

科技部補助專題研究計畫成果報告 期末報告

「證券詐欺」概念下的責任立法論——內線交易之歐陸法 研究

計畫類別：個別型計畫
計畫編號：NSC 102-2410-H-005-023-
執行期間：102年08月01日至103年07月31日
執行單位：國立中興大學法律學系

計畫主持人：廖大穎

處理方式：

1. 公開資訊：本計畫可公開查詢
2. 「本研究」是否已有嚴重損及公共利益之發現：否
3. 「本報告」是否建議提供政府單位施政參考：否

中華民國 103 年 10 月 15 日

中文摘要：我國證券交易法第171條第1項第1款明文「違反第157條之1第1項之規定者」，處以重刑併科重罰，自內線交易已廣為市場市場投資大眾所理解，但立法以來，因規範內線交易的構成要件不明確，不僅為學術界所詬病，而在實務上，亦因刑法的謙抑思想與法條適用，是否過與不及的疑慮，致生在法院刑事統計上，雖內線交易起訴者眾，但定罪者少。再且，相較於日本法，我國證券交易法第157條之1第3項民事賠償制度的設計，基於內部人利用內部資訊獲得證券市場上不當之利益，則在法理的相對概念上，賦予受害之投資人請求損害賠償的立法思維是值得肯定的；惟內線交易是否致生投資人的損害？這爭議在日本，目前似亦無共識。

中文關鍵詞：證券詐欺、美國法、日本法、台灣法、內線交易

英文摘要：Taiwan and Japan both belong to the Law Euro-Continental law country, which clearly distinguish the civil and criminal liabilities from the relationship between the fact, the causation, the damage and the fact, the intention. For this project is a research to focus on the Securities Fraud Concept study regarding the the insider trading, manipulation and misrepresentation regulations in Japan law. Here is the first stage among the research project parts, to analyze the relationship of the securities fraud concept and the insider trading liability in Japanese Law

英文關鍵詞：Securities Fraud, America Law, Japan Law, Taiwan Law, Insider Trading

行政院科技部專題研究計劃成果報告
「證券詐欺」概念下的責任立法論(1/3)
—內線交易之歐陸法(日本法)研究
計劃編號：NSC-102-2410-H-005-023-
執行期限：102年08月01日至103年07月31日
主持人：廖大穎 國立中興大學法律學系

壹、目錄

壹、目錄

貳、報告內容

一、前言

二、研究目的——不法的內線交易行為與合理的法律設計

三、文獻探討

四、研究方法

五、結果與討論——比較日本法上的內線交易責任立法與心得分享

(一) 我國證券交易法第157條之1第3項的錯置規定

(二) 英美法系的民事懲罰金制度與歐陸法系思維之歧異

(三) 歐陸法系調整美國法民事懲罰金(civil penalty)的日本課徵金制度

參、參考文獻

肆、計劃成果自評

貳、報告內容

一、前言

日本是個傳統歐陸法系的國家，但在戰後60年的發展，受到英美法的影響很深，1948年的證券交易法即是當時參酌美國法的新法典之一。本研究計劃之所以日本公司法與證券交易法上市場不法行為與責任立法之發展

為對象，其緣由乃有鑑於我國與日本法制的密切關係，相當深遠。不論是法典制定之歷史淵源、證券市場組織或運作之法制規範內容等，二者同屬歐陸法系的成員，又具地緣關係、社會文化背景相近的諸多因素，這就證券不法責任議題的日本法制研究，對於我國法而言，的確存在深入探討的價值。

因此，本研究計劃係本於國科會鼓勵學者申請多年期研究計畫之初衷，擬針對本次所規劃證券市場不法行為責任與日本法制之研究計畫案，預定依序就以下三個議題，作完整性、有系統性的追蹤與探討：(1) 內線交易行為責任與立法。(2) 操縱市場行為責任與立法。(3) 企業揭露不實資訊行為與立法。

二、研究目的

——不法的內線交易行為與合理的法律設計

我國證券交易法第171條第1項第1款明文「違反第157條之1第1項之規定者」，處以重刑併科重罰，自內線交易已廣為市場市場投資大眾所理解，但立法以來，因規範內線交易的構成要件不明確，不僅為學術界所詬病，而在實務上，亦因刑法的謙抑思想與法條適用，是否過與不及的

疑慮，致生在法院刑事統計上，雖內線交易起訴者眾，但定罪者少。再且，相較於日本法，我國證券交易法第157條之1第3項民事賠償制度的設計，基於內部人利用內部資訊獲得證券市場上不當之利益，則在法理的相對概念上，賦予受害之投資人請求損害賠償的立法思維是值得肯定的；惟內線交易是否致生投資人的損害？這爭議在日本，目前似亦無共識。

三、文獻探討

相關本階段的研究計畫議題，就日本法上內線交易的研究，以商法學的代表性著作，例如ルイロス=矢澤惇『アメリカと日本の証券取引法』，鈴木竹雄=河本一郎『證券交易法』，河本一郎=大武泰南『金融商品取引法讀本』，神崎克郎=志谷匡史=川口恭弘『金融商品交易法』，近藤光男=吉原和志=黑沼悅郎『金融商品取引法』，山下友信=神田秀樹『金融商品取引法概論』，島袋鐵男『インサイダー取引規則』，森田章『インサイダー取引』，栗山修『証券取引規則の研究』，黑田悅郎『証券市場の機能與不正取引の規制』，竹内昭夫「內部者取引」證券研究、龍田節「內部者取引の效果に関する立法論的考察」『企業法の研究』等傳統文獻外，亦對外國法制的內線交易研究，資料甚多。比方是針對外國法內線交易的介紹、分析與批判，例如神崎克郎「米國における內部者取引規制の展開」民商法雜誌、松井一郎「アメリカにおける內部者取引擁護論の展開」『現代商法法の重要問題』、近藤光男「內部者

取引」『証券取引法大系』、石角完爾「米國の內部取引規則の批判的檢討」商事法務、岸田雅雄=近藤光男=黑沼悅郎『アメリカ商事判例研究』、『新アメリカ商事判例研究』等美國法研究；當然，其亦針對歐盟內線交易規則的介紹與分析，例如神崎克郎「內部者取引の規制に関する各國法の動向」ジュリスト、江頭憲治郎「フランスにおける內部者取引制度」證券研究、前田重行「西ドイツにおける內部者取引制度」證券研究、涉谷光子「イギリスにおける內部者取引制度」、島山久志「ヨーロッパ（EU）內部者取引規制の見直論議」青山法學、神崎克郎=龍田節『歐米における証券取引法の改革』等，研究歐盟內線交易制度之書籍及諸多期刊論文不少。其次，相對於美國、歐盟內線交易制度之研究資料，日本自己亦建構證券交易法之內線交易規範的不同設置與突破，簡就新近文獻部分，例如神崎克郎=龍田節『金融ミステム改革と証券取引制度』、梅本剛正『現代の証券市場と規制』、乃至於神田秀樹=黑沼悅郎=松尾直彦『金融コンメンタール（1）（2）（3）（4）』、岡田大=吉田修=大和弘章「市場監視機能の強化のための証券取引法改正の解説」商事法務、三井秀範『課徴金制度と民事賠償責任』、中村聰「課徴金制度の課題と展現」、川口恭弘「課徴金制度の見直し」ジュリスト等，不一一列舉。

然，我國關於日本法或歐陸法的內線交易制度研究，國內資料相對不多，僅例如林國全「證交法第157條之1內部人禁止規定之探討」政大法

學、「日本證券交易法第190條之2 內部人交易之禁止」證券管理、廖大穎「資訊不當流用與證券交易法第157條之1」月旦財經法雜誌、洪秀芬「德國證券交易法對內線交易之探討」月旦財經法雜誌、陳彥良「歐盟、德國內線交易法治發展」中正法學等文獻，質與量仍明顯不足，有待國人再繼續深入。

四、研究方法

本研究計畫的第一階段——禁止內線交易的責任立法論，這是偏向日本證交法的基礎研究。

因此，在方法論上，除代表性司法判決之研議外，亦擬從比較法學與資本市場的務實觀點，檢討日本、美國証交法制的設計，並深入探討日本法上相關禁止內線交易在民法上、刑法上責任的議題。其次，本計畫之研究步驟，則採文獻分析法與制度比較法的方式，多方收集日本相關證券市場判例法制演變的前後資料，重視文獻的內容整理與資訊分析，並進一步研議、分析其對現行企業運作與法律秩序的實質影響層面。

五、結果與討論

——比較日本法上的內線交易責任立法與心得分享

(一)我國證券交易法第157條之1第3項的錯置規定

關於內線交易與對投資人之損害賠償問題，我國證券交易法第157條之1第3項明文「違反前二項規定者，對於當日善意從事相反買賣之人…，

負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將賠償額提高至三倍」，稱為懲罰性損害賠償；然，究其設計，一般論者認為內部人違反禁止於消息未公開前，買賣股票等行為情節重大者，得將賠償額提高至三倍之我國立法，期以收嚇阻內線交易之故。

惟依民國77年證券交易法部分條文修正，所增訂第157條之1的規定，並無特別說明其立法理由何在？僅在當時行政院版的修正草案總說明強調，「參照美國之立法例，增訂第157條之1，明訂違反禁止規定者，除應對善意從事相反買賣之人負賠償責任，並於第175條增訂罰則，以保障投資人利益及維護證券市場之正常發展」；然，針對我國法的如此規定，學者間輒有質疑的聲音，謂我國法准許原告三倍受償之立法，其不僅非美國制度之原型，而且規定本身的妥適性，亦有值得再檢討之處，尤有甚者乃如此規定，恐將適得其反，致生請求權人有「不當」利得之虞。因此，本文乃藉由本案最高法院駁回未具表明原審判決違背法令之上訴，間接支持下級審法院認定「現行證券交易法第一百五十七條之一關於損害賠償之計算，亦係法律擬制之方式計算內線交易行為人應負賠償責任額，而非以善意從事相反買賣之人之損害為計算基礎」，而諭示本案上訴人從事股票交易是「違反平等取得資訊原則，並藉此獲得鉅額利潤，情節自屬重大，被上訴人於…規定請求上訴人連帶賠償以消息未公開前其買入股票之價格與消息公開後十個營業日收盤平均價格差額三倍之賠償…」的見解，解析證

券交易法第 157 條之 1 第 3 項的現行法規定，恐是個錯置的懲罰性損害賠償立法。

就美國法上之於內線交易的損害賠償制度，特色與其說是在 1934 年證券交易法第 20A 條之對同一時期交易人責任 (Liability to Contemporaneous Traders for Insider Trading)，不如說是在第 21A 條的民事懲罰金 (Civil Penalties for Insider Trading) 制度。前者，係 1988 年美國國會通過的「內部人交易與證券詐欺法案 (Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988)」，增訂 1934 年證券交易法第 20A 條「內部人交易對同一時期交易人責任」的規定，第 a 項明文持有未公開、重要訊息之人，違反本法或證管會規則買賣有價證券者，對同一時期從事善意相反買賣之投資人，負損害賠償責任，而第 b 項第 1 款則限定上述的責任範圍，不得踰越違反法令之內部人交易所獲得的利益或所回避的損失額為度；相較於此，後者是 1984 年美國國會通過內部人交易制裁法案 (Insider Trading Sanction Act of 1984)，增訂 1934 年證券交易法第 21A 條，賦予證管會得依本規定向法院提起民事懲罰金訴訟，亦即證管會得對持有未公開、重要訊息之人，違反本法或相關證管會規則，買賣有價證券者，在其所獲得利益或所回避損失額度之 3 倍範圍內，請求法院處以民事懲罰金。當然，上述如此三倍懲罰金的給付對象，不是原告證管會，亦不是投資人，而是繳交國庫。

簡而言之，從美國 1934 年證券交易

法第 21A 條的規定觀之，吾人不難理解此制度之目的，其立法不在於彌補投資人之損害賠償，而是懲處，即在民事上應不容許內線交易行為人，享有內線交易的不法利得，因而明訂三倍的懲罰性制度，以儆效尤；因此，論者認為主管機關之所以訴請法院的民事懲罰金，其性質上不但非屬歐陸法系的刑事罰金，且亦與行政法上的罰鍰，有所不同，由行政機關向法院請求裁判定，而屬於美國法上獨特的制度之一。至於為鼓勵知情人士提供不法人士涉及內線交易訊息起見，美國 1934 年證券交易法第 21A 條 (e) 項亦特別明定在課徵內部人繳交國庫的民事懲罰金，允許提撥額度 10% 之範圍，作為獎賞其行為。職是，美國法上民事懲罰金的如此規定，的確與我國民事法上的損害賠償概念不同外，當然亦與證券交易法第 157 條之 1 第 2 項的損害賠償立法本旨，大異其趣。

(二) 英美法系的民事懲罰金制度與歐陸法系思維之歧異

當然，相關懲罰性的損害賠償制度，一般認為其乃英美法制史上的產物之一；惟就此言之，論者有謂懲罰性損害賠償，雖於目的上，或有填補損害、嚇阻不法行為、報復懲罰等諸多功能，誠為一般英美法學者所支撐的立論，然究其三倍懲罰效益，實屬「準刑事罰」之本質，因而為我國民法學者所批評，指摘如此的懲罰性賠償金，其核心價值，寓有報復加害人與懲罰加害人的刑罰基礎。承上，從我國證券交易法上的懲罰性賠償金制度，比較觀察美國 1934 年證券交易法第 21A 條之規定，亦不難發現兩者間

如下的差異：一是1934年法第21A條的懲罰性賠償對象，非投資人，而是繳交國庫；易言之，美國法上如此賠償制度的性質，的確非屬歐陸法系的損害賠償概念，因有報復懲罰的目的，稱為「準刑事罰」是有道理的，惟如依我國法上的認識，在某種概念上又有「行政罰」的性質，但又有所不同。二是1934年法第21A條的懲罰性賠償金制度，其懲罰的對象是對持有未公開的重要訊息之人，因違反規定買賣有價證券而所獲得利益或所回避損失的不法行為，屬於回吐不法利益的懲罰性處分；質言之，如此判決市對內線交易行為人之一種懲處，不僅不允許公司內部人藉由未公開之訊息，獲取利益或回避損失，且由法院得在獲益額度的3倍範圍內，斟酌處罰行為人，此實非屬填補損害之概念。

職是，就此懲罰性賠償的英美國家判決及執行的程序上，歐陸法系國家之所以不承認英美法系懲罰性賠償金的理由，論者認為其乃在於制度設計上的懲罰與嚇阻目的，此與民事上回復原狀之填補性損害賠償的本質迥異；因此，英美法上的懲罰性賠償金是較類似於刑事罰或行政罰，性質上應屬於刑事法或行政法所規範的內容，在歐陸法系國家，尤其是私法領域上，不應承認。至於我國法上的懲罰性賠償制度？自1988年證券交易法部分條文修正開啟先河，增訂第157條之1第3項「違反前二項規定者，對…之人負損害賠償責任；其情節重大者，法院得…，將責任限額提高至三倍」之立法以來，肯定英美法上的懲罰性賠償金，作為損害賠償之民事責任制度，因而備受民法學者之批

評；易言之，歐陸法系民法學者們認為民事上侵權行為之損害賠償，其目的是填補受害人之損害，填補損害則無另使受害人獲取額外的利得，而如此三倍的懲罰性損害賠償，其立論不僅存有懲罰及嚇阻的目的外，尚有額外利得的不可思議的效果，或屬立法上的意外。一言以蔽之，懲罰性損害賠償制度而言，這實非民法所應處理的層面；當然，在傳統的歐陸法系國家認為懲罰性損害賠償與填補性損害賠償制度間，法制目的是相違的，因而在法理上懲罰性的損害賠償，恐被認為是違反公序良俗、過度扭曲民事責任之一種異類發展。

（三）歐陸法系調整美國法民事懲罰金（civil penalty）的日本課徵金制度

承上所指摘的，英法法系的懲罰性損害賠償制度，一直是歐陸法系學者所質疑的矛盾之一，歐陸法系的日本亦是如此，惟問題是內線交易之於證券市場的可非難性，似乎是各國政府一致的觀點，縱然在法制上設有民刑事責任規範，但就內線交易之訴追民刑責任事件言之，日本政府亦不諱言，坦承證券交易監視委員會自1991年成立以來，行使有關違反證交法行為之刑事告發及行政處分權限，相較於美國證管會所處理之件數，則有明顯差距之事實。尤其是在課予刑事責任部分，因國家刑罰權之行使，對違法者將產生重大影響之故，所以刑罰權之運用，原本就應本於謙抑思維，謹慎為之；職是，在內線交易的判斷上，雖屬違法行為，但其違法性，實不至於課處刑事責任的行為……，但如不課刑的相對效果，反而是一種對

內線交易的縱容。

申言之，日本政府深陷於經濟犯罪之內線交易與謹慎發動國家刑罰權的矛盾，進而期待證券交易監視委員會能夠再提升其作用，認為該委員會不宜侷限於判斷違法行為是否應行刑事告發或應處以行政處分之機能，且有鑑於刑罰謙抑思想的大前提下，實有必要重新建構違反證券交易法與行為制裁的新式設計，同時亦認為該委員會的實質監控能力是維繫投資大眾對證券市場之信心，以有效扼止違法行為之一再發生，確立市場秩序與法律規範的尊嚴。因此，就違反證券交易法行為人與不法利得之間，所謂「課徵金制度」，即是基於特定目的之實現與確保社會正義的理念下，對當事人剝奪因其違法行為，所獲得的經濟上不法利得，以降低違法行為之經濟性誘因；當然，因課徵金與刑罰之所以對系爭反社會、反道德的違法行為，所作為之制裁，但兩者不僅規範不同，且其間之立法目的亦不同一。

簡單而言，歐陸法系日本的課徵金制度係著眼於禁止保有違法行為所得之不當利益，並非處罰行為人，因而課徵金的計算，基本上係以有價證券買賣價格與重要訊息公開後該有價證券價格之差額，作為課徵追繳行為人吐出不法利益之限度。

參、參考文獻

〔1〕 15 U.S.C. 78t-1, Liability to Contemporaneous Traders for Insiders Trading

〔2〕 15 U.S.C. 78u-1, Civil Penalties for Insider Trading.

〔3〕 平成15年12月14日金融庁金融審議會金融分課會第一科會報告「市場機能の中核とする金融システムに向けて」，<http://www.fsa.go.jp/>

〔4〕 Thomas L. Hazen & David L. Ratner, Securities Regulation (9th ed., 2006)

〔5〕 陳聰富/許士宦/沈冠伶/陳忠五『美國懲罰性賠償金判決及執行』(學林·2004年)

肆、計劃成果自評

承前所述，本研究計劃係本於國科會鼓勵學者申請多年期研究計劃之初衷，擬針對本次所規劃日本證券市場上不法行為與責任立法之研究計畫案，預定就以下三個議題，依序作完整性、有系統性的追蹤與探討：(1) 內線交易行為責任與立法。(2) 操縱市場行為責任與立法。(3) 企業揭露不實資訊行為與立法。

本研究計畫的第一階段——內線交易之不法責任，有鑑於日本近年來財經法制的調整，部份受到美國法制的影響頗巨。因此，在方法論上，除代表性司法判決之研議外，亦擬從比較法學與企業管理的務實觀點，檢討日本、美國公司法制的設計，就日本法所建構之責任制度，剖析法理與實務上的證券法制與其實際的意義，並擬就其與經濟效益，試圖進行實證分析。他山之石，足以攻錯；正如本研究計畫之方法與步驟，其不僅適足以掌握日本公司、證券法制之立法工作與產業趨勢，而且對於美國目前公司、證券法學發展的現況，亦得藉由本研究計畫之深入分析與研討，釐清

我國證券市場上企業的法理設計，期能為國內公司、證券法制方面的研究，提供一份實證法學上的文獻資料。尤其是我國正面臨全球經濟環境之急速變遷，如何掌握公司、證券法制的革新？在證券市場與不法行為人責任的立法政策上，主持人深深認為本研究計畫的成果，當有相當積極而

正面意義的參考價值存在。當然，在這學年度的工作範圍內，當是以完成一篇學術論文為主要的研究成果，而相關本專題研究之成果，繼續於法學期刊上再發表「內線交易與責任立法」的心得，以提供我國產官學界，財經法制上對於內線不法責任問題之研究。

科技部補助計畫衍生研發成果推廣資料表

日期:2014/10/15

科技部補助計畫	計畫名稱: 「證券詐欺」概念下的責任立法論——內線交易之歐陸法研究
	計畫主持人: 廖大穎
	計畫編號: 102-2410-H-005-023- 學門領域: 商事財經法
無研發成果推廣資料	

102 年度專題研究計畫研究成果彙整表

計畫主持人：廖大穎		計畫編號：102-2410-H-005-023-				計畫名稱：「證券詐欺」概念下的責任立法論——內線交易之歐陸法研究	
成果項目		量化			單位	備註（質化說明：如數個計畫共同成果、成果列為該期刊之封面故事...等）	
		實際已達成數（被接受或已發表）	預期總達成數（含實際已達成數）	本計畫實際貢獻百分比			
國內	論文著作	期刊論文	0	1	100%	篇	
		研究報告/技術報告	0	0	100%		
		研討會論文	0	0	100%		
		專書	0	0	100%		
	專利	申請中件數	0	0	100%	件	
		已獲得件數	0	0	100%		
	技術移轉	件數	0	0	100%	件	
		權利金	0	0	100%	千元	
	參與計畫人力（本國籍）	碩士生	0	3	100%	人次	
		博士生	0	0	100%		
		博士後研究員	0	0	100%		
		專任助理	0	0	100%		
國外	論文著作	期刊論文	0	0	100%	篇	
		研究報告/技術報告	0	0	100%		
		研討會論文	0	0	100%		
		專書	0	0	100%		章/本
	專利	申請中件數	0	0	100%	件	
		已獲得件數	0	0	100%		
	技術移轉	件數	0	0	100%	件	
		權利金	0	0	100%	千元	
	參與計畫人力（外國籍）	碩士生	0	0	100%	人次	
		博士生	0	0	100%		
		博士後研究員	0	0	100%		
		專任助理	0	0	100%		

<p style="text-align: center;">其他成果</p> <p>(無法以量化表達之成果如辦理學術活動、獲得獎項、重要國際合作、研究成果國際影響力及其他協助產業技術發展之具體效益事項等，請以文字敘述填列。)</p>	<p>無</p>
---	----------

	成果項目	量化	名稱或內容性質簡述
科 教 處 計 畫 加 填 項 目	測驗工具(含質性與量性)	0	
	課程/模組	0	
	電腦及網路系統或工具	0	
	教材	0	
	舉辦之活動/競賽	0	
	研討會/工作坊	0	
	電子報、網站	0	
	計畫成果推廣之參與(閱聽)人數	0	

科技部補助專題研究計畫成果報告自評表

請就研究內容與原計畫相符程度、達成預期目標情況、研究成果之學術或應用價值（簡要敘述成果所代表之意義、價值、影響或進一步發展之可能性）、是否適合在學術期刊發表或申請專利、主要發現或其他有關價值等，作一綜合評估。

1. 請就研究內容與原計畫相符程度、達成預期目標情況作一綜合評估

達成目標

未達成目標（請說明，以 100 字為限）

實驗失敗

因故實驗中斷

其他原因

說明：

2. 研究成果在學術期刊發表或申請專利等情形：

論文： 已發表 未發表之文稿 撰寫中 無

專利： 已獲得 申請中 無

技轉： 已技轉 洽談中 無

其他：（以 100 字為限）

3. 請依學術成就、技術創新、社會影響等方面，評估研究成果之學術或應用價值（簡要敘述成果所代表之意義、價值、影響或進一步發展之可能性）（以 500 字為限）

本計畫之內線交易不法責任為議題的研究，有鑑於日本近年來財經法制的調整，部份受到美國法制的影響頗巨。因此，在方法論上，除代表性司法判決之研議外，亦擬從比較法學與企業管理的務實觀點，檢討日本、美國公司法制的設計，就日本法所建構之責任制度，剖析法理與實務上的證券法制與其實際的意義，並擬就其與經濟效益，試圖進行實證分析。他山之石，足以攻錯；正如本研究計畫之方法與步驟，其不僅適足以掌握日本公司、證券法制之立法工作與產業趨勢，而且對於美國目前公司、證券法學發展的現況，亦得藉由本研究計畫之深入分析與研討，釐清我國證券市場上企業的法理設計，期能為國內公司、證券法制方面的研究，提供一份實證法學上的文獻資料。尤其是我國正面臨全球經濟環境之急速變遷，如何掌握公司、證券法制的革新？在證券市場與不法行為人責任的立法政策上，主持人深深認為本研究計畫的成果，當有相當積極而正面意義的參考價值存在。