我國證券市場內部人交易管理之問題與改進之道

許　　成*

摘　要

證券市場的主要功能，在促進資本形成，提供社會大衆或企業機構資金調節之管道。亦爲反應經濟動向、社會風氣及公信力的有效工具。

內線交易（Insider trading）又稱內部人交易，涉及的因素至爲繁雜，我國證券市場的管理，尙在摸索階段；法制及管理者的素質，參與者的觀念與社會風氣等；都是問題形成的主要因素。改善之道；應落實資訊公開，讓參與者公平競爭，方能合理合法。建立有效監視制度，追踪查核異常交易之動機與消息來源，使不法者受到應有之制裁而有所警惕。對法人或機構投資者予以適度鼓勵，改進散戶之投資觀念，俾減低投機風氣。整頓管理機構，健全人事及法制，排除本位主義，以政策性主導政治、文化、教育與社會的均衡而有效之多元發展，讓內線交易之歪風，無形消失。

本文主旨在分析我國及美日等先進國家內線交易的實況，探討問題的特質及其可行改善法則。內容偏重實務研究，少談空泛理論，係基於價值理念，並非存心輕忽。

* 作者為本校企業管理學系教授、本校企管碩士、美國林肯大學企管博士

壹、前　言

證券市場對一國之經濟具有多層面影響，各國政府無不力求其健全而有效發展，冀圖借以增進經濟實力，提升國際形象。我國證券交易法第一條規定“爲發展國民經濟，並保障投資，特制定本法。”可見證券市場之建立與管理的主要目標，不僅爲累積企業資金，促進資本形成，提供社會大衆資金調節的管道，同時應求其健全，避免人爲操作或不公平交易。

內線交易（Insider trading）涉及的因素至爲繁雜，除受法規制度與權益等有形因素影響之外，對一般行爲、心理等無形因素，更是變化莫測，難以捉摸。因之，一般對證券市場較爲了解者，咸認證券市場之管理，不獨須借助於法律、財經等專業知識，亦有賴於管理法則之有效運用，使遵循正確的政策目標，方能事半功倍，產生預期效果。我國的證券管理，尚在摸索階段，基本制度仍有待改善。（註一）

證管會於去年（1989）9月24日宣佈，爲針對現行證券交易法的缺失，已提出修正意見，對內線交易的處罰，將加重爲處七年以下，一年以上有期徒刑，增添司法調查權及搜證權。在管理制度方面；規定新上市股票實價發行的溢價部分，可轉換成公司資本，委託保管的股票，可過戶到保管機構，確立保管機構具“擬制人”資格，有助於抑制內線交易。

一項由二十一世紀基金會所贊助的研究報告指出；我國的證券市場投機風氣濃厚，主要是與法令條文和管理架構不夠週全有關。目前股市交易操作，幾乎已完全脫離對上市公司的基本面分析，甚至連技術分析也成爲可有可無，投資人全部注意力都放在所謂“明牌”上面，助長了內幕消息的發掘與傳播，並擴大其不當或不法利用。

世界各國的證券交易，都有內線交易行爲，即使經濟先進國家，在法制上已有相當週全設計，卻仍然面臨與我國目前相類似的泛濫趨勢，由於防範較嚴，罰則亦重，加之執法者或主管機構多能公正無私，尚能有效的予以阻遏。

本文分析的主旨，在探討中、美、日三國內線交易之規範與特質，簡介此項長期存在

註一：許成著證券管理問題之探討經濟日報71年11月23日2版。

，如今愈烈不當交易的基本概念，並提出個人對減低內線交易的改進意見，拋磚引玉，希望專家學者能不吝賜教。

貳、內線交易的基本概念

一、內線交易的意義——內線交易又稱內部人或內幕交易，乃證券市場的有關人員，利用職務或職權，或基於其特殊關係，獲悉尚未公開而足以影響證券行情的資訊，短期內賣買有關之證券，取得不當利益或減少甚至規避其損失的行爲。一般可歸納爲下列三種情形：

（一）發行公司有關人員，買進或賣出該公司證券後，六個月內再做反方向炒作之短線交易之行爲。（註二）

（二）其他有關人員，因其地位或職務等關係，取得並利用該尚未公開之內幕消息買賣證券，獲取利益或避免損失的行爲。（註三）

（三）發行公司有關人員、獲悉並利用尚未公開之內幕消息，於六個月內賣買公司證券

註二：我國證券交易法第一五七條之一：左列各款之人，獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息未公開前，不得對該公司之上市或在證券商營業處所賣買之股票，買入或賣出：

(1)該公司之董事、監察人及經理人。

(2)持有該公司股份超過百分之十股東。

(3)基於職業或控制關係獲悉消息之人。

(4)從前三款所列之人獲悉消息者。違反前者規定者，應就消息未公開前其買入或賣出該股票之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額限度內，對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，將責任限額提高至三倍。第一項第四款之人，對於前項損害賠償，應與第一項第一款至第三款提供消息之人，負連帶賠償責任。但第一項第一款至第三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。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。第二十二條之第三項之規定，於第一項第一款、第二款準用之；第二十條第四項之規定於第二項從事相反買賣之人準用之。

註三：同上註（註二）。

的謀利行爲。卽兼具六個月內並利用內幕消息兩項因素的交易行爲。（註四）

不論中外，自有股票交易以來，卽存在內線交易的問題，由於違反“公正”“公平”與“公開”的原則，少數人的暴利建立在多數不知情的投資大衆損失上，故受到重視。

二、內線交易形成的原因——“散戶怕做手、做手怕公司大戶”爲我國股市所流傳的口語，市場做手能在股市翻雲覆雨，除了國內股市規模太小易於炒作及做手有較一般投資人資金雄厚與獨到的操作技巧外，發行公司或有關機構內部人員，甚至所謂專家或少數不肖新聞媒體之搭配，使更能得心應手，橫行無阻。此外法令未臻完備，執法者的心態或受到特權干擾，未能依法嚴加管制，國人不願意麻煩息事寧人的習性不願出面舉發，致造成股市內線交易的愈演愈烈，難以遏止。茲將形成此一現象的原因，簡述如下：

（一）法令規範難求週延——內線交易涉及的因素至爲複雜，法令規定無法適切因應，如以六個月內買進後再行賣出或賣出後再行買進的限期是否合理，卽有爭議，一般認爲法令係事先規定，而有心玩法者應可設計規避，使該項規定形同具文，反而使善意不知情的有關人員，誤蹈法網，造成無謂的損失。再加上利用內幕消息之舉證困難，認定標準或對象無法確定，執法者的尺度容有彈性。因之，不論“事先禁止”或“事後追懲”，均難以達到適切有效。

（二）執法者的心態有待考驗—所有執法者包括主管機關與司法部門等，均受到兩大因

註四：美國1934年證券交易法第十六條第二項規定：爲防止主要股東、董事或職員因其與證券發行人間之密切關係，易於獲得消息而影響公平交易，如該主要股東、董事或職員於不滿六個月之期間內，對該發行之股權證券（豁免登記之證券除外）買進後再行賣出，或賣出後再行買進，除非此項證券之取得確屬與以前契約債務履行有關，不論該主要股東，董事或職員在從事此項交易之原意在持有六個月以上者，或不在六個月以內買回出售之證券，其因此獲得之利潤，應歸於該發行人，並由該發行人向其求償之。對於此項利潤之求償，得由發行人依法或依衡平法向有權管轄法院以訴請求之、或由持有該項證券之股東，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，以發行人之名義代其以訴向法院請求之。但該項利潤獲得後已達二年以上者，不得再以訴求償之。本項之規定，不得解釋爲包括下列證券交易，卽主要股東、董事或職員於買進後賣出或賣出後買進證券時，尙未具有此項主要股東、董事或職員之身份；或雖具有此項身份，而其所爲之證券交易，依證券管理委員會制定施行命令之規定，並不在本項規定範圍以內者。

素的考驗，一爲能否對抗外加壓力，不顧個人的升遷或利害關係，盡心盡力，公正執行。其次爲能否抵擋金錢誘惑，秉持廉潔，不爲收買。而一般能從事內線交易者，往往兩者兼施，使執法者難以招架，致有最近證管會移送之“大慶證券業”主角王朝慶，公開譏諷因其背景或關說人力量不足，在諸多重大案件中，爲執法者所選樣之象徵性案件。此外執法者個人的基本條件如學識、能力、品德及背景等，亦爲影響其能否有效處理的重要因素。

（三）社會風氣不良——金錢與權術，爲形成今日社會風氣敗壞的癥結，而兩者互爲因果，證券商多涉及民意代表或政府權貴，一般投機行業，如地下投資公司及期貨業者，多以不正當手段詐騙，最近第一高爾夫球場及榮星花園弊案，更是鬧得滿城風雨。社會瀰漫著歪風，不獨治安問題日趨嚴重，社會大衆的心理，更遭受莫大衝擊，對執法者的信心動搖，時時提心吊膽，處處自力救濟。投機取巧，樂此不疲，大家樂與六合彩、走私販毒等眞是無奇不有，內線交易有利可圖，且易於受到社會歪風的感染。

（四）經濟環境欠佳——內線交易以中、美、日三國的案例最多，而三者的經濟各具特色，尤以我國目前外滙存底偏高，造成資金泛濫，有所謂“臺灣錢、淹腳目”的讚語，由於投資管道未能有效配合與及時建立，加以主管資金調節者缺乏擔當與應有的技巧，使社會大衆資金，難以適切運作，再加社會歪風的滲透，海外熱錢之興風作浪，使我國股市出現了空前的異數，買明牌、找內幕消息，短線暴起暴落，眞是五花八門，不一而足，使主管當局眼花撩亂，防不勝防。雖一再聯合司法調查單位會同出擊，對股市的各項弊端，只是打草驚蛇，無濟於事。

叁、中、美、日三國內線交易的概況

中美日三國在法令規範方面，大同小異，而以美國兼具司法調查及搜證權較爲完備。中日兩國似多師法而被譏爲馬首是瞻。在管理層次或組織結構方面；美國的體系超然，證管會直屬總統，中日則均屬三級單位由財政部門管轄，故作業效果與公信力等遠不及美國。茲將三者內線交易主要規範、重要案例及特質等簡介如下：

一、美　國

(一) 主要規範

1. 有關內部人的規定：

(1)持股10%以上受益股東、董事及高級職員。(註五)

(2)受益股東之配偶、未成年子女。(註六)

(3)次級內部人 (Secondary Insiders)。(註七)

(4)其他涉及內幕消息者。(註八)

2. 有關內線消息的規定：(註九)

(1)簿籍、帳册、會計報表及說明書等尚未公開而對股價有重大影響者。

(2)涉及機密的文件、信件及備忘錄等。

(3)購併、增資、減資或其他資產及營業變動計畫或契約等。

(4)其他預期可能影響股價變動的未公開資訊。

(二) 重要案例

1. 美國證管會查獲紐約華爾街日報的"華爾街耳語 (heard on The Street)" 專欄作家溫南斯 (Foster Winans) 非法利用專欄內容，謀取暴利，於1984年4月向紐約聯邦法院提出控訴；溫氏與其同謀 (部分爲證券經紀人) 非法利用專欄內容，謀取不當利得。控訴之主要事實爲溫氏涉嫌先將專欄中預估走勢看好之股票，告知同謀之經紀人，使其得以趁機圖利。其後各被告均被法院判定有罪，此案已成爲美國證管會舉發利用內幕消息炒作股票之其他

註五：參閱上註 (註四) 有關規定。

註六：蘇松欽著：證券交易法對公開發行公司董事、監察人、經理人及大股東持股管理之調整，證交資料第311期第4頁，77年3月25日出版。

註七：所謂次級內部人 (Secondary insiders) 即 TIPPERS，係指從內部人處獲悉消息之人，美國證管會採用的標準爲：任何人獲悉公司未公開消息，且能合理推知該消息來自公司，以致較諸一般投資大衆有利，即可視爲內部人。

註八：詹定天著：美國『內部人員交易』現況介紹證券管理2卷5期第40頁，73年9月16日出版。

註九：美國有關法規對『內線消息』並無明確或具體規定，本文所列係參照其1934年證券交易法第10條第2項、第14條第5項，第16條第2項及第4項以及第21條第2項等之規定。

準內部人如律師等之依據。

華爾街日報之“華爾街耳語”專欄，自 1967 年由艾利亞（Charies Eliea）主筆以來，頗受注目，影響力日增，其最大特色爲引用資料不直接來自被報導公司本身，而是證券分析師或證券業者，因而引發投資者的注意。不論其報導內容是否利或不利於被報導公司，依據投資顧問福斯貝克（Norman Fosback）於1983年統計分析，對被報導公司的股價，有約 6 %漲跌幅度影響。因之，華爾街日報主管當局對該專欄的製作，訂了嚴格的限制，其要點如下：(註一〇)

(1)專欄作者在查證資料時，必須極端謹愼，且應避免暗示刊登的內容與日期。

(2)專欄必須在刊登當天印刷前才能完成，並須經過三位以上的編輯閱讀過濾，以防內容提早外洩。

(3)刊出的任何消息，均須經過獨立消息來源證實，絕不許刊出純屬謠言的消息。

(4)對於不利於被報導公司的刊載，應給予對等機會，使能反駁或否認。

(5)專欄作者須受報社資深編輯的嚴密督導。

此案之所以受到重視，固然爲專欄的影響力，但被控者具有記者身份，不但違反了證券交易法利用未公開消息的規定，亦違反了更爲嚴重的“信託責任（Fiduciary duty)”任何人違犯，都是法律與道義所不容許的。

2.美國證管會於1988年 6 月27日向紐約曼哈頓聯邦地方法院控訴臺灣商界聞人李傳洪與美籍華裔證券分析師王學冠，利用內幕消息自股票及選擇權（Option）交易中，非法獲取暴利。證管會查出王學冠係華爾街著名之摩根、史坦利公司的分析師，任職於該公司兼併部門，得以接觸到高層機密，不斷提供上市公司未公開的重要兼併消息給李傳洪，大量進出有關公司股票，經多次以同一手法炒作，在短短幾個月中，獲利達一千九百餘萬美元。

此案係美國證管會的律師布朗斯基，在一次偶然機會中，由交易資料發現李傳洪所炒作的 Stop & Shop 連鎖店股票，有大量買賣的現象，該被炒公司隨卽發佈兼併的消息，股價立卽暴漲，而成交量也隨之擴大。證管會卽暗中展開調查，王氏所任職的摩根、史坦利公司

註一〇：同註八，42～43頁。

亦與之充分合作。在進行調查時，李傳洪已察覺情況不妙，正準備將五百萬美元轉移他國，使證管會在情急之下，緊急向聯邦法院申請頒布效期十天的緊急“初步禁制令”，凍結王、李二人的銀行存款及財產，並與瑞士政府洽商；希能凍結李氏在瑞士銀行的存款，並派員赴香港約談李傳洪。(註一一)

(三) 特質檢討

美國證券交易法有關規定，多採用簡易而實際的法則，如對內部交易人之大股東規定爲“受益股東 (Beneficiary Ownership)”而非名義股東，則大股東如以“人頭戶”或他人名義圖利，如經查出視同內部人受到制裁。其次是不問內部人實際上是否利用未公開消息買賣股票，只要證明其在六個月內買進後再賣出或賣出後再買進，不論獲取利益或規避損失，均屬違法。可避免舉證困難，便於司法偵查或執行，值得效法。

在法院實務上，對於一般現金買賣股票的情形 (Garden Variety Cash-for-stock Transaction)，適用客觀的標準，不因買賣當事人或買賣當時客觀情況之不同而有差異。另一方面，對於非一般性買賣的情形 (Unorthodox Transaction)，如股票交換，因公司合併而換發股票等；則爲主觀的標準，亦即斟酌買賣當時客觀情形，而決定系爭交易是否爲第十六條第二項的“買賣”。法院主要考量的因素爲在交易當時的客觀情形下，被告是否有獲取內部消息的機會？是否對於系爭交易的時間有控制或影響力？而法院取決的標準在於被告是否可能利用系爭交易以遂行其利用內部消息買賣股票圖利的情形；如內部人於進行系爭交易時有利用內部消息的可能性，且可能藉該交易圖利者，該一“非正統買賣”即應受到法條規範，否則即無第十六條之適用。(註一二)

二、日　本

(一) 主要規範

1.有關內部人之規定(註一三)

註一一：西門雪著：臺灣股市內線交易猖獗，財訊79期 163 頁，77年10月出版。

註一二：賴英照著：內部人交易的歸入權——美國法的規定（中），證券管理 6 卷 2 期第 7 頁，77年 2 月16日出版。

註一三：朱富春譯：各國對內部人交易之規範（二），證交資料 328 期 2 頁，78年 8 月15日出版。

(1)上市公司的董事、員工及持股百分之十以上大股東。

(2)與上市公司大股東或上市公司有關係契約的法人董事或員工。

(3)計畫購併上市公司的董事、員工與大股東。

(4)計畫購併上市公司的法人大股東或與該公司有契約關係的自然人。

(5)過去一年自上述四款各職位退休的自然人。

(6)與計畫購併上市公司的公司，有法律上控制權力或與該公司有契約關係的自然人。

(7)證券公司及其董監或職員。

(8)有法律上權力控制上市公司或與上市公司有契約關係的自然人。

2.有關內部消息的規定：(註一四)

(1)有關發行公司意思決定之消息——即上市公司對於營業行爲、管理或財產等決策之消息；如發行股票或公司債、減資、股票分割、年度或年中紅利、合併、營業項目的部分或全部變更、公司解散、公司有新商品或新技術的商品化推出以及與其他公司的業務合併等。

(2)有關與發行公司意思決定無關的消息——即與公司決策無關之營業行爲及管理或財產等消息，如災難或營業行爲造成的損失、主要股東的改變以及可能造成下市的事實等。

(3)有關發行公司的決算消息——即營業狀況及預估營業結果的消息；如營業額、營業利益、淨利之預期值及當年決算產生的差異等。

(4)除上述三項之事實外，有關公司之營運、業務或財務等重要事項，顯著影響投資人之投資判斷者。

(二) 重要案例

1.1988年 Sankyo seiki 公司百分之十八股份被 Nippon steel 公司收構，在消息公開前，其股價大漲，經交易所調查，發現兩公司各有數十名員工，在消息公開前十天期間，陸續買入該公司股票，顯有利用內部消息的情形。但交易所除通知發行公司採取步驟，防止消

註一四：賴源河著：日本有關內部人交易規範之修正，證券管理6卷11期，28~29頁，77年11月16日出版。

息走漏外，含糊了事。(註一五)

2.1988年7月副首相兼大藏大臣宮澤喜一之助理及秘書，在瑞克魯特公司關係企業新生宇宙（Recruit Losmos）不動產公司之股票公開上市前大量買進，上市後予以拋售，獲得鉅額差價利益。唯因本案發生在1984至1986年間，當時日本證券交易法對內線交易尚未規範，涉嫌者僅負道義上責任，但案發後涉案之重要人物，日本經濟新聞社長森田及新生宇宙公司董事長江副浩正二人，均因輿論壓力被迫辭職。宮澤喜一並因此項內線交易醜聞，導致在野黨強烈抵制大藏省所提稅制改革法案，不得已辭去副首相及大藏大臣兩項職務。(註一六)

其實此案並非實質內線交易，而爲變相之行賄，涉及數十位政經聞人，雖無約定特定之回報，在形式上似亦未違法，在爆發初期，社會視爲倫理而非法律問題，且雖涉及未經註册發售，但其追訴時效已過，涉案人員係以道義或政治責任而辭職。延至後期則演變爲政治制度之改革問題，以及行賄以利公司業務推展之問題，因而大張旗鼓，收押該公司人員及涉案公務員，其中一勞工部職員，卽以接受招待而被控，目前仍在發展中。此案最重要影響爲“利益衝突”的觀念，將更深入人心，可與美國水門事件相比。

（三）特質檢討

日本醜聞案雖受到廣泛關注，但東京股市的平均股價指數與成交量，不僅沒有因此萎靡不振，反而迭創高位，由於東京上市公司總價值已越過紐約，若醜聞繼續泛濫，使投資者失去信心，造成崩盤，則必會波及全球其他股市投資活動，日本內線交易的主要導因，依據一般分析可歸納如下：

1.政府與證券界的關係糾纏不清——按理政府對證券公司違規或違法，應卽依法處理，然而不論執政的自民黨或其他反對黨的重要人士，或多或少擺脫不了，也捨不得丟掉這塊具有極大經濟與政治雙重利益的肥肉，只要證券公司所作所爲不引起太大亂子，政府有關單位多數衍了事。此外政府主管單位，亦有暗示證券業適度支持或抑制行情的政策性做法，形成諸多不正常或互惠關係，影響其執法態度。

2.證券業本身的作法值得檢討——如發展不實資訊，主要證券公司美其名爲配合政策，

註一五：余雪明著：內部人交易管理的新發展，證券管理7卷4期第5頁，78年4月16日出版。
註一六：同上註（註一五），4～5頁。

每月發表分析報告，但內容多以分析個股爲對象，誤導客戶或投資大衆。同時各公司均有其本身的策略與價格目標，儘可能以達成目標來吸引客戶，造成假象。各大公司中以野村的策略及實力最受矚目。

3.證管會的組織編制欠妥一日本證管會直屬大藏省，爲政府的三級機構，人手編制不足，主要資訊或業務推動，多仰賴證券交易所及有關證券業者，既非獨立機構，公正性受政治與行政官僚體系的牽制乃必然事實。與其說是其爲證券交易法授權的最高證券業務主管機構，倒不如說是一個處處受干預，事事要請示的消極性協調機構。

4.日本人的不正常心態——內線交易在日本股市行之有年，凡曾參與股市交易者均有所聞，“檯面下交易”對一般日本人來說，本來就是“不要把事情暴露”心理的自然延伸。因之，如果有人爲了公司利多的消息走漏，使某些人得利而大驚小怪，反而會引來別人的詫異。

5.法制仍欠週延——至目前爲止，有關防止上市公司職員走漏消息，仍無法建立有效判定法則；何者爲重要消息？重要消息限於那些人知道？何時應公佈重要消息？不當利用重要消息如何認定？……等，法令並無明確標準，尚且要證明違規事件據以判罪，技術上有待改善與解決的地方仍多。此即未聞所有醜聞案有依違反證券交易法而遭到起訴的原因。

由以上分析檢討，日本政府與證券界要想使其股市交易達到眞正的“公平、公正、公開”的理想，路途尚遙不可及。茲將日本有關內線交易規範及內線消息之禁止圖示如（圖一）：(註一七)

三、中華民國

(一) 法令規範

我國證券交易法基本條款，多參照美、日兩國。由於地緣與民情相近，又以日本的影響最大，如日本去年因醜聞不斷而導致該國於去年修改證券交易法，我國主管機關亦因煉鐵、大慶等案的接續爆發，而於去年九月報請修法，加重刑責。茲將我國法令規範，列述如下：

註一七：同註一四，31頁。

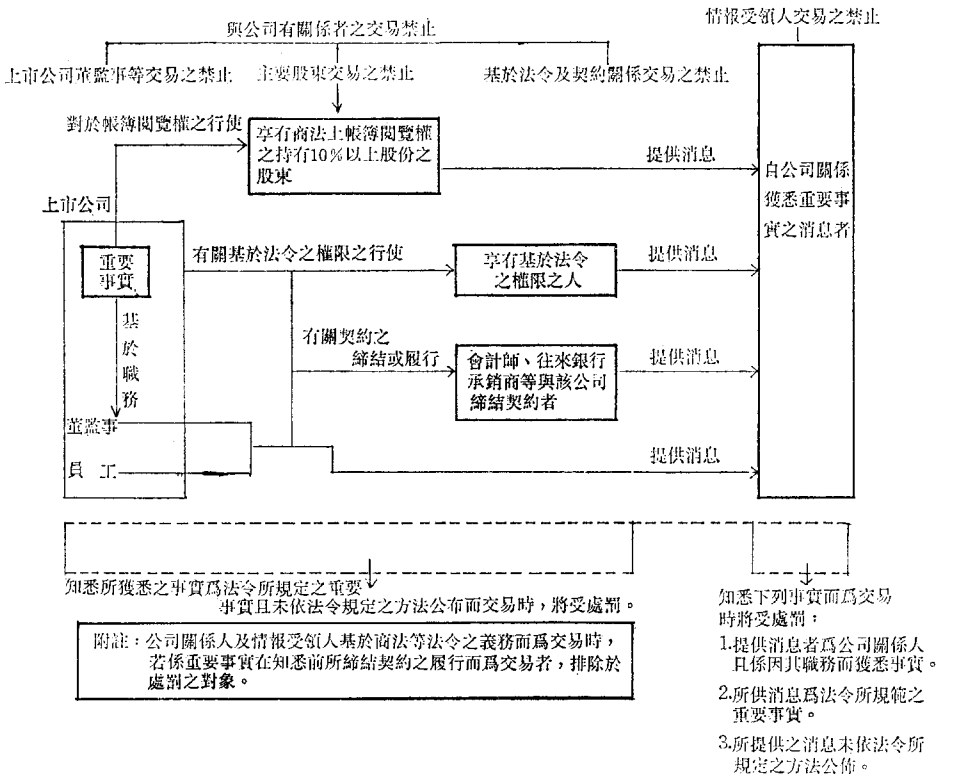

圖　一

1.有關內部人的規定：(註一八)

(1)上市公司的董事、監察人及經理人。

(2)持有上市公司股份超過百分之十之股東。

(3)基於職業或控制關係獲悉消息之人。

(4)從前三款所列之人獲悉消息者。

2.有關內部消息的規定：(註一九)

(1)增資、減資、營業計畫及財務報表等對股價有重大影響者。

註一八：同註二。

註一九：參閱證管會（73）臺財證（一）字第0383號及（74）臺財證（一）字第 01110 號函以及臺灣證券交易所有關上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序等之規定列舉。

(2)發生銀行退票或拒絕往來情事。

(3)遭受重大災害致減產或部分或全部停工。

(4)發生訴訟或稅務處分案件，對公司財務或業務有重大影響者。

(5)經營權移轉或合併經營或公司廠房設備出租。

(6)暫停部分或全部業務或改變營業項目。

(7)營業用主要資產之質押或出售，對公司有重大影響者。

(8)聲請公司重整。

(9)經法院依公司法第二八七條第一項第五款規定；對其股票有禁止轉讓之裁定者。

(10)經法院裁定破產尚未公佈者。

(11)董事長或總經理變動、董事及監察人持股大幅變動及其他足以影響公司正常營運及股價變動之重大情報。

（二）重要案例

1.前（1988）年10月，臺灣煉鐵公司因出售汐止廠房土地，違反證券交易法第一五七條之一規定，經主管機關移送法院，被判處罰鍰五萬元，爲證券交易法修改後的第一宗內線交易案件。查該公司早被臺灣證券交易所列爲營運艱困上市公司，於前年二月間，將臺北縣汐止鎮之廠房土地約十三萬二千零六十一平方公尺，出售給張明初等四人，總價約新臺幣十七億餘元，使得該公司當年度之資產淨值，由負數轉爲正數。股價自前年二月六日起開始飆漲，由每股三元三角漲至同年七月八日最高價九元四角，上升將近三倍，七月六日經新聞界揭露，同月九日臺灣證券交易所依據“上市公司重大資訊處理程序”查證屬實，報經證管會移送法辦。

2.去（1989）年10月，中華開發公司因整頓部分上市公司，提供財務或管理協助，有不當利用未公開內幕消息，部分高級職員從事內線交易，被該公司職員提出控訴。據稱該公司利用財務顧問契約關係協助改善營運，因而獲得內幕消息。該公司及其關係企業中華證券投資信託公司之高級職員，聯合購買被認定業績會好轉之上市公司股票獲利。

該類與中華開發公司訂約接受協助的公司，多屬生產高科技產品之上市公司，其整頓方式作法爲；先了解其財務及業務狀況，評估其發展潛力，找出問題所在，再擬訂改革或輔助

方案，報經核定後據以執行。其主要項目爲財務及管理，並派員實地指導。被炒而股價變化較大者，如永光化學、國勝電子、高興昌、全友及達永等，正由主管機關查證中。

（三）特質檢討

我國內線交易，已習以爲常、司空見慣，加之規範欠週，主管機關與司法機構以及投資大衆之看法或認定標準不一，致無法明確論斷而難以有效處理。

證管會面對層出不窮醜聞，各界之交相詰責；多以沒有司法調查及搜證權，國內股市利用人頭戶從事內線交易，舉證不易及追查困難等理由辯護。事實上並非完全無法查辦，而是被查出者利用種種手段，使主管機關難以認眞執行。

上市公司之未履行重大消息適時公開，不獨無法確保投資大衆之合理判斷，權益受到侵害；且爲促使企業內部人毫無顧忌，從事內線交易之禍源。我國部分上市公司董、監事及大股東，利用證券交易法第二十五條第二項按月申報持股變動而未加罰則之漏洞，明目張膽作不實申報，透過新聞媒體誤導，影響投資者之錯誤判斷。此外同法第三十六條第四項，對發生股東權益或證券價格有重大影響之事項，應於發生日起二日內申報公告之規定，違反者僅處二萬元以上，十萬元以下之罰鍰，根本無濟於事，毫無嚇阻作用。前述煉鐵公司董事長以其本人名義買進四十萬股，並未賣出，法院依上揭條文判決，被認爲適中，此與美國或日本加重處分，大異其趣。依據實際資料計算，購入四十萬股總價爲二百二十一萬元，消息公開後十個營業日之收盤平均價計算之總價爲三百四十六萬元，差價（受益）爲一百二十五萬元，如依同法第一五七條之一規定，應將以上差價作爲善意投資者之損害賠償，情節較重者，依善意投資人之請求，可提高三倍。我國民情與日本相近，多息事寧人，未提出請求，而司法機關之用法認事，亦不無可議之處。

肆、減低內線交易的可行法則

一、落實資訊公開——現代社會，資訊的影響力已無遠弗屆，誰掌握了資訊或具有高度利用價值的情報消息，就等於掌握了社會財富。證券交易，應求公正與公平，而兩者的基礎，則爲是否能落實有關資訊的公開，亦卽應讓參與交易者，在立足點平等的狀況下，方能達

成合理與合法的交易。正如衆所週知，股票價格係受利多或利空因素的影響而起伏變動，因之，應讓所有參與者能同時享有或取得這些影響股價判斷的資訊。如前例之煉鐵公司出售汐止廠地，使股東權益由多年的負值一舉變爲正數，不可謂不是重大消息，但從談判、簽約與召開董事會漫長時間，就足夠主其事者利用尚未公開的所謂內幕消息，從事內線交易，獲取多重暴利。因之，內幕消息自非公司董監事的專利，凡參與其事者及與其關係密切的人，也常能均霑其利。我國股市對內幕消息尚無解釋，自然無法予以明確規範。各有關機構如證券商及上市公司等，對處理會影響市場行情的重要資訊，尚無有效措施。再加上董、監事或高級主管本身，多無法自我約束，如何能有效制定控管法則。在前述美國李傳洪案爆發之後，其證管會立即透過分析師王學冠，偵察出李氏涉案實況，如換在臺灣，以李氏之財大勢大，必能利用各種手段，輕易解決。空有構想或規範而不落實或認眞執行，要杜絕內線消息之不當使用，實有如癡人說夢，幻想而已。茲將我國內部人交易之禁止，圖示如(圖二)：(註二〇)

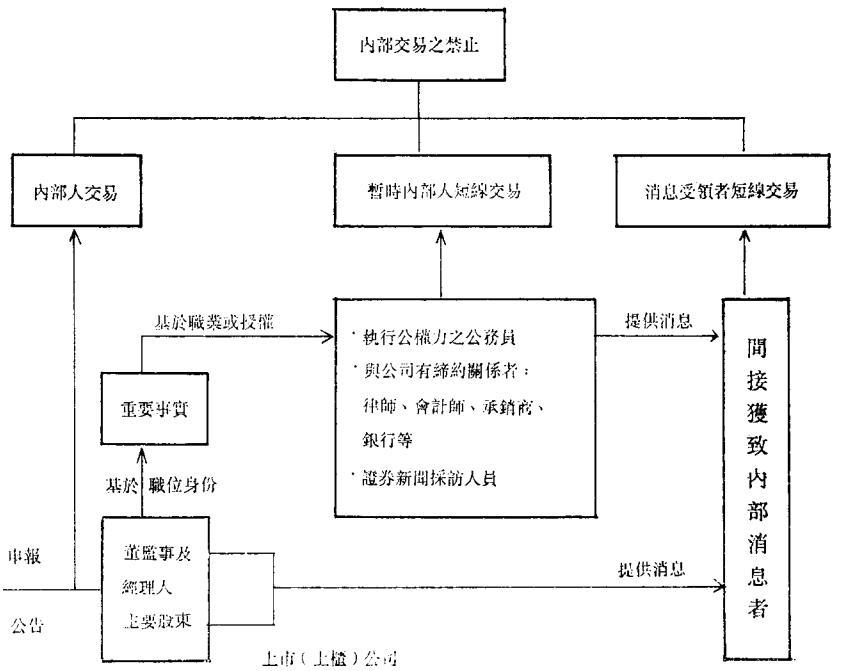

圖　二

註二〇：呂東英著：淺談內部人交易之規範，商業週刊83期26頁，78年7月出刊。

二、建立有效監視制度——大凡內線交易的發生，必然先有各種徵兆，如能設計適切制度予以嚴密監視，雖不能防範於未然，但能阻止其蔓延或繼續擴大。我國證管會於七十年初開始策畫建立證券市場預警制度，計畫先從異常交易列管分析，上市公司的動態報導，再擴及全面預警體系的建立。從最初的“黑名單”追蹤，到最近之利用電腦程式的資料蒐集，已發揮部分效果。由於人頭戶的作祟，炒作者的反抗或利用特權干預，今年初曾公佈一次調查結果名單（包括徐有庠、羅光男等），即難以爲繼。

美國的內線交易監視制度，係由常設的“股市監視系統（ISIS)”與“自動搜尋核對系統（ASAM)”配合運作。即發現異常現象，先由前者過濾確認之後，再由後者追蹤查核，如賣出或買進人與上市公司之間的關係，買賣動機及消息來源等；如有蛛絲馬跡，即由證管會依法展開調查。

我國證管會之所以無法有效建立股市監視制度，除上述因素外，在技術上亦有待檢討；即未能運用類似美國所採行的牽制性兩套配合作業方式，使各種異常現象未經客觀過濾查核分析，即將結果公布，致易造成誤失，如前述之唯一的公布名單中，“徐有庠”有誤而事後登報道歉。

三、改善投資環境——臺灣近年來由於對外貿易巨額順差，外滙存底累積達七百餘億美元，加上新臺幣滙率大幅上升，造成海外熱錢滙入投機套利，一般企業盈餘或個人儲蓄，缺乏正常投資管道。加之國內證券市場有欠健全，市場規模未能及時配合擴大，投機風氣瀰漫，股價受到“大戶”或“主力”的操縱，使以散戶爲主的市場結構，易產生不公平交易，無法發揮資本市場正常的功能。

一般認爲機構投資者佔較大比例的證券市場，由於經由專家操作，注重分析及策略，以同時投資多種股票或對象的組合方式投資，對大戶慣用個股炒作的技巧，可能有克制作用，使其難以誤導或控制。對整體市場而言，交易頻次降低，短線暴起暴落的現象會有所改善。

我國股市散戶所佔比例太高，多採短線運作，加之部分情緒化追隨大戶，或聽信謠言或尋找“明牌”與內幕消息，極少重視基本分析，運用理性技巧。盲目衝動，使大戶或做手有可乘之機，因之，改善投資環境，應爲當務之急；政府有關部門，應對社會游資作適度疏導，提供多方面投資管道或對象，俾能有所選擇而分散風險，從利率、稅率及管理制度等多方

面配合設計，減少個別投資者之交易頻次，使隨股市過度熱絡所衍生之所謂“不務正業”等問題；像不能專心上班、上學或生產等不正常現象，獲得改善。

擴大股市規模，使股市的結構正常化，亦爲我國股市所面臨的重大挑戰。自前年開放證券商設立，成長速率驚人，致有證券商家數遠超過上市公司家數的異常現象。股市流傳“來者不善、善者不來”，爲求發財或擴展業績，自然會使出渾身解數，各顯神通，使有關機構對股市之管理，更加重其困難。

四、健全現有法制——我國證券市場經立法創制迄今，僅二十餘載，雖歷經變革，法制尚非健全，仍有待調適。其中主要法規；如證券交易法對內線交易之罰則太輕，無嚇阻作用，部分條文對申報不實，未訂罰則，助長董監事或大股東之誤導機會，部分條文與其他法規間相互牴觸，無法有效處理，部分尚待積極創立，如信託法、投資保護法等。(註二一)

證管會組織法已由行政院通過修訂，送立法院審議，擬將原第四組改由第一組代辦之會計師業務（會計師管理屬財政部職掌）、第二組主管之證券商管理及原由第四組及稽核室兼辦之法務工作三項，均成立獨立部門，專司其事。其主要考慮爲會計師及證券商之查核業務日繁，原有科級編制難以勝任，該會既有稽核單位之設置，似應加強其功能，將查核業務均集中由稽核部門負責，會計師管理之例行業務，仍由第四組負責，只增加法務室，應爲合理架構。行政或例行管理與查檢業務宜作合理區分，原有編制或單位不予充分利用，組織會更不健全，虛增單位會浪費公幣，徒增作業困擾，減低應有效率。組織制度之設計錯誤，必然會影響作業效果，面對具有高度敏感內線或不公平交易可能的證券市場管理，極應排除本位主義，重視權變取向 (The Contingence approach)，(註二二)先求其本身之法制健全，才能接受各項挑戰。因之，今後宜注重整體配合，全盤檢討不合宜或不當之法規與編制，加強內部控制以保障投資大衆應有的權益。

五、導正社會風氣——臺灣社會風氣之傾向投機與現實，已爲不爭的事實，最近更由金權走向暴力脅迫，社會治安亮起了紅燈，全國上下無不憂心重重，政府形象或公權力的行使

註二一：證管會已就部份條文進行檢討，爲求優先使組織法修訂獲得通過，尚未採取具體動作。

註二二：Stephen P. Robbins: Management Concepts. And Applications Second Edition pp. 46-47 1988 by Prentice-Hall, Inc.

能力，受到了嚴重考驗。由於近年來經濟持續發展，國民所得高達七千餘美元，接近已開發國家的水準，而文化及政治建設則未能有效配合，形成了一股歪風。從發行了二十餘年的“愛國獎券”被迫取消，“大家樂”、“六合彩”的盛行，到近年來的股市颱風，花樣變化莫測。加之證券業者、特權階級與股市投機交易者的連環運作，不獨影響了社會風氣，也形成了經濟與政治的危機。社會治安惡化，大衆趨向不勞而獲，投資意願低落，資金巨額外流，股市內線交易愈演愈烈，如三商銀開放民營案及證交稅率案等；已由暗而明，發展至由民而官的境界，關說風氣日熾，主管者無能爲力，應爲今日社會病態叢生的基本原因。如再無法有效導正，仍然繼續惡化，將使政府遷臺四十年來所累積的果實毀於一旦，不得不令人擔心警惕。

文建會主委郭爲藩去年致國內一千家製造業、兩百家服務業及金融業負責人的一封公開信，鼓勵工商團體，贊助文化活動。函中指出文化建設乃百年大計，不是單憑政府之力所能達成，需要企業界的支援，讓在富裕中迷失的社會，能從文化中尋回。長期以來文化、社會建設受到忽視，大衆缺乏精神或心理上的寄託，如今既已知病，猶未爲晚。郭主委的動作雖難發揮實質作用，爲今之計，宜有更強力之配合，需要在國家資源運用上，對文化、教育及社會發展部門，給予更多的關注。政府各有關部門，必須拿出魄力，立法部門或民意代表更須以身作則，以政策性主導政治、經濟、文化、教育與社會均衡而有效之多元化發展，先求安定、再圖改進。如能變化氣質，投機取巧風氣自然消失，則內幕消息的利用價值，必會無形降低，股市內線交易自會受到阻遏。

伍、結　　論

美、日等國相繼出現股市內線交易醜聞，其有關之主管機構無不重視，修改主要法規，改善管制措施。我國情況更爲嚴重，證管會一再邀集專家學者及業者研討，已擬議修法。因之，加強股市內線交易之防範，已成爲目前世界各主要股市注目的焦點。

內線交易的禁止，各國規範不一，有僅在刑法或公司法中規範者；如南非、巴西及加拿大等國，有僅訂內部人規則或條例者，如西德、法國及西班牙等國，有同時由公司法及證券

業法等兩種以上不同之規定者；如澳大利亞、英國等。但大部分均於證券交易法中規範；如我國、日本、以色列及美國等。對內部人之定義則以我國、日本、以色列及美國等列舉較詳，其次爲加拿大、巴西、西德及英國，而以澳大利亞、法國、南非及西班牙等國之解釋較爲簡單。關於內部消息之定義，多無具體規定或說明，僅以“任何未公開預期可能影響公司股票價格之有關消息”作概括性解釋。我國則以主管機關以行政命令加以列舉；但亦可從禁止之法條中推定。茲將各主要國家之有關規定及定義摘要表列比較如（表一）：(註二三)

由於美國的證券市場發展較快，法制亦較比完善，後起者如中、日等國，似多有師法之處，他山之石，可以攻錯，能有所借鏡，力求改革，自無可厚非。但不深入探究彼此之間文化差異，徒重形式，只求表面，即算再學美國提高證管會的地位，賦予更多或更大的權力，如不能善加運用，可能造成反效果，爲害更烈。我國七十二年所發生的“丸億”及“中信”等案；主管機關之有關人員及該等公司之法定契約關係者如會計師等，都是加害投資大衆的幫兇，無怪乎華裔美籍證券專家陳守廉，著文論爲較美國1973年所發生的“華爾街大騙案（Wall street scandal）”有過之而無不及。(註二四)可見行政或主管機關的弊端或誤失，對社會大衆所造成的損害，實難以估量，有形的投資人財產損失有據可查，無形的公信力喪失，社會風氣之因而更加敗壞，則難以測度而無法補償。

內線交易規範的對象，各國多採廣義認定，即不論何人只要獲得未公開消息，短期內從事有關之證券交易，獲取利益或規避損失，應構成犯罪。但那些人對內幕消息運用的可能性最大，尚無明確判斷標準。依據美國商業週刊（Business Week）於1983年9月委託哈里斯公司（Louis Harries & Associates）對全美國六百家上市大公司的首長，就內線交易所作的問卷調查結果顯示，絕大多數贊成有關內線交易規範的對象，應將更多階層人士列入，其建議的對象及比例，以公司高級職員或董事之92%爲最高，茲表列比較如（表二）：(註二五)

由（表二）統計之結果，可知大部分被調查者（百分之六十以上）主張從寬認定，雖公司高級職員或董事所佔比例最大，但與公司的主要首長或負責人相差有限。且調查的對象爲

註二三：同註一三（證交資料327期、328期及329期摘錄）。

註二四：陳守廉著：從丸億中信事件談證管會的職責，證券管理1卷3期55頁，72年5月出刊。

註二五：同註八，42頁。

表一　各國內線交易之規範

國別	內線交易有關之規定	對內部人之定義	對內線消息之定義
美國	1934年證券交易法第10條第2項、第14條第5項、第16條第2項、第21條。	1.高級職員、董事與大股東 2.有特殊關係之人 3.次級內部人 4.任何獲悉公司未公開消息者	凡一旦公佈預期可能影響公司股票的價格之有關消息
加拿大	聯邦公司法 數個省的證券法	1.董事、高級職員 2.關係企業的董事、高級職員 3.任何擁有10%以上股權者	任何未公開而影響股票價格變動之消息（各聯邦規定不一）
巴西	1976年公開公司法	1.董事、高級職員或專業人員 2.對公司有控制權股東 3.其知悉公司主要資訊之任何人	任何未公開而影響股票價格的消息
英國	1985年公司證券法 1986年金融服務業法	1.有關公務人員及其關係人 2.知悉尚未公開但對股價有敏感的消息之人 3.能從內部獲悉消息之人 4.知悉有關併購之未公開消息之人	尚未公開消息但預期一旦公開，將會影響有關的證券價格者
法國	1976年9月28日之內線交易管理條例	公司高級職員以及因職務得以接觸內部資訊之任何人	係指對股價敏感尚未公佈之資訊
西德	1976年內部人規則 1988年1月修訂	1.公司董監事及持股25%以上大股東 2.公司有職務關係之職員。 3.金融機構職務有關人員	股利政策及資本變動未經公開而可能影響股價的重大消息
西班牙	證券交易所改革法案中有關內部人交易之各項規定	係指能接觸對證券價格敏感而未公開的資訊之任何人	係指有關於證券的消息但尚未公開並預期一旦公佈將可能影響證券價格
南非	1973年公司法第229條至241條	係指公司的董事以及依公司法可以指揮公司現任的董事的人等	董事持股及變動等
澳大利亞	1980年證券業法第128、129、130條。1981年公司法第229條。	係指擁有未公開資料之任何有關人員	任何未公開而影響股價之消息
以色列	1968年證券法於1981年修訂	1.公司董事、高級職員、主要股東及任何有職務關係的人 2.上述人員的親戚 3.證交所、證券商的員工等	法定應公開揭露事項，其未經公佈且對股價有敏感的消息
日本	證券交易法第58、154、188、189、190、190-2、190-3以及200條。	1.公司董事、員工或主要股東 2.有法律上權力或有契約關係者 3.過去一年自上述各款退休的自然人	1.上市公司有關營業及財務等決策 2.與決策無關的營業行爲 3.預估營業結果之消息
中華民國	證券交易法第22-2、25、32及157-1條。	1.公司董事、監察人及經理人 2.持有股份超過10%以上股東 3.基於職業控制關係獲悉消息之人 4.從前三項所列之人獲悉消息者	1.公司資產更動及營業計畫 2.公司有機密性文件及財務報表 3.公司跳票及重大災害損失 4.公司重整及重大人事變動等

表　二

級　次	內線交易應規範之對象	所佔百分比
1	公司高級職員或董事	92
2	公司的主要首長	87
3	公司的證券承銷商	84
4	公司外聘律師	75
5	公司外聘會計師	72
6	任何持有公司機密者	68

首長，兩者對內幕消息的獲得與運用的機會，均較其他人員爲大，因而被公認爲內線交易產生的根源或禍首。

綜合有關分析，吾人可知不同身分之可能獲取未公開內幕消息者，必然有其一定之獲取管道或來源；如公司董事、監察人、代理人、使用人及其他從業人員。其主要消息來源，多基於職務關係而知悉有關之未公開重要事實，吾人如能準此深入探討，不難發現其間關係。因之有關部門應針對其根源，設計管制或規範的法則。茲將一般所認定應規範對象及其消息來源表列如（表三）：

中、美、日三國對內線交易之規範，均在其證券交易法中有明確界定，並有民法、刑法及公司法等補助。但美國之證管會直屬總統，由共和、民主兩大政黨及公正人士出任委員。加以立法賦予司法調查與搜證權，執行機構所受的干擾或特權關說之壓力較小。執法或主管人員的個人素養、工作態度等；尚未聞有重大誤失者，故其公信力較佳。日本與我國之證券主管機構雖同屬財政部門，但日本之立法或改進措施，均優於我國，且其社會風氣或倫理觀念，以最近案例證明，各涉案政要，均先後慨然自動去職，實勝過我國。因之，三國之證券交易制度及有關規範以及行政風紀，由美國而日本而我國，可以說是次替相承，高下明顯。

表　三

規　範　對　象	消　息　來　源
1.公司董、監事、代理人、使用人及其他從業人員。	1.基於職務關係而知悉未公開之重要事實。
2.享有法定帳簿閱覽或檢查權之持有已發行股份10%以上受益股東。	2.行使帳簿閱覽權而知悉有關之未公開重要事實。
3.對公司享有基於法令限制權力者，如有許可、認可。檢查與核定權之公務員。	3.基於法令核定或行使檢查公司業務而獲知未公開重要事實。
4.與公司有契約關係者，如律師、會計師、證券承銷商及其他財產處理者。	4.因職務或業務關係而獲知有關之未公開重要事實。
5.法人、而該法人具有上列2、3、4項其董、監事及業務關係人。	5.因職務關係而獲知有關之未公開重要事實。
6.上列以外之有機會利用未公開消息之人。	6.由上列各項之關係人獲悉有關之未公開事實。

美國爲典型資本主義國家，日本仍存有軍國主義餘毒，我國的經濟或政治目標，理論上是實踐三民主義，實質上則有偏向。歐洲各國的社會主義思潮與自由民主風向，正在洶湧澎湃。我國的發展，從最近行政院擬議改組，公職人員選舉參選者之訴求，均有重視治安、文化與社會福利的取向，似已領悟時代的潛在趨勢，但願能對社會歪風或股市內線交易，產生正面影響。