

本報告僅供委員參考

關聯股票之內線交易－論蔭影交易之法制

法制局 陳樂庭 撰

中華民國 115 年 8 月

關聯股票之內線交易—論蔭影交易之法制

目 次

摘 要

壹、前言	1
貳、禁止內線交易之法制與實務	2
參、蔭影交易	5
肆、研析與建議	9
一、蔭影交易倘納入內線交易監管，應適當限縮責任範圍，以兼顧金融穩定與法明確性	9
二、蔭影交易行為人是否落入證交法第 157 條之 1 第 1 項內部人之範圍，除有賴司法實務解釋完備外，主管機關亦應於現行法中有更明確之規範	10
三、蔭影交易之規範客體宜釐明「關聯股票交易」之判準	11
四、蔭影交易之重大性判斷涉及理性投資人標準，我國法仍宜建立更明確之認定基準	13
五、蔭影交易宜以私取理論結合證交法第 20 條第 1 項加以規範，並以資訊財產權理論重構內線交易制度	14
伍、結論	15
參考文獻	17
附錄：「關聯股票之內線交易－論蔭影交易之法制」專題研究報告（初稿）座談會紀錄及參採情形	20

摘 要

內線交易係指具特定身分之內部人，於獲悉公司重大未公開消息後交易該公司股票以謀取私利者；惟伴隨經濟發展，產業活動日趨複雜，消息來源公司之重大未公開消息可能影響同類型產業之其他關聯公司，衍生行為人利用重大未公開消息交易關聯公司股票之蔭影交易問題，本報告爰比較法研析蔭影交易之法制，供本院委員問政及修法之參考。

關聯股票之內線交易—論蔭影交易之法制

壹、前言

所謂內線交易（insider trading），係指具特定身分之內部人¹，於獲悉未經公開且影響證券價格之重要消息後買賣證券者。我國證券交易法（下稱證交法）明文禁止內線交易²，惟伴隨商業活動日趨複雜及產業鏈之重組整合，企業間經濟關聯日趨緊密，重大未公開消息之市場價值已不再侷限於消息來源公司本身，並可能透過相關產業鏈反應至關聯公司之股價表現，衍生行為人利用重大未公開消息交易關聯公司有價證券之「蔭影交易」（shadow trading）問題。

我國證交法第 157 條之 1 對於禁止內線交易行為之規範本旨在於禁止內部人利用重大未公開消息買賣公司股票圖利，以健全我國證券市場發展³，然而，蔭影交易之行為人於知悉重大未公開消息後，雖無直接交易該資訊所屬公司之有價證券，卻以關聯公司之有價證券為交易標的，藉以規避內線交易之法律責任並利用該重大消息賺取利益，此類行為不僅模糊資訊使用之界線，亦對現行內線交易之法制造成挑戰，本報告爰以「蔭影交易是否當屬內線交易禁止之管轄範圍？」作為問題意識，並研析相關法制與司法實務，供本院委員問政及修法之參考。

¹ 受內線交易規範之人，泛稱為「內部人」（含準內部人、消息受領人）。最高法院 113 年度台上字第 4444 號刑事判決參照。

² 證券交易法第 157 條之 1 及第 171 條。

³ 77 年 1 月 12 日三讀通過增訂證券交易法第 157 條之 1 立法理由：「一、本條新增。二、本法對於股票發行公司內部人員參與公司股票買賣，僅第一百五十七條六個月內短線買賣利益歸入公司或如符合詐欺等要件同一般人交易負本法第二十條及第一百七十一條民刑責任外，對於利用公司未經公開之重要消息買賣公司股票圖利，未明定列為禁止規定，對證券市場之健全發展，構成妨礙，並形成證券管理的一項漏失。三、對利用內部消息買賣公司股票圖利之禁止，已成為世界性之趨勢，美、英、澳、加拿大、菲律賓、新加坡....等國均在其公司法或證券法規明定不得為之，違反者須負民、刑責任。為健全我國證券市場發展，爰增訂本條。」

貳、禁止內線交易之法制與實務

一、美國禁止內線交易之法制及理論基礎

(一) 美國禁止內線交易之法制

美國禁止內線交易之基本規定，見於「1934 年證券交易法」(Securities Exchange Act of 1934, SEA) §10 (b) 及證券交易委員會 (Securities and Exchange Commission, SEC) 依§10 (b) 授權發布之 Rule 10b-5。依§10 (b) 規定，任何人於證券交易相關之行為中，不得使用任何操縱性或欺罔性之裝置或手段，而違反證券交易委員會基於公共利益或投資人保護所訂定之規則或命令⁴；另，Rule 10b-5 則規定任何人於從事與買賣證券相關聯之行為時，不得有下列各款之情事：(1) 使用任何方法、計畫或技巧從事欺罔行為。(2) 對重要事實作不實陳述，或省略某些重要事實之陳述，以致在當時實際情形下產生引人誤解之效果。或 (3) 從事任何行為、業務或商業活動，而對他人造成詐欺或欺騙之情事者⁵。

(二) 美國禁止內線交易之理論基礎

前述規定並無明文定義內線交易，有關內線交易犯罪之實務認定，係由美國聯邦法院透過個案逐步建立在證券交易下之理論，茲說明如次：

⁴ 15 U.S. Code § 78j - Manipulative and deceptive devices: "It shall be **unlawful** for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange— (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement **any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.**"

⁵ 17 CFR § 240.10b-5 - Employment of manipulative and deceptive devices: "It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) To employ any device, scheme, or artifice to **defraud**, (b) To make any **untrue statement** of a material fact or **to omit to state a material fact** necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in **any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person**, in connection with the purchase or sale of any security."

1、市場理論（平等取得資訊理論）

此說係針對證券交易人對於公司及其投資人之欺騙行為⁶，強調投資人資訊取得之公平性，主張任何人如有途徑接觸公司重大且未公開消息者，應遵循「**戒絕交易，否則公開**」原則⁷。

2、信賴關係理論（忠實義務理論）

此說解決市場理論下內部人涵蓋範圍過廣之問題，認為內部人僅在有「**戒絕交易，否則公開**」之義務下，方有內部交易責任之適用，而是否存在「**戒絕交易，否則公開**」義務之判准，則端視行為人是否對市場交易人負有受任人或信託人義務，或是其他基於類似信賴關係所產生之義務而定；所謂受任人義務，聯邦最高法院於此說下，認為僅存在於公司之董事、具控制權之大股東以及重要職員等內部人，其他人則無⁸。

3、私取理論

此說強調對消息來源之欺騙行為，旨在防止有機會獲取內線交易但對股東不負信賴義務之公司外部人不當使用消息之情事，以維護市場之健全。在§10（b）及 Rule 10b-5 之規定下，行為人從事有價證券之買賣，其詐欺行為之對象並不以證券之買方或賣方為限，**獲悉公司重大未公開消息之外部人**，雖與交易相對人間並無信賴關係，但若違背對消息來源之忠誠及信賴義務，**將其自消息來源所獲取之重大未公開消息據為己有並藉此圖謀私利**，則有信賴義務之違背，並於買賣證券時構成詐欺行為⁹。

有關私取理論適用於買賣關聯股票之情形，曾引發爭議：SEC v. Talbot 案中，聯邦地方法院雖於一審判決中對私取理論之「消息來源」

⁶ 賴英照，〈內線交易的理論基礎〉，《月旦法學雜誌》，第 123 期，頁 13。

⁷ 有關美國禁止內線交易理論基礎，詳參劉連煜，〈內線交易構成要件〉，初版，100 年 7 月，頁 12-24。

⁸ 劉連煜，同前註，頁 15-16。

⁹ 賴英照，同註 6，頁 11-13。

做嚴格的解讀，認為所謂「消息來源」係指「原始消息來源」，亦即行為人之消息來源與原始消息來源之消息間須有環環相扣之信賴關係始有內線交易罪之成立；惟上訴法院則認為，只要行為人違背對其消息來源之信賴義務，即有私取理論之適用，不須以所謂連環相扣的信賴關係作為適用私取理論之要件¹⁰。

二、我國內線交易之法制

我國證交法第 20 條第 1 項有關有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為之規定，即係源自前述美國成文法，惟我國司法實務未曾引用此規定導出處罰內線交易之結論¹¹，而係參考美國立法例¹²，於同法第 157 條之 1 第 1 項明文禁止內線交易，規定公司之內部人（含準內部人、消息受領人）於實際知悉發行公司有重大影響其股價之消息時，於該消息明確或公開前後 18 小時內，不得自行或以他人之名義買賣該公司之股票或其他有價證券¹³。

我國實務見解向來主張，內線交易罪之成立，僅須符合內部人有「獲悉（實際知悉）發行股票公司有重大影響其股票價格之消息」及「在該消息未公開前或公開後一定沈澱時間（現行法為公開後 18 小時）內，買入或賣出該公司股票」等二形式要件，其獲取之財物或財產上利益並不限於與內線消息具有因果關係為必要¹⁴。其所採用之理論基礎多為市場理論¹⁵，近來則以兼採信賴關係理論、市場理論及私取理論¹⁶為趨於

¹⁰ 賴英照，〈內線交易的新戰場：陰影交易〉，新學林法學，第 1 期，113 年 2 月，頁 6-7。

¹¹ 賴英照，《誰怕內線交易》，初版，捷騰數位科技有限公司，106 年 10 月，頁 133。

¹² 立法院第 1 屆第 79 會期第 4 次會議議案關係文書（院總第 727 號政府提案第 3117 號），76 年 3 月 4 日印發，頁 61。

¹³ 證券交易法第 157 條之 1 第 1 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。」

¹⁴ 最高法院 113 年度台上字第 4444 號刑事判決、最高法院 111 年度台上字第 3560 號刑事判決、最高法院 113 年度台上字第 2102 號刑事判決參照。

¹⁵ 最高法院 91 年度台上字第 3037 號刑事判決、最高法院 94 年度台上字第 1433 號刑事判決、最高法院 99 年度台上字第 4781 號刑事判決、最高法院 100 年度台上字第 2531 號刑事判決參照。

一致之見解。

參、蔭影交易

一、蔭影交易簡介

「蔭影交易」又稱「影子交易」¹⁷、「替代性內線交易」(substitute for insider trading)¹⁸或「關聯股票的內線交易」¹⁹，係指內部人獲悉重大未公開消息，雖沒有直接交易與該重大消息所屬公司之證券，卻以具高度關聯性之第三方公司證券作為交易標的，藉以規避法律責任並獲取不當利益者²⁰；此類交易公司內部人間屬相當普遍之操作，且由於蔭影交易之標的並非資訊來源公司之股票而係其他公司股票，故目前尚未歸屬於傳統內線交易理論之適用範圍，美國 SEC 近年試圖將私取理論適用於蔭影交易以將其納入內線交易禁止之管轄範疇，惟此主張是否能重構內線交易之責任範圍，尚待司法檢驗²¹。

二、蔭影交易之潛在風險

(一) 蔭影交易提高公司內部人承擔風險之誘因，並衍生道德風險

蔭影交易可能扭曲公司內部人之經營決策，使其為謀取個人利

¹⁶ 最高法院 106 年度台非字第 21 號刑事判決理由：「……我國證券交易所規範內線交易的成立，並非以詐欺行為或違反信賴義務之存在，作為前提，亦即不專以學理上所稱之「信賴關係理論」，憑為基礎，而係植基於「平等取得資訊理論」的精神，兼及學理上所稱的「私取理論」，著重在內部人（含準內部人、消息受領人）「獲悉（確實知悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息）及「在該消息未公開前，對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票，買入或賣出」2 種「形式要件」的該當，就構成了犯罪，屬於學理上所稱形式犯或舉動犯。至於該內部人（含準內部人、消息受領人）於知悉消息後，買賣股票，是否存有藉該交易獲利或避免損失的「主觀意圖」，毫不影響其犯罪的成立；且內部人最終是否實際因該內線交易，而獲利益，亦非所問，已是本院近來趨於一致的見解，允宜指明。……」

¹⁷ 劉連煜，〈影子交易與內線交易的距離——對影成三人〉，《新學林法學》，第 12 期，114 年 12 月，頁 171-180。

¹⁸ 郭大維，〈內部人從事替代性內線交易是否構成內線交易〉，《月旦法學教室》，第 203 期，108 年 8 月，頁 15-17；蕭富庭，〈淺談替代性交易是否成立內線交易〉，《全國律師》，第 19 卷，9 期，104 年 9 月，頁 110-123。

¹⁹ 賴英照，〈關聯股票的內線交易〉，《臺北大學法學論叢》，第 102 期，頁 5。

²⁰ 劉連煜，同註 17，頁 171。

²¹ SEC v. Matthew Panuwat 為美國首宗涉及蔭影交易之判決，刻由美國聯邦第九巡迴上訴法院審理中，其判決結果將確認內線交易之規範主體是否擴及至外部人。Yoon-Ho Alex Lee, Alessandro Romano, 〈Shadow Trading and Macroeconomic Risk〉，2023 年 4 月 12 日，《Harvard Business Law Review》393，第 13 卷，頁 393、408。

益，偏離公司價值極大化之經營目標。有論者舉例說明蔭影交易可能造成之道德風險：某企業於決定投資方案時，面臨一高風險且具有負淨現值之投資方案（方案 A），以及另一低風險且具有正淨現值之投資方案（方案 B）。在未考量蔭影交易，且以極大化公司價值為唯一目標之情況下，選擇方案 B 自無疑義；然而，一旦公司經理人得利用方案 A 之重大未公開消息從事蔭影交易謀取私利，則可能因此捨棄最有利於公司之方案 B，而選擇對公司較為不利之方案 A 作為最終投資決策，進而損及公司及股東權益²²。

（二）蔭影交易與政府紓困之雙重道德風險將提高總體經濟風險，並於經濟危機期間產生擴大市場波動之誘因

如前所述，蔭影交易將強化公司內部人偏好高風險決策之誘因，此情形於具產業核心地位之企業尤為顯著。任職於此類企業之內部人，由於該等企業具有較高之外部性，其重大決策所引發之市場波動相對較大，連帶提高內部人從事蔭影交易所獲取之利益，進一步推動其採取高風險經營決策之誘因，進而推升總體經濟風險。另外，面對太大不能倒（too big to fail）之問題，在政府提供紓困措施之情況下，太大不能倒現象所衍生之道德風險，可能進一步鼓勵該等具產業核心地位之企業過度承擔風險，不利金融穩定²³。前述「公司內部人因蔭影交易所產生之道德風險」與「因政府紓困預期所衍生之道德風險」將產生相互強化效果，使企業更傾向過度承擔風險，提高總體經濟風險²⁴。

在經濟危機期間，由於公司內部人從事蔭影交易之機會將隨之增加，而公司內部人對風險偏好之提高所造成之負面外部性，亦較平時更為嚴重。系統性危機乃經濟活動中無法避免之一環，實證研究顯示，企業之個別風險於經濟衰退期間將有所提高，且證券價格於此期間之波動

²² Yoon-Ho Alex Lee, Alessandro Romano，同前註，頁 417-420。

²³ 蘇財源，金融危機教訓－參加美國芝加哥聯邦準備銀行第 45 屆「銀行結構與競爭力」研討會報告，中央存款保險公司，99 年 11 月，頁 38。

²⁴ Yoon-Ho Alex Lee, Alessandro Romano，同註 21，頁 420。

程度遠較平時劇烈。如前所述，證券價格波動與蔭影交易獲利呈正相關，故經濟危機所造成之市場波動越劇烈，將越提高公司內部人藉從事蔭影交易可能獲取之利益，公司內部人於此期間所獲悉之重大未公開資訊，其價值往往較一般情況更為提高。由於公司內部人能在無需負擔法律責任之情況下，利用經濟危機所引發之市場波動從事蔭影交易並從中獲取更多利益，故其降低市場波動之誘因將隨之減弱，反而產生承擔過度風險以進一步擴大市場波動之誘因²⁵。

三、蔭影交易監管之最新進展—SEC v. Matthew Panuwat 案

本案係美國司法實務中首件涉及蔭影交易之判決，SEC 於起訴書中首次主張將私取理論擴張適用至蔭影交易之情境，並已於美國加州北區聯邦地區法院之判決取得勝訴，刻由美國聯邦第九巡迴上訴法院（下稱上訴法院）受理 P 君之上訴，倘上訴法院維持原判決，將正式確立並擴大美國內線交易認定之法律邊界，引發各界關注²⁶。簡介本案事實及法院論證過程如次：

被告 Panuwat 為生物製藥公司 Medivation 之部門主管，並於入職該公司前完成簽署 M 公司之「內線交易政策聲明」（Insider Trading Policy），該聲明主要係關於禁止員工利用該公司重大未公開消息從事該公司股票或關聯公司有價證券之交易以謀取個人利益²⁷。2016 年²⁸8 月，

²⁵ Yoon-Ho Alex Lee, Alessandro Romano, 同註 21, 頁 420-422。

²⁶ Julia Englebert, Ninth Circuit to Consider “Shadow” Theory of Insider Trading, The Regulatory Review, 2025 年 3 月 12 日，網址：<https://www.theregreview.org/2025/03/12/englebert-ninth-circuit-to-consider-shadow-theory-of-insider-trading/>，最後瀏覽日期：115 年 6 月 26 日。Sean Niven, What’s Done in the Dark Will Be Brought to the Light: SEC v. Panuwat and the Evolution of Shadow Trading Regulation, 2026 年 4 月 9 日，網址：<https://www.hofstrajibl.org/2026/04/whats-done-in-the-dark-will-be-brought-to-the-light-sec-v-panuwat-and-the-evolution-of-shadow-trading-regulation/>，最後瀏覽日期：115 年 6 月 26 日。

²⁷ “During the course of your employment . . . you may receive important information that is not yet publicly disseminated . . . about the Company Because of your access to this information, you may be in a position to profit financially by buying or selling or in some other way dealing in the Company’s securities . . . or the securities of another publicly traded company, including all significant collaborators, customers, partners, suppliers, or competitors of the Company For anyone to use such information to gain personal benefit . . . is illegal.”「於受僱期間……您可能取得有關本公司……尚未公開揭露之重要資訊……由於您得接觸該等資訊，您可能藉由買賣或以其他方式交易本公司之證券……或其他公開發行公司之證券（包括本公司所有重要合作對象、客戶、商業夥伴、供應商或競爭對手），而獲取財務利益……。任何人利用該等資訊謀取個人利益……均屬違法。」

Pfizer 公司宣布將溢價收購 Medivation 公司，此收購消息公開前，P 君即提早從與 M 公司執行長之往來電郵中獲悉此重大未公開消息，並經過一番推理分析，認當此重大消息公開之際，將有望推升 M 公司相同產業領域公司之股價，進而買進 579 口 Incyte 公司之股票之買權，並於收購消息公開後獲利逾 10 萬美元。此項交易被 SEC 認為構成 1934 年證券交易法 §10 (b) 及 Rule 10b-5 之內線交易行為，進而向美國加州北區聯邦地區法院提起訴訟²⁹。

地方法院法官於一審判決中採納 SEC 引用私取理論認蔭影交易屬禁止內線交易範圍之論述。依**私取理論**，當消息來源對行為人負有其應就重大未公開消息予以保密之**合理期待**時，行為人即負有**戒絕交易之義務**，倘行為人未經揭露而基於一己私利以該重大未公開消息買賣證券，除違反忠誠及保密義務外，亦侵害消息來源對於該重大未公開消息之**專屬使用權**³⁰，證券市場投資人間並不存在「所有證券市場投資人均不得利用重大未公開資訊採取交易行為之一般性義務」，惟當行為人利用其違反對消息來源或合法持有人所負之受任、契約或其他類似義務而私下取得之資訊進行交易時，即會產生特定之法律責任³¹。P 君已於受僱入職前簽署「內線交易政策聲明」，M 公司並將業務之機敏資訊託付予 P 君保管，P 君卻為圖謀私利從事系爭交易，此舉不僅違反對 M 公司所應負之信賴保密義務，亦侵害 M 公司對該重大消息之專屬使用權，故適用私取理論而構成內線交易³²。

2026 年 6 月，P 君於上訴法院合議庭言詞辯論程序中主張，倘上訴

²⁸ 本報告有關年分之使用，原則以民國紀年表述，惟涉及外國參考資料部分，改採西元紀年表述。

²⁹ SEC, COMPLAINT against Matthew Panuwat, 2021 年 8 月 17 日，頁 1-2，網址：<https://storage.courtlistener.com/recap/gov.uscourts.cand.383468/gov.uscourts.cand.383468.1.0.pdf>，最後瀏覽日期：115 年 6 月 26 日。

³⁰ United States v. O'Hagan, 117 S. Ct. 2199 (1997)

³¹ Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983)。

³² Judge William H. Orrick, ORDER DENYING DEFENDANT'S 63 MOTION FOR SUMMARY JUDGMENT, 2023 年 11 月 20 日，頁 15-20，網址：<https://storage.courtlistener.com/recap/gov.uscourts.cand.383468/gov.uscourts.cand.383468.85.0.pdf>，最後瀏覽日期：115 年 6 月 26 日。

法院採納 SEC 之見解，將使公司得以不明確規範其內線交易政策，並強調公司應明確界定允許及禁止之交易行為。言詞辯論終結後，合議庭遂將本案留待審酌。

肆、研析與建議

一、蔭影交易倘納入內線交易監管，應適當限縮責任範圍，以兼顧金融穩定與法明確性

內線交易之規範目的在於防止公司內部人或準內部人利用公司重大未公開消息買賣該公司股票以獲取不法利益，藉此維護證券市場之公平交易秩序及健全發展。我國證券交易法第 157 條之 1 第 1 項雖已就內線交易有明確定義，惟其規範客體僅限利用發行股票公司之重大未公開消息買賣該公司具股權性質有價證券之行為³³，對於如 SEC v. Matthew Panuwat 般，利用消息所屬公司重大未公開消息交易其他關聯公司股票藉以牟利之蔭影交易行為，尚無明確規範，值得進一步探討。

蔭影交易是否應納入監管，其主要爭點在於「利用重大未公開消息交易關聯公司有價證券之外部人是否應納入內線交易之規範主體」，我國學者認為，現行證交法第 157 條之 1 禁止內線交易之範圍，並不以公司內部人買賣本公司股票為限，行為人從事蔭影交易對於其交易對手而言為一不公平之交易，從證交法第 157 條之 1 之規定，及禁止內線交易之立法目的觀察，蔭影交易應受內線交易之規範³⁴。復觀察美國法制，蔭影交易是否應以內線交易法制規管，則尚待上訴法院對 SEC v. Matthew Panuwat 之判決結果，始能確認 SEC 之立場是否獲得更穩固之司法實務支持，另有美國學者指出，SEC v. Matthew Panuwat 之一審判決，於事實上使美國內線交易法制更趨近平等取得資訊理論

³³ 證券交易法第 157 條之 1 第 1 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：……」

³⁴ 賴英照，同註 19，頁 23-24。

發展³⁵，惟過度擴張內線交易責任範圍將導致法律適用之不確定性，市場參與者將難以預見其交易行為是否落入內線交易管轄範圍，亦無從事先判斷其所從事之交易行為是否可能有蔭影交易之適用而受主管機關調查，而執法機關亦可能藉由積極建立交易行為人之獲利與同一產業其他公司所發佈之重大消息之關聯性，而主張其屬蔭影交易而需受內線交易管轄³⁶。

蔭影交易如同內線交易般造成市場投資人資訊不對等並影響市場公平性，且外部人藉由對資訊來源公司重大未公開訊息之掌握並謀利，亦影響企業經營決策及總體經濟之穩健，主管機關宜持續追蹤美國法制及司法實務趨勢，審慎評估納管必要，並於研議監管方向時，同時注意在未明確劃定關聯公司認定範圍及判斷標準之情形下，逕將蔭影交易納入內線交易之責任範圍，恐使消息受領人於資本市場從事交易時，因無法預見交易標的是否屬關聯公司，而暴露於違反內線交易規範之法律風險，以兼顧金融穩定及法明確性。

二、蔭影交易行為人是否落入證交法第 157 條之 1 第 1 項內部人之範圍，除有賴司法實務解釋完備外，主管機關亦應於現行法中有更明確之規範

SEC v. Matthew Panuwat 一案中，原告 SEC 認為 P 君構成蔭影交易，其成立要件包含行為人是否違反「受託義務」，以及行為人所獲悉之消息是否為「重大消息」，一審法院以 P 君的學經歷及掌握之機密資訊，足以判斷其他投資人也可能有動機想併購 I 公司，導致 I 公司股票上漲，認為行為人所從事之交易滿足前揭二要件，爰構成內線交易³⁷。

經檢視我國證交法第 157 條之 1 第 1 項，已於第 3 款納入「基於職

³⁵ 值得注意的是，平等取得資訊理論由於不考量資訊來源，而廣泛禁止任何人利用重大未公開資訊從事證券交易，造成內線交易責任株連過廣之問題，美國聯邦最高法院已確立揚棄平等取得資訊理論作為內線交易一般性法理基礎之立場。Chiarella v U.S., 445 U.S. 222, 233 (1980)。

³⁶ Kathryn Faulk, 〈Shadow Trading: Another Arrow in the SEC's Enforcement Quiver?〉, 《Securities Regulation Law Journal》, 2023 年, 頁 357-358。

³⁷ 劉連煜，同註 17，頁 175-176。

業或控制關係獲悉消息之人」，此處之職業關係，早期主管機關曾以函釋表示「不以律師、會計師、管理顧問等傳統職業人員為限，舉凡基於工作之便利獲得發行公司足以影響股價波動之資料或消息而為該公司股票之買賣者，均為該條款所規範之對象³⁸」，該號主管機關解釋雖自110年10月起即停止適用，惟亦可觀察到早期主管機關之立場，對於職業關係之範圍認定甚廣，並不以有契約關係或信賴義務為前提，蔭影交易行為人雖不符合交易標的公司(I公司)的內部人或消息受領人身分，在此解釋下仍可能因其係基於職業關係取得重大未公開資訊，而符合證交法第157條之1第1項第3款之「基於職業關係獲悉消息之人」。

現行證交法第157條之1尚未明確涵蓋利用消息來源公司之資訊交易他公司股票之蔭影交易樣態³⁹，即使於前揭函釋下，亦不及於蔭影交易之他公司⁴⁰。有關蔭影交易是否屬內線交易範圍，金管會現行立場認為應交由司法機關就個案事實認定⁴¹，惟本報告認為，在法未有明確規範下，逕將蔭影交易是否該當內線交易之判斷全然交付司法機關認定，恐使蔭影交易行為人時刻籠罩於涉犯內線交易罪之恐懼，影響人民權益甚鉅，未來倘欲將蔭影交易納入規範，除有賴司法實務透過市場理論或私取理論個案認定第157條之1之適用範圍外，主管機關亦應檢討既有法規並就蔭影交易行為人之認定予以更明確之規範。

三、蔭影交易之規範客體宜釐明「關聯股票交易」之判準

SEC v. Matthew Panuwat 之另一爭點在於，一位理性投資人是否會認為有關消息來源公司 Medivation 之重大未公開消息，足以實質改變其對交易標的公司 Incyte 所掌握之整體資訊內容。原告 SEC 於 SEC v. Matthew Panuwat 審理過程中所提出之核心論點，即在 I 公司與 M 公司間具備「市

³⁸ 財政部證券管理委員會 78 年 10 月 30 日台財證(二)字第 14860 號函。

³⁹ 金融監督管理委員會張科長雅璿發言要點二，同前註，頁 22。張心悌，〈影子交易—內線交易法律責任之新風險〉，《月旦法學教室》，第 238 期，111 年 8 月，頁 31。

⁴⁰ 張心悌，同前註，頁 4。

⁴¹ 金融監督管理委員會張科長雅璿發言要點四，本報告座談會附錄，頁 23。

場關聯性」，此一主張，打破傳統內線交易對於消息重大性之判斷係以對交易標的公司具有直接重要性為準，而將消息重大性之判斷擴張至交易標的公司所處產業或整體市場環境與消息來源公司有密切相關，而足以影響理性投資人之專業判斷者均屬之，進而擴大內線交易之適用範圍，並為一審法院所採納⁴²。

前述所謂「新型的私取理論」，藉由認定某項僅涉及特定公司重大未公開消息，能可能對其他公司具有重大性，而擴大內線交易適用範圍之理論，其成立之關鍵在於，消息來源公司（下稱甲公司）與交易標的公司（下稱乙公司）間是否屬於高度可比較之「關聯公司」，而所謂市場關聯性之判准及程度應如何界定，亦存在諸多疑義⁴³：（一）若以二家公司股價之歷史相關性為判斷依據，倘二家公司於過往數月之股價高度連動，惟自本月起分道揚鑣，則應以哪一時段為認定之基準？又如果以重大未公開消息公開後之股價反應為準，行為人如何事先預知股價之走勢？⁴⁴（二）股價是否為關聯公司判斷之唯一考量？二家公司間之財務報表中所列各項財務指標間之相關性是否亦得作為具備市場連結之證明？⁴⁵（三）倘行為人之買賣標的為指數股票型基金（Exchange Traded Fund, ETF），則更難為所謂市場關聯性之判斷，例如以甲公司為主要成分股之ETF，甲公司之重大未公開消息將大幅帶動該ETF之漲跌，則知悉甲公司重大未公開消息之人，是否也須負擔戒絕交易之義務？應如何判斷甲公司之重大未公開消息是否對該ETF具有重大影響？其影響程度應達何標準始須戒絕交易？⁴⁶

前揭「認定標準有欠明確」之質疑，P 君雖已於 SEC v. Matthew Panuwat 之抗辯中表達類似立場，惟並未獲法院採納，法院認為消息重

⁴² J.W. Verret, Greg Lawrence, Introduction to SEC v. Panuwat: Understanding “Shadow” Insider Trading, 2024 年 4 月 29 日，網址：<https://corpgov.law.harvard.edu/2024/04/29/introduction-to-sec-v-panuwat-understanding-shadow-insider-trading/>，最後瀏覽日期：115 年 7 月 13 日。

⁴³ J.W. Verret, Greg Lawrence, 同前註。

⁴⁴ 賴英照，同註 10，頁 14。

⁴⁵ J.W. Verret, Greg Lawrence, 同註 42。

⁴⁶ 賴英照，同註 10，頁 14。

大性之判斷標準應依個案予以適當彈性，以免發生認定範圍過廣或不足之問題，此亦與 SEC 對本案之監管立場相同⁴⁷。有學者指出，若此一見解於上訴法院中獲得支持，則可能使任職於特定產業之員工，只要交易同一產業任何公司之有價證券，即可能面臨潛在之內線交易法律風險，且對原資本市場中熟悉特定產業且最有助於價格發現功能之交易人亦產生強大推力，進而抑制專業投資人進行必要之研究及查證，損害證券市場正常運作⁴⁸。

綜上，蔭影交易是否成立之關鍵，並非僅在於消息本身是否重大，而係在於消息來源公司與交易標的公司間是否具有足以使該消息對交易標的公司產生重大影響之市場關聯性，亦即，市場關聯性之認定為界定「關聯股票交易」範圍之核心。然而，SEC v. Matthew Panuwat 一案雖肯認市場關聯性得作為判斷消息重大性之依據，卻未進一步建立關聯股票交易之具體認定標準，而係交由法院依個案事實綜合判斷。此種高度依賴個案認定之方式，固有助於保留司法彈性，惟亦使市場參與者難以事前預見其交易行為是否落入蔭影交易之規範範圍，影響法律適用之可預測性。此外，我國證券交易法第 157 條之 1 第 5 項⁴⁹已就重大影響股票價格消息建立明確判准，未來如欲將蔭影交易納入我國法制，除須判斷交易標的與消息來源公司間是否具有市場關聯性外，如何將前述我國法對於重大消息之判斷架構，適用於關聯股票交易，亦有待進一步釐清，以兼顧市場公平及法律明確性。

四、蔭影交易之重大性判斷涉及理性投資人標準，我國法仍宜建立更明確之認定基準

SEC v. Matthew Panuwat 案中，地區法院除依一般理性投資人標準

⁴⁷ 賴英照，同註 10，頁 14。

⁴⁸ J.W. Verret, Greg Lawrence，同註 42。

⁴⁹ 證券交易法第 157 條之 1 第 5 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。」

判斷該資訊是否具有重大性外，亦參酌 P 君於生技產業之工作經歷及專業背景，認為其足以理解 M 公司併購消息對 I 公司股價可能產生之連動效果。由此可見，蔭影交易之認定，除涉及重大性之客觀判斷外，亦可能涉及行為人是否具有辨識跨公司資訊關聯性之能力。

經檢視我國法制，有關「正當投資人」之法律規定，僅見於證交法第 157 條之 1 第 5 項「第一項所稱有重大影響其股票價格之消息，……，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息；……。」惟並未於其他條文或法規中就正當投資人另為更明確之定義，司法實務判決亦鮮有對此正當投資人之詳細描述，有學者認為，在現行法下，所謂「正當投資人」應採取非一般盲從、散戶投資人標準，但也不至於嚴格要求達到證券市場專業投資人之標準，故應理解為「一般理性投資人」較符合法條文義解釋⁵⁰。

未來如我國欲將蔭影交易納入證券交易法第 157 條之 1 規範，除宜釐清「正當投資人」於重大性判斷上之具體內涵外，亦應建立跨公司資訊關聯性之客觀判斷標準，避免司法實務因欠缺明確判準，而過度依賴行為人之個案因素作為認定依據，影響法律適用之一致性。

五、蔭影交易宜以私取理論結合證交法第 20 條第 1 項加以規範，並以資訊財產權理論重構內線交易制度

有學者認，我國證交法係借鏡美國法制，故於解釋內線交易規範時，自應與時俱進參酌美國案立法之判準，現行美國司法實務對於複雜的內線交易型態已改以忠實義務理論及私取理論作為主流見解，即使外部人基於職業或契約關係取得重大未公開消息，基於行為人對資訊來源負有忠誠及信賴義務，即應公開揭露或戒絕交易。觀察我國證交法第 157 條之 1 第 1 項之規範體系，公司內部人、準內部人及消息受領人均為內線交易規範主體之設計，自應以忠實義務作為內線交易責任判斷之理論基

⁵⁰ 劉連煜，同註 17，頁 178-179

礎，惟現行該條文之規範主體仍未及蔭影交易行為人等外部人，而有關於蔭影交易之規範方式，應於證交法第 20 條第 1 項中納入美國司法解釋方向，承認私取理論主張之外部人於特定情形下亦屬「內部人」之論點，亦即蔭影交易之行為人宜結合私取理論及證交法第 20 條第 1 項加以規範⁵¹。

無論係內線交易或蔭影交易，其重點均在行為人利用公司之重大未公開消息從事證券交易以謀取私利。有學者認為，公司之重大未公開消息應屬公司之無體財產，內部人不得為自己之利益使用公司之財產，故內線交易禁止之規範即為禁止他人為一己私利使用公司具有價格影響力之資訊，此即為「資訊財產權理論」。該理論禁止內線交易之正當化基礎與營業秘密法、專利法等禁止專利侵權行為或竊取公司營業秘密有相同之立法理由，即為透過立法保護公司之無體財產以為公司創設有價值的新資訊提供誘因及支持，進而提高社會整體財富⁵²。

綜上，有關蔭影交易之監管，似宜參考美國司法解釋體系，結合私取理論及證交法第 20 條第 1 項加以規範，並以資訊財產權理論重構內線交易制度。

伍、結論

蔭影交易如同內線交易般，利用公司重大未公開消息交易有價證券以謀取私利，惟並未受到現行內線交易法制管轄，值得討論。目前世界各國尚未對蔭影交易定有明確之監管架構，各界仍持續觀察美國第九巡迴上訴法院對 SEC v. Matthew Panuwat 案之判決結果，始能為 SEC 之監管態度有更穩定之司法支持。

蔭影交易之實際態樣複雜，如欲納入規管，宜審慎限縮規範主體之

⁵¹ 此為東吳大學法學院莊永丞院長之見解。簡立宗，內線交易與影子交易之界線距離 專家說分明，工商時報，114 年 9 月 6 日，網址：<https://www.ctee.com.tw/news/20250906700573-431204>，最後瀏覽日期：115 年 7 月 9 日。

⁵² 張心悌，〈從法律經濟學與資訊財產權探討內線交易理論：兼論內線交易內部人之範圍〉，《臺大法學論叢》，第 37 卷，第 3 期，97 年 9 月，頁 109-111。

責任範圍，並對規範客體有更精細之判准，以兼顧金融穩定及法明確性。另外，蔭影交易挑戰傳統內線交易法制，宜以私取理論結合證交法第 20 條第 1 項反詐欺帝王條款，並以資訊產權理論重構內線交易法制，以建構我國蔭影交易之監理架構。本報告經比較研析美國法制、司法實務及學界討論，提出以下建議，以供委員問政參考：

- 一、蔭影交易倘納入內線交易監管，應適當限縮責任範圍，以兼顧金融穩定與法明確性。
- 二、蔭影交易行為人是否落入證交法第 157 條之 1 第 1 項內部人之範圍，除有賴司法實務解釋完備外，主管機關亦應於現行法中有更明確之規範。
- 三、蔭影交易之規範客體宜釐明「關聯股票交易」之判準。
- 四、蔭影交易之重大性判斷涉及理性投資人標準，我國法仍宜建立更明確之認定基準。
- 五、蔭影交易宜以私取理論結合證交法第 20 條第 1 項以規範，並以資訊財產權理論重構內線交易制度。

參考文獻

一、政府出版品

- 1、立法院第1屆第79會期第4次會議議案關係文書（院總第727號政府提案第3117號），76年3月4日印發。
- 2、蘇財源，金融危機教訓－參加美國芝加哥聯邦準備銀行第45屆「銀行結構與競爭力」研討會報告，中央存款保險公司，99年11月。

二、書籍

- 1、劉連煜，〈內線交易構成要件〉，初版，100年7月。
- 2、賴英照，〈誰怕內線交易〉，初版，捷騰數位科技有限公司，106年10月。

三、期刊論文

- 1、張心悌，〈從法律經濟學與資訊財產權探討內線交易理論：兼論內線交易內部人之範圍〉，《臺大法學論叢》，第37卷，第3期，97年9月，頁97-128。
- 2、張心悌，〈影子交易－內線交易法律責任之新風險〉，《月旦法學教室》，第238期，111年8月，頁28-32。
- 3、郭大維，〈內部人從事替代性內線交易是否構成內線交易〉，《月旦法學教室》，第203期，108年8月，頁15-17。
- 4、劉連煜，〈影子交易與內線交易的距離－對影成三人〉，《新學林法學》，第12期，114年12月，頁171-180。
- 5、蕭富庭，〈淺談替代性交易是否成立內線交易〉，《全國律師》，第19卷，9期，104年9月，頁110-123。
- 6、賴英照，〈內線交易的理論基礎〉，《月旦法學雜誌》，第123期，頁172-191。
- 7、賴英照，〈內線交易的新戰場：蔭影交易〉，新學林法學，第1期，

113 年 2 月，頁 1-28。

- 8、賴英照，〈關聯股票的內線交易〉，《臺北大學法學論叢》，第 102 期，106 年 6 月，頁 1-27。
- 9、Kathryn Faulk，〈Shadow Trading: Another Arrow in the SEC's Enforcement Quiver?〉，《Securities Regulation Law Journal》，2023 年，頁 343-372。
- 10、Hertzel, Michael G., Zhi Li, Micah S. Officer, and Kimberly J. Rodgers，〈Inter-firm linkages and the wealth effects of financial distress along the supply chain〉，《Journal of Financial Economics》，第 87 卷，第 2 期，2008 年，頁 374-387。
- 11、Randy L. Koonce，〈Into the Shadows: A Rule for the Prevention of Shadow Trading〉，《Southern Illinois University Law Journal》，第 47 期，2022 年，頁 191-220。
- 12、Yoon-Ho Alex Lee, Alessandro Romano，〈Shadow Trading and Macroeconomic Risk〉，2023 年 4 月 12 日，《Harvard Business Law Review 393》，第 13 卷，頁 393-430。

四、網路資源

- 1、簡立宗，內線交易與影子交易之界線距離 專家說分明，工商時報，114 年 9 月 6 日，網址：<https://www.ctee.com.tw/news/20250906700573-431204>，最後瀏覽日期：115 年 7 月 9 日。
- 2、J.W. Verret, Greg Lawrence，Introduction to SEC v. Panuwat: Understanding “Shadow” Insider Trading，2024 年 4 月 29 日，網址：<https://corpgov.law.harvard.edu/2024/04/29/introduction-to-sec-v-panuwat-understanding-shadow-insider-trading/>，最後瀏覽日期：115 年 7 月 13 日。
- 3、Judge William H. Orrick，ORDER DENYING DEFENDANT'S 63 MOTION FOR SUMMARY JUDGMENT，2023 年 11 月 20 日，頁

15-20，網址：<https://storage.courtlistener.com/recap/gov.uscourts.cand.383468/gov.uscourts.cand.383468.85.0.pdf>，最後瀏覽日期：115 年 6 月 26 日。

4、Julia Englebert，Ninth Circuit to Consider “Shadow” Theory of Insider Trading，The Regulatory Review，2025 年 3 月 12 日，網址：<https://www.theregreview.org/2025/03/12/englebert-ninth-circuit-to-consider-shadow-theory-of-insider-trading/>，最後瀏覽日期：115 年 6 月 26 日。

5、Sean Niven，What’s Done in the Dark Will Be Brought to the Light: SEC v. Panuwat and the Evolution of Shadow Trading Regulation，2026 年 4 月 9 日，網址：<https://www.hofstrajibl.org/2026/04/whats-done-in-the-dark-will-be-brought-to-the-light-sec-v-panuwat-and-the-evolution-of-shadow-trading-regulation/>，最後瀏覽日期：115 年 6 月 26 日。

6、SEC，COMPLAINT against Matthew Panuwat.，2021 年 8 月 17 日，頁 1-2，網址：<https://storage.courtlistener.com/recap/gov.uscourts.cand.383468/gov.uscourts.cand.383468.1.0.pdf>，最後瀏覽日期：115 年 6 月 26 日。

附錄：「關聯股票之內線交易－論蔭影交易之法制」專題研究報告（初稿）座談會紀錄及參採情形

時間：115 年 7 月 30 日（星期四）上午 10 時 30 分

地點：立法院法制局 304 會議室

主席：莊組長弘仔

紀錄：陳樂庭

參加人員：

一、學者專家

大同大學事業與資訊經營學系 蕭兼任講師富庭

二、金融監督管理委員會

證券期貨局 張科長雅珺、魏科員好璇、郭科員庭光

台灣證券交易所 林組長泔薇

三、本局出席人員

黃副研究員珮瑜

李助理研究員淑瓊

林助理研究員智勝

發言要點：

大同大學事業與資訊經營學系蕭兼任講師富庭：

- 一、本報告具前瞻性與政策價值，且完整回顧國內學者文獻與追蹤美國近年研究，本次座談會前，於 westlaw 網站以「shadow trading」搜尋文獻，約有 88 篇（近 2 年約超過 20 篇）。而回顧我國文獻，可能不超過 10 篇，我國仍續持續投入對於蔭影交易或關聯交易研究。
- 二、有美國學者於 111 年指出蔭影交易近年才成為學者與監管機關的關注焦點⁵³，顯示此議題在美國仍屬研究的「蛋白區」。即便在 2026 年，美國仍繼續討論是否禁止蔭影交易。由於蔭影交易存在許多重要變數，贊成禁止與反對禁止的理由各有充分理由（反對理由例如難以確定關聯性、連動性或重要性）。從近年文獻判斷，贊成禁止者應該比較多，例如有學者認為禁止蔭影交易理由有三（如研究報告所引用）：不禁止將增加內部人的道德風險、整體經濟風險與加劇經濟危機⁵⁴。
- 三、在 SEC v. Matthew Panuwat 選擇將蔭影交易納入內線交易規範後，顯示美國將內線交易規範進一步推向平等存取或資訊平等（或說市場論）的趨向。對比我國，我國證交法禁止內線交易之範圍，本不以公司內部人買賣本公司股票為限，蔭影交易或關聯股票交易應受我國禁止內線交易之規範。在此立論下，我認為主管機關應：除了繼續探討有沒有將蔭影交易納入規範的必要外，還必須研究如何透過產業內關聯企業各種財務比率、市值等數值來決定經濟關聯（例如美國有研究發現，當公司申請破產時，其供應商常因預期供應鏈中斷而導致股價大幅下跌⁵⁵），如此才能更加確定何謂關聯股票內

⁵³ As a practice, shadow trading has only recently become a topic of focus for academics and regulators. Randy L. Koonce, 〈Into the Shadows: A Rule for the Prevention of Shadow Trading〉, 《Southern Illinois University Law Journal》, 第 47 期, 2022 年, 頁 193。

⁵⁴ Yoon-Ho Alex Lee & Alessandro Romano, 同註 21, 頁 408-422。

⁵⁵ Hertz, Michael G., Zhi Li, Micah S. Officer, and Kimberly J. Rodgers, 〈Inter-firm linkages and the wealth effects of financial distress along the supply chain〉, 《Journal of Financial Economics》, 第 87 卷,

線交易或蔭影交易，例如似否綜合採計全球行業分類標準（GICS）之細分層級、市值規模（Market Capitalization）相近性、財務指標連動性，以及上下遊獨家/高比例供應鏈關係。

參採情形：

- 一、第一點及第二點意見，為贊同本報告研究主題及內容，爰錄供參考。
- 二、第三點意見，係就關聯股票之判斷標準，建請主管機關研議更細緻之規範，與本報告立場相同，謹錄供參考。至「對比我國，我國證交法禁止內線交易之範圍，本不以公司內部人買賣本公司股票為限」一節，已於本報告補充相關內容（詳頁 9）。

金融監督管理委員會張科長雅瑤：

- 一、按違反證交法第 157 條之 1 第 1 項內線交易者，應依同法第 171 條規定負刑事責任，如獲利金額達 1 億元以上者，依同條第 2 項規定處 7 年以上有期徒刑，爰其違法行為之構成條件應於法規中明確規範，方可保障人權。
- 二、依證交法第 157 條之 1 規定，內線交易規範對象之身分，除包含內部人及其配偶、未成年子女或利用他人名義持有者外，尚包含基於「基於職業或控制關係獲悉消息之人」及「自前開人員獲悉消息之人」，爰證交法雖未將「蔭影交易」態樣列舉納入規範，惟如買賣有價證券行為係基於證交法第 157 條之 1 所獲悉之未公開重大消息，司法檢調機關自得依個案違法事證認定之。
- 三、考量內線交易涉重大刑事責任，而目前學界及司法實務上對「蔭影交易」之行為態樣尚無具體共識，如無法明確關聯股票定義與責任主體範圍，恐有刑罰不明確之疑慮，宜觀察國際法例及我國法制環境需求後，再審慎評估。
- 四、另前財政部證管會於 78/10/30 台財政（二）字第 14860 號函係解

釋「基於職業或控制關係獲悉消息之人」之範圍為基於工作便利獲得消息者，並非限縮交易標的不包含蔭影交易之標的公司（本會已於110年5月11日公告，自110年10月1日起不再援用作為裁罰等處分之依據），實務上蔭影交易是否屬內線交易範圍，係由司法檢調單位就個案事實認定，爰報告第10頁引述前開函釋係證交法「將交易標的限縮於消息來源公司未包含蔭影交易之標的公司」之依據，似有未妥。

五、針對降低資訊落差產生之交易不公平，本會已採取相關配套措施：

- （一）於程序面要求時效，請上市（櫃）公司於限時內公告揭露使資訊公開透明。
- （二）透過規範公司內部人不得進行短線交易，強制其短時間內的獲利必須歸還公司，降低其利用資訊落差圖利的誘因，作為防範及遏止內線交易之機制之一。
- （三）配合推行上市櫃公司訂定公司治理守則，透過將防範內線交易相關措施納入公司治理評鑑指標之一，以鼓勵方式引導企業採行，避免公司內部人或員工誤觸相關法規，並隨著市場逐步形成共識並累積實務經驗，進而提升整體市場參與者內線交易法遵意識。

參採情形：

- 一、第一點至第三點意見，係主管機關表達針對蔭影交易是否納入內線交易樣態規管，留待司法機關依個案事實認定之立場，並將持續觀察國際立法例及我國法制環境需求評估立修法之必要。
- 二、第四點意見，已參採修正（見頁11）。
- 三、第五點意見，係主管機關為降低資訊落差造成之市場不公平交易所採行支配討套措施，謹錄供參考。

黃副研究員珮瑜：

- 一、本報告就利用某公司重大未公開消息，交易其他具市場關聯性公司

證券之「蔭影交易」(shadow trading)問題，除介紹美國內線交易之規範及理論基礎外，並整理蔭影交易之潛在風險與 SEC v. Panuwat 案之發展，並就規範主體、規範客體、消息重大性及監管理論等面向進行研析。本報告選題具前瞻性，對於納入監管可能維護市場公平，但亦可能影響法律適用之可預測性及市場價格發現功能等正反觀點均有所論述，實具政策及法制參考價值，值得主管機關參採。

二、本報告因富有研究價值，爰建議日後考慮再深入討論時，可補充我國市場是否已出現利用甲公司未公開消息交易乙公司證券之具體案例或疑似交易態樣，並持續追蹤美國法制及司法實務發展，據以評估我國現行規範是否足以因應，以及有無增修相關規定之必要，俾使政策建議兼具實務基礎與比較法觀察，以提升立法論證之完整性及政策可行性，敬請參酌。

三、本報告對蔭影交易所涉市場公平、法律明確性、金融穩定及總體經濟外部性等不同法益均有論及，並就道德風險之形成機制詳予說明，足見作者蒐研用心，值得肯定。另，頁 14「資訊財產權理論」，與頁 15 結論所載「資訊產權理論」似未盡一致，謹供後續定稿時檢視或參酌。

參採情形：

一、第一點及第二點意見，為贊同本報告之立場及建議並提供未來研究方向，謹錄供參考。

二、第三點意見，已參採修正（見頁 15）。

李助理研究員淑瓊：

一、本報告從美國法上「蔭影交易」之發展，連結我國證券交易法第 157 條之 1 內線交易規範，並以 SEC v. Matthew Panuwat 案作為討論核心，具有相當之政策參考價值。

- 二、本報告第 10 頁至第 11 頁敘及「二、蔭影交易行為人是否落入證交法第 157 條之 1 第 1 項內部人之範圍，尚有待司法實務解釋完備……因此，未來若欲將蔭影內線交易納入規範，尚有賴司法實務透過市場論或私取理論擴張解釋第 157 條之 1 之適用範圍。」一節，按內線交易涉及刑事責任（證交法第 171 條）。而刑事處罰應受罪刑法定原則、類推適用禁止原則及法律明確性原則之拘束，是以，報告提及「有賴司法實務透過市場論或私取理論擴張解釋第 157 條之 1 之適用範圍」恐與前揭刑事處罰原則相違，爰此，有關此部分之論述，建請再為審酌。
- 三、本報告第 11 頁「三、蔭影交易之規範客體宜釐明『關聯股票交易』之判準」一節，報告敘及「SEC v. Matthew Panuwat 一案雖肯認市場關聯性得作為判斷消息重大性之依據，卻未進一步建立關聯股票交易之具體認定標準，而係交由法院依個案事實綜合判斷。此種高度依賴個案認定之方式，固有助於保留司法彈性，惟亦使市場參與者難以事前預見其交易行為是否落入蔭影交易之規範範圍，影響法律適用之可預測性。……未來如欲將蔭影交易納入我國法制，除須判斷交易標的與消息來源公司間是否具有市場關聯性外，如何將前述我國法對於重大消息之判斷架構，適用於關聯股票交易，亦有待進一步釐清，以兼顧市場公平及法律明確性。」，惟本報告僅提及所觀察到的問題，但並未就問題提出具體建議，有關前述問題，建議或可以是否是同一產業市場、高度競爭關係、供應鏈依存關係、重大商業合作關係及 ETF 成分權重占比等指標作為判斷基準。
- 四、本報告第 14 頁敘及「五、蔭影交易宜以私取理論結合證交法第 20 條第 1 項以規範，並以資訊財產權理論重構內線交易制度」一節，按我國目前是以證券交易法第 157 條之 1 規範內線交易行為，蔭影交易在我國目前屬於具有爭議的新型態交易行為，是否違法需視個案事實及法院見解而定。若如報告建議將蔭影交易以同法第

20 條第 1 項規範，似應進一步說明該法第 20 條與第 157 條之 1 之競合關係，甚或建議直接修法增訂蔭影交易之構成要件及法律效果，以法律明確規範，始可杜絕爭議。

參採情形：

- 一、第一點意見，為贊同本報告研究方向，錄供參考。
- 二、第二點意見，本報告建議二旨在針對我國證交法第 157 條之 1 第 1 項第 3 款「基於職業或控制關係獲悉消息之人」，倘未來有意將蔭影交易納入規範，有賴司法實務解釋現行法之適用範圍；蔭影交易是否納入內線交易法制監管，目前於國際中尚處前瞻討論階段，主管機關亦於本座談會中表達現行證交法雖未將蔭影交易樣態列舉納入規範，惟如買賣有價證券行為係基於證交法第 157 之 1 條所獲悉之重大未公開消息，有待司法機關依個案違法事證認定之立場⁵⁶。
- 三、第三點意見，蔭影交易是否應納入監管，其主要爭點在於「利用重大未公開消息交易關聯公司有價證券之外部人是否應納入內線交易之規範主體」，此節尚待上訴法院對 SEC v. Matthew Panuwat 之判決結果，始能確認 SEC 之立場是否獲得更穩固之司法實務支持。本報告建議三所提蔭影交易之規範客體宜釐明「關聯股票交易」之判準，須建立於確認對蔭影交易之規範立場始能有更細緻之規範架構，爰本項意見所提之具體建議，尚須觀察美國司法實務及討論，始能慢慢形塑規範立場，主管機關亦已於本次座談會中表達相同之立場⁵⁷。
- 四、第四點意見，我國現行法尚未將蔭影交易樣態列舉納入規範，針對買賣有價證券行為係基於證交法第 157 條之 1 所獲悉之重大未公開消息，有賴司法機關依個案事實認定。本報告建議五旨在說明未來倘欲將蔭影交易之形式納入證交法監管，似可以資訊財產權

⁵⁶ 金融監督管理委員會張科長雅瑤發言要點二，同註 41，頁 22。

⁵⁷ 金融監督管理委員會張科長雅瑤發言要點三，同註 41，頁 22。

理論重構內線交易制度，至明確之法律規範，尚須先行觀察美國之立法態度，始能研議我國之規範立場。

林助理研究員智勝：

一、本報告名稱為關聯股票之內線交易－論蔭影交易之法制。報告於頁5指出，「蔭影交易」又稱「影子交易」，註釋為劉連煜，〈影子交易與內線交易的距離一對影成三人〉。惟本報告內多處文獻引應與註釋皆採「影子交易」，例如：張心悌，〈影子交易－內線交易法律責任之新風險〉，《月旦法學教室》、劉連煜，〈影子交易與內線交易的距離一對影成三人〉、簡立宗，內線交易與影子交易之界線距離。題目與內文引用似有混合，建請於註釋內將蔭影交易與影子交易稍作定義說明，以免閱讀者混淆。

二、報告研析與建議二，有關蔭影交易行為人是否落入證交法第157條之1第1項內部人之範圍，尚有待司法實務解釋完備。指出財政部證券管理委員會78年10月30日(78)臺財證(二)字第14860號函，依主管機關解釋，職業關係「不以律師、會計師、管理顧問等傳統職業執業人員為限，舉凡基於工作之便利獲得發行公司足以影響股價變動之資料或消息而為該公司股票之買賣者，均為該條款所規範之對象。」惟該解釋仍係指買賣受未公開重大消息影響之「該公司」，並不及於蔭影交易的「他公司」。是以在具體個案情形，蔭影交易的行為人在我國法下將可能基於市場論或私取理論被認定為「基於職業關係獲悉消息之人」。又桃園地方法院110年度金字第1號民事判決略以：證交法第157條之1第1項第3款所稱基於控制關係獲悉消息之人，如其在消息公開前或公開後18小時內買賣該公司股票，將觸犯證交法有關禁止內線交易之規定。又內部人由自己或委託他人買賣「利用他人名義持有」之股票，也屬於證交法所禁止之內線交易範圍，主觀上是否有藉該交

易獲利或避免損失之意圖，並不影響內線交易之成立。此判決之「基於控制關係獲悉消息之人」與本報告指稱之「尚未明確涵蓋利用消息來源公司之資訊交易他公司股票之影子內線交易」，似見解略有差異，提供參考。

三、本報告聚焦於探討蔭影交易之法制，並以美國案例 SEC v. Panuwat 案為起點，從比較法角度分析。Panuwat 案最後被認定構成內線交易，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。然在現行我國法制下，蔭影交易是否構成內線交易？我國證券交易法第 157 條之 1 及相關行政命令及司法實務見解不一。為防範未來出現法律漏洞，似可請主管機關梳理蔭影交易與內線交易之差異，配合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，完備我國內線交易防制體系。

參採情形：

- 一、第一點意見，「Shadow Trading」於我國學界有「蔭影交易」、「影子交易」及「替代性內線交易」⁵⁸等不同翻譯，一般係指知悉未公開重大訊息之人，雖沒有直接交易該資訊所屬公司之證券，卻以具高度關聯性之第三方公司證券作為交易標的，藉以規避法規，獲取不當利益謂之⁵⁹，本報告頁 5 已有明確說明。
- 二、第二點意見，參李助理研究員淑瓊發言項下參採情形二。本項意見所引桃園地方法院 110 年度金字第 1 號民事判決內容，係指符合證交法施行細則第 2 條所定利用他人名義持有股票條件要件之人，應計入證交法第 22 條之 2 持有公司股份超過股份總額百分之

⁵⁸ 郭大維，同註 18，頁 16。

⁵⁹ 劉連煜，同註 17，頁 171。

十之股東而認被告屬同法第 157 條之 1 之規範主體，謹併予敘明。

三、第三點意見，有關蔭影交易是否可以內線交易法制監管，尚有待美國第九巡迴上訴法院作成判決結果，始能有更穩健之司法支持。我國目前已就內線交易一節訂定相關規範，本報告旨在追蹤美國最新證券交易法制趨勢，並分析產業現狀及我國法制，針對未來倘欲將蔭影交易納入監管，就立法者可進一步思考研析之處提出研析建議，並非對於蔭影交易是否應納入監管有絕對之定見，此亦為主管機關面對蔭影交易之監管立場⁶⁰。

散會：上午 11 時 30 分

⁶⁰ 金融監督管理委員會張科長雅珺發言要點三，同前註，頁 22。