

司法實務衍生的內線交易停利點思考

王智灝律師、簡榮宗主持律師

一、禁止內線交易係為確保證券市場交易公平

當投資大眾預期某公司的營運計畫將會導致營收成長，為了能夠參與該公司未來的盈餘分配即會購入該公司股票，在該公司股票發售量有限的情形下，自然價格水漲船高、股價節節攀升，此時投資大眾即市場決定了股票的價格；相反地，如果市場對該公司營運計畫的未來展望沒信心，就不會想買該公司股票，在此情況下，股票價格理應節節下降。前述二種情形，便是市場形成股票價格或市價的過程。

有些眼光精準的投資者，便藉由前述股票市價高低間的價差獲利，即預期公司營運計畫很好，營收將破新高，股票將會攀升之前，先一步以市價購入股票，待公司公布營運計畫後，股票價格水漲船高，便將股票售出，賺取先低買後高賣價差，此便是做多；相

反地，如果先預期公司營運計畫欠缺周詳，將致營收下降，而早一步先向該公司股東借股票以市價賣出，約定之後再買回股票還給股東，待嗣後公司公布營收下降導致股票價格節節失守的情形下，再以低價購入股票還給該公司出借股票的股東，賺取先高賣後低買的價差，此便是放空。

由前述可知，公司的營運計畫或營收本質上為一個計劃或結果，並沒有好或壞的區別，真正賦予其好壞價值的其實是市場，因此股票價格並非一成不變，而是讓市場有時間充分看待公司的營運計畫(以下稱消息)而評價，重新賦予股票市價。

既然應讓市場充分評價消息而重新形成股票市價而為交易，自應確保所有投資者都能公平地依市場充分評價後的價格做交易，因此也應避免少部分距離消息較近的人例如公司內部人，因先取得消息預判股票市價，而在消息未被市場知悉或是市場還沒有足夠時間充分評價之前，先低買高賣或高賣低買，藉機預先套利，或是公司有重大損失消息未公布前，先行以現今較高價格賣出手中持股，以

避免消息公布後股價應聲倒地之損失。

因此世界大多國家均立法禁止消息未公開前或公開後一定時間內，禁止預先知悉消息的內部人買賣公司股票，即禁止內線交易，違者應予處罰，我國證券交易法第 157 條之 1¹、第 171 條²即定有明文。

然而，市場如何看待消息而重新賦予股票市價，亦非絕對。假設公司突然開缺徵才，市場會如何評價？可能是公司訂單增加須擴

¹ 囿于篇幅，本文所述條文均僅將條文相關內容列於下：

證券交易法第 157 條之 1：「

(第一項)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。

(第二項)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。

(第五項)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。

(第六項)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。」

² 證券交易法第 171 條：「

(第一項)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、違反第一百五十七條之一第一項或第二項規定。

(第二項)犯前項之罪，其因犯罪獲取之財物或財產上利益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。

(第五項)犯第一項至第三項之罪，在偵查中自白，如自動繳交全部犯罪所得者，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。」

廠而有人力需求，此可能會導致市場升評股票價格；又或著是公司內部控制舞弊導致解雇潮而有人力需求，此可能會導致市場降評股票價格；也可能是接替退休人員，此應不會影響股票價格。

由此可知，並非所有與公司有關的消息都會影響股票價格，倘若公司突然開缺徵才都要讓市場評價，也太勞時費力，不如就明說徵才的上層原因，且該原因要是會影響市場評價股票價格的原因，例如擴廠、內部控制舞弊，因此，前述證券交易法第 157 條之 1 第 5 項規定：「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。」而行政院金融監督管理委員會訂定之「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」第 2 條³、

³ 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第 2 條：

「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。」

第 3 條⁴、第 4 條⁵則更具體化應公開消息的範圍。

以上為禁止內線交易的概述，關於何謂重大消息、消息成立時點、內部人範圍等構成要件問題，以及民事賠償責任問題，並非本文介紹的內容。本文主要介紹刑事責任中關於證券交易法第 171 條第 2 項規定之：「獲取之財物或財產上利益」如何計算，畢竟如果獲取金額達新臺幣一億元以上，最輕仍可處七年有期徒刑，而且也有可能同時被科處新臺幣二千五百萬到五億元的罰金。

⁴ 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第 3 條：

「本法第一百五十七條之一第五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。
- 二、公司或其控制公司股權有重大異動者。
- 三、在證券集中交易市場或證券商營業處所買賣之有價證券有標購、拍賣、重大違約交割、變更原有交易方法、停止買賣、限制買賣或終止買賣之情事或事由者。
- 四、依法執行搜索之人員至公司、其控制公司或其符合會計師查核簽證財務報表規則第二條之一第二項所定重要子公司執行搜索者。
- 五、其他涉及該證券之市場供求，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。」

⁵ 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第 4 條：

「本法第一百五十七條之一第六項所稱公司有重大影響其支付本息能力之消息，指下列消息之一：

- 一、本法施行細則第七條第一款至第三款所定情事者。
 - 二、第二條第五款至第八款、第九款第四目及第十三款所定情事者。
 - 三、公司辦理重整、破產或解散者。
 - 四、公司發生重大虧損，致有財務困難、暫停營業或停業之虞者。
 - 五、公司流動資產扣除存貨及預付費用後之金額加計公司債到期前之淨現金流入，不足支應最近期將到期之本金或利息及其他之流動負債者。
 - 六、已發行之公司債採非固定利率計息，因市場利率變動，致大幅增加利息支出，影響公司支付本息能力者。
 - 七、其他足以影響公司支付本息能力之情事者。
- 前項規定，於公司發行經銀行保證之公司債者，不適用之。」

二、內線交易的兩種型態與「獲取之財物或財產上利益」的計算

內線交易型態大體分為兩種，其一為已實現獲利型，即提前購買股票再賣掉、提前放空股票再買回，均賺取價差而獲利；其二為未實現獲利型，即因內線而先為交易(買或賣)，但嗣後並未有相反的操作來獲利，其中較特別的為規避損失型，即已先持有股票，後因得知不利股價的內線消息，為了規避損失而在消息公布前出脫持股，此種規避損失型的內線交易並未反手作空而未獲利，僅係為了避免損失，屬於未實現獲利型的經典。已實現獲利型或未實現獲利型的內線交易，應如何計算「獲取之財物或財產上利益」，即成問題(下稱問題一)。

其次，無論何種型態的內線交易，均要負擔交易成本，也就是在集中市場做股票交易，無論買或賣股票，均需依照買入及賣出的交易金額計算一定比例之數額作為手續費支付券商，賣出股票時還必須依照賣出的交易金額計算一定比例之數額作為交易稅支付政府。在計算「獲取之財物或財產上利益」時，應否扣除此種交易成

本，也是問題(下稱問題二)。

前述問題一，歷來有實際所得法、關聯所得法實際所得法、擬制所得法、兩個交易日差額法：(1)實際所得法，以買入(或賣出)股票，並再為相反之賣出(或買入)股票，此時計算上應以買賣股價之差額乘以股數。(2)關聯所得法：必須股價變動與該重大消息公開之間，有相當關聯性。(3)擬制所得法：以買入(或賣出)股票的價格，與重大消息公開後某基準點價格之差額為計算，至於如何選定基準價格，又有三種說法：①消息公開後 10 個營業日收盤平均價格；②消息公開後連續漲(跌)停收盤營業日平均價格；③消息公開後股價已達平穩之首日營業日收盤價格。(4)兩個交易日差額法：以消息公開前最近交易日之每股成交均價，擬制為行為人買入(或賣出)之價格，並以消息公開後 18 小時最近交易日之每股成交均價，擬制為再行賣出(或買入)時之價格，兩者差額乘以股數為計算。

至於前述問題二，相較之下爭議較小，歷來多認為在計算「獲取之財物或財產上利益」時，要扣除交易成本。

三、 定論

針對前述問題一、二，最高法院以 108 年度台上大字第 4349 號刑事大法庭裁定⁶予以解決。於問題一，區分是否已經實現獲利，如果已經實現獲利，則採「實際所得法」，即以買入(或賣出)股票價格與相反之賣出(或買入)股票價格差額，再乘以股數；相反地，如果未實現獲利，此種情形有規避損失或來不及獲利等情形，則採「擬制所得法」，即以買入(或賣出)股票價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格差額，再乘以股數。而問題二，則肯認應扣除交易成本。

四、 案例分析

本文改編前述大法庭裁定事實為：A 公司為上市公司，其董事長甲於 10 月 20 日實際知悉 A 公司有不合營業常規交易而遭受鉅額

⁶ 最高法院 108 年度台上大字第 4349 號刑事大法庭裁定要旨：「證券交易法第 171 條第 1 項第 1 款之內線交易罪，因犯罪獲取之財物或財產上利益之計算方法，應視行為人已實現或未實現利得而定。前者，以前後交易股價之差額乘以股數計算之（即「實際所得法」）；後者，以行為人買入（或賣出）股票之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額，乘以股數計算之（即「擬制所得法」）。計算前項利得之範圍，應扣除證券交易稅及證券交易手續費等稅費成本。」

損害，足以影響營運之重大事項。甲於同日盤後將消息告知胞兄乙。甲於翌(25)日以每股 50 元(亦為當日收盤價)賣出已持有的 A 公司股票共五千張；乙則於同日融券賣出 A 公司股票共五千張，之後於 11 月 19 日以每股 10 元買回 A 公司股票共五千張。A 公司於同(25)日晚上 11 點才在公開資訊觀測站揭露公開上開消息，A 公司股價自次日(26 日)即下跌，歷經 10 個交易日收盤平均價格為每股 30 元，跌勢直到第 17 個交易日(11 月 19 日)收盤價每股 10 元為止。

以上案例，甲屬於未實現獲利型的規避損失型內線交易，並沒有實現獲利的情形，乙作空屬於已實現獲利型內線交易，並有實現獲利的情形，其二人「獲取之財物或財產上利益」的計算，依前述大法庭裁定所示，甲的部分以「擬制所得法」計算、乙的部分以「實際所得法」計算。

甲以每股 50 元將持有的股票五千張賣出，以規避損失，依前述大法庭裁定「擬制所得法」計算，賣出時的每股價格 50 元與消息公

開後十個營業日收盤平均價格每股 30 元之間的差額為 20 元，再乘以股數五百萬股(五千張)，金額為 1 億元。乙以每股 50 元融券賣出五千張，以每股 10 元回補相同數量股票，依前述大法庭裁定「實際所得法」計算，賣出時的每股價格 50 元與買入回補的每股價格 10 元之間的差額為 40 元，再乘以股數五百萬股(五千張)，金額為 2 億元。

甲、乙均符合證券交易法第 171 條第 2 項規定「獲取之財物或財產上利益金額達新臺幣一億元以上(包含一億元在內)」，最輕仍可處七年有期徒刑。然而，前述大法庭裁定亦表示計算「獲取之財物或財產上利益」時，應扣除交易成本，買、賣股票均應支付手續費，姑不論手續費折扣折讓款，計算方式為買入金額乘以 0.1425%、賣出金額乘以 0.1425%，而賣股票時應支付交易稅，計算方式為賣出金額乘以 0.3%。前述案例中計算所得金額，再扣除交易成本(手續費、交易稅)後，即為「獲取之財物或財產上利益」之數額。甲之金額經扣除前述稅費後，必然未滿 1 億元；反之，乙之金

額縱使扣除前述稅費後，仍會超過1億元，因此甲應依證券交易法第171條第1項規定科刑、乙應依證券交易法第171條第2項規定科刑。

五、 計算實益

依證券交易法第171條第1項或第2項科刑的實際效益，在於緩刑的機會，基於二年以下刑之宣告才可以給予緩刑的要件，因此法定最輕本刑超過二年，幾乎不可能給予緩刑宣告。如果前例中甲、乙均繳回獲利或利益、偵查中均坦承犯行，依證券交易法第171條第5項規定，必定減輕其刑，而依刑法第66條規定，減輕其刑的效果為減輕至二分之一。因此，甲適用的證券交易法第171條第1項規定，法定本刑從三年至十年減為一年六個月至五年，如果甲沒有刑事紀錄(前科)，基於二年以下刑之宣告才可以給予緩刑的要件，法院多會在一年六個月至二年有期徒刑的範圍內，宣告徒刑並宣告緩刑；相反地，乙適用的證券交易法第171條第2項規定，即便法定本刑從最輕七年減為三年六個月，法院最低也只能宣告三

年六個月的徒刑，仍不符合「宣告二年以下有期徒刑」的緩刑宣告要件，法院仍無法給予緩刑宣告。

六、 結語

由前述可知，證券交易法第 171 條第 2 項「獲取之財物或財產上利益」如何計算，關乎刑罰輕重與得否緩刑的問題，實屬重要，自最高法院刑事大法庭裁定後，計算方式的爭議已告段落。

本文不鼓勵內線交易或其他操縱市場等破壞證券市場秩序的情形，但人性難測，如果真的知道內線消息而忍不住犯錯，在現行證券交易法給與懺悔機會的規定下，也希望能在犯錯前對於獲利的預期數額設個停利點，以免到時候真心懺悔、繳回獲利，卻仍要面對牢獄之災。