

下3個要件者，消息受領人才成立內線交易：

1. 消息傳遞人違反信賴義務而洩漏消息。
2. 消息受領人明知或可得而知消息傳遞人違反信賴義務。
3. 消息傳遞人因洩漏消息而獲得個人利益（含金錢或情感利益）。

筆者的話

雖然我國學說及實務見解，多半仍參考Dirks案之標準，但美國法院2014年的Newman案對於上開3個要件的第2、3個要件進行限縮。該案法院認為消息受領人必須「明知」（不含可得而知），消息傳遞人「違反信賴義務」且「因洩漏消息而獲得個人利益」（僅明知違反信賴義務仍不夠）。此外「個人利益」，應作限縮解釋，限於「具有一定金錢價值」的利益（不含情感利益）。此理論旨在防止美國法逐漸往打擊範圍較廣的市場論滑動，恪遵相對限縮的關係論精神¹⁷。

（三）O'Hagan案以「私取理論」（misappropriation theory）擴充關係理論的內部人範圍：

傳統的關係論，著眼於內線交易的行為人違反對公司與股東的信賴義務。換言之，交易行為人對於其交易對象「不負信賴義務」時，是不是就可以肆無忌憚進行內線交易？舉例而言，A公司併購B公司，A公司之董事長甲在消息發布前買進B公司股票，在傳統關係論的論述下，甲非B公司的內部人，對交易相對人即B公司之股東不負信賴義務，故甲不成立內線交易。私取理論則認為，交易人如違背其對於「消息來源」的信賴義務，私自取用（misappropriate）消息來源的機密消息，也成立內線交易，故甲既然對於其消息來源A公司負信賴

¹⁷ 劉連煜（2019），現代證券交易法實例研習，增訂十六版，頁538，元照。

義務，卻私自利用透過A公司所獲得，與B公司併購的消息，亦屬違背對A公司的信賴義務，成立內線交易。

爭點限時通

【蔭影交易是否為內線交易？¹⁸】

(一)問題意識：

A公司之董事長甲在秘密會議上得知A公司即將併購B公司，為避免遭檢警查緝，不敢交易B公司之股票，但在消息發布前，轉而買進B公司的競爭廠商C公司及B公司的供應商D公司的股票，此類行為因為如同躲在B公司的蔭影下，交易C公司及D公司的股票，故一般被稱作「蔭影交易」。這樣的蔭影交易，是否構成內線交易？

(二)否定說：

如肯定蔭影交易為內線交易，將使A公司的機密成為B、C、D公司的重大消息，界線將模糊不清，人民無從理解買賣何公司之股票會構成內線交易，此乃過度擴張「私取理論」解釋法律，違反正當法律程序。

(三)肯定說：

雖然O'Hagan案中，行為人是自A公司得知機密消息，並買進併購標的B公司股票，但私取理論本來就是著眼於交易行為人對消息來源的信賴義務，但未規定相關消息來源之間，要有連環相扣的關係，沒有限定僅不能購買併購標的B公司之股票，故私取理論的適用範圍，本來就可以涵蓋購買C、D公司股票的蔭影交易，並無擴張私取理論的問題。

18 賴英照（2024），內線交易的新戰場：蔭影交易，新學林法學，第1期，頁1-28。

第二節 我國內線交易之成立

壹、我國內線交易法制之保護法益：

一、法規內容：

●證券交易法第157條之1

I 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。

II 前項各款所定之人，實際知悉發行股票公司有重大影響其支付本息能力之消息時，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非股權性質之公司債，自行或以他人名義賣出。

III 違反第一項或前項規定者，對於當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額，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；其情節輕微者，法院得減輕賠償金額。

IV 第一項第五款之人，對於前項損害賠償，應與第一項第一款至第四款提供消息之人，負連帶賠償責任。但第一項第一款至第四款提供消息之人有正當理由相信消息已公開者，不負賠償責任。

V 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。

VI第二項所定有重大影響其支付本息能力之消息，其範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之。

VII第二十二條之二第三項規定，於第一項第一款、第二款，準用之；其於身分喪失後未滿六個月者，亦同。第二十條第四項規定，於第三項從事相反買賣之人準用之。

二、保護法益：

(一)問題意識：

我國禁止內線交易之條文規定於證交法第157條之1，此乃參照美國之法律、判例以及世界各國之法例而立法¹⁹。然而，若係仿美國法例，則因美國之保護法益採取反詐欺的關係論，但自條文之文義觀之，證交法第157條之1卻又有保護市場誠信、公平之意義²⁰。我國之保護法益，究竟為何？

(二)市場論與關係論並存說：

1. 實務見解：我國實務見解以市場論為主流²¹，但亦有兼採關係論者，認為我國法兼有反詐欺與市場誠信雙重保護之意²²。
2. 學者見解（劉連煜老師）：應兼採二說，以符合國際發展趨勢，並兼顧交易公平性與證券市場的健全發展²³。

¹⁹ 余雪明（2016），證券交易法——比較證券法，五版，頁797，作者自版。

²⁰ 曾宛如（2009），建構我國內線交易之規範：從禁止內線交易所欲保護之法益切入，臺大法學論叢，第38卷第1期，頁279。

²¹ 臺灣高等法院92年度上重訴字第66號判決、最高法院91年度台上字第3037號判決。

²² 臺灣臺北地方法院94年度訴字第1324號判決。

²³ 劉連煜（2019），現代證券交易法實例研習，增訂十六版，頁538-539，元照。

3. 學者評釋（曾宛如老師）：基於不同之保護法益，內線交易構成要件之解釋將有出入，與其認為二說並存，不如為一取捨²⁴。

（三）市場論說：

1. 學者見解（余雪明老師）：自立法之歷史解釋以言，於我國自美國引進法例時，美國之主流意見為「平等取得資訊理論」，亦即保護法益著眼於市場之公平性。但我國立法後，美國主流意見開始往關係論靠攏²⁵，故解釋我國法條時無須再參考美國判例，僅針對我國條文以市場論方向作解釋即可²⁶。
2. 學者見解（江朝聖老師）：關係論與私取理論均只是美國法用以界定內部人範圍的理論，我國證交法第157條之1已經明確定義出5款內部人之範圍，故在與我國法制顯著不同之美國法體系下，所發展之關係論與私取理論，應無適用於我國之空間，亦無引進必要²⁷。

貳、適用客體：有價證券

一、整理表：

（續接次頁）

24 曾宛如（2009），建構我國內線交易之規範：從禁止內線交易所欲保護之法益切入，臺大法學論叢，第38卷第1期，頁282。

25 在此指Chiarella案、Dirks案等強調股東信賴義務之法律見解。

26 余雪明（2016），證券交易法——比較證券法，五版，頁801，作者自版。

27 江朝聖（2020），重新檢視禁止內線交易的理由——我國司法判決引用美國法的省思，二十一世紀財經法潮流——林國全教授榮退祝賀論文集，頁283-284。