

內線交易與影子交易之界線距離 專家說分明

影子交易應以私取理論加以規範，短線交易應運用務實基準，建立符合比例原則的釋法共識

2025.09.06 / 14:36 / 工商時報 文 / 簡立宗



中信金融管理學院財經法律學系教授何曜琛(左起)、中銀律師事務所共同主持律師馮昌國、台北大學法律學院教授兼院長郭大維、前最高法院院長吳燦、台灣大學法律學院院長王皇玉、世新大學法律學院客座教授劉連煜、常和法律事務所所長許博森、惠理金融法律事務所律師林佳儒及東吳大學法學院院長莊永丞。圖/當代法律提供

「內線交易」長期被視為破壞市場公平與投資人信賴的重大違法行為，各國監理機關亦持續強化相關規範與執法力度。然而，近年實務上日漸浮現的新型態操作手法「影子交易」則挑戰了傳統內線交易法律適用的邊界，引發廣泛關注與爭議。

當代法律於8月28日舉行研討會，邀請國內知名學者及法律專家，聚焦於內線交易與影子交易之界線距離，及短線交易作為防範內線交易是否應適度限縮，專家認為，應以私取理論結合證交法第20條第1項規範影子交易，短線交易規範過於機械式，應運用務實基準，建立符合比例原則的釋法共識。

東吳大學法學院講座教授/前最高法院院長吳燦開幕致詞表示，上市公司的內部人，由於其特殊身份，往往掌握比一般投資人更多、更深入的資訊。如果這些內部人在股票市場中進行交易，可能會對一般投資人造成「洞見觀瞻」的情況，導致市場不公平。因此，證券交易法第157條針對短線交易設有規範，第157條之一則明文禁止內線交易。

吳燦指出，短線交易與內線交易之間「僅有一字之差」，但卻存在差異。短線交易採取機械式規範，強調六個月的時間限制，也就是說內部人不論是否掌握重大消息，只要在六個月內有「取得後賣出」或「賣出後買進」的情形並獲利，就必須將利益歸還公司。相較之下，內線交易的規範重點則在於行為人是否於「重大消息明確」後進行交易，因此司法實務對於「重大消息明確」的認定，常因個案不同而產生歧見，欠缺一致性。

此外，吳燦說，短線交易違反時雖無刑事處罰，但有民事上歸還利益的義務；內線交易則涉及刑責。短線交易無論有無重大消息，六個月區間內的交易都受到規範；而內線交易則必須與重大消息的未公開狀態相關聯，因此涉及主觀上是否利用內線資訊的判斷。

吳燦認為，這樣的差異導致司法實務在適用時面臨挑戰。特別是在內線交易部分，如何判斷「重大消息明確」的時間點，往往隨案件不同而有所爭議，導致難以達成一致性的判準。而短線交易雖然機械化，但也可能造成過度嚴苛或不合情理的結果。內線交易與短線交易之間

交錯出現的爭議，仍需要透過學界與實務界的討論，進一步釐清操作上的界限，進而找出更合宜的解決方式。

莊永丞：影子交易應以私取理論結合證交法第20條第1項加以規範

東吳大學法學院院長莊永丞指出，討論內線交易時，必須先理解美國證券交易法的制度設計核心兩大支柱，也就是強制揭露制度及反詐欺條款。美國法對「內部人負有揭露義務」並無爭議，如公司董事、監察人、經理人與控制股東等受託人，真正的爭議在於「外部人」是否也需負擔揭露義務。

Panuwat案即是典型的「影子交易」，莊永丞指出，行為人未就消息所屬公司之證券進行交易，惟其藉由掌握該公司未公開之重大資訊，推知市場將對其他具高度產業連動性之公司股價產生反應，進而就該第三方公司證券為交易行為。這個案子最後被認定構成內線交易，主因是採私取理論，取得公司重大未公開資訊之外部人雖對交易相對人不負有忠實義務，但其係違反對資訊來源之忠實義務，私自利用該機密資訊進而獲取利益，構成Section 10(b)所欲規範之證券詐欺行為。

美國實務已廢棄平等取得資訊理論，改採「忠實義務理論」與「私取理論」來處理複雜的內線交易型態，莊永丞說，即使外部人基於職業或契約關係取得未公開資訊時，但基於行為人對資訊來源（即自家公司）負有保密之忠實義務，亦即負有公開揭露或戒絕交易義務。

我國於1988年制定證交法第157條之1時，立法理由已明確表示係參酌美國案例法。觀諸美國法脈絡，此正值Chiarella案（1980）與Dirks案（1983）確立內線交易理論基礎採忠實義務理論之後，揚棄平等取得資訊理論之時點。因此，我國在解釋內線交易規範時，自應與時俱進，採酌美國案例法之判準。且第157條之1規範體系，於該公

司內部人、準內部人抑或消息受領人之設計，自應以忠實義務作為內線交易責任判斷之理論基礎。

莊永丞提醒，影子交易涉及不對交易標的公司負有忠實義務之「外部人」，然證交法第157條之1第1項各款係以負忠實義務之受託人為規範對象，難以規範影子交易之外部人，司法實務恐應避免恣意造法，而應在合規立法目的下認事用法。

針對影子交易應如何規範，莊永丞說，我國制定法律時美國法雖尚未承認私取理論，然觀美國司法發展，可見該理論在法律體系中已被承認，既然我國係以美國法為參考，我國第20條第1項自可參考相同解釋方向，承認私取理論主張之外部人於特定情形下亦屬「內部人」的論點。若當事人為影子交易時，宜以私取理論結合證券交易法第20條第1項加以規範。

劉連煜：市場連結是判斷標準

世新大學法律學院客座教授劉連煜表示，美國SEC認為Panuwat 案構成影子交易，成立要件有兩個重點，首先，行為人是否違反受託義務（忠實義務）；再者，行為人所知悉的訊息是否屬於重大消息。在Panuwat 案中，答案都是肯定的，因此被認為構成內線交易。

談到台灣現行法制時，劉連煜認為，我國證交法第157條之一規定，基於職業或控制關係而獲悉消息的人，都屬於內部人，因而可以被規範，可謂已經吸收了「私取理論」。但影子交易在台灣適用上最困難的問題，不在於是否有「私取理論」，而是在於「市場連結關係」的認定。也就是說，當A公司併購的消息影響到C公司股票時，要如何判斷這種關聯性強到足以構成影子交易？這是未來台灣司法與主管機關若面對類似案件時，勢必要正視的核心爭議。

劉連煜指出，我國證交法將重大消息定義為「足以影響股票價格」或「足以影響投資人投資決定」的財務、業務、供需等資訊，並在2010年修法時新增了「明確性」與「具體內容」的要件，以限縮內線交易的適用範圍。這與美國僅強調「重大性」不同。但我國法院的許多判決實務，往往把「明確性」和「具體內容」與「重大性」視為同義，甚至直接忽視兩者的存在。

此外，美國法院在判斷影子交易是否成立時，會從專業投資人的角度來判斷消息是否重大，Panuwat 案即屬如此，因為該行為人具備高度專業背景，因此法院認為他所掌握的消息對其交易選擇具有重大性。在台灣，則往往簡化為「內部人若知悉重大消息，就必須停止交易，否則構成內線交易」。然而，如果以影子交易案例檢驗，情況就不會如此單純。

劉連煜表示，最關鍵的判斷標準在於「市場的連結強度」。因此，未來如果台灣引進影子交易的訴訟，司法實務就必須嚴格檢驗市場連結關係，否則將難以妥適地處理這類案件。他也坦言，未來不僅檢察官、主管機關，甚至法院都可能需要面對這個極具挑戰性的問題。

許博森：短線交易機械式認定，見解分歧

常和法律事務所所長許博森指出，短線交易的條文本身極為簡潔，這種「機械式立法」雖然明快，但在實務上卻帶來困難。因為要將短線交易和內線交易結合進一步適用時，如何構成、如何處理，往往缺乏明確標準。

許博森說，現行條文設計過於機械化，不考慮動機與其他主觀因素，只要形式上符合六個月內買賣，就可能成立短線交易。這與實務見解存在落差，因為實務上更傾向參考美國法的觀點，認為應考量行為人是否自願、是否能控制交易時間、是否可能利用內線消息等因素。若

這些判斷確實合理且必要，就應該透過證交法第157條第1項明文補充，讓法律規範更具體，而不是任由行政機關透過函釋或司法機關透過類推解釋來填補。他建議，應從立法位階補足法律構成要件，而不是僅依行政或司法見解操作。

許博森以台灣高等法院台南分院107年度金上字第1號民事判決為例，指出該判決在論述短線交易時相對嚴謹，已經嘗試引入更多判斷因素。但最高法院99年度的判決卻採取截然不同的態度，僅以「六個月內買進賣出」即機械式認定成立，完全不考慮其他因素，顯示實務見解仍然分歧。

在內部人範圍的認定上，許博森提到，許多案例顯示「配偶」往往被視為最常見的內部人。法院見解也多傾向將副總經理等具實質控制權的人納入內部人範圍，顯示實務操作傾向擴張解釋。至於「買進、賣出」的特殊情況，例如員工認股權、認股權證或ETF等，實務見解也已開始出現討論，顯示短線交易條文在適用上仍有不確定性。

短線交易在我國立法設計上仍有不足。許博森表示，若規範過於空泛與機械化，將可能誤將正常交易與違法行為混為一談。立法者應進一步明確化條文內容，讓短線交易的規範更精準，避免誤傷正常交易，並真正達到打擊濫用內線消息的目的。

郭大維：運用務實基準，建立符合比例原則的釋法共識

臺北大學法律學院院長郭大維表示，證券交易法第157條的立法目的，在於防止公司內部人因資訊優勢而進行交易，進而造成對市場相對人的不公平。但在實務上存在若干爭議。例如，關於「10%大股東」的認定，是僅限於本人持股超過10%，還是應合併計算配偶及未成年子女名下持股？實務與多數學說見解傾向於合併計算，以避免藉由人頭規避。最高法院也曾作此見解。

針對「取得」、「賣出」、「買進」的認定，郭大維表示，條文沒有明確定義，主管機關雖以函釋方式加以說明，但函釋體系並未一致、甚至彼此衝突。例如，若內部人將股票質押，後因擔保不足而被金融機構處分，主管機關多認為這構成「賣出」。但若是因持股不足而被主管機關要求補足，從市場買進的行為卻被認為不是「取得」。這種差異在邏輯上並不完全一致，顯示制度在適用上仍有不合理之處。

郭大維指出，美國1934年證券交易法第16條第b項有類似規範，也採六個月短線交易歸入制度，但不同的是，美國法明確授權SEC制定豁免規則，對於某些非典型或無不法意圖的交易，可以排除在適用之外。制度上較彈性，不會一概而論。而我國現行條文並無此設計，只能依主管機關個案函釋處理，導致適用不一致。國際上也並非所有國家都有短線交易規範。例如英國與部分歐洲國家就沒有此制度。這也引發學理上的疑問：短線交易的規範是否真的必要？還是容易造成「過度打擊」，將合法交易與違法行為混為一談？

短線交易中「取得、賣出與買進」因未明確定義，致認定生困擾。郭大維總結，主管機關函釋多以公司內部人是否能控制、決定交易行為的「自發性」與否為準，作為是否「豁免」的標準。但豁免與否，函釋判斷有時前後不一。應考慮回歸短線交易制度的立法目的，由司法機關針對公司內部人所為交易是否出於自願、得否控制交易時點，及是否有利用內線消息可能等細部判準，進行綜合判斷。法院不應僅以行政機關函釋為依歸，否則恐違法官依「法」審判之基本原則。應思考運用「務實基準」，透過司法實務與行政實務間的對話，最終建立符合比例原則的釋法共識。

馮昌國：法院應透過目的性限縮解釋，避免不合理結果

中銀律師事務所律師共同主持律師馮昌國表示，證券交易法第157條的問題在於，條文過於簡略，現實社會中存在千百種不同的交易情境，無法完全以單純的機械標準涵蓋。因此，主管機關必須透過不斷發布解釋函令來補充規範。多年來，金管會針對第157條的函釋已經累積數十個，但這些函釋彼此之間並非毫無矛盾，有時甚至顯示內在衝突。

首先是「質押股票」問題。若內部人將上市公司股票質押給金融機構，後因擔保不足而遭到處分，主管機關會認為這屬於「賣出」，計算在短線交易的適用範圍內。然而，若內部人因質押股票賣出致持股成數不足而被主管機關要求補足，於市場上買進股份，則被解釋為「非取得」。同樣是導因於質押股票遭賣出的情境，一個被算入、一個卻被排除，顯示出標準的不一致。此外，若內部人將上市公司股票作為現物出資成立新公司，主管機關認為這不屬於「賣出」。但在另一個相似情境中，投資人若以股票作為出資抵繳股款，主管機關卻認為受讓公司「取得」了股份。這兩種情境在商業本質上都屬於資本形成，但解釋卻截然不同。

針對企業併購。馮昌國指出，金管會曾對吸收合併發行新股的情境作出解釋，認為內部人因此取得股份，不算「取得」，因為行為缺乏自發性、控制性與投機性。然而，若內部人在公開收購過程中因併購交易需要而出脫股份，卻被解釋為「賣出」。這顯示，即使都是企業併購背景下的交易，主管機關的價值判斷也可能前後不一。

馮昌國認為，這些矛盾並非主管機關有意為之，而是來自於函釋制度本身的侷限。由於函釋只能對抽象問題給予簡短回答，難以涵蓋複雜

的商業實務，因此往往在不同情境下產生內部矛盾。這也是機械式立法必然導致的結果。

當立法條文過於簡單，主管機關的解釋又無法完全消弭矛盾時，最後一道防線應當是司法機關。馮昌國指出，法院應該勇於透過「目的性限縮解釋」，在個案審理時細緻判斷，避免僵硬適用導致不合理結果。臺北地方法院99年度金字第41號民事判決中，法院明確指出，財政部證期會的函釋僅屬行政規則，對司法機關無拘束力，因此不必完全依循主管機關的解釋，而應回到法律本身及其立法目的來判斷。

馮昌國認為，這樣的態度正是司法應有的角色。當短線交易制度因技術性立法而產生內在矛盾時，法院必須在具體案件中進行精細審查，透過目的性限縮，使規範真正回歸「防止內部人濫用資訊優勢」的核心目的，而不是淪為僵化公式的機械適用。

林佳儒：在機械性標準與務實性分析之間取得平衡

惠理金融法律事務所律師林佳儒表示，證券交易法第157條由於立法條文本身對於「取得」、「買進」以及「賣出」並沒有明確定義，造成實務上難以單純依文字操作。因此，主管機關在判斷時，往往仍會隱含地考量該交易是否涉及資訊的不公平利用、是否可能牽涉內線消息，以及該行為本身是否具有可控制性等因素。換言之，即便名義上是機械式立法，實際運作仍然牽涉價值判斷。

在比較法上，林佳儒指出，美國1934年證券交易法第16(b)條對短線交易有相似規範，但與我國最大的不同在於，美國法將立法目的明確寫入條文，即強調防止資訊不公平使用，並對「買進」與「賣出」有較為具體的定義。我國法規範雖然多參考美國法，但仍創設「取得」概念，而美國條文設計則僅涵蓋「買進」與「賣出」，這反映了立法技術上的差異與限制。

林佳儒提到，美國實務在處理短線交易時，已經發展出「務實分析」的思維，即評估行為是否具有自發性、是否能夠控制交易時間、是否涉及內部資訊等多重因素。例如在美國1958年第六上訴巡迴法院 Nicholas Ferraiolo v. F. R. Newman 案與美國最高法院1973年的 Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp. 判決中，法院即透過此種務實分析，避免機械式套用條文而導致不合理的結果。

這些比較法的經驗值得我國借鏡。林佳儒認為，當前我國實務在適用短線交易歸入權時，仍多半依循客觀分析與機械標準進行操作，但是否應在一定範圍內引入務實分析，則是一個值得檢討的議題。若司法實務完全照單全收主管機關的函令，可能導致司法獨立審判功能受限；相反地，若能適度引入美國式的務實分析，或許更能契合法條防止內部人濫用資訊的不公平目的。

林佳儒說，證交法第157條在規範設計上過度機械化，導致主管機關不得不透過解釋補充。這樣的補充在邏輯上難免出現矛盾，若司法實務未能在個案中進行更細緻的判斷，可能會出現偏離立法原意的結果。若能在機械性標準與務實性分析之間取得平衡，或許才能使短線交易規範真正發揮應有功能。