

# 我國短線交易歸入權制度之發展趨向

## ——理論面與實證面之探析

李智仁

### 壹、前言

綜觀台灣證券市場，可依年代區分為不同演進歷程，從店頭市場起步的民國四十年代，台灣股票市場於焉誕生；民國五十年代初期證券交易所開業，讓證券交易制度略具雛形；其後，民國五十年代市場的騷動，開創以政府力量介入穩定股市之先例；另外，隨著國際情勢變遷，民國六十年代則是經濟高度發展的年代，同時也促進股市的活絡；惟在股價指數創下一萬二千點記錄的民國七十年代，也因著金融弊端爆發，令股市萬點夢碎；繼而於民國八十年代，國內外政經局勢震盪股市，「經濟邁向全球化、股價呈現兩極化」可謂係彼時的寫照；民國九十年代起，隨著開放外資投資股市、積極參與國際組織與活動、發行存託憑證及申請海外基金、外國券商於台設立分支機構……等措施之施行，證券市場逐步國際化，亦循序地向國際舞台推進<sup>1</sup>。證券市場蓬勃發展之榮景，象徵著國民願意將其所得用於投資或其他資產管理用途，對於資金之使用更趨靈活，相對地從上市（櫃）發行公司之立場言，證券市場實不失為極佳籌資管道之一，可藉此加速企業之資本形成，或提高企業自有資本來改善財務結構，故亦有將證券市場喻為「經濟發展榮枯之櫥窗」之說法<sup>2</sup>。

但不容諱言者，在交易過程中，最大的隱憂常來自於高階執行層峰之操守問

<sup>1</sup> 關於相關歷程之詳細說明，請參閱彭光治，股戲：走過半世紀的台灣證券市場，2003 年 9 月初版。其實人類本是投機的動物，對於財富的累積永遠保持無窮的慾望。而人們在追逐財富重分配過程中，古往今來最明顯約有四種模式，包括通貨膨脹、房地產炒作、股市波動與開發 IT 產業。針對第三種模式來說，建立證券市場自應以「投資市場」作為立足點，引導部份金錢儲蓄轉為證券投資，俾有助於工商企業快速及長期之發展，其配套之證券法規亦應以提升國民經濟發展，尤以保護投資人不受矇騙為出發點，而去規範相關單位及關係人必須嚴守分際。無奈由整體投資人創造之股價所換算之市價總值，只是公司之「虛擬資本」；何況投資與投機只有一紙之隔，每逢市場行情大幅波動，常使一般散戶不易拿捏進退分寸，其投資隨時可能轉變為投機，而就算是投機，也可能由於被套牢而化為類似不動產之投資。若遇上每隔數年或十年之景氣大行情，最後也常走火入魔，釀成買賣漲跌、一廂情願的股市全民運動，這時所謂證券市場，不啻淪為合法的大賭場。蓋誰都無法預知股價的頂峰在何處，一旦股市泡沫崩潰而彈升無望後，大家才陡然驚醒，無奈時機已過，大多數人只好追悔莫及。妙的是證諸過去，這齣「股戲」永遠不停歇，只是換人演出而已。前揭書，頁 275-276。

<sup>2</sup> 同上註，頁 264。

題。或是利用內線消息炒作股票，抑或聯手製作會計假帳、申告財務報告不實，甚或利用職務便利獲悉內部消息，進行股票之買賣獲取利益……等違背投資人合理期待之行為，屢見不鮮，對於投資人之信心亦產生莫大衝擊。針對此諸行為，各國均有相關法制之設計加以規範，但因手法更新迅速，內容多樣紛呈，證券主管機關與時俱進之行政命令亦為重要之規範依據。本文擬就我國關於內部人短線交易之相關規範加以分析探討，參酌學理及實務見地，對相關法規、裁判與函釋之爭點予以釐清，希冀能夠管窺問題所在，並對未來之修法或解釋有所助益。

## 貳、短線交易歸入權之基本認知

我國現行證券交易法第一百五十七條之規定，學理上稱之為「短線交易歸入權」(disgorgement of short-swing profits)，旨在規範發行股票公司之董事、監察人、經理人或持有公司股份超過百分之十之股東，藉由將公司上市或上櫃之股票，於取得後六個月再行賣出，或於賣出後六個月再行買進，因而獲取利益之行為。此際，公司應請求其將利益歸於公司，而法律所賦予公司之請求權即謂之「歸入權」。短線交易歸入權制度與維護投資人對於市場之信賴有高度關連，也因此，短線交易歸入權之立法目的何在？禁止短線交易之理由為何？民法及公司法中亦有歸入權之類似規定，其有何異同？行使短線交易歸入權之前提要件為何？其行使要件又如何？國內外立法體例、學說見地與司法實務對此所形成之見解如何？差異何在？我國現行法制之規範是否妥適？……等問題，均有探討實益，容於下文悉述之。

### 一、立法目的與沿革

承前所述，短線交易歸入權之主要法源依據為現行證券交易法第一百五十七條，乃運用一種粗略而實際之方法 (crude rule of thumb)，在不問該等內部人有無不當利用基於職務或地位取得之公司內部資訊，進行有價證券買賣交易之前提下，使董事、監察人、經理人或大股東等公司內部人無法保有其在短期間內反覆買賣其所屬公司所發行有價證券所得之利益。惟其採取禁止短線交易之立場並非毫無理由，而法律之形塑不外乎價值之衡量與判斷，欲究明制度之成因，非明瞭其理論架構、立法目的及相關爭議實不為功。

禁止短線交易之立法目的，主要在於防止內部人憑其特殊地位，利用內部消息，買賣股票圖利影響投資人信心。惟證明內部人確有利用內部消息買賣股票，常非易事，立法上乃以最簡便之方法，課內部人以民事責任，以解決此問題<sup>3</sup>。

<sup>3</sup> 參閱賴英照，證券交易法逐條釋義，第三冊，頁 437，1992 年 8 月。

詳言之，證券市場上交易之商品為股票、公司債券等有價證券，但有價證券本身並無實質經濟價值，此等有價證券係因其表彰持有者對發行該有價證券之公司所能主張之一定權利，如股東權（股票）或債權（公司債券）等，而賦予其價值。股東權與債權之價值如何，取決於發行該有價證券之企業財務、業務狀況與資產狀態。換言之，有價證券「交易價格」之形成，係在市場供需原則下，依供給與需求量之互動與調整而來。惟供需雙方之投資決定，雖受市場預期心理等諸多非經濟因素之影響，但合理投資人作成有價證券投資決定之際，終究須以該有價證券之「價值」如何，作為其投資判斷之準據。然而，證券市場之交易型態，具有異於其他商品市場交易之特殊性。亦即在有價證券集中交易市場，投資人必須透過證券經紀商以行紀之關係進行交易，投資人並無法於事前與其交易相對人就交易內容有所交涉後，始作成交易決定。在此情形下，欲使投資人得以安心進入市場，即必須建立一套機制，要求證券市場之相關當事人，將投資人作成合理投資判斷所需之必要資訊，予以公開揭露，使參與證券市場交易之投資人，皆有同等之機會取得該等資訊<sup>4</sup>。短線交易（short swing trading）之交易型態乃與前揭建構公平交易市場、維護投資人信賴市場之理念背道而馳，按內部人因較知悉公司之營運情況，就投資層面以言，自立於較一般投資人有利之地位，倘若使用得悉之內部消息為獲利之工具，不但影響股市交易之公正性，更將造成一般投資人對證券市場失去信心，誤導資金市場分配功能，也可能間接導致企業藉此募集資金之途徑產生阻力，因此建構一公平證券交易市場，實為禁止短線之主要立法目的，此與制定證券交易法當時之立法意旨相符<sup>5</sup>。

除此之外，學理上對於禁止內部人短線交易亦提出其他理由，殊值參考。鑑於內部人最重要之責任乃對於公司之經營管理，並非在股票市場藉由發佈消息買賣股票而從中牟取不法利益<sup>6</sup>，因此假使該等內部人漠視委任關係，違背忠實義務，藉由操縱股價達到損人利己之目的，實有礙證券市場之正常發展，是故禁止短線交易之另一目的可謂係杜絕股價操縱行為與抑制股市之投機性<sup>7</sup>。再者，亦有謂就公司經營本身言，公司內部消息為公司之資產，僅能為公司之目的而正當利用，不能挪為私人之用以圖一己之私。短線交易行為之禁絕，不僅宣告公司整體利益重於內部人之私益，亦可有效減少內部人濫用權限挪用公司營業上資訊買賣股票牟利。反向言之，禁止短線交易亦得敦促承辦人員儘速呈遞業務上資訊，俾供經營者釐清經營決策之依據，避免公司經營決策之瑕疵與草率，增進公司經

<sup>4</sup> 參閱林國全，證券交易法第一五七條短線交易歸入權之研究，中興法學，45期，頁265-266，1999年9月。

<sup>5</sup> 可參閱賴英照，前揭註3書，頁436-437。

<sup>6</sup> 參閱吳克昌，內部人短線交易之法律規範暨實務運作之研討，證交資料，423期，頁21，1997年7月。

<sup>7</sup> 參閱黃川口，證券交易法要論，頁319，1990年。

營決策之正確性<sup>8</sup>，此亦可謂是建構禁止短線交易理論基礎之另一種思考。

在立法沿革方面，大體言之，我國證券交易法同日本證券交易法係沿襲美國一九九三年證券法（Securities Act of 1933）及一九三四年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）而來<sup>9</sup>。而現行證券交易法第一百五十七條之立法則係仿自美國一九三四年證券交易法第十六條 b 項之規定，於民國五十七年公佈施行，嗣後分別於民國七十二年<sup>10</sup>、七十七年<sup>11</sup>及八十九年<sup>12</sup>先後修正之。但需注意者，我國證券交易法關於短線交易之法制，除於該法第一百五十七條作定義性之規範外，尚有其他配套規定應予併觀，分別為證券交易法第二十五條與第六十二條，以及證券交易法施行細則第二條與第十一條。證券交易法第二十五條雖是對於公司內部人持股變動之申報規定，本與禁止內部人短線交易之規範無關，但因其持股變動資料往往成為認定是否成立短線交易或計算歸入權數額多寡之依據，故與同法第一百五十七條具有密不可分之關係，亦同時具備輔助短線交易規範落實之效果<sup>13</sup>；而依證券交易法第六十二條第三項之規定，第一百五十七條之規定準用於證券商營業處所所為之買賣（即上櫃股票之買賣），據此而論，上櫃公司之內部人亦應受禁止短線交易規定之拘束。證券交易法施行細則第二條與第十一條則是分別針對證券交易法第一百五十七條之「利用他人名義持有股票」（第五項所謂「第二十二條第三項之規定」）及內部人獲得利益（第一項）之計算與項目加以規範。綜合前揭相關規定，方為我國關於短線交易之完整法制規範。

## 二、立法政策之爭議所在<sup>14</sup>

縱使當今多數國家之證券交易法皆立法明文規範內部人短線交易歸入權，但在立法政策之形成上，是否應以此種立法方式禁止內部人短線交易，並非毫無爭

---

<sup>8</sup> 同上註，頁 320。

<sup>9</sup> 參閱蘇松欽，美國、日本及我國證券交易法對公開發行公司內部人持股管理等規定之比較（一），證券櫃檯，16 期，頁 1，1997 年 10 月。

<sup>10</sup> 本次修法增訂第三項，以加重董監事責任，同時更動若干文字，如第一項末句修正為「公司應請求將其利益歸於公司」，使歸入權之行使成為強制性質。此次修正所顯示者乃立法趨勢上，對於內部人短線交易，採取更為嚴格之態度。

<sup>11</sup> 本次修正重點有二，一為配合證券投資信託事業之經營及同條第五項之增訂，將第一項「持有公司百分之五以上股權之股東」修正為「持有公司股份超過百分之十之股東」，其結果使本條適用範圍縮小；二為防止以配偶、未成年子女或他人名義持股之方式規避第一五七條之適用，遂增訂第五項，將配偶、未成年子女及利用他人名義持有之股份，列入本人之持股計算。

<sup>12</sup> 本次修正重點在於第六項之增訂，擴大歸入權適用範圍及於公司股票、公司債券或其價款繳納證書、表明其權利之證書或新股認購權利證書、新股權利證書及其他關於公司發行具有股權性質之其他有價證券。

<sup>13</sup> 參閱高定中，認購權證次級市場與短線交易規範之研究，東吳大學法律研究所碩士論文，頁 82，2001 年 6 月。

<sup>14</sup> 參閱賴英照，前揭註 3 書，頁 469-471。英文文獻可參閱 Mendelson, *The Economics of Insider Trading Reconsidered*, 117 U. Pa. L. Rev. 470 (1969)；Manne, Henry G., *INSIDER TRADING AND THE STOCK MARKET* (New York: The Free Press, 1966)。

議。反對者認為短線交易歸入權將剝奪董監事及經理人買賣股票之利益，過於苛刻反致阻礙優秀之經營人才進入企業界<sup>15</sup>；此外，內部人短線交易將產生有利之經濟效果，包括增加市場之流動性（liquidity）及穩定性（stability）等，並且透過短線交易亦能達到活潑市場之效用，就經濟效用而言實利多於弊<sup>16</sup>。惟贊成者認為擔任董監事或經理人者，公司既已給予適當報酬，毋須再以短期買賣之利益作為報酬；再者，內部人短線交易是否產生有利之經濟效果，經濟學者本身看法即有歧異，且事實上許多內部人買賣，並非單純著眼於穩定公司股價，乃是另有所圖。況且，純以經濟效果分析本條立法，實係忽視本條規定所顯現之道德意義及其對於投資大眾心理所產生之穩定作用。

前揭正反見解各執其理，均有見地，本文以為若由保障投資人權益及維護投資人信心與投資公平性之角度思考，禁止短線交易之規定確有必要<sup>17</sup>。另外，縱令經濟觀點上所假設內部人短線交易有利於市場之流動性，對長期持有有價證券之投資人並無大礙之說法係屬正確，但更重要者乃「公平」之信念受到損害，公眾信心遭受打擊，其對於證券市場所加諸之損害並非「流動性」所能補償<sup>18</sup>。最後，參酌外國立法趨勢及有助於建構我國健全公平證券交易市場之考量，禁止短線交易之規範實有必要。

### 三、類似規定之比較

「歸入權」一詞係學理上的名稱，除本文所提及之證券交易法第一百五十七條外，尚有民法第五百六十三條第一項、公司法第五十四條第三項及第二百零九條第五項等關於歸入權之規定。雖然這些條文亦可稱為「歸入權」之規定，與本文所討論內部人短線交易之歸入權間仍有差異，實有藉由比較加以釐清之必要，茲分述如次：

#### （一）規範行為不同：

民法第五百六十三條第一項係規範經理人或代辦商違反競業禁止義務時，對商號之損害賠償責任，公司法第五十四條第三項及第二百零九條亦同屬執行業務股東及董事違反競業禁止義務之責任；但證券交易法第一百五十七條並非針對違反競業禁止義務所作之規定，而係關於公司對於其內部人從事公司有價證券之短

<sup>15</sup> 如反對最力的美國學者曼恩（H. Mann）即認為短線交易可以刺激革新，並主張由內部人交易獲得之利益乃對於大公司之企業家提供服務之唯一且有效報酬之體系。See Mann, *In Defense of Insider Trading*, 44 Harv. Bus. Rev. 116 (1966)。

<sup>16</sup> 古典學派之經濟學家甚至認為，投機行為可提供予投資大眾一個活潑且寬闊的市場（an active and broad market）並且減少股價暫時性差距（intertemporal differences in price），故而得以產生市場之流動性。See Hsiu-Kwang Wu, *An Economic Looks of Section 16 of the Securities Exchange Act of 1934*, 68 Colum. L. Rev. 265 (1968)。

<sup>17</sup> 參閱陳春山，證券交易法論，頁 319，1999 年 2 月。

<sup>18</sup> 參閱余雪明，證券管理，頁 491，1973 年 2 月。

線交易行為時之利得請求，因此兩者所規範之行為不同。

## (二) 立法目的所欲保護對象不同：

民法第五百六十三條第一項、公司法第五十四條第三項及第二百零九條第五項等規定，其立法目的無非是認為行為人具備管理公司事務之權限或有執行公司業務之權限，自較熟悉公司之內情，並洞悉公司營業上之秘密，若容許其在公司外與公司自由競業，恐有利用其所得之機密，為自己或他人謀利，致損害公司利益之虞，遂有此諸條文之設，立法目的所欲保護的對象是公司本身之利益顯而易見。而證交法第一百五十七條內部人短線交易歸入權立法目的，乃因公司之董監事、經理人與大股東等公司內部人，藉其職務或地位，取得公司尚未對外公開揭露而一般投資人無法獲悉之重要資訊，與一般投資人處於本質上不平等之地位，若任憑此等公司內部人在市場上與一般投資人進行交易，其本質上即非公平，亦將損害投資人對證券市場公平性之信賴，進而扼殺合理投資人參與證券市場之意願。故為求資本市場發揮功能，健全交易秩序及加強投資人信心，故對上市櫃公司內部人之短線交易予以限制，嚴格地剝奪公司內部人短線交易之所有利得。而遏制內部人短線交易，主要亦慮及內部人短線交易常可能隱含內線交易，造成投資人對市場不公之疑慮，同時亦期利用此機械性適用之原則，解決舉證困難的問題，而收事前防止內線交易之效果。所以其所保護者與其說是公司，毋寧說是廣大投資大眾與證券投資市場之「公益」。

## (三) 規範主體不同：

違反競業禁止義務之歸入權行使對象，有經理人、代辦商、無限公司之執行業務股東、兩合公司之無限責任股東<sup>19</sup>、有限公司<sup>20</sup>及股份有限公司之董事，公司內部之其他人員則不在規範之列；而內部人短線交易歸入權所規範之公司僅限於上市上櫃公司（性質為股份有限公司），但規範的公司內部人員範圍則較廣泛，除董事、經理人外，尚有監察人、持股超過百分之十之大股東，以及此等人之配偶、未成年子女及所操控之人頭戶等<sup>21</sup>。

## (四) 行使要件不同：

因違反競業禁止義務之歸入權行使要件，尚須其他股東決議行使始可請求，在股份有限公司應經股東會普通決議方得請求（公司法第二百零九條第五項參看）；然證券交易法第一百五十七條關於內部人短線交易之歸入權，則毋須經公司股東會決議，即可行使。

## (五) 少數股東代位行使之要件不同：

股份有限公司起訴向違反競業禁止義務之董事請求將競業之利得歸予公司，

<sup>19</sup> 依公司法第一百五條規定之規定，第五十四條之規定準用於兩合公司之無限責任股東。

<sup>20</sup> 依公司法第一百零八條第四項之規定，第五十四條第三項之規定準用於有限公司之董事。

<sup>21</sup> 證券交易法第一百五十七條第五項參看。

應由監察人代表公司起訴（公司法第二百十三條），而「繼續一年以上持有已發行股份總數百分之三以上之股東」得以書面請求監察人為公司對董事提起訴訟。監察人自請求之日起三十日內不提起訴訟時，該股東才可代位行使；而證券交易法第一百五十七條對於代位行使內部人短線交易歸入權之股東之持股成數與行使時間並未加以限制。

#### （六）可否決議不行使之不同：

關於違背競業禁止義務之歸入權，可否事後經公司股東或股東會之免除？條文雖未明定，但觀察此種歸入權之行使，在無限公司、有限公司「得」以股東過半數之決議、股份有限公司「得」以股東會決議行使之規定以觀，答案似為肯定。反之，請求內部人將短線交易利益歸於公司之權利，公司可否以股東會決議不行使？雖亦未見條文有所規範，然我國實務已透過判決宣告否定立場<sup>22</sup>，本文肯認之，亦即短線交易歸入權之立法目的既在保障投資大眾及健全證券交易市場，所保護的是公共利益，而非公司本身之利益，故公司對之本無處分權，自不得以股東會決議不行使。且證券交易法第一百五十七條顯未如公司法一般，賦予公司得以股東會決議自行決定行使或不行使歸入權之空間，從而公司自不得以股東會決議方式拋棄證券交易法第一百五十七條之歸入權權利。換言之，證券交易法第一百五十七條之規定，其性質上係屬強行規定，公司股東會之決議如與之違反，當屬無效<sup>23</sup>。關於此項問題，容於後文（肆之一）中討論之。

#### 四、短線交易與公開原則<sup>24</sup>

誠如美國大法官 Brandies 所言：「陽光是最好的防腐劑，燈光是最有效的警

<sup>22</sup> 台灣高等法院八十二年度重上字第○一號民事判決謂：「……證券交易法第一百五十七條規定『公司應請求將其（六個月內買進、賣出上市股票）利益歸入公司』，顯未如公司法一般，預留得否以股東會決議自行決定行使或不行使之空間，理論上自不生公司得以決議不行使該權利之問題，本件上訴人雖辯稱縱華隆公司有歸入權，亦因其已決議不對上訴人行使上訴人已收受該項決議不行使之股東常會議事錄，自應認為華隆公司對於上訴人已有明確意思表示不主張有系爭歸入權，是如果有歸入權存在，依照民法第三百四十三條規定，亦有使系爭歸入權歸於消滅之效力，從而本件被上訴人竟又以華隆公司股東身分提起本件訴訟，代位華隆公司再向上訴人行使歸入請求權，在訴訟上即欠缺權利保護要件云云，惟按一般私權之行使與否得由權利人自由決定之，歸入權雖為公司之權利，亦屬私權，但證券交易法規定，在董事會或監察人不為公司行使該權利時，股東得以三十日之限期，請求行使，逾期行使，請求之股東得為公司行使之是以自股東觀察，該權利為共益權，該股東固得消極地不為公司行使該權利，亦即其固無義務為公司行使該權利，但解釋上其為公司行使權利之『共益權』，應不得經由股東會以多數決予以剝奪，公司股東會如以決議方式決定不行使歸入權應解為其決議違反證券交易法第一條之『保障投資』之公共政策，其決議當然無效（民法第七十二條）…」。另可併參法務部編印，法務部法規諮詢意見（二）下冊，頁 1071，1988 年 1 月。

<sup>23</sup> 參閱劉連煜，新證券交易法實例研習，頁 272，2004 年 2 月。另有關上述三種法律所規範歸入權之討論，可參閱郭宗雄，歸入權之行使，實用月刊，頁 74-77，2002 年 6 月。

<sup>24</sup> 參考徐錫祥，內部人員交易歸入權行使之研究——證券交易法第一百五十七條之存廢問題，國立中興大學法律學研究所碩士論文，頁 55-65，1995 年 6 月。

察。」(sunlight said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman)，對於證券法律而言，公開原則乃其基石。依理性之瞭解，除非是投機者，否則一般合理性之投資人欲進行其投資計畫，必先對其所欲投資之對象或計畫有充分瞭解始肯為之。證券投資者擬購買或出售某公司股票時，必當期待能先行瞭解該公司之財務與業務狀況，以利投資決定之作成，故股票發行公司財務及業務狀況之適度公開，乃各國欲維持證券市場，使投資大眾能對其投資作合理判斷所普遍採行之制度。現行證券交易法規關於公開原則之適用，主要包括下列幾類：(一)發行人初次發行證券之公開(如證券交易法第三十條、第十三條及第三十八條第一項)；(二)證券發行後在市場流通期間之繼續公開(如證券交易法第三十六條與第三十八條第二項)；(三)發行人以外其他人員及機構之公開，又可分為規範內部人部份(如證券交易法第二十五條，第二十二條之二及第四十三條之一)、證券商部份(如證券交易法第六十三條及第六十四條)與其他機構部份(如證券交易法第十八條之一第一項準用第三十八條、第一百六十二條準用第六十四條)；(四)徵求委託書有關資料之申報與公開(如「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」〔證券交易法第二十五條之一第一項授權證管會訂定〕第四條、第七條及第八條)。上述關於公開原則落實於內部人規範之情形，其立法意旨除令經營者及大股東將其持有情形，向主管機關及投資大眾公開，俾使大眾知悉公司重要人員之持股變動情形外，亦協助證券交易法第一百五十七條歸入權之行使。在制度設計本旨上，短線交易係著眼於內部人之交易行為而作形式上之認定，並非探究其實際利用內部消息情事之有無，因此乍看之下，「公司內部消息是否公開」似非構成短線交易之要件，亦不影響歸入權之行使，但卻不容忽視公開原則於短線交易偵測中所扮演之角色與所發揮之功能。

## 參、短線交易規範之構成要件分析

美國證券交易法權威學者羅斯教授(Prof. Louis Loss)曾舉例說明內部人交易情形，彷彿玩牌時允許其中一個玩家在牌上作記號一般，如此將無人願意繼續這場牌局<sup>25</sup>，此例不僅淺顯易懂，似乎也同時解釋了大多數國家之證券交易法制均將內部人短線交易納入禁止之列的原因。而如何認定短線交易之有無及其認定範疇之寬廣如何，更有賴法制與實務之運作形成共識。我國證券交易法第一百五十七條之規定仿自美國一九三四年證券交易法(Securities Exchange Act of 1934)第十六條b項<sup>26</sup>，已如前述，惟其所規範之主體、行為及客體為何？與被繼受國

<sup>25</sup> See Louis Loss, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION, 607-608 (Boston & Toronto: Little, Brown & Co., 1988) .

<sup>26</sup> 其規定內容為「為防止主要受益股東、董事或高級職員因其與發行人間之密切關係，而獲得



之法律異同何在？我國實務如何運用相關條文？……等問題，均有探討必要。以下將分析美國法制<sup>27</sup>與我國相關制度上之概念，並就學理及實務綜合觀察，說明短線交易之構成要件。

## 一、規範主體

在構成短線交易之主體要件方面，主要可以區分為下列幾項作為比較：

### (一) 董、監事及經理人之範圍：

- 1.美國：依美國一九三四年證券交易法第三條 a 項第七款 (§3 (a)(7)) 之規定，所稱董事（美國公司並無監察人），係指公司之董事及任何實際執行董事職務之人<sup>28</sup>，因此具有董、監名銜，不論是否實際執行董、監職務者，固然為同法第十六條 b 所規範之主體，未具有董、監名銜，但實際執行

---

消息且加以不正當之使用，如該主要受益股東、董事或高級職員於不滿六個月之期間內，對該發行人之股票（豁免證券除外）買進後再行賣出，或賣出後再行買進，除該股票之取得確屬為履行以前之契約債務者外，不論該主要受益股東、董事或高級職員在買賣股票時是否有持有六個月以上，或不欲在六個月內買入出售之股票之意圖，其因此獲得之利益應歸於該發行人，並由該發行人向其請求之。對於此項利益之請求，得由發行人依法律或衡平法向管轄法院以訴請求之，或由該發行人之股東，於向發行人請求後六十日內，該發行人未能或拒絕提出訴訟，或發行人不願積極追訴時，以發行人之名義代位向法院請求。但該項利益獲得後已達二年以上時，不得起訴請求之。本項規定，對於主要受益股東非於買進賣出或賣出買進股票時，均具有此項主要受益股東之身分者；或主要受益股東、董事或高級職員所為之股票交易，依證券管理委員會制訂之規則予以排除者，不適用之。」其原文為 Section 16 (b) For the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such beneficial owner, director, or officer by reason of his relationship to the issuer, any profit realized by him from any purchase and sale, or any sale and purchase, of any equity security of such issuer (other than an exempted security) within any period of less than six months, unless such security was acquired in good faith in connection with a debt previously contracted, shall inure to and be recoverable by the issuer, irrespective of any intention on the part of such beneficial owner, director, or officer in entering into such transaction of holding the security purchased or of not repurchasing the security sold for a period exceeding six months. Suit to recover such profit may be instituted at law or in equity in any court of competent jurisdiction by the issuer, or by the owner of any security of the issuer in the name and in behalf of the issuer if the issuer shall fail or refuse to bring such suit within sixty days after request or shall fail diligently to prosecute the same thereafter; but no such suit shall be brought more than two years after the date such profit was realized. This subsection shall not be construed to cover any transaction where such beneficial owner was not such both at the time of the purchase, of the purchase and sale, or the sale and purchase, of the security involved, or any transaction or transactions which the Commission by rules and regulations may exempt as not comprehended within the purpose of this subsection.

<sup>27</sup>日本亦參考美國法制，於一九四八年制訂證券交易法原將短線交易之相關條文列為第一百八十八及一百八十九條，一九五三年八月一日修正證券交易法，對第一百八十八條以「申報未具實效之理由」予以刪除，自刪除後對於第一百八十九條歸入權之規定，已難於有效執行，於一九八八年五月修正證券交易法時再行恢復第一百八十八條，嗣於一九九四年六月修正證券交易法時條次改列為現行條次。其原文為「**第百六十四條** 上場会社等の役員又は主要株主がその職務又は地位により取得した秘密を不当に利用することを防止するため、その者が当該上場会社等の特定有価証券等について、自己の計算においてそれに係る買付け等をした後六月以内に売付け等をし、又は売付け等をした後六月以内に買付け等をして利益を得た場合においては、当該上場会社等は、その利益を上場会社等に提供すべきことを請求することができる。(第一項)」資料來源：法令データ提供システム〈<http://law.e-gov.go.jp/cgi-bin/idxselect.cgi>〉(到訪日期：2004/7/25)。

<sup>28</sup> Section 3 (a) (7) of the 1934 Act, 15 U.S.C. §78c (a) (7) (1982) .

董、監職務者，亦在規範之列。至於實務上常見之名譽退休董事(emeritus director)、榮譽董事(honorary director)或諮詢董事(advisory director)等，是否屬於「董事」之範圍，不無可議。美國證管會之基本立場是以該人所擔任之職務，有無得知公司內部消息之可能為斷，亦即只要事實上擔任類似董事之職務(functional equivalent)者，即可被認定為具有董事身份，而應受短線交易之規範<sup>29</sup>。經理人之認定上，美國法院實務認為，如實際上無接觸內部消息之機會者，應非短線交易規範之主體<sup>30</sup>。此種見解，較之對於董事範圍之解釋為狹，使「有名無實」之經理人不受短線交易規範之適用<sup>31</sup>。

2.我國：董事及監察人係依公司法第一百九十二條及第二百十六條規定由股東會選任，倘有名銜表現在外者，一般投資人自然會對其所為之買賣交易加以注意，列為短線交易之規範主體較無疑義，惟易生疑者在於「有實無名」之情形（亦即實際執行董監事職務，卻無董、監事名銜者）。我國實務之作法，傾向於形式認定，因此對於此種情形可能排除在證券交易法第一百五十七條適用範圍之外。學者通說贊成將其納入規範範圍，著眼點在於本條之立法目的，認為其既在於防止不當利用內部消息，若未將「有實無名」之情形納入規範，將減損證券交易法第一百五十七條之功能<sup>32</sup>。惟反對者以為，短線交易制度之運作應力求單純化，倘若納入前開情形，將肇致認定上之困難，甚而加深舉證難度，似與制度本旨相悖<sup>33</sup>。至於依公司法第二十七條所選任之法人董監（第一項）或以其法人代表人名義代表行使職務自然人（第二項），從其得以接觸公司內部之經營訊息以及其具有對代表人之監督控制權以言，該不具董、監事身份卻實際執行職務之代表人或控制代表人以執行職務之法人，亦應同受證券交易法第一百五十七條之規範，衡諸我國實務亦採此見解<sup>34</sup>。

此外，關於經理人範圍之認定，公司法上所稱之經理人（總經理、副總經理、協理、經理、副經理）應予涵括，自無疑義，但是否擴及民法第五百五十三條第一項所稱之經理人？則有疑問。學者認為應包含民

<sup>29</sup> See Tomas Lee Hazen, THE LAW OF SECURITIES REGULATIONS, 730 (West, 1996 ed.) .

<sup>30</sup> Jennings & Marsh, CASES AND MATERIALS ON SECURITIES REGULATION, 1319 (1982) . 轉引自賴英照，前揭註3書，頁448註194。

<sup>31</sup> 學者賴英照教授認為，此點或係鑒於公司實務上，對於「經理人」名銜之使用較為寬濫，有加以限制範圍之必要，並認為此種解釋可供解釋上之參考。同上註，頁448。

<sup>32</sup> 如劉連煜，現行內部人短線交易規範之檢討與規範趨勢之研究，載：公司法理論與判決研究（二），頁195-196，1998年4月；賴英照，前揭書，頁445。

<sup>33</sup> 參閱林國全，前揭文，頁274。

<sup>34</sup> 證券暨期貨管理委員會民國七十七年八月二十六日（77）台財證（二）第08954號函及臺灣臺南地方法院民國87年度重訴字第232號民事判決參看。

法上之經理人概念較為妥適，蓋與美國法對短線交易適用對象之經理人（officer）所採用「以該人之工作是否具有決定公司政策之性質」（policy-marking functions）之「實質認定法」不謀而合<sup>35</sup>。我國向來實務見解最具代表性者，首推證券暨期貨管理委員會民國八十年七月二十七日（80）台財證（三）第 19337 號函與民國八十三年十一月十七日（83）台財證（三）第 46265 號函二號函釋，將經理人之範圍認定為包括已向經濟部辦理經理人登記，或依章程設置有為公司管理事務及為公司簽名權利之經理人。學者質疑該標準與美國所採「實質認定法」仍有差距，且受限於「章程有設置」始可，似有不足，遂主張應廢棄此不妥之行政函釋<sup>36</sup>。惟須注意者，財政部證券暨期貨管理委員會於民國九十二年三月二十七日作出台財證（三）字第 0920001301 號函釋，其重行解釋我國證券交易法第二十二條之二、第二十五條、第二十八條之二、第一百五十七條及第一百五十七條之一所規定經理人之適用範圍<sup>37</sup>，並宣告民國八十年七月二十七日（80）台財證（三）第 19337 號函停止適用，此號函釋呼應前揭學者見解，採用實質認定之功能取向，值得肯定。

## （二）主要受益股東之認定：

- 1.美國：美國一九三四年證券交易法第十六條 b 項中所規範之「主要受益股東」（beneficial owner），係指同條第一項所指之人，亦即凡直接或間接持有依同法第十二條登記之任何種類之股票（豁免證券除外）百分之十以上之受益股東屬之。惟其判斷標準何在？盱衡美國證管會之行政規則與法院歷年判決，關於主要受益股東之認定，發展出許多原則<sup>38</sup>，但仍傾向採取實質認定方式，亦即考量其對表決權或行使表決權是否具有指示權，或是否具有對該證券投資之決定權、處分權或指示處分權而定<sup>39</sup>。
- 2.我國：我國於民國七十七年修訂證券交易法時，亦引進美國主要受益股東之概念，於條文中明定主要股東包括以自己或他人名義持有發行股份超過百分之十以上之股東。之所以如此規定，係鑒於公司之大股東雖未擔任公司之董監事或經理人職務，但因其持股較多，對於公司具有相當之影響力，常有機會接觸公司之內部消息，因此有加以規範之必要<sup>40</sup>。但有學

<sup>35</sup> 參閱劉連煜，前揭註 32 文，頁 198。

<sup>36</sup> 同前註，頁 199。

<sup>37</sup> 其修正後之適用範圍為（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。

<sup>38</sup> 詳請參閱徐錫祥，內部人員交易歸入權行使之研究——證券交易法第一百五十七條之存廢問題，國立中興大學法律學研究所碩士論文，頁 95-97，1995 年 6 月。

<sup>39</sup> 參閱蘇松欽，前揭註 9 文，頁 6。

<sup>40</sup> 參閱賴英照，前揭註 3 書，頁 448。

者認為將大股東列為短線交易之規範主體，係以因其持有股份數量對公司有相當影響力之故，而所謂對公司之影響力，實因該等股份所蘊含之表決權而來，遂主張於計算股東持股是否超過百分之十時，列入計算之股份應以有表決權之股份為限<sup>41</sup>。

再者，依我國證券交易法第一百五十七條第五項及第二十二條之二第三項之規定，於計算同法第一百五十七條第一項所稱「持股超過百分之十之股東」之股權時，準用第二十二條之二第三項之規定，亦即於計算大股東持股數目時，應合併計算其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者之股權。配偶及未成年子女之定義見諸民法相關規定，認定上較無問題，惟何謂「利用他人名義持有股票」則有解釋之必要。證券交易法施行細則第二條對此加以規定，謂：「本法第二十二條之二第三項所定利用他人名義持有股票，指具備下列要件：一、直接或間接提供股票與他人或提供資金與他人購買股票。二、對該他人所持有之股票，具有管理、使用或處分之權益。三、該他人所持有股票之利益或損失全部或一部歸屬於本人。」此種計算方式並非以股票之名義股東（title owner）為準，而係仿倣美國法上受益股東（beneficial owner）之概念計算之，使得持有公司多數股份之大股東無法透過與他人成立信託契約之方式，規避本條規定之適用，應屬正確之立法設計，值得贊同。但學者質疑條文並未言明「具備左列要件之一」，故條文所列三項要件似乎均需證明，但證明其一本屬困難，更何況三者皆須證明，因此期待該條文發揮實際規範效果，似有困難<sup>42</sup>。此項憂慮亦反映於實務上，目前股市監視小組在計算內部人短線交易利益時，多將內部人本人、配偶及未成年子女所有之買進與賣出予以合併配對計算，至於利用他人名義持有之部份，則因舉證不易，鮮少列入計算<sup>43</sup>。

此外，此處所稱之股東不以自然人為限，而法人股東之持股，應包括其代表人、母子公司及關係企業，就其有無實質所有關係，予以認定，適用時應一併注意及之。

### （三）主體之關係人範圍認定：

- 1.美國：美國一九三四年證券交易法使用 beneficial owner 之用語，在適用上較有彈性，而該國證管會藉由規則第十六 a 之一條 a 項第二款（Rule 16a-1 (a) (2)）之規定，規定內部人持股申報及短線交易歸入權之適用，及於直接或間接具有金錢持份或利害關係者（pecuniary interest）之證券，

<sup>41</sup> 參閱林國全，前揭註 4 文，頁 280。

<sup>42</sup> 同前註，頁 271。

<sup>43</sup> 參閱吳克昌，前揭文，頁 27。

並以主要受益股東所獲利益之經濟事實（economic reality of the ownership interest）是否係經由其所為證券交易直接或間接使該內部人增加整體財富為判斷準據<sup>44</sup>。依前開規定，關係人之範圍包括配偶、親屬以及子女，另依規則第十六 a 之一條 e 項（Rule 16a-1（e））之規定，將兄弟姊妹、祖父母、孫及姻親關係者，均涵蓋於關係人之範圍中，因此其利得亦應一併記入。詳言之，美國實務係透過「支配控制原則」與「經濟上受益原則」作為是否將前開特定關係人之交易利益與內部人交易所得利益併計之標準。所謂「支配控制原則」，係指倘若內部人能夠證明其與上述家屬間之財務彼此區隔，交易帳戶彼此分離，而且針對交易行為互不諮詢對方意見，則該項交易將不列入合併計算；至於「經濟上受益原則」者，則是指該內部人由於上述家屬之交易行為，是否可獲得分享利益之機會，如果可直接獲得利益之分享，則該筆交易將被合併計算，否則可以剔除<sup>45</sup>，透過此二原則之操作，讓認定工作更趨彈性。

2.我國：承前所述，經由證券交易法第一百五十七條第五項及第二十二條之二第三項之修訂，已將內部人持股範圍仿造美國法，擴及「配偶」、「未成年子女」與「利用他人名義持有者」。惟該等規定對於家族親屬部份，僅包括配偶與未成年子女，至於成年子女、兄弟姊妹、直系親屬及姻親親屬，目前則只能以是否為「利用他人名義持有者」加以認定<sup>46</sup>。

## 二、規範客體

### （一）股票

證券交易法第一百五十七條第一項之規範客體，為規範主體所屬公司所發行之「股票」，惟於民國七十七年修法後，同法第六十二條第三項復規定，第一百五十七條之規定於同條第一項所定證券商營業處所之有價證券買賣準用之。因此，規範客體及於在證券商營業處所買賣之有價證券，亦即通稱之上櫃有價證券。

### （二）具有股權性質之其他有價證券

金融商品推陳出新之趨勢銳不可擋，為防範公司內部人利用諸多藉由股權行使概念所衍生之商品牟利，民國八十九年修正證券交易法時，增訂第一百五十七條第六項，擴大規範客體之範圍。次年六月二十一日財政部以（90）台財證（法）字第 141773 號令修正發布證券交易法施行細則第十一條，該條第一項中更明文

<sup>44</sup> 參閱蘇秀玲=簡淑芬，證券交易法第一五七條修正之檢討與建議，月旦法學雜誌，92 期，頁 169，2003 年 1 月。

<sup>45</sup> 參閱吳克昌，前揭文，頁 27-28；另可參閱余雪明，證券交易法，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，頁 626，2003 年 4 月 4 版。

<sup>46</sup> 參閱蘇松欽，前揭文，頁 8。

列舉證券交易法第一百五十七條第六項所稱「具有股權性質之其他有價證券」為可轉換公司債、附認股權公司債、認股權憑證、認購（售）權證、股款繳納憑證、新股認購權利證書、新股權利證書、債券換股權利證書，與「其他具有股權性質之有價證券」之概括規定（乃因應未來金融商品之開發所預留之彈性規範）。鑒於衍生性證券（*derivative securities*）之價格與其基礎證券（*underlying securities*）之價格原則上具有連動（*connecting*）性，持有衍生性證券應與持有基礎證券等量齊觀<sup>47</sup>，前開規定為此等概念之體現，主管機關之用心值得肯定。但其中容有二項疑義尚待釐清，一為「認購（售）權證」（*warrant*）是否應列入規範客體？次為斯項規定所為之定義是否完備，與所參考之美國相關法令相較，是否有所不足？

首先，關於認購（售）權證是否應列入規範客體之問題，證期會於民國九十二年二月十四日發布台財證（三）字第 0920000717 號函謂：「上市（櫃）公司董事、監察人、經理人或持有公司股份超過百分之十之股東買賣以所屬公司股票為基礎證券之認售權證，而有證券交易法第一百五十七條之適用者，其買進認售權證之交易，係屬「與賣出相當之地位」，應與買進所屬公司股票或其他以該股票為基礎證券之具有股權性質有價證券之交易相配；其賣出認售權證之交易，係屬「與買進相當之地位」，應與賣出所屬公司股票或其他以該股票為基礎證券之具有股權性質有價證券之交易相配，並依證券交易法施行細則第十一條第二項所定計算方式計算所獲利益。」嗣後財團法人中華民國證券櫃臺買賣中心亦於民國九十二年三月十三日作出（92）證櫃交字第 04704 號函，再次引述前開函釋見解。前揭機關於所表示之函釋見地中謂「……『而有』證券交易法第一百五十七條之適用……」，對於認購（售）權證能否適用證券交易法第一百五十七條似未加懷疑，惟依現行「發行人申請發行認購（售）權證處理準則<sup>48</sup>」第二條第二項之規定，所謂認購權證者，係指標的證券發行公司以外之第三者所發行表彰認購（售）權證持有人於履約期間內或特定到期日，有權按約定履約價格向發行人購入或售出標的證券，或以現金結算方式收取差價之有價證券<sup>49</sup>。另據同法第三條第一項之規定，發行人係指標的證券發行公司以外之第三者且同時經營有價證券承銷、自行買賣及行紀或居間等三種業務者，由此可知認購（售）權證之發行人限於標的證券發行公司以外之第三者。另揆諸前開規定，基本上亦排除該標的證券發行公司自己發行以本公司為標的證券之認購權證的可能性。本文以為，除非將證券

<sup>47</sup> 參閱劉連煜，前揭註 23 書，頁 268。

<sup>48</sup> 民國八十九年十一月三日財政部證券暨期貨管理委員會（89）台財證（二）字第 82828 號令訂定發布全文十四條，並自發布日起施行。其後更於民國九十年及九十二年先後修正部份條文。

<sup>49</sup> 關於認購（售）權證之基本分析與操作實例可參閱于趾琴主編、經濟日報採訪中心採訪整理，新金融商品大觀，聯經出版，頁 137-143，2003 年。

交易法第一百五十七條第一項中所規定「……對公司之上市股票……」一語中之「公司」一詞作擴張解釋，令其包含前開準則第三條第一項所指涉之發行人，否則認購（售）權證既限於標的證券發行公司以外之第三者始能發行，因此既非公司發行之上市股票，亦非公司發行之其他具有股權性質之有價證券，自然也不成為短線交易之規範客體。再者，縱使對「公司」用語加以擴張，亦不符合法律解釋方法中擴張解釋之原理，蓋如此解釋已經超出文義之射程<sup>50</sup>，也超越了一般國民所能瞭解之極限，亦逾越人民對於該條文義之預測可能性，非屬擴張解釋之合理運用，實非妥當<sup>51</sup>。職是之故，本文擬採取與前開機關不同之見解，認為單就現行法規之解釋，似無法推出認購（售）權證屬於短線交易規範客體之結論。但依短線交易歸入權之規範目的以言，實有將認購（售）權證納入規範之必要，因此勢必透過修法或其他方式為之，於後文中將說明對應之道（請參伍、一、（五）之說明）。

其次，美國一九三四年證券交易法第十六條 b 項所規範之客體僅言「該發行人之股權證券」（equity securities of such issuer），其定義則見諸同法第三條 a 項第十一款之規定<sup>52</sup>。而在一九六八年時，美國證管會明白地拒絕以行政命令之方式（rule making）處理衍生性證券（derivative securities）是否適用一九三四年證券交易法第十六條 b 項短線交易規範之疑義（蓋其認為係屬法院獨立判斷之問題）<sup>53</sup>，也因此各級法院在處理衍生性證券交易案例時常有捉襟掣肘之苦，故而有時會根據「非正規交易」（unorthodox transaction）<sup>54</sup>之理論，適用「實用觀點分析法」（pragmatic analysis）〔或稱「主觀（subjective）分析法」〕加以判斷<sup>55</sup>，最有名之案例當推一九七三年之 Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp.一案<sup>56</sup>。迨邇而下，面對選擇權（options）、可轉換證券（convertible securities）

<sup>50</sup> 依據日本學者碧海純一教授之「射程」理論，在文義射程之內者，為擴張解釋，如所擴張之文義，已非原有文義所能預測，則屬超出射程之外，而進入目的性擴張之範圍。惟文義內涵不同者，不能作擴張解釋，僅於有貫徹規範意旨之必要時，方得採取目的性擴張之方法。

<sup>51</sup> 同此見解見高定中，認購權證次級市場與短線交易規範之研究，東吳大學法律研究所碩士論文，頁 97-98，2001 年 6 月。該文由各種法律解釋因素（如文義、歷史或體系因素）就此問題加以檢視，均得到認購（售）權證並非證券交易法第一百五十七條規範客體之結論。

<sup>52</sup> Section 3 (a) (11) The term "equity security" means any stock or similar security; or any security future on any such security; or any security convertible, with or without consideration, into such a security, or carrying any warrant or right to subscribe to or purchase such a security; or any such warrant or right; or any other security which the Commission shall deem to be of similar nature and consider necessary or appropriate, by such rules and regulations as it may prescribe in the public interest or for the protection of investors, to treat as an equity security.

<sup>53</sup> Release No. 34-8325 (1967-69 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 77, 560 (June 6, 1968) 轉引自劉連煜，現行內部人短線交易規範之檢討與規範趨勢之研究，載：公司法理論與判決研究（二），頁 217 註 37，1998 年 4 月。

<sup>54</sup> 所謂非正規交易，例如股票之交換、公司債轉換為股票、因合併而換發新股票及特別股轉換成普通股等皆屬適例。同上註，頁 217 註 38。

<sup>55</sup> 參閱劉連煜，前註 52 書，頁 217。

<sup>56</sup> 關於本案之說明可參閱賴英照，前揭書，頁 453；劉連煜，前註書，217-218；同作者，新證

及其他相類似權利證券之興起，一九九一年二月十日美國證管會也大幅度修改了一九三四年證券交易法第十六條之相關規則，其中規則第十六 a 之一條 d 項( Rule 16a-1 (d)) 規定將短線交易之規範客體界定為包括與發行人相關連之任何證券或任何衍生證券，不問是否由該發行人所發行者<sup>57</sup>。除此之外，規則第十六 b 之一條 c 項 (Rule 16b-1 (c)) 亦揭示衍生性有價證券所具有之三個特徵，即 (1) 所發行之工具為「證券」之一種；(2) 該「證券」表徵源自某一股權證券之一定金錢利益的權利；(3) 該「證券」含有固定之執行價格或轉換比率。若三項特徵已然具備，則此一權利即可被視為受第十六條規範之標的證券的同等物 (the functional equivalent of the underlying security for Section 16 purpose)。學者指出，由前開要素中之第二及第三要素以觀，其實已反映出可從影響股權價格之內線消息中獲利之能力，此正是短線交易規範之重點所在。同時，衍生性證券亦具有指標價格，內部人自可加以鎖定而從中獲利，法令自不容任憑此行為逸脫於規範之外。易言之，美國證管會將衍生性證券納入短線交易之規範客體中，其核心概念不外乎認為，從交易獲利之潛在可能性而言，投資於衍生性證券與基礎證券實無二致之故也<sup>58</sup>。相較於我國證券交易法施行細則第十一條之規定，美國相關法令似乎較有彈性而不易產生規範之疏漏，將來修法或行政機關對此加以解釋時，不妨加以參酌。

### 三、規範行為

觀乎我國證券交易法第一百五十七條第一項之規定，其所欲規範之行為，乃前述內部人「對公司之上市股票，於取得後六個月內再行賣出，或於賣出後六個月內再行買進，因而獲得利益」之行為。而此行為之主體為董、監事、經理人及持有公司股份超過百分之十之股東，自無庸議，惟其從事此項行為時是否具備該等身份即屬重要，其認定時點關係著是否構成短線交易，亦牽繫著歸入權之能否行使。其次，條文使用「取得」、「賣出」及「買進」等用語，是否完整詮釋其行為態樣，亦關係著斯項規範之整備與否。最後，進行本條之買賣行為時，其交易客體包括股票及具有股權性質之其他有價證券，已如前述，但對於其種類有無限制，此項討論源由實係基於實務著名案例而來，誠值重視。至於必須因該行為而獲利，固屬構成此行為之要素，但因涉及利益之計算問題，將於討論歸入權行使問題時方一併分析之。以下即分別按此思考脈絡討論之。

---

券交易法實例研習，頁 274-280，2004 年 2 月。本案聯邦法院即採取實際觀點，作為判斷因合併而進行之「股份轉換」(share exchange) 是否構成一九三四年證券交易法第十六條 b 項所規範客體之基準。

<sup>57</sup> Rule 16a-1 (d)。

<sup>58</sup> 參閱劉連煜，衍生性證券衍生性金融商品與短線交易之規範，集保月刊，57 期，頁 25-28，1998 年 8 月。



## (一) 買賣主體之時點認定

### 1. 董、監事及經理人：

針對董、監事部份，美國法院實務係採取所謂「一端說」，亦即此等人只要在六個月內所為之二次相反買賣中，其買進或賣出之一端具有上述內部人身份，即屬短線交易之規範對象。例如 A 於二月一日以每股十元買進甲公司之股票一百萬股，三月一日當選為甲公司董事後，於七月一日將其所持有股票以每股十五元賣出，此時縱使 A 於買進時並未具有董事身份，按美國法院實務之見解，該交易行為仍屬短線交易，而有歸入權之適用<sup>59</sup>。相反地，如於當選後買入股票，而於八月一日辭職後再行賣出，亦因採取「一端說」而作相同之認定。惟有疑義者，在於買進與賣出時，假設該等人均不具備該身份時（亦即僅於買與賣之間具備身份），是否能作相同之認定？美國法院未著有判例，學者則從本條立法目的加以推敲，認為此種情形董、監事實有接近內部消息之機會，可能因此影響其買賣之決定，是以仍受拘束為當<sup>60</sup>。至於經理人部份，解釋上應與董、監事相同<sup>61</sup>，採取「一端說」加以認定。

反觀我國相關認定標準，亦未區分董、監事或經理人而為討論。學界幾乎一致採取「一端說」之見解<sup>62</sup>，實務運作上則有一端說與兩端說之適用歧異。證券主管機關證券暨期貨管理委員會對此問題所持之態度有前後不同之轉變，早期採取一端說，採用之理由在於避免內部人利用辭職或利用公司法第一百九十七條第一項之規定規避本條之適用<sup>63</sup>，但同機關嗣後於民國八十四年三月二日以（84）台財證（三）字第 00461 號函補充釋示證券交易法第一百五十七條適用疑義時謂：「發行股票公司董事、監察人、經理人或持有公司股份超過百分之十之股東違反本條文之規定者，於計算差價利益時，其於未具前述身份前及喪失身份後買進或賣出之股票，不列入計算範圍。」明顯地採取兩端說之見解<sup>64</sup>。在法院實務方面，以中國人造纖維公司案為例，第一、二審法院所採取之見解為一端說（臺北地院七十七年度重訴字第九〇號判決及臺灣高等法院七十七年度重上字第一五九號判決參看），然而卻經最高法院發回更審，嗣經更審法院裁判後，最高法院復揭示採取兩端說之見解（最高法院七十九年度台上字第一〇二一號判決參看）。之後綜觀司法判決，採取一端說者顯屬少數，直迄近年來短線交易相關判決（臺灣高等法院九十年度上字第一三七七號判決

<sup>59</sup> 參閱賴英照，前揭註 3 書，頁 446。

<sup>60</sup> See Hazen, SECURITIES REGULATION, 423 (St. Paul: West Publishing Co., 1985)。

<sup>61</sup> 同註 59，頁 448。

<sup>62</sup> 如林國全，前揭文，頁 277；陳春山，前揭書，頁 314；賴源河，證券管理法規，頁 404，1996 年修訂版；賴英照，前揭書，頁 447。

<sup>63</sup> 參閱吳克昌，前揭文，頁 26。另請併參財政部證管會民國八十二年一月六日（82）台財證（三）字第 68058 號函。

<sup>64</sup> 台灣證券交易所股市監視小組目前計算內部人之短線交易時亦採兩端說。

<sup>65</sup>) 仍繼續沿用兩端說。

本文秉持一貫見解，認為保障投資人公平投資環境與建構足資信賴之交易市場為禁止短線交易之精神所在，因此嚴格認定前揭內部人之責任，殊非過當，故以一端說為當。然而，一端說固然較為符合制度規範本旨，在實務運作上卻可能因其彼時未具公司內部人身份，無依證券交易法第二十五條申報持股變動狀況之義務，而產生查核認定上之困難<sup>66</sup>，此為未來必須加以克服之處。

## 2. 持有股份超過百分之十之股東：

就此部份，我國證券主管機關採取與董、監事及經理人相同之認定標準，亦即「兩端說」之見解，美國一九三四年證券交易法第十六條 b 項則明定採取「兩端說」，亦即必須買進及賣出時均持股超過百分之十之股東，始受禁止短線交易之規範。美國法為何以對於大股東及董、監事與經理人採取不同之認定標準？推原其故，應係考量大股東通常並不一定參與公司之經營決策，其對於公司內部消息之掌握亦不會比公司經營階層來得熟悉，因此對其採取較為寬鬆之認定標準<sup>67</sup>。但有學者指出，我國證券交易法第一百五十七條既未如同美國法般，明定必須於買入時與賣出時均需具有百分之十之股東身份，解釋上似不應與美國法作相同解釋。因此，倘該類股東於買入時「或」賣出時具有此項身份者，即應屬規範對象，而有該規定之適用<sup>68</sup>，傾向一端說之見解。立於保障投資人之思考，並防範不肖股東趁罅抵隙，本文亦認以採取一端說為當。

### (二) 買賣行為之意涵

#### 1. 「六個月內」期間如何計算？

對此證券交易法並無明文，當依民法第一百十九條至第一百二十三條之規定計算之（證券交易法第二條參看），且此六個月期限除可向後（未來）推算外，亦可向前（過去）回溯計算<sup>69</sup>。如此折合計算共計十二個月之拘束期間，目的無非提供投資人更多保障。在美國實務上曾一度產生困擾者，乃關於選擇權（option）<sup>70</sup>買賣之期間認定。按買賣股票先買權或先賣權（stock option call

<sup>65</sup> 其謂：「……須買進、出售股票之際，均具有該公司前述內部人身份，且股票交易行為係在六個月之範圍內者，即足當之，並不以其係先行買進再行出售或先行出售再行買進而有區別（蓋每一筆買或賣，均為追求利益之行為），亦無論買賣之股數為何，股票編號是否相同，或實際交割者為何一批股票，皆應受該條之規範。本件上訴人於與被上訴人成立監察人之委任契約後，其交易行為之態樣雖係先於集中交易市場出售其於任期以前即已買進之被上訴人上市股票，再於六個月內（任職期間內）又買進被上訴人上市股票，致其賣出、買進之股票編號不同或非同一批股票，然依前開說明，仍有上開歸入權之適用。」

<sup>66</sup> 參閱陳春山，前揭書，頁 314。

<sup>67</sup> 參閱吳克昌，前揭文，頁 27。

<sup>68</sup> 參閱賴英照，前揭書，頁 450。

<sup>69</sup> 參閱劉連煜，前揭註 32 文，頁 203。

<sup>70</sup> 狹義之選擇權係指選擇權契約（option contracts），乃一使要約持續發生效力之契約，一方有權利在一定期間內以一定價格，或符合一定條件下，向他方購買或出售某一財產權。See Restatement of the Law, Second, Contracts §25, 73-74 (3<sup>rd</sup> Reprint 1992)。

option or put option) 之日，並非買賣股票之日，先買權持有人並無義務行使其先買權以買進股票，必須先買權持有人實際行使其權利買入股票時，始為買進之日，先賣權情形亦同。美國法院曾於 *Silverman v. Landa* 一案中認定選擇權具有單方面 (one sided) 之性質，義務固定但權利不固定，且可因不行使而消滅<sup>71</sup>，但如此可能產生日期認定上之疏漏，而讓有心人士規避六個月期間之適用。所幸，在一九七〇年 *Bershad v. McDonough* 一案<sup>72</sup>中，法院認定如以選擇權為虛偽或掩飾股票之轉讓者，將以「承認選擇權之時」(the date the option was granted) 而非「行使選擇權之時」(the date the option was exercised) 為時點之認定，如此應較能遏阻內部人之規避行為。為解決前開問題，美國相關法令係以取得類似買權地位 (Call Equivalent Position) 之時點與取得類似賣權地位 (Put Equivalent Position) 之時點來相互配對，而非單純以「取得」及「賣出」是否未逾六個月期間作為認定所有型態短線交易之要件<sup>73</sup>，我國未來亦可能面臨類此問題，判定時應可參酌之。

## 2. 行為前提：

從事本條所規範之行為，是否以內部人有不當利用內部資訊之情事為前提要件，始足構成短線交易？學者間有正反見解，但多數採取否定說，亦即認為短線交易之構成，不以公司內部人有不當利用公司內部資訊情事為要件，此乃短線交易歸入權制度之本質使然<sup>74</sup>。詳言之，在公司資訊取得機會上與一般投資人處於不對等地位之公司內部人，若有短期間內反覆買賣該公司股票之行為，容易引起一般投資人懷疑公司內部人是否有不當利用公司內部資訊進行交易之情事。在違法交易取締與證明不易之情況下，短線交易歸入權制度藉由機械式之適用方式，強制該公司內部人將該等交易所獲得之利益歸入公司，以維護一般投資人對證券市場公平性與公正性之信賴，俾收事前遏止之效，此即本質之謂也。實務案例對於此問題之看法，從早期判決迄近年來之見解多採否定說，亦即不以內部人有不當利用內部資訊之情事為前提，如九十年度訴字第七八五號判決謂：「……此一規定係一機械式之適用，僅問內部人是否有短期間內之反覆買賣股票行為，而不以行為人是否知悉，乃至公司是否有未揭露之內部消息為要件。……內部人從事短線交易，主觀上是否有故意或過失，亦或是否不法之意圖，均在所不問。……」，即屬一例。但從另一角度思考，行為人得否證明其確無不當利用公司內部資訊之情事，而免受短線交易規範之羈

<sup>71</sup> 306 F. 2d 422 (2d Cir. 1962) .

<sup>72</sup> 428 F. 2d 693 (7<sup>th</sup> Cir. 1970) .

<sup>73</sup> 參閱余雪明，證券交易法，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，頁 633，2003 年 4 月 4 版。

<sup>74</sup> 參閱林國全，前揭文，頁 291；陳春山，前揭書，頁 314；劉連煜，前揭註 32 文，頁 192；賴英照，前揭書，頁 442。

束？對此學者亦有認為，在不問行為人有無不當利用公司內部資訊情事之短線交易歸入制度下，確實有將實際上並未利用公司內部資訊之正當交易，亦納入規範範圍之弊病。故而，為兼顧本制度之實效性與規範公平性，實有必要仿效外國立法例，明文列舉明顯不致有利用公司內部資訊可能性之除外條款，以促使本制度之運作更趨合理<sup>75</sup>。本文肯定此項思考，但亦不排除未來立法上將如何適當且充足地以列舉或例示方式規範除外事項，將有相當程度之難度。

### 3、行為態樣：

依證券交易法第一百五十七條第一項之規定，其行為態樣為「取得後再行賣出」及「賣出後再行買進」，而「取得」、「買進」與「賣出」等用語將如何定義？又哪些行為應被界定為所謂之買賣行為，哪些不然？此諸疑義均有待釐清。因為證券交易法並未對上開用語加以定義，相關立法資料亦未陳明，遂產生解釋上與適用上之歧異。有學者認為，「取得」應指買賣以外之其他獲取行為，類似美國法上所稱 *acquire* 一語。至於「買進」與「賣出」之意義，應解為與一般之買賣觀念相仿，而且分別類似美國法上所稱之 *purchase* 與 *sale* 之語<sup>76</sup>。但亦有學者主張「取得」、「買進」與「賣出」皆應解為係指以金錢為對價而移轉所有權之買賣交易行為，其理由有二，一是為避免因為短線交易之認定進而實施歸入權之效果，導致實際上並無不當利用內部資訊之人，無法保有其所獲利益，因此所規範之行為必須力求明確，不宜過份擴張，以減低其影響。並認為問題重點應針對不當利用內部資訊之加強舉發著手，而非運用本質上有將正當交易行為納入規範之危險性的短線交易歸入權制度對應；次則以為，將規範行為擴及於以金錢為對價之買賣以外的有償行為，不僅在有無短線交易之認定上增加複雜度，於計算所獲利時憑添困難，有違設置本制度之本質意義<sup>77</sup>。

實務之運作上亦有不同認定，主管機關證券暨期貨管理委員會於民國八十三年一月六日（82）台財證（三）第 68058 號函中釋示，上市公司因辦理現金增資或盈餘轉增資、資本公積轉增資而認購或配發之新股，並非券交易法第一百五十七條第一項所定「取得」之範圍。另於（84）台財證（三）字第 00461 號函釋中認為證券交易法第一百五十七條第一項所謂之「取得」，除以買賣方式外，尚包括以下三種：**A.**因受贈或繼承而取得上市股票；**B.**因信託關係受託持股當選上市公司董事、監察人後，再以證券承銷商身份依證券交易法第七十一條規定取得之上市股票；**C.**公營事業經理人於官股依公營事業移轉民營條例釋出時，依移轉民營從業人員優惠優先認股辦法認購上市股票。另外，該機關最近之見解見諸民國九十一年三月七日所發布（91）台財證（三）字第 172479

<sup>75</sup> 參閱林國全，前揭文，頁 292。

<sup>76</sup> 參閱劉連煜，前揭註 32 文，頁 203。

<sup>77</sup> 參閱林國全，前揭文，頁 295-296。

號函，函釋中認為「一、員工認股權憑證依規定不得轉讓，且未開放上市買賣，故公司內部人取得公司發給之員工認股權憑證，尚非證券交易法第一百五十七條之適用範圍。惟該內部人如行使員工認股權，取得公司股票或股款繳納憑證，則屬證券交易法第一百五十七條第一項之『取得』範圍，應有歸入權之適用。至於以行使員工認股權取得之股款繳納憑證換取股票，則非該條文所定『取得』範圍。二、公司內部人參與公開承銷認購可轉換公司債或附認股權公司債、行使可轉換公司債或附認股權公司債之轉換權或認股權取得股票、債券換股權利證書或股款繳納證書、及以債券換股權利證書或股款繳納憑證換取股票，均非證券交易法第一百五十七條第一項所定『取得』範圍。」民國九十三年五月二十八日台財證（三）字第 0930002333 號函中亦認為：「公司內部人行使員工認股權，取得公司股票，依本會九十一年三月七日（91）台財證（三）字第 17249 號函釋規定，係屬證券交易法第一百五十七條第一項所定「取得」之範圍，應有歸入權之適用。其買進時點及買進成本之認定，應以內部人行使員工認股權取得股票之時點，以及內部人行使員工認股權取得股票當日所屬公司普通股之收盤價為準。」更有甚者，台財證（三）字第 0930001805 號函中更指出，上市(櫃)公司內部人將其持有所屬公司股票贈與配偶，因贈與並非「賣出」，尚無歸入權之適用，而內部人之配偶受內部人贈與所屬公司股票，其配偶該次受贈股票，得免納入歸入利益之計算。

綜觀上開我國實務與學說見解，關於規範行為態樣之認定標準並未統一，有認為因無償行為（受贈或繼承）而取得股票者必須規範，有認為應規範以買賣、互易等有償行為為基礎之股權移轉行為，亦有認為應限縮於以金錢為對價而移轉所有權之買賣交易行為者，可謂莫衷一是。查美國一九三四年證券交易法第三條 a 項第十三款之規定，所謂「買」（buy, purchase），包括任何買入或其他取得股權之契約，同條項第十四款規定，所謂「賣」（sell, sale）則包括任何出賣股權或為其他處分之契約<sup>78</sup>，據此可知，其概念較一般買賣為廣。但由於美國係採不成文法體系，因此買進與賣出之範圍須由法院依實際情況加以認定，在其司法實務發展下，區分為二種認定方向。一般之常規交易（orthodox transactions）下，解釋上並不困難，只要係以現金買賣股票，不問是在集中交易市場或場外交易之情形，均受證券交易法第十六條 b 項之規範；但若是非常規交易（unorthodox transactions），如股票轉換、公司合併換發新股票、可轉換公司債轉換取得股票、質押股票之出售、無償贈與及買賣選擇權等情形，法院判決未趨一致，但大致採取「務實說」（pragmatic approach），端視其是否有利用內部消息之可能（possibility of speculative abuse of inside information），以

<sup>78</sup> Section 3 (a) (13) – (14) of the 1934 Act, 15 U.S.C. §78c (a) (13) – (14) (1982) .

及係自願或被迫等主觀標準作為判斷<sup>79</sup>，此種方式於美國之運用，以聯邦最高法院於 *Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp.*〔411 U.S. 582(1973)〕一案所表示之見解最具代表性<sup>80</sup>。

對於短線交易所規範之行為態樣，無法得到一絕對之認定標準，其實不難推敲其理由。蓋隨著交易方式不斷翻新，固有的行為態樣規範實無法因應如此包羅萬象的交易型態。再者，究竟要採取何種立論基礎對於行為態樣加以界定（尤其是非常規交易），亦有困難，並且也將面臨究以概括規範或個案規範之選擇，觀諸前揭主管機關之函釋，亦多係針對實務適用上產生疑義所為之釋疑，彼此間在法理上不相合致之處所在多有，其實亦反映出僅以單純的「取得」或買賣等概念作為規範要素之不敷需求。本文以為，考諸美國法院決定系爭交易是否屬於短線交易時，一般會考慮數項因素（或其一因素），例如該交易是否為出自自發行為、內部人得否控制交易時間、內部人是否已經獲利了結、該內部人是否有接觸內線消息之途徑，或內部人因系爭交易結果所另取得者是否為「經濟上相當之證券」（economic equivalent securities）……等，透過多重因素之架構，進而審視檢驗交易方式，判斷是否符合該法所規範之行為態樣，此種模式實值作為我國法解釋相關概念時之參考<sup>81</sup>。

### （三）買賣種類之疑義

短線交易必須有兩次以上之相反買賣交易行為，其交易客體不以「同一批」股票為必要，自不待言。但是否以「同一公司所發行之同一種」股票為必要，則有討論空間。在實際案例中，引發爭議者首推華隆公司案。臺灣高等法院對於本案所作出之八十二年度重上字第四〇一號判決中認為，證券交易法第一百五十七條雖未就「上市股票」加以明確區分，基於法目的性之解釋，應認凡是具有「同質性」（即權義關係所去無幾）之「上市股票」均在適用行列。換言之，凡是具有特定身份之股東買進、賣出「同質性」之上市股票因而獲利者，即有適用，而不以所買賣者係屬同一種類股票為限，承審法官認為如此解釋，方足以確保公平之證券環境。依據上開論述可知，實務所採取之態度為，只要是「同質性」之股票即可適用短線交易之規範，不問其是否為同一種類。詳言之，法院認為，雖然其買賣者非同一種股票，但從表決權之行使、股利之發放與清算後剩餘財產之分配順序等層面考量，普通股與特別股之內容具有高度同質性；而且依該公司章程之規定，特別股可以轉換為普通股，更使二種股票具有互換性，因此法院判決仍有歸入權之適用。就此有學者提出反對見解，認為華隆案之特別股與普通股間確

<sup>79</sup> 參閱賴英照，前揭書，頁 452；劉連煜，前揭註 23 書，頁 276 註 1；余雪明，前揭書，頁 627-628。詳細之案例分析可參閱徐錫祥，前揭論文，頁 107-111。

<sup>80</sup> 詳請參閱劉連煜，前揭註 23 書，頁 274-280；徐錫祥，前揭論文，頁 108。

<sup>81</sup> 參閱劉連煜，前揭註 32 文，頁 204-205。

實有高於一般正常情形之同質性，不容否認，但認為僅屬特例，不宜作為通盤之檢視標準。況且，短線交易歸入權制度在於以簡單而實際之方法，嚇阻公司內部人短期間內之反覆買賣行為，故應儘量避免過於複雜化之運用<sup>82</sup>。國內學界通說與法院實務採取相同立場，本文從之，揆原其故，乃鑑於其彼此間價格原則上具有連動性之特點，倘排除於規範之外，恐生疏漏故也。不過，此爭議於證券交易法施行細則第十一條修訂後，似已獲得解決，按其第二項之規定，取得及賣出之有價證券種類相同者，依該項第一款計算之，種類不同者，則援用第二款之規定。

## 肆、行使歸入權之相關問題

截至民國九十二年上半年度為止，行使短線交易歸入權之案件總數合計二千九百六十一件，應行使金額高達新台幣二十二億五千零三十萬四千九百六十元，未結案數總計四十一件，而進入法律程序者有二十二件<sup>83</sup>。可見短線交易歸入權之規定於實務上得以廣泛適用，並非置而不用之條文，因此其如何行使益顯重要。茲於下文針對短線交易歸入權之行使主體，及行使時應注意之相關事項，綜合理論與實務見解說明之。

### 一、歸入權行使主體

證券交易法第一百五十七條第一項明文，公司內部人有短線交易之行為，且因而獲利者，「公司」應請求其將所得利益歸於公司。同條第二項復規定，發行股票公司之董事會或監察人不為公司行使前項請求權時，「股東」得以三十日之期限，請求董事或監察人行使之；倘若董事或監察人逾期而不行使時，「股東」則可為公司行使該項請求權。由前開條文可知，斯項歸入權之行使主體，為「公司」及「股東」（代位行使），但是公司之性質為法人，仍須由董事會或監察人以法定代表人之身分執行之，此由同條第二項之規定亦可得知。另外，董事或監察人不行使該請求致公司受有損害時，必須對公司負連帶賠償之責（第三項）<sup>84</sup>。

惟有疑義者在於，前開第二、三項之規定中，使用一次「董事會」之用語後，其他則均用「董事」，在文字使用上未予統一，似乎不盡妥適。再者，法院實務曾於八十二年度重上字第40一號民事判決表示：「……證券交易法第一百五十

<sup>82</sup> 參閱林國全，前揭文，頁 289-290。

<sup>83</sup> 資料來源：財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心〈<http://www.sfipc.org.tw/main.asp>〉（到訪日期：2004/5/30）。

<sup>84</sup> 不過，實務上反而絕大多數都是由一般小股東或是證券投資人及期貨交易人保護中心代為求償，其理由在於，鮮少有董事或監察人願意出面代表公司向其「同僚」行使利益歸還請求權之故也。參閱吳林，對現行規範內部人股權轉讓之看法及建議，證券櫃臺，87期，頁70，2003年9月。

七條規定『公司應請求將其（六個月內買進、賣出上市股票）利益歸入公司』，顯未如公司法一般，預留得否以股東會決議自行決定行使或不行使之空間，理論上自不生公司得以決議不行使該權利之問題。……歸入權雖為公司之權利，亦屬私權，但證券交易法規定，在董事會或監察人不為公司行使該權利時，股東得以三十日之限期，請求行使，逾期行使，請求之股東得為公司行使之是以自股東觀察，該權利為共益權，該股東固得消極地不為公司行使該權利，亦即其固無義務為公司行使該權利，但解釋上其為公司行使權利之『共益權』，應不得經由股東會以多數決予以剝奪，公司股東會如以決議方式決定不行使歸入權應解為其決議違反證券交易法第一條之『保障投資』之公共政策，其決議當然無效（民法第七十二條）…」，認為股東會若為不行使歸入權之決議，該決議應屬無效，其法律依據為民法第七十二條。惟有學者以為，民國七十二年修正證券交易法時，將本條第一項原規定之「公司『得』請求」一語，修改為「公司『應』請求」，已明顯使短線交易歸入權之行使成為公司之法定義務，而非單純之權利而已。故此，自不許公司以股東會決議任意免除該法定義務之履行，從而，為不行使歸入權之股東會決議，其決議之行為乃屬違反法令之決議，依公司法第一百九十一條之規定，當然無效。因此，上開判決之結論實屬正確，但所持之理由過於迂迴，況且判決所持共益權見解，亦非絕對必然（蓋表決權為典型之共益權，但現行法亦承認公司得發行無表決權特別股，因此縱屬共益權，亦非無剝奪之可能）<sup>85</sup>。本文贊同短線交易歸入權不得以股東會決議加以剝奪之結論（本文貳、三、（六）亦曾提及），但立論基礎似以後說為當。

再者，為避免訴訟進行之曠日廢時，墊付之訴訟費用額度過鉅，導致股東評量行使歸入權成果與代價間顯失平衡，遂心生怯意，不欲行使代位權。於我國實務上有另一項代位之機制，亦即由財團法人證券暨期貨市場發展基金會以股東之身分代位行使歸入權，惟財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心成立後則由該中心行使之<sup>86</sup>，此方式運作以來實發揮極大功效。

## 二、歸入權性質

討論歸入權性質之目的，在於判斷證券交易法第一百五十七條第四項中所定

<sup>85</sup> 參閱林國全，前揭文，頁 301-302；曾宛如，證券交易法原理，頁 205，2000 年 2 月。

<sup>86</sup> 「證券投資人及期貨交易人保護法」於民國九十一年七月十七日經總統公布，於九十二年一月一日開始施行；證券投資人及期貨交易人保護中心（簡稱投資人保護中心）係依投保法設立之財團法人保護機構，除負責提供投資人證券及期貨相關法令之諮詢及申訴服務、買賣有價證券或期貨交易因民事爭議之調處外，亦得為投資人提起團體訴訟或仲裁求償；另針對證券商或期貨商因財務困難無法償付之問題，明訂設置保護基金辦理償付善意投資人之作業。實際執行單位係由該中心法律服務處為之，可參見財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心組織規程（民國九十二年二月二十四日發布）第四條之規定。關於投資人保護法制之討論，請參閱陳春山，企業管控與投資人保護——金融改革之路，元照出版公司，頁 131-156，2000 年 5 月。



「二年」期間，應認定為消滅時效或除斥期間。因其究為消滅時效或除斥期間，對於歸入權之存續期間有重大影響，進而亦影響請求人與義務人之權益，故有討論必要。學者有主張二年期間應屬除斥期間，理由係為使法律關係早日確定<sup>87</sup>；亦有採取請求權說者，認為採取形成權說徒使制度複雜化，蓋其將另行找尋請求基礎，如果將歸入權性質自始即認定為請求權，則在主張歸入權之人與利益歸入義務人間，自短線交易成立時起，自始即存有一法定債權債務關係，運用上本無窒礙；況且現行條文已明確使用「請求」與「請求權」之文字，亦已表明其請求權之性格<sup>88</sup>，近來實務見解所採取者亦為請求權說。上開二說均言之有理，但本文鑒於鑒於採取形成權說可能會造成其法律效果滋生疑義，擬採請求權說，令主張歸入權之人與利益歸入義務人間自始即存有一法定債權債務關係，便利其請求。

### 三、歸入利益之計算

揆諸現行證券交易法第一百五十七條第一項之規定知，「獲得利益」乃短線交易歸入權行使要件之一，但條文就此項利益如何計算未予規定，不無疑義。該規定之被繼受國——美國，於學理上及實務上所發展出之計算方式，大致上有下列幾種<sup>89</sup>：

#### (一) 股票編號法 (the identity of the certificates rule)

即將內部人買進之股票加以逐一編號，於其賣出時亦記載賣出股票之編號，最後按股票之編號逐一計算其買進與賣出之價格，並統計其盈虧。例如甲公司董事 A 於民國九十三年一月一日以每股十元之股價買進甲公司股票十萬股，股票編號為一至一〇〇號，同年四月一日再賣出十萬股，股票編號為一至一〇〇號，每股價格十二元，此際採取股票編號法之計算，A 於短線交易中所獲得之利益為買賣差價（二元）與股數相乘所得之金額即二十萬元。此法係以股票上之標號為基準計算交易利益，自然最能反應買賣該「張」股票所獲之利益，本無不妥。然而，依會計之原理，此種方法僅適用於量少值大，成本易於辨認之商品，若產品數量較多，品質規格又不一致，則認定上將有困難，亦不經濟<sup>90</sup>。

#### (二) 先進先出法 (the first-in, first-out rule)

以先買進之股票價格與先賣出之股票價格作為計算依據。但此法首先會面

<sup>87</sup> 參閱賴英照，前揭書，頁 468。

<sup>88</sup> 參閱林國全，同註 85，頁 309-310。

<sup>89</sup> 參閱吳克昌，前揭文，頁 30-31；賴英照，證券交易法第一百五十七條之利益計算，證券管理，第 2 卷第 3 期，頁 28-31，1984 年 5 月；林坤志，短線交易客體之研究，東海大學法律學研究所碩士論文，頁 166-174，1995 年 7 月。

<sup>90</sup> 參閱鄭丁旺，中級會計學（上冊），頁 379-380，1990 年 8 月。

臨一項困難，即短線交易所規範之行為不僅限於「買進後再行賣出」，尚包括「賣出後再行買進」，此法對於後一行為態樣，在計算利益上顯有困難存在<sup>91</sup>。其次，採取此種計算方式，內部人若欲規避短線交易之規範，亦可透過積存股票之方式達到目的<sup>92</sup>，例如甲公司之董事 A 於民國九十三年一月一日前已買進甲公司股票三萬股，嗣後於同年四月一日復買進甲公司股票三萬股，迨同年七月一日時賣出甲公司股票三萬股，此際並無歸入權之適用，蓋於九十三年七月一日賣出之股票，係與一月一日買進之股票相配對，其買進賣出之期間已逾六個月，亦凸顯此種計算方式不妥之處。

### (三) 平均成本法 (the average cost rule)

此種方法是以買進總金額除以買進數量，另以賣出總金額除以賣出數量，分別求出平均買價和平均賣價，計算出二者差額後，乘以買進或賣出數量中較少之一方得出利益總額。此法亦簡單可行，但似有違立法目的。按此種方法允許內部人以交易損失扣抵交易盈餘，如盈虧互抵而無盈餘時，免負任何民事責任，無異鼓勵內部人在先前交易蒙受損失之情況下，作更多投機交易以扳回損失，徒使內部人交易更加頻繁<sup>93</sup>，殊非本條之目的。

### (四) 最高賣價減最低買價法 (highest-out, lowest-in rule)

此方式認為歸入權適用之買賣有多筆併存時，其所獲利益之計算係先取其間最高賣價者減去最低買價，之後進而以次高賣價減去次低買價，依次相配，直至相配之交易賣價與買價相等時為止，之後累計其間利益之總和，虧損部份則不予計算，所求得之總額即係應受歸入之利益。此外，此種計算方式下，縱使實際上虧損總額超過利益總額，公司仍可將累計所得之利益歸予公司。試舉一例說明<sup>94</sup>，設甲公司董事 A 於民國九十三年三月一日、十日與三十日各買進公司股票一萬股，買價分別為十元、十五元及二十元。復於同年四月一日、十日與三十日各賣出公司股票一萬股，賣價分別為十元、十五元及二十元。依此種方法之計算方式為：將三月一日以每股十元買進之一萬股與四月三十日每股二十元賣出之一萬股相配，每股得十元利潤；三月十日以十五元買進之一萬股與四月十日以十五元賣出之一萬股相配，得數為零，不予計算；三月三十日以二十元買進之一萬股與四月一日以十元賣出之一萬股相配，虧損十萬元，不予計算。因此，總計 A 董事之短線交易所得歸入利益為十萬元。茲以下表明示之：

<sup>91</sup> 參閱賴英照，前揭註 89 文，頁 31。

<sup>92</sup> 同上註，頁 29。

<sup>93</sup> 參閱賴英照，內部人交易的歸入權——美國法規定（中），證券管理，第 6 卷第 2 期，頁 10，1988 年 2 月。

<sup>94</sup> 設例參考賴英照，證券交易法逐條釋義，第三冊，頁 457，1992 年 8 月。

買 進			賣 出			計 算	
日期	股數	買價	日期	股數	賣價	差額	處理方式
三月一日	10,000	10	四月一日	10,000	10	-100,000	不予計算
三月十日	10,000	15	四月十日	10,000	15	0	不予計算
三月卅日	10,000	20	四月卅日	10,000	20	+100,000	計算利益

繪表參考：賴英照，證券交易法逐條釋義，第三冊，頁 457，1992 年 8 月。

美國法院採取此種「最高賣價減最低買價法」之理由，在於貫徹一九三四年證券交易法第十六條 b 項之立法目的，對於內部人交易採取嚴格態度，以收嚇阻之功。再者，此法得以防止內部人於利益計算方法上取巧，規避本條責任，而減損規範功能<sup>95</sup>。而美國實務自一九四三年 *Smolowe v. Delendo Corp.* (136 F. 2d 231, cent, denied, 320 U.S. 751 (1943)) 乙案後，即採用此種計算方式。經引進國內後，已廣為學界所接受。實務方面，主管機關證券暨期貨管理委員會曾於民國七十三年八月十八日發布 (73) 台財證 (二) 字第 0947 號函，揭示採取此種計算方式，惟苦無法律依據，遂於實務案例中，常生爭議<sup>96</sup>。民國七十七年修正證券交易法時，增訂第一百八十二條之一，授權財政部訂定「證券交易法施行細則」，財政部基此授權訂頒證券交易法施行細則第十一條，該條第二項中明定短線交易所獲利益之計算方法，係採最高賣價減最低買價法。法院實務對於短線交易利益計算標準之判斷，亦多採取此法 (如臺灣彰化地方法院九十年度訴字第六七四號判決)。證券暨期貨管理委員會亦於民國九十三年五月二十八日發布台財證 (三) 字第 09300002333 號函釋，表示公司內部人行使員工認股權，取得公司股票之情形，其歸入利益之計算亦依證券交易法施行細則第十一條第二項所定方式計算。前開施行細則之規定，對於取得與賣出之有價證券種類相同與不同者，規範利益之計算方式 (第一、二款)，另就股息與利息之加計方式亦一併規定之 (第三、四款)，第五款則係費用扣減之規定。惟有疑問者，在於該條項有關歸入利益計算之規定，是否逾越母法之授權？按施行細則之性質，依中央法規標準法第三條之規定，其法律位階乃行政命令，而行政命令依行政程序法第一百五十條第二項之規定，應明列法律授權之依據，並不得逾越法律授權範圍與立法精神。目前短線利益之計算方式規定於證券交易法施行細則第十一條，母法中被視為授權依據之第一百八十二條之一僅謂：「本法施行細則，由財政部定之。」是否符合法律授權之明確性？有無違背法律保留原則？頗受質疑。

法院實務多傾向「未逾越說」，並著有相關判決。例如臺灣高等法院八十六

<sup>95</sup> 同上註。

<sup>96</sup> 如中國人造纖維公司案，臺北地院 77 年度重訴字第 90 號判決參看。

年度台上字第一二二二號判決<sup>97</sup>，認為前開施行細則第十一條第二項第四款關於加計法定利息之規定違反法定保留原則，其謂：「查證券交易法第一百五十七條第一項並無須將所獲利益加計法定利息歸入公司之規定。按中央法規標準法第五條第二款規定，關於人民之權利、義務事項，應以法律定之；又同法第六條並規定『應以法律規定之事項，不得以命令定之。』上開證券交易法施行細則第十一條第一項第三款關於加計法定利息之規定，應屬關於人民之權利義務事項，竟以僅具有命令性質之上開施行細則予以規定，顯與前開中央法規標準法之規定不合。從而被上訴人據以請求分別自計算差價最後一筆交易日起，按民法第二百零三條規定加計之法定利息部分，於法自嫌無據。」惟對此問題，最高法院八十七年度台上字第二八九七號判決持相反見解，認為：「證券交易法第一百五十七條第一項僅規定：『發行股票公司董事、監察人、經理人或持有公司股份超過百分之十之股東，對公司之上市股票，於取得後六個月內再行賣出，或於賣出後六個月內再行買進，因而獲得利益者，公司應請求將其利益歸於公司。』並未就其利益之計算明為規定。證券交易法施行細則係依證券交易法第一百八十二條之一之授權而訂定，其第十一條第一項（按：現行規定第十一條第二項）倘屬計算其利益及項目之補充規定，其第三款（按：現行規定第二項第四款）所稱之『法定利息』亦屬利益項目之一，能否謂已逾越母法證券交易法之規定，即非無商榷之餘地。」

此外，臺灣高等法院所為八十八年度上更字第三三號判決謂：「證券交易法第一百五十七條第一項規定該條項並未就所定利益如何計算及其項目予以規範，財政部乃依該法第一百八十二條之一之授權規定於證券交易法施行細則第十一條予以為補充規定，尚難謂有逾越母法即證券交易法之規定，上訴人抗辯該施行細則第十一條之規定為無效之命令，自無足取。（上訴人以：被上訴人公司所得行使歸入權應僅限於上訴人買賣股票獲實際利益，依證券交易法施行細則第十一條規定計算，上訴人均有虧損，且施行細則之法律位階係屬行政命令，依中央法規標準法規定關於人民權利義務應以法律定之，則證券交易法施行細則第十一條之規定為人民權利義務之規範，有違中央法規標準法之規定即屬無效，被上訴人依據該無效之規定，請求上訴人給付遲延利息，即無理由等語資為抗辯。）」，亦認該施行細則之規定並未逾越母法授權。

另於臺灣臺北地方法院九十年第七八五號判決中，法院亦表示：「證券交

---

<sup>97</sup> 此號判決中亦論及已經計算過之交易可否再行計算之問題，謂：「依證券交易法第一百五十七條第一項規定，公司所得請求歸入者為利益部分，故證券交易法施行細則第十一條第一項第一款規定，應解為以最高賣價減最低買價之計算方式，所計算之差價若屬虧損部分，即不予計入利益，惟既經計算過之交易，即不能於下次計算時再提出計算，始符合虧損部分不計入之原意，亦唯有如此始符合證券交易法第一百五十七條第一項之立法旨趣。」對此最高法院未有指摘。

易法第一五七條歸入權之規定，乃為因應證券市場特殊領域之高度技術性立法，運用一粗略而實際的方法，使董事、監察人、經理人與大股東等公司內部人無法保有其在短期間內反覆買賣其所屬公司所發行有價證券所得之利益。藉此間接防止違法內部人交易的發生，以維護證券市場之健全發展。其立法技術，乃是使用最簡易的機械方法，即原告（公司或其股東，而非主管機關證管會）毋庸舉證證明內部人確有利用內部消息買賣股票圖利，只要其買入與賣出（或賣出與買入）之行為相隔不超過六個月，其利益即得被請求歸屬於公司。亦即本條之規定乃採用粗略實際的認定方式、機械式之適用法律，並輔以嚴格之利益計算，剝奪公司內部人因短線交易可能獲得之任何利益，以杜絕僥倖，達到間接禁止內部人對所屬公司股票從事頻繁之短線交易而損及投資人之信心，並建立健全之資本市場秩序。是證券交易法第一五七條歸入權之規定，實寓有強烈之手段性、目的性、技術性，與傳統民法概念上之損害、利益或歸責理論尚有不同。歸入權制度功能之發揮尚須有嚴格之利益計算方法始能克竟全功。就此，美國司法實務上乃發展出「最高賣價減最低買價法」，以最嚴格之計算方法使內部人之短線股票出入完全無利可圖，以徹底貫徹防止內部人短線交易之立法目的。該種計算方法為我國所繼受採用，即我國證券交易法施行細則第十一條之規定，多年來亦為司法實務所肯認，且該條之立法精神在防止董事、監察人、經理人及所謂之大股東等對公司經營有很大影響之人，憑其特殊地位，利用內部消息，買賣股票圖利，影響投資人信心，具有懲罰作用。故短線利益歸入制度原具有事前預防的警告作用，目的於嚇阻內部人的短線交易。歸入權的行使，性質上並非為填補公司的損害，實含有懲罰的因素，故而，歸入權的行使並不以內部人「實際」獲得利益為必要。故證券交易法施行細則第十一條有關歸入權利益計算之規定，乃主管機關斟酌立法目的，依據法律授權而制定，並為實現歸入權制度意旨所必須，並無「逾越母法」，更遑論有何「侵害人民權益」之情事。故被告辯稱該施行細則有違反母法之嫌，而應依據實際所受之利益來行使歸入權云云自無足取。」亦採取相同見解，認為施行細則之規定沒有逾越母法之授權。

惟論者仍以為，我國證券交易法之規定不若日本証券取引法第一條第九項明確訂有授權財政部得以行政命令方式訂定計算短線利益相關規則之用語<sup>98</sup>，為杜絕爭議，仍建議於證券交易法中增訂相關法源依據<sup>99</sup>。本文以為，法律僅作概括授權時（如「訂定施行細則」），除命令不得逾越母法外，其內容僅能就與母法有

<sup>98</sup> 「**第六十四條 第九項** 第四項において、内閣総理大臣が上場会社等の役員又は主要株主が第一項の利益を得ていると認める場合における当該利益の算定の方法については、内閣府令で定める。」資料來源：**法令データ提供システム**〈<http://law.e-gov.go.jp/cgi-bin/idxselect.cgi>〉（到訪日期：2004/7/30）。

<sup>99</sup> 參閱蘇秀玲=簡淑芬，證券交易法第一五七條修正之檢討與建議，月旦法學雜誌，92期，頁184，2003年1月。

關之細節性及技術性事項加以規定<sup>100</sup>。證券交易法第一百八十二條之一中「本法施行細則，由財政部定之。」之用語，類似用語雖常見諸許多法律中，但畢竟是法治國理念未盡落實所致，近年來法治國理念之倡導，依法行政原則之要求，在在影響著關乎人民權利義務相關法規之制訂與執行。況且，多號司法院大法官會議解釋亦宣示授權明確性原則之重要（大法官會議解釋釋字第五百二十二號參看<sup>101</sup>），亦即若法律就其構成要件，授權以命令為補充規定者，其授權之內容（*Inhalt*）、目的（*Zweck*）及範圍（*Ausmass*）應具體明確，今證券交易法第一百八十二條之一之授權方式，是否符合法治國原理，與授權明確性原則是否契合，不無探究餘地，倘若可行，實宜透過修法方式改正之。再者，證券交易法施行細則第十一條之立意頗善，如果僅因法律授權依據不甚明確，肇致訴訟上紛擾橫生，亦有違規範本意，故未來應予修正為洽。

#### 四、與其他規範之競合問題

短線交易歸入權之規定，其法律效果為利益之歸入，未涉及刑責，係屬民事責任。也因此，其有無與其他民事責任競合之可能，必須界明。首先，證券交易法第一百五十七條之一係關於內線交易之規定，若行為人同時違反內線交易及短線交易之規定時，因第一百五十七條與第一百五十七條之一乃各自獨立之請求權，故行為人應負雙重之民事賠償責任。至於有無與民法中關於損害賠償之民事責任競合，亦頗耐人尋味。按短線交易之責任於觀念上並非「損害賠償」，蓋集中市場或店頭市場之交易，其成交全憑電腦撮合，行為人通常無法知悉交易相對人為何，所以無相對人可主張受害；而且即使找到真正與內部人從事交易之人，於法律上之意義亦不大，因歸入權制度之設計，目的並非在將真正與內部人交易之人納入保護對象，其保障之範圍及於同日交易之所有相對人。而其著眼者，為內部人應將所得之不法利益交出，而非在於被害人損害之填補。由此亦可知，短線交易實無所謂之真正受害人可言。況且，公司本身亦無法主張其受到何種損害，亦無損失可言<sup>102</sup>。是故，短線交易行為於本質上無套用民法損害賠償規定之可能，自不生責任競合之問題。

#### 伍、我國短線交易歸入權法制之評析與檢討

<sup>100</sup> 參閱吳庚，行政法之理論與實用，頁 270，2001 年 8 月增訂七版。

<sup>101</sup> 其實大法官會議解釋中關於授權明確性之解釋數量不少，如釋字第三百八十號、三百九十四號、四百零二號及四百五十六號等等，之所以特別強調釋字第五百二十二號，主要係鑑於該號解釋是針對證券交易法之規定（第一百七十七條）認定有無違反授權明確性而作成，在法規性質、立法政策及立法精神等方面，與本文所探討之主題相近似之故。

<sup>102</sup> 參閱曾宛如，證券交易法原理，頁 219，2001 年 12 月 2 版。

以證券交易法第一百五十七條為主體所架構之公司內部人短線交易歸入權制度，係一具有濃厚政策意味之立法。曾有質疑可能將實際上並未不當利用公司內部資訊之正當交易行為，亦納入處理範圍，顯失公允之見地。但證券交易法制本屬財經法制之一環，其所重視者乃整體市場權益之擘劃與規範，保障對象為一般投資人對於證券市場公平性與公正性之信賴，委實無法強求其一一審視個案情形加以判斷，故總體言之，此一制度之施行確有必要。至於法律如何運用及解釋，則需透過法院與主管機關之判決與函釋，提供豐富的實證資料，讓理論與實證間能有充分交流，突顯隱而未現之盲點，促進法制之進步。

綜據前述，吾人可以發現，關於短線交易歸入權規定之行使上，其爭議點並無極強之對立色彩，此應可歸功於法令上較其他證券管理規範要來得周密之故，除了證券交易法第一百五十七條本身之規範外，亦佐以證券交易法施行細則第十一條就相關概念加以規定，另主管機關亦有多項行政函釋加以釋疑，免除了許多適用上之爭議。但承前所述，短線交易歸入權之規定本係以簡單而粗略的方式加以規定，技術操作則多責由行政命令與行政函釋加以處理，隨著施行時間漸行久遠，所面臨之法律適用問題亦愈行複雜，「粗略」之規定似乎顯得捉襟見肘，為使短線交易歸入權之執行更為周延，相關法制之修正實有必要。

## 一、證券交易法第一百五十七條

### (一) 主要受益股東持股超過百分之十之規定有修正之必要

按證券交易法第一百五十七條第一項所規定關於主要受益股東之持股比例，之所以由原先「百分之五」修訂為「百分之十」，實係為便利證券投資信託公司之投資活動，且草案研擬時並未進行人數之統計調查<sup>103</sup>。惟觀察目前一般公司大股東之持股結構與持股比率，一般非公開發行公司或公開發行時間尚短之公司，其股權集中度固然會較為明顯，但公開發行時間較久或已上市上櫃公司，其股權之分布愈來愈趨向分散化，加以近年來透過企業合併整合工程，公司體制逐漸巨大化，股權之持有漸趨分散，持股超過百分之十之股東似不多見。再者，在股權極度分散之公司，似乎亦毋須持股超過百分之十方有實質影響力。因此，未來應可考慮將本條項之持股比例向下調整，至於基準應以多少比例為妥，則不妨經由實證之統計調查研究後再行評估，進而落實於法律之規定中。如此，相信能夠避免現今運作實況下，內部人用以投機獲利之情形。

### (二) 從事買賣行為時是否應具備內部人身分，可考慮明文規範

證券交易法第一百五十七條第一項所規定之公司內部人，是否必須在每次買賣時皆具備該等身分？學理上有一端說與兩端說之看法，已於前述，法院實務亦

<sup>103</sup> 參閱賴英照，前揭註3書，頁475。

同。現行證券交易法對此問題並未明文規定，適用上亦因有前開不同認定基準，難免產生適用上之歧異。如何杜絕爭議，讓實務自行形成共識，不失為一種解決途徑，但若欲收釜底抽薪之效，仍建議仿倣美、日之立法例，於條文中明文規定為宜。

### (三) 歸入權行使主體應明確且統一

前曾提及，證券交易法第一百五十七條第二項及第三項關於歸入權行使主體之用語顯欠一致，有使用「董事會」，亦有使用「董事」者。本文贊同學者之見解<sup>104</sup>，認為歸入權之行使，基本上為公司對其內部人之內部關係，故以董事會為執行機關，應無不可。至若以提起訴訟等方法行使本條歸入權時，因涉及公司對外之外部意思表示，則應依公司法之規定，由董事長基於董事會之決議，代表公司提起訴訟。基於彰顯歸入權之執行機關實有宣示意義，建議將第二項後段之「董事」一詞修正為「董事會」，第三項則修正為「『董事會』或監察人不行使第一項之請求權以致公司受損害時，『董事及監察人』對公司負連帶賠償責任。」，似乎較為明確，且論理一貫。

### (四) 歸入權性質與附連之期間屬性問題

證券交易法第一百五十七條第四項之規定啟人疑竇者有二，一即所稱二年期間究為消滅時效抑或除斥期間？二為有無藉由修法之方式揭櫫期間屬性之必要？假設肯定，又應如何增訂？

關於第一點之討論，已於前文中述之，但僅作論理上之推敲，而無法憑藉法律之規定加以認定，則將因反覆論爭而顯徒勞，倘若能夠藉由法條文字之表述而知悉其屬性，對於法律之適用者將提供莫大便利及合理期待。誠如前述，本文認為此項權利應屬請求權性質，因此二年期間應屬消滅時效。承此，第二點之討論即可開展，換言之，為了避免爭議再起，實可於本條第四項後段明定準用民法關於時效中斷及不完成之規定<sup>105</sup>，以突顯期間之屬性。再者，條文係以「獲得利益之日」作為請求權起算時點，對於不知情之請求權人甚為不利，蓋其因不知而逾越二年期間時，相對人即取得抗辯權，顯為不利。由於公司內部人依法必須自行申報其股權變動情形（證券交易法第二十五條），內部人未按規定申報而隱藏其獲利時，倘若仍以其「獲得利益之日」起算二年消滅時效，對歸入權行使主體亦屬不利。美國聯邦法院對此情形，認為可依原告「知悉該短線利益存在時」作為起算時點<sup>106</sup>，如此作法顯較合乎情理。因此，本文建議本條項應增訂「請求權人不知有短線交易」情形之規範，以歸入權行使主體「知悉之日」起為時效起算之

<sup>104</sup> 參閱林國全，前揭文，頁 302。

<sup>105</sup> 參閱劉連煜，前揭註 32 文，頁 212。

<sup>106</sup> See Donald C. Langevort, INSIDER TRADING, REGULATION, AND PREVENTION, Vol. 18, 10-21 (June 2000). 轉引自蘇秀玲=簡淑芬，前揭註 99 文，頁 185。



時點。詳言之，應可增訂類似「如發行股票公司之董事、監察人，經理人或持有公司股份超過百分之十（此項比例亦可修正，已於前述）未依本法第二十五條之規定為股票轉讓之申報者，其歸入請求權之行使，自請求權人知悉之日起二年間不行使而消滅，或自事實發生日起五年間不行使而消滅。」之規定<sup>107</sup>，釐清歸入權之性質，深信能使歸入權時效之相關規定更趨周全。

#### （五）第六項法條文句所生疑義應予排除<sup>108</sup>

證券交易法第一百五十七條第六項規定：「關於公司發行具有股權性質之其他有價證券，準用本條規定。」本條規定簡明扼要，但所生疑義卻是不少。舉其犖犖大者，各類有價證券及其組合在性質上有相當大之差異，未必均適合作為歸入權之標的，在計算歸入利益時亦生困難。故以是否「具有股權性質」作為判斷標準，未臻明確，此其一；依同條第一項之規定，歸入權之適用標的限於發行股票公司之「上市股票」，並依第六十二條第三項之規定，得準用至「上櫃股票」。而第六項所謂「具有股權性質之其他有價證券」準用第一項時，是否亦須以有無上市為標準？亦即標的範圍之定義究係以「上市（櫃）公司具股權性質之有價證券」為準，或「發行股票公司所發行之具股權性質之有價證券」均包含在內？此其二；上文中論及認購（售）權證是否為歸入權之規範客體（參、二、（二）），此疑義之嚆矢即為本條項之規定，查證券交易法第一百五十七條第一項本文規定，乃針對發行公司內部人就該公司之「上市股票」所為短線交易獲致利益之歸入加以規範，故歸入權標的規範重點應為以「上市（櫃）股票」為基礎證券所發行之衍生性證券均應納入，故第六項立法文句上顯未配合第一項本文之立法意旨，文義解釋上有所瑕疵。再從立法目的與立法功能兩方面觀之，如拘泥於「發行公司所發行」之文義，將使規範範圍大幅縮減，徵諸現代衍生性金融商品未必均由發行公司所創造之現實，及我國目前市場上並無發行公司所發行之認購（售）權證掛牌交易，乃均屬證券商發行之現況，如無法將此部份納入，未來勢將成為內部人短線套利之工具，顯屬立法疏漏，但如將之納入，則又可能引發司法實務爭議<sup>109</sup>，此其三。

對於第六項文句所生疑義，其有效之排除方法乃修訂現行規範欠當之條文。文句中之「發行公司」一語並不妥當，蓋現代衍生性金融商品之創新，未必均由發行公司自己發行，而多半為專業金融機構基於市場需求所設計發行。而該類商品交易亦多與基礎證券市場價格之變化發生連動性，前述認購（售）權證即屬一例。如將此類有價證券排除在外，必為內部人用以實施短線交易之管道，因此本文建議未來修法時，似可將第六項修訂為「其他依證券交易法第一百五十七條第

<sup>107</sup> 參照蘇秀玲=簡淑芬，前揭註 99 文，頁 185。

<sup>108</sup> 同前註，頁 180 及頁 184。

<sup>109</sup> 同上註，頁 180-181。

一項、第六十二條第二項所指之有價證券所發行之具有股權性質之有價證券，準用本條規定。」較為妥適<sup>110</sup>。當然，倘未能採取修法方式，則有賴證券主管機關妥為解釋。

#### (六) 應授權證券主管機關<sup>111</sup>明訂豁免之有價證券交易類型

學者觀察我國法有關短線交易禁止之基本結構，事實上與美國法之規定相當神似，主要之差別乃在於未如同美國一九三四年證券交易法第十六條 b 項明文規定授權證管會得豁免某些類型之股票交易，使之不適用歸入權之規定。因此，學者亦建議，應參酌該條文豁免之精神，對於某些特殊型態之交易行為，若其實質上不致發生不正當使用內線消息之情形，應予豁免。但鑒於該等情形無法一一於證券交易法中列舉，似應明文授權主管機關利用行政命令予以豁免<sup>112</sup>。本文贊同此項見解，並認為應參酌美國相關法令（如 Rule166-1~166-8），考察其豁免之類型（如控股公司基於法令需要所取得之有價證券等情形），由法律授權證券主管機關於證券交易法施行細則中明訂豁免之交易類型，排除短線交易歸入權之適用，以避免法律政策上之困擾與衝突。

## 二、證券交易法施行細則第十一條

目前就歸入利益之計算方式，係規定於證券交易法施行細則第十一條第二項，惟在母法即證券交易法中並無明確之授權依據，或有謂證券交易法第一百八十二條之一之規定乃概括授權之依據，但實有違法律授權明確性之原則，與保障人民權益之理念不符，此外為杜絕爭議，本文建議可於證券交易法第一百五十七條中增訂：「關於短線利益之計算方式，由主管機關定之」之類似規定，賦予其法律依據，有助於實際之運作，並增強法制之全備性。

## 三、其他配套法制

依證券交易法第二十五條之規定，公司董事、監察人、經理人與持有股份超過股份總額百分之十之股東有向主管機關申報之義務，申報主體不僅限於公司，另規定符合規定之持股人必須配合主動申報。本條規定與美國一九三四年證券交易法第十六條 a 項之規定相同，可與歸入權之規定搭配運用。因此，論及證券交易法第一百五十七條之修正時，亦應併觀本條之規定。

查證券交易法第二十五條所規定之申報標的，僅限於「股票」，但考量內部

<sup>110</sup> 同上註，頁 184。

<sup>111</sup> 之所以稱證券主管機關係因為民國九十三年七月一日金融監理委員會成立後，主管機關將改成該委員會，而證券相關事務屆時理應由其下所設證券期貨局辦理，但訂定行政命令之權限誰屬，則待權責劃分後而定。

<sup>112</sup> 參閱劉連煜，前揭註 32 文，頁 233-234。

人從事衍生性證券之投資，與投資基礎證券之股票獲取利益並無二致之點以觀，為防範內部人利用其知悉而未公開之內部消息，從事衍生性證券之短線交易以獲取不當利益，實應參考美國法第十六條 a 項及其相關規則，擴大第二十五條之申報義務範圍，令其擴大及於其他衍生性股權證券，而將「股票」一語修訂為「有價證券」，似更能合致規範本旨。

## 陸、結論

一位學生曾經請教羅斯教授 (Prof. Louis Loss) 為何內部人交易是錯誤的？羅斯教授簡潔地回答說：「因為它不公平。」(“ because it is unfair.”)<sup>113</sup>，這句話道出了內部人交易給予一般合理性人之感受，也點明了制度之發端理念。法律之制訂目的無非係在追求公平正義，而法律制度若要恰當地完成其職能，就不僅要力求實現正義 (justice)，而且還要致力於創造秩序 (order)，在一健全法律制度中，秩序與正義這二項價值並非時常衝突，反之，它們卻緊密相連、融洽一致<sup>114</sup>。揆諸內部人短線交易行為帶給證券市場之損害，並非個案性的財產侵害，乃是整體性的信用破壞，法律上採用粗略而實際之方法 (crude rule of thumb) 設計規範，與正義之目的並無違背，反收遏止投機之效。我國證券交易法第一百五十七條自訂定以來，亦發揮了卓然成效。惟「法律必須是穩定的，但不可一成不變。」(“ Law must be stable and yet it can not stand still.”)，著名社會法學家龐德 (Roscoe Pound) 之言言猶在耳，在經濟高度發展下，財經法制更應具備效率化與現代化之功能，如何發現不合時宜之法令，並以最妥適之方式調和鼎鼐，更是法律人責無旁貸之工作。短線交易歸入權之規定自制訂以來，雖已經過幾番修正，但因為時代變遷迅速，就某些細節部份仍有待改善，俾令其更符合法治原則且更能契合實情。

欲知未來，必須向過去學習<sup>115</sup>。考察過去法制的運作效能，司法實務之判決與行政機關之函釋均提供極佳的研究素材，在架構未來修法方向時，應當融合前開見解與理論基礎，作整體性之思考，方不致生掛漏之虞。本文以一己之愚，嘗試探討制度之良莠，本力有未逮，只企盼藉此螻蟻之工，提供些許改革建議，對我國相關制度之再造有所助益。

(作者為本所資深顧問)

---

<sup>113</sup> See Barry Rider & Leigh Ffrench, THE REGULATION OF INSIDER TRADING, 46 (Oceana Publications, Inc., 1981) .

<sup>114</sup> 參閱 Edgar Bodenheimer 原著，結構群編譯，法理學——法哲學及其方法 (Jurisprudence: The Philosophy and Method of the Law)，結構群文化事業出版，頁 355，1990 年 10 月。

<sup>115</sup> 這句話乃邱永漢先生為前揭註 1 書所為推薦序中之標題，原文為「將來を知りたいければまず過去から學ばなければならない」。