內部人同時兼顧公司利益與私人利益，同時又不違反內線交易的禁止規定。

然而，假若真正貫徹「公佈否則禁止買賣」，市場上任何一人，不管他用何種方法、透過何種管道得到內部消息，以及不管他與消息發布人間有無關係，只要沒公佈消息並進行交易，便要處罰他，這種原則的適用可能株連過廣，進而造成市場信心衰退，以及市場效率的下滑，所以，1980 年，聯邦最高法院透過 *Chiarella v. United State* 案（下稱 Chiarella 案），⁵⁸以「信賴關係理論」（The Fiduciary Relationship Theory），在適用「公佈否則禁止買賣」原則時，限縮內部人的範圍。⁵⁹

第二項、一個大幅度的限縮——信賴關係理論

聯邦地方法院與聯邦高等法院皆判 Chiarella 有罪，理由為不論是否為公司內部人，只要經常有機會接觸未公開的重要消息，就應適用「公佈否則禁止買賣」的規則。被告因為工作性質的關係，有機會從受託印刷的文件中獲悉內線消息，應屬於市場內部人（Market Insider），如果在消息公開前便買賣股票，就違反§10(b)和 Rule 10b-5 之規定。

聯邦最高法院撤銷原判決，並明白指出，從普通法（Common Law）的觀點，只有在某人負有揭露之義務時，其對於重大消息未予揭露的交易行為，才該當詐欺而具可罰性。而此種揭露義務，乃存在於係對方之受任人，或與對方存在類似委任的信賴關係，因此而得知該消息，方有適用的餘地。⁶⁰本案被告並非公司內部人，對股東不負信賴義務（Fiduciary Duty），機密消息也不是從併購計畫中的目標公司（Target Corporation）所獲取，不能僅因其獲悉未公開的市場消息，就認定有公開義務。⁶¹

在 Chiarella 案中，聯邦最高法院雖以「信賴關係理論」實質上地推翻「資訊平等理論」，並限縮內部人的適用範圍，然而首席大法官 Burger 提出不同意見書，其認為固然交易的一方對他方負有信賴義務（Fiduciary Duty）時，才具有內部人的身分，而有將消息揭示的義務。但假若交易的一方並非基於自身的經驗、專長、技術、努力，而是以不正的方法取用（Misappropriate）未公開的消息，則應受到§10(b)及 Rule 10b-5 的規範。Chiarella 雖不是併購案中的公司內部人，但其於受雇於印刷廠期間獲取該等併購消息，並利用牟利，未忠實履行基於對其雇用人（印刷廠）之信

⁵⁷ *Id.*, at 851.

⁵⁸ *Vincent F. Chiarella v. United State*, 445 U.S. 222(1980).

⁵⁹ 賴英照，前揭註 1，頁 457。

⁶⁰ See 445 U.S. 222, 232-33. “No duty could arise from petitioner's relationship with the sellers of the target company's securities, for the petitioner had no prior dealings with them. He was not their agent, he was not a fiduciary, he was not a person in whom the sellers had placed their trust and confidence. He was, in fact, a complete stranger who dealt with the sellers only through impersonal market transactions.”

⁶¹ See 445 U.S. 222, at 227-35.

賴關係所生的義務，因此違反§10(b)與 Rule 10b-5，而應為有罪，惟法院因程序上的理由而未為處理，⁶²而 Burger 大法官此份不同意見書，成為「私取理論」（Misappropriation Theory）濫觴。

「信賴關係理論」限縮內線交易的規範主體於「對交易的另一方負有因信賴關係而生的中忠誠義務者」，所以聯邦最高法院於 Chiarella 案中，不認為身為印刷廠工人的被告，對併購案雙方公司負有任何信賴義務，也因此讓被告得到了無罪判決。然而，此種見解似乎對內線交易者開了一扇門，假若某公司的董事獲悉一併購案即將進行，而私自買入目標公司股票，嗣併購完成後賣出股票獲利，因為該董事對該目標公司股東並無信賴義務，不能對之予以非難，⁶³如此一來，內線交易的規範意旨將被架空，隨後出現的「私取理論」就是為了解決這個問題。

第三項、仍有爭議的私取理論

「私取理論」這個概念，在 Chiarella 案中便已經由 Burger 大法官以不同意見書的方式提出，1981 年的 *United States v. Newman* 案（下稱 Newman 案）亦確認被告適用私取理論而有罪。⁶⁴然而，直至 1987 年的 *Carpenter v. United States* 案（下稱 Carpenter 案），才正式探討私取理論。⁶⁵不過，Carpenter 案中，聯邦最高法院最後對私取理論是否適用在 Section 10(b)及 Rule 10b-5 上，有四位法官贊成、另外四位反對，所以並沒有對之做成具體決議，因此下級法院對於是否採行私取理論，持肯定見解與否定見解者皆有。到 1997 年的 *United States v. O'Hagan* 案（下稱 O'Hagan 案），⁶⁶終於明確採用私取理論，將原本因為信賴關係理論而限縮的內部人範圍，加以擴大。

本案中，聯邦地方法院認為 O'Hagan 違反§10(b)、Rule 10b-5、§14(e)、Rule 14e-3 等規定，因此構成內線交易而有罪。然而，聯邦高等法院（第八巡迴區）拒絕以私取理論作為論斷被告在§10(b)及 Rule 10b-5 下的責任基礎，⁶⁷並認為私取理論中所謂對消息來源詐欺的行為，與證券交易無關，且行為人違反對消息來源的義務，也和不實陳述或沒有揭露無關，不符合法條所要求的「詐欺」構成要件。其次，聯邦高等法院仍認為依照信賴關係理論，被告 O'Hagan 並非客戶公司之內部人，也沒有任何推定其為公司內部人的理由，故與 Pillsbury Co. 及其股東間沒有信賴關係。⁶⁸本案上訴到聯邦最高法院後，高等法院的見解便遭到否定。

聯邦最高法院於本案中指出，無論是「信賴關係理論」或是「私取理論」，都在處理利用未公開消息買賣有價證券，並從中獲取私人利益的情形，私取理論的運用，係為防止有機會獲取內線消息卻對股東不負信賴義務之人不當利用消息

⁶² 該意見在下級法院未提交陪審團審酌，故最高法院沒有採取該見解。

⁶³ 賴英照，前揭註 1，頁 460-461。

⁶⁴ *United State v. James Mitchell Newman, v. United States*, 664 F. 2d 12(1981).

⁶⁵ *David Carpenter, Kenneth P. Felis, and R. Foster Winans v. States*, 484 U.S. 19(1987).

⁶⁶ *United States v. James Herman O'Hagan*, 521 U.S. 642(1997).

⁶⁷ *United States v. O'Hagan*, 92 F. 3d 612,620 (8th Cir. 1996), rev'd, 521 U.S. 642(1997).

⁶⁸ 林志潔，「美國聯邦最高法院判決與內線交易內部人定義之發展——以 O'Hagan 案為重心」，歐美研究季刊，第 41 卷第 3 期，頁 854-55 (2011)。

的情事，以維護證券市場的健全。⁶⁹

然而，私取理論的實際運用上，仍受到學者質疑。⁷⁰首先，有認為硬是區隔「信賴關係理論」與「私取理論」，實屬疊床架屋，仔細思之，信賴關係理論的 Chiarella 案，被告 Chiarella 的買賣股票行為不也符合私取理論所謂的「對消息來源的忠實義務違反」嗎？為何此時便不須負責呢？⁷¹其次，所謂「對消息來源的忠實義務違反」，那是否意味著行為人只要取得其消息來源人的首肯，便不屬此情形呢？如 O'Hagan 案中，O'Hagan 向其合夥人告知其欲進行買賣，且又得到同意，是否就能排除私取理論的適用？⁷²信賴關係理論與私取理論的界線，仍有賴更多實務見解釐清之。然無論如何，私取理論目前已是多數案件適用的標準。表 2.1 為美國法上內線交易可罰性基礎理論比較表。

理論	資訊平等理論	信賴關係理論	私取理論
代表案例	In re Cady, Roberts & Co.(40 SEC 907). SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 104 F.2d 833(2d Cir., 1968).	Chiarella v. United States, 445 U.S. 222(1980). Dirks v. SEC, 463 U.S. 646(1983).	United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642(1997).
理論內涵	公布消息否則禁止買賣	「公布消息否則禁止買賣」，須以「交易之一方對他方負有信賴義務」為前提	雖無信賴關係，但違反「對消息來源的忠誠及信賴義務」，仍禁止買賣

表 2.3 為美國法上內線交易可罰性基礎理論比較表

第三節、內線交易的爭議與討論

第一款、規範主體的爭議

第一項、消息傳遞者責任爭議

按證券交易法第 157 條之 1 第一項，規定了內線交易的規範主體，即俗稱之「內部人」，該項關於內部人之規定，內容如下：(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；(2)持有該公司之股份超過百分之十之股東；(3)基於職業或控制關係獲悉消息之人；(4)喪失前三款身分後，未滿六個月者；(5)從前四款所列之人獲悉消息之人。

第 1 款、第 2 款規定為公司經營管理階層，如董（監）事、經理人，以及高持股比例的大股東。第 3 款「基於職業或控制關係獲悉消息之人」，有美國法私

⁶⁹ 賴英照，前揭註 1，頁 463。

⁷⁰ JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN, DONALD C. LANGEVOORT, SECURITIES REGULATION—CASES AND MATERIALS 895-97(9th ed., 2009).

⁷¹ *Id.*, at 896.

⁷² *Id.*, at 896-97.

取理論的色彩，所謂職業關係，如律師、會計師、財務分析師、證券承銷商者是，控制關係則如關係企業中的從屬與控制公司。⁷³第4款則規定喪失前三款身分後，六個月，仍屬於禁止買賣的規範主體。

第5款所謂的獲悉消息之人（或稱消息受領人，Tippee），若將消息用於買賣，負民事與刑事責任，而依同條第4項規定，消息提供者（Tipper）僅負民事責任。所謂「消息受領人」，概念上不難理解，亦即從具前述內部人身分之人處得到消息者，當然在禁止範圍內，以免有心從事內線交易者，為規避其身分，將消息告知他人，由他人進行買賣，令法益保護徒具形式。然而，稍微深入思考本款消息受領人禁止買賣規定，不禁會想：本款規定有無處罰過寬的可能？關於這個問題本文試舉例如下：某清潔人員A，一日在公司剛開完董事會的會議室打掃時，撿到一字條，上面寫著「公司本季財務預測亮眼，季報公開後，股價預計上漲10個百分點」，字條下方並有董事長B簽名，A立即下單買入股票，並在季報公開後，賣出股票得利。

前述案例中的A，既不屬美國法中信賴關係理論所提及「對股東負受託義務之人」，亦非私取理論中所謂「對消息來源負忠實義務」的人；B為內部人，卻無買賣行為。然而，按我國法規定，A應屬「獲悉消息之人」，在消息公開前買賣，應在禁止範圍中，B應與之負連帶賠償責任。仔細思之，A的行為是否真的能夠予以非難？

關於此問題的探討，本文必須再從美國法做探討及思考。美國法上，關於消息傳遞者、消息受領人責任的探討，Dirks案甚具參考價值。⁷⁴

Dirks案中，Dirks為紐約某證券經紀商的經理人，職司提供顧客適當的投資建議。Dirks從其前主管Ronald Secrist處得知美國產權基金（Equity Funding of America）資產有高估的現象，後Dirks在Secrist指示下，針對此事進行了解，在造訪該基金於洛杉磯的總部後，確認其資產確實有高估現象，且亦有職員對於不法情事坦承不諱，過程中，Dirks本人及其服務的券商公司本身，皆無賣出美國產權基金的股票，不過，Dirks曾與幾位顧客及投資人討論此事，有些投資人因此出脫股票，減少日後損失。

本案在下級法院審理時，Dirks皆遭受敗訴之宣告，法院認為對公司負有受託義務之人，其義務將隨消息傳遞，而加諸於獲悉消息之人。⁷⁵本案上訴到聯邦最高法院，法院認為應負消息受領人責任者，須符合要件如下：(1)內部人傳遞消息的行為，屬違反其受託義務，如內部人無正當商業目的卻洩漏消息；(2)消息受領人明知或可得而知該內部人違反受託義務；(3)內部人為圖個人利益而傳遞消息，此處所謂的利益，包括直接或間接獲取金錢上或非金錢上的利益，然而，Dirks案中，由聯邦最高法院三位大法官出具的不同意見書，指出內部人的「獲利」動機無須成為要件，此後亦有判決同此見解。⁷⁶

⁷³ 賴英照，前揭註1，頁488。

⁷⁴ *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646(1983).

⁷⁵ *Id.*, at 652.

⁷⁶ 賴英照，前揭註1，頁493。

透過 Dirks 案的介紹可知：美國法上關於內線交易的消息傳遞者、消息受領人責任，並非單純以「行為人獲悉消息」，即認定其負消息受領人責任；而消息傳遞者也不是單純因為消息受領人有責，便連帶負責。從 Dirks 案的標準來看本文前揭所舉例子，先不討論具爭議的「內部人圖個人利益而傳遞消息」之要件，似難謂 A「明知或可得而知該內部人違反受託義務」，且亦難謂 B「傳遞消息的行為，屬違反其受託義務」，因此 A 與 B 似乎皆不須負消息受領人及消息傳遞者責任。

學者賴英照教授認為，Dirks 案提出之判斷標準，為信賴關係理論的產物，與我國的規範基礎不同，不宜全面無差別地援引，然而，消息傳遞者責任的限縮適用，應能產生較為公平的結果，Dirks 案在此方面的見解，確有可採之處。⁷⁷

第二項、公務員是否為主體之探討

內線交易規範主體探討部分，本文以為另一個重要的問題為「公務員是否屬於內線交易規範主體」。回顧本文一開始所舉的三個例子中，第一、二個例子的行為主體都是公務員，讓我們將討論重點放在環保局官員的例子上，假設今天該官員得知重大影響股價的消息後，並非買進科技大廠競爭對手的股票，而是賣出其持有該科技大廠的股票，如此，是否該當內線交易？此問題的解答，必須回歸證券交易法第 157 條之 1 第 1 項第 3 款所謂「基於職業或控制關係獲悉消息之人」，解釋上是否包含「因公務而獲悉消息者」。

首先，從美國法脈絡觀之，雖公務員並非公司內部人，對公司股東不負受託義務，或不落於信賴關係理論範圍內，然而，美國實務認為公務員對政府，亦即消息來源，負有忠實義務，如利用未公開的消息買賣股票，屬對消息來源的欺騙行為，因此公務員為內線交易主體之案例，迭有案例。

在 1988 年的 Mills 案中，被告 Charles A. Mills 為美國海軍部（Navy Department）顧問，其因參與採購快艇的標案評估會議，獲悉海軍部將向 WAI 公司進行採購後，在消息公開前，買入該公司存託憑證（American Deposit Receipts, ADR），消息公開後，賣出 ADR，獲利 4 千 6 百餘元，聯邦證管會（SEC）認為 Mills 之行為該當內線交易，Mills 同意繳交上開所獲利益及相同數額的行政罰款。⁷⁸

我國實務關於公務員是否為內線交易規範主體，可參諸民國 94 年間的勁○公司案。⁷⁹

本案中，台灣高等法院認為「(一)採取『信賴關係理論』者，無非認為公司之董事、監察人或經理人對於公司負善良管理人之義務，從而得知該重大消息時，基於善良管理人之注意義務，自不得以該重大消息去買賣股票，違背善良管

⁷⁷ 賴英照，「消息提供人的連帶賠償責任」，月旦法學教室，第 104 期，頁 23 (2011)。

⁷⁸ SEC v. Mills, Civ. Action No.88-2794(PRATT), Lit. Rel. No.11877, 41 SEC Docket 1257(1988).轉引自賴英照，前揭註 1，頁 490。

⁷⁹ 台北地院 94 年度矚訴字第 1 號刑事判決、台灣高等法院 95 年度矚上訴字第 5 號刑事判決、最高法院 99 年度台上字第 922 號判決。

理人之注意義務。但我國證券交易法顯然不是僅採取『信賴關係理論』，蓋由上開證券交易法第一百五十七條之一第一項第二款將「持有該公司股份超過百分之十股東」、第三款『基於職業關係或控制關係獲悉消息者』、第四款『從前三款所列之人獲悉消息者』納入規範，而該等人員對公司無須負善良管理人之義務，但亦不得在知悉影響公司股票價格之重大消息時買賣股票，足徵我國證券交易法非單採『信賴關係理論』。(二)採取『私取理論』者，係指獲悉影響證券價格的外部人，雖然與交易相對人沒有信賴關係，但如違背對消息來源的忠誠及信賴義務，將其自消息來源所獲取的機密消息據為己有，圖謀私利，顯然影響證券交易市場的健全及投資人的信心，自應予以處罰。但我國證券交易法既對內部人董事、監查人或經理人予以規範，顯然亦非只採取『私取理論』，而係兼採『信賴關係理論』及『私取理論』。(三)修正前證券交易法第一百五十七條之一第一項之規定中，除該第一款、第二款定義較為明確而無爭議外，關於第三款『基於職業或控制關係獲悉消息』之人，其意義為何，即有不明確之處。如就『信賴關係理論』(關係論)出發，該款所指稱之人，限於對其交易對手或上市(櫃)公司負有信賴義務的傳統內部人；惟採『私取理論』(市場論)，該款之規定則應包括對上市(櫃)公司不負信賴義務，但從僱主或其他消息來源私自取用消息之人。」由是可知，台灣高等法院於本案中表示我國兼採「信賴關係理論」及「私取理論」。

其次，法院亦表明「被告李○誠身為金管會檢查局局長，依其職務自屬容易接觸金融檢查機密及偵查機密之人，蓋如一家上市公司金融檢查時發生弊端，自有可能構成刑責，在檢調機關發動偵查未偵查完畢時，當有偵查不公開之問題(刑事訴訟法第二百四十五條第一項)，故其亦屬修正前證券交易法第一百五十七條之一第一項第三款依職業知悉重大消息之人。」是認公務員得依「基於職業或控制關係獲悉消息之人」，認定為內部人，而為規範主體。

由美國及我國實務之觀察可知，依照私取理論的精神，公務員應可評價為內線交易的規範主體。

第二款、客觀構成要件的爭議

第一項、空白刑法及不確定法律概念

法律明確性原則，乃指立法者於制定法律構成要件時，其所使用的概念或用語，應力求明確，以使人民有遵循之本，不致違反法律規定。⁸⁰惟因規範事實的多樣性與歧異性，立法者往往無法做完全明確的規定，而須選用內容較具多義性的「不確定法律概念」，以涵蓋錯綜複雜的社會事實。⁸¹證交法第 157 條之 1 以內部人是否利用「重大消息」買賣有價證券而獲利，來作為可非難的行為，此處所稱消息的「重大性」，即屬不確定法律概念。針對內線交易規定的違反者，我國乃採以刑罰處斷之方式，蓋刑法要求罪刑明確，所謂之罪刑明確，又分為構成

⁸⁰ 請參閱司法院大法官會議第 491 號解釋；轉引自李建良等著，行政法入門，頁 132-33 (2006)。

⁸¹ 李建良等著，同前註，頁 133。

要件明確性原則，以及法律效果明確性原則。⁸²違反證交法中關於內線交易規定者，證交法第 171 條雖然並無法律效果不明確的問題，⁸³然而在第 157 條之 1 的構成要件部分，卻有構成要件不明確的問題。而內線交易規範既以刑罰為手段，又有不確定法律概念於其中，按釋字第 443 號指出：「諸如剝奪人民生命或限制人民身體自由者，必須遵守罪刑法定主義，以制定法律之方式為之；涉及人民其他自由權利之限制者，亦應由法律加以規定，如以法律授權主管機關發布命令為補充規定時，其授權應符合具體明確之原則。」⁸⁴而美國聯邦最高法院在 *Buckley v. Valeo* 案中指出：「刑法的規範必須給予一般通常智識之人可理解、該行為屬於違法之訊息。」⁸⁵本此意旨，我國內線交易罪構成要件之不明確，是否違反罪刑法定原則？有學者指出，財經刑法的特色之一即是多有不確定法律概念，並授權主管機關以法規命令的方式加以補充，以解決構成要件不明確的問題，此為學理上所言之空白刑法（空白構成要件）。⁸⁶

按釋字 522 號解釋理由書中指出：「立法機關得以委任立法之方式，授權行政機關發布命令，以為法律之補充，雖為憲法之所許，惟其授權之目的、內容及範圍應具體明確，始符憲法第二十三條之意旨，迭經本院解釋在案。至於授權條款之明確程度，則應與所授權訂定之法規命令對人民權利之影響相稱。刑罰法規關係人民生命、自由及財產權益至鉅，自應依循罪刑法定主義，以制定法律之方式為之，如法律授權主管機關發布命令為補充規定時，須自授權之法律規定中得預見其行為之可罰，方符刑罰明確性原則。」⁸⁷是以，關於內線交易中之重大性

⁸² 邱忠義，*刑法通則新論*，頁 16 (2009)。

⁸³ 證券交易法第 171 條規定如下：

有下列情事之一者，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：一、違反第二十條第一項、第二項、第一百五十五條第一項、第二項、第一百五十七條之一第一項或第二項規定。二、已依本法發行有價證券公司之董事、監察人、經理人或受雇人，以直接或間接方式，使公司為不利益之交易，且不合營業常規，致公司遭受重大損害。三、已依本法發行有價證券公司之董事、監察人或經理人，意圖為自己或第三人之利益，而為違背其職務之行為或侵佔公司資產。

犯前項之罪，其犯罪所得金額達新臺幣一億元以上者，處七年以上有期徒刑，得併科新臺幣二千五百萬元以上五億元以下罰金。

犯第一項或第二項之罪，於犯罪後自首，如有犯罪所得並自動繳交全部所得財物者，減輕或免除其刑；並因而查獲其他正犯或共犯者，免除其刑。

犯第一項或第二項之罪，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。

犯第一項或第二項之罪，其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。

犯第一項或第二項之罪者，其因犯罪所得財物或財產上利益，除應發還被害人、第三人或應負損害賠償金額者外，以屬於犯人者為限，沒收之。如全部或一部不能沒收時，追徵其價額或以其財產抵償之。

⁸⁴ 請參照釋字第 443 號解釋理由書；轉引自胡博硯，「授權明確性之要求與空白刑法的規範」，*月旦法學雜誌*，第 193 期，頁 227 (2011)。

⁸⁵ 424 U.S. 1, 77 (1976). 轉引自林志潔，前揭註 68，頁 864。

⁸⁶ 林書楷，「資本市場刑法－以內線交易與操縱市場罪為中心」，*月旦財經法雜誌*，第 23 期，頁 59-61 (2010)。

⁸⁷ 請參照釋字第 522 號解釋理由書；轉引自胡博硯，前揭註 84，頁 228。

消息認定標準，除了於證交法第 157 條之 1 第 5 項中規定「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。」將範圍控制在涉及公司之財務、業務等相關消息上，且行政院金融監督管理委員會亦訂頒「證券交易法第一百五十七條之一第五項及第六項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」，用以讓內線交易之構成要件更加明確，以免生違憲之可能。⁸⁸再者，釋字第 680 號指出：「懲治走私條例第二條第一項規定：『私運管制物品進口、出口逾公告數額者，處七年以下有期徒刑，得併科新臺幣三百萬元以下罰金。』第三項規定：『第一項所稱管制物品及其數額，由行政院公告之。』其所為授權之目的、內容及範圍尚欠明確，有違授權明確性及刑罰明確性原則」⁸⁹

大法官並於 680 號解釋理由書中並指出：「懲治走私條例第二條第一項所科處之刑罰，對人民之自由及財產權影響極為嚴重。然有關管制物品之項目及數額等犯罪構成要件內容，同條第三項則全部委由行政院公告之，既未規定為何種目的而為管制，亦未指明於公告管制物品項目及數額時應考量之因素，且授權之母法亦乏其他可據以推論相關事項之規定可稽，必須從行政院訂定公告之『管制物品項目及其數額』中，始能知悉可罰行為之內容，另縱由懲治走私條例整體觀察，

⁸⁸ 重大消息管理辦法第 2 條為關於重大消息之定義，規定如下：

本法第一百五十七條之一第五項所稱涉及公司之財務、業務，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，指下列消息之一：一、本法施行細則第七條所定之事項。二、公司辦理重大之募集發行或私募具股權性質之有價證券、減資、合併、收購、分割、股份交換、轉換或受讓、直接或間接進行之投資計畫，或前開事項有重大變更者。三、公司辦理重整、破產、解散、或申請股票終止上市或在證券商營業處所終止買賣，或前開事項有重大變更者。四、公司董事受停止行使職權之假處分裁定，致董事會無法行使職權者，或公司獨立董事均解任者。五、發生災難、集體抗議、罷工、環境污染或其他重大情事，致造成公司重大損害，或經有關機關命令停工、停業、歇業、廢止或撤銷相關許可者。六、公司之關係人或主要債務人或其連帶保證人遭退票、聲請破產、重整或其他重大類似情事；公司背書或保證之主債務人無法償付到期之票據、貸款或其他債務者。七、公司發生重大之內部控制舞弊、非常規交易或資產被掏空者。八、公司與主要客戶或供應商停止部分或全部業務往來者。九、公司財務報告有下列情形之一：（一）未依本法第三十六條規定公告申報者。（二）編製之財務報告發生錯誤或疏漏，有本法施行細則第六條規定應更正且重編者。（三）會計師出具無保留意見或修正式無保留意見以外之查核或核閱報告者。但依法律規定損失得分年攤銷，或第一季、第三季及半年度財務報告若因長期股權投資金額及其損益之計算係採被投資公司未經會計師查核簽證或核閱之報表計算等情事，經其簽證會計師出具保留意見之查核或核閱報告者，不在此限。（四）會計師出具繼續經營假設存有重大疑慮之查核或核閱報告者。十、公開之財務預測與實際數有重大差異者或財務預測更新（正）與原預測數有重大差異者。十一、公司營業損益或稅前損益與去年同期相較有重大變動，或與前期相較有重大變動且非受季節性因素影響所致者。十二、公司有下列會計事項，不影響當期損益，致當期淨值產生重大變動者：（一）辦理資產重估。（二）金融商品期末評價。（三）外幣換算調整。（四）金融商品採避險會計處理。（五）未認列為退休金成本之淨損失。十三、為償還公司債之資金籌措計畫無法達成者。十四、公司辦理買回本公司股份者。十五、進行或停止公開收購公開發行公司所發行之有價證券者。十六、公司取得或處分重大資產者。十七、公司發行海外有價證券，發生依上市地國政府法令及其證券交易市場規章之規定應即時公告或申報之重大情事者。十八、其他涉及公司之財務、業務，對公司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者。

⁸⁹ 請參照釋字第 680 號解釋文；轉引自胡博硯，前揭註 84，頁 228。

亦無從預見私運何種物品達何等數額將因公告而有受處罰之可能，自屬授權不明確，而與上述憲法保障人民權利之意旨不符。」

從釋字第 680 號來看證交法第 157 條之 1，針對「重大性消息」的種類及標準，並不若懲治走私條例中概括授權由行政院訂定，相反地將授權對象限縮於證交法之主管機關（金管會），似無授權範圍、對象、目的不明確的問題，因此不至於違反罪刑法定原則而有違憲之可能。雖然主管機關已針對「重大消息」頒訂法規命令作定義，惟實際判斷時，能否僅固守法律要件，以檢視消息是否為重大？本文認為仍需個案權衡認定。須知我國關於內線交易規範的條文乃繼受自美國法上之相關規定，既是美國法規定，則有許多透過實務見解累積起來的個案判斷準則，此類準則無法透過條文列舉的方式悉數囊括，這些美國法上之判準，詳如後述。

第二項、重大消息中「重大性」之探討

內線交易構成要件中，有「有重大影響公司股票價格之消息」等字樣，何謂重大？麼樣的消息可稱其為「重大消息」。相關問題，美國法發展的判斷標準，具有認定上的實益。

一、確定 (certain) 或清楚 (clear) 的消息

首先，區分消息性質，若為「確定 (certain) 或清楚 (clear)」的消息，在 1976 年的 *TSC v. Northway* 案中（下稱 TSC 案），聯邦最高法院對內線交易中的「重大性要件 (materiality)」，做有解釋。⁹⁰ National 公司持有 TSC 公司股權的 34%，按其股份該公司在 TSC 董事會中有五席代表。其後，TSC 董事會通過將公司解散並由 National 公司收購之決議，此次決議中，National 公司的五名自然人代表僅有列席而未參與表決，為了完成此收購決議，TSC 與 National 兩家公司聯合徵求股東委託書，並於委託書徵求說明書中建議股東同意併購之提案，然而該說明書中並未提及 National 公司控制 TSC 公司之程度，以及併購條件對於 TSC 公司是否有利等資訊，因此反對此併購案的 TSC 法人股東 Northway 公司便向法院提起訴訟，認為該委託書徵求說明書內容漏未揭露重要事實，且有不實陳述之情事，違反 Rule 14a-3 及 Rule 14a-9 等，並請求損害賠償及衡平救濟。⁹¹

美國聯邦最高法院在判決裡認為：所謂的重大事實，即為「任何一個在股東投票時，非常可能會認為重大的事實」，而所謂「非常可能」之標準，並不需要證明到理性股東確實因此改變投票結果的程度，而是在綜合各種因素的考量下，該消息是否非常有可能 (substantial likelihood) 對理性投資人的思考產生實在影響。⁹² 亦即，該消息對於理性投資人而言，其所知的資訊是否可能對想法造成重

⁹⁰ *TSC Industries v. Northway Inc.*, 426 U.S. 438 (1976).

⁹¹ 劉連煜，「內部人交易規範中內部消息『重大性』之認定基準」，政大法學評論第 56 期，頁 214-15 (1996)。

⁹² *TSC Industries v. Northway Inc.*, at 449.

大的改變？若答案為肯定者，則該消息即為重大消息。⁹³

二、可能會有（contingent）或推測（speculative）的消息

1. SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.⁹⁴

若消息屬性為「可能會有（contingent）或推測（speculative）」的話，本文前揭 1968 年的 TGS 案，美國聯邦最高法院作有解釋。

TGS 案中，Texas Gulf Sulphur Co.（下稱 TGS 公司）係一礦業公司，該公司於 1959 年 3 月發現一個可能蘊藏豐富資源的地區，並於 1963 年 10 月底起進行探勘，此時該公司股價為 17.375。⁹⁵

探勘結果發現，該區域似乎富涵大量銅、鋅金屬礦，然而並不能肯定是否真能成為一具有開採潛力的礦區，為便利收購鄰近土地，TGS 公司指示探勘團隊對於探勘結果保密，且為了避免走漏風聲，TGS 公司一面封閉可能蘊含豐富礦藏的鑽探區，一面刻意設置貧瘠的鑽探區於鄰近區域，以掩人耳目。同時，同年 12 月將採集樣本送驗，此時 TGS 公司股價為 20.875。⁹⁶隔年 2 月，TGS 公司發行股票選擇權予 26 名主管及員工，包括 5 名本案被告，其中 4 人當時已經知道初步探勘結果，然董事會及股票選擇權委員會均未被告知前開探勘結果，亦對於土地收購計畫毫不知情。⁹⁷

於 1964 年 3 月底，探鑽行動重行展開，因 TGS 公司在該地區之行動，該地區含有大量礦藏的流言開始流竄，有鑑於此，TGS 公司總裁決定發表新聞稿否定前開流言，直到開採行動接近完成後，TGS 公司才正式對外揭露聲明，時間點為 1964 年 4 月中，而此時該公司股票價格已達 36.375。⁹⁸於揭露聲明前數日，被告 Clayton 和 Crawford 以及 TGS 公司之董事 Coates 均趁機大量買進了 TGS 公司之股票，事實上，自探勘團隊初步確認豐富礦藏含量後至公司揭露該重大消息為止，公司股價漲幅逼近六成，其中包括探勘團隊以及知情的公司高層（即本案中被告），均利用此重大消息大量購入公司股票。本案中聯邦上訴法院（第二巡迴法院）認為「重大性」是「依一特定時間衡量事件發生的可能性及該事件在整個公司活動中所佔的影響程度」，也就是說以「發生機率/影響程度」（probability versus magnitude）作為判斷基準。⁹⁹

2. Basic Inc. v. Levinson¹⁰⁰

1988 年的 *Basic Inc. v. Levinson* 案（下稱 Basic 案），有家名為 Combustion

⁹³ 賴英照，前揭註 1，頁 505；劉連煜，前揭註 1，頁 472-474。

⁹⁴ *Securities and Exchange Commission v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (1968) .

⁹⁵ *Id.*, at 843.

⁹⁶ *Id.*, at 843-844.

⁹⁷ *Id.*, at 844-846..

⁹⁸ *Id.*, at 846-847.

⁹⁹ *Id.*, at 849.

¹⁰⁰ *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

Engineering 的鋼鐵公司，因為業務的關係，對於併購 Basic 鋼鐵公司極有興趣，然而礙於業務相同而受法令限制，直到 1976 年法令限制舒緩後，才開始進行併購談判，1976 年 9 月，併購代表與 Basic 公司的董事與高階主管協商併購之可能性，但 Basic 公司於 1976 到 1978 年間卻三度對外發表公開聲明，否認其與 Combustion 公司的協商，其中包括 1978 年面對紐約證交所詢問，以及同年對股東發表的一份報告，均嚴正否認正在進行併購協商，至 1978 年底，卻突然對外公佈其與 Combustion 公司已經達成合併協議。¹⁰¹

本案中，美國聯邦最高法院認為，若設立程度過低的重大性標準，將使公司連各種瑣碎難以理解的資訊都公開，反而造成投資人的迷惘，對於投資決策並無幫助。而被告認為併購資訊，應達到「價格」及「合併基本架構」均已合意，才能被認定為重大消息的標準，最高法院對此見解，駁斥被告誤解美國證交法立法意旨，亦即資訊之揭露目的，是為了使投資人能在資訊平等的公開環境下自行負擔投資風險；對於消息重大性的規定，目的在於過濾過多瑣碎資訊，而非避免投資人可能不了解協商的破局，而做出錯誤的決策。¹⁰²

聯邦最高法院亦指摘上訴法院誤解重大消息成立與否之規定，簡言之，高等法院認為因為 Basic 公司的公開否認，雖該否認本身為不實陳述，惟因此行為已使公司併購一事成立重大消息；聯邦最高法院認為，除非該消息先構成重大消息，否則縱然公司就此做出誤導投資人的不實陳述，仍不能因而成立重大消息，亦即，重大消息的成立應視事件本身做客觀判斷，而不會單純因為謊言而成立。¹⁰³

本案中，Basic 公司主要違反的，並非消息公開時點的規定，而是此一併購協商資訊是否為重大消息；若成立重大消息，則 Basic 公司三度公開否認此事，即涉及資訊揭露正確性與完整性問題。重大消息之認定，因涉及公司決策和個案狀況，並不能硬性規定之，應採個案認定方式處理。¹⁰⁴

Basic 案將 Texus Gulf Sulphur 案作補充解釋，在面對不確定是否發生、推測的 (Speculative) 、或有的 (Contingent) 消息時，得以適用「發生機率與所生影響」的判斷標準，分析後，是否為重大，則須依客觀理性投資人之觀點 (本文下稱此為「Basic 判斷標準」)。

三、我國關於「重大消息」的判斷標準與問題

內線交易規範構成要件中之「重大消息」，本屬不確定的法律概念，刑事法要求罪刑法定原則，構成要件的不確定，既招各界批評，又使人民對法律的信賴感降低。立法者因此制定了「重大消息管理辦法」，以期解決問題，惟效果如何，不無疑義。在重大消息管理辦法制定前，實務上有援引證券交易法施行細則（下

¹⁰¹ *Id.*, at 979-80.

¹⁰² *Id.*, at 983-85.

¹⁰³ *Id.*, at 986-87.

¹⁰⁴ *Id.*, at 987-88

稱施行細則)第7條為重大消息之參考依據者,¹⁰⁵然此僅為「重大性」之參考依據之一，並非唯一依據；¹⁰⁶是以，在運用上仍多有不便。重大消息管理辦法制定後，於第2條至第4條，臚列了多種重大性消息的態樣，此中僅第2條就列舉了17款關於公司財務、業務，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，再加上為了避免百密一疏，在17款後面尚補充一概括條款，於是，本條便成為多達18款細部規定的龐大條文。

細觀重大消息管理辦法中關於重大性消息的規定，不難發現：問題不在他處，就在於「不確定法律概念」之再次出現。本辦法用「重大」字樣來對「何謂重大」加以定義：如第2條第7款「公司發生重大之內部控制舞弊、非常規交易或資產被掏空者」、第2條第11款「公司營業損益或稅前損益與去年同期相較有重大變動，或與前期相較有重大變動且非受季節性因素影響所致者」等。主管機關制定法規命令立意固然良善，結果仍在想要解決問題的解答中留下未解的問題。

重大消息管理辦法雖留下未能解決的問題，但實務應用上，仍不乏有參照美國法判準的案例。其中如台灣板橋地院95年金訴字第2號刑事判決、台灣台北地院95年矚重訴字第1號刑事判決等，都參照Basic判斷標準，而為重大消息的認定，可謂司法者之用心。

第三項、重大消息有無判斷「成立時點」的必要

從證交法第157條之1條文用字「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」，可知，判定行為人所為之交易是否為該當內線交易，必須該行為人進行買賣的時點在「消息明確後，未公開前或公開後十八小時內」，解讀上，似需先行認定消息成立的時點為何，再判斷行為人從事的交易是否落入法條規定範圍中。然而，此種法條解讀方式，是否容易讓行為人在「消息是否明確」一議題上打轉，模糊焦點，以達到脫罪之效果。就好像明基電通案中，地院與高院判決被告成罪與否的關鍵，便是重大消息成立時點上的判斷。不過，邏輯上而言，內線交易規範的解析固可先判斷消息成立時點，再論行為時點是否落在規範中，亦可直接觀察行為時之消息是否已為重大，如此，應可降低行為人爭執消息成立時點、模糊審理焦點的可能性。

我國審判實務上，對消息成立與否的時點，亦存在肯否之見解。¹⁰⁷訊碟案中，法院認為『...將證券交易法第一百五十七條之一第一項...解釋成該「有重大影響其股票價格之消息須成立或確定成立後，在公開前購入股票為構成要件」，不僅

¹⁰⁵ 相關判決如台灣高等法院89年度上易字4472號、91年度上訴字第1399號、91年度上易字第1604號等刑事判決。

¹⁰⁶ 財政部證期會90年7月6日(90)台財證(6)字第14057號函、台北市會計師公會90年6月26日(90)北市會字第377號函。

¹⁰⁷ 賴英照，前揭註1，頁518-520。

過於限縮該法條之適用，而與文義不合，且實務上證券櫃檯買賣中心對上市上櫃公司所謂「重大消息確定成立時」至「公開」間，有規定時間限制，上市上櫃公司通常須在「消息確定成立日」之「次營業日交易時間前開始前」公布（參見財團法人中華民國證券買賣中心對上櫃公司重大訊息之查證暨公開處理程序第三條），是證券交易法對內線交易禁止之規定，如對該法條侷限解釋為僅規範該短短數日間內部人之不法交易行為，實非允當，且失立法本旨』。¹⁰⁸ 台開案中，法院認為『內線交易中消息重大性與否之判斷，必須依個案具體事實認定，應以消息對於投資人買賣證券之影響程度著眼，衡量交易可能完成之機率與完成後對投資決定可能產生之影響作綜合判斷，而非單純以尚未完成特定之程序，即否定其為重大消息之性質』，¹⁰⁹ 亦不贊同過度僵化地認定消息成立時點。

關於重大消息成立時點持肯定說者，在實務上似屬較多數。南港輪胎案中，法院謂『內線消息有成立時點，並因公司業務及消息性質不同有異』。而在精英案中，法院認為『重大消息成立前，買賣股票獲利，不構成犯罪』，乃肯定重大消息成立時點之判定為內線交易成立與否的重要關鍵。

關於重大消息是否具成立時點，我國行政機關以法規命令，表達肯定的立場。在證券交易法第一百五十七條之一第五項及第六項重大消息範圍及其公開方式管理辦法（下稱重大消息管理辦法）中，第5條明文規定消息成立時點，規定為『前三條所定消息之成立時點，為事實發生日、協議日、簽約日、付款日、委託日、成交日、過戶日、審計委員會或董事會決議日或其他依具體事證可得明確之日，以日期在前者為準。』透過此條文，可看出行政院金融監督管理委員會（下稱金管會），為解決消息成立時點之有無及如何認定，以列舉及概括規定之方式訂定之，且為使法益保護周延，條文盡可能提早認定為成立之時點，是稱「多元時點，認定在前」。¹¹⁰ 惟商業交易瞬息萬變，商業行為名目多元，以列舉方式訂定是否妥適？似不能排除刻意規避的可能，而必須回到概括規定的運用，亦即由法院進行價值判斷，決定何時為消息成立時點。無論如何，成立時點有無之爭議，當前已有共識。

第三款、主觀構成要件討論

第一項、消息的「利用」、「獲悉」爭議

查99年6月2日修法前的內線交易規範，條文規定為『下列各款之人，獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時...』，法條用字為「獲悉」，然立法理由卻謂『對於利用公司未經公開之重要消息買賣公司股票圖利...』，是以，

¹⁰⁸ 板橋地院92年度金重訴字第2號刑事判決、台灣高等法院92年度上重訴字第66號刑事判決、最高法院94年度台上字第1433號刑事判決、台灣高等法院94年度上重更（一）字第18號刑事判決及最高法院95年度台上字第3190號刑事判決。

¹⁰⁹ 台北地院95年度矯重訴字第1號刑事判決、台灣高等法院96年度矯上重訴字第17號刑事判決、最高法院96年度台上字第7644號刑事判決、台灣高等法院97年度矯上重更（一）字第4號刑事判決。

¹¹⁰ 林孟皇，前揭註1，頁211-215。

學術界與實務界，便出現此要件解釋究竟須為「行為人獲悉該消息」或「行為人利用該消息」的爭議。也就是說，在行為人是否認知該內線消息，到行為人違反內線交易規範之間，行為人只要「知道」該消息，且其後有買賣行為，便屬內線交易？還是行為人要「知道」該消息，且「運用」該消息進行「買賣」才能被評價為內線交易？此便是問題所在。

從比較法的觀點來看，美國法關於此問題之認定，聯邦最高法院在 *Dirks* 案中，僅以『Trading on inside information』等字樣說明行為人之買賣基於內線消息，卻未說明僅需「知悉」即可，還是要有「利用」的事實。¹¹¹ 聯邦高等法院有採獲悉說者，如在 *Texas Gulf Sulphur* 案中，法院認為『訊息進入人腦後，不像已上膛之武器，只要不扣板機就不發射，很難說它不會對人的行為造成影響』。¹¹² 然聯邦高等法院亦有採利用說者，如 1998 年的 *Adler* 案。¹¹³ 美國聯邦證券管理委員會 (Securities and Exchange Commission, SEC, 下稱聯邦證管會) 對此問題態度為『若被告知悉內線消息，並於其後有買賣行為，便推定為內線交易，惟被告可以反證推翻此推定』。¹¹⁴ 在 2002 年，聯邦證管會訂立解釋性行政規則 Rule 10b5-1，以解決此一問題，立場便是「採獲悉說，但被告可舉反證」。

我國在理論及實務，獲悉說或利用說者，各有其擁護者，多方說法不加贅述。而值得一提者，乃證交法最新修法草案中，於內線交易規範，增訂第 8 項至第 10 項中，以「實際知悉」為條文用字，並增訂所謂的豁免條款。¹¹⁵ 立法技術上，似乎有與美國聯邦證管會「採獲悉說，但被告可舉反證」之立場看齊，惟此草案尚未通過，實際施行效用無法得知。獲悉說或利用說的區分實益，在於司法機關進行追訴時，檢察官的舉證強度問題。

若採獲悉說，檢察官僅須證明被告知悉此事，且被告於知悉後有買賣行為，即為已足。然若採利用說，檢察官除上述之舉證義務外，尚須證明被告之買賣行為乃「利用」該消息。常理而言，被告是否知悉與其後的買賣行為，多可透過證人證詞或交易紀錄查知，舉證難度不高，若被告真有犯行，容易使被告被定罪，法益保護密度較高。反觀「利用」行為，乃屬人內心世界的探知，難透過證據方法證明之，若採此見解，被告犯行似容易因無法證明其「利用」消息，而使其免於受罰，法益保護上，容易出現漏洞。

在民國 99 年 6 月 2 日修法後，條文用字以「實際知悉」替代原本的「獲悉」，

¹¹¹ *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646, 654(1983).

¹¹² *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833(2nd Cir. 1968).原文如下：“unlike a loaded weapon which may stand ready unused, material information cannot lay idle in the human brain.”

¹¹³ *SEC v. Adler*, 137 F.3d 1325(11th Cir. 1998).原文如下：“When an insider trades in possession of material non-public information, a strong inference arises that such information was used by the insider in trading. The insider can attempt to rebut the inference by adducing evidence...that the information was not used.”

¹¹⁴ 查美國 1934 年證交法 (Securities Exchange Act of 1934) 中 §20(d)、§21A 及 §20A，均使用下列文字：“any person who violates (or has violated) any provision of this title or the rules or regulations thereunder by purchasing or selling a security while in possession of material non-public information....”

¹¹⁵ 賴英照，前揭註 1，頁 536-538。

目的昭然若揭，法規適用上，自此以「獲悉說」為標準。本文以為，立法者透過修法方式解決爭議，並採行於法益保護上較嚴的立論，應能有助於內線交易犯罪之追訴。然而，或許會引來另一個疑慮：是否容易入人於罪？法益保護越嚴確實如兩面刃，一方面維持正義，另一方面也容易入人於罪，就內線交易規範而論，本文結論上贊同「獲悉說」，惟法律效果上，認為：行為人實際知悉內線消息，後又有買賣行為，效果應為「推定違法」，應可舉反證推翻之。而更深一層的思辨，本文將於第五章的個案研究部分，再進行討論。

第四節、小結

針對法律規範進行研析，必須先全面認識此規範的內涵。本文定位在研究內線交易的可罰性基礎及施行效果探討，當然須對內線交易規範本身有通盤的認識。援此，本章從介紹我國證券交易法第157條之1的沿革開始，且連同違反的法律效果（民事求償規定在證券交易法第157條之1第3、4項，刑事處罰規定在第171條）一併比較介紹。

由於本文研究目標之一為探討內線交易的可罰性基礎，故本文針對過去關於內線交易可罰性基礎的論戰及論點作一介紹，釐清有那些問題已有人提出，還有甚麼問題尚待解決。

進一步深入規範內涵，本文從比較法的觀點談起，以美國的相關規定為探討對象，先介紹美國關於內線交易成文法的規定，再介紹美國內線交易規範發展過程中的重要案例，試著勾勒出完整的規範意義。接下來，針對證券交易法第157條之1的爭議問題作比較探討，由各個爭點的研析，更能夠了解條文適用上的界限。

透過本章的介紹，吾人可知我國內線交易規範在構成要件部分的修法，有擴大法益保護範圍之趨勢，並朝爭議解決之目標邁進；法律效果部分則可看出我國對內線交易的處罰有重型化的趨勢。然而，內線交易的可罰性基礎究竟為何？仍未有的論。規範相關爭議部分，我國條文似有未盡之處，本文將於後續章節，做更深入的案例研析及實證研究。

第三章、內線交易的法律經濟分析概說

第一節、法律經濟學概述

第一款、法律與經濟的對話

1833 年，第一位以法律專業人士在英屬東印度公司（British East India Company）的管理常任理事會（Governor-General's Council）擔任委員的麥考利男爵（1st Baron Macaulay, Thomas Babington Macaulay, 1800-1859），曾發表「對印度殖民最佳的統治方式，將以貿易為主」的一席談話，大意如下：「他們（按：指印度）離我們遙遠且獨立於我們，試想一下，他們有自己的國王，但卻穿著我們的衣服、用我們的工具做事、使用我們的問候方式...卻沒有評估英國製造商品的能力。與受教化之人貿易，其利潤將比與野蠻人交易大得多。¹¹⁶」麥考利男爵的想法中，若把一個國家的公民當作消費者、生命的延續看作是管理過程、孩童是投資，那麼完美市場本身就是法律，人與人間自然會形成必要的規範機制，諸如契約關係、違約的懲罰等。¹¹⁷也就是說，貿易產生市場，再讓市場形成制度，達到殖民統治之目的。

「貿易殖民」，吾人或許可以藉由這樣的說法，思考法律與經濟間的關係，本文試引多倫多大學法律史學者貝拉教授（Ritu Birla）的觀點：制度形諸於內是法律、形諸於外是經濟。¹¹⁸進一步言之，法律是道德標準與政策選擇間的內在關聯，人與人間的互動則是兩者間的外部關聯，此處的互動尤指經濟活動。¹¹⁹是以，法律與經濟應具「鑲嵌性（Embeddedness）」，彼此相生相依不可分。¹²⁰

1960 年代以前，法律的經濟分析給人的直接印象是談競爭法、反壟斷等議題的學問，鮮少有法律研究者，會以經濟分析的方式研究法律議題。深究其原因，當然不會是法律人不希望看到太多讓人望之生懼的經濟公式、各類曲線圖，令本以抽象的法律條文，添上更看不懂的符號與數學，也讓法律人被數學的高牆，排除在研究圈外。相對地，法律研究者多以研究法條的解釋及適用可能性為主，而經濟學卻多以宏觀的角度，對社會、國家進行整體性探討，即便有與規範有關的

¹¹⁶ Thomas Babington Macaulay, "Government of India"—A Speech Delivered in the House of Commons on the 10th of July, Miscellaneous Writings and Speeches, Vol. 4, 13b. 原文如下：It is scarcely possible to calculate the benefits which we might derive from the diffusion of European civilization among the vast population of the East. It would be, on the most selfish view of the case, far better for us that the people of India were well governed and independent of us, than ill governed and subject to us; that they were ruled by their own kings, but wearing our broadcloth, and working with our cutlery, than that they were performing their salaams to English collectors and English magistrates, but were too ignorant to value, or too poor to buy, English manufactures. To trade with civilized men is infinitely more profitable than to govern savages.

¹¹⁷ Ritu Birla, Law as Economy: Convention, Corporation, Currency, UC Irvine Law Review, Vol.1, No.3, 1015, 1015-16(2011).

¹¹⁸ *Id.*, at 1035.

¹¹⁹ *Id.*, at 1035-37.

¹²⁰ *Id.*, at 1018.

討論，也以政策制定面的探討優先，此與法學方法本質不同。

然而，法律與經濟學的關係，1960 年以後，開始產生變化，有越來越多的學者，諸如稅法方面的西蒙斯教授 (Henry C. Simons, 1899-1946)、公司法的緬恩教授 (Henry G. Manne)、專利法的普連特教授 (Arnold Plant, 1898-1978) 等，他們從經濟學的觀點，研究法律規範的社會定位，也就是為什麼要有這個規範，並進一步循著法規範本質，試著說明法律條文在適用上應有的視野，為當代的法律經濟學打下基礎，讓「經濟分析方法」逐漸成為法律學者所必須承認的法學方法。¹²¹再對照本文前揭所引用貝拉教授提出的「法律與經濟鑲嵌性」說法，本文認為從經濟分析的角度從事法學研究，應不再僅是法學解釋方法的一種，而屬獨立學門，並且應鼓勵法律研究者致力於此道。

第二款、法律的經濟分析流派簡介：以寇斯與波斯納為重心

法律經濟學的興起，可追溯至 1930、40 年代，以芝加哥大學經濟學家西蒙斯教授對反壟斷及貨幣理論作的相關探討，及其後的狄雷克托 (Aaron Director) 教授為發端，而 1958 年創刊的《法律經濟學期刊 (Journal of Law and Economics)》則可視為法律經濟學正式成為一學門的開始。1970 年代開始，法學家們站在 60 年代先驅者的肩膀上，持續發展法律經濟學，聯邦巡迴上訴法院法官的波斯納所撰寫之《法律的經濟分析 (Economic Analysis of Law)》，便在 1973 年初次出版。1980 年代以來，法律經濟學受到普遍的重視，且由歐美國家發展至其他地區，有著法學與經濟學雙重專業的學者，逐漸進入法律經濟學的研究領域。

本文在肯認法律經濟學的價值後，將對法律經濟學發展史上的重要學者及其代表性理論作一簡介，以下將從 1960 年代寇斯的代表性論文〈社會成本問題 (The Problem of Social Cost)〉介紹起，並將對波斯納的專書及其理論做簡要介紹。

第一項、寇斯：外部性問題

一、從對福利經濟學的質疑開始

在開始介紹寇斯教授的理論前，本文先介紹〈社會成本問題〉一文中提及，發生在 1890 年的案子：*Bass v. Gregory* 案（下稱 Bass 案）。¹²²本案中，原告為一酒館經營者及該酒館建物的出租人，被告則為一農舍主人，農舍庭院緊鄰酒館，而該酒館下方地窖，有一連結至農舍庭院的一口老舊水井的通風口，若無此通風口，則地窖的釀酒工作將會受到極大的影響，甚至無法進行。然而，釀酒過程散發出來的氣味，透過此通風口釋放到農舍，卻令人感到不快，農舍主人因此將該水井口封住。水井被封住後，原地窖形同失去通風設施，酒館的釀酒事業將無法持續進行，故原告因此提起訴訟。¹²³

這個案子中，法院認為酒館的所有權人，有權主張空氣的流通，且證據顯示，

¹²¹ Posner, *supra* note 11, at 23-24.

¹²² Bass v. Grigory, 25 Q.B.D. 481(1890).

¹²³ Ronald H. Coase, *The Problem of Social Cost*, 3 J.L.&ECON. 1, 14(1960).

酒館下方地窖通往水井的通風口，已存在、使用四十餘年，農舍主人對於此事，並對空氣中瀰漫釀酒氣味一事，難以謂其不知悉，法院根據「遺失物原則 (doctrine of lost grant)」，¹²⁴ 判決酒館所有人取得該通風權利。¹²⁵

簡單介紹過 Bass 案後，吾人可進行一個延伸思考：若今天農舍旁並非酒館，而是工廠，農舍持續受該工廠廢氣侵擾多年，法院仍會做出相同的決定嗎？¹²⁶ 再進一步思考，假設工廠存在某地若干年，雖說其廢氣會對方圓五百公尺內生活的人們造成健康危害，然而，多年來無人住在該工廠附近，後來有不知情民眾入住，察覺工廠廢氣對人體健康的危害及生活的影響，因此請求法院撤銷工廠執照，並判決損害賠償，法院應該這麼做嗎？

在《社會成本問題》一文中，寇斯教授首先指出經濟學者庇古教授 (Arthur C. Pigou) 在其著作《福利經濟學 (The Economics of Welfare)》中對「工廠排放廢氣」的解決方法，容有討論空間。按庇古教授的說法，若工廠排放廢氣並對鄰人造成損害，則工廠所有人應負損害賠償責任；或是對其課稅，核課稅額應按氣體排放量而定，使其所繳稅金與所造成所害之金錢價值相同；又或者，將工廠完全趕出住宅區，亦能有效解決「有人因工廠廢氣而受損害」一事。¹²⁷

看過 Bass 案以及本文提出的延伸思考後，吾人應可對庇古教授的觀點，感到有些不對勁，寇斯教授更覺得這種論點有問題，於是，這便是〈社會成本問題〉一文的由來。

二、損失與成本的交互性質

誠如學者們對〈社會成本問題〉一文的主要認知：外部性問題 (Externality) 的思考與尋求解決之道。外部性問題，於我們生活中無所不在，就好像我們住家隔壁老舊房屋重建，日以繼夜施工，只為了早日使該屋恢復該有的功效，卻因此影響四周鄰居休息時間，造成白天精神不濟乃至於工作效能低落，都能看作一種外部性問題。然而，寇斯教授認為，思考外部性問題時，吾人不能僅作單方面思考，須知，損害本身具有交互性質 (Reciprocal Nature)。¹²⁸ 從前述工廠廢氣造成鄰人損害的例子來思考，工廠設置該處固然會造成四周鄰人損害，但從另一個角度來看，鄰人不要選擇居住該地，損害也不會發生。究竟要怎麼做取捨，必須探討成本的總量 (Total) 與邊際量 (Margin)。¹²⁹

本文借引寇斯教授文中所提的「火車營運及火災發生」之例，來比較庇古教授與寇斯教授論點基礎之差異。19 世紀末，火車仍是蒸汽系統推進的年代，推進所需的蒸氣靠燃煤，火車行駛時，燃煤所產生的零星火花（燃燒著的碳粒），會從蒸氣煙囪噴出，而這種火花，可能會對鐵道沿線的森林或是農田造成火災危

¹²⁴ 按遺失物原則 (doctrine of lost grant) 之概念類似我國民法中之「善意取得」。

¹²⁵ Coase, *supra* note 123, at 14.

¹²⁶ 先假設工廠廢氣對人體健康造成的傷害，並不會比啤酒釀造過程的氣味強烈多少。

¹²⁷ Coase, *supra* note 123, at 1.

¹²⁸ *Id.*, at 2.

¹²⁹ *Id.*, at 2.

害，若未做火花防止措施或是因應火車高速行駛所添入更多燃煤，火花噴出的量會更大，造成災害的可能性亦會上升。

寇斯教授透過舉例，說明庇古教授對鐵路公司為何須對農損負責觀點。今有一鐵路公司，先假設該火車對引擎火花造成的火災不用負賠償責任，若每天提供一班火車，則其一年創造的服務價值為 150 元；若改成每天提供兩班火車，則一年所創造的服務價值為 250 元。¹³⁰ 在完全競爭的假設下，每提供一班列車的成本為 50 元，兩班列車則為 100 元。若不用讓鐵路公司負火災的損害賠償責任，則其提供兩班列車則有其利益，為每年服務價值減去成本，亦即每年 150 元，單看提供第二班車，也是有 50 元的利潤。¹³¹ 若考慮鐵路沿線農作物因火災而毀損問題，假設一班列車平均每年造成的農損為 60 元，兩班列車為 120 元，在這樣的情況下，僅提供一班列車，仍會提高社會總產值（假設我們社會僅有鐵道業與農業），但再多提供一班火車，社會總產值便會下降。¹³² 從這樣的觀點，第二班列車不行駛會較有利，且若鐵路公司須負起損害賠償責任，該公司就不會提供第二班列車。庇古教授的觀點，便是立基於這樣的推論上。¹³³

就寇斯教授的觀點，「鐵路公司應負損害賠償責任」的結論是對的，惟理由構成與庇古教授有所不同。首先，在有賠償機制的狀況下，農作物未受損，農人可販售之，農作物受損，鐵路公司賠償之，農作物有無受損，農人對耕作所伴隨的收益，在此狀況中已無差別。然若鐵路公司不必負責，農人在鐵道沿線工作所受的損害不能得到衡平，自然會在遠離鐵道的地方耕作，故鐵路公司須負責的制度，能使農人提高靠近鐵道沿線土地耕作的誘因，令鐵路沿線的可耕作面積提高。¹³⁴

再回到前例的計算中，若行駛一班列車的每年農損達 120 元，兩班列車之農損是每年 240 元，則在有損害賠償機制的情況下，鐵路公司將連一班列車也不提供，如此一來，吾人將沒有火車可以使用，則損害賠償機制的存在，是否也意味著吾人默許沒有火車使用無妨，受損者得到填補就好？而寇斯教授在文中亦用了稍微複雜的情境，在鐵路公司不負損害賠償責任的前提下，考量鐵路公司的營收、成本、農損，也考慮了鐵道沿線耕地棄耕後的成本，但加入了鐵道沿線耕地棄耕移作他用的收益，則在某些情況下，即便沒有賠償責任機制，社會總產值仍會上升，而寇斯教授所欲證明的，僅是即便不讓鐵路公司不負火災所生的損害賠償責任，某些條件下，未必會對社會造成不利的影響。¹³⁵ 所以，問題的癥結，並非在於我們要創設甚麼樣的機制，好在「某些條件下」對社會有利，而是要如何

¹³⁰ 火車營運量與載客人數並非完全線性關係，雖然多提供一班火車，但由於運載量需求沒有那麼高，所以其所創造的價值並不會剛好等於僅提供一班火車的兩倍，此為邊際利潤的概念。

¹³¹ 第二班列車每年多創造 100 元服務價值，減去每年成本 50 元，尚餘 50 元利潤。

¹³² 每年僅提供一班列車時，年產值為 150 元，扣除成本 50 元及因應農損所需付的賠償額 60 元，尚有 40 元的總產值；然若每年提供兩班列車，第二班列車帶來的年產值為 100 元，扣除成本 50 元及因應農損所需付的賠償額 60 元後，非但沒有正向總產值，尚有 -10 元的總產值。

¹³³ Coase, *supra* note 123, at 32.

¹³⁴ *Id.*, at 32-33.

¹³⁵ *Id.*, at 33-34.

矯正現有機制中的缺失，卻不會造成制度中的其他部分受到比原先更嚴重的損害。¹³⁶

三、交易成本問題

寇斯教授的討論，會導出一個結論：與其用我們習以為常的方式來抑制損害，如課稅、命繳交罰鍰、受害者主張損害賠償，不如在締約過程中，讓所有可能會受損者皆加入討論，以共同謀議一個既能矯正缺失，又不會造成制度中某些部分受到比原本更嚴重損害的後果。

本文再借引〈社會成本問題〉一文中，另一個較為簡單的例子。某工廠排放廢氣，造成鄰人損害，政府介入管制，核課 100 元罰鍰（或空氣汙染稅），則政府的這筆罰鍰，將會促使工廠安裝成本為 90 元的廢氣清淨設備，安裝後，可免於遭受 100 元的罰鍰，工廠業者因此淨賺 10 元。庇古學派對這類問題的討論，可說至此即告停止，並因此認為罰鍰或課稅，將是最適當的方式。但寇斯教授認為，本例中，或許還有別的解決方式，假設工廠鄰近居民搬遷的成本僅要 40 元，而這筆錢由工廠支付，雖然工廠因此須負擔 40 元的支出，然而卻能省下 90 元的安裝費，來回間淨賺 50 元，且又能達到「避免鄰人受損」的效果，此時，促使鄰人與工廠互動，並使其找到解決方式，應是本例中較適之解決辦法。¹³⁷

寇斯教授的論點，或許讓庇古學派支持者感到有些不堪。然而，〈社會成本問題〉一文之立論並非完美，後來學者對此文多有討論，其中，「交易成本為零」的假設，遭到最多非難。稍有社會接觸與人際關係的人都知道，人與人來往無處不是成本，若要一群人坐下來協商談判，如排放廢氣的工廠與其鄰人、造成火災的鐵路公司與鐵道沿線農人，更是大費周章。寇斯教授文中為了說明損害的外部性及擴大締約相對人，其所舉的例子，正假設此種一定存在且所費不貲的「交易成本」，是不存在的。¹³⁸

顯而易見地，假設「零交易成本」的假設，現實社會不可能存在，屬一個不切實際的假設，不過，這個問題，寇斯教授也心知肚明。¹³⁹一旦考量交易成本，則前述所舉的例子就不一定會成立，工廠協助鄰人搬家或許只要花費 40 元，但整個談判過程所耗費的成本（含機會成本），可能就超過 55 元，權衡的結果，工廠還是會加裝空氣污染防治設備。也就是說，在考慮交易成本的前提下，唯有在權利調整後，產值增加的幅度能夠超過所耗費的成本，交易才有可能發生。¹⁴⁰

四、更深一層的質疑：法律只是促進財富最大化的工具嗎？

寇斯教授在評價損害外部性，用「擴大締約對象」做說明，既批評了庇古學派在思考個人產值及社會產值過程的盲點，亦提出「損害的交互性質」之說，讓

¹³⁶ *Id.*, at 34.

¹³⁷ *Id.*, at 41.

¹³⁸ *Id.*, at 15.

¹³⁹ *Id.*, at 15.

¹⁴⁰ *Id.*, at 15-16.

吾人得以從不同角度思考「損害」及「補償」，此即後來者所稱之「寇斯定理 (Coase Theorem)」。〈社會成本問題〉一文中雖有意不去探討交易成本，然並非沒有認知到這個問題，只是為了簡化探討過程所做的假設而已。

本文忝從法律人的角度出發，再思考寇斯教授理論中的一些問題。當我們從社會財富的制高點往下看時，確實會認為工廠附近受損害鄰人的搬遷，對工廠及其本身都是有利的，如此矯正過程，將會讓社會總產值提升，是社會財富最大化的過程。然而，法律的目的究竟為何，僅是在於讓社會往更有錢的目標前進？抑或兼有其他用途？吾人或許會說「正義」也是法律追求的目的，不過，在「正義」的定義未臻明朗前，本文不打算以如此抽象的字眼，將法律的價值無限上綱。誠如本文前揭段落探討法律與經濟的互動關係時，曾說法律為道德與政策取向的內在關聯，從這樣的觀點，本文至少可以得到一個結論：法律存在的價值，不僅在促進經濟的發展、追求社會財富的最大化。

寇斯教授的理論，協助吾人在思考時能有不同觀點，惟其理論並非獨一無二，在考量法規範本質後，我們還需要更多法律經濟分析的想法及方法。

第二項、波斯納：法律的經濟分析觀

第 40 任美國總統雷根 (Ronald W. Reagan, 1911-2004)，其著名的「雷根經濟學 (Reaganomics)」，倡導減稅（所得稅及資本利得稅）、控制貨幣供應量、降低政府支出的增加、減少政府對經濟的調控，雖然緊縮銀根讓雷根甫上任的 1981 年 7 月，經濟進入強烈衰退期，衰退程度甚至不亞於大蕭條。然而，減稅對商業帶來的刺激，增加就業機會，美國經濟於 1983 年初開始復甦，力道強勁且時間長，影響效果超過 1989 年雷根第二個任期結束時。這樣的經濟政策，讓雷根名留青史，甚至有 1980 年代為「雷根時代」之說法。

雷根將政策重心放置於經濟改善，從施政上的諸多作為可看出端倪，其中包括任命三位具經濟分析傾向的法學者為聯邦巡迴上訴法院法官，波斯納法官便是其中一員。對台灣的法學研究或經濟學研究者而言，波斯納法官無疑是法律經濟學門的代表性人物，其著作豐富、幾乎在法律各個領域皆有自己的看法。本文將對波斯納法官專書著作《法律的經濟分析 (Economic Analysis of Law)》進行介紹，不是對其浩瀚的內容作地毯式介紹，而是從其研究方法及章節鋪排，略窺大師在法律經濟分析的方法論及著墨方向。

一、波斯納對各類法律議題的探究

《法律的經濟分析》一書中，最讓人驚訝與佩服處，乃在於波斯納法官無所不包的研究領域，實體法方面，英美法系的普通法中各個領域，舉凡財產權、契約、性別法律、侵權法、刑法等之探討，皆能從法律的內涵出發，透過經濟分析，解釋各該領域核心的社會價值，吾人無論是基於法釋義學或政策取向的需求，在書中都能找到提供自己另一種思考方式的論理。此外，本文以為波氏著作更難能可貴處在於，其總能跳脫傳統法律思維來看事情，例如在談論毒品問題時，波氏

認為毒品犯罪問題的癥結在於毒品價格高昂，價格高的主要原因在於罰責太重，即便毒品的生產成本很低，但重刑的結果，造成取得不易、銷售風險太高，導致銷售成本太高，讓毒品價格高居不下，是以，波氏便即大膽提出降低毒品刑責，佐以適度的保安處分的理論。相信這樣的觀點，對大多數法律人來說都是一大衝擊。¹⁴¹而在談論組織犯罪問題時，波氏又以「犯罪壟斷與政府管制」的概念來說明組織犯罪現象，打破刑法學者探討此類議題的思維框架。¹⁴²

一如法律經濟學早期給人的感覺是在談競爭法、反壟斷等議題的印象，波斯納法官在書中亦以相當篇幅對「市場管制」的理論與應用進行介紹與探討。接下來，《法律的經濟分析》一書，針對公司法與證券法方面議題，亦有些論點，波氏從預期收益、誘因的觀點，分析破產法對公司破產及個人破產實施不同保護措施的影響、證券市場投資人的偏好與政府管制的關聯；波氏亦從效率觀點，分析公司法基本架構，諸如所有與經營分離、揭開公司面紗原則等，也進一步從報酬（Compensation）與誘因探討代理與薪酬問題。

波斯納法官對「正義」一詞，一方面感到棘手、另一方面又感到好奇，其認為「正義」有多種意涵，有時在意的是效率問題，畢竟在一個資源有限的世界中，浪費是一種不道德的事情；又有時講的是分配問題，為某程度的經濟平等。¹⁴³《法律的經濟分析》書中用了相當篇幅談論財富分配與移轉的問題，在這部分，波氏一開始就討論所得的不公平、貧窮與分配正義的問題，他從累積收入與家庭單位的比例去定義「公平（Equality）」，並巧妙地在「不公平」與「無效率」之間做論述，波氏談分配問題的過程，亦從分配問題的正向與負向外部效應部分著手，分別有稅收政策的問題以及財富繼承的問題，雖沒有明白表達立場，但也為有志於研究分配正義的研究者，提供了研究取徑。

最後，在《法律的經濟分析》書中，談了法律程序的問題，諸如立法程序、民刑事訴訟及證據法的經濟面向，還有法律執行的問題；以及若干憲法層次議題，如憲法之於經濟的價值、權力分立與效率、基本權保障與反壟斷等別開生面的論述，在在顯示波斯納法官著作的獨特性。

二、法律經濟分析的方法論：以波斯納的觀點為重心

波斯納的《法律的經濟分析》一書，內容廣泛，幾乎無所不包，本文試將波氏的方法論，做一簡要分析整理。

首先，波斯納法官之所以能「無所不包」，在於對法律原理及法律案件的熟稔。以書中的刑法一章節為例，波氏先談行為人意圖、主觀要件、既未遂、正當防衛、共犯理論等概念，法律人看到段落標題，定然聯想到我國的刑法總則編，顯見波氏撰文，並非譁眾取寵地以華麗的時事分析為對象，而是從法體系中最核心、最基本的問題，進行探源及論證。本文以為，波氏此舉誠可謂「探究問題之

¹⁴¹ Posner, *supra* note 11, at 242-45.

¹⁴² *Id.*, at 240-42.

¹⁴³ *Id.*, at 27.

根本」，非以堅實穩當地法學根基，不能為之。

除了法學根基的深厚外，波氏在經濟分析部分，首先是遵循方法論個人主義（Methodological Individualism）。方法論個人主義為古典主義經濟學的重要基礎，乃建構在個人意象和行為研究上，分析對象為有理性的個人，是以，此便是以「理性行為人」發展討論的開端。

再者，波氏善用激勵分析（Incentive Analysis）。傳統法學研究，主要以觀察實際發生的案件或是正在適用中的法律有何問題，為一種事後研究（Ex post Approach）。法律經濟學的研究，探討隨著政策、法律或其他因素變化的刺激，人的預期行為是否改變，屬一種事前研究（Ex ante Approach）。個人基於外在因素的變化是否會招致風險的客觀可能性，而去做預期功利最大化的評估，例如行為人要為竊盜前，會暗自盤算行為之預期利得，以及被抓的風險、成為被告甚至入監服刑的可能，若預期利益大於其後所必須付出的代價，此行為對行為人而言具有誘因，將實行之。

其三，機會成本（Opportunity Cost）概念無處不在。何謂機會成本？一言以蔽之，便是「為了任何目的之資源使用，都將產生放棄可能是最有價值的另一種選擇的成本」，在資源有限的前提下，機會成本的使用選擇，絕對是重要的，任何涉及資源使用的法律，都必須考量機會成本，以符合資源最有效率的使用方式。同理，法院進行判決時，亦要秉持「有效率地使用資源」原則進行。波氏的法律經濟分析中，機會成本隨時隱存、囊括於其討論中。

其四，實證經濟分析（Positive Economic Analysis）與規範經濟分析（Normative Economic Analysis）。實證經濟學被看成是一種經驗科學，其最適合用於法律效果研究，依照目的之不同，而對不同變數做定性或定量的分析，藉此研究法律的預期效果與實際效果的關係。規範經濟分析，簡言之是「法律應當是甚麼」，然而，回答這樣的問題前，研究者必須先有目標，亦即法律所欲達成之目的為何，關於此問題，常見的答案為「提高經濟效率」，此也是法律經濟學家常存心中的標竿。

波斯納法官的法律經濟分析，大抵基於上述幾種方法。時至今日，法律經濟學的發展似乎已經擴展到法律與法學的每個領域中，本文以為，依波氏的學養與經歷，其《法律的經濟分析》一書再版並增加新的內容，仍大有可能，法律經濟學門能有大家如波斯納法官者，實為可貴，然而吾人應熟悉法律經濟分析之方法，並嘗試自行對法律議題進行分析，如此，方有助於此學門乃至法規範本體的改善與精進。

第三款、本文之應用

文獻回顧若只是行禮如儀地描述交代過去，不啻是對原著者研究的一種褻瀆，本文截至目前為止，談完寇斯教授針對外部性問題及交易成本問題，所撰寫的〈社會成本問題〉，以及波斯納法官專書《法律的經濟分析》，在之後的內線交易法規範分析上，本文將綜合運用其方法為探討與分析。

第二節、內線交易的法律經濟分析：初探市場效率

第一款、一個顛覆性的思維：內線交易有助於市場效率

前揭有關內線交易保護法益的理論，皆建立在「內線交易具可非難性」前提上，然而，有些學者不盡然認同這個前提。在以經濟理論談內線交易的研究中，法律經濟學者緬恩於 1966 年發表的專書著作《內線交易與股票市場（Insider Trading and the Stock Market）》，甚富討論價值。¹⁴⁴

緬恩的研究中，從「資訊使用的效率」觀點，基於兩點理由，認為內線交易無害於市場。第一，內線交易的發生，會使資訊提早進入市場，促進資訊運用的效率；第二，內線交易本身具有穩定市場的功效。在內線交易無害於市場的討論後，允許公司內部人進行內線交易，可促其創新，並可減少代理問題的發生。¹⁴⁵是以，從緬恩的著作中，可看出內線交易並不具可非難性。

第一項、緬恩（Henry G. Manne）的內線交易經濟分析

一、內線交易行為無害：促進資訊使用的效率

所謂「內線交易促進資訊運用效率」的說法，乍聽之下不容易明白此說法的內涵，本文先舉例說明。

在國家禁止內線交易的情境下，某公司內部人 A 握有該公司股票 1000 股，在時間 T 等於 0 時，該公司股票市值為每股 1.0 元，A 於時間點 T 在 0 到 1 的中間，知悉該公司股票將於時間 T 等於 2 的時候，上漲至每股 1.5 元的價位，惟由於該國禁止消息揭露前的買賣行為，握有消息者，並無提早公開消息的誘因，是以 A 將消息緊握至不得不揭露的時間點，即時間點 T 等於 2 之前才揭露，也準時讓股價來到 1.5 元的水準，如圖 3.1 所示。

禁止內線交易

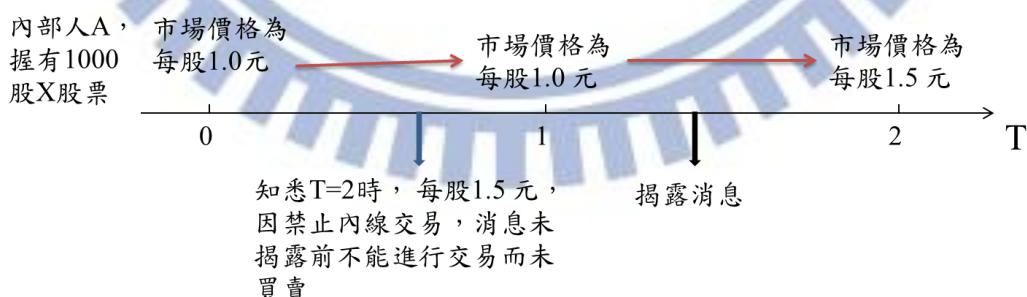


圖 3.1、禁止內線交易下的價格反映資訊狀況示意圖

另考慮在國家不禁止內線交易的情境中，同樣的例子，由於國家不禁止內線

¹⁴⁴ 賴英照，「內線交易的基礎理論」，月旦法學雜誌，第 123 期，頁 174 (2005)。

¹⁴⁵ Daniel D. Baum, *Insider Trading and The Stock Market*, 16 DUKE L.J. 456, 459-60 (1967)(reviewing HENRY G MANNE, INSIDER TRADING AND THE STOCK MARKET (1966)).

交易，所以 A 在知悉股價將上漲的消息後，進場買賣，由於預期股價為 1.5 元，在暫不考慮交易手續費的狀況下，A 有誘因在小於 1.5 元的價格下尋求掛牌求售者，由於 A 的交易行為，X 股將上漲的訊息反映進入市場中，令股價在時間點等於 1 時，來到每股價格 1.2 元的水準，如圖 3.2 所示。

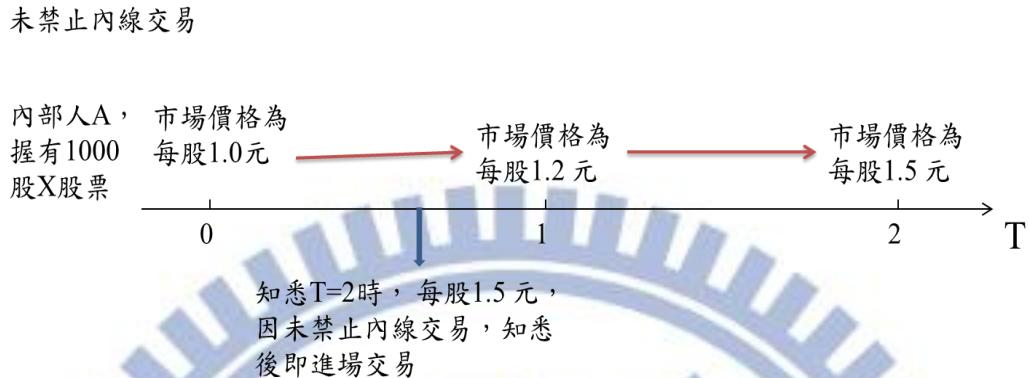


圖 3.2、未禁止內線交易下的價格反映資訊狀況示意圖

透過本文上開舉例不難看出，為何緬恩教授會說不禁止內線交易，將有助價格即時進入市場中，而使資訊運用更有效率。

二、內線交易有助解決代理問題

在提出「由於能促進效率，所以內線交易行為無害」的說法後，緬恩教授進一步說道內線交易問題的發生，在於內部人與公司間，關於報酬談判過程的不合致，或說報酬無法正確反映內部人貢獻所造成，屬代理問題 (Agency Problem)。若允許內線交易，則內部人可透過自行利用公司資訊而填補未受合理支付的報酬，代理問題減少了，且又能刺激內部人，如經理人、董事，在公司治理方面的創新與積極經營，以使其益發能握有更有價值的資訊，對公司而言是好的，也促使董事對其受託義務 (Fiduciary Duty) 的確實履行。

第二項、效率市場假說

從資訊運用的效率，評價內線交易對市場的好壞，緬恩之後，仍有理論支持。1970 年，財務學者法瑪 (Eugene F. Fama) 提出理論，將市場對反映資訊的程度不同，分成弱式效率 (Weak Form Efficiency)、半強式效率 (Semi-Strong Form Efficiency)、強式效率 (Strong Form Efficiency) 市場。¹⁴⁶也就是後來者多有引用的效率市場假說 (Efficient Markets Hypothesis)。

一、效率市場假說沿革簡介

¹⁴⁶ Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, JOURNAL OF FINANCE, VOL.25, NO.2, 383,383(1970).

嚴格來說，效率市場假說並非法瑪教授獨創提出，乃是整理並深化過去研究所成。1900 年，法國數學家巴舍里耶 (Louis Jean-Baptiste Alphonse Bachelier, 1870-1946)，在他的博士論文〈投機交易行為的理論 (The Theory of Speculation)〉中，從隨機過程 (Stochastic Process) 研究布朗運動 (Brownian Motion)，並應用在股價隨機性的探討上，於其中發現了市場對資訊反應的效率，也就是過去、現在的資訊，甚至將來資訊的現值 (Present Value)，會反映在股票的市場價格，且其提出股價遵循「公平遊戲 (Fair Game)」模型。

此後，此類研究雖有其他學者進行，卻為數不多，且缺乏系統性、更深入的研究。到 1960 年代，美國經濟學者薩謬爾森教授 (Paul A. Samuelson, 1915-2009) 及數學家曼德柏教授 (Benoit B. Mandelbrot, 1924-2010)，分別透過數學證明了公平遊戲模型與隨機漫步 (Random Walk) 之間的關係，亦從理論上證明效率市場與公平遊戲模型間的關係，為效率市場假說打下基礎。¹⁴⁷

二、法瑪 (Eugene F. Fama) 資訊對市場價格造成影響

在法瑪教授的效率市場假說理論中，弱式效率市場僅能夠反映證券歷史資訊，包括股票之成交價、交易量、買空賣空金額等資訊，交易者可藉由分析公司歷史資訊，進行買賣，獲得超額報酬 (Excess Returns)；半強式效率市場則反映公司當前營運狀況，包含股票成交價、交易量、公司獲利狀況等資訊，但無法反映公司內部資訊，交易者可透過內部資訊得到超額報酬；強式效率市場除反映公司當前營運狀況外，更能反映公司內部信息，亦即交易者在任何情況下，皆無法獲得超額報酬。¹⁴⁸ 超額報酬之無法獲得，意味著市場中無法進行套利行為，大幅降低投機者的射倖心態，有利市場穩定性。¹⁴⁹ 是以，有效率的市場，得以提供投資人較多保障。效率市場假說下各類市場比較，如表 3.1。

弱式效率市場 (Weak Form efficiency)	半強式效率市場 (Semi—Strong Form Efficiency)	強式效率市場 (Strong Form Efficiency)
反映證券歷史資訊，包括股票之成交價、交易量、買空賣空金額等資訊	反映公司當前營運狀況，包含股票成交價、交易量、公司獲利狀況等資訊，但無法反映公司內部資訊	能反映公司內部信息
	交易者可透過內部資訊得到超額報酬 (excess return)	任何人皆無法透過內部資訊得到超額報酬

¹⁴⁷ See Paul A. Samuelson, Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly, *Industrial Management Review*, Vol. 6, No. 2, 41, 48-49(1965). See also Benoit B. Mandelbrot, Forecasts of Future Prices Unbiased Market, and “Martingale” Models, *The Journal of Business*, Vol. 39, No. 1, 242, 251(1966).

¹⁴⁸ Fama., *supra* note 144, at 387-88.

¹⁴⁹ JOHN C. HULL, *FUNDAMENTALS OF FUTURES AND OPTIONS MARKETS* 15-17 (7th ed. 2010).

表 3.1、效率市場假說比較表

第三項、內線交易與效率市場假說的交互辯證

效率市場與內線交易的因果關係辯證

細較緬恩與法瑪兩位學者的研究，似能察覺其關於「內線交易與市場效率」間的說法，略有差異。緬恩的觀點，內線交易的發生，能促進資訊運用的效率，益於市場效率。法瑪的研究則指出，若市場為強式效率，內線消息將第一時間反映在價格上，也就是先存在強勢效率市場，再有內線消息的不可隱遁性。兩位學者在探討邏輯上，內線交易與市場效率的因果關係似為相反。

按緬恩教授的邏輯，內線交易與市場效率的關係是「內線交易能使市場更有效率」，衍伸到效率市場假說就變成「內線交易能讓市場為（近似）強式效率市場」。有趣的是，效率市場假說僅說明「若強式效率市場存在，市場當可反映公司內部消息」，並未強調強式效率市場的達到，須仰賴內線交易。易言之，對緬恩教授來說，內線交易為強式效率市場的「因」，然而，效率市場假說僅能說明「內部消息的反映」，屬強式效率市場「果」。為何如此，本文以為乃因效率市場假說存在一個內線交易無法突破的假設。

內線交易對促進效率可能存在的盲點

回頭檢視「內線交易促進市場效率」的說法，可發現法瑪的研究中，在探討價格反映資訊的即時性上，存在一個假設：價格充分反映資訊（Fully Reflect）。若能「充分反映」，則將先有強式市場，而後內線交易無法獲得利益；反之，則市場效率僅能靠行為人從事內線交易來達成。然而，內線交易無法充分將資訊反映在價格上，屬顯而易見之事。行為人之所以為交易，乃因其有因交易而產生之利得，內線交易亦如此。若握有內線消息者用消息公開後的價格水準進行買賣，何來日後獲利的可能。故內線交易雖能讓資訊提早進入市場、反映在價格上，卻無法達到「充分反映」。¹⁵⁰故內線交易促進市場效率說法，仍有討論空間。

前述關於緬恩教授之內線交易不具可非難性說法，在內線交易人人喊打的法體系中，無異是顆震撼彈。後來的法律經濟研究學者，無不競相嘗試批判、挑戰其理論。法律學者貝妮（Laura N. Beny），在 2007 年冬天發表一份研究，以實證的方法檢視內線交易與市場效率間的關係，並嘗試挑戰緬恩的研究。

第二款、以刑罰懲治內線交易的效率研究

第一項、貝妮（Laura N. Beny）的思維及研究

一、對內線交易得促進效率的質疑

¹⁵⁰ 我國內亦有實證研究指出，內線交易無法充分使價格充分反映資訊。請參見呂國平，證券法上內線交易的經濟分析，銘傳大學法研所碩士論文，頁 141-142 (2007)。

貝妮的研究，不是以探討內線交易發生時對市場的影響，評估內線交易的可非難性。而是直接用「對內線交易者施以刑罰，會造成甚麼影響」，來進行研究。¹⁵¹探討層次上，將所謂的「市場效率」分成三個部分：股權集中度、股價反應資訊的程度、股票市場流動性。¹⁵²並以 33 個國家為實證對象、時間序列分析為方法，進行分析。¹⁵³亦即，股權集中度越低、股價越能反映資訊、股票市場流動性高，效率越佳。

於是，此研究做了三個命題：內線交易規範越嚴格的國家，股權分散現象越顯著；內線交易規範越嚴格的國家，股價越能反映資訊；內線交易規範越嚴格的國家，股票市場的流動性越高。¹⁵⁴此份研究的成果，認為內線交易規範越嚴格的國家，市場效率應較高，並肯定以刑罰管制內線交易。貝妮以實證觀點談內線交易與市場效率間的關係，並認為國家應處罰內線交易者，誠可謂為內線交易相關研究寫下新里程碑。

二、實證經濟學對刑罰的肯認

本文以為，貝妮教授的實證研究方法，誠有了解的實益，於此茲作簡介。誠如前述，貝妮教授以 33 個國家為樣本，用時間序列作分析。在探討內線交易入罪化對股權集中度影響部分，以「股權分散度」為依變數 (Dependent Variables)；在探討內線交易入罪化對股市流動性的部分，以股市交易量為依變數；在探討內線交易入罪化對價格反映資訊的效率部分，以「個股與同類股間的同步性 (Synchronicity)」為依變數。¹⁵⁵

獨立變數部分，分別以三類因子為之。首先是內線交易法規變數 (Insider Trading Law Variables)，變數計有：有無處罰消息傳遞行為、有無處罰消息傳遞者、求償變數（損害與求償間是否依比例為之）、刑罰變數（內線交易有無入罪化）等，並將有無處罰消息傳遞行為、有無處罰消息傳遞者兩者加總計算，以為一國內線交易法規的處罰範圍因子；且將內線交易刑罰變數與求償變數加總計為制裁 (Sanction) 因子；而有無處罰消息傳遞行為、有無處罰消息傳遞者、求償變數、刑罰變數之加總，為內線交易變數。¹⁵⁶

再者是執行變數 (Enforcement Variables)，變數計有：是否於 1994 年前開始執行內線交易法規（按：貝妮教授研究所採用的資料為 1994 年以前的資料）、公權力執法力量、私人有無起訴請求內線交易損害賠償的權利、一國的司法效率，以及私人執行力量變數 (Private Enforcement Power)（為「私人有無起訴請求內線交易損害賠償的權利」乘以「一國的司法效率」）。¹⁵⁷

¹⁵¹ Laura N. Beny, *Insider Trading Laws and Stock Markets around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate*, 32 J. CORP. L. 237, 256-62 (2007).

¹⁵² *Id.*, at 258-61.

¹⁵³ *Id.*, at 263.

¹⁵⁴ *Id.*, at 262.

¹⁵⁵ *Id.*, at 287.

¹⁵⁶ *Id.*, at 287-88.

¹⁵⁷ *Id.*, at 288-89.

此外，在該研究的時間序列實證模型的獨立變數中，亦有控制變數如下：GDP的對數值、GDP成長率、少數股東權、法源、揭露程度、會計指數等。¹⁵⁸時間序列分析結果，無論是促進股權分散、價格反映資訊、或是促進股市流動性，模型中的制裁變數都有良好的顯著性，謹此說明了刑罰處罰內線交易對市場效率有較佳的效果。¹⁵⁹

第二項、休絲（Laura E. Hughes）對刑罰持保留態度

一、關於貝妮研究的問題

然而，貝妮研究也受到質疑與批評。2009年，經濟學者休絲（Laura E. Hughes）指出貝妮的研究，在方法上有兩大瑕疵。其一，2007年的研究，所運用的樣本卻是1991年至1995年的資料，與現況不符；其二，時間序列模型中，獨立變數存在多元共線性（Multicollinearity）問題，使分析結果產生誤差。¹⁶⁰變數間的共線性問題，又會因為樣本數量的不夠多，更加嚴重。¹⁶¹

二、同樣的假說，不同的實證研究結果：對刑罰仍持保留態度

在此研究中，以與貝妮教授前述研究類似的方法，惟在命題設定上略存差異。休絲教授研究亦用股權分散現象、股價反映資訊的同步性為依變數來討論內線交易的效率問題，不同者是，其未以股票市場流動性為探討變數，而是以「股價的波動度（Volatility）」。¹⁶²

與貝妮教授研究不同的是，休絲教授的實證結果，內線交易的刑事制裁並未對市場效率的增進有顯著效果，是以，內線交易或禁止內線交易對效率的好壞，仍是有待辯證的一個議題。¹⁶³

第三款、效率的省思

第一項、資訊運用的效率非為效率內涵的全部

效率，指的是「使社會整體價值能被達到最大化的資源配置方式」。¹⁶⁴而效率的追求，屬社會「財富最大化」的過程。¹⁶⁵無論是緬恩的論點，或是其後挑戰緬恩理論的研究，皆以探討效率為目標，並集中於「價格」與「資訊」間的關係。因此，在談「資訊運用效率」的同時，也讓我們回顧財產法制度設置目的：創造

¹⁵⁸ *Id.*, at 289-91.

¹⁵⁹ *Id.*, at 296-98.

¹⁶⁰ Laura E. Hughes, *The Impact of Insider Trading Regulations on Stock Market Efficiency: A Critique of the Law and Economics Debate and a Cross-Country Comparison*, 23 TEMP. INT'L & COMP. L.J. 479, 493-500 (2009).

¹⁶¹ *Id.*, at 504.

¹⁶² *Id.*, at 500.

¹⁶³ *Id.*, at 505.

¹⁶⁴ Posner, *supra* note 11, at 11.

¹⁶⁵ *Id.*, at 11-15.

一個有效率的交易模式，使社會財富最大化。¹⁶⁶

第二項、效率的其他面向：合作剩餘（Cooperative Surplus）

如何才是有效率的交易？何謂有效率的交易模式？本文以為，資訊運用的效率固屬之，卻毋須拘泥其中。交易雙方能產生合作剩餘（Cooperative Surplus）者，亦為能促進效率的行為，屬促進「交易效率」。¹⁶⁷

合作剩餘，是一種交易雙方的期望利益總和，在不同交易模式下產生的差異。若某種交易模式下產生之合作剩餘，高於另一種交易模式下的期望剩餘，則前者是較有效率的交易模式。¹⁶⁸然而，要進一步討論交易雙方的行為，以判斷是否產生合作剩餘，則須應用賽局理論的觀念，分析交易者的行為與收益，進一步決定是否產生合作剩餘。¹⁶⁹

第三節、探討「人」的決策與報酬模式：賽局理論

第一款、賽局理論概述

第一項、緣起及發展

賽局理論（Game Theory），一般認為是由學者馮紐曼（John Von Neumann，1903-1957）與摩根史坦（Oskar Morgenstern，1902-1977），於1944年建構基礎理論而生。¹⁷⁰後人認為此種描述行為、報酬及反應的理論，得以廣泛用於任何與決策、談判等相關領域，是以，馮紐曼之後，無數學者將基礎賽局理論進行變化和應用，使其成為學術研究的重要角色。¹⁷¹

按賽局理論應用的條件不同，可類型化為靜態賽局（Static Game）、動態賽局（Dynamic Game）。靜態賽局講的是參賽者針對特定狀況同時反應，反應一次即停止。¹⁷²動態賽局則是參賽者輪流針對某特定狀況先後反應，對後反應的參賽者而言，前手參賽者的反應亦為其反應之資訊。¹⁷³再依據賽局中參賽者對其報酬資訊掌握程度高低，而可分為完全資訊（Complete Information）與不完全資訊（Incomplete Information）。完全資訊，乃謂賽局中每種反應所產生的報酬（Payoff），對每個參賽者而言皆為已掌握之一般知識。¹⁷⁴不完全資訊，則指賽局中參賽者，可掌握每種反應對自己產生的報酬，但無法得知其他參賽者的報酬。¹⁷⁵

¹⁶⁶ ROBERT COOTER & THOMAS ULEN, LAW AND ECONOMICS 74-111(4th ed. 2004).

¹⁶⁷ *Id.*, at 78-80.

¹⁶⁸ *Id.*, at 79-80.

¹⁶⁹ *Id.*, at 79.

¹⁷⁰ DOUGLAS G BAIRD, ROBERT H. GERTNER, RANDAL C. PICKER, GAME THEORY AND THE LAW 4 (1998).

¹⁷¹ *Id.*, at 4-5.

¹⁷² *Id.*, at 6.

¹⁷³ *Id.*, at 50.

¹⁷⁴ Gibbons, *supra* note 18, at 1.

¹⁷⁵ *See id.*, at 143.

第二款、賽局理論分類及其應用

第一項、賽局理論的分類

綜上，賽局理論可類型化為四種態樣：完全資訊之靜態賽局、不完全資訊之靜態賽局、完全資訊之動態賽局及不完全資訊之動態賽局。所謂完全資訊 (Perfect Information) 與不完全資訊 (Imperfect Information)，是指賽局中每種反應所產生的報酬 (payoff) 對每個玩家而言，是否皆為已掌握之一般知識，若是，則屬完全資訊，反之，則為不完全資訊。靜態賽局 (Static Game) 與動態賽局 (Dynamic Game) 的分別，在於玩家針對事件反應的順序性而言，若玩家針對特定狀況同時反應，反應一次停止，屬靜態賽局，而若賽局中玩家輪流針對某特定狀況先後反應，對後反應的玩家而言，前手玩家的反應亦為其反應之資訊，則為動態賽局。眾所周知的「囚犯的兩難 (The Prisoners' Dilemma)」，亦即一般型態賽局 (Normal-Form Games)，以及納許均衡 (Nash Equilibrium)，便是完全資訊靜態賽局的代表例。¹⁷⁶此外，古諾 (Cournot) 雙頭寡占競爭模型亦屬之。有些學者將賽局理論的研究用於探討拍賣會上行為人的反應，還有不對稱資訊下的古諾競爭模型，則屬不完全資訊之靜態賽局的代表例。完全資訊動態賽局的應用中，較有名者則有重複賽局 (Repeated Game)、史坦克爾柏格雙頭寡占競爭模型 (Stackelberg Model of Duopoly)，以及探討政府的關稅政策議題等。不完全資訊動態賽局的應用，訊號賽局 (Signaling Games) 的研究及發展，還有政府貨幣政策議題的研究，都是近年來較有名者。

第二項、賽局理論在內線交易的應用

賽局理論的發展過程中，經濟學者拉豐 (Jean-Jacques Laffont, 1947-2004) 和馬斯金 (Eric S. Maskin) 教授，曾藉由分析交易者的行為，研究在效率市場假說下，內線交易所造成的影响。¹⁷⁷此份研究中，分析強式效率市場與弱式效率市場，並定義交易者在強式效率市場中得到的均衡為「區隔均衡 (Separating Equilibrium)」，交易者在弱式效率市場中得到的均衡為「混同均衡 (Pooling Equilibrium)」，並研究在不同市場下，交易者的偏好及所生影響。¹⁷⁸他們將交易者又分為內線消息持有足以影響股票價格的大交易者，以及相對於大交易者的小交易者，並以大、小交易者的決策與報酬，進行賽局模型的推演。¹⁷⁹其以賽局模型說明握有內線消息之大交易者，進行內線交易，價格反映資訊的效率會失靈；另一方面，從福利 (Welfare) 的觀點來看，無論是大的內線交易者或小的內線交易者，皆偏好混同均衡，也就是弱勢效率市場。¹⁸⁰就結論而言，與緬恩教

¹⁷⁶ See *id.*, at 2-4. 賴英照，前揭註 1，頁 562。

¹⁷⁷ Jean-Jacques Laffont & ERIC S. MASKIN, *The Efficient Market Hypothesis and Insider Trading on the Stock Market*, JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, VOL.98, NO.1, 70, 70 (1990).

¹⁷⁸ *Id.*, at 70-71.

¹⁷⁹ *Id.*, at 74-80.

¹⁸⁰ *Id.*, at 86-87.

授的理論似為不同。

第四節、小結

研究內線交易，認識法規是必要工作。本文不做比較法介紹，直接簡介我國內線交易條文構成要件及法律效果沿革，凸顯我國法的重要性，以便在接下來的論述中分析探討。針對內線交易保護法益，我國法仍存有爭議。

本文將美國法上關於內線交易保護法益的演進，一語帶過。本文以為，純粹法理的探討，仍無法證明內線交易的發生究竟有利或不利於市場，引進經濟理論分析內線交易行為，有其必要。在回顧內線交易經濟分析的重要文獻後，在研究目的上，本文認為探討「內線交易所生影響」，能提供內線交易的管制基礎。此外，本文從效率觀點著手，分析行為對市場的影響，然不同於過往談資訊效率者，本文用不同方法，從另一個角度談效率問題：應用賽局理論方法，單純看交易者的反應及報酬，視其能否產生合作剩餘，以討論交易效率。



第四章、內線交易行為人賽局模型之建構與分析

第一節、新法益的提出：從交易效率看內線交易規範基礎

「為什麼要規範某種行為？」，是為「法益」探討存在的目的。本文以為，法益之探討，不該僅是「抽象想像」其存在，便認為有保護的必要，而須深入規範的保護核心，探討行為之可非難處，方屬實際，否則法規定位不明，使受規範者難以預見，人民因此生不安全感，適得其反。是以，本文亦認為，基於法安定性的考量，保護法益宜明確。援此，本文先探討內線交易的規範基礎，以三個層次的論證，研究內線交易行為的可或不可非難性。

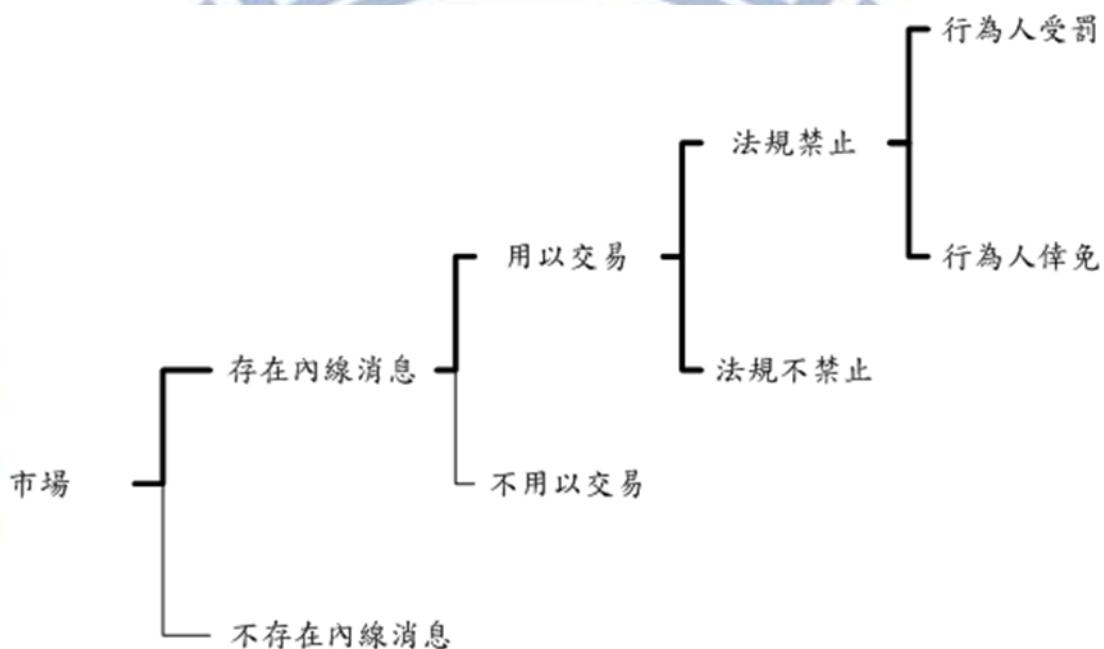


圖 4.1、判定內線消息及內線交易示意圖

第一款、資訊在交易市場中的定位

在進入行為人的交易賽局探討前，本文先行闡述資訊在交易市場中的定位。首先，現實社會中，市場不可能不存在內線消息。一般來說，公司行號於日常業務執行時，諸如公司內部報表稽核、董事會例行會議等，都會產生內線消息。於是，討論重點便屬有無運用該消息進行交易的問題，本文僅就市場存在內線消息進行探討。既討論內線交易，從社會新聞與判決檢索可發現，我國雖對內線交易者祭有罰則，惟仍有交易者從事之。故我們不探討「存在內線消息，卻無人用以交易」的情形，本文所探討對象為圖一粗線者。

內線交易經濟分析已有相當歷史進程，惟不同的方法，產生的結果截然不

同，甚至，即便相同方法，也會出現不同結果。¹⁸¹本研究從個體行為（Individual Behavior）觀點，以賽局理論來看內線交易對社會效益之影響為何。此外，本文將交易者所生之影響，聚焦於對「市場」產生的影響，而非探討對「企業」、或「公司內部」產生的影響。此外，我國內線交易規範之交易客體雖包括公司債，惟依本文觀察內線交易案件後發現，目前仍以股票買賣之內線交易案件為主。是以本文所謂的「市場」，皆指股票市場。

第二款、內線交易是否具可非難性的三層次論證

第一項、論證1：內線交易令交易者無法產生事前合作剩餘¹⁸²

一、研究假設：無選擇權交易、投資人為理性

本文依據觀察內線交易案件之經驗，將交易者的行為抽象化，進行推演與分析。並按照交易之複雜度、交易者數量，循序漸進探討。為了清楚觀察內線交易所生影響，必須作一些與現實有出入的假設。

在開始建構經濟模型前，不可免地要做一些「假設」。首先，假設「股票市場交易無選擇權（Option）存在」。選擇權交易為交易者於現在用較低的價格，購得一未來某特定時點（履約期）、以特定價格（履約價）買賣特定商品的權利。選擇權的出現，本為供交易者進行避險行為（Hedge），現已發展成金融投資標的。選擇權的存在，讓投資人買賣股票的時候產生其他誘因，交易者並非考慮市價，而是考慮履約價，將模糊本文討論焦點，故做「無選擇權」之假設。¹⁸³

其次，假設投資人屬「理性投資人」。理性投資人，是謂不因主觀之好惡、情緒之波動而為投資行為者稱之。一般認為，理性投資人，於投資前會做較慎密的判斷，也就是期望報酬不如預期時，交易不會成立。此外，當市場上存在誘因、或是反向誘因時，也會影響理性投資者的決策，如進行某投資行為可得到租稅優惠，理性行為人對該投資行為的偏好會增加，然若進行另一投資行為將被處罰，則偏好降低。

二、簡化交易複雜度，直視行為本質

內線交易的交易者賽局模型建構上，先簡化交易複雜度，想像市場上僅存在兩個投資人，依賽局論的語彙來說，此賽局中存在參賽者1與參賽者2。我們的市場，影響股票價格波動的原因，依二分法可分為利多（Good）或利空（Bad）兩種消息，分別會對交易雙方產生較好或較差結果，而好或不好的結果，各有發生機率。對個別交易者而言，結果為好的機率與結果為不好的機率，總和應為百分之百。¹⁸⁴

¹⁸¹ 請參見前述班妮與休絲研究之比較介紹。

¹⁸² 經濟數學之證明過程，請見本節第三款。

¹⁸³ 陳松男，金融工程學，頁15-27，新陸，增訂二版（2005）。

¹⁸⁴ Hughes, *supra* note 158, at 269-70.

隨著消息性質不同，會讓內線交易者產生因利多消息而提早買入，價格上漲後賣出得到的積極報酬，亦可能讓交易者產生因利空消息而提早出脫，以減少損失的消極報酬。此外，內線交易者用以交易的資金，有其機會成本，可想成投資款放定存的機會成本，假設其為風險中立成本，屬交易者必然負擔的成本。

此外，資訊對稱下，市場上投資人握有相同資訊，對股票價值之評價相同，供需方向一致，故不會發生交易。本文就資訊不對稱的情形，討論交易者行為。資訊不對稱 (Information Asymmetry) 時，若市場上的交易非內線交易，則交易發生之條件為買家對交易標的預期利益較高，換言之，參賽者 1 (假設為買家) 的期望報酬大於參賽者 2 (假設為賣家)。

期望報酬為好的消息與因好的消息而產生的報酬乘積，加上不好的消息與因不好的消息而產生的報酬乘積。實際思考時，須扣除成本，也就是投資款的機會成本。在不發生內線交易的情況下，買方與賣方在交易前 (下稱「事前」，交易後則為「事後」) 對交易的期望獲利之差異為正值，故可預期合作剩餘的產生。

接下來，討論有內線交易發生的情境。給定參賽者 1 為握有利多資訊且實行內線交易者，無論是積極報酬或消極報酬，參賽者 1 必從內線交易中得到報酬，其事前期望獲利將不發生「有無」的問題，僅可能有報酬「多寡」的問題，故無法從交易前判斷能否產生合作剩餘。從事後的觀點思考，交易後，參賽者 1 的獲利來自於參賽者 2 的損失，兩人獲利間無法產生合作剩餘，此時僅存有交易者因交易所必須負擔的成本。

相較起市場上無內線交易的情形，內線交易的產生，讓交易無法透過事前觀察，得到合作剩餘，事後又只剩下成本，故內線交易的發生，會造成交易的不具效率。

然而，就消息性質而言，有些消息能讓交易者直接判定消息影響後的價格為高或低，如公司獲利或虧損的消息，然而，卻不盡然皆如此。另有些消息是不屬於讓交易者能夠直接判斷消息影響後的價格為高或低者，如公司併購消息。如此，仍可能讓內線交易有事前獲利的不確定性，因而可能產生事前合作剩餘。¹⁸⁵ 本文以下探討假若內線交易獲利與否有不確定，事前是否產生合作剩餘的問題。

第二項、論證 2：即便消息性質屬不確定，內線交易仍不生事前合作剩餘

一、為何仍不產生合作剩餘：論理

假設用以交易的內線消息為不確定的，交易雙方還是會有事前期望獲利，亦即能從事前觀察合作剩餘。惟本文認為，即便如此，內線交易仍不會產生事前合作剩餘，其原因為握有內線消息者，雖不確定最後價格，惟其對價格走向的確知程度，較一般投資人為高，將可能以不合理的價格掛牌，產生「交易的期望報酬低，卻是買家；或期望報酬高，卻成為賣家」的情形，不知情的投資大眾透過證券交易所搓合系統與之交易，無法產生合作剩餘。茲舉例如下。

¹⁸⁵ 劉連煜，前揭註 1，頁 474-478；林孟皇，前揭註 1，頁 210-215。

二、為何仍不產生合作剩餘：例證

同樣假設市場上存在二交易者 I、II，其中，I 為強勢資訊交易者，手中握有內線消息；II 為弱勢資訊交易者，無內線消息可供使用， π 為買方或賣方交易所得之報酬。I、II 在時間點 $T = 0$ 時握有 Y 股份共 1000 股，其購入成本皆為每股 1.0 元。假設 I 認為該 Y 股在 $T = 2$ 時有 10% 機率會上漲到每股 2.0 元，有 70% 機率會上漲至每股 1.5 元，有 20% 機率會下跌至每股 0.9 元，此時 I 對 Y 股的期望值為 $E(\pi_I) = 1.43$ ，亦即每股為 1.43 元；假設 II 認為該 Y 股在 $T = 2$ 時有 80% 機率會上漲至每股 1.4 元，有 20% 機率會下跌至每股 0.8 元，此時 II 對 Y 股的期望值為 $E(\pi_{II}) = 1.28$ ，亦即每股為 1.28 元。假設 I 不進行內線交易，在 I、II 的交易中，對買方 I 而言，價格只要在每股 1.0 元以上，2.0 元以下，皆為可能成交的價格；對賣方 II 而言，價格只要在每股 0.8 元以上，即為可能之成交價，是以，每股 1.0 元至 2.0 元，對 I、II 而言，為可能的成交價範圍，當交易成功時，由於 $E(\pi_I) - E(\pi_{II}) = 0.15$ ，會產生合作剩餘，為有效率的交易。其交易狀況，如圖二所示。



圖 4.2、無內線交易存在的交易狀況示意圖

相反的，若 I 將內線消息用於交易上，則合作剩餘將不發生。舉例如下，I、II 在時間點 $T = 0$ 時握有 Y 股份共 1000 股，其購入成本皆為每股 1.0 元，假設 I 認為 $T = 2$ 時，Y 股有 80% 的機率會上漲至每股 1.5 元，而有 20% 的機率會上漲至 1.7%，則 I 對 Y 股的期望值為 $E(\pi_I) = 1.54$ ；假設 II 認為該 Y 股在 $T = 2$ 時有 80% 機率會上漲至每股 1.8 元，有 20% 機率會漲至每股 1.2 元，此時 II 對 Y 股的

期望值為 $E(\pi_{II}) = 1.68$ ，亦即為每股 1.68 元。在 I、II 的交易中，若 II 為買方、I 為賣方，則將會有 $E(\pi_{II}) - E(\pi_I) = 0.18$ 的合作剩餘，交易仍是有效率的。惟對 I 而言，相對於 $T = 0$ 時的 Y 股價格， $T = 2$ 的價格為一利多消息，則其必想辦法購入股票，以待時機成熟，價格漲至合理價格後，方賣出股票獲利。是以，I 必會以每股低於 1.7 元之價格掛牌，希冀買入股票，此時，市場中之另一交易者 II，就成為賣家。對賣方 II 而言，其 Y 股之期望值雖為每股 1.68 元，然實際成交價卻是落在每股 1.2 元以上，故買方 I、賣方 II 在每股 1.2 元以上到 1.7 元以下，都有機會成交。此時 $E(\pi_I) - E(\pi_{II}) = -0.18$ ，合作剩餘為負值，不具效率的交易。其交易狀況，如圖三所示。



圖 4.3、有內線交易存在的交易狀況示意圖

在上述兩個例子中，可以觀察到，即便不確定的內線消息會讓股票價格到達任何一種水準，內線交易的存在，還是會讓交易不會產生合作剩餘，交易不具效率。財產法的基本精神，便是要避免這種交易的發生，故有內線交易存在的交易，是法律所需禁止的。

然而，本文所舉例子，或許沒有足夠的說服力，持反對意見者或許認為即便內線交易發生，買家還是可能與期望價格低的賣家交易，仍能產生合作剩餘。是的，本文亦贊同此種論點，惟循此邏輯，有兩點須考慮。第一，相較於市場不發生內線交易，內線交易的存在，提高不具效率的交易發生機率，是以，仍應認為無內線交易存在的市場為佳。第二，衡諸內線交易發生後產生不具效率交易的可能性，以及因交易之無效率而須負擔的成本，此等行為仍有害於市場。

第三項、論證 3：現實交易市場中，若有內線交易，交易效率不佳

本文討論完「市場上僅有兩個交易者」的情境，惟現實的股票市場，投資人組成為內線交易者、內線交易相對人及市場上其他投資人，示意圖如圖四。

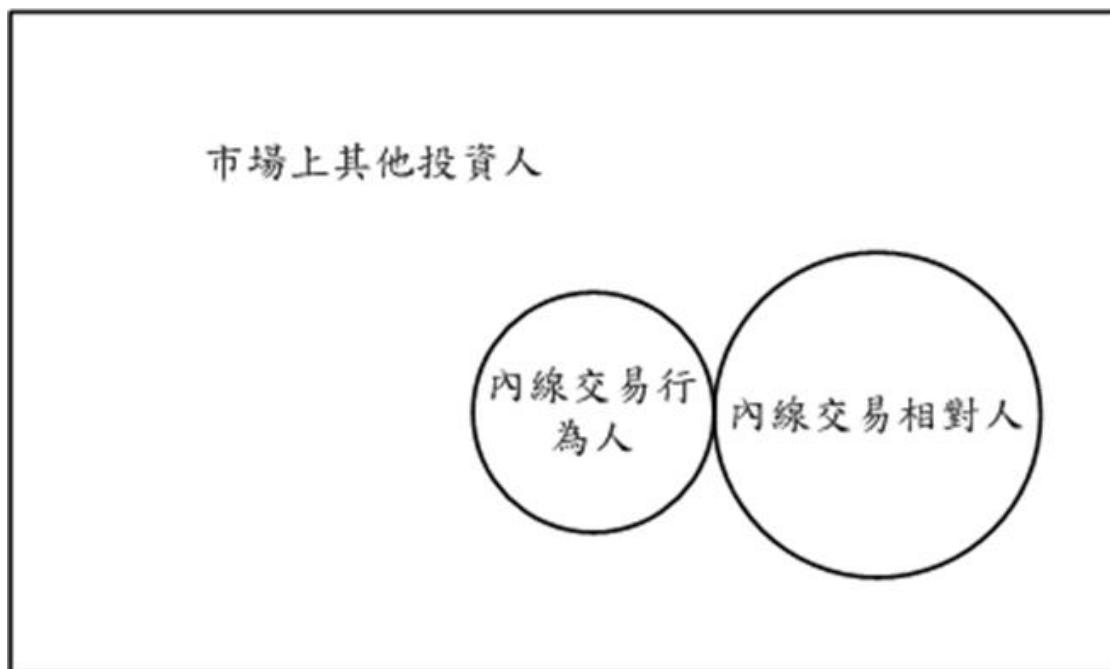


圖 4.4、交易市場行為人族群示意圖

市場上的交易行為，沒有發生內線交易的部分，如前假設市場上無內線交易發生之討論部分所述，非內線交易者的彼此交易，可預期產生事前的合作剩餘。而發生內線交易的部分，如前所述，不發生合作剩餘。

不過，依觀察我國內線交易實際案件經驗，市場中會被囊括入內線交易者，無論是行為人或是相對人，比起市場上其他投資人，數量、交易量均屬寡數。¹⁸⁶因而，可認為市場上其他投資人的交易行為，仍會為社會累積合作剩餘，而形成有效率的交易市場。惟從另一個角度思考，即便市場上其他投資人的交易行為，能夠累積合作剩餘，然若沒有內線交易發生的話，合作剩餘會更高，效率更佳。是以，內線交易的存在，仍有害於市場。

為了研究內線交易本質，本文藉分析交易者的合作剩餘，來看內線交易對效率的影響。在無選擇權存在、投資人屬理性的假設下，想像市場上僅有兩名交易者，若內線消息性質屬確定者，內線交易的發生無法於事前評估是否產生合作剩餘，從事後觀點，合作剩餘亦不能發生，屬無效率的交易。在消息性質為不確定的狀況下，衡諸因內線交易無法產生合作剩餘的狀況為高度可能性，無效率的交易造成的社會成本，內線交易仍有害於市場。而在市場上存在不特定多數交易者時，有內線交易發生的市場，其效率仍較沒發生的市場為差。是以，內線交易非對市場有利，有規範的必要。

本文透過觀察及分析交易者的行為模式，論證出一個新的內線交易規範保護法益，是謂「規範內線交易，屬對交易效率的保障，以符合追求社會財富最大化的目標」。

¹⁸⁶ 依本文判決檢索之案件資料顯示，同一時間，市場上從事內線交易者，數量僅數十至上百人，交易量約莫百萬到上億，與股票市場上百萬投資人及每日交易量達千億相較而言，實顯渺小。

第三款、交易者合作剩餘之賽局模型數學證明

假設市場中存在參賽者 I 與參賽者 II，我們的市場，影響股票價格波動的原因，依二分法可分為利多 (Good) 或利空 (Bad) 兩種消息，分別會對交易雙方產生較好或較差結果，而好或不好的結果，分別有其發生機率。表示如下：

$$\begin{aligned} \text{Outcome} &= \{G_I, G_{II}, B_I, B_{II}\} \\ 0 \leq \text{Probability} &= \{P_{I,G}, P_{II,G}, P_{I,B}, P_{II,B}\} \leq 1 \\ P_{I,G} + P_{I,B} &= 1 \\ P_{II,G} + P_{II,B} &= 1 \end{aligned}$$

定義交易後（下稱事後）之報酬為

$$\pi_B < \pi_o < \pi_G$$

π_G 為內線消息為好之報酬， π_B 則是內線消息為壞之報酬， π_o 為投資款放定存的機會成本 (Opportunity Cost)，屬於交易者必然負擔的成本。相較於內線消息為好消息之報酬而言，內線消息為壞之報酬屬於一種消極報酬，亦即行為人知道利空消息後，將持有部位趁早出脫，以降低損失。 $P_{I,G}$ 、 $P_{II,G}$ 分別為對參賽者 I、II，內線消息為好之機率； $P_{I,B}$ 、 $P_{II,B}$ 分別為對參賽者 I、II，內線消息為壞之機率。

假設資訊對稱，有內線交易發生，則 $E(\pi_I) + E(\pi_{II}) = 0$ 。若有內線交易發生，且消息為利多消息之狀況下，則投資人報酬為

$$\begin{cases} \pi_I = (\pi_G - \pi_o) > 0 \\ \pi_{II} = (\pi_G - \pi_o) < 0 \end{cases}$$

若消息為利空消息，投資人報酬為

$$\begin{cases} \pi_I^* = (\pi_o - \pi_B) > 0 \\ \pi_{II}^* = (\pi_o - \pi_B) < 0 \end{cases}$$

資訊對稱下，市場上投資人握有相同資訊，對股票價值之評價相同，供需方向一致，故不會發生交易。接下來就資訊不對稱的情形，討論交易者行為。

在資訊不對稱 (Information Asymmetry) 的假設下，若市場上無內線交易，交易發生之條件為買家對交易標的的預期利益較高，換言之，參賽者 I (假設為買家) 的期望報酬大於參賽者 II (假設為賣家)，此可表示為：

$$E(\pi_I) > E(\pi_{II})$$

期望報酬為好的消息與因好的消息而產生的報酬乘積，加上不好的消息與因不好的消息而產生的報酬乘積。實際思考時，須扣除成本，也就是投資款的機會成本。故可將上式擴展如下：

$$P_{I,G}\pi_{I,G} + P_{I,B}\pi_{I,B} - \pi_{I,o} > P_{II,G}\pi_{II,G} + P_{II,B}\pi_{II,B} - \pi_{II,o}$$

進一步整理：

$$P_{I,G}\pi_{I,G} + P_{I,B}\pi_{I,B} - \pi_{I,o} - (P_{II,G}\pi_{II,G} + P_{II,B}\pi_{II,B} - \pi_{II,o}) > 0 \dots \text{證式(1)}$$

從證式(1)可看出，沒有內線交易發生時，參賽者 I 與參賽者 II 的交易，在交易前（下稱「事前」，交易後則為「事後」）便可預期合作剩餘的產生。

接下來，思考內線交易存在於市場上的情境。給定參賽者 I 為握有利多資訊且實行內線交易者，參賽者 I 必從內線交易中得到報酬，其事前期望獲利將不發生「有無」的問題，儘可能有報酬「多寡」的問題。而交易成立的條件為參賽者 I 之報酬必大於另一交易者之預期收益，其期望獲利可表示如下：

$$\pi_{I,G} - \pi_{I,o} > P_{II,G}\pi_{II,G} + P_{II,B}\pi_{II,B} - \pi_{II,o} \dots \text{證式(2)}$$

觀察證式(2)，無法判斷是否屬於事前無效率的交易。是以，進一步從事後的觀點，以參賽者 I 和參賽者 II 的收益，探討其社會合作剩餘，過程如下

$$(\pi_{I,G} - \pi_{I,o}) + (\pi_{II,G} - \pi_{II,o}) = (\pi_{I,G} + \pi_{II,G}) - (\pi_{I,o} + \pi_{II,o})$$

此時 $\pi_{II,G} = -\pi_{I,G}$ ，且 $\pi_{I,o} = -\pi_{II,o}$ ，社會合作剩餘為 0。也就是說，允許內線交易，從事後觀點，無法產生合作剩餘。

第二節、我國現行規範成本效益分析

第一款、現行規範成本效益分析

第一項、理性行為人的期望報酬探討

藉由探討內線交易者行為與交易效率間的關係，本文認為「內線交易會使交易不具效率，因此有規範必要」。至於如何規範此行為？按證交法第 157 條之 1 及第 171 條之規定，目前針對內線交易行為，立法政策是採刑罰及民事求償的並行制度。接下來，本文欲就現行規範進行分析，以研究其有何優劣。

循前述理性行為人的假設，本文不考慮行為人對入監服刑的效用函數，以及行為人因審判程序所需負擔的成本，如交通費、工作請假參與審判的損失等。刑罰制度造成內線交易人的成本，有入監服刑時所喪失的外部機會成本，如身為經理人的行為人所喪失之勞動力者是，隨著服刑時間越長，失去越多；再者，內線交易利得的沒收，亦即所謂沒收犯罪所得，亦屬成本；有罪判決的併科罰金，亦為成本之一，故行為人因刑罰產生的負向報酬為前述成本的總和。民事求償制度，內線交易行為人的成本則為民事賠償額。

$$\text{內線交易人期望收益} = \text{內線交易利得} - (\text{刑罰成本} + \text{民事求償成本}) \dots \text{式(1)}$$

第二項、考量審判成本，禁止內線交易會增加社會成本

定義完行為人的成本後，再次回到賽局的概念。資訊不對稱下，國家以刑罰及民事求償並行制度，規範內線交易行為，惟市場上仍存在內線交易，市場上僅有二交易者，命內線交易行為人為參賽者 1，另一交易者為參賽者 2，則參賽者 1 因內線交易得到的事後報酬，會等於參賽者 2 的損失。再者，當內線交易發生時，參賽者 1 在考慮成本的前提下，其總期望收益為事後報酬，扣除刑罰與民事賠償使其必須負擔的成本。

刑事程序中，不同機關的行為，存在著各種不確定性。有案件發生後，是否能確知犯罪嫌疑人，以進行各種偵查程序，故有「破案率」之謂。檢察官開啟偵查後，犯罪嫌疑人是否能達到「足」認有犯罪嫌疑，檢察官方得以起訴，故有「起

訴率」的存在。¹⁸⁷而被告能否使法官認定為有罪，關乎「定罪率」的問題。刑罰對被告產生的期望報酬，亦由逮捕率、起訴率、定罪率等不確定因素左右。我國股票市場由證券交易所監管，發現涉及違反法令之異常交易時，報請主管機關調查辦理。¹⁸⁸是以，若發生內線交易事件，我國證券及金融監管機關，能掌握相關人等，故可以說破案率在內線交易案件中，較不具不確定性。

在考慮內線交易相對人因內線交易所受損失與民事賠償金，還有國家因沒收與併科罰金產生收益後，總社會報酬僅存交易雙方的資金機會成本，以及投資人入監服刑後產生的外部機會成本。

變數計有：內線交易起訴率、內線交易定罪率、行為人入監服刑所承受的外部機會成本。從此結果可看出，當市場上僅存在兩個參賽者時，以刑罰及民事求償制度懲治內線交易人，則就社會整體期望收益而言，會因為國家規範內線交易，而使社會期望收益為負值，也就是說，規範內線交易，會對社會產生成本。

第三項、加上獄政成本考量，益發提高刑罰規制內線交易的成本

以上假定市場僅有兩個交易者的狀況，且上述討論，尚未考慮國家因審判及執行而生的成本。為了更接近現況，本文將討論擴展到市場上存在不特定多數交易人。將社會總期望報酬的觀察群體分成內線交易人、內線交易相對人、非內線交易相關之其他人以及國家。社會總期望報酬為非內線交易相關交易者的交易，所產生的合作剩餘，內線交易部分則僅生行為人坐牢的外部機會成本。在考慮內線交易案件因偵查、審判而產生成本的狀況。審判過程為高成本支出的行為，尤其是內線交易案件的審理，往往極耗費司法資源，舉凡各種司法資源的耗損、當事人涉訟所失去的生產力、確定判決執行的成本支出等，皆屬之。¹⁸⁹此外，不容忽視者是，判決確定後的執行成本，也就是獄政成本支出，亦包括在內。

透過上述討論，可發現除了市場中其他未為內線交易的多數人產生之報酬外，從財富角度來看，內線交易的規範，僅能產生成本。再就成本比例來看，由於刑事案件在執行階段，較民事案件多出獄政成本，而令刑罰的存在，特別需要納稅人買單。也因此道出學者波斯納（Richard A. Posner）為何倡導以罰金刑取代自由刑的原因：在審判已耗費資源之後，罰金刑能收處罰之效，又不至於如自由刑般，存在另一筆支出。¹⁹⁰然而，僅能因為刑罰造成的金錢成本超過社會收益，就要因此否定刑罰存在的效用，而主張除罪化嗎？

第二款、現行規範成本效益分析之賽局模型證明

¹⁸⁷ 刑事訴訟法第 251 條第 1 項：檢察官依偵查所得之證據，足認被告有犯罪嫌疑者，應提起公訴。

¹⁸⁸ 臺灣證券交易所股份有限公司實施股市監視制度辦法第 7 條：本公司對於各種市場異常情形，經調查追蹤，即將有關資料完整建檔備供稽考，並對涉及違反法令者，逕行舉發或簽附有關調查報告報請主管機關核辦。

¹⁸⁹ 林孟皇，前揭註 1，頁 66。

¹⁹⁰ Posner, *supra* note 11, at 219-27.

$$\pi_{cri} = -[\pi_{outcome} + \pi_{\theta} + \pi_{jail}(T)] \dots \text{證式(3)}$$

π_{cri} 為行為人因刑罰而得到之報酬，由於從行為人的立場觀察，此為淨損，故以負值表示。 $\pi_{outcome}$ 是行為人之內線交易利得，包含因消息利多，提早買進而賺取之積極利得，以及因消息利空，提前出脫而少賠之消極利得。內線交易利得屬不法所得，法院須認定並沒收之。 π_{θ} 為法院有罪判決下的併科罰金， $\pi_{jail}(T)$ 為行為人入監服刑後所承受的外部機會成本，此屬與時間 T 有關的函數。

而在民事求償制度下，內線交易行為人的成本即是民事賠償額。表示如下：

$$\pi_{cv} = -\alpha[\pi_{\theta}] \dots \text{證式(4)}$$

此處之 π_{θ} 為民事求償額度， α 為法院判賠的比例，民事求償額度乘上法院判賠比例，便為被告所應付出的賠償額。與刑罰帶給行為人的報酬一樣， π_{cv} 為行為人因民事賠償之報酬，從行為人的立場來看為損失，以負值表示。

定義行為人的成本後，回到賽局的概念。資訊不對稱下，國家以刑罰及民事求償並行制度，規範內線交易行為，惟市場上仍存在內線交易，市場上僅有二交易者，令內線交易行為人為參賽者 I，另一交易者為參賽者 II，則參賽者 I 因內線交易得到的事後報酬，會等於參賽者 II 的損失，定義 $S = G \text{ or } B$ ，代表消息屬性可能是利多或利空。則參賽者的事後報酬可表示如下：

$$\pi_{IS} + \pi_{II,S} = 0$$

當內線交易發生時，參賽者 I 在考慮成本的前提下，其總期望收益為事後報酬，扣除刑罰與民事賠償使其必須負擔的成本，定義 P_S 為利多消息或利空消息會令內線交易行為人獲利的機率。可表示如下：

$$E(\pi_I) = (P_S \pi_{IS} - \pi_{I,o}) - [\beta_{cri} \cdot \beta_{cri}^* \cdot \pi_{cri} + \beta_{cv} \cdot \beta_{cv}^* \cdot \pi_{cv}] \dots \text{證式(5)}$$

證式(5)的 β_{cri} 為行為人被檢察官起訴的機率， β_{cri}^* 為行為人被定罪的機率， β_{cv} 為行為人在民事程序中被起訴求償的機率， β_{cv}^* 為行為人在民事程序中敗訴的機率。本文進一步假設 $\beta_{cri} = \beta_{cv} = \beta_1$ ，亦即行為人刑事程序只要被起訴，民事求償也會伴隨發生。且 $\beta_{cri}^* = \beta_{cv}^* = \beta_2$ ，亦即行為人刑事被定罪，民事賠償訴訟也會敗訴。則附式(5)可整理為

$$E(\pi_1) = (P_S \pi_{1,S} - \pi_{1,o}) - [\beta_1 \cdot \beta_2 \cdot (\pi_{cri} + \pi_{cv})] \dots \text{證式(6)}$$

此時，參賽者 II 之事後期望收益為其因內線交易所產生的報酬，加上民事賠償所獲之賠償額。可表示如下：

$$E(\pi_{II}) = (P_S \pi_{II,S} - \pi_{II,o}) + (\beta_1 \cdot \beta_{cv}^* \cdot \pi_{cv})$$

參賽者 2 的報酬又正為負值的參賽者 1 報酬，上式可整理如下：

$$E(\pi_{II}) = [P_S (-\pi_{1,S}) - \pi_{II,o}] + (\beta_1 \cdot \beta_{cv}^* \cdot \pi_{cv}) \dots \text{證式(7)}$$

此外，執法過程中，國家亦可能因沒收與併科罰金產生收益，國家的收益期望表示如下：

$$E(\pi_{country}) = \beta_1 \cdot \beta_2 \cdot (\pi_{outcome} + \pi_\theta) \dots \text{證式(8)}$$

綜上所述，社會總收益期望值表示如下：

$$\begin{aligned} E(\pi_{total}) &= E(\pi_1) + E(\pi_{II}) + E(\pi_{country}) \\ &= \{(P_S \pi_{1,S} - \pi_{1,o}) - [\beta_1 \cdot \beta_2 \cdot (\pi_{cri} + \pi_{cv})]\} + \{[P_S (-\pi_{1,S}) - \pi_{II,o}] \\ &\quad + (\beta_1 \cdot \beta_{cv}^* \cdot \pi_{cv})\} + \beta_1 \cdot \beta_2 \cdot (\pi_{outcome} + \pi_\theta) \end{aligned}$$

重新整理上式，得

$$E(\pi_{total}) = E(\pi_1) + E(\pi_{II}) + E(\pi_{country}) = -[\beta_1 \cdot \beta_2 \cdot \pi_{jail}(T)] \dots \text{證式(9)}$$

證式(9)表示在資訊不對稱下，市場上存在兩個交易人的社會總收益期望值，變數計有：內線交易起訴率、內線交易定罪率、行為人入監服刑所承受的外部機會成本。從此結果可看出，當市場上僅存在兩個參賽者時，以刑罰及民事求償制度懲治內線交易人，則就社會整體期望收益而言，會因為國家規範內線交易，而使社會期望收益為負值，也就是說，規範內線交易，會對社會產生成本。

以上是假定市場僅有兩個交易者的狀況，且上述討論，尚未考慮國家因審判而生的成本。若要更貼近現況，先將模型擴展到市場上存在 j 個不特定多數交易人，其中 i 個為內線交易行為人， i 個為該 i 個內線交易者之不知情交易相對人，亦即市場中參賽者之集合為

$$\mathcal{G} = \{m_1, m_2, \dots, m_i; \bar{m}_1, \bar{m}_2, \dots, \bar{m}_{i-1}; k_1, k_2, \dots, k_{j-i-1}\}$$

其中 m_1, m_2, \dots, m_i 為內線交易行為人； $\bar{m}_1, \bar{m}_2, \dots, \bar{m}_{i-1}$ 為不知情的內線交易相對人； $k_1, k_2, \dots, k_{j-i-1}$ 則為市場上的其他交易者。

m_1, m_2, \dots, m_i 之內線交易期望報酬，可將證式(5)開展表示如下：

$$E(\pi_{m_1}) = (P_S \pi_{m_1,S} - \pi_{m_1,o}) - [\beta_{cri} \cdot \beta_{cri}^* \cdot \pi_{m_1,cri} + \beta_{cv} \cdot \beta_{cv}^* \cdot \frac{\pi_{cv}}{i}]$$

$$E(\pi_{m_2}) = (P_S \pi_{m_2,S} - \pi_{m_2,o}) - [\beta_{cri} \cdot \beta_{cri}^* \cdot \pi_{m_2,cri} + \beta_{cv} \cdot \beta_{cv}^* \cdot \frac{\pi_{cv}}{i}]$$

⋮

$$E(\pi_{m_i}) = (P_S \pi_{m_i,S} - \pi_{m_i,o}) - [\beta_{cri} \cdot \beta_{cri}^* \cdot \pi_{m_i,cri} + \beta_{cv} \cdot \beta_{cv}^* \cdot \frac{\pi_{cv}}{i}]$$

全部內線交易行為人的期望報酬得合併整理為

$$\begin{aligned}
 E(\pi_{m_{total}}) &= E(\pi_{m_1}) + E(\pi_{m_2}) + \cdots + E(\pi_{m_i}) \\
 &= \sum_{n=1}^i (P_S \pi_{m_n, S} - \pi_{m_n, o}) - \left(\beta_{cv} \cdot \beta_{cv}^* \cdot \sum_{n=1}^i \pi_{m_n, cri} \right) - (\beta_{cv} \cdot \beta_{cv}^* \\
 &\quad \cdot \pi_{cv})
 \end{aligned}$$

...證式(10)

內線交易相對人 $\bar{m}_1, \bar{m}_2, \dots, \bar{m}_i$ 之期望報酬，除了因交易所生之報酬外，尚有民事賠償額。其中，根據證券投資人及期貨交易人保護法第 33 條，投保中心為原告提起之損害賠償訴訟，所得之判賠金額，扣除訴訟成本外，應發還與授予訴訟實施權之投資人，是以，每位內線交易相對人可得到之損害賠償額度為

$\beta_{cv} \cdot \beta_{cv}^* \cdot \frac{\pi_{cv}}{\bar{i}}$ 。每位內線交易相對人之期望報酬可表示如下：

$$\begin{aligned}
 E(\pi_{\bar{m}_1}) &= (P_S \pi_{\bar{m}_1, S} - \pi_{\bar{m}_1, o}) + [\beta_{cv} \cdot \beta_{cv}^* \cdot \frac{\pi_{cv}}{\bar{i}}] \\
 E(\pi_{\bar{m}_2}) &= (P_S \pi_{\bar{m}_2, S} - \pi_{\bar{m}_2, o}) + [\beta_{cv} \cdot \beta_{cv}^* \cdot \frac{\pi_{cv}}{\bar{i}}] \\
 &\vdots \\
 E(\pi_{\bar{m}_i}) &= (P_S \pi_{\bar{m}_i, S} - \pi_{\bar{m}_i, o}) + [\beta_{cv} \cdot \beta_{cv}^* \cdot \frac{\pi_{cv}}{\bar{i}}]
 \end{aligned}$$

此時，其總期望報酬為：

$$\begin{aligned}
 E(\pi_{\bar{m}_{total}}) &= E(\pi_{\bar{m}_1}) + E(\pi_{\bar{m}_2}) + \cdots + E(\pi_{\bar{m}_i}) \\
 &= \sum_{n=1}^i (P_S \pi_{\bar{m}_n, S} - \pi_{\bar{m}_n, o}) + (\beta_{cv} \cdot \beta_{cv}^* \cdot \pi_{cv})
 \end{aligned}$$

...證式(11)

從事後觀點思考，內線交易行為人的內線交易利得，來自其交易相對人針對同一投資標的、同時期的投資損失，是以

$$\sum_{n=1}^i \pi_{m_n, S} + \sum_{n=1}^i \pi_{\bar{m}_n, S} = 0$$

市場上除內線交易行為人，及該內線交易之不知情相對人外，尚有不以該內線交易標的為投資標的之投資大眾，其獲利期望表示為

$$\begin{aligned}
 E(\pi_{k_1}) &= P_S \pi_{k_1, S} - \pi_{k_1, o} \\
 E(\pi_{k_2}) &= P_S \pi_{k_2, S} - \pi_{k_2, o}
 \end{aligned}$$

⋮

$$E(\pi_{k_{j-i-1}}) = P_S \pi_{k_{j-i-1}S} - \pi_{k_{j-i-1}o}$$

投資大眾之總期望獲利可合併為

$$E(\pi_{k_{total}}) = E(\pi_{k_1}) + E(\pi_{k_2}) + \cdots + E(\pi_{k_{j-i-1}}) = P_S \left(\sum_{n=1}^{j-i-1} \pi_{k_nS} - \sum_{n=1}^{j-i-1} \pi_{k_no} \right)$$

此時，國家收益期望值為

$$E(\pi_{country}) = \beta_1 \cdot \beta_2 \cdot (\pi_{1,outcome} + \pi_{1,o}) + \beta_1 \cdot \beta_2 \cdot (\pi_{2,outcome} + \pi_{2,o}) + \cdots + \beta_1 \cdot \beta_2 \cdot (\pi_{i,outcome} + \pi_{i,o}) = \beta_1 \cdot \beta_2 \cdot \sum_{n=1}^i (\pi_{n,outcome} + \pi_{n,o})$$

綜上，社會總收益期望值為

$$E(\pi_{total}) = E(\pi_{m_{total}}) + E(\pi_{\bar{m}_{total}}) + E(\pi_{o_{total}}) + E(\pi_{country}) \\ = \left(\sum_{n=1}^{j-i-1} P_S \pi_{k_nS} - \sum_{n=1}^j \pi_{n,o} \right) - [\beta_1 \cdot \beta_2 \cdot \sum_{n=1}^i \pi_{n,jail}(T)]$$

以上仍假設無論刑事或民事審判，皆無成本的狀況。然而，實際上，審判過程乃為高成本支出，尤其是內線交易案件的審理，往往極耗費司法資源。 TC_{cri}

(transaction cost on criminality of insider trading) 表示刑事審理過程所需耗費的成本，包含偵查及審判的支出，此外，刑事成本上應包括案件確定後的執行成本，最典型者為監禁行為人的成本，此處假設監禁成本 TC_{jail} (transaction cost on imprisonment of insider trading) 皆相同，亦即不考慮不同的受執行人，因不同刑度而有不同監禁成本。民事審理過程之成本為 TC_{cv} (transaction cost on civil damage of insider trading)，亦包括審理、執行的成本。社會總收益期望值得表示為

$$E(\pi_{total}) = \left(\sum_{n=1}^{j-i-1} P_S \pi_{k_nS} - \sum_{n=1}^j \pi_{n,o} \right) - \left[\beta_1 \cdot \beta_2 \cdot \sum_{n=1}^i (\pi_{n,jail}(T) + TC_{jail}) \right] \\ - (TC_{cri} + TC_{cv})$$

...證式(12)

第五章、實證研究分析與評述

第一節、我國現行內線交易規範實證研究分析

本文在實證研究部分，以民國 85 年至 101 年底（共計 17 年）為檢索之時間區間，並以北三院（台北地方法院、士林地方法院、新北地方法院）為檢索對象，運用「司法院法學資料檢索系統」中的「裁判書查詢」功能，搜尋後得到 140 筆案判決資料，去掉非內線交易案件後，共計 62 個案子，共 177 個被告。本文於此稱「案」，而非「案件」，乃為區隔刑事法上探討「單一性、同一性」時，定義「案件」的概念——一被告、一犯罪事實，為一案件。此處之「案」，以判決為基礎，同一群人、同一個犯罪背景，儘管可能有不同判決，但分類上仍歸為同一案。

判決檢索後的質性編碼，本文以「案件基本資料（含承審法院、案號）」、「被告資料（含被告身分、刑度及有無自首或自白）」、「與時間點相關的資料（含被告行為時、檢察官偵查時及起訴時、法院判決時）」，以利本文針對欲探討的議題進行分析，案件檢索整理請參照附件。初步整理後，本文所進行之資料檢索，62 個案件，有 43 件來自台北地方法院、6 件來自士林地方法院、13 件來自新北地方法院。依行為時排序，案件之年度分配統計可參照圖 5.1。

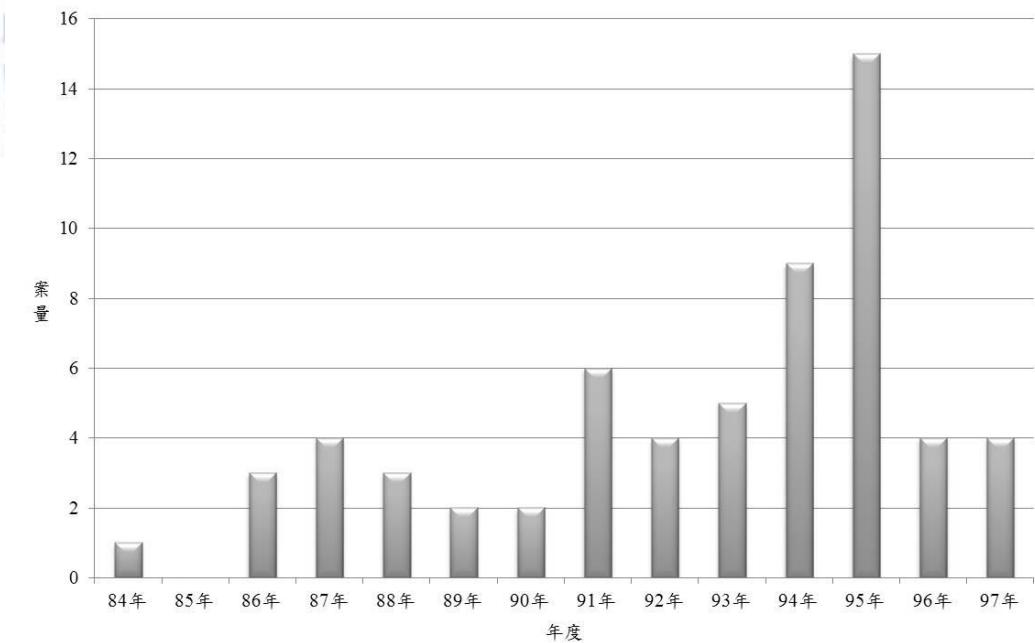


圖 5.1、案件年度分配圖

第一款、對內線交易者而言，刑罰具預防效果

第一項、刑罰的定位：從「應報」到「預防」

如何規範內線交易？我國現行法採民、刑事並行制度，接下來，本文聚焦於

刑罰的討論。根據本文分析，純粹就財富報酬的觀點來看，先是認為內線交易會造成交易的無效率，因此應規範之，使此種行為減少。不過，討論我國現行規範時，純粹的財富報酬觀點分析，現行內線交易規範，同樣會為社會帶來成本，尤其在刑罰部分，甚至是高額成本。因為內線交易有害於市場效率，所以又禁止，那刑罰只帶來成本，是否也應避免使用？

從犯罪學的角度來看，早年基於「應報思維」，講求讓犯罪者也受到如被害人一樣的痛苦，是所謂「殺人者償命」的觀念，所以肯認刑罰存在目的。¹⁹¹但由於應報思維有其限制，如處罰的嚴厲程度無法與行為人手段等量計算，不可能永遠以相同手段加諸於行為人身上；應報心態基於報讐思維，難謂對社會風氣無影響，有悖於刑罰本旨，且應報理論與刑罰的最後手段性及刑罰的必要性，有所扞格，這些批評，都是刑罰之「應報」內涵的受非難處。¹⁹²是以，此論點漸遭揚棄，取而代之者，是刑罰「預防」效果。¹⁹³

由於「以牙還牙」的觀念已被淘汰，刑罰重新被定位在「防止行為人再犯」、以及「防止潛在行為人犯罪」之目的上，讓刑罰能擺脫「以彼之道，還彼之身」的窠臼，重新覓得社會利基點。至於近來進一步講究刑事處遇的「治療」、「復歸」功能，強調的是處遇措施使受處遇人日後再次與社會接軌的可能性，非本文重點，故不多加論述。在刑罰的預防理論中，又分為防止不特定社會大眾犯罪的「一般預防」，及防止行為人再犯的「特別預防」。¹⁹⁴本文接下來討論的「嚇阻（Deterrence）」議題，用詞部分，本文或以「預防效果」稱之，或以「嚇阻作用」稱之，皆是探討刑罰的一般預防效果。

刑罰的價值，在正義之彰顯；刑罰的目的，已從「應報」轉型為「預防」。此間種種，似非與積極增加社會財富有關，而是與「心理」、「人性」等抽象因素有關，強調刑法對行為人及潛在行為人的影響。是以，僅藉論證刑罰為社會帶來成本，不符合成本效益，而評價其為非佳，似有未妥。援此，本文接著要探究現行制度對行為人產生的嚇阻作用如何。且本文提出理論後，亦將以實證資料說明之。

第二項、預防效果之經濟分析

與預防效果有關的變數

以經濟分析探討刑罰的預防效果，經濟學者艾爾立克（Isaac Ehrlich）於 1975 年，提出關於死刑對殺人犯之嚇阻作用研究，屬此類研究的代表著作。首先，該研究建構理論模型，指出行為人犯殺人罪的預期成本，由「因犯罪被逮捕的機率（報案總數量與被逮捕之殺人犯的比值）」、「定罪率（被逮捕的總數量與被定罪數量的比值）」及「死刑執行率（被定罪與被執行的比值）」三個變數決定。

¹⁹¹ 許福生，犯罪與刑事政策學，頁 241，自版，初版（2010）。

¹⁹² 同前註，頁 242。

¹⁹³ 同前註，頁 243。

¹⁹⁴ 同前註，頁 243-246。

¹⁹⁵ 艾氏取 1933 至 1969 共 37 的年度，以時間序列進行分析。¹⁹⁶ 研究結果顯示，理論模型中提出的三個變數，與殺人罪案件量，具負向關聯性，也就是若殺人犯的逮捕率、定罪率、執行率上升，案件量皆會因此下降，亦即此三種比率，在此研究中顯示嚇阻作用。¹⁹⁷ 其中，又以逮捕率的嚇阻作用最為顯著，定罪率次之，執行率則又次之。¹⁹⁸

從行為人期望報酬角度看預防效果

1. 研究範圍：看「刑罰」的預防效果，且不計算偵查、審判的成本

行文至此，本文再對前面建構的理論模型做些回顧。式(1)中可以看出，內線交易行為人的期望報酬，為其因內線交易產生的利得，扣除其可能要付出的民事求償成本與刑罰成本。所謂「民事成本」、「刑事成本」，廣義來說，不僅指民事上所需付出的賠償費用，以及隨刑罰而生之一切處遇措施，尚包括行為人因偵查、審判程序，所需付出的一切勞力、時間、費用。本文基於兩點理由，不討論此種廣義的成本。

第一，相較起無論是民事或刑事審判結果，行為人因偵查、審判投入的成本，性質上比較隱晦，難以謂對行為人心裡產生明顯的影響，好比說，行為人或許會覺得工作請假上法院不便，但絕不會如接到刑事有罪判決般那麼「恐懼」。是以，此種廣義的成本，在討論預防效果時，本文「假設」其不存在。

第二，若言偵查、審判會產生成本，那負擔此類成本最鉅者，應屬國家社會了。公權力因執法所須耗費的資源，實不勝枚舉，要說偵審成本能產生嚇阻作用，豈非司法機關會更無誘因進行執法？是以，在論證上，行為人因偵查、審判所投入的成本，可暫行忽略。

由於本文曾認為，刑罰所產生的社會成本甚高，就成本效益來看，並不符合財富上的經濟效益，所以我們探討刑罰其他面向的功能。是以，本文接下來說明關於我國內線交易刑罰之效果如何的問題。

2. 本文探討定罪與嚇阻作用間的關聯

內線交易被認為屬白領犯罪 (White-Collar Crime)，乃因此種經濟型犯罪影響甚鉅、行為隱密度高，更重要的是，行為人往往是受過良好教育、有著相當社會地位者（俗稱「白領階級」）。¹⁹⁹ 此類行為人，實施行為前，會有較仔細的評估及規劃，換言之，本文於前面所做的，都是在「行為人理性」假設，於研究分

¹⁹⁵ Isaac Ehrlich, *The Deterrent Effect of Capital Punishment: A Question of Life and Death*, AMERICAN ECONOMIC REVIEW, VOL.65, NO.3, 397, 398-405(1975). .

¹⁹⁶ *Id.*, at .405.

¹⁹⁷ *Id.*, at .407-13.

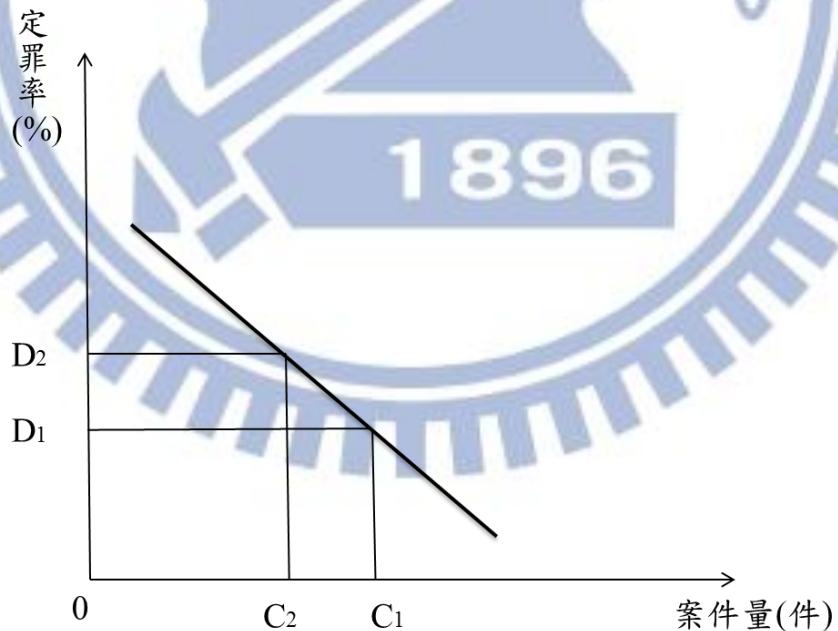
¹⁹⁸ *Id.*, at .413-14.

¹⁹⁹ Edwin H. Sutherland, *White Collar Criminality*, AMERICAN SOCIOLOGICAL REVIEW, VOL. 5, NO.1, 1, 4 (1940).亦可參照法務部調查局，97 年度經濟犯罪防制工作年報，頁 112 (2008)。其中顯示以 2008 年為例，調查局所介入調查的違反證券交易法案件中，犯罪嫌疑人具大專以上學歷者佔 84.1%，顯較該年度詐欺犯罪嫌疑人具大專以上學歷者之 44.78%、侵占之 64.36%。

析內線交易行為時，應符合現況。也就是說，當行為之期望報酬為正值時，行為人有犯罪的「誘因」。同樣的，行為後的懲罰，對理性行為人而言，是屬於負向的期望收益，是以，刑罰對此等「理性計算人（Rational Calculator）」的嚇阻作用，應較為明顯。²⁰⁰

式(1)顯示，會造成內線期望報酬為正值者，應屬內線交易事後利得，而壓抑這種正值的變數，也就是會形成負向期望報酬者，有民事賠償及刑罰。刑事程序，為一個「國家就具體個案對行為人確認刑罰權之有無及如何行使」的過程。²⁰¹而刑罰的產生，則為刑事程序的結果。刑事審判過程中，要讓一個犯罪行為人從被逮捕到入監服刑，須經過不同司法機關的協力：偵查及偵查輔助機關對犯罪事實的初步調查，檢察官足認被告有犯罪嫌疑時，提起公訴，法院調查犯罪事實、證據後，認為被告犯行達到「無合理懷疑」（Beyond a Reasonable Doubt）的心證門檻後，為有罪判決。²⁰²

式(1)中，刑罰部分會造成行為人負向期望報酬的變數有起訴率、定罪率，以及行為人入監服刑所喪失的機會成本，而此機會成本又為一個以時間為變數的函數，大抵而言，行為人入監服刑所喪失的機會成本，將隨時間之延長而上升。故可知，起訴率的提升、定罪率的提高、刑度的增加，皆能讓行為人的總期望報酬下降，而對行為人形成嚇阻作用。如圖 5.2 所示定罪率從 D1 上升至 D2，案件量由 C1 下降至 C2，起訴率、刑度亦同。對照艾氏研究中所選用的變數，本文透過判決檢索的實證分析，分析現行制度下「定罪率」的嚇阻作用。



²⁰⁰ RICHARD J. BONNIE & ANNE M. COUGHLIN & JOHN C. JEFFRIES, JR. & PETER W. LOW, CRIMINAL LAW 13(1997).

²⁰¹ 林鈺雄，刑事訴訟法（上冊）——總論編，頁 4（2010）。

²⁰² 同前註，頁 492；王兆鵬，刑事訴訟講義，頁 5（2010）。

圖 5.2、定罪率之預防效果示意圖

艾氏研究中使用時間序列分析方法，其優點就是可進行「預測」，也就是透過歷史資料的分析，評價制度的未來成效，用在刑罰的研究上，能清楚反映刑罰的預防效果。我國內線交易規範制定，至今剛滿 25 個年頭，勉能謂條文規定略趨成熟。然而，在行為防治上，尚無足夠案件可供分析，故無法依時間序列方法，分析規範效果。

第三項、我國內線交易的刑罰規範具嚇阻效果

本文命題：本年度的定罪率，與下一年度的案件量呈負相關，是謂有預防效果

本文從判決歷史資料做實證，紀錄 92 年至 97 年的年度案件量，並計算各年度的定罪率。²⁰³本文以為，若定罪率能產生嚇阻作用，則定罪率與案件量間，會有時間上的遞延關係。援此，本文命題如下：今年度的定罪率，會影響明年的案件量。也就是說，預防效果是指「該年度的定罪率越高，次年度的案件量應較低」。此外，本文亦假設理性行為人作行為決策時，在考慮定罪率的層次上，除了考慮「年度定罪率」外，也會考量「累積（Cumulative）定罪率」，分析時應分別探討之。²⁰⁴

以刑罰禁止內線交易具預防效果

分析結果顯示，定罪率確實有其預防效果，而累積定罪率的結果又優於年度定罪率。²⁰⁵反推回本文的研究前提，行為人為理性的假設，在白領犯罪研究中，確有較大之成立可能性。也唯有如此，定罪率的預防效果在本研究中才有意義。²⁰⁶本文實證研究關於年度定罪率的整理請參見表 5.1，案件量與定罪率間的關係，請見表 5.2。

²⁰³ 此處之定罪率為「有罪宣告總人數（含緩刑）/總起訴人數」。

²⁰⁴ 此處之累積定罪率為「樣本案件於該年度之前全部案件的有罪宣告總人數（含緩刑）/樣本案件於該年度之前全部案件的總起訴人數」。

²⁰⁵ 本文在分析「定罪率」與「案件量」的關係探討上，運用皮爾森相關係數（Pearson coefficient of correlations）做分析。原則上，相關係數僅能呈現變數間的相關性，而無法說明變數間的因果關係。惟在本研究中，透過時間遞延效果的設計，避開此問題。換言之，本文以「該年度定罪率」與「次年度案件量」為變數來分析，從命題上給予其因果關係，解決相關係數的問題，以探討定罪率對案件量的影響。在「年度定罪率與案件量」部分，相關係數為 -0.4988，而「累積年度定罪率與案件量」部分，相關係數為 -0.5477。而透過相關係數檢定，在 16% 的信心水準下，該年度的定罪率與次年度的案件量，為顯著負相關（相關係數 t 檢定之 P 值為 0.1569）；而在 14% 的信心水準下，該年度的累積定罪率與次年度的案件量，為顯著負相關（相關係數 t 檢定之 P 值為 0.1303）。

²⁰⁶ 以「定罪率」評估嚇阻作用，有其限制。須理性行為人的假設存在，且犯罪非屬衝動型犯罪，方能分析。如本文進行的內線交易分析，便是如此。舉個反例，毒品犯罪的定罪率幾乎為百分之百，若行為人理性，亦或犯罪屬非衝動型，則毒品案件量應低才是，然結果卻相反，違反毒品危害防制條例之案件，近五年來之案件量，皆高居每年度全國各方法院處理案件前五名，是以，若探討毒品案件的嚇阻作用，以定罪率為變數，即無探討意義。統計資料請參見，司法院，司法統計。<http://www.judicial.gov.tw/juds/>（最後點閱時間為 2013 年 7 月 17 日）

年度	案量	前一年度定罪率	前一年度累積定罪率
92	4	75.00%	50.00%
93	5	23.53%	30.43%
94	9	50.00%	25.00%
95	15	11.11%	27.78%
96	4	45.45%	34.48%
97	4	25.00%	32.86%

表 5.1、年度定罪率

類型	Pearson coefficient of correlations	P-value
案件量與前一年度定罪率	-0.4988	0.1569
案件量與前一年度累積定罪率	-0.5477	0.1303

表 5.2、案量與定罪率之皮爾森相關係數

自由刑的運用，帶來淨社會成本，若從社會財富觀點來看，應減少使用方有助於社會財富之最大化。然而刑罰其他面向的功能，卻又使刑罰有其不可取代性，如本文所探討的嚇阻作用者是。透過我國案件的實證研究，內線交易案件的定罪率的確能產生嚇阻作用，雖有些隱存的變數並未納入討論，惟就結果而言，的確與理論一致，再對照學者艾爾立克的研究成果，應肯認我國內線交易案件定罪率之預防效果。²⁰⁷或許僅從定罪率來看預防效果，不能解決「自由刑」與「罰金刑」的政策選擇問題。然而，就現行制度之自由刑、罰金刑並存的設計，缺其中一者，皆難謂其嚇阻作用能發生。是以，本文最後一個探討重心：我國內線交易的重刑化思維成效及現行認罪減刑規定成效探討。

第二款、內線交易重刑化制度設計的施行效果

第一項、我國禁止內線交易的重刑化思維

我國內線交易刑度，從最初的二年最高法定本刑，提升至七年之最高法定本刑，後又在提升為最輕法定本刑三年、最高法定本刑十年，且加了犯罪所得達一億元以上，最輕法定本刑為七年的規定，應可看出我國對於內線交易，採重刑化之刑事政策。²⁰⁸自理論觀點，行為人入監服刑，會減低其犯罪誘因。故從式(1)中可看出行為人入監服刑的時間越長，期望報酬越低，嚇阻作用則越顯著。自此觀點看政策選擇，應肯認內線交易之重刑化思維。

²⁰⁷ 本文的實證研究，未納入「景氣」、「股市活絡程度」等市場因子為變數一併考量。

²⁰⁸ 立法院公報，第 92 卷第 15 期，委員會紀錄，頁 226 (2003)。

然而，實際執行效果能否達此目的，也就是內線交易案件是否隨重刑化政策而減少，則關乎此種政策選擇的正確性。若無法降低行為數量，自由刑的使用，便僅屬社會資源的不必要耗費，除非有降低自由刑宣告的方式，否則即屬可非議的政策制定。職是之故，本文仍以實證研究方式，看重刑化思維政策的施行成效如何。

第二項、重刑化似未能收「嚇阻內線交易發生」之預期效果

一、重刑化的修法，無法導致有較低的犯罪人數或案件量

若按照法定刑之提高，應能產生較強的嚇阻作用的邏輯來看，93年4月28日加重刑度的修法後，內線交易的犯罪量應為較低。是以，本文觀察93年修法前後的犯罪量。首先，93年修法前的案件數量為28件，行為分布時間自84年開始至92年，平均每年為3.11件；修法後的案件數量為34件，行為分布時間自93年至98年，平均每年5.67件，修法後的年平均案件量，較修法前為高。²⁰⁹再從被告的數量來看，93年修法前的被告數量為66人，平均被告數量為每年7.33人，而93年修法後的被告數量為111人，平均為每年18.5人，修法後的年平均被告數量，較修法前為高。相關數據，請見表5.3。

被告行為時間	案量 (件)	被告人數 (人)	有罪宣告人數 (人)	自白人數 (人)	定罪率 (%)	自白率 (%)	對被告自白之依賴度 (%)
93年4月28日前	28	66	22	5	33.33%	7.58%	22.72%
93年4月28日後	34	111	48	29	43.24%	26.13%	60.41%

表5.3、定罪率與自白率

93年提高最輕法定本刑的修法，無論從案件量或被告數量來看，皆較修法前提升，對嚇阻內線交易的發生，似有較差的成果。惟這樣的推論，乃基於「實際進入法院的案件」等於「實際發生」的假設。執法成效的好壞，也是案件量多或少的關鍵，然而，沒有證據顯示93年以前的內線交易執法效益較差，或93年以後的執法效果較佳。是以，無法憑「依法院判決」得到的案件量或被告量高低，說明93年後案件量的提升乃肇因於93年以前的不良執法。

二、案件量及犯罪人數的提高不能直接說明重刑化的立法政策不當

從司法面向來看，另一個與案件量多寡的因素為「法規範密度的高低」。如前所述，我國證交法157條之1的規範密度是逐漸提高，95年擴大內線交易範

²⁰⁹ 93年至98年的平均案件量，在10%的信心水準下，顯著高於84年至92年的平均案件量。(P值為0.083)

圍，使行為人更容易滿足內線交易的要件而觸法網，故 95 年以後的案件量，應較之前為高。本文實證資料顯示，95 年前的年平均案件量是 3.72 件，95 年以後的平均案件量為每年 5.25 件，證明法規範密度的提高與案件量提升的關係。故本文以為，若將 93 年以後的年平均案件量較 93 年以前為高，評價為重刑化的政策未能發揮預防效果，由於未考慮其他影響因素，故有失偏頗。

第三款、認罪減刑規定的施行效果

第一項、「認罪減刑規定」將提高行為人認罪意願

退步言之，若 93 年以後的年平均案件量較高，確實來自預防效果的不明顯，那麼，重刑化政策是值得商榷。若無其他配套政策，僅迷信「重典治世」政策，則 93 年內線交易法律效果部分的修法，不特無助於行為的防治，還造成社會負擔，實為不當。然而，該年度修法中，除了法定刑的提高外，值得玩味者，尚有關於「認罪減刑」的修法規定。此規定為行為人自首或自白，且繳交犯罪所得者（下稱認罪），得減輕其刑至二分之一；若因而查獲其他正犯或共犯，甚至得以免除其刑。²¹⁰

認罪減刑的效果，就行為人單一的情形來看，由於行為人認罪後的刑度降低至原先的二分之一，所降低部分，能增加行為人的期望報酬，是以，行為人有認罪的誘因。若行為人不僅一人，亦即有共同正犯或共犯的情形，本文從行為人的觀點，分認罪的內部效果與外部效果探討。就行為人自身而言的內部效果，在有共同正犯或共犯的情形下認罪，減刑幅度不只是二分之一，甚至可以達到免刑的程度，對被告來說，免處囹圄，不啻是極大的誘因。另一方面，就行為人的外部效果以觀，在「囚犯兩難」案例中，提供個別行為人認罪的誘因，增加共同行為人間對彼此信賴的不確定性，將有助於共同行為人間托出彼此之犯罪事實。此為標準型態賽局，而行為人皆認罪的結果為「納許均衡」，前已詳述，不再贅論。是以，本文認為，在有共同被告的情形下，行為人認罪的現象會更顯著。

第二項、實證分析顯示認罪減刑規定確有成效

實證資料顯示，93 年認罪減刑制度修訂前，定罪率為 33.33%，修訂後的定罪率則為 43.24%。²¹¹單就定罪率而言，上升了約莫十個百分點，雖不見得有足夠的證據說明定罪率顯著提升，但也說明了此制度對定罪率造成的影响。

再來，此制度的目的是為了增加行為人認罪的誘因，施行成效上，從自白的比率觀之，認罪減刑規定修訂前，自白率為 7.58%，修訂後的自白率為 26.13%。

²¹⁰ 證券交易法第 171 條第 4 項、第 5 項規定：

犯前三項之罪，於犯罪後自首，如有犯罪所得並自動繳交全部所得財物者，減輕或免除其刑；並因而查獲其他正犯或共犯者，免除其刑。

犯第一項至第三項之罪，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。

²¹¹ 此處定罪率皆為「有罪宣告人數（含宣告緩刑者）/該時間內起訴總人數」。

²¹²自白率上升 19 個百分點，應可認為認罪減刑的規定，確實有助於行為人認罪。不過，93 年認罪制度修訂後，也透露了法院對內線交易案件辦理的困難性，及對被告自白的依賴度。認罪減刑制度修訂前，被定罪的被告中，僅有 22.72% 的比率是透過自白而做有罪宣告，93 年修訂後，受到有罪宣告的被告中，經自白而宣告有罪者，達 60.41%。白領犯罪理論中，多有提及此種犯罪特性中的審判困難性。²¹³

由於白領犯罪者多為具相當知識、技能之人，犯罪手法包裝性強，非透過行為人的自白，極難認定犯罪。²¹⁴這樣的說法，在本文實證研究中，得到驗證。

第三項、對多數行為人而言，效果更佳

本文前揭曾從理論面說明：在行為人多數的狀況，各行為人自白的誘因應更高。資料顯示，93 年修法前，有共同被告的案件共 17 件，其中共同被告有認罪者僅 1 件；反觀 93 年修法後，27 件有共同被告的案件中，有認罪者共 11 件。就案件的比率來看，修法前後共同被告認罪的差異達 35 個百分點。若從被告人數來看，93 年修法前共同被告的自白率為 5.88%，比起 93 年修法前之總自白率 7.58%，低了近 2 個百分點；93 年修法後共同被告自白率為 26.61%，比 93 年修法後之總自白率略高 0.5 個百分點。

此結果值得注意者有兩點：其一，無論從案件量或被告人數來看，93 年修法前後，共同被告之自白比率均大為提升；其二，共同被告比起單獨被告而言，93 年修法前的自白比率較低，93 年修法後的自白比率較高。此顯示新的認罪減刑制度，比起單一被告，在促使共同被告認罪，有更好的效果。

然而，典型的囚犯困境案例，除給予認罪者減刑外，更讓未認罪卻被判決有罪的行為人，有較重的刑期。²¹⁵細觀 93 年的修法，提高內線交易刑度，並訂定三年最輕法定本刑，而認罪減刑部分，允許減輕認罪被告的刑度，卻未將不認罪卻被判決有罪的被告，設定在更高的法定最輕本刑。吾人雖可大膽假設若提高不認罪卻被定罪之被告的最輕法定本刑刑度，更能刺激行為人認罪，惟此舉是否有違刑事程序法上不自證己罪原則，及刑事實體法上罪刑相當原則的檢驗，都還值得深思論證。相關數據資料，請見表 5.4。

²¹² 此處之自白率為「自白之被告人數/該時間內總被告人數」。

²¹³ 林孟皇，前揭註 1，頁 66。

²¹⁴ 林孟皇，前揭註 1，頁 72-74。

²¹⁵ Gibbons, *supra* note 18, at 3.

行為時間	有共同被告的案（件）	有共同被告且全部或一部共同被告受有罪宣告之案件（件）	共同被告中有自白情形的案件（件）	共同被告中有自白情形者（人）		
				共同被告總人數（人）	自白人數（人）	共同被告自白率
93年4月28日前	17	7	1	51	3	5.88%
93年4月28日後	27	17	11	109	29	26.61%

表 5.4、共同被告自白率整理表

第四項、值得肯定的認罪減刑規定

透過理論及實證資料的分析，93 年認罪減刑規定的修法，有助於提高被告認罪的意願，並使被告之刑度降低，甚至受緩刑的宣告。²¹⁶93 年修法雖屬重刑化思維的體現，然操作上因為認罪減刑規定的增修，反而讓實際應執行人的數量降低，從社會財富的觀點來看，成本因此降低。再與本文探討預防效果部分比較，認罪減刑制度提高定罪率，除突破白領犯罪審判困難性的問題外，更一般預防效果提升。整體而言，93 年修法，在認罪減刑部分，有其正面成效。

第二節、我國內線交易規範之個案分析

第一款、明基電通案

第一項、前言

個案研究部分，本文首先以「明基電通案」為核心。透過明基電通案的分析探討，再次回顧我國內線交易規範中「消息成立、實際知悉」要件，研究在實際案例發生時，法院或當事人會以怎樣的角度來解讀此要件。此外，本文以此案作介紹我國會計實務上，關於企業併購的運作模式為何，並檢視明基電通案中，一審、二審法院判決對消息成立時點之認定標準，提出本文看法。

第二項、明基電通案介紹

明基電通股份有限公司（下稱明基公司）為國內知名數位家電製造商，其自有品牌 BenQ 在國內市場佔一席之地。然民國 95 年間，該公司爆發內線交易事件，董事長以降相關人等均被起訴，目前案件被最高法院發回，仍在高等法院更

²¹⁶ 93 年認罪減刑制度增訂後，因認罪而減刑的被告，其受到緩刑宣告的比率為 100%。

新審理中，其中本案一、二審對被告等五人有無內線交易犯行，存在差異甚大的認定，此中關鍵何在，便是本文探討核心，是以，本文以明基電通案一、二審為探討核心，再次檢視此案件事實及法院見解。²¹⁷

明基案事實如下：李○耀為明基公司之董事長，亦為佳世達科技、友達光電之董事長；李○華為明基公司總經理；游○用為明基公司財務副總經理；劉○宇於94年8月31日以前，為明基公司財務處財務長，94年9月起，為明基荷蘭控股子公司的董事；劉○文於94年10月至95年3月間，擔任明基公司財務處之經營分析部經理。95年1月中旬，游○用知悉公司94年度之營收虧損為37億餘元，且由於併購西門子手機部門持續虧損，預計實際虧損會更大；95年1月20日起至同年2月20日，游○用連續賣出其登記為不同人名下之股票；95年3月14日21時46分，於公開資訊觀測站公告「94年第4季自結合併營收為663億元，稅前虧損為57.2億元，稅後虧損為60.2億元，單季每股淨損為2.45元」。自此，檢察官認為其違反證交法第157條之1內線交易規範，即偵查並起訴之。審理過程中，被告認為明基公司於95年3月14日21時46分在臺灣證券交易所公開資訊觀測站公告94年第4季自結合併營收之訊息，並非為「重大影響股票價格之消息」；且該消息係至95年3月13日始得成立、確定，被告李○耀、李○華、游○用等人亦係自斯時起始獲悉該消息等語。

於斯，本案爭點如下：明基公司於95年3月14日21時46分在臺灣證券交易所公開資訊觀測站公告「94年第4季自結合併營收為663億元，稅前虧損為57.2億元，稅後虧損為60.2億元，單季每股淨損為2.45元」之訊息是否為證券交易法第157條之1第1項所規範之「重大影響股票價格之消息」；該「重大影響股票價格之消息」成立、確定時點為何；被告李○耀、李○華、游○用等人於出售股票前是否已獲悉該「重大影響股票價格之消息」；明基公司併購德國西門子手機部門將造成明基公司94年度第4季虧損之消息是否業於被告李○耀、李○華、游○用等人上開出售明基公司股票前已公開，而非屬證券交易法第157條之1所規範之「內線消息」。

首先，在被告等人是否為證交法第157條之1第一項規定之內部人部分，²¹⁸被告李○耀，位居董事長，自為內部人無訛。其餘被告，法院依財政部證券暨期貨管理委員會民國92年函示，²¹⁹及財政部證券管理委員會民國78年函示，²²⁰認定為

²¹⁷ 臺灣桃園地院96年度矚重訴字第1號、臺灣高等法院98年度矚上重訴字第61號。

²¹⁸ 證交法第157條之1規定如下：

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。

²¹⁹ 財政部證券暨期貨管理委員會92年3月27日台財證三字第0920001301號函釋：證券交易法

內部人。

本案爭點部分，在明基公司所公告之消息是否為重大消息之探討上，一審法院認為『明基公司94年第4季之合併營收及股東權益係由盈轉虧，甚至虧損之金額、每股之淨損甚大，而此重大之變化對理性投資人改變投資意願實具有相當之影響性，顯屬證券交易法第157條之1第1項所規範之「重大影響股票價格之消息」無訛』，是以，明基公司於95年3月14日21時46分在臺灣證券交易所公開資訊觀測站公告之消息屬重大消息。

再者，法院認為『德國西門子手機部門子公司94年10月、11月之營收狀況，實為德國西門子手機部門經辦人D某自行推估之數字且不完整，而12月份之損益數字，為證人范○媛依11月份之損益數字自行推估而得，則德國西門子手機部門子公司94年10至12月之營收損益數字自難謂具有相當之可信及正確性，而自會連帶影響明基公司94年度第4季合併營收之情形，因此自難遽認明基公司提供予安侯建業會計師事務所試算表時，明基公司94年度第4季之合併營收即告確定。關於明基公司購併德國西門子手機部門之子公司94年第4季之損益數字係遲至95年3月13日始得確認...』，換言之，被告等人於95年1月間所看到的財務推估數字，僅為公司內部自行評估之用，是為所謂之「自結試算表」，並非正式文件，難謂消息於斯時起已為重大，是以，此重大消息於95年3月13日始有成立之可能。

在被告等人是否知悉該重大消息部分，法院認為『被告李○耀、李○華、游○用等人於95年1月初至95年3月間，均未曾向證人吳○樂、范○媛、張○月等人探詢明基公司94年度之損益情形及會計師查核之結果，且公訴人亦未能提出其他積極證據證明被告李○耀、李○華、游○用等人於95年1月20日出售掛名於童○池等人名下之明基公司股票前，即已知悉明基公司94年第4季之合併營收損益情況，是難逕認被告李○耀、李○華、游○用等人實已獲悉上開重大消息。』是以，依卷證資料所示，難認被告李○耀、李○華、游○用等人實已獲悉上開重大消息。

最後，明基公司併購德國西門子公司手機部門虧損方面，法院審酌卷證資料後，認為『德國西門子公司於94年11月10日製作完成並於網路上公布之2005年會計年度獲利公告即已記載：「在2005年會計年度，淨利為22億4千8百萬歐元，其中包括手機部門8億1千萬歐元之虧損。」、「通訊事業處(Com)於2005會計年度第4季完成出售手機事業部予臺灣明基公司的交易，該事業視為業已終止營運」、「已終止營運之手機事業部造成2005年會計年度認列虧損8億1千萬歐元。」，

第157條之1所稱之「經理人」，係指「(一)總經理及相當等級者(二)副總經理及相當等級者(三)協理及相當等級者(四)財務部門主管(五)會計部門主管(六)其他有為公司管理事務及簽名權利之人」

²²⁰ 財政部證券管理委員會民國78年10月30日(78)台財證(二)字第14860號：證券交易法第一百五十七條之一第一項第三款所稱「基於職業關係獲悉消息之人」，其適用之範圍極為廣泛，不以律師、會計師、管理顧問等傳統職業執業人員為限，舉凡基於工作之便利獲得發行公司足以影響股價變動之資料或消息而為該公司股票之買賣者，均為該條款所規範之對象。本案所詢「與發行股票公司訂約以共同開發土地資產之相對人」，該相對人利用對該公司不利之土地開發計劃資訊賣出持股，應符合證券交易法第一百五十七條之一第一項第三款所稱「基於職業關係獲悉消息之人」之規定。

及德國西門子公司於95年1月1日公告之2005會計年度財務報表中亦提及「從2004年10月1日起至2005年9月30日止，終止營運事業部門（即手機部門）、「稅後認列損失8億1千萬歐元」本會計年度淨利22.48億歐元，包括來自已終止營運之手機事業部所認列之虧損8.1億歐元。」已終止營運之手機事業部造成2005會計年度認列虧損8.1億歐元。」』職是之故，明基公司併購德國西門子手機部門將造成明基公司94年度第4季合併營收虧損之消息，早已為投資大眾所知悉。

最後，基於上開理由，被告五人在一審法院獲判無罪。然而，本案進入二審，有了變化。高等法院之判決結果：李○耀、李○華二人維持無罪，游○用、劉○文、劉○宇等三人則是3年至4年不等。

理由部分，首先，在消息是否具重大性，及被告等人買賣股票之事實，高院與地院見解並無歧異。不過，在地院認為本案之重大消息成立時點於95年3月13日部分，高院持不同看法。高院認為『明基公司於95年3月14日21時46分於證券交易所公開資訊觀測站所公告94年第4季自結本業合併營收之訊息，係證券交易法所稱之「重大影響股票價格之消息」，該消息於95年1月17日即已明確...故雖安侯建業會計師事務所至95年3月13日始簽證查核報告，惟該結論數據自不可能係至95年3月13日才出現，自為合理推認。』且『雖財務長洪○金所推估公司第4季稅後純益虧損「68億3470萬6000元」之數額，與上述明基公司於95年3月14日21時46分於證券交易所公開資訊觀測站所公告之明基公司94年第4季稅後虧損「60.2億元」數字，有相差8億元，惟洪○金於95年1月17日晚間7時21分製作該報表完成後，對明基公司因併購德國西門子手機部門一案將致94年度有五、六十億元以上之虧損數字，應已了然於胸，且至95年1月17日以後，洪○金亦不再試算推估...縱然會計師直至95年3月13日始簽證查核完畢並於翌日公告明基公司94年第4季稅後純益虧損「60.2億元」，惟此一重大影響股價消息，於95年1月17日晚間7時21分許，因明基公司財務長已推估出明基公司94年第4季稅後純益虧損「68億3470萬6000元」，就明基公司內部而言，明基公司因併購德國西門子手機部門一案將致94年度有五、六十億元以上之虧損金額之訊息，應已明確。』是以，95年1月17日晚間，「明基公司重大虧損」之消息便已明確。

再依卷證資料所示，明基公司財務長游○用，難謂其不知悉該重大消息，且其雖辯稱95年1、2月間買賣股票行為，乃要將前一年度明基公司保留未分派之員工分紅股票由個人持股轉為法人持股，然高院認為，衡諸其買賣股票與重大消息成立知悉的時間密接性、出脫股票之數量頻率等，認其證詞顯非可採，而應成立內線交易。

被告劉○宇部分，法院認為『本院綜核全案卷證，認定被告劉○宇於95年3月10日即知悉明基公司94年度第4季財務報告內容，其係明基公司之內部人，猶於明確知悉上開重大影響股價消息後、明基公司94年度第4季財務報告公告前，於95年3月13日、14日為如附表五所示之賣出明基公司股票行為，已非單純看壞明基公司股價而為之判斷，應成立內線交易犯罪，其猶空言否認有內線交易犯罪之故意云云，不足憑採。』其自有內線交易成立之情事，被告劉○文部分亦為相

同認定，是以，游○用、劉○宇、劉○文皆成立內線交易。

第三項、明基電通案評析

從我國內線交易法條結構觀之，判定行為是否屬內線交易，須通過以下檢驗步驟：(1)探討行為人是否為內部人；(2)消息是否具重大性；(3)行為人是否實際知悉消息；(4)行為人買賣股票或有價證券時點是否為消息成立後，未公開前或公開後 18 小時內。²²¹此四檢驗步驟，學說及實務、本國與外國，均有相當之探討及意見累積，舉凡如何評價內部人中所謂的「消息受領人」、消息具階段性特徵時如何判斷其重大性等，均有豐富資料可資參照。反觀明基電通案中地院、高院之判決，本文認為影響法院判決結果的關鍵為「消息成立時點與行為人是否知悉」。故本文以下將以此為重心，從學說及實務角度思考消息成立時點及行為人是否知悉。

就內線交易法規適用而言，無論是「消息成立時點有無」之爭，或「獲悉、利用說」之辯，透過法條文字設計，大抵有明確答案。可以肯認的是，不管是「先認定消息成立時點，再看行為人之交易時間」，或「個別認定行為人交易時，是否重大消息明確」，都要認定消息成立時間點。實行上來說，似以前者較為便捷。至於在消息重大性判定及消息成立時點，究竟要如我國實務分開討論，亦或如美國實務合併探討，則是另一問題。現行法條文自設計以「實際知悉」，取代過往的「獲悉」等語，可看出立法者明白表示採「獲悉說」的態度，至於是否能以立法理由中用到的「利用」，反推立法者本意，從條文本身做解釋，相較起立法理由用字，孰輕孰重，不言而喻。

本文觀察明基電通案至地院、高院判決，此二機關皆採重大消息成立時點肯定說，且原則上皆採「獲悉說」，惟高院在認事用法上，對於被告有無利用內線交易進行買賣，亦有論述，舉重以明輕之立場，實值肯定。然而，本文以為，二法院在事實認定上，仍有探討空間。

明基公司於 2005 年 6 月 7 日宣佈併購營業部門遠遠高於自身數倍的德國西門子公司手機事業部。由前揭企業併購流程，明基公司併購德國西門子公司手機事業部之相關併購程序，皆已於民國 94 年 7 月前全部完成。是以，本文認為，游○用於民國 95 年 1 月 18 日獲悉財務部提出前一年度財務報表試算表，虧損為 60 億元，且由於「併購西門子手機部門」持續，預計虧損會更大，隨後即分別於 95 年 1 月 20 日至 2 月 20 日，繼續出售股票。現為明基荷蘭控股子公司董事劉○宇及明基公司財務處之經營分析部經理劉○文等於該消息未公布前將手中持股大量賣出之內線消息定位為明基併贈西門子案。與綠點案、品佳案、耀文案、新光金控案等案例不同，而應為明基總公司對德國西門子子公司之投資結果之財務資訊，而非屬於明基併購西門子之重大消息。

明基公司選擇併購德國手機事業部門以期晉升為國際頂尖品牌，擴大企業與產品通路與市場佔有率。明基公司於併購手機部門的代價是新台幣「零元」，除

²²¹ 賴英照，前揭註 1，頁 471-556。

除此之外，西門子除了將技術、品牌讓給明基公司外，還需「倒貼」約六億歐元給明基公司，其中包括 2.5 億元歐元的現金與服務，5 仟萬歐元認購明基 GDR 新股，並將西門子手機部門淨轉正（約 3 億(歐元)）合計約 6 億約元。²²²

然而隱含在取得西門子品牌、技術甚至是高達 2.5 歐元的現金服務等多項利多禮物背後，是西門子手機部門約六千位員工，外加每年虧損約 250 億元新台幣的營業績效。²²³故依當前審計流程，可合理得知明基公司財務部門主管洪○金對於西門子的營運績效，除了依公開發行公司建立內部控制處理準則規定，對西門子公司之營運應有相當具體明確的財務資訊，並於審計前會議（Entrance Conference）中提供會計師。

按洪○金財務經理於 95 年 1 月 17 日下午 7 時 21 分，提供列印合併損益表記載稅後虧損 60.36 億元，又依商業會計法第 35 條規定，相關會計報表應經由專業經理人、主辦會計人員審核簽名，是以，明基公司提供會計師查核之試算表依前揭審計流程，游○用與財務經理洪○金於此階段對於母公司及子公司德國西門子之經營績效與財務資訊，皆已相當具體明確，此係屬審計流程的第 2 階段。尤其是對德國子公司西門子的年度經營預算與每月子公司經營狀況差異分析，應已取得完整的財務資訊，方得以完成合併資產負債表與合併損益表。實務上，各子公司或分公司，需提供給母公司或總公司之財務資訊，皆比母公司或總公司預計完成整試算表之時間最少提前約 3~7 日。職是，對於高等法院判決：游○用決意自 95 年 1 月 20 日開始賣出上開掛名明基公司股票，顯與其於 95 年 1 月 18 日之上班時間得知財務長洪○金於 95 年 1 月 17 日晚間 7 時 21 分所印製作之上開報表結果後，已預知明基公司於 95 年 3、4 月公布 94 年度第 4 季財務報告將出現五、六十億元以上虧損數字，股票將下跌有關。本文以為，其高等法院判決理由與實務作業流程相當，甚具參考價值。

最後，檢察官於起訴時，在重大消息成立時點之認定上，尚有提出「94 年 11 月間，德國西門子公司之虧損，於斯時即已成立重大影響明基公司股價之消息」，惟一、二審皆採信被告之答辯：德國西門子公司於 94 年 11 月間便已陸續於網站上公告虧損消息，此等重大消息於斯時便已公開。本文以為，法院採信被告此等證詞，略嫌速斷。按重大消息管理辦法第 6 條規定，重大消息之公開，有其法定方式。²²⁴查我國一般智識之人，應鮮少以德文網站為主要上網瀏覽對象，

²²² 沈勤譽，CEO 專訪-明基集團董事長李焜耀--西門子灌頂明基打通手機、品牌任督二脈，
DigTimes 科技電子報（2005 年 7 月 6 日），引自
<http://www.mobile01.com/topicdetail.php?f=175&t=88778>。

²²³ 財團法人國家實驗研究院科技政策與資訊研究中心：明基併購西門子手機部門觀測（2006）。

²²⁴ 重大消息管理辦法第 6 條（修法前為第 5 條）：

第二條及第四條消息之公開方式，係指經公司輸入公開資訊觀測站。

第三條消息之公開，係指透過下列方式之一公開：

一、公司輸入公開資訊觀測站。

二、臺灣證券交易所股份有限公司基本市況報導網站中公告。

三、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心基本市況報導網站中公告。

四、兩家以上每日於全國發行報紙之非地方性版面、全國性電視新聞或前開媒體所發行之電子報報導。

遑論查閱公告在德國網站上的財務報表。退步言之，即便是公告在自己公司的網站上，能否認為已符合重大消息管理辦法中所列舉之公開態樣，尚有疑義，更別提該報表乃公告在德國公司網站。是以，本文認為被告答辯不可採。

第四項、明基電通案結語

內線交易規範之制定以來，一直都是證券法、刑事法學者討論的重心，經過二十多年的演進，直至今日，規範本身可謂相對完整，爭議問題多已塵埃落定，接下來，就是考驗司法者認事用法的能力。

從明基電通案中，可看出法院在面對內線交易規範時，過去曾是爭議的問題，無論是重大消息成立時點是否存在，或是獲悉利用說的討論，現在皆有一致的適用模式。即便如此，判決結果歧異度還是如此之甚。究其原因，應為法院認事用法上，價值取捨的問題。此等問題，若需真正解決，從司法者專業度著手是必要的，如專業法官的培訓、在職進修加強等。再者，程序上運用更能判別高度專業爭議的證據方法，如專家證人、鑑定證人等，也是可考慮的方式。

無論如何，本文以為，隨著世界化、網路化的趨勢，商業交易行為必會往更複雜的方式邁進，更多元的金融商品必會接連出現，內線交易的手法也必然更為新穎、複雜。各界專家學者，從不同領域多加探討，以提高內線交易規範的法益保護密度，或許是吾輩共同努力的目標。

第二款、綠點案²²⁵

第一項、前言

2007年底，有我國「創投教父」之稱的柯○昌被台北地方法院檢察署檢察官以違反證券交易法內線交易罪之規定起訴。事情開始於美國的捷普公司（Jabil Circuit Inc.，下稱美商捷普公司）欲收購綠點高新科技股份有限公司（下稱綠點公司）一事。2010年底，台灣台北地方法院（下稱北院）宣判，柯○昌被判有期徒刑9年，併科罰金1億元，其餘被告刑度從1年8個月至8年不等。²²⁶不過，一審的判決結果，被告上訴後，經二審的台灣高等法院（下稱高院）審理後，出現戲劇性的變化。2012年底宣判的綠點案二審結果，一審的被告均獲無罪。²²⁷

從一審的重罪論告，到二審的無罪判決，這種變化，在台灣司法史上雖非絕無僅有，但仍令人匪解。援此，本文在介紹綠點案事實及一、二、三審法院判決，並比較法院見解異同後，對內線交易的構成要件及法院的心證門檻、證據評價進行探討。本文並針對檢察官的實質舉證責任，以及分析美國法上「品格證據的非

消息透過前項第四款之方式公開者，本法第一百五十七條之一第一項十八小時之計算係以派報或電視新聞首次播出或輸入電子網站時點在後者起算。

前項派報時間早報以上午六時起算，晚報以下午三時起算。

²²⁵ 本款所引用見解，多處引自林志潔，「內線交易「實際知悉」要件之舉證與心證門檻——兼論綠點案」，文章出版中。

²²⁶ 請參見台北地方法院96年度重訴字第132號刑事判決。

²²⁷ 請參見臺灣高等法院100年度金上重訴字第1號刑事判決。

習性用法（Non-Propensity Uses of Character Evidence）」於重大財經犯罪，如內線交易者，有無適用的機會。本文並檢討現行內線交易規範及適用狀況，希望能改善內線交易案件定罪率低的問題。最後，本文探討在最高法院 101 年度第 2 次刑事庭總會決議後，法院對「實際知悉」要件的證據調查，應採何種態度。

第二項、綠點案介紹

一、本案事實

綠點（下稱綠點公司）曾為我國上市公司（股票代號：3007），為拓展公司業務，以利企業經營，自 94 年 10 月起，綠點公司總經理江○海，透過普訊集團派駐綠點公司之法人董事代表何○卿介紹，至美國與捷普公司討論合作事宜，而美商捷普公司亦派人回訪，並提出欲併購綠點公司的打算，惟未做出任何結論。

95 年 5 月，普訊創業投資股份有限公司不再續任綠點公司之法人股東，95 年 6 月，美商捷普公司重提併購案，並密切與江○海聯繫，而何○卿也以自然人身分擔任綠點公司獨立董事。95 年 7 月 27 日，綠點公司總經理江○海在公司策略會前會，首度向綠點公司一級主管報告美商捷普公司有意收購綠點股份，之後，何○卿在「投資經理查訪報告」（call report）內記錄該會議內容。95 年 8 月 26 日，美商捷普公司通知綠點公司，表示其願以美金 6.25 億至 7 億元收購綠點公司在外流通股份，要求綠點公司在 8 月 31 日前回覆。95 年 8 月 28 日，綠點公司召開董事會，王○哲與會，何○卿以電話連線方式參與，此次董事會討論美商捷普公司欲收購綠點公司一案，會中全體董監事均同意該併購案，並於 8 月 30 日回覆美商捷普公司，惟溢價幅度應為 20% 至 33%。95 年 8 月 29 日，王○哲將美商捷普公司收購綠點公司股份的消息透露予柯○昌。95 年 9 月 6 日，綠點公司再度召開董事會，何○卿以獨立董事身分出席，決議通過與美商捷普公司簽訂內容為美商捷普公司以百分之一百現金方式併購或取得公司股權，董事會並同意美商捷普公司進行實地查核，並授權董事長簽署不具拘束力之意向書。95 年 9 月 12 日，美商捷普公司與綠點公司簽訂無拘束力意向書（non-binding Letter of Intent, LOI），同意溢價幅度為每股 79.7 元（2006 年 8 月 24 日收盤價）之 18%- 38%。

95 年 9 月 13 日至 10 月 30 日，柯○昌指示不知情之若干營業員，以每股 82 元至 91 元價格，下單買入綠點公司股票，共購入約 4 萬 7,892 千股，復於台灣捷普公司公開收購綠點公司股票期間，將所買之股票悉數應賣，扣除成本，獲利超過 4 億。95 年 10 月，綠點公司授權董事長李○洲、總經理江○海及何○卿至美商捷普公司商談併購事宜。95 年 11 月 22 日，綠點公司召開董事會，通過與台灣捷普公司簽署合併契約，以台灣捷普公司為存續公司，合併價格為每股 109 元，並於台灣證券交易所舉行記者會宣佈此合併案，並於同日於公開資訊觀測站公佈此一消息。96 年 10 月 11 日，台北地檢署首次傳喚綠點公司前負責人李○洲、特助且亦為綠點公司法人董事（屋堡投資有限公司）代表人林○棟及何○卿、王○哲。96 年 10 月 23 日，調查局北機組首次以被告身分傳喚柯○昌、何○卿及普訊公司財務長李○勳。96 年 12 月 20 日，柯○昌、何○卿、王○哲、李○勳及林○棟被檢察官以涉犯證券交易法第

157 條之 1 內線交易規範等罪嫌，提起公訴。

99 年 10 月 26 日一審宣判，柯○昌內線交易犯罪所得達新台幣一億元以上，處有期徒刑 9 年，併科罰金新台幣一億元，罰金如易服勞役，以罰金總額與貳年之日數比例折算；何○卿、王○哲內線交易犯罪所得皆達新台幣一億元以上，各處有期徒刑 8 年；林○棟則雖違反證券交易法第 157 條之 1 規定，卻於審判中自白，並自動繳交犯罪所得，處有期徒刑 1 年 8 月，緩刑 4 年；李○勳湮滅關係他人刑事被告案件之證據，處有期徒刑 4 月，如易科罰金，以新臺幣壹仟元折算壹日。²²⁸ 上訴後，二審於 101 年 12 月 27 日宣判，柯○昌、何○卿、王○哲違反內線交易部分均獲無罪，李○勳湮滅刑事證據罪無所附依，亦得無罪宣告。不過，本案三審時，最高法院於 102 年 4 月 11 日，撤銷二審判決，發回更審。

二、法院見解

(一)地方法院

地方法院認為，按「證券交易法第 157 條之 1 第 5 項及第 6 項重大消息範圍及其公開方式管理辦法（下稱重大消息管理辦法）」第 2 條規定：「本法第 157 條之 1 第 5 項所稱涉及公司之財務、業務，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，指下列消息之一：…二、公司辦理重大之募集發行或私募具股權性質之有價證券、減資、合併、收購、分割、股份交換、轉換或受讓、直接或間接進行之投資計畫，或前開事項有重大變更者。」、同辦法第 3 條規定：「本法第 157 條之 1 第 5 項所稱涉及該證券之市場供求，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，指下列消息之一：一、證券集中交易市場或證券商營業處所買賣之有價證券有被進行或停止公開收購者。…」，堪認「美商捷普公司合併、收購綠點公司」、「美商捷普公司公開收購綠點公司股票」等消息，不論依修正前、後證券交易法第 157 條之 1 規定，均屬證券交易法第 157 條之 1 規定之「重大消息」。²²⁹

99 年 6 月 2 日修正的證交法第 157 條之 1，將舊法第 1 項的「獲悉」，修正為「實際知悉」，且加入「在該消息明確後」之語，並將認定內線交易的時點訂為「該消息明確後，公開前」以及「公開後 18 小時內」。美商捷普公司收購綠點公司的消息固然具重大性，然而，併購契約的簽訂過程，隨著時間有各階段不同的作業，前階段公司負責人的初步磋商者是，後階段交付董事會議決亦是，中間哪個時點才是併購消息已臻「明確」？

按重大消息管理辦法第 4 條規定重大消息之成立時點，為「事實發生日、協議

²²⁸ 林志潔、麻詠真，「財經犯罪與內線交易重大消息之判斷——臺北地方法院九十六年度重訴字第 132 號（綠點案）刑事判決評釋」，月旦裁判時報，第 10 期，頁 88 (2011)；胡仁達，「教父之憾—綠點公開收購案」，謝易宏主編，繁華落盡—經典財經案例選粹，第 1 版，頁 128 (2009)。

²²⁹ 「重大消息管理辦法」於民國 95 年 5 月 30 日訂定時，原名為「證券交易法第 157 條之 1 第 4 項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」，後因應 99 年證交法第 157 條之 1 的修法，更名為「證券交易法第 157 條之 1 第 5 項及第 6 項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」。

日、簽約日、付款日、委託日、成立日、過戶日、審計委員會或董事會決議日或其他足資確定之日，以日期在前者為準。」本案法院亦表示「客觀上觀察，重大消息所指內涵於一定期間必然發生之情形已經明確，或有事實足資認定事實已經發生，而內部人已實際上知悉此消息，自不能因公司或其內部人主觀上不願意成為事實，即謂消息尚不明確，或事實尚未發生，或未實際知悉消息之發生，否則內部人即可能蓄意拖延應進行之法定程序，或利用該消息先行買賣股票，導致資訊流通受影響，阻礙證券市場公平競爭，而與資訊平等取得原則之立法意旨相違。」由此可知，重大消息的是否明確，不以其確實已發生為必要，一段時間內必然發生已經屬於明確，也屬於「重大消息明確」。

本案中，檢方認為重大消息成立時點為 95 年 8 月 28 日，主張「美商捷普公司於 95 年 8 月 26 日致函綠點公司，綠點公司於 95 年 8 月 28 日董事會討論，綠點公司同意為美商捷普公司所收購，乃證券交易法第 157 條之 1 第 4 項重大消息，本件所謂重大消息是 95 年 8 月 28 日成立...」惟台北地院認為「被告何正卿、王榮哲於 95 年 8 月 28 日、被告柯文昌於 95 年 8 月 29 日固已分別獲悉美商捷普公司與綠點公司對於美商捷普公司併購綠點公司一事均有洽談之意願，惟雙方對於美商捷普公司併購綠點公司之條件、價格區間等均未為初步討論，...惟尚難謂已具體明確。」，並進一步認為 95 年 9 月 12 日下午 1 點 23 分後某時許，綠點公司簽署不具拘束力之意向書並委請委外快遞人員寄送予美商捷普公司後，該時點才是重大消息成立時點。

此外，何○卿雖不再具普訊公司法人董事代表的身分，而是以獨立董事的身分參與綠點公司董事會事務，然而，其仍是普訊公司代表，²³⁰且對美商捷普公司併購綠點公司一案的相關進度、規劃，盡皆熟稔。而何○卿從擔任綠點公司的法人董事代表時期起，對綠點公司的相關事務皆須向柯○昌及普訊公司相關專案經理做報告，也就是說，被告柯○昌、王○哲確實透過何○卿知悉美商捷普公司併購綠點公司的進度與消息。²³¹

此外，「被告柯○昌既已於 95 年 8 月 29 日即從被告王○哲處獲悉美商捷普公司併購綠點公司之重大消息，卻反而指示被告王榮哲無上限數量地積極買進綠點公司股票，已違反內線交易『防止參予或知悉內部資訊者買賣股票』之規範目的」。最後，被告王○哲曾直接至綠點公司了解整個併購案的進度，是以，台北地院認為「被告王○哲並非僅受被告何○卿私人所託，而係代替普訊公司代表何○卿至綠點公司獲悉相關訊息，被告柯○昌、何○卿及王○哲就內線交易犯行部分有犯意聯絡及行為分擔至為明確。」也就是說，被告柯○昌、何○卿及王○哲被認定為本案之共同正犯。

(二)高等法院

²³⁰ 台北地院認為「無論被告何正卿係擔任綠點公司法人董事指定代表行使職務之人或獨立董事，被告何正卿均是普訊公司代表。」

²³¹ 台北地院認為「照公司的運作擔任普訊公司派在其他公司的法人董事代表...，足認被告柯文昌、王榮哲確由被告何正卿處知悉本件美商捷普公司併購綠點公司之進度與消息。」

高等法院部分，在內部人、重大消息性質及明確時點的認定上，高院與地院看法相同，皆認為被告等是內線交易規範中所稱的「內部人」。且美商捷普公司併購綠點公司的消息，屬重大影響股價的消息，而該消息的明確時點，則在兩公司簽訂無拘束力意向書之 95 年 9 月 12 日。

關於行為人「實際知悉」的要件，高院採「獲悉說」，而非「利用說」，亦即檢察官僅須證明行為人知悉即可，不須證明至行為人「利用」該消息為交易的程度，降低舉證強度，屬有利於定罪的見解。然而，高院認為，在刑事訴訟法第 161 條規定下，檢察官「須負責質舉證責任，以說服裁判者產生無合理懷疑確信心證程度」，認為檢方未能指出被告透過何種方式、何時、何地實際知悉綠點公司被併購之重大消息，無法達到令法院產生無合理懷疑的心證門檻，應認為被告等並無實際知悉該重大消息，且被告等買賣綠點公司股票乃基於「策略聯盟」的動機，卷證資料、證人陳述前後無矛盾，應屬可採，故被告等內線交易罪名不成立。

(三)最高法院

本案上訴至三審，最高法院首先在內部人及重大消息成立明確的問題上，與下級審的看法一致，惟其認為高院僅憑檢察官未能證明被告等人如何知悉併購消息，即論被告不知悉，對被告等人異常的交易時間、交易數量置若罔聞，未為合理的調查，論敘前後齟齬，故最高法院撤銷原判決，發回更審。²³²

綜上，吾人不難發現本案三個法院認事用法上之異同，本文從這樣判決結果，提出兩個關於內線交易構成要件探討及法院於審判上心證門檻的問題：內線消息的「利用」、「獲悉」或「實際知悉」有無差別？檢察官對於「實際知悉」要件的證明程度須至何處，法院如何認定？以下接續探討。

第三項、法院在「實際知悉」要件的心證門檻

為杜絕爭議，現行證券交易法第 157 條之 1 第 1 項，條文用字修訂為「實際知悉」。過去在條文用字仍為「獲悉」時，如何認定被告「獲悉」？實務上係以行為人是否「實際知悉」為標準。矽○科技公司案中，法院認為無證據證明被告於出售股票前透過任何管道獲悉調降財測的消息，故判決被告無罪。²³³精○電腦公司案，法院認為被告（即精○電腦公司董事長）是在出售股票後始知悉公司財測調降的消息，故被告獲無罪宣告。²³⁴而在百○行案中，由於檢察官未舉證被告獲悉重大消息的實際時間，無法使法院產生被告為內線交易的心證，因而判決無罪。²³⁵

²³² 請參見最高法院 102 年台上字第 1420 號刑事判決。

²³³ 請參見台北地院 88 年度易字第 958 號刑事判決、台灣高等法院 89 年度上易字第 17 號刑事判決。

²³⁴ 請參見台北地院 89 年度訴字第 1508 號刑事判決、台灣高等法院 91 年度上訴字第 1399 號刑事判決。

²³⁵ 請參見高雄地院 94 年度訴字第 2791 號刑事判決、台灣高等法院高雄分院 96 年度上訴字第

按刑事訴訟法第 161 條，檢察官負擔實質舉證責任。實務認為實質舉證責任的內涵為「檢察官就被告犯罪事實，應負舉證責任，並指出證明之方法。因此，檢察官對於起訴之犯罪事實，應負提出證據及說服之實質舉證責任。倘其所提出之證據，不足為被告有罪之積極證明，或其指出證明之方法，無從說服法院以形成被告有罪之心證，基於無罪推定之原則，自應為被告無罪判決之諭知。」²³⁶是以，若檢察官未能舉證至法院無合理懷疑的程度，其結果便是法院為被告無罪之判決。

從上開實務見解可看出，法院判斷「獲悉」的標準為被告「實際知悉」，而要令法院達到無合理懷疑心證的程度，似須舉證說明被告實際知悉內線消息的方法、時間、地點等細節。然而，若要在每一宗內線交易案件爆發後，去拼湊被告行為時的舉動，很多時候更涉及一連串商業行為，人員來往複雜、各種行為交錯，且行為時間前後冗長，可能長達數月或數年，若要明確指出被告實際知悉重大消息的方法細節，非耗費大量司法資源不能得，甚至，在諸多商業行為來往不留痕跡的現在，此舉無異緣木求魚。²³⁷

雖然我國實務認為，內線交易行為人所獲悉之消息，不以獲悉時已明確成立為必要，若該消息可得特定及很有可能會成立，則行為人在消息明確前，亦有獲悉的可能。²³⁸此種見解雖放寬「行為人所獲悉的消息內容」，但並不能因此減免檢察官指出行為人如何「實際知悉」之方法細節的責任。是以，本文接下來探討內線交易規範中的「獲悉」、「實際知悉」要件，法院無合理懷疑的心證門檻。

第四項、綜合評述

一、綠點案中的重大消息成立時點

綠點案中，一審、二審法院均認定 95 年 9 月 12 號為消息成立時點，理由為「雙方於九十五年九月十二日簽訂 L O I 一併購意向書（證人江懷海回傳並快遞寄送意向書時間）時，實堪認雙方對於美商捷普公司併購綠點公司已有初步共識，自可謂為重大消息明確時點。」此種認定，似將消息是否成立，繫諸美商捷普公司與綠點公司「簽名」並「回傳」的動作，此種認定方法不外乎基於交易雙方對此併購案意思上的合致，惟此種認定方法，似有流於形式之嫌。

本案中，美商捷普公司與綠點公司的併購過程，於 95 年 8 月中下旬進入密切往來的階段，且雙方於該年 8 月 30 日對於收購的價格達成初步共識。依 Basic 案對重大性要件的審查基準來檢視綠點公司與美商捷普公司在 95 年 9 月 6 日的行為，首先，就「綠點公司董事會同意美商捷普公司進行實地查核，並授權董事長簽署不具拘束之意向書」來看，可知合併案並未達「確定且清楚」的地步，故

²⁹⁴ 號刑事判決、最高法院 98 年度台上字第 6604 號刑事判決。

²³⁶ 請參見 92 年度台上字第 128 號刑事判例、91 年度最高法院第 4 次刑事庭會議決議、100 年度最高法院第 4 次刑事庭會議決議、101 年度最高法院第 2 次刑事庭會議決議。

²³⁷ 林孟皇，前揭註 1，頁 72-74。

²³⁸ 請參見台北地院 95 年度囑重訴字第 1 號刑事判決。

須從案件的「機率性」及「影響性」加以審酌，美商捷普公司的對綠點公司的收購案，從雙方的互動可看出其發生的機率並非不大，而併購若真正成功，對綠點公司股價必會造成相當程度的影響，再者，該日對董事長授權簽訂不具拘束意向書的決議，雖然並非併購契約的簽訂，為這個動作亦以屬併購行為後階段的動作，對於併購的完成，具高度可能性。是以，本文認為，綠點案中重大性消息的成立時點應為 95 年 9 月 6 日。

二、品格證據 (Character Evidence) 在內線交易案件之使用

(一) 美國法上品格證據

觀我國近來刑事訴訟法修法，似有往美國法的靠近的趨勢，「改良式當事人進行主義」，便屬此種趨勢下的產物。²³⁹是以，本文將以美國法的觀點，來看內線交易獲悉要件的法院心證門檻問題。

所謂「品格證據」，指依據被告過去的犯罪紀錄、習性，作為其有罪認定的證據。²⁴⁰然而，就案件的實體認定而言，品格證據屬間接證據，若貿然作為被告有罪認定的證據，恐有違反無罪推定原則的可能，且有害被告防禦權，令被告蒙受不利益。是以，美國聯邦證據法第 404 條 a 項規定檢察官不得先提出被告的不良品格，作為犯罪的積極證據，避免陪審團產生刻板印象。²⁴¹不過，在不違反品格證據使用的前提下，提出與被告品格有關，卻係為證明其他事實，則例外容許，美國聯邦證據法第 404 條 b 項規定便在闡述此等原則，學理上稱之為「品格證據之非習性使用」。²⁴²

品格證據的使用，在美國實務上亦有見解支持。首先，在 Huddleston 案中，檢察官透過證人講述被告過去行為，彈劾被告於審理中的答辯，並用以證明被告

²³⁹ 吳巡龍，「舉證責任與法院依職權調查證據」，檢察新論，第 12 期，頁 177 (2012)。

²⁴⁰ 吳巡龍，刑事訴訟與證據法全集，頁 394-395 (2008)。

²⁴¹ Federal Rules of Evidence, Rule 404(a)原文如下：(1) *Prohibited Uses*. Evidence of a person's character or character trait is not admissible to prove that on a particular occasion the person acted in accordance with the character or trait.(2) *Exceptions for a Defendant or Victim in a Criminal Case*. The following exceptions apply in a criminal case:(A) a defendant may offer evidence of the defendant's pertinent trait, and if the evidence is admitted, the prosecutor may offer evidence to rebut it;(B) subject to the limitations in Rule 412, a defendant may offer evidence of an alleged victim's pertinent trait, and if the evidence is admitted, the prosecutor may:(i) offer evidence to rebut it; and(ii) offer evidence of the defendant's same trait; and(C) in a homicide case, the prosecutor may offer evidence of the alleged victim's trait of peacefulness to rebut evidence that the victim was the first aggressor.(3) *Exceptions for a Witness*. Evidence of a witness's character may be admitted under Rules 607, 608, and 609.

²⁴² 美國聯邦證據法第 404 條 b 項規定為「任何人之犯罪前科、非行或行為紀錄，不得以之為品格證據，作為證明其涉犯本案犯罪行為之用。但為證明犯罪之動機、機會、意圖、預備、計畫、認知、同一性、無錯誤或意外等事實者，不在此限」。原文如下：(1) *Prohibited Uses*. Evidence of a crime, wrong, or other act is not admissible to prove a person's character in order to show that on a particular occasion the person acted in accordance with the character.(2) *Permitted Uses; Notice in a Criminal Case*. This evidence may be admissible for another purpose, such as proving motive, opportunity, intent, preparation, plan, knowledge, identity, absence of mistake, or lack of accident. On request by a defendant in a criminal case, the prosecutor must:(A) provide reasonable notice of the general nature of any such evidence that the prosecutor intends to offer at trial; and(B) do so before trial — or during trial if the court, for good cause, excuses lack of pretrial notice.

的犯罪動機。本案一審法院判決被告有罪，且二、三審均予以維持，聯邦最高法院認為檢察官提出的證據與本案具類似性，且證人證詞與本案具關聯性，應屬可採。²⁴³另外，在 Trenkler 案中，檢察官透過證明被告曾涉及案件的炸彈製造方法，與本案之炸彈具同一性，因此本案中所使用的炸彈，應為被告所製。一審法院採信證人證詞，判決被告有罪，被告上訴後，第一巡迴上訴法院認同一審見解，駁回上訴。²⁴⁴

於是，美國法在品格證據的適用上，發展出案件實體內容與證據間須具「關聯性」、「同一性」，方得做為證據使用的規則，且此種證據並非直接證明被告之有罪，而是針對被告犯罪的動機、意圖等要件加以佐證，是謂「品格證據之非習性使用」原則。²⁴⁵

(二)我國法品格證據適用情形

我國法雖在刑事訴訟法第 288 條第 4 項明文「審判長就被告科刑資料之調查，應於前項事實訊問後行之。」似有品格證據使用的影子，然未進一步訂定關於品格證據於證據法上的定位，及使用的法律效果。不過，我國實務卻不乏判決論證之。有謂「被告之品格證據，如與犯罪事實全然無關者，乃屬科刑資料，倘與犯罪事實具有關聯性者，參諸外國立法例（美國聯邦證據法第 404 條(b)），則可容許供為證明被告犯罪之動機、機會、意圖、預備、計畫、認識、同一性、無錯誤或意外等事項之用。」²⁴⁶說明品格證據若與被告犯罪事實有關者，得用以證明被告犯罪之動機、意圖等事項。此外，另有判決指出，若品格證據可供為證明具犯罪之同一性，亦得做為證據。²⁴⁷

由是可知，我國法對品格證據雖無規定，實務上仍援用美國法的規定，判定品格證據是否與待證事實具「關聯性」，或該品格證據得證明犯罪手法的同一性，則該品格證據應為採用，惟似仍不得作為判決被告有罪的唯一證據。

(三)品格證據於內線交易案件「獲悉（實際知悉）」要件之適用

關於內線交易案件偵查上的困難性，我國有實務工作者指出，渠等案件之偵查有三大難點。首先，內線交易缺乏直接被害人，行為過程亦多低調進行，外人難以知覺，知曉內情者，往往又是行為人同夥，故偵查上，缺乏友性證人；再者，內線消息之所以有用於交易的價值，便在於其尚未成為公開的市場資訊，既然尚未公開，外人便無以得知，檢調人員亦如此，是以，交易發生前的證據，如通訊監察，難以取得；最後，也是最重要的，內線交易案件行為人屬白領階級，犯罪方式為智慧型犯罪，行為過程的資料處理得宜，行為人彼此間說法一致，一切行為都是正當投資行為，買賣都是依憑商業習慣及投資直覺，檢調實難推翻其論

²⁴³ Huddleston v. United States, 485 U.S. 681(1988).

²⁴⁴ United States v. Trenkler, 61 F.3d 45(1st Cir. 1995).

²⁴⁵ 吳巡龍，前揭註 240，頁 396-400。

²⁴⁶ 請參見最高法院 101 年度台上字第 5377 號刑事判決。

²⁴⁷ 請參見最高法院 101 年度台上字第 5834 號刑事判決。

點。²⁴⁸故要針對內線交易構成要件舉證已屬不易，對「獲悉（實際知悉）」這種行為人認知要件舉證，更是難上加難，是以，品格證據有使用的必要。

按人的任何行為，必有誘因存在，理性投資人的誘因，來自投資的獲利。期望獲利大，則投資熱絡，反之，則交易市場冷淡。內線交易對行為人而言，不啻是種成本極低，報酬卻豐厚的投資行為。相較起無內線消息時，投資人對投資行為的謹慎評估，在內線交易此種穩握投資報酬誘因的驅使下，從事內線交易者，無不競相利多殺入、利空殺出，以極大化其短期報酬。²⁴⁹是以，行為人在從事內線交易期間，必會出現不同於其以往投資習性的異常行為，而從內線交易案件的歷史來看，此種現象確實存在。援此，投資人異於常時的交易行為，應可認與內線交易具關聯性，此種異常現象，再與其他內線交易案件相較，似可推論其有手法上的同一性。

綜上所述，異常的交易行為，對案件審理而言，不僅有方法上的同一性，更有案件發生的關聯性，符合品格證據對證據能力的要求，應得做為證據。在能作為證據後，期待證事實為何？按品格證據之待證事實不得為犯罪的主要事實，但得用以證明被告的動機、意圖等要件。被告的異常交易行為之為品格證據，無法藉其「出現異常交易情形」，而直接論其「有內線交易」，然似可證明其對犯罪動機之認知，亦即可作為被告獲悉（實際知悉）重大消息的證據，故品格證據在內線交易案件中得用以證明被告「實際知悉」。

(四)本文見解：品格證據之非習性使用於內線交易案件的適用應區分狀況

任何案件在行為發生的那一刻，便有如被敲碎的花瓶般，碎片四散，審判所能做的，僅是在拼湊與盡量還原案件發生的原貌，可惜的是，覆水難收，破碎的花瓶亦無法完全恢復本貌。²⁵⁰品格證據之存在，目的在於案件證據不足，而又有重要保護法益存在的前提，允許檢察官用「看似與本案無關，卻能透過比較過去的行為，提出對被告的質疑」。就好像使用同一款式花瓶的照片作為對照，拿著碎片去拼黏原先花瓶的風貌。

查人民訴訟權為憲法第 15 條明文保障，訴訟權的內涵，除保障人民救濟途徑外，訴訟中，應賦予人民充分的防禦權，更須符合正當法律程序之要求，方得為對人民訴訟權有充分保障。²⁵¹品格證據之本質，乃從人過去習慣，推論其現在的可能動機或作為，在使用上，或有對被告造成突襲，因而有害被告防禦權的可能，與憲法訴訟權保證的精神有扞格。因此，本文以為，我國內線交易審判上，在行為人「獲悉（實際知悉）」的判斷上，應引入品格證據的使用，然而適用上

²⁴⁸ 陳宗豪，「從內線交易談「品格證據之非習性用法（Non-Propensity Uses of Character Evidence）」，檢察新論，第 12 期，頁 127-128 (2012)。

²⁴⁹ 內線交易賺取的報酬，除了因利多消息，提早買入所獲得的「積極報酬」外，尚有因利空消息，提早賣出所少損失的部分，可視此種「少損失」的利益為一種「消極報酬」。

²⁵⁰ 此番對「案件」及「審判」的比喻，為指導教授林志潔老師，於當年刑事訴訟法課堂上的開場白，一席精闢的說詞，觸及刑事案件與刑事審判的核心，令筆者感受深刻。

²⁵¹ 請參見司法院大法官釋字第 384 號、第 392 號、第 582 號、第 588 號、第 653 號等解釋。

宜依消息持有人的屬性不同，以及消息性質的不同，區分使用，方能既保障人民防禦權，又達到刑事審判之目的。

如何做區分？本文以為應先照行為人屬性作區分，可分為「行為人對交易標的投資人具受託義務型」，及「行為人對消息來源具受託義務型」，按照美國法的用語，本文會稱前者為「信賴關係論適用型」的行為人，而後者為「私取理論適用型」。用我國法的說法，前者是具證券交易法第157條之1第1項第1、2款身分之人，後者為具證券交易法第157條之1第1項第3、5款身分之人。

此種區分標準在於「行為人實際知悉重大消息之方式，因果歷程的長短」。若行為人屬「信賴關係論適用型」，可能是公司董事、經理人或大股東，按一般商業決策通念，此等內部人所以能居於重大消息持有人的原因，或是自然發生，如經理人工作的關係，又或者是法律規定，如股東會、董事會的舉行，無論如何，其實際知悉消息的方式，多為清楚且確定。若其知悉的消息性質亦為「清楚且確定」時，審判上舉證較不具困難性。是以，面對此種被告時，原則上應不許品格證據之使用，檢察官對於被告如何知悉重大消息，應具體指明。然而，重大消息性質並非皆「清楚且確定」，很多時候，即便內部人知悉了一個消息，且從事後觀點來看，該消息後來雖成為一個重大影響股價的消息，但無法說明該內部人在知悉的當下，消息具有重大性，也無法明確指出行為人在消息具重大性時，如何知悉該重大消息，此時，應允許有品格證據之非習性用法的適用。

若行為人屬「私取理論適用型」者，由於行為人知悉該重大消息的方式，並非由於其「因位居某種位置，自然或依法律必會知悉該消息」，而是透過法律行為，如受委任而成為律師或會計師，又或是自然上的間接行為，如經他人告知重大消息。換言之，行為人實際知悉重大消息的方式難謂為「清楚且確定」。此種狀況下，要實際指出行為人如何知悉消息，困難度高，原則上應允許品格證據的非習性使用之適用，然而，個案上若有能指出行為人知悉消息方式的可能，檢察官仍負指出「如何知悉」的實質舉證責任。

三、內線交易構成要件的省思

綜觀內線交易案件，可發現我國內線交易案件有著「定罪率低」的現象。²⁵²按經濟刑法具有保護市場法益的特性存在，「定罪率低」或對法益保護有所不足。由於經濟刑法兼具經濟法及刑法之性質，因應商業行為的複雜性及多變性，條文必多以不確定法律概念制定，以增加法規適用的彈性，以內線交易規範為例，其中「重大消息」用語，便屬多受討論的不確定法律概念。²⁵³在刑法講求「罪刑法定」、「法明確性」的原則下，不確定法律概念文字的使用，涉及「空白刑法」問題，大法官曾以解釋闡明，若「其意義非難以理解，且受規範者得預見」，則

²⁵² 筆者曾依實證研究方法，以台北地方法院、新北地方法院、士林地方法院等地院之判決資料為樣本，發現我國近15年來之內線交易案件平均定罪率僅約45%，遠低於我國刑事案件超過九成的平均定罪率。請參見司法院，統計資料；交大科技法律研究所，「公司治理與證券犯罪專家座談會」會議資料，2012年12月。

²⁵³ 金管會之「重大消息管理辦法」於焉而生。

不確定法律概念之意涵仍無違刑法基本原理原則。²⁵⁴僅此，內線交易規範運用不確定法律概念，難謂有違憲法精神。²⁵⁵惟不確定法律概念的運用，一方面固可增加審判彈性，有利檢察官偵查、起訴及法院審判、定罪，另一方面卻也加大被告答辯解釋的空間，行為人得以利用更多模糊性詞語，令自己脫罪。

觀諸證券交易法第 157 條之 1 的規定，可發現條文構成要件繁多，先判斷行為人是否為「內部人」，再認定消息是否具「重大性」，接著判定消息明確時點為何、行為人是否實際知悉以及知悉時點為何，最後，再觀察行為人之交易是否落在法規禁止的時間區間內，若這些要件皆該當，才被「推定」為內線交易。²⁵⁶相較起美國內線交易成文法僅用證券詐欺的概念規範，我國條文似為一部沉重的大機器：功能繁複、各種說明鉅細靡遺，惟無法因應使用者需求，操作時頻頻短路。

除了因不確定法律概念易使行為人答辯解釋，與條文構成要件繁多外，我國內線交易規範的適用問題，尚有來自上級法院未統一的解釋。如實務上曾有見解指出，內線交易行為人所交易的股票，須為行為人「所有」，若行為人雖知悉重大消息，且有交易行為，惟其所交易之股票為「法人」所有，即不屬內線交易。²⁵⁷此等見解，後為下級法院所採，產生無罪的判決。²⁵⁸其後雖有最高法院見解擴張至「行為人對所交易的股票具實質控制力」，不以對股票具所有權為限，惟按 99 年修法前的條文，僅規定「下列各款之人，獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息未公開或公開後十二小時內，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，買入或賣出」，並未限於行為人對股票是否具所有權或實質控制力，本文以為，最高法院之見解既未統一、又屬不當限縮。²⁵⁹是以，99 年修法，方增加「自行或以他人名義」等字樣，以立法明文弭平此等不當見解。本文以為，司法者在面對先天不足的立法時，認事用法上，固不應拘泥條文字義，然而，法律解釋應依循一定之方法，並在法益保護範圍內為之，不當地擴張或限縮，皆有違立法意旨及法安定性，最高法院扮演司法工作的最上位者，統一法律見解的工作責無旁貸，在內線交易案件中，吾人期待最高法院見解能不逾矩，並圖振興解決見解歧異的問題。

如前所述，經濟刑法須倚賴不確定法律概念的運用，方得營造具彈性的法律。惟不確定法律概念在解釋上以及舉證上，皆有困難。在「無合理懷疑 (beyond a reasonable doubt)」心證的心證門檻，以及「罪疑惟輕」原則的拘束下，舉證

²⁵⁴ 請參見司法院大法官釋字第 432 號、第 521 號、第 594 號、第 602 號、第 617 號、第 623 號、第 636 號等解釋。

²⁵⁵ 林書楷，前揭註 86，頁 59-61 (2010)。

²⁵⁶ 我國目前雖未修法增加舉證免責之條文，惟仍有被告舉證其交易行為係屬正當投資行為，與知悉內線交易情事僅具「偶然關聯」而已，請參見台北地院 97 年度金重訴字第 8 號刑事判決。

²⁵⁷ 請參見最高法院 98 年度台上字第 1850 號刑事判決。

²⁵⁸ 請參見台北地院 97 年度金訴字第 2 號刑事判決、台灣高等法院 98 年度上訴字第 4709 刑事判決。

²⁵⁹ 最高法院 99 年度台上字第 3770 號中提及「具有管理、使用或處分之權益之人」之「實質控制力」說法。

上的困難性將導致行為人無罪之結果。²⁶⁰相較民事「優勢證據（Preponderance of Evidence）」法則，刑事的判決有罪，誠屬不易。美國內線交易案件多以民事或行政程序為之，以達規範目的，原因或許便在此。²⁶¹

綜上可知，我國內線交易規範在立法上有著構成要件繁多、不確定法律概念的模糊解釋空間等問題，司法部分，就實體而言，有上級法院未統一或不當見解，令下級法院無所適從的問題，搭配訴訟上刑事案件法院的有罪心證高門檻原則，便形成今日所觀察到之內線交易定罪率低的現象，法益保護因此出現漏洞。本文以為，未來修法，可朝向構成要件簡約的方向進行，最高法院並應致力於統一法律見解，以弭平不確定法律概念的問題。否則，我國內線交易案件，不妨亦朝向民事或行政案件進行，總較被告進入刑事程序後，看到低迷的定罪率，便如吃了定心丸一般，等著受無罪宣告，刑罰不發生嚇阻效果，規範形同具文，不亦悲乎。

四、附帶一提的問題：法院得否依職權調查「實際知悉」

觀綠點案最高法院判決，其要旨一言以蔽之為「原審對被告之異常交易狀況，未仔細判斷與被告實際知悉一事間是否具關聯性」，故撤銷原判決，發回更審。就結論而言，本文以為，最高法院似有意引進品格證據於「實際知悉」要件判斷之使用，並不認同二審法院在此要件上採過苛的認定標準，就偵查、審判皆不易的內線交易案件，此實為值得肯定的見解。惟回顧最高法院 101 年度第 2 次刑事庭總會決議（下稱「101 年第 2 次決議」），此見解有無抵觸該決議內容，耐人尋味。²⁶²

101 年第 2 次決議，旨在說明刑事訴訟法第 163 條第 2 項但書法院應依職權調查證據之範圍，在闡述何謂「公平利益之維護」時，以無罪推定原則為上位概念，參照刑事訴訟法第 161 條檢察官之實質舉證責任、同法第 154 條第 1 項、公民與政治權利國際公約及經濟社會文化權利國際公約施行法，以及刑事妥速審判法第 6、8、9 條，認為法院「應」依職權調查證據的範圍，限於「有利」被告的證據。²⁶³內線交易「實際知悉」要件，其證據關乎被告之定罪可能性，是否屬不利被告

²⁶⁰ 王兆鵬，前揭註 202，頁 5。

²⁶¹ 林孟皇，前揭註 1，頁 184-186。

²⁶² 101 年度最高法院第 2 次刑事庭決議指出：法院不負主動調查對被告不利證據的義務。此決議引發檢察體系的重視，主因為此則決議大幅限縮法院調查證據範圍，超越法律文義、語意之範圍，恐有違權力分立原則。

²⁶³ 101 年度最高法院第 2 次刑事庭決議決議文：

無罪推定係世界人權宣言及公民與政治權利國際公約宣示具有普世價值，並經司法院解釋為憲法所保障之基本人權。民國九十一年修正公布之刑事訴訟法第一百六十三條第二項但書，法院於「公平正義之維護」應依職權調查證據之規定，當與第一百六十一條關於檢察官負實質舉證責任之規定，及嗣後修正之第一百五十四條第一項，暨新制定之公民與政治權利國際公約及經濟社會文化權利國際公約施行法、刑事妥速審判法第六、八、九條所揭示無罪推定之整體法律秩序理念相配合。盱衡實務運作及上開公約施行法第八條明示各級政府機關應於二年內依公約內容檢討、改進相關法令，再參酌刑事訴訟法第一百六十三條之立法理由已載明：如何衡量公平正義之維護及其具體範圍則委諸司法實務運作和判例累積形成，暨刑事妥速審判法為刑事訴訟法之特別法，證明被告有罪既屬檢察官應負之責任，基於公平法院原則，法院自無接續檢察官應盡之責任而依職權調查證據之義務。則刑事訴訟法第一百六十三條第二項但書所指法院應依職權調查之「公平

的證據，而不屬於法院「應」依職權調查的證據範圍。

關於 101 年第 2 次決議，有學者強調，決議內容指出法院應依職權調查的證據，僅限於「有利」被告部分，惟刑事訴訟之目的除保障人權外，更應以發現真實為根本，按刑事訴訟法第 163 條第 2 項本文的規定，無論「有利」或「不利」於被告之證據，為發現真實，法院仍有調查之裁量權。其次，證據本身屬客觀存在之人物，未經調查前，對其對被告有利或不利，甚難一概而論，101 年第 2 次決議內容之區別論調，看似有理，實則無據。²⁶⁴

本文以為，依刑事訴訟法第 2 條「實施刑事訴訟程序之公務員，就該管案件，應於被告有利及不利之情形，一律注意」之規定，檢察官原本即應完整呈現有利或不利於被告的證據，法院亦應本其職權，公平審理。妄將「法院審理對被告不利的證據」與「偵查的延續」、「回復糾問制度」做連結，不特是對檢察體制的一種高度不信任，視刑事訴訟法第 2 條的規定如無物。再者，刑事訴訟在「發現真實」及「保障人權」的前提下進行，此二目的獨立又相依，稱獨立者，乃在發現真實的過程中，有時會「個案性地」讓人權防線有所後縮，然而，發現真實，有助於刑事正義的落實及社會公義的維繫，難謂對人權保障無影響，是以，調查證據時，法院應本其職權，客觀公正地審酌認定，而非未審理即故步自封，僅就有利於被告之證據進行調查。

白領犯罪案件之卷證資料龐雜、被告教育程度高，審理上，普遍具高度困難性。²⁶⁵面對證據，能否事前斷定有利或不利被告，更是難上加難。以本文探討之「實際知悉」要件為例，證人可能證述其有將重大消息告訴被告、亦可能無，證券交易所提供之交易資料可能證明被告交易現象為異常、亦可能為正常，面對此類型案件，要從審理前區辨證據對被告之屬性，實屬不易。因此，本文以為，本於「公平正義之維護」，關於被告是否「實際知悉」之證據，法院應依職權調查之，退步言之，為發現真實，法院亦須依職權調查，始符合法規範目的。

第五項、綠點案結語

綠點案屬近年內線交易中之大案，地院、高院、最高法院或為有利被告、或不利被告，皆提出見解，實值吾人深入研析。本文在介紹綠點案的來龍去脈後，除了提出本文所認定的重大消息成立時間點外，亦針對內線交易構成要件中「實際知悉」要件進行探討，並分析法院對此要件的認定以及檢察官舉證責任範圍。本文以為現行「實際知悉」的規定，有利於從寬認定內線交易的成立，對市場保護較為周延。證據評價上，應引進美國法上品格證據，對「實際知悉」要件為佐證與判斷，惟品格證據的非習性使用，或有妨礙被告防禦權之考量，本文提出區分之見解，盼能在真相的發現及人權保障中，取得平衡。此外，在 101 年第 2

正義之維護」事項，依目的性限縮之解釋，應以利益被告之事項為限，否則即與檢察官應負實質舉證責任之規定及無罪推定原則相抵觸，無異回復糾問制度，而悖離整體法律秩序理念。（採乙說）

²⁶⁴ 吳巡龍，前揭註 239，頁 190-191。

²⁶⁵ 林孟皇，前揭註 1，頁 66-67。

次刑庭決議之後，本文認為法院基於「公平正義維護」考量，應依職權調查實際知悉要件，不宜區分是否有利被告而故步自封。

第三節、小結

第一款、實證研究部分結論

本章中，本文先對我國內線交易實務狀況進行判決檢索，檢索後進行案件質化分類與數據處理，從中觀察並與理論在比較。首先，我國內線交易的定罪率低，且由調查局資料知道被告的平均教育程度較高，雖沒有直接證據說明此二者間具相關性，但卻與白領犯罪理論中所提及之「白領犯罪偵查、審判較傳統犯罪不易」的現象相呼應。

其次，本文透過定罪率及案件量的相關性探討，發現內線交易的定罪率越高，案件量就越低，本文稱此為「嚇阻作用」。本文於分析過程，假設行為人為理性，而刑罰的嚇阻作用亦是以「理性計算人」為前提，若循著「教育程度與人的理性程度為正相關」的假設，則內線交易定罪率越高，確實具嚇阻作用。

在探討重刑化政策及認罪減刑的修法上，本文發現重刑化政策並未收嚇阻之效，然而認罪減刑能有效提高定罪率，尤其是共同被告的情形，更顯得認罪減刑效果更佳。惟認罪減刑的規定，造成定罪率的大幅提升，也能看出內線交易案件偵查審判之不易與仰賴被告自白的程度。

個案研究部分，本文以明基電通案、綠點案，針對內線交易中「消息的重大性」、「重大消息成立時點」、「獲悉與實際知悉的爭議」，透過實際案例進行操作，除了法規適用上因此有更清晰的輪廓外，也更明確地驗證了「徒法不足自行」這句話，個案中存在許多價值判斷，無法僵化地套用法律概念，個案研究雖然費時甚鉅，但對於司法者深入法規內涵，甚有幫助。

本文在綠點案的研究部分，從實體法進入程序法，關於內線交易「實際知悉」要件上，檢察官應負擔如何的舉證責任，本文提出我國應採用美國法中「品格證據之非習性使用」，且為衡平公益保護與人權維護，應區分狀況適用的見解，盼能對降低內線交易案件偵審困難度，提供助益。

第二款、「正當投資行為」能否阻卻內線交易之違法？

內線交易案件中，常見被告對於其實際知悉重大消息、並於其後有買賣股票之事不否認，惟提出其買賣行為乃出於「正當投資行為」，換言之，本來就要買賣股票，只是剛好知道了內線消息而已。本文於第二章第三節介紹學說及實務關於重大消息應採「獲悉說」或「利用說」的爭議問題，並提及現行法及學說採「獲悉說」，卻未深入探討被告若主張「正當投資行為」，能否作為阻卻行為人違法的理由，此不無可討論的地方。

本文在第二章第三節第三款第一項中，已說明美國聯邦證管會對此問題態度為『若被告知悉內線消息，並於其後有買賣行為，便推定為內線交易，惟被告可以反證推翻此推定』。在 2002 年，聯邦證管會訂立解釋性行政規則 Rule 10b5-1，

以解決此一問題，立場便是「採獲悉說，但被告可舉反證」。且我國證交法最新修法草案中，於內線交易規範，增訂第8項至第10項中，以「實際知悉」為條文用字，並增訂所謂的免責條款，惟此草案尚未通過，似有朝向被告得依「正當投資行為」阻卻違法的方向修法。²⁶⁶

關於這個問題的答案，本文必須重申第三章以賽局理論闡述內線交易對交易效率有害的本質：內線交易行為人以市場價值不相當之價格進行交易，有害交易效率。援此，本文以為若行為人主張的「正當投資行為」，除了要提出修法草案第8項本文所說的「買賣有價證券契約」，應符合修法草案第10項的形式要件，且不能有第9項的消極要件等程序要件外，若為公開收購行為，亦須舉證說明未以「顯不相當」的價格買入或賣出，方符合「重大消息未揭露前不得買賣」的精神，本文也認為此為「正當投資行為」說法的實質要件。²⁶⁷

回顧寇斯教授在《社會成本問題》一文中所提出的理論：²⁶⁸在交易成本為零

²⁶⁶ 賴英照，前揭註1，頁535-538。

²⁶⁷ 依行政院院台財字第0990104478號函，證券交易法第157條之1第8項至第11項修正草案內容如下：

第8項：

行為人證明其交易係為執行實際知悉第一項或第二項鎖定消息前已訂立之買賣有價證券契約者，不受第一項及第二項規定之限制。但買賣有價證券契約顯係行為人意圖規避第一項或第二項之適用而訂立者，不在此限。

第9項：

前項但書所稱買賣有價證券契約顯係行為人意圖規避第一項或第二項之適用而訂立者，只有下列情形之一：

- 一、行為人未依契約內容執行有價證券之買賣。
- 二、行為人訂立二個以上存續期間重疊或接續之契約，未依契約內容執行有價證券之買賣。
- 三、行為人訂定買賣有價證券之價格、數量或金額區間過大，且其買賣有價證券明顯集中於第一項或第二項所訂之消息明確後至消息公開後十八小時內。
- 四、行為人為第一項或第二項所訂之消息有關事件負責人或參與人員，於事件進行中至消息明確前，訂立契約，且其買賣有價證券明顯集中於消息明確後至消息公開後十八小時內。
- 五、其他行為人非基於誠信而訂立契約之情形。

第10項：

第八項前段之買賣有價證券契約，應符合下列要件：

- 一、以書面為之，並載名下列事項：

- (一)訂立之日期及存續期間。
- (二)有價證券之買賣數量或交易金額。
- (三)有價證券之買賣價格及執行日期。
- (四)受委任執行有價證券買賣之人。

- 二、前款第二目及第三目之有價證券買賣數量、交易金額、買賣價格及執行日期，係依估定攻勢或電腦程式決定者，應於契約載明其公式或電腦程式內容。

- 三、行為人無正當理由不得變更契約內容或終止買賣，亦不得影響受任人執行方式。行為人或受任人於契約存續期間另行從事相關避險交易者，視為變更契約內容。

- 四、行為人已於契約訂立後二日內將契約副本申報下列機構：

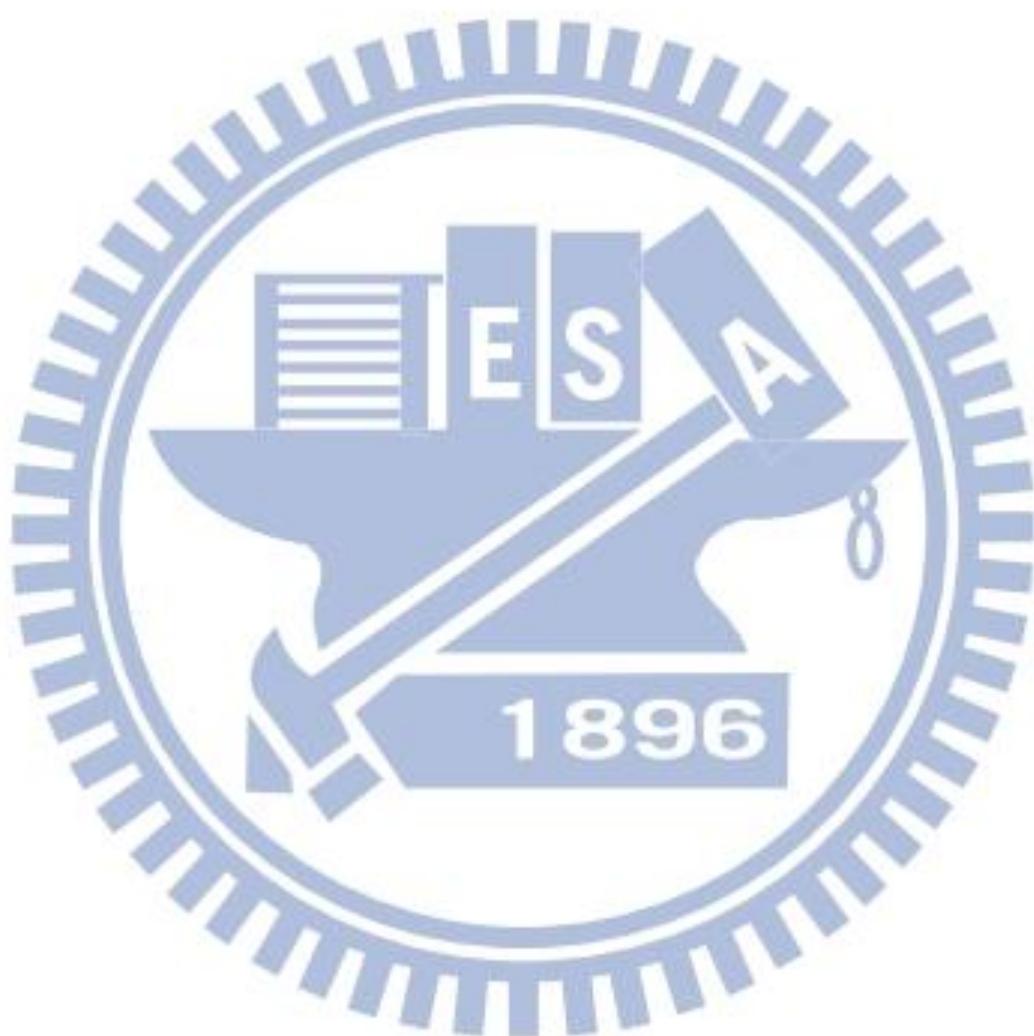
- (一)契約買賣標的之有價證券在證券交易所上市買賣者，申報證券交易所。
- (二)契約買賣標的之有價證券在證券商營業處所買賣者，申報證券櫃檯買賣中心。

第11項：證券交易所或證券櫃檯買賣中心應於第八項前段之契約存續期間屆滿後十日內，將該契約之主要內容於網站公告。

²⁶⁸ 查「寇斯定理」為經濟學家史提格里茲（Joseph Eugene Stiglitz）所定名，寇斯教授本人對此名稱不置可否。請參見Ronald G Coase著，陳坤銘、李華夏譯，*廠商、市場與法律*，頁181(1995)。

的世界，由造成外部性者與因外部性而受損者進行協商締約，能達到較有效率的狀態，然而，現實中不存在交易成本為零的狀況，故政府所扮演的角色，應為促使交易成本降低的媒介。

本文此處所談論的問題，若用寇斯定理來說明，應可闡釋為：當行為人出現內線交易的外觀，政府應無不許之，交易者在市場上透過價格合意的方式發生締約行為，效率應較佳，惟不得以不合理的價格進行交易，否則即屬違法。



第六章、結論

第一節、本文結論

法律為社會準繩，應以更貼近人群、更實際的方式，深究規範的本質。本文從不同於傳統法學研究的論證方法，先提出一個不同的內線交易規範保護法益，藉此肯定此規範存在的價值，進而分析現行規範的良莠，試著在「財富」與「正義」、「個人」及「社會」間作論述。僅此，本文結論如下。

第一款、透過文獻分析，本文選擇以賽局理論研究內線交易本質

為深入問題核心，本文先從我國內線交易規範介紹開始，從歷年修正脈絡可看出：證券交易法第 157 條之 1 的規範範圍逐次加大。違反內線交易禁止的刑事處罰規定在證券交易法第 171 條第 1 項，觀諸歷次修法則可知刑度乃逐漸加重，現在規定為三年以上、十年以下有期徒刑，若犯罪所得超過一億元者，更是七年以上有期徒刑，可謂是重刑化的刑事政策選擇。

從證券交易法第 157 條之 1 的立法理由，可知我國規定乃參照美國的內線交易規範，於是，本文針對美國法關於內線交易的來龍去脈，分成文法與普通法兩部分加以介紹。透過美國法的認識，初窺內線交易禁止的理由何在。

由於個案研究部分，將針對我國實務案例作研析，故本文在介紹美國法的規定及法理後，回頭就我國條文的爭議作整理，舉凡「重大性」、「消息成立時點」、「實際知悉與獲悉」、「消息傳遞者/消息受領人責任」等，都在本文整理範圍。相關爭議整理過程可發現，證券交易法第 157 條之 1 的修正歷程，除擴大規範範圍外，亦將實務及學術的討論，納入法條規範。

本文認為法學研究應正式引入經濟分析方法，故在內線交易法規範分析比較後，進入法律的經濟分析文獻分析。首先闡釋經濟與法律的關係，藉此引證經濟分析於法學的重要性，接下來以寇斯教授的〈社會成本問題〉一文與波斯納法官《法律的經濟分析》一書為對象，針對法律經濟分析基礎且具代表性的理論及方法做介紹。

在分析內線交易的法律經濟分析文獻過程，本文發現，諸多文獻皆以「效率」的追求為目的，惟討論多聚焦於「資訊使用的效率」，且不同的研究方法，會出現截然不同的結論，甚至相同的研究方法，亦會出現完全不同的結論。本文從另一個角度來談「效率」，也就是在第四章所呈現的「交易效率」，且為了凸顯行為人行為及報酬的關係，本文運用賽局理論的概念處理，以從事前及事後的觀點來探討交易者的合作剩餘，藉此評估效率的發生與否。

第二款、透過賽局模型的推演及分析，內線交易確有禁止必要

本文首要研究目的，為探討內線交易的可罰性基礎，既然如此，直視內線交

易行為本質應屬正途。研究方法上，循著文獻分析的結果，認為探究內線交易行為本質應可運用賽局理論，賽局模型的推演論述或許繁瑣，但此種方法在協助抽象化思考方面，有其助益。更重要的是，透過經濟模型的協助，本文特定內線交易規範在法體系中的角色，為理論討論上仍存有爭議的保護法益，覓得可供檢視的答案：內線交易的本質對市場效率是有害的，應予以禁止。

本文透過大量觀察比較內線交易案件，建構經濟理論模型，不希望過程淪為純數學的推演，徒具理論之美，而無實質效益。雖然本文在賽局模型的推演過程中，做了些與現況略有出入的假設，諸如「無選擇權存在」、「行為人理性」等，惟本文並非全然無視假設的不合理性，乃是相信：「簡化」是為了更純粹地看待問題。而本文也盡可能地提出說明，強化本文假設的合理性。

在現行內線交易規範的成本效益分析上，本文雖認為自由刑造成社會成本的提高，然亦肯認刑罰的預防效果。截至目前為止，本文無法提出有力的論理與證明，說明內線交易案件的純粹民事事件化，抑或以行政罰取代刑罰，能帶給社會更多好處。援此，本文必須強調此研究並非「除罪或入罪化」的討論過程。

第三款、實證結果

本文相信，法規範的研究應不僅存在法條的抽象思考，應以實證研究方法為理論作佐證，故本文以判決檢索的質化分析與個案研究，為內線交易規範做檢驗。不可否認實證研究有其限制，特別是本文僅以法院判決為樣本，取樣上難免發生偏誤，且無法解決犯罪黑數的問題。本文儘可能從各種角度解讀數據，並與理論作交叉驗證，應能讓各部分論證趨於完整。

在判決檢索的質化分析上，本文以 63 個案子做分析基礎，在分析 93 年認罪減刑規範後，本文肯定此規範的功效，既可提高定罪率，又得因刑度的降低而降低刑罰的執行成本。而定罪率的提升，又得以嚇阻潛在行為人，再降低內線交易發生可能性。實務操作上，無論是偵查或審判，不妨靈活加以運用。

個案研究部分，以「綠點案」、「明基電通」案為研究對象，在介紹過案例事實、爭點、法院見解後，本文提出見解，並與法院見解對照，試著對法院判決作評析。在個案研究過程中，本文發現，我國內線交易規範的問題，多發生在審判者對個案事實的價值認定上，純粹的抽象法理問題反居於次。本文以為，面對這樣的現象，學者、法官、檢察官皆須在個案研究上投入更多心力，透過不同的個案建立起客觀的價值判斷標準，才有可能在面對被告各式答辯下，看清事實的真相，維繫正義的準繩。

細觀證券法研究，內線交易規範屬學者與實務的討論重點，本文從另一個觀點論證及比較分析，盼能讓讀者對內線交易保護法益、現行制度的優與劣，有另一種想法。謹以此文，為拼湊內線交易制度完整性，盡一分力。

第二節、附論：後續研究方向

本文在第三章曾提及，關於內線交易的可罰性基礎，國內外文獻的探討又可

分為「探討內線交易是否須禁止」及「探討內線交易是否須以『刑罰』禁止」。本文選擇的探討議題為前者，這也就是通篇不斷強調的「本文不討論『除罪、入罪』問題」的原因。然而，不討論後者，不代表內線交易的「除罪化/入罪化」問題不具重要性。

正如同本文的結論：內線交易因有害交易的效率，故有禁止必要。本文也發現，刑罰，尤其是自由刑，對內線交易行為人能產生預防效果。然而，自由刑所帶來社會成本是不可忽略的，在資源稀缺的前提下，任何社會成本的負擔，都必須有其合理性。此問題會關乎到內線交易是否有以刑罰加以規範的必要，而這個問題是本文所未能處理的。

內線交易「除罪化/入罪化」的問題，被看作是政治意義大於學術意義的問題。本文以為，真理的追求，應不畏世人之目光為是，一個問題的政治意義濃厚，不會是學術上不值得研究之藉口。回到學術層面，本文以為第四章所提出的內線交易行為人嚇阻作用公式，應能作為分析「除罪化/入罪化」問題的基礎。簡單來說，若能分析究竟是民事賠償或刑事處罰對行為人的負向期望收益影響較大，便能指出究竟是民事求償機制較佳還是刑事處罰的機制較好。接著，再單獨分析若僅是民事求償，其預防效果如何。若分析結果發現，民事求償機制對行為人的負向期望收益影響性，比刑事處罰為大，且單純的民事求償規定，亦有嚇阻作用，應該就可以做出「內線交易規範雖須禁止，卻無以刑事處罰的必要」結論，反之，前述兩個階段的分析步驟，只要任一階段未能通過檢驗，則「除罪化」便有深思商榷的必要。

本文以綱要式的說明，帶出「內線交易『除罪化/入罪化』」的研究方法，雖有方法於此，卻非謂此研究能立即著手進行。本文立場始終一致：若不能以實證研究為理論進行佐證，純理論的探討便失其意義。

本文以為，「內線交易『除罪化/入罪化』」的政治意味濃厚，面對此議題時，應以更嚴謹的方式處理。若沒有足夠的資料，搭配更具學術意義的實證研究方法，這份研究便很難提出足夠的證據說服他人，而正恰好也是此議題研究上的困難點。由於我國內線交易案件量低，意味著能用以進行實證分析的資料量有不足的可能，是以，「內線交易是否須以『刑罰』禁止」的問題並非不能處理，而是可能還得一段日子後，等到實務累積足夠之案件量，且審判者針對內線交易案件已有更成熟的認定標準，方得以進行。

參考文獻

中文專書

- 【1】 王兆鵬，刑事訴訟講義，元照出版有限公司，5版（2010）。
- 【2】 邱忠義，刑法通則新論，元照出版有限公司，初版（2009）。
- 【3】 李建良等著，行政法入門，元照出版有限公司，3版（2006）。
- 【4】 吳巡龍，刑事訴訟與證據法全集，新學林出版股份有限公司，初版（2008）。
- 【5】 林孟皇，金融犯罪與刑事審判，元照出版有限公司，2版（2011）。
- 【6】 林鈺雄，刑事訴訟法（上冊）——總論編，作者自版，6版（2010）。
- 【7】 郭土木，證券交易法論著選輯，三民書局股份有限公司，初版（2011）。
- 【8】 陳松男，金融工程學，新陸書局股份有限公司，2版（2005）。
- 【9】 陳家彬等著，財經犯罪與證券交易法理論實務，新學林出版股份有限公司，初版（2009）。
- 【10】 許福生，犯罪與刑事政策學，作者自版，初版（2010）。
- 【11】 曾宛如，證券交易法原理，元照出版有限公司，6版（2012）。
- 【12】 楊仁壽，法學方法論，三民書局股份有限公司（1994）。
- 【13】 齊力，質性研究方法與資料分析，南華大學社會所，2版（2005）。
- 【14】 廖大穎，證券市場與投資人保護之法理，新學林出版股份有限公司，初版（2011）。
- 【15】 劉連煜，新證券交易法實例研習，作者自版，9版（2011）。
- 【16】 劉連煜，內線交易構成要件，作者自版，初版（2011）。

- 【17】 劉連煜，新證券交易法實例研習，元照出版有限公司，10 版（2012）。
- 【18】 賴英照，股市遊戲規則——最新證券交易法解析，作者自版，2 版（2011）。
- 【19】 簡資修，經濟推理與法律，元照出版有限公司，2 版（2006）。
- 【20】 羅清俊，社會科學研究方法——打開天窗說亮話，威仕曼文化事業股份有限公司，2 版（2010）。

英文專書

- 【1】 Babbie, E., *The Practice of Social Research*(Cengage Learning, 2012).
- 【2】 Baird, D.G., Gertner R.H., Picker R.C., *Game Theory and the Law*(Harvard University Press, Cambridge, MA, 1998).
- 【3】 Carnell, R.S., Macey, J.R., Miller, G.P., *The Law of Banking and Financial Institutions*(Aspen Publishers, New York, NY, 2009).
- 【4】 Cooter, R., Ulen, T., *Law and Economics*(Pearson Addison Wesley, Boston, MA, 2004).
- 【5】 Cox, James D., Hillman, Robert W., Langevoort, Donald C., *Securities Regulation—Cases and Materials*(Aspen Publishers, New York, NY, 2009)
- 【6】 Gibbons, R., *Game Theory for Applied Economists*(Princeton University Press, Princeton, NJ, 1992).
- 【7】 Loss, L., *Fundamentals of Securities Regulation*(Aspen Publishers, New York, NY, 1988)
- 【8】 Hull, J.C., *Fundamentals of Futures and Options Markets*(Pearson Addison Wesley, Boston, MA, 2010).
- 【9】 Posner, R.A., *Economic Analysis of Law*(Aspen Publishers, New York, NY, 2007).

- 【10】Yin, R.K., Applications of Case Study Research(Sage Publications Inc., London, UK, 2012)

中文期刊文章

- 【1】吳巡龍,舉證責任與法院依職權調查證據,檢察新論,第 12 期,頁 177-191 (2012)。
- 【2】胡博硯,授權明確性之要求與空白刑法的規範,月旦法學雜誌,第 193 期,頁 222-229 (2011)。
- 【3】林志潔,美國聯邦最高法院判決與內線交易內部人定義之發展——以 O'Hagan 案為核心,歐美研究,第 41 卷 3 期,頁 849-883 (2011)。
- 【4】林志潔、麻詠真,財經犯罪與內線交易重大消息之判斷——臺北地方法院九十六年度重訴字第一三二號(綠點案)刑事判決評釋,月旦裁判時報,第 10 期,頁 87-95 (2011)
- 【5】林書楷,資本市場刑法——以內線交易與操縱市場罪為中心,月旦財經法雜誌,第 23 期,頁 53-76 (2010)。
- 【6】許玉秀,犯罪階層體系方法論探源,政大法學評論,第 60 期,頁 1-27 (1998)。
- 【7】陳宗豪,從內線交易談「品格證據之非習性用法(Non-Propensity Uses of Character Evidence)」,檢察新論,第 12 期,頁 117-132 (2012)。
- 【8】劉尚志、林三元、宋皇志,走出繼受,邁向立論:法學實證研究之發展,科技法學評論,第 3 卷,頁 1-48 (2006)
- 【9】劉連煜,證券交易法:第二講——內線交易行為主體之最新案例研析,月旦法學教室,第 104 期,頁 57-70 (2011)。
- 【10】劉連煜,內部人交易規範中內部消息「重大性」之認定基準,政大法學

評論，第 56 期，頁 211-221 (1996) 。

【11】 賴英照，內線交易的基礎理論，月旦法學雜誌，第 123 期，頁 172-191 (2005) 。

【12】 賴英照，消息提供人的連帶賠償責任，月旦法學教室，第 104 期，頁 23 (2011) 。

英文期刊文章

- 【1】 Aoki, Reiko & Hu, Jin-Li, *Licensing vs. Litigation: the Effect of the Legal System on Incentives to Innovate*, Journal of Economics & Management Strategy, Vol. 8, No. 1, 133-60(1999).
- 【2】 Baum, Daniel D., *Book Review: Insider Trading and The Stock Market*, Vol.16, No. 2, 456-61(1967).
- 【3】 Beny, Laura N., *Insider Trading Laws and Stock Markets around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate*, 32 J. Corp. L. 237-99(2007).
- 【4】 Brodsky, David M., *Insider Trading and Insider Trading Sanctions Act of 1984: New Wines into New Bottles?*, 41 WASH. & LEE L. REV. 921, 921-42 (1984).
- 【5】 Coase, Ronald H., *The Problem of Social Cost*, 3 J.L.&Econ. 1, 1-44(1960).
- 【6】 Ehrlich, Isaac, *Participation in Illegitimate Activities: A Theoretical and Empirical Investigation*, Journal of Political Economy, Vol.81, No.3, 521-65(1973).
- 【7】 Ehrlich, Isaac, *The Deterrent Effect of Capital Punishment: A Question of Life and Death*, American Economic Review, Vol.65, No.3, 397-417(1975).

- 【8】 Fama, Eugene F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance, Vol.25, No.2, 383-417(1970).
- 【9】 Holmes, Oliver H., *The Path of the Law*, 110 HARV.L.REV.991, 991-1009(1997).
- 【10】 Hughes, Laura E., *The Impact of Insider Trading Regulations on Stock Market Efficiency: A Critique of the Law and Economics Debate and a Cross-Country Comparison*, 23 TEMP. INT'L & COMP. L.J. 479, 493-508(2009).
- 【11】 Laffont, Jean-Jacques & Maskin, Eric S., *The Efficient Market Hypothesis and Insider Trading on the Stock Market*, Journal of Political Economy, Vol.98, No.1, 70-93(1990).
- 【12】 Mandelbrot, Benoit B., *Forecasts of Future Prices Unbiased Market, and "Martingale" Models*, Journal of Business, Vol. 39, No. 1, 242-255(1966).
- 【13】 Samuelson, Paul A., *Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly*, Industrial Management Review, Vol. 6, No. 2, 41-49(1965).
- 【14】 Sutherland, Edwin H., *White Color Criminality*, American Sociological Review, VOL. 5, NO.1, 1-12(1940).

出版中文章

- 【1】 林志潔，「內線交易「實際知悉」要件之舉證與心證門檻——兼論綠點案」。

論文集

- 【1】 胡仁達，〈教父之憾—綠點公開收購案〉，謝易宏主編，《繁華落盡—經典財經案例選粹》，頁 125-154，五南圖書出版股份有限公司，台北 (2009)。

【2】 莊永丞，〈沉默是金？證券交易法「公開揭露或戒絕交易」原則之初探——以內部人戒絕交易為中心〉，《現代公司法制之新課題——賴英照大法官六秩華誕祝賀論文集》，頁 745-766，元照出版有限公司，台北(2005)。

譯著

- 【1】 Coase, R. H.著，陳坤銘等譯，廠商、市場與法律，遠流出版事業股份有限公司，初版（1995）。
- 【2】 Friedman, D. D.著，徐源豐譯，經濟學與法律的對話，先覺出版股份有限公司，初版（2002）。

碩博士論文

- 【1】 呂國平，證券交易法上內線交易的經濟分析，銘傳大學法律學研究所碩士論文（2007）。

樣本資料來源：

- 【1】 法務部，100 年法務統計年報。
- 【2】 司法院，司法統計資料庫。
- 【3】 司法院，法學資料檢索系統。

附件、判決資料整理

法院	案號	被告	被告身分	標的	刑度	行為時	偵查時	起訴時	判決時
台北地院	87,易,3747	乙○○	南港輪胎股份有限公司（南港公司）董事長	南港公司 股票	無罪	86年1月	87年	87年	89年
		甲○○	南港公司常務董事		無罪				
	89,訴,1508	丁○○	於民國84年5月間至87年8月19日止精英電腦股份有限公司（精英公司）負責人	精英公司 股票	無罪	84年	88年	89年	91年
		寅○	廣大興業股份有限公司（廣大公司）之董事兼總經理		有期徒刑5月				
	89,易,1933	甲○○	86年10月起至87年5月18日擔任廣大公司董事	廣大公司 股票	有期徒刑4月	87年	89年	89年	91年
		壬○○	87年5月19日起擔任廣大公司董事		有期徒刑4月				
		丙○○	味全食品工業股份有限公司前董事長		無罪				
	89,訴,302(台鳳案)	黃宗宏	台鳳股份有限公司（以下稱台鳳公司）之董事暨副董事長	台鳳公司 股票	有期徒刑1年8月，併科罰金7仟萬元	86年底	87年	89年	92年
		陳克威			無罪				
	91,訴,845	甲○○	耀文電子工業股份有限公司（下稱耀文公司）協理	耀文公司 股票	無罪	90年	91年	91年	92年
		戊○○	耀文公司監察人		無罪				
	89,易,1110	庚○○	太欣半導體股份有限公司（下稱太欣公司）董事長	太欣公司 股票	無罪	86年	88年	89年	92年
		甲○○	太欣半導體股份有限公司（下稱太欣公司）監事		無罪				
		壬○○			無罪				
		丑○○			無罪				
		子○○			無罪				

		辛○○			無罪				
		癸○○			無罪				
		己○○			無罪				
		乙○○○			無罪				
		乙○○			公訴不受理				
92,易,395		甲○○	大穎企業股份有限公司（下稱大穎公司）監察人		有期徒刑 3 月		88 年	89 年	92 年
		丙○○			無罪				93 年
92,訴,1978	戊○○	宏巨建設股股份有限公司（宏巨公司，於民國 92 年 5 月 6 日變更名稱為興富發建設股份有限公司）之董事長	宏巨公司 股票	有期徒刑 10 月		91 年	92 年	92 年	93 年
93,訴,340	庚○○	清三電子股份有限公司（下簡稱清三公司）之董事兼總經理	清三公司 股票	無罪		91 年	92 年	93 年	94 年
	乙○○	大股東		無罪					
94,易,59	甲○○	迪昂股份有限公司（後改為京達投資股份有限公司）代表人身分擔任亞瑟科技股份有限公司（下稱亞瑟公司）之董事長	亞瑟公司 股票	有期徒刑 5 月，併科罰金新台幣 100 萬元		91 年	92 年	94 年	94 年
	戊○○	凌瑞科技股份有限公司（下稱凌瑞科技）代表人身分，擔任豐銀證券之董事長兼總經理		無罪					
88,訴,849	天○○		台光公司 股票	無罪		88 年	88 年	88 年	94 年
	申○○			無罪					
	黃珍霈			無罪					
	壬○○			無罪					

	辰○○			無罪				
93,訴,1549	丁○○	京華證券公司總經理 (84 年 9 月至 89 年 6 月)		無罪	88 年	91 年	93 年	95 年
94,矚訴,1(勁永)	辛○○		勁永公司 股票	有期徒刑 2 年，併科罰金新台幣 2000 萬元	94 年	94 年	94 年	95 年
	丑○○	臺灣證券交易所股份有限公司上市部中級專員		有期徒刑 1 年 8 月				
	辰○○			有期徒刑 3 年 10 月，併科罰金 1500 萬元				
	庚○○			有期徒刑 1 年 7 月，併科罰金 1000 萬元				
	乙○○			有期徒刑 1 年 8 月				
92,矚重訴,2	C○○	中國國民黨(國民黨)投資事業管理委員會(投管會) 主任委員(89 年 3 月 29 日卸職)	中華開發 工業銀行 股份有限公司 股票	無罪	87 年 6 月起至 90 年 12 月止	91 年	92 年	95 年
94,訴,1049	乙○○	新光金融控股股份有限公司(新光金控公司)暨新光人壽股份有限公司(新光人壽公司)董事長	新光金控 公司股票	無罪	91 年	93 年	94 年	95 年
	丙○○	名師企業管理顧問股份有限公司(名師公司)實際負責人		無罪				
94,訴,1801	丙○○	上櫃公司和平整合資訊股份有限公司(下稱和平資訊 公司)之董事及原始股東	和平資訊 公司	無罪	92 年	93 年	94 年	95 年
95,矚訴,3	壬○○	民國 89 年 8 月 1 日起至同年 10 月 5 日止代理總統府 秘書長職務	上櫃公司 赤崁科技	無罪	91 年	95 年	95 年	95 年

			股份有限公司股票					
95,矚重訴,1	玄○○	趙健銘	台灣土地開發投資股份有限公司股票	有期徒刑 6 年，併科罰金新台幣 3000 萬元	94 年	95 年	95 年	95 年
	甯○○	趙玉柱		內線交易部分處有期徒刑 5 年 6 月，併科罰金新台幣 3000 萬元，犯罪所得新台幣 427 萬 7863 元沒收之				
	C○○	國票綜合證券股份有限公司（國票證券公司）董事		有期徒刑 2 年				
	亥○○	游世一，寬頻房訊公司負責人，熟稔不動產之行情及投資		有期徒刑 4 年 3 月，併科罰金新台幣 6000 萬元，犯罪所得新台幣 427 萬 7863 元沒收之				
	G○○	蘇德建，台灣土地開發投資股份有限公司董事長		有期徒刑 4 年 3 月。				
95,重訴,9	辰○○	93 年 1 月 16 日起至同年 5 月 7 日突破通訊股份有限公司董事長	突破公司股票	無罪	93 年 5 月間	94 年	95 年	95 年
94,訴,1324	甲○○	大華建設股份有限公司（下稱：大華建設公司）董事長	大華建設公司股票	有期徒刑 1 年 2 月	90 年	94 年	94 年	96 年
94,訴,1152	甲○○	民國 87 年間，係股票公開發行上市中國人造纖維股份有限公司（中纖公司）董事長兼總經理	中纖公司股票	無罪	87 年	93 年	94 年	96 年
	丙○○	甲○○之秘書		無罪				

	95,重訴,17	丙○○	茂矽電子股份有限公司（茂矽公司）之總經理	茂矽公司 股票	無罪	91年	94年	95年	96年
		戊○○	92年9月1日自茂矽公司股務資深經理調任股務處副處長並兼任代理資金信用管理業務主管		無罪				
95,訴,1416	丙○○	上櫃公司大霸電子股份有限公司（大霸電子公司）之董事長	大霸電子 公司股票	無罪	93年9月	94年	95年	96年	
	戊○○	大霸電子公司副董事長兼總經理		無罪					
	丁○○	大霸電子公司財務部之資深協理		無罪					
96,重訴,19	乙○○	民國94年3月間起至95年7月間止擔任中國信託金融控股股份有限公司（下稱中信金控）之財務長	兆豐金控 股票	無罪	94年10月7日至 95年1月12日	95年	96年	97年	
	丙○○	93年5月10日起，擔任中信金控遵法主管及中信銀行資深副總經理職務		無罪					
	甲○○	93年間起，擔任中信銀行法人金融事業總管理處金融投資處副處長、副總經理職務		無罪					
97年度金訴 字第1號	甲E○	東森集團總裁	東森國際 公司股票	無罪	被告甲E○、丙1○分別於自95年 11月15日、95年8月2日起陸 續出脫持股	96年	96年	97年	
	丙1○	森暉旅行社、東森得易購公司董事長		無罪					
	H○○	中國力霸股份有限公司（下稱力霸公司）於民國86年6月28日由股東會選任之董事		無罪					
	甲丙○	力華票券金融股份有限公司（下稱力華票券公司）於91年8月2日變更之監察人		無罪					
	辰○○	亞太固網寬頻股份有限公司（亞太固網公司）於95年6月23日改選之董事		無罪					
96,訴,1311	丙○○	上櫃公司九德電子股份有限公司（九德公司）之董事	九德公司	有期徒刑1年10月	95年6月28日起	95年	96年	97年	

		長兼總經理	股票					
95,重訴,170	乙○○	92年11月13日起擔任陽慶電子股份有限公司(陽慶公司)總經理	陽慶公司 股票	有期徒刑6月，減為有期徒刑3月，併科罰金新臺幣50萬元	92年12月3日至93年3月3日止	94年	96年	98年
97,金訴,10	甲○○	上櫃公司正利航業股份有限公司董事長	正利公司 股票	有期徒刑貳年，緩刑5年	95年7月26日起至96年1月30日止	97年	97年	98年
98,金簡,10	甲○○	臺灣工銀證券股份公司副總經理	上櫃公司 弘捷電路	有期徒刑1年10月，緩刑3年	95年8月26日至同年9月25日	97年	98年	98年
	乙○○	長城證券股份有限公司(下稱長城證券公司)營業員	股份有限公司 股票	有期徒刑1年10月，緩刑3年				
97,訴,720	庚○○	上櫃公司鈺創科技股份有限公司(鈺創公司)董事長兼總經理	鈺創公司 股票	無罪	95年2、3月間	96年	97年	98年
	己○○	博望國際股份有限公司法人代表身分出任鈺創公司董事		無罪				
97,金訴,2	丙○○	上櫃公司佳鼎科技股份有限公司董事長	佳鼎公司 股票	無罪	95年12月1日至96年1月15日	97年	97年	98年
	乙○○○	畢達企業股份有限公司負責人		無罪				
97,金訴,4	乙○○	上櫃之福葆電子股份有限公司前董事長	福葆公司 股票	無罪	95年5月18日至同年7月10日止	96年	97年	98年
97,金訴,12	辛○○	弘鼎創業投資股份有限公司(弘鼎創投公司)及宏誠創業投資股份有限公司(宏誠創投公司)董事及總經理	新普科技 股份有限公司 股票	無罪	95年4月24日至同年月28日	96年	97年	99年

98,金易,7	甲○○		金鼎證股票	無罪	94年	98年	98年	99年
	吳○臺			無罪				
	陳○在			無罪				
	劉○樑			無罪				
97,金重訴,8	乙○○	上櫃泰偉電子科技股份有限公司（泰偉公司）董事長 兼總經理	泰偉公司 股票	無罪	94年7月26日起 至同年10月4日 止	95年	97年	99年
96,重訴,132	柯○昌	普訊創業投資股份有限公司（普訊創投公司）董事兼 經理人	綠點公司 股票	有期徒刑9年，併科罰金新 臺幣1億元	95年	96年	96年	99年
	何○卿			有期徒刑8年				
	王○哲			有期徒刑8年				
	林○棟			有期徒刑1年8月，緩刑4 年				
99,金訴,24	駱○仁	97年2月間為倚天公司副董事長	倚天公司 股票	有期徒刑3年10月	97年2月25日、 26日、27日	98年	99年	100年
	吳○銘	緯創資通股份有限公司（下稱緯創公司）法務長		有期徒刑3年6月				
	吳○橒			無罪				
98,金重 訴,20	詹○辛	開立工程股份有限公司（下稱開立公司）總經理兼董 事	同開科技 股份有限 公司股票	有期徒刑3年2月	95年12月25日 起至同年12月 28日止	98年	98年	100年
	朱○美			無罪				
	鄧○華			無罪				
	朱○榮			無罪				
	鄒○英			無罪				

		鄭○興	台灣日光燈股份有限公司（台光公司）之控股公司乾武投資股份有限公司（乾武公司）實際負責人，	台光公司 股票	有期徒刑 1 年 8 月，緩刑 3 年，應向公庫支付新臺幣 60 萬元，犯罪所得新臺幣 124 萬 1852 元沒收	96 年 3、4 月間	100 年	100 年	100 年
100,金訴,14	吳○福	乾武公司所指定代表該公司於台光公司行使法人董事職務之人，並兼任台光公司主任秘書			有期徒刑 1 年 8 月，緩刑 3 年，向公庫支付新臺幣 10 萬元，犯罪所得新臺幣 14 萬 8550 元沒收				
100,金訴,7	王○鐘	復盛股份有限公司董事長特別助理	復盛公司 股票		有期徒刑 1 年 6 月，緩刑 3 年，並應向公庫支付新臺幣 10 萬元。扣案之犯罪所得新臺幣 52 萬 6786 元沒收。	96 年 3 月 7 日至 5 月 3 日	98 年	100 年	100 年
97,金重訴,6	詹○德				無罪				
	陳○昕	富邦人壽保險股份有限公司（富邦人壽公司）財務部投資科資深副理			有期徒刑 2 年，緩刑 5 年				
	江○勇				有期徒刑 1 年 10 月，緩刑 4 年				
	吳○興				有期徒刑 1 年 8 月，緩刑 4 年				
	關○鈞	晶磊半導體股份有限公司（下簡稱晶磊公司）董事長			有期徒刑 5 年 6 月				
	蘇○嵐				有期徒刑 4 年 6 月				
	林○猛				無罪				

		林○和			有期徒刑 4 年，併科罰金新台幣 1000 萬元				
士林地院	96,訴,1340	許○敏	中國人壽保險股份有限公司(中壽公司)之副總經理	中壽公司 股票	無罪	94 年 3 月 24 日	95 年	96 年	101 年
		許○君			無罪				
		賴○財	前中壽公司副總經理		無罪				
		江○真			無罪				
	95,金重訴,2	丙○○	丙○○係皇統科技股份有限公司之代表人	皇統公司 股票	無罪	93 年 9 月 1 日到 9 月 15 日	95 年	95 年	96 年
		丑○○	皇統公司總管理處副總經理		無罪				
	96,金重 訴,1(與 99, 金重訴緝,2 同)	郭○村	88 年 7 月起於建昊公司擔任副總經理	鼎大科技 股份有限 公司股票	有期徒刑 2 年，緩刑 5 年， 並向公庫支付新臺幣 200 萬 元(與炒作股價從一重處斷)	92 年 8 月 28 日起 至同年 9 月 30 日 止	94 年	96 年	97 年
		陳○梅	鼎大科技股份有限公司協理		有期徒刑 1 年 8 月，緩刑 4 年，並向公庫支付新臺幣 150 萬元				
	96,訴,1135	丙○○	品佳股份有限公司」(品佳公司)總經理	品佳公司 股票	有期徒刑 3 年 2 月	94 年 2 月 16 日起 至 94 年 3 月 24 日止	95 年	96 年	97 年
		己○○	品佳公司總經理室專案經理		無罪				
	98,審金訴,6	丙○○	上櫃公司豪勉科技股份有限公司董事長	豪勉公司 股票	有期徒刑 1 年 8 月，均緩刑 2 年，自動繳交之犯罪所得 新臺幣 460 萬 2192 元沒收之	95 年 2 月 17 日起 至同年 5 月 30 日 止	98 年	98 年	98 年
		戊○○	上櫃公司豪勉科技股份有限公司經理人		有期徒刑 1 年 8 月，均緩刑 2 年，自動繳交之犯罪所得				

				新臺幣 460 萬 2192 元沒收之 有期徒刑 1 年 8 月，均緩刑 2 年，自動繳交之犯罪所得 新臺幣 460 萬 2192 元沒收之				
98,審 訴,15	乙○○	上櫃公司豪勉科技股份有限公司經理人		有期徒刑 2 年。緩刑 4 年， 並應於本案判決確定時起陸 6 月內，向公庫支付新臺幣 15 萬元。扣案之犯罪所得新 臺幣 228 萬 2640 元沒收	94 年 10 月底、11 月初	98 年	98 年	
	乙○○	龍巖人本服務股份有限公司（龍巖公司）監察人		有期徒刑 2 年。緩刑 4 年， 並應於本案判決確定時起陸 6 月內，向公庫支付新臺幣 15 萬元。扣案之犯罪所得新 臺幣 228 萬 2640 元沒收			99 年	
	甲○○	大漢建設股份有限公司（大漢公司）董事		有期徒刑 2 年。緩刑 4 年， 並應於本案判決確定時起陸 6 月內，向公庫支付新臺幣 15 萬元。扣案之犯罪所得新 臺幣 228 萬 2640 元沒收				
99,金重訴 緝,2(與 96, 金重訴,1 同)	陳○清		鼎大科技 股份有限 公司股票	有期徒刑 2 年，緩刑 5 年， 並向公庫支付新臺幣 500 萬 元(與炒作股價從一重處斷)	92 年 8 月 28 日起 至同年 9 月 30 日 止	94 年	99 年	
99,金訴,6	盧雅雯	福聚股份有限公司（福聚公司）投資處投資長兼發言 人	福聚公司 股票	無罪	96 年 5 月 28 日、 96 年 6 月 1 日	98 年	99 年	
新北地院	92,金重訴,2	乙○○	訊碟科技股份有限公司（訊碟公司）董事長	訊碟公司 股票	有期徒刑 1 年 6 月，併科罰 金新台幣 250 萬元	89 年 8 月 19 日起 至 10 月 26 日止	91 年	92 年
		甲○○○	訊碟公司之董事		有期徒刑 1 年，併科罰金新			92 年

				台幣 100 萬元				
	丁○○			有期徒刑 7 月，併科罰金新台幣 100 萬元	89 年 8 月 25 日起至 10 月 24 日			
92, 金重訴, 4(92, 金重訴, 5)	壬○○	皇旗資訊股份有限公司(皇旗資訊公司)董事長	皇旗資訊公司股票	無罪	89 年 8 月 25 日至 31 日	91 年	92 年	95 年
	辛○○	皇旗資訊公司之董事並擔任協理		無罪				
	丁○○			無罪				
	己○○			無罪				
	甲○○			無罪				
95, 金訴, 2	乙○○	「品佳股份有限公司」(品佳公司)設於香港之關係企業「品佳電子有限公司」之副董事長	品佳公司股票	有期徒刑 3 年 2 月	94 年 3 月 16 日起至 25 日	95 年	95 年	96 年
	甲○○			有期徒刑 3 年 3 月				
96, 訴, 735	丙○○	上櫃公司十美企業股份有限公司(下稱十美公司)之董事長兼總經理	十美公司股票	有期徒刑 1 年 2 月，減為有期徒刑 7 月	92 年 12 月 26 日	94 年	96 年	97 年
	丁○○	十美公司副總經理		有期徒刑 1 年，減為有期徒刑 6 月				
95, 金訴, 1	戊○○	上櫃公司智基科技開發股份有限公司(智基公司)董事長	智基公司股票	無罪	93 年 4 月 14 日起迄 30 日	94 年	95 年	97 年
	乙○○	智基公司之董事		無罪				
96, 訴, 3355	乙○○	琨詰科技股份有限公司(於 96 年 4 月 23 日更名為勝昱科技股份有限公司)董事長	琨詰公司股票	有期徒刑 1 年 8 月，緩刑 3 年，並應向國庫支付新台幣 120 萬元	95 年 3 月 20 日至 95 年 5 月 5 日	96 年	96 年	98 年
	丁○○	琨詰公司董事		有期徒刑 1 年 6 月，減為有				

				期徒刑 9 月，緩刑 3 年，並應向國庫支付新台幣 50 萬元				
	庚○○	現詰公司之副總經理		有期徒刑 1 年 10 月。緩刑 4 年，並應向國庫支付新台幣 200 萬元				
97, 金重 訴, 2 (96, 金重 訴, 2)	卯○○	英華達股份有限公司（英華達公司）董事長	英華達公 司股票	無罪	95 年 2 月間	96 年	97 年	99 年
	戌○○			無罪				
	未○○			無罪				
	己○○			無罪				
	天○○			無罪				
	寅○○			無罪				
	巳○○			無罪				
	戌○○			無罪				
	丙○○			無罪				
	申○○			無罪				
	賴○陵			無罪				
	酉○○			無罪				
	何少鈴			無罪				
98, 金訴, 2	壬○○	臺灣工業銀行股份有限公司（臺灣工銀）投資管理部 經理	展茂光電 股份有限 公司股票	有期徒刑 1 年 10 月	96 年 2 月 13 日至 14 日間	97 年	98 年	99 年
	丁○○	展茂光電總經理		無罪				

97,金訴,2	辛○○	聲寶股份有限公司（聲寶公司）總經理	志合公司 股票	有期徒刑2年，緩刑5年，並應向公庫支付新臺幣40萬元	95年6、7月間	97年	97年	99年
	壬○○			有期徒刑1年8月，緩刑3年。犯罪所得新臺幣26萬2350元連帶沒收之				
	甲○○			有期徒刑1年8月，緩刑3年，並應各向公庫支付新臺幣10萬元				
	丁○○			有期徒刑1年8月，緩刑3年，並應各向公庫支付新臺幣10萬元				
	戊○○			有期徒刑1年8月，緩刑3年，並應各向公庫支付新臺幣10萬元				
98,金訴,4	陳○福		名鐘公司 股票	無罪	97年4月24日至 97年5月9日	97年	98年	99年
	周○生	上櫃公司名鐘科技股份有限公司（下稱名鐘公司）之總經理		有期徒刑3年6月				
	陳○宏			無罪				
	陳○銘			無罪				
	江○玲	名鐘公司訂單處理中心經理		有期徒刑3年4月				
98,金訴,1	呂○妮	勁永國際股份有限公司（勁永公司）之董事長	勁永公司	無罪	93年7月26日後	97年	98年	100年

			股票		至同年 8 月 26 日			
	楊○平	台翰精密科技股份有限公司（台翰公司）之董事長	台翰公司 股票	有期徒刑 1 年 8 月，緩刑 3 年，並應向公庫支付新臺幣 40 萬元	97 年 4 月間	99 年	99 年	100 年
99,金訴,19	鄭○儘	台翰公司總經理兼董事		有期徒刑 1 年 10 月，緩刑 3 年，並應向公庫支付新臺幣 150 萬元				
	黃○凌	台翰公司海外事業部副總經理		有期徒刑 1 年 6 月，緩刑 2 年，並應向公庫支付新臺幣 5 萬元				
	呂○洲	公司員工		有期徒刑 1 年 6 月，緩刑 2 年，並應向公庫支付新臺幣 3 萬元				
99,金訴,1	曾○璋	仕欽科技股份有限公司（下稱仕欽公司）董事長		無罪				
	黃○英	仕欽公司董事長特助（顧問），為仕欽公司實際負責 財務之經理人		無罪				
	曾○來	仕欽公司榮譽董事長		無罪				
	丁○玲	常駐佛山市任鑫曜科技五金有限公司採購經理		無罪				
	江○誠	仕欽公司大陸華東地區副總經理		無罪				
	張○亮			無罪				
	張○妍			無罪				
	黃○花			無罪				

