

# 有價證券「先行交易（Front Running）」於資本流通市場之法律評價

陳峰富\*

## 壹、前言

企業因為經濟自由化、貿易國際化潮流之影響，逐漸形成資本集中與技術密集之經營型態。為求擴充生產規模、增加產品種類、分散投資風險、拓展國際市場等目的，因而經濟規模日趨擴大，工商企業對中長期資金之需求，倍於往昔，資本市場之發展因而形成，以達到資本證券化、證券大眾化之目標。股份有限公司發行有價證券，就公司利益，固然是關係重大，對於證券之投資人，亦以經濟利潤為依歸。然而，有價證券在資本流通市場中，極易產生舞弊之法律爭議，證券商於接受客戶之買賣委託時，從事與客戶相同或相反之交易，藉以獲得不當利益之行為，此即形成所謂的「先行交易」（Front Running），此行為之法律評價乃為重要課題。本文乃就經濟社會之角度，以兩種法學方法為基本分析研究，一為規範分析（NORMATIVE ANALYSIS），另一

為實證分析（POSITIVE ANALYSIS）。

包括理論實證、邏輯實證與經驗實證，就前揭有價證券加以研究，並引敘國內外之法制、理論與實際案例，提出分析與研究，俾供各界參考。

## 貳、先行交易之定義

所謂先行交易（Front running），係指證券商於接受客戶之買賣有價證券之委託時，於處理客戶委託鉅額交易（block transition）之前，從事與客戶相同或相反之交易，藉以獲得不當利益之行為。美國證券交易委員會（Securities and Exchange Commission，以下簡稱SEC）於其監理文件亦指出：「先行交易係利用得知客戶買賣下單之資訊，搶先於執行客戶買賣下單前進行交易以謀取不當利益之違規行為」<sup>1</sup>。

由於客戶交易之委託，證券商知悉於某個

\* 本文作者係法學博士，全國律師聯合會金融證券及企業併購委員會主任委員；曾任法官、檢察官、教授。

註1：U.S. Securities and Exchange Commission, Regulation of investment advisers by the U.S. Securities and Exchange Commission, September 2016

有價證券特定價格鉅額交易之未公開消息之買賣單，自行預先買入或賣出以進行幾乎無風險之交易。證券商可能為「與客戶單相同交易」，於執行客戶交易前買入，期待執行客戶買單後短暫地推高股價，在股價平復之前立即賣出；或於執行客戶賣單前融券賣出，期待執行客戶賣單後短暫地拉低股價，在股價平復之前立即買回。又證券商亦得為「與客戶相反交易」，於執行客戶交易前買入，待執行客戶賣單時，將自身持有之有價證券賣出給客戶，藉此獲取不當利益。無論是相同或相反的買賣，證券商以先行交易獲取不當利益之前提，乃在於買入或賣出之緊緊相連之時點，必定再次為相反之交易以實現獲利。換言之，若證券商未重複為兩次交易，並無實現不當獲利之可能，似無違法不當之處。

## 參、外國比較法之討論

### 一、美國法

由於先行交易行為，並未對市場投資大眾的權益產生影響，僅對客戶產生影響，但客戶其實也可能未必會因證券商先行交易而受有

損害，因此有學者認為先行交易行為並不必然會構成Rule 10b-5詐欺行為，且SEC對於先行交易是否該當Rule 10b-5見解並不明確<sup>2</sup>。然而，美國證券交易法學界與實務發展出所謂之「招牌理論 (Shingle Theory)<sup>3</sup>」，認為證券商因違反其專業責任，而應有依詐欺禁止規範加以處罰之必要，蓋所謂之「招牌理論」，係指當證券商對外懸掛招牌，即蘊含伊對世的默示宣示 (implied representation)，宣示其將秉持其專業，公正盡責地對待客戶，課與證券商對客戶受任人忠誠義務，因此違反證券商專業倫理 (unethical) 與衡平 (inequitable) 之先行交易行為，本身即屬於對客戶之詐欺，應依詐欺禁止規範加以禁止。此外，國外學者另有認為先行交易行為，不僅使得證券商與客戶間之具有嚴重利害衝突，若任憑證券商或其他受託人得利用先行交易追逐其他不法利益，長期而言更可能為證券市場帶來系統性損害 (systematic losses)、損及投資人對於市場交易信心<sup>4</sup>。

美國國會在1970年修訂「投資公司法」時增訂了第17(j)條<sup>5</sup>，授權SEC制定相關規則以規範上述不正當交易行為，以建立必要和合

註2：DM Bovi, Rule 10b-5 Liability for Front-Running: Adding a New Dimension to the Money Game, 7 St. Thomas L. Rev. 103 (1994-1995)

註3：陳俊仁（2015），〈招牌理論與受任人忠實義務—從美國證券商義務理論實務發展論臺灣證券商監理法制之強化〉，《月旦民商法雜誌》第48期，第44-45頁。

註4：Yesha Yadav, Insider Trading and Market Structure, 63 UCLA L. Rev. 968 (2016), 987-988

註5：Investment Company Act of 1940, 15 U.S. Code § 80a-17：「The term ‘person associated with an investment adviser’ means any partner, officer, or director of such investment adviser (or any person performing similar functions), or any person directly or indirectly controlling or controlled by such investment adviser, including any employee of such investment adviser, except that for the purposes of section 203 of this title (other than subsection (f) thereof), persons associated with an investment adviser whose functions are clerical or ministerial shall not be

理的防範措施，其中包括要求證券商、證券投資顧問、承銷商制定職業道德準則。1980年，SEC頒布了Rule 17j-1，但沒有對證券商或其相關之人之證券交易行為做出統一限制規範，而要求由證券商、證券投資顧問、承銷商等作為第一線監督者，自行決定限制交易和相應程序是否是能夠合理防範欺詐、欺騙、操縱性行為及不正當獲取利益行為的必要措施。

現行美國重要之證券商自律規則為美國金融業監管局（The Financial Industry Regulatory Authority，簡稱FINRA）<sup>6</sup>所發布之Rule 5270，其規範內容如下：

- （一）任何會員或與會員有關之人，因即將執行客戶訂單而有「重大性、非公開而涉及即將交易之證券或相關金融商品」鉅額交易<sup>7</sup>資訊，於此「涉及證券或相關金融商品交易」之資訊公開或過時（become stale or obsolete）前，會員或與會員有關之人皆不得買賣證券或相關金融衍生商品。
- （二）本規則適用於執行訂單之該會員或與該會員相關之人所具有利益之任何帳戶、與該會員或與該會員相關之人所

得行使投資處分權的任何帳戶，或自該會員或與會員相關之人接受此重大非公開市場資訊而為交易之帳戶。

- （三）就本規則而言，「相關金融商品」（related financial instrument）一詞係指與該證券相關之任何期權、衍生性金融商品、以證券為基礎之交換協議、其價值與實質上與該證券相關金融商品或以其他方式替代及任何擔保具有該證券功能性經濟效益之金融商品。事實上，此規則是FINRA於2008年12月向SEC提案修改，於2013年正式施行，其取代了原NASD IM-2110-3規則。相較於NASD IM-2110-3，其主要修訂內容為將先行交易禁止之適用客體範圍擴張至「所有與該證券相關的衍生金融商品」。且對於先行交易之禁止範圍亦擴大包括可能不會被大眾獲取的證券或其相關衍生金融商品之交易資訊，只要其利用該資訊進行交易即該當。而本規則附件中亦指出，若會員及與會員相關之人之先行交易若事先取得客戶的明示書面同意，但該同意並不能損害客戶利益的

included in the meaning of such term. The Commission may by rules and regulations classify, for the purposes of any portion or portions of this title, persons, including employees controlled by an investment adviser.」

註6：美國金融業監管局是美國最大的非政府證券業自律監理機構，於2007年7月由美國證券商公會（NASD）與紐約證券交易所（NYSE）中有關會員監理、執行及仲裁之部門合併而成，其主要負責監管證券商於證券交易市場之行為，其監管範圍包含超過3712家證券公司及約629,112位經紀人，其目標為希望透過對證券業的有效之監管，確保在證券業之運作公平及誠實，致力於保護投資者和市場的完整性。

註7：本規則附件指出，所謂鉅額交易係指證券商受託處理10000股以上股票或與其相關之衍生金融品之交易。惟該交易之規模雖未達10000股以上，然而若該交易之執行將對市場造成重大衝擊，該交易亦應認定為鉅額交易。

責任，且須能證明其並未利用該等重大非公開之資訊進行交易。

## 二、歐盟法

歐盟法方面，先行交易會被認為抵制市場濫用指令，例如在2014年「市場濫用指令」（第2003/6/EG號指令，簡稱MAD）第2章第9條第2點即規定，如果是因負責執行金融商品之獲得交易資訊之人，或者是由第三方授權執行金融商品而於行使職務中獲得消息之人，不應將此項消息作為基礎而從事內線交易；而2003年歐盟內線交易指令（Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)）亦提及先行交易將構成市場濫用（Member States should tackle the practice known as "front running", including "front running" in commodity derivatives, where it constitutes market abuse under the definitions contained in this Directive<sup>8</sup>。）。

## 肆、美國法上對於先行交易與內線交易之探討

### 一、先行交易在美國大多以違反專業倫理條款評價

自從1970年增訂投資公司法第17(j)條及

SEC頒布了Rule 17j-1以後，在美國先行交易大多被評價為，違反證券投資倫理規範之違法行為，相關案件大多以投資公司法第17j條進行處理，雖不排除Rule 10(b)5之適用，但較少先行交易與內線交易間之探討。

### 二、先行交易與內線交易之關聯

西元1980年代美國聯邦最高法院在SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.案中，樹立了資訊平等（equal access）理論，要求任何獲悉市場未公開資訊之參與者，均有義務對於公司股東或市場潛在股東公開此項未公開資訊，特別是在本案中，最高法院並未排除那些不是內部人但透過自己消息來源而獲得消息之市場參與者（it did not exclude persons who were not insiders but had obtained inside information through their own resources）。但在Chiarella v. United States案中，最高法院卻限縮了前述Texas Gulf Sulphur Co.案之解釋，其認為Section 10(b)揭露義務並非源自於自己獲得之非公開消息，而是源於交易者與消息來源之間存有信託關係，因此，沒有信託關係的投資者不需要披露非公開的市場信息，縱使這個訊息是秘密獲得，亦得進行交易<sup>9</sup>。然而先行交易在美國可能難以被認為具有內線交易之情形，很大程度之原因取決於先行交易之角色特質以及其違反信託義務來源，事實上你可以說先行交易人，例如基金經理人盜用

註8：原文請參：

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A32003L0006> (last visted : 2018/7/13)

註9：Jerry W. Markham, Front-Running - Insider Trading under the Commodity Exchange Act, 38 Cath. U. L. Rev. 69(1988),84-86

或挪用 (misappropriation) 其所掌握之帳戶交易訊息，但這樣至多只會造成其對投資客戶之信託義務違反<sup>10</sup>，畢竟先行交易是為了委託人之利益，而不是股東之利益，因此先行交易人並非傳統意義上之企業內部人，對於公司本身並未具有任何信賴義務，除非先行交易人因為自身之持股比例達到內部人持股比例之要求<sup>11</sup>。但自從私取理論開始發展後，國外文獻對於先行交易是否構成內線交易則採取較為曖昧之態度，有學者即主張，雖然先行交易之基金經理人未對發行公司負有任何信賴義務，但因經理人對於其雇主及客戶負有信託義務，故不得擅自利用交易消息獲取個人私利，因此先行交易構成其對雇主及客戶之違反，依私取理論，仍應成立內線交易<sup>12</sup>。

### 三、SEC v. Siming Yang案 (2012)

被告Yang是中國公民，在一家美國投資諮詢公司擔任投資分析師，2012年1月其依據英屬維京群島之法律，建立了一個名為Prestige

的私募基金，由被告及其他幾位中國投資者提供資金進行投資項目，被告並為該基金之董事與投資顧問。Zhongpin Inc. (下稱Zhongpin公司)，是被告Yang長期研究之投資項目，該公司係在中國投資豬肉加工之一家德拉瓦州公司，2012年3月15日至3月23日間，Prestige基金依據被告Yang之指示，選擇購買3,194,893股Zhongpin普通股，然而在此之前，被告先行透過人頭 (Caiyan Fan) 開設之SogoTrade帳戶，於3月14日及15日搶先購買Zhongpin公司50,000股普通股及2,878 call options，但並未將此項交易揭露予Prestige私募基金得知。因此，SEC主張被告Yang預先交易行為係違反證券交易法Section 10(b)及Rule 10b-5(b)，及投資顧問法15 USC 80b-6(1)&80b-6(2)，且被告Yang先行交易行為亦違反內線交易。法院審理時，陪審團認為SEC就先行交易之部分成立，但內線交易之部分，陪審團認為因無充分證據足以證明係由被告係實際為SogoTrade帳戶進行之人，故而認定被告不構成內線交易，因此地院承審法官對被告發出終身禁止交易

註10：Carole B. Silver, Penalizing Insider Trading: A Critical Assessment of the Insider Trading Sanctions Act of 1984, 1985 Duke L.J. 960 (1985),987-988.

註11：Idat87-88.AndrewVerstein,InsiderTradinginCommoditiesMarkets,102Va.L.Rev.447 (2016),476-477.

註12：“Under the misappropriation theory, a broker owes a duty to his employer and the customer negotiating the block trade not to make use of information regarding the trade for his personal benefit. Thus, by front-running a customer's block transaction before information concerning the trade is generally available, the broker violates his duty to his employer and his customer. As a result of this violation, insider trading liability will attach to the broker for front-running the customer's order. Also, because a duty is owed to both the employer and the customer, even if the brokerage firm encourages front-running,the broker will still be liable for insider trading because he is violating his duty of confidentiality to his customer.” David M. Bovi, Rule 10b-5 Liability for Front-Running: Adding a New Dimension to the Money Game, 7 St. Thomas L. Rev. 103 (1994),127-128.

之永久禁令，以及要求被告應支付15萬美金之民事賠償，本案後經被告上訴至第七巡迴上訴法院，上訴法院維持一審之判決<sup>13</sup>。

#### 四、SEC v. Bergin案（2013）

被告Bergin是Cushing MLP Asset Management公司（下稱Cushing公司）的投資交易員及顧問，Cushing公司為一家位於達拉斯的資產管理公司，其主要客戶包括高淨值個人、投資公司、集合投資基金、養老金和利潤分享計劃等為客戶管理投資之業務，大約掌管約25億美元之資產，被告Bergin主要負責股權交易業務。SEC於2013年5月23日對被告Bergin起訴，主張被告Bergin自2013年5月23日開始，到本案起訴前2013年5月23日為止，被告Bergin從其雇主處獲取其諮詢客戶即將購買或出售證券的重大且非公開信息，在執行大客戶訂單之前，已其妻子名義之帳戶，先行執行相同證券交易進而圖利，前後共計696次相同交易，構成「先行交易（front running）」和「內線交易（insider-trade）」之違反，不法所得至少170萬美元<sup>14</sup>。2013年7月10日，Bergin同意進入認罪協商，並於2014年7月認罪，最終法院以證券欺詐罪名判處30個月監禁<sup>15</sup>。

#### 伍、我國案件之介紹

查我國現行法制中尚無針對「先行交易」此一名詞或意義有所定義，而搜尋我國實務裁判後，僅有臺北地方法院102年度金重訴27號

案件<sup>16</sup>一例係有關「先行交易」（front-running）之裁判見解，爰此本文以下乃綜合整理該案起訴書與法院裁判見解有關先行交易部分之事實與理由，並予評析：

##### 一、起訴書所載事實與法律論述

##### （一）起訴書所認定之基礎事實

特偵組起訴書認定甲為投信公司之基金經理人，並擔任投信公司與勞退基金間全權委託代操契約之基金經理人，甲於擔任投信公司受託管理勞退基金之經理人期間，有權決定勞退基金交易股票之標的與時間，並認定甲利用他人名義之帳戶，於勞退基金購入系爭股票前先行買進相同之股票，於自行購入股票後，即透過勞退基金拉抬系爭股票之價格，藉此獲取不當之利益。

##### （二）起訴書就法律適用之認定

起訴書對於其所認定「甲利用他人帳戶於勞退基金購入前先行購入系爭股票」之行

註13：Securities and Exchange Commission v. Yang, No. 12 C 2473, 2014 WL 1303457 (July.11, 2018),also available at <https://caselaw.findlaw.com/us-7th-circuit/1709292.html> (last visited 2017/7/12)

註14：SEC v. Bergin, 2015 U.S. Dist. LEXIS 91736, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P98,578, 2015 WL 4275509 (N.D. Tex. July 15, 2015)

註15：<https://www.justice.gov/usao-ndtx/pr/equity-trader-sentenced-30-months-federal-prison-and-ordered-disg-orge-more-35-million> (last visited 2018/7/11)

註16：臺北地方法院 102 年度金重訴 27 號判決，經上訴於臺灣高等法院後，案經臺灣高等法院 105 金上重訴 37 號判決駁回上訴，業已判決確定在案。

為，乃引用美國有關front-running之學說理論與歐盟內線交易指令（Directive2003）認定屬於內線交易行為，並稱此等行為於我國法應論以證券交易法第157-1條內線交易罪與刑法第342條背信罪之想像競合或論以刑法第342條之背信罪。其論述理由分別說明如下：

1.就內線交易部分：

起訴書就其所認定之「先行交易」是否該當證券交易法第157-1條內線交易構成要件之函攝與說明，分別論述如下：

(1)就「重大影響股票價格之消息」之要件：起訴書認定「投信公司勞退基金購入特定股票」乃屬證券交易法第157-1條所規範之重大影響股票價格之消息，其主張理由有三：1.起訴書主張我國之資本市場，常以三大法人之動為投資決策之重要參考指標，故勞退基金與投信公司所投資之個股，對於理性投資人而言，足以影響其投資判斷。2.起訴書復行引用「證券交易法第一百五十七條之一第五項及第六項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」（以下簡稱重大訊息管理辦法）第3條第5款的規定：「其他涉及該證券之市場供求，對公司股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響者。」，並以此主張因勞退基金購入本身即屬該款所稱之「市場供需」，而依據供需理論，因需求增加，導致均衡交易量增加，均衡價格自然上漲，故屬於重

大消息辦法管理辦法第3條第5款所稱之重大訊息。3.再查，起訴書又稱依據「財團法人中華民國證券櫃臺買賣中心上櫃證券鉅額買賣辦法」、「臺灣證券交易所股份有限公司上市證券鉅額買賣辦法」，達到鉅額買賣標準之交易即屬對於股票價格存有重大影響之消息。

(2)就「訊息明確成立時點」之要件：起訴書對於前開所認定三十六個內線交易罪之訊息明確成立時點，一律以系爭個股納入投信公司持股池（Main list）作為訊息明確成立時點，其認定略以：「所謂性質明確，係指某項消息：(1)指陳目前存在或可合理期待行將發生，或業已發生之情況；(2)該等情況已具體到可能對金融商品或相關之衍生性金融商品的價格產生影響。所以附加「性質明確」的標準，意在排除純粹的臆測、個人的意見或謠傳（但謠言如經買賣證券者列入評估證券價格之因素，而可視為性質明確者，亦可能構成內線消息），另參酌關於證券交易法第157條之1修正條文提案說明（見立法院第7屆第5會期第10次會議議案關係文書），可見此立法例已為新修正之證券交易所採納；是以本案相關內線交易之個股，既經A投信公司、B投信公司內部主管、全體經理人等專業團隊共同開會集體討論之嚴謹程序後納入全權委託代理操作之核心持

股池 (Main List Buy List) 範圍，經理人即得在此範圍個股開立投資決定書買進各該上市、上櫃股票；且依A投信與B投信依投資四大流程電子作業系統內容觀之，該公司全委代操政府基金之運作模式，各受託全權代理操作之經理人均於同日或數日內先後共同買進相同相當數額之特定股票，彼此間投資行為具相當之一致性，相沿不易。則於依上開會議嚴謹程序選定納入全權委託代理操作之核心持股之際，該鉅額交易即合理期待其發生，而非純粹的臆測、個人的意見，易言之，內線消息即屬明確。」

- (3)就「消息公開時點」之要件：起訴書對於系爭消息公開時間點並無具體說明，而係於檢察官補充理由書中主張消息公開之方式並不限於「證券交易法第一百五十七條之一第五項及第六項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」第6條：「一、公司輸入公開資訊觀測站。二、臺灣證券交易所股份有限公司基本市況報導網站中公告。三、財團法人中華民國證券櫃臺買賣中心基本市況報導網站中公告。四、兩家以上每日於全國發行報紙之非地方性版面、全國性電視新聞或前開媒體所發行之電子報媒體報導。」所規定之方式，否則將造成「因無法公開，就不屬於證券交易法第157-1規定重大消息之不合理情況。」，故

主張：「參照英國刑事審判法 (Crime Justice Act, CJA) 第58條規定凡依該規範市場之規則揭露消息、該消息已涵蓋於可供公開查閱之文件中、該消息容易於被可能從事證券交易之人取得或該消息是從已公開的資料中衍生可推知者均可認定為已公開之消息，即使該消息僅能被勤勉或專業之人取得、僅對部分大眾 (而非全體) 揭露、必須付費取得或僅於英國境外流通亦可視為消息已公開，將公開時點儘早認定。據此，本案有關鉅額交易前之先行交易所構成內線交易，其內線消息公開時點，從交易之特定投信業者、證券商進出情形及特定股市資訊資訊中，則該項投信業者鉅額交易特定個股之重大消息，業已自容易被可能從事證券交易之人或付費取得特定軟體資訊之人取得，對於勤勉或有價證券投資專業之人而言，亦屬容易知悉投信業者鉅額交易之消息，則依上開英國刑事審判法第58條規定之意旨，均可認定該項訊息業已公開。是本案投信業者鉅額買進特定個股1日，即認該項消息於每日收盤後公開，倘係以密集數日鉅額買進特定個股，則以投信業者鉅額買進各該特定個股之每日，即第一日至終止日收盤後，即為該項重大消息公開之時點。」，亦即檢察官補充理由書認定，當勞退基金購入系爭股票而其交易數量

顯示於盤後資訊時，縱使投資人無法明確認定是否為投信公司所勞退基金所購入者，亦屬重大消息之公開。

## 2.就背信部分：

起訴書就其認定之「先行交易」行為該當刑法第342條背信罪之構成要件，論述如下：起訴書認定基金經理人甲所為「先行交易」之行為對於勞退基金構成背信罪，而其對於先行交易乃屬違背職務之行為，分從二點加以論述，首先係以甲未於自己利用他人帳戶購入股票之際，先為勞退基金購入股票系爭股票，而使勞退基金未能以較為有利之價格購入股票，次者係以先行交易將使基金經理人即受託人與委託人形成相對立之競爭關係，減損受託人應有的忠誠信賴程度，而破壞信託之本旨，其認定略以：「於上開受託全權代理操作勞退基金期間，本應「百分之百為受託人利益計算」，竟長期為自己利益計算」，而為前揭先行交易與相對委託之交易行為，不惟其交易次數多、交易量大，交易相同個股多達數十餘檔。…不惟使其受託代操之政府基金，因未參與此「先行交易」之行為，而無法獲得原本較為有利的價格，更甚於此者，嗣被告等2人於執行受託全權代理操作政府基金投資業務之際，復指示以高於其先行交易時成交買進之高價，委託買進相同個

股，足見其有為自己不法之利益，其於執行政府基金投資業務，顯然偏向「為自己利益計算」一端傾斜。被告等2人居於受託全權代理操作經理人地位，竟為上開先行交易行為與相對委託之交易行為，與受託人形成相對立之競爭關係，嚴重減損其對受託人應有的忠誠信賴程度，顯已破壞信託本旨，而屬於違背其受託任務之行為；其一方面利用受託人對他們的信託，以上開違背他人委任其處理事務應盡之義務之行為…」

## 二、法院判決意旨<sup>17</sup>

案經起訴審理後臺灣臺北地方法院102年度金重訴第27號判決雖認定甲構成刑法第342條之背信罪，然而判決認定甲構成背信罪之行為乃係「基金經理人任職於投信公司期間未依規定申報其以他人名義買賣股票」，而與起訴書所主張之先行交易完全無關，判決理由中更明確指出起訴書所主張之「先行交易」行為，不構成證券交易法第157-1條內線交易罪，亦不構成刑法第342條之背信罪。本案上訴至臺灣高等法院後，臺灣高等法院105年度金上重訴第37號判決維持地院之見解，駁回兩造之上訴，本案判決確定在案。以下茲綜合地院判決與高院判決就起訴書所指摘之先行交易行為是否該當我國證券交易法第157-1條與刑法第342條背信罪之見解加以分析介紹：

（一）就內線交易部分：查本案地院判決與

註17：請參照臺灣臺北地方法院 102 年度金重訴第 27 號判決、臺灣高等法院 105 年度金上重訴第 37 號判決。

高院判決皆認定本案起訴書所指摘之「先行交易」行為並不該當證券交易法第157-1條所規範之內線交易，其理由析述如下：

- 1.地院及高院之判決書皆指出不得逕以投信公司所代操之勞退基金購入股票屬於證券市場供需之一部份，即認定屬於「重大消息管理辦法」第3條第5款所指「其他涉及該證券之市場供需」之重大消息，仍須回歸該消息是否對於公司股票價格有重大影響與對於正當投資人之投資決定有重大影響者，否定起訴書以「勞退基金之購入乃屬市場供需之一部份而依供需理論勢必對於股票價格有重大影響」之論述主張，其認定略以：「因此，主管機關金管會於95年5月30日訂定（嗣於99年12月22日修正）之「證券交易法第157條之1第5項及第6項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」（下稱重大消息管理辦法）第2條各款明示涉及公司之財務、業務，第3條第1至4款則就涉及市場供需之重大消息除列舉規定（包括有價證券有被進行或停止公開收購；或有價證券有標購、拍賣、重大違約交割、變更原有交易方法、停止買賣、限制買賣或終止買賣之情事或事由；股權有重大異動；公司遭執行搜索等事由），即將各種案例類型化後，以期具體化重大性之概念，符合「法律安定性」及「預見可能性」之要求，倘有符合該辦法規定之情事，即應認為屬於證券交易法第157條

之1所指之重大影響股票價格消息，惟為因應未來市場之變化，以避免掛一漏萬，重大消息管理辦法第3條第5款另概括規定以：「其他涉及該證券之市場供求，對公司股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響者」。可知，上開法規命令所列舉「重大消息」事項，多半仍屬關於公司的營運狀況，可在公司掌控範圍內，或涉及市場變動，或公權力的行使，不在公司掌握的範圍。而行政機關依據委任立法制定具有填補空白刑法補充規範之法規命令，該法規命令之本身，在於補充法律構成要件之事實內容，使臻明確化，於不違背法律保留原則及不逸出法規範目的之範圍內，自得作為法院認定個案事實行為是否該當法律構成要件之判斷參考。惟無論如何，「重大消息」的意義仍應以母法即證券交易法第157條之1第5項規定的意旨為依歸，行政命令規定如與母法有所扞格，依司法院大法官會議釋字第137、216號解釋，法院仍可拒絕適用。（參賴英照，最新證券交易法解析，2014年2月第三版，第473頁）。我國現行證券交易法第157條之1歸責基礎，可自行為人對於未公開重大消息，並無正當權源而不當使用之資訊財產權侵害觀點，在符合既存且發展久遠財產權法益保障規範目的下，進而建立資訊財產權侵害之歸責理論，美國司法實務所發展「忠實義務違反」與「私取」等歸責理

論，其係為配合適用規範。是以，內線消息須為「公司內部資訊」始足堪之，如僅為「市場資訊」則除有適當之法律為基礎，並不當然構成違法之內線交易。而公司內部資訊與市場資訊之區別，係以則該消息是否為「公司之資訊產權」為標準，如是則該公司內部資訊即得認定為內線消息；反之，消息如為市場多數參與者可隨機取用時，該消息即無從認定為公司資訊產權之範圍，應為市場資訊，而非內線消息範疇。（參武永生，內線交易案件消息重大性之認定—股市之極限遊戲規則（二），銘傳大學法學論叢第11期，98年6月，第45頁）。是以，投信公司運用受託管理基金而買賣國內上市、上櫃公司股票，係立於一般投資人地位在證券市場所進行的交易行為，本質屬市場面的供需關係，該等交易資訊非直接或間接源自特定公司，而是投信公司基於自身以發行股票公司業務、財務或相關總體經濟面、產業面、市場展望、資金籌碼面等資訊為對象，加以蒐集、研究分析後，再依投信公司內部投資流程，由基金經理人開立決定書，經交易部門向不同證券商分散下單，於公開市場進行交易，其投資行為或買賣股票之計畫並非直接涉入發行股票公司的業務、財務，顯非來自於發行股票公司的內部資訊。又被告二人身為基金操作經理人，並非發行股票公司負責人、經理人或其他內部人，起訴

書亦未指訴渠有利用拜訪發行股票公司之機會或其他管道從中受領內線消息之情，被告二人自無公司憑藉內部人或關係人依恃特殊地位獲悉重大業務、財務或市場供求信息之問題，即其具體投資決策（開立決定書），係基於投信事業研究團隊之分析（投資分析報告書），而非源於各個發行股票公司內部。此外，投信公司以投資買賣有價證券為其業務，係經常性出入市場交易，非屬子法即管理辦法第3條第1至4款各款所列舉涉及市場變動的消息，或公司遭執行搜索公權力處分之外部事項，至是否屬證券交易法第157條之1第5項規範對象，或符合管理辦法第3條第5款所謂「其他涉及該證券之市場供求，對公司股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響者」之概括規定，仍應依基金運用之流程及狀況，判斷究否合於「對公司股票價格有重大影響」或「對正當投資人之投資決定有重要影響者」之證券交易法第157條之1的法定要件，以判斷之。」

2. 本案判決理由中復行從以下四觀點論述說明投信公司所代操之勞退基金購入特定股票非屬影響個股股價之重大訊息：1. 從投信公司就特定個股所受交易額度之法令限制層面、2. 勞工退休基金監理會與全權委託之投信公司間所訂立委託投資契就投資個股股票之價量亦設有一定比例限制、3. 投信公司內控對於經理人或交易員投資個股之數量

設有限制、4.本案投信公司實際上之投資流程與交易執行，確實遵循上開法令規定及內控有關個股交易價量上限規範，並認定公司內部設有安控系統於投資流程中會依此設控監視警訊，交易員執行遇有交易數額較大的，亦會分批下單，或拆單向不同證券商下單，經理人開單及交易員結束執行交易期間亦有規範，其認定略以：「**勞退基金全權委託契約自始買賣個股約定成交量占該個股本的比例，投信公司亦設有內控或系統監控機制，在投資分析、投資決定、投資執行、投資檢討過程，均會避免基金經理人過度集中買賣同一檔股票，而發生影響市場股價之情形。起訴意旨並未釋明被告二人開立決定書以基金買賣個股之決策，再經交易室執行下單之過程，有何脫逸上開法令、契約或安控系統交易限制，亦未舉證於交易行為完成後，佐以交易前後近期營業日內之股票成交量、價格漲跌幅度等資料，可認確有影響市場價格之情形，自難認渠所為投資決定因此構成影響個股股價之重大訊息。**」

- 3.再查，高院判決書中亦指出「勞退基金與投信公司間之全權委託代操業務」與「國安基金護盤」二者間存有明顯不同之處，除了金額規模差異甚大外，國安基金護盤應屬政府公共政策層面之外部消息，而逸脫單純市場供需之消息面向，故不應以「國安基金護盤」之情形而將「投信公司代操勞

退基金購入股票」解釋為重大影響股票價格之消息。更重要者，判決理由指出市場上外資、投信、自營商等法人機構其投資觀點各自不同，針對同一檔股票買賣超互見，非得謂單一投信公司之購入或賣出對於投資人而言即屬足以影響其投資判斷之消息，其認定略以：「至於一般坊間報導所稱一般坊間所稱「國安基金」護盤，則是政府為因應國內、外重大事件，為維持資本市場及其他金融市場穩定，確保國家安定，而彙集可運用之郵政儲金、郵政壽險積存金、勞工保險基金、勞工退休基金、公務人員退休撫卹基金所屬可供證券投資而尚未投資之資金，或向金融機構擔保借款，最高總額可達新台幣五千億元。投入時機是因國內、外重大事件、國際資金大幅移動，顯著影響民眾信心，致資本市場及其他金融市場有失序或有損及國家安定之虞時，經行政院轄下基金管理委員會之決議，得委託專業機構辦理於證券集中交易市場或證券商營業處所買賣有價證券，國家金融安定基金設置及管理條例第1、4、8條參照，是主管機關在特定時段內，動用大筆資金在股票市場買進交易，以達穩定金融市場的目的，應屬政府之公共政策面向，而脫逸單純屬市場供需消息面向。故如對國安基金進入市場，於資本市場股市拉抬價格生有一定影響，投資人在心態亦會產生「護盤」的安定性預期，進而影響投資人

投資決定，應屬有關公共政策之公司外部消息。又參諸95年1月11日修正之立法理由載明：「另有關『公共政策』如已涉及市場供求，且對股票價格有重大影響或對正當投資人之投資決策有重要影響者，應已符合本項重大消息之法定構成要件，亦有禁止內線交易之適用」等語。此時，行政院進行國安基金操作之公共政策，係短時間內以國家鉅額資金涉入市場供求，如對股票價格有重大影響或對正當投資人之投資決策有重要影響者，堪認為證券交易法第157條之1之重大消息。惟對照以觀，勞退基金全權委託投資僅為眾多政府基金（如上開郵政儲金、郵政壽險積存金、勞工保險基金、公務人員退休撫卹基金、國民年金基金）之一支，勞工退休基金監理委員會如同各該政府基金主管或監理機關，會依年度、分批以數個全權委託契約，經徵選委由不同投信機構法人，分散進行全權委託操作，不會集中、一次性投入所有資金，且投信公司經營政府全權委託投資業務期間，係於契約所定期限內長期、經常地進出股市，為期長達數年，交易次數頻繁，已然為交易實務常態運作，且委託契約締約目的亦在獲取穩健報酬收益，而與一般參與市場交易者心態無異，並非如上述國安基金帶有「護盤」穩定股市之特定目的，相對國安基金於短期間內傾上開數筆資金挹注規模，顯有差別，洵非如上開立

法理由所稱有關「公共政策」已涉及市場供求之外部消息。況且，各家投信公司買賣股票的量能變化、投資配置重點、進出時點，如同其他投資信託之法人機構或外資，皆因消息涉及個人主觀之推測或意見，內容並未公開，有待查證，同與其他不同投資機構間操作手法或觀點有異，意見紛陳，市場反應無常，變數亦多，充滿不可預測或信賴性，亦非直接源自發行股票公司有關財務、業務訊息，理性的投資人縱使知道此一消息，亦不見得會盲從某特定投資機構或某特定經理人的判斷，改變其投資決定。此外，如依公開揭露制度，強制要求資金籌碼雄厚的市場參與者於投資決定前或有買賣個股達一定價量之預定計劃者均須事先公開其計畫內容，將導致市場每日於盤前均有諸多重大市場供需消息之公告，無異使市場消息紛亂，相互干擾，反而使一般投資人陷入大量資訊的迷海中，更無法凸顯真正重要的資訊，是故證交所或櫃買中心就鉅額買超或賣超個股之交易，亦僅於每日收盤後計算、公告統計總數，並非提供各交易人的交易價量明細，可知，故前揭單一投信公司各經理人決定買賣個股消息應非屬「對正當投資人之投資決定有重要影響者」，故不具重大性，尚難認係91年2月6日修正公布之條文所規範內線交易之重大消息。」

4.本案地院與高院判決書中，皆引用內線

交易之基礎原則即「資訊公開，否則戒絕交易」之理論，進而認定倘投信公司為勞退基金購入特定股票乃屬重大影響股票價格之消息，則不僅投信經理人甲自己不得購入股票，連投信公司或投信公司其他經理人亦不得於消息公開前購入系爭股票，故將投信公司為勞退基金購入特定股票解釋為重大影響股票價格之消息，顯然不符合政府基金委託代操之目的，其認定略以：「…是以，如認投信公司單一經理人、於特定時點、對單一個股之投資決定行為，均因涉證券之市場供求，對發行股票公司之股價有重大影響，或已對正常人投資決定有重要影響，而屬重大消息，為貫徹「資訊公開，否則戒絕交易」之原則，投信公司即應將每日各經理人投資決定內容對外公開，而於法定禁止交易期之消息未公開前或消息公開後18小時內不得交易，之後始能交由交易室執行下單。如此一來，投信公司內控四大流程及相關保密、職務分立等內控機控即形同虛設，投信公司更會陷入本身不得即時反應在市場交易之不合理情形，致其投資信託業務無以為繼，政府基金委託代操目的亦無以達成，此當非符合立法意旨。（十三）未查，倘認投信公司經理人投資決定果屬重大影響股價消息，則凡參加晨會之經理人均係本於職業關係而獲悉消息之人，不但不能私下為自己利益而買賣，亦不得為投信公司及任何委託人

之利益而操作基金進行買賣交易，檢察官既認被告二人為自己買賣股票違反內線交易，卻認為投信公司自己運用所管理基金進行交易係合法，亦有立論不一之處。」

5.本案地院判決書與高院判決書，即係以上開理由認定投信公司為勞退基金購入特定股票非屬證券交易法第157-1條所規範之重大影響股票價格消息，進而認定本案起訴書所指摘之先行交易行為不構成內線交易罪。

（二）就背信罪部分：本案判決認定起訴書所指摘之先行交易對於勞退基金不構成刑法第342條之背信罪，其主要之理由分述如下：

1.基金經理人與勞退基金間不具有委任關係，無從成立刑法背信罪：

地院判決明確指出，依據勞工退休金條例第33條第2項之規定，勞退基金之委任對象以金融機構或資產管理機構為限，基金經理人不可能成為勞退基金之委任對象，其認定略以：「依勞工退休金條例第33條第2項、授權訂定之勞工退休基金委託經營作業要點第3條規定及「國內投資委託投資契約」，可知勞工退休金委託經營及運用是以「金融機構」或「合於經營資產管理業務相關規定之國內外資產管理機構及其分支機構」為委任之對象，勞工退休基金監理會於全權委託業務招標、履約等階段亦係以投信公司為相對人，與之締結全權委託契約，對之為有關履約事務之查核或公文往返，並非以基金經理人為契約

他方相對人，是委任關係僅存在於勞工退休基金監理會及投信公司之間。被告二人則受僱於投信公司，擔任基金經理人，是基於與投信公司間之委任關係，在投信公司之指示及監督下，為投信公司處理代客投資信託業務。在法律關係上，被告二人依投信公司間之委任或僱傭契約關係，為投信公司經理人或受雇人，投信公司與監理會間之全權委託投資契約仍以投信公司為主債務人，僅由投信公司指定被告二人為基金擬任經理人，於締約後居於投信公司履行輔助人之地位，係協助投信公司處理前揭投資信託基金運用事務，因被告二人與勞工退休基金監理會間無任何委任關係存在，執行業務上亦不逕受勞工退休基金監理會之指示或監督。」，而高等法院更進一步駁斥檢察官之上訴理由，闡明刑法背信罪「本人」之認定不應以受託事項之財產權歸屬為依歸：「檢察官上訴理由中復以被告所代為處理者，並非投信公司之財產事務，而係勞退基金之財產事務，進而主張勞退基金為本案背信罪之本人，惟查檢察官此等「以財產權歸屬作為認定本人為何人」之邏輯，顯然係擴張解釋刑法第342條背信罪「為他人處理事務」之意義，申言之刑法背信罪雖將「為他人處理事務」界定為「財產事務」，然究其意旨乃因背信罪係為保護財產法益使然，絕非以財產權歸屬作為認定本人為何人之依據，是此綜觀我國相關實務見解或學說理論，皆未曾以財產權之歸屬作為認定本人之依據，要之無論背信罪之「權利濫用」

理論或「信託違背」理論，其非難基礎皆是在於行為人與本人間之信任、受託關係，倘無此信任、受託關係存在，自無成立背信罪之餘地，故探究背信罪「為他人處理事務」之「他人」為何，應從行為人處理事務之原因、基礎或義務來源加以判斷，絕非以系爭事務財產權之歸屬而為認定。據此，被告就經理人之工作事項乃係基於其為投信公司之員工，並非基於勞退基金之委任或指派，至於投信與勞退基金間之關係誠屬本人與第三人間之外部事項，被告絕無因此對於勞退基金負有受託義務，故本案檢察官上訴理由以被告所處理者事務屬於勞退基金之財產，遽斷被告係為勞退基金處理事務，顯有可採。至檢察官上訴理由書另稱依公司法第8條、第23條第2項之規定，被告應負賠償責任，進而推論被告為投信之行為負責人云云。惟查被告就投信公司而言，是否屬於公司法第8條之行為負責人，已然存有爭議，然檢察官上訴理由卻倒果為因，先行假定被告屬於公司法第8條所稱之行為負責人，進而載稱被告應依公司法第8條、第23條之規定，對勞退基金負損害賠償責任，而作成被告與勞退基金間存有委任關係之結論，亦非妥適。」

2. 依據投信公司之四大投資流程，投信公司所管理之基金，並非由基金經理人執行實際下單作業，經理人無法自行決定委託下單之時間與價格，起訴書更無法證明經理人先行買進即得享有較為有利之交易價格

再查，地院判決與高院判決皆指出，依據投信公司之四大投資流程，投信公司就其所管理之基金，乃係由完全獨立之交易室執行下單作業，而交易員會依據當日之盤勢決定下單之時間、數量與價格，換言之委託下單之作業並非由基金經理人所執行，在此情形下起訴書所指摘之「先行交易」實難成立，且股票價格瞬息萬變，先行購入之成交價格並非必然較佳，且勞退基金之購入對於股價之影響又極為有限，故起訴書認定經理人利用先行交易獲取自己不當利益之論述無法成立，其認定略以：「投信公司之投資流程乃係由研究單位、經理人、交易室及稽核單位分工負責，四大投資流程分別獨立，經理人並無任何干涉影響之權利，原審判決已就起訴書認定先行交易存在之前提基礎予以駁斥，亦即詳為說明「經理人利用基金高價買入」此一情形於本案並無存在之可能性，實際上更不存在。詳言之，即交易室下單之價格、時間皆係由交易員依據盤勢而為具體判斷，經理人並未加以影響，亦無從加以影響，在此情形下被告根本無從掌控交易室執行下單之情形與價格，更無從預測交易室執行此部分交易會對於股票價格所造成之影響，實無可能存有起訴書所指先行交易之犯行。再者，交易員執行投資之行為，對於個股在盤中股價影響有限，被告行為手段既非為操作拉抬個股價格，故交易期間盤中價格屢有波動，其買進在先時買入價位亦有較政府基金進買進價格為高的

情形，故被告先行買進個股，亦難期待其得因政府基金同時買進而抬升股價。是以，被告二人辯稱，並未藉機先行為自己以低價買進股票，將自己持股以高價賣出倒貨給勞退基金，故意為先行交易，相對委託，並非無據。檢察官上訴理由書中對於起訴書認定被告涉犯先行交易之背信行為並無進一步之說明與論證，在背信行為未能明確具體舉證下，僅一再爭執背信罪本人為何，檢察官之上訴顯無理由。」

### 三、評析

(一) 本案為我國第一件以Front-Running加以起訴之案件，然而而在我國法制並無任何針對Front-Running加以定義之情形下，起訴書即以美國證券商自律規則Rule 5270中所提及概念作為函攝本案構成我國證券交易法第157-1條內線交易之主要論理依據，然而本案起訴書所指摘之「先行交易」實際上與美國證券商自律規則Rule 5270所定義之先行交易行為尚有差異。申言之，起訴書所認定甲所為之先行交易行為，是否符合美國證券商自律規則Rule 5270所定義「客戶即將執行鉅額交易」前之行為，實非無疑。從起訴書所列附表交易時間而為觀察，部分交易購入系爭股票之時間點早於勞退基金購入相同股票之時間點長達二個星期以上之差異，甚至存有長達一個月以上時間點差異之情形，亦存有甲購入系爭股票時，投信公司研究員尚未

作成建議勞退基金買進相同股票之研究報告，故勞退基金並無購入系爭股票之條件與可能，在此情形下起訴書所指摘之交易是否符合先行交易之定義已非無疑，再者參酌法院判決書之記載，本案實際上執行勞退基金之交易者並非基金經理人，而係投信公司之交易室人員，交易室人員更將自行判斷交易之時間點與下單之數量，是此判決書認定起訴書並無提出足以認定甲得達成在「客戶將執行鉅額交易前」先行交易之證據。

- (二) 再查，起訴書對於投信公司所管理之勞退基金購入特定股票是否屬於重大影響股票價格之消息，其論述理由雖如前述所列，然而從判決書所載內容可知，該案蒞庭檢察官另以檢察官補充理由書對此提出以下之論述：「至於「鉅額交易」達到對該公司股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之程度，宜視其受託代操政府基金之委買量、價及密集度，綜合交易當天交易之一切客觀情形，判斷其是否對一般市場價格穩定及連續性產生重大影響」，換言之檢方認定本案重大影響股票價格消息之標準並非一律以是否符合鉅額交易與勞退基金性質之特性為據，尚須綜合宜視其受託代操政府基金之委買量、價及密集度，綜合交易當天交易之一切客觀情形，判斷其是否對一般市場價格穩定及連續性產生重大影響，然而此等見解對應到我國證券交易法第

157-1條之構成要件「重大消息之內容需具體明確」上實有疑義，要之既然是否屬於重大影響股票價格之消息尚須綜合當天交易之一切客觀情況始能判定，則此等資訊顯然並非甲以於下單委託當時足以認知之事實，自難以認定甲之行為構成內線交易之犯行。

- (三) 本案起訴書對於重大消息公開時點之認定，復行推翻以往實務上對於重大消息公開時點與重大消息管理辦法所規範之認定標準，而認定僅需投信公司代操之勞退基金購入股票於當日盤後資訊中顯示，勤勉之投資人即可從該交易係發生於特定券商而推知此應為勞退基金所為之交易，故重大消息即屬公開，然而此等見解是否妥適誠非無疑。首先，盤後資訊中所顯示之交易資料，至多僅有特定券商當日買進與賣出之資料，根本無從認定此等交易係何人所為，更無法判斷何人為買進何人為賣出，遑論買進或賣出之數量為何，再者投信公司皆會分散其下單之券商，單一投信公司即可能存有數家配合之券商，加上勞退基金委託代操之投信公司多達十多間，在此情形下根本無從以盤後資訊推知特定券商之買進或賣出是否為代操勞退基金之投信公司所為。筆者推測起訴書提出此等判斷標準，最主要之原因應係有關最高法院99年台上字第2248號判決所提出之「內線交易所指之重大訊息必須是未公開，而會公開者」，然而姑且不論最高法院99年台上字第

2248號判決提出上開要件之案例背景事實為何，起訴書前開有關重大消息公開之認定標準，實與內線交易法制原則完全背離。

## 陸、結語

我國證券投資信託及顧問法於民國107年1月31日新增第105條之1規定：「證券投資信託事業、證券投資顧問事業之董事、監察人、經理人或受僱人，意圖為自己或第三人不法之利益，或損害證券投資信託基金資產、委託投資資產之利益，而為違背其職務之行為，致生損害於證券投資信託基金資產、委託投資資產或其他利益者，處三年以上十年以下有期徒刑，得併科新臺幣一千萬元以上二億元以下罰金。其因犯罪獲取之財物或財產上利益金額達新臺幣一億元以上者，處七

年以上有期徒刑，得併科新臺幣二千五百萬元以上五億元以下罰金。前項之未遂犯罰之。犯前二項之罪，於犯罪後自首，如自動繳交全部犯罪所得者，減輕或免除其刑；並因而查獲其他正犯或共犯者，免除其刑。犯第一項或第二項之罪，在偵查中自白，如自動繳交全部犯罪所得者，減輕其刑；並因而查獲其他正犯或共犯者，減輕或免除其刑。」，此等規定是否足以作為規範我國投信公司人員先行交易之規範亦有探討之空間，蓋基金經理人先行購入與基金相同之股票，法律所應非難之行為究係其本身購入與基金相同之股票或此等行為將導致其受託執行業務時存有利益衝突之情形，若係前者則其自行先於基金購入股票顯非受託執行職務之行為，似難以此作為違背職務之依據，若係後者，則利害衝突是否已屬違背職務？是否將因此導致基金受有損害？皆有再行探究之餘地。