

國會議員與內線交易 ——兼論證券交易法「基於職業 關係獲悉消息之人」之範圍

江 朝 聖*

要 目

- | | |
|--|----------------------------------|
| 壹、前 言 | (一)確認國會議員仍受內線交易
相關法令規範 |
| 貳、美國內線交易法制沿革 | (二)明訂國會議員及國會員工負
有受任人義務 |
| 一、聯邦證券交易法的規定 | (三)明訂行政部門及司法部門亦
受內線交易相關法令規範 |
| 二、司法實務對內線交易責任
構成之見解 | (四)禁止認購某些首次公開發行
證券 |
| (一)傳統理論 | (五)即時財產交易申報、資料公
示及保存年期 |
| (二)私取理論 | 三、小結：停止利用國會見聞交
易法簡評 |
| 三、小 結 | 肆、國會議員利用國會見聞進行證
券交易於我國證交法下之適用 |
| 參、美國國會議員利用國會見聞
進行證券交易是否構成內線
交易之爭論與立法 | 一、國會議員是否為內部人？ |
| 一、學說爭議 | (一)基於職業關係獲悉消息之人
之解釋與適用 |
| (一)否定說 | |
| (二)肯定說 | |
| (三)小 結 | |
| 二、停止利用國會見聞交易法
之立法背景與主要內容 | |

DOI : 10.3966/199516202016050019005

* 東海大學法律學系助理教授，臺北大學法學博士。

投稿日期：一〇四年十月十六日；接受刊登日期：一〇四年十二月二十九日

- (二) 國會議員對國會見聞屬於「基於職業關係獲悉消息之人」
- 二、國會見聞是否為內線消息？
 - 三、其他構成要件之討論
 - 四、防止利用國會見聞內線交易之其他方法——交易申報
 - 伍、結 論

摘要

國會議員執行職務時常接觸各項法案、政策，這些訊息往往足以影響個別公司的股票價格。若國會議員利用此訊息進行股票交易時，是否構成內線交易？在美國法之下，學者間爭辯已久，二〇一二年經參、眾兩院通過，並由總統簽署公布「停止利用國會見聞交易法」（Stop Trading on Congressional Knowledge Act, STOCK），澄清國會議員利用國會見聞進行證券交易並不豁免內線交易責任，長久以來的爭議終告平息。

我國雖尚未有國會議員因利用國會見聞進行證券交易而遭起訴、判決之案例，但基於相同的人性，亦有發生的可能，則我國證券交易法內線交易規定可否規範這類行為？本文由美國法制之介紹、適用與爭議出發，再介紹「停止利用國會見聞交易法」內容。接著再以我國與美國法加以比較，探討我國法制如何適用於國會議員利用國會見聞從事證券交易，並評估是否應引進美國「停止利用國會見聞交易法」。

關鍵詞：內線交易、內部人、國會、停止利用國會見聞交易法

壹、前言

二〇〇四年十月二十六日美國華爾街日報一則標題為「美國參議員的選股超越專業人士」(U.S. Senators' stock picks outperform the Pros')的報導引起大眾的注意¹。該報導引述一項學界的研究²指出：美國參議員的股市投資成果豐碩，獲利遠高於一般大眾，甚至超越專業的投資人士以及公司的董事等內部人。該研究並分析參議員能在股市交易中獲得鉅額利益，並打敗大盤及專業投資人，甚至對公司的營運狀況最為清楚的內部人都自嘆不如，主因是參議員利用職務上所接觸的資訊進行投資，而這些資訊是一般社會大眾所無法取得的。台灣雖未見類似研究，但相似的事情卻也可能發生。以先前鬧得沸沸揚揚的證券交易所稅課徵案為例，對於是否課徵以及課徵方法、範圍，傳聞五花八門，導致當時台股大幅振盪。如果有立法委員比投資人較早獲悉最後定案的版本並進行交易，獲利必定可期。本文即以國會議員由於職務關係而得知法案或政策（下稱「國會見聞」），並進而以該項資訊進行證券交易是否構成內線交易為探討主題。至於國會議員未利用職務關係而獲悉個股內線消息，並進而從事證券交易的行為，與一般常見的內線交易案例並無不同，因此不在本文的討論範圍。

本文將以比較法為研究方法，並以美國法為比較對象。選擇以美國法作為對照比較，一方面是因為我國禁止內線交易規定深受美國法制的影響，此可由一九八八年一月我國證券交易法（下稱「證交法」）增訂第157條之1時之行政院立法理由得知，該理由載明：「爰參照美國立法例，增訂本條³」；另一方面則是美國對此議題的討論

¹ Jane J. Kim, U.S. Senators' Stock Picks Outperform the Pros', WALL. ST. J., Oct. 26, 2004, at D2.

² Alan J. Ziobrowski, Ping Cheng, James W. Boyd & Brigitte J. Ziobrowski, Abnormal Returns from the Common Stock Investments of the U.S. Senate, 39 J. FIN. & QUANT. ANAL. 661 (2004).

³ 立法院第1屆第80會期第20次會議議案關係文書，總第727號政府提案第3117號之1，頁263-264，1987年11月26日；另可參賴英照，證券交易法逐條釋義第四

已累積不少文獻與案例，對於國會議員利用職務行為所獲資訊進行證券交易是否構成內線交易爭議已久，且終於在二〇一二年二月九日、三月二十二日經參、眾兩院通過「停止利用國會見聞交易法」（Stop Trading on Congressional Knowledge Act, STOCK），並於四月四日經總統簽署。因此，美國證券法制對國會議員利用國會見聞從事證券交易之學說爭議及立法歷程等相關資料值得參考。

本文在論述上擬先介紹美國相關法制，從介紹美國禁止內線交易的相關法令與案例出發，再整理對於國會議員利用職務行為所獲資訊進行證券交易是否構成內線交易的正、反見解，最後再介紹新制訂的「停止利用國會見聞交易法」之內容。在瞭解美國法對該等行為之不同看法及最新立法後，接著即探討該等行為在我國現行法之下是否構成內線交易？並依內線交易構成要件加以分析，據以探究國會議員利用國會見聞進行證券交易於我國證交法之適用上是否產生問題？所產生的問題與美國法是否相同？並以此討論為基礎，評估我國是否應引進「停止利用國會見聞交易法」之必要？並提出我國法之下，對於該問題的解決方法，最後提出本文結論。

貳、美國內線交易法制沿革

一、聯邦證券交易法的規定

美國聯邦禁止內線交易之主要法規是一九三四年聯邦證券交易法（Securities and Exchange Act of 1934）§ 10b⁴，§ 10b規定：任何直接或間接利用州際商務工具或郵件或全國證券交易所設備之人，不得有違反聯邦證券管理委員會為維護公共利益或保護投資人之必要，所明文禁止之操縱或詐欺之行爲⁵。實則，該項係一概括條款（residual

冊，1992年8月，頁531。

⁴ STEPHEN M. BAINBRIDGE, CORPORATE LAW 280 (2d ed. 2009).

⁵ 15 U.S.C. 78j: It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of national securities exchange, ... (b) To use or employ, in connection with the pur-

provision)⁶，亦即用來規範其他條文所無法規範之行爲。且由該項文字可知，其主要禁止內容在於授權主管機關訂頒命令以界定禁止範圍，因此，若無主管機關之命令，該項規定將無法執行（not self-executing）⁷。一九四二年聯邦證券管理委員會（Securities and Exchange Commission, SEC，下稱「聯邦證管會」）基於該項授權，訂頒法規命令Rule 10b-5。Rule 10b-5規定：「任何人直接或間接利用州際商務工具或郵件或全國證券交易所之設備買賣有價證券，不得有下列各款之行爲：(a)使用任何方法、計畫或技巧從事詐欺行爲；(b)對重要事實爲不實陳述，或省略某些重要事實之陳述，以致在當時實際情形下，產生引人誤導之效果；(c)從事任何行爲、業務、商業活動，而對他人產生詐欺或欺騙之情事者⁸。」由文字表面觀之，Rule 10b-5並沒有涉及內線交易之禁止⁹，而是日後透過一系列的司法判決界定持有未公開重大消息之人如何被禁止依該消息交易¹⁰。誠如前美國聯邦

chase of sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) 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. 本文中譯主要參考賴英照，最新證券交易法解析，第3版，2014年2月，頁448。

⁶ JOHN C. COFFEE, JOEL SELIGMAN & HILLARY A. SALE, SECURITIES REGULATION CASES AND MATERIALS 932 (10th ed. 2007).

⁷ BAINBRIDGE, *supra* note 4, at 281.

⁸ 17 C.F.R. 240.10b-5: It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of 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 circumstance 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. 本文中譯主要參考賴英照，前揭註5，頁448。

⁹ BAINBRIDGE, *supra* note 4, at 281.

¹⁰ Stephen M. Bainbridge, Insider Trading Inside the Beltway, 36 J. CORP. L. 281, 286

最高法院首席大法官（Chief Justice）William Rehnquist所指出：Rule 10b-5是一顆由立法的橡樹果實所成長的司法橡樹（Rule 10b-5 is a judicial oak which has grown from little more than a legislative acorn）¹¹。因此，對內線交易的相關司法判決的理解是瞭解美國禁止內線交易法制的試金石，以下即整理相關司法判決。

二、司法實務對內線交易責任構成之見解

歸納聯邦最高法院的判決，其對內線交易責任的構成包括傳統理論（classical theory）與私取理論（misappropriation theory），介紹如下¹²：

（一）傳統理論

聯邦證管會在一九六一年In Re Cady, Robers & Co.¹³乙案中指出：持有非公開重大消息（material nonpublic information）之內部人（insider）在從事證券交易前須公開該消息，如果公開消息是不可能或不適當，則他必須戒絕交易¹⁴。在一九六八年SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.¹⁵乙案中，美國聯邦第二巡迴法院即明白採取上述聯邦證管會所提出的「公開消息，否則戒絕交易（disclose or abstain）」原

(2011).

¹¹ Blue Chip stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723, 737 (1975).

¹² 對於美國內線交易法制的介紹，國內文獻不少，因此以下僅作簡要介紹，詳細沿革可參考賴英照，前揭註5，頁447-456；劉連煜，內線交易構成要件，2011年7月，頁12-36；廖大穎，資訊不正流用理論與證券交易法第157條之1，月旦財經法雜誌，第16期，2009年3月，頁77-114；林志潔，美國聯邦最高法院判決與內線交易內部人概念之發展——以O'Hagan案為核心，歐美研究，第41卷第3期，2011年9月，頁849-983；陳俊仁，處罰交易或處罰未揭露？——內線交易規範法理基礎之檢視與規範之解構與再建構，月旦民商法雜誌，第32期，2011年6月，頁21-38；黃朝琮，美國案例法上內線交易責任主體範圍之變遷與啟示，中華國際法與超國界法評論，第9卷第2期，2013年12月，頁287-315。

¹³ 40 S.E.C. 901 (1961).

¹⁴ In Re Cady, Robers & Co.的中文案例事實介紹可參黃朝琮，前揭註12，頁290。

¹⁵ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968).

則，該判決指出：並不是只有公司董事或經理人才是Rule 10b-5所指的內部人，任何人持有重大消息均屬內部人。此時該消息持有人必須公開消息，否則不得以該消息買賣證券¹⁶。簡言之，該判決並建立於資訊平等理論（equality of access principle）之基礎上，也就是：任何人都要平等地取得資訊¹⁷，但聯邦最高法院在之後的Chiarella乙案中揚棄資訊平等理論¹⁸。聯邦最高法院認為：一個人並不因在交易中保持沉默即構成詐欺，只有在交易的一方當事人負有說明義務時，其保持沉默才會構成詐欺¹⁹。因此，公司內部人進行內線交易時，由於內部人對公司股東負有受任人義務或其他類似的信賴及保密義務（fiduciary or other similar relationship of trust and confidence），此時內部人隱匿重大消息而從事證券交易時，才構成內線交易責任²⁰。也就是說，聯邦最高法院在Chiarella乙案，大大限縮成立內線交易之內部人範圍。而三年之後的Dirks²¹案，聯邦最高法院則又將內部人的範圍擴大至臨時性、擬制的內部人（temporary agent or constructive insider），例如：受公司委任的律師、會計師、顧問等由於受公司託負，因而也對公司之股東負有受任人義務（fiduciary duty）²²。此外，在Dirks乙案中，亦確立消息受領人（tippee）成立內線交易之可能。只要消息受領人知悉或應該知悉消息傳遞人（tipper）違反受任人

¹⁶ See *id.* at 848.

¹⁷ BAINBRIDGE, *supra* note 4, at 290-91.

¹⁸ Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980).

¹⁹ *Id.* at 228.

²⁰ *Id.*

²¹ Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983).

²² *Id.* at 655 n.14. fiduciary duty在國內文獻中有譯為信賴義務者，例如：賴英照，前揭註5，頁452；有譯為忠實義務，例如：曾宛如，公司法基礎理論之再建構，2011年10月，頁207；另有譯為受託義務、受任人義務，例如：劉連煜，企業併購時董事之受任人（受託）義務——農民銀行與合庫合併案最高法院九十九年度台上字第二六一號判決及其歷審判決評析，月旦法學雜誌，第195期，2011年8月，頁225-243。本文依審稿委員建議採用受任人義務之翻譯，惟引用判決或學者論述時，仍依原文用語。

義務，則消息受領人即對公司股東負有相同的受任人義務，因此，當消息受領人保持沉默而從事證券交易時，即應負內線交易責任²³。

(二) 私取理論

傳統理論所建立的內線交易責任在Dirks案後一直影響下級法院十多年，直到一九八〇年代的O'Hagan案²⁴才起了改變。O'Hagan是Dorsey & Whitney法律事務所的合夥人，一九八八年七月該所受Grand Metropolitan的委託計畫收購Pillsbury Company（以下簡稱Pillsbury），O'Hagan並未參與該案，但卻於獲悉此消息後買進Pillsbury的股票。其後，該公開收購消息正式公告後，Pillsbury公司的股票價格幾乎漲了一倍，O'Hagan趁機出脫持股而獲利430萬美元。若依照上述傳統理論，O'Hagan與Pillsbury無任何關係，因此不負有受任人義務；且也未參與該事務所在該案之處理，亦不構成臨時或擬制的內部人²⁵。本案中，聯邦最高法院主張，該消息屬於事務所所有，O'Hagan利用該消息而謀求私利，而未向該消息所有人揭露交易的事實，仍構成Rule 10b-5所稱的詐欺，應負內線交易的責任²⁶。表面上看來，聯邦最高法院在Chiarella及O'Hagan兩案中似乎採取不同的看法，因為前者要求交易相對人間具有受任人義務；後者則不要求交易相對人間具有受任人義務，而要求要內線交易行為人與消息來源間具有此義務即可。對此，聯邦最高法院在O'Hagan案判決理由加以解釋：「這兩項理論是互補的（complementary）……傳統理論針對公司內部人違反對交易相對人的股東之義務；而私取理論則針對公司外部人（outsider）違反對消息來源的義務。私取理論用來對付公司外部人，這些外部人對公司股東不負有受任人義務或其他義務，但卻取得足以影響公司股價之重大消息而濫用（abuse），以維持市場公平（the

²³ *Id.* at 655.

²⁴ United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997).

²⁵ BAINBRIDGE, *supra* note 4, at 302.

²⁶ O'Hagan, 521 U.S. at 653-55.

integrity of the securities) ²⁷」。

在此之後，下級法院偶有偏離上述傳統理論及私取理論的看法，例如：聯邦第二巡迴法院在SEC v. Dorozhko案²⁸之判決。Dorozhko係一名烏克蘭（Ukraine）籍電腦駭客（hacker），入侵Thomson金融資訊公司（Thomson Financial, Inc.）電腦系統，取得IMS健康公司（IMS Health, Inc.）尚未公告的第三季獲利資料，並依該資料買進該IMS健康公司股票之賣出選擇權（put option）。隨後IMS健康公司公告其第三季獲利低於市場預估值的28%，該公司股價便從每股29.56美元下跌至21.2美元，Dorozhko順勢賣出持有賣權，獲利約28.6萬美元。聯邦地方法院於判決中指出：「Dorozhko的行為並不違反一九三四年聯邦證交法 § 10，因為依Chiarella及O'Hagan兩案的法院見解，Dorozhko並未對其消息來源或交易相對人負有受任人義務或其他類似義務²⁹」。該案上訴後，聯邦第二巡迴法院在判決理由中指出：「本院認為下級審所引用之聯邦最高法院判決並未將受任人義務作為違反聯邦證交法 § 10(b)之要件³⁰」；「在Chiarella, O'Hagan及Zandford等判決中均支持在受任人義務下保持沉默即該當於聯邦證交法 § 10(b)之詐欺（deceptive device or contrivance）要件，但該當並不等於是必要條件（what is sufficient is not always what is necessary）³¹」；「本案中，聯邦證管會並非主張被告保持沉默，而是主張被告以積極作為的造假身分（affirmatively misrepresented himself）以入侵電腦系統取得重大資訊……本院贊同SEC的以下論點：『積極造假是詐欺，但沉默只有在負揭露義務時才構成詐欺（misrepresentations are fraudulent, but ... silence is fraudulent only if there is a duty to disclose）』³²。」除下級審

²⁷ *Id.* at 652-53.

²⁸ SEC v. Dorozhko, 574 F.3d 42 (2d Cir. 2009).

²⁹ SEC v. Dorozhko, 606 F. Supp. 321, 324 (S.D.N.Y., 2008).

³⁰ *Dorozhko*, 574 F.3d at 48.

³¹ *Id.* at 49.

³² *Id.* at 49-50.

之零星個案外，最高法院對內線交易行為人須具備受人義務要件的看法迄今未變³³。

三、小 結

美國規範內線交易法制由一九三四年聯邦證交法 § 10(b)及聯邦證管會基於該項之授權所頒布之Rule 10b-5為基礎，該兩項法令係以禁止詐欺（general antifraud prohibition）為主要規範內容，不論是積極的不實陳述或消極的隱匿（affirmative misrepresentation or nondisclosure）均為該兩項法令所規範³⁴。但內線交易則係內部人或外部人取得非公開重大資訊，並基於該資訊謀取個人不法利益。簡言之，內線交易主要以藏匿資訊而交易，而非以詐欺或誤導市場及投資人為目的。因此，將內線交易行為適用於以詐欺為中心的一九三四年聯邦證交法 § 10(b)及Rule 10b-5，難免有扞格（awkward）、不合適之處³⁵。但確定的是，由於一九三四年聯邦證交法 § 10(b)及Rule 10b-5對行為主體均無任何限制，亦即任何人都可以為行為之主體。但聯邦最高法院將內線交易行為適用於該兩項法令時，則將行為主體加以限縮。因為內線交易係處罰行為人於交易時未公開所獲悉的重大資訊，換言之，係以「沉默」或「未公開」之「不作為」為處罰對象³⁶。而不作為要與積極作為被同等評價，則以不作為之行為人負有作為義務為要件³⁷，誠如聯邦最高法院在Chiarella乙案判決理由亦指出：「一個人

³³ O'Hagan案後，美國法發展之中文介紹可參賴英照，證券詐欺與資訊平等的拔河——評美國內線交易法制的發展，法令月刊，第64卷第12期，2013年12月，頁55-60；黃朝琮，前揭註12，頁305-308；林志潔，前揭註12，頁862-877。

³⁴ JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, SECURITIES REGULATIONS CASES AND MATERIALS 905-06 (7th ed. 2013).

³⁵ See *id.*; see also Kim Lane Scheppele, "It's Just not Right": The Ethics of Insider Trading, 56-SUM LAW & CONTEMP. PROBS. 123 (1993).

³⁶ 相同看法且有深入分析參陳俊仁，前揭註12，頁25-27。

³⁷ 不論民法或刑法均如此認定，參陳俊仁，前揭註12，頁27。在民法上單純沉默不當然等於詐欺，參王澤鑑，民法總則，增訂新版，2014年2月，頁434；最高法院33年上字第884號判例亦指出：「民法第92條第1項所謂詐欺，雖不以積極

並不因在交易中保持沉默即構成詐欺，只有在交易的一方當事人負有說明義務時，其保持沉默才會構成詐欺。」這也是聯邦最高法院在Chiarella及O'Hagan兩案中，均堅持以內線交易行為主體負有「受人義務」為要件之原因³⁸。也因此，不論Chiarella案或O'Hagan案所提出的「信賴理論」與「私取理論」，均在限縮內線交易行為主體之範圍，而不採對行為主體不為任何限制的「資訊平等理論」。綜上，這些理論的目的均在討論行為主體，並非禁止內線交易之理由，這是解讀美國內線交易法制所須特別注意之處³⁹。

參、美國國會議員利用國會見聞進行證券交易 是否構成內線交易之爭論與立法

國會議員在議會執行職務時，常有機會接觸各項足以影響公司股價之資訊，例如：國會議員於審理國防部預算時，可能得知國防部計畫將某項業務委外，若這項預算順利通過，對於受委託的公司將使營收大幅成長。由於國防經費之審理常不對外公開，因此僅有接觸此項預算審查的公務員、國會議員及相關議事人員知悉此項訊息。若有國會議員在此項預算即將通過之前，先一步買進此公司股票，則於消息公開後該公司股價果然大漲，國會議員即可賺進價差。上述舉例與一般內線交易案例極為相似，但在美國法下是否構成內線交易？學界爭

之欺行為為限，然單純之緘默，除在法律上、契約上或交易之習慣上就某事項負有告知之義務者外，其緘默並無違法性，即與本條項之所謂詐欺不合。」至於美國法對此之一般說明，See generally KENNETH S. ABRAHAM, THE FORMS AND FUNCTIONS OF TORT LAW 265-66 (2d ed. 2002).

³⁸ 參陳俊仁，前揭註12，頁28。

³⁹ 我國司法實務見解引用美國法之「信賴理論」、「私取理論」等理論時，常對各該理論之目的有所誤解，誤以為其係內線交易之禁止理由，例如：台灣高等法院102年度金上重更(一)字第16號刑事判決：「禁止內線交易之理由，學理上向有『資訊平等理論』、『信賴關係理論』、『私取理論』等……」；台灣高等法院101年度金上更(一)字第5號刑事判決、99年度金上重訴字第61號刑事判決等亦同。

議已久，主要爭點在於國會議員究竟是否負有受任人義務？若有，對誰負有該義務？茲整理正、反兩說論點如下：

一、學說爭議

(一) 否定說

二〇一〇年十月十日的美國華爾街日報刊載標題為：「國會工作人員自股市中獲利（congressional staffs gain from trading in stocks）」的報導，文中報導參議院多數黨領袖Harry Reid的首席能源顧問Chris Miller投資新能源公司股票幾乎獲利一倍，而Harry Reid協助通過立法使該公司獲利。眾議院議長（House Speaker）的首席助理在眾議院通過授權緊急基金挹注Freddie Mac和Fannie Mae的前兩天買進該兩家公司股票而獲利，此外，並列舉其他議員助理投資股市獲利之例。文中並引用一位國會助理的發言：他們並未以在國會蒐集到的訊息進行交易，縱使他們這麼做也是合法的，因為內線交易相關法律不適用於國會⁴⁰。此篇報導在輿論與學術界引起軒然大波。其實在此報導之前，媒體或學界已有若干主張國會議員或國會助理利用國會見聞進行證券交易不適用內線交易的聲音，例如：曾任聯邦證管會執行部副主任（Associate Director of the Division of Enforcement）現為執業律師的Thomas Newkirk即指出：如果國會議員知道委員會即將採取某一行動而可能影響一家公司，他可以依該消息而進行該公司股票交易，因為他對該消息不負保密義務，他也不對任何人違反保密義務，因此不負內線交易責任⁴¹。學者也認為：國會議員只受國會倫理規範（congressional ethics rule）的約束，而這約束並無法提升成受任人義務⁴²。此外，國會議員受人民的選任與負託，可否因為此項選任關係

⁴⁰ Brody Mullins et al., Congressional Staffers Gain from Trading in Stocks, WALL ST. J., Oct. 11, 2010, at A1.

⁴¹ Brody Mullins, Bill Seeks to Ban Insider Trading by Lawmakers and Their Aides, WALL ST. J., Mar. 28, 2006, at A1.

⁴² *Id.*

而使國會議員負有受任人義務？在內線交易的責任判斷中所要求的要件是交易當事人間或對於消息來源有受任人義務，單純的人民選任顯然無法符合此項要件⁴³。

(二)肯定說

對於國會議員利用國會見聞進行證券交易是否成立內線交易，有學者同樣基於傳統理論與私取理論卻得出肯定結論，其理由如下：

1. 基於傳統理論國會議員是臨時的或擬制的內部人

學者以國會國防委員會委員得知某一家從事國防工業公司將獲得國防部的一筆大訂單，以及某公司高層於國會聽證會時揭露公司尚未公開的祕密為例，認為此時國會議員即像是接受公司委任的臨時或擬制的內部人一樣，而負有受任人義務，若以該資訊進行證券交易即違反Rule 10b-5⁴⁴。

2. 基於私取理論國會議員對聯邦政府、人民與國會同僚詐欺

在有些情況下，將國會議員依傳統理論視為臨時的或擬制的內部人並不適當，例如：議員知悉稅法即將修正可能影響某個行業，議員進而買進該行業中的X、Y、Z公司的股票，此時要將議員視為這幾家公司的臨時或擬制的內部人可能太過廣泛，此時可以將議員視為是該公司股東之公眾受任人（public fiduciary）⁴⁵。此外，國會議員依私取理論可視為對下列人之詐欺：(1)美國政府與人民之委託人（entrustors）身分；(2)其雇主，即聯邦政府；(3)國會同僚或其他政府官員⁴⁶。

⁴³ BAINBRIDGE, *supra* note 4, at 295.

⁴⁴ Donna M. Nagy, *Insider Trading, Congressional Officials, and Duty of Entrustment*, 91 B.U. L. REV. 1105, 1141 (2011).

⁴⁵ *Id.* at 1140-41.

⁴⁶ *Id.* at 1148.

(三) 小 結

由於美國規範內線交易法制係建立於詐欺的基礎上，而內線交易係以「不作為」該當詐欺；不作為要與作為被同等評價為詐欺，必須不作為之行為人負有法定義務為前提，因此，美國聯邦最高法院在Chiarella及O'Hagan兩案中分別發展出內線交易行為人必須對交易相對人或消息來源負有「受任人義務」或其他類似之義務。在此前提下，國會議員利用國會見聞從事證券交易是否該當於內線交易行為，關鍵即在於議員是否負有「受任人義務」或其他類似義務，以及對何人負此義務。但由於國會議員是否負有受任人義務缺乏實證法之依據，導致上述學說爭議，並使輿論產生國會議員利用國會見聞從事證券交易並不違法之論述，而導致群情譁然。為解決上述爭議，即催生以下擬介紹的「停止利用國會見聞交易法」。

二、停止利用國會見聞交易法之立法背景與主要內容

停止利用國會見聞交易法於二〇〇六年為參議員Brian Baird及Louise M. Slaughter首次提案⁴⁷，在之後數年的各屆會議中亦陸續被提出，但一直都未能在委員會中獲得支持。一直到華爾街日報及電視節目六十分鐘（60 Minutes）報導國會議員於股市獲利甚豐的新聞，引起輿論注意。二〇一二年一月二十四日美國總統歐巴馬（Obama）在公開演說中表示：「請馬上給我一項禁止國會議員內線交易的法案，我會立即在明天簽署（Send me a bill that bans insider trading by members of Congress, and I will sign it tomorrow）⁴⁸。」此項談話才再次引起國會議員們的注意，二月二日參議院以96：3通過此議案，隨後，眾議院二月九日以417：2的壓倒性多數通過此法案但予以修正，三月二十二日參議院全數通過修正案，歐巴馬總統於四月四日簽署此法

⁴⁷ H.R. 5015, 109th Cong. (2006).

⁴⁸ Barack Obama, President of the United States of America, State of the Union Address, "An America Built to Last" (Jan. 24, 2012).

案⁴⁹，茲將此法之主要內容介紹如下⁵⁰：

(一) 確認國會議員仍受內線交易相關法令規範

第4條(a)項明白規定：國會議員並不豁免於禁止內線交易之相關證券法令，包括：一九三四年聯邦證交法 § 10(b) 以及 Rule 10b-5。

(二) 明訂國會議員及國會議員工負有受任人義務

第4條(b)項增訂一九三四年聯邦證交法 § 21A，即增訂(g)項⁵¹之內容如下：「國會議員及國會議員工之義務，其中(1)規定：基於其職位或履行其職責所獲得的重大非公開資訊，國會議員及國會議員工對國會、美國政府及美國人民基於信賴與保密關係 (relationship of trust and confidence) 負有義務。」

(三) 明訂行政部門及司法部門亦受內線交易相關法令規範

該法第9條將一九三四年聯邦證交法 § 21A 增訂(h)項，並明訂將上述規定一體適用於行政及司法部門。亦即行政部門員工 (executive branch employee)、司法官 (judicial officer) 及司法部門員工 (judicial employee) 基於履行其職責所獲得的重大非公開資訊，行政部門員工、司法官及司法部員工對美國政府及美國人民基於信賴與保密關係負有義務⁵²。

(四) 禁止認購某些首次公開發行證券

該法第12條將一九三四年聯邦證交法 § 21A 增訂(i)項，並明文禁止一九七八年政府道德法 (Ethics in Government of 1978) § 101 所定義之主體購買首次公開發行 (initial public offering) 證券⁵³。

⁴⁹ Robert Pear, Insider Trading Ban for Law Makers Clears Congress, N.Y. TIMES, Mar. 22, 2012, at A13.

⁵⁰ 停止利用國會見聞交易法之立法經過與內容之中文介紹可參賴英照，前揭註33，頁61-62。

⁵¹ 15 U.S.C. § 78u-1(g) (2012).

⁵² 15 U.S.C. § 78u-1(h) (2012).

⁵³ 15 U.S.C. § 78u-1(i) (2012).

(五)即時財產交易申報、資料公示及保存年期

該法第6條修正一九七八年政府道德法 § 103，修正後規定：在收到財產交易通知後三十天內，但最遲不得超過財產交易日四十五天內，包括：總統、副總統、行政部門員工、國會議員及國會議員須就交易進行申報⁵⁴。該法第8條要求參、眾兩院在二〇一二年八月三十一日或本法通過立法後九十天，使國會議員、國會議員候選人、國會官員與職員（congressional officers and employees）於二〇一二年及其後所申報的資料，民眾可於申報後三十天於參、眾兩院之網站取得資訊⁵⁵。該等申報資料中，國會議員所申報資料應留存至該個人喪失國會議員身分後六年；其他人申報資料應留存至申報後六年⁵⁶。惟二〇一三年四月眾議員提案修正停止利用國會見聞交易法並獲參、眾兩院通過，將總統、副總統、國會議員及國會議員候選人以外之公職人員，其所申報資料不再於網路上公告，主要修正理由係在網路上揭露申報資料，可能影響政府官員之安全與國家安全⁵⁷。

三、小結：停止利用國會見聞交易法簡評

依聯邦最高法院將內線交易解釋適用於一九三四年聯邦證交法 § 10b及Rule 10b-5之下，內線交易之行爲人以對交易相對人或消息來源負有受任人義務爲要件。但實證法中缺乏國會議員負有受任人義務之明文，「停止利用國會見聞交易法」對一九三四年聯邦證交法 § 21A的增訂，以澄清國會議員及國會議員並未豁免於內線交易相關規定的適用，此外，更明訂國會議員及國會議員對國會、美國政府與人民對於利用職位或履行職責所獲得的重大非公開資訊負有信賴及保密

⁵⁴ 5 U.S.C. App. 103 (2012).

⁵⁵ 5 U.S.C. App. 105 (2012).

⁵⁶ 5 U.S.C. App. 105(d) (2012).

⁵⁷ Nathan Vardi, Did Obama and Congress Use National Security Fears to Gut the Stock Act?, FORBES Apr. 21, 2013, <http://www.forbes.com/sites/nathanvardi/2013/04/21/did-obama-and-congress-use-national-security-fears-to-gut-the-stock-act/> (last visited: 2015.10.10).

義務，並且除國會議員及國會議員工外，相關規定亦一體適用於行政與司法部門。這項立法解決了數十年間，學者之間的爭議⁵⁸。惟原本即認為國會議員負有受任人義務的學者，認為該法並無新意⁵⁹。亦有論者認為只是透過立法確立國會議員負有受任人義務，而未建立執法機制，例如：國會議員申報資料的查核、如何由申報資料以發覺內線交易行為，則該法案對防止與追訴國會議員利用國會見聞從事內線交易行為恐無實效（toothless）⁶⁰。

肆、國會議員利用國會見聞進行證券交易於我國證交法下之適用

上述論述對於在美國法之下，國會議員利用國會見聞進行證券交易是否構成內線交易的爭議，由學者正、反意見、立法沿革等予以瞭解後，以下擬討論在我國法制下，國會議員利用國會見聞進行證券交易是否構成內線交易之法律責任加以探討。截至目前為止，雖尚未有國會議員因利用國會見聞進行證券交易而遭以內線交易追訴、判決之案例，亦無我國國會議員從事證券交易獲利狀況之實證研究，但基於相同的人性，國會議員利用國會見聞進行證券交易於我國亦可能存在、或將來可能發生，因此，有探討我國法制如何因應之必要。

由於我國證券交易法第157條之1禁止內線交易規定主要參考美國法制，此由該條於一九八八年增訂之提案理由可知。行政院提案理由

⁵⁸ Danielle A. Austin, Note, We the People or We the Legislature?: The STOCK Act's Compromise between Politically – Motivated Accountability and Keeping Congress above the Law, 42 HOFSTRA L. REV. 267 (2013).

⁵⁹ See, e.g., Sung Hui Kim, The Last Temptation of Congress: Legislator Insider Trading and the Fiduciary Norm Against Corruption, 98 CORNELL L. REV. 845, 919 (2013); Jeanne L. Schroeder, Taking Stock: Insider and Outsider Trading by Congress, 5 WM. & MARY BUS. L. REV. 159, 239 (2014); Michael A. Perino, A Scandalous Perversion of Trust: Modern Lessons from the Early History of Congressional Insider Trading, 67 RUTGERS U. L. REV. 335, 391-92 (2015).

⁶⁰ See Austin, *supra* note 58, at 290.

略以：「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明定不得為之，違反者須負民、刑事責任。為健全我國證券市場發展，爰參照美國立法例（1934年證券交易法第10條規則5判例……），增訂本條⁶¹。」基此，上述美國法中之傳統理論與私取理論均為我國學者及法院判決引用，以作為解釋我國證交法內線交易之相關依據之一。故，上述美國法制中國會議員利用國會見聞進行證券交易之相關爭議討論，以及「停止利用國會見聞交易法」的規定內容，均值得我國參考。不過，美國內線交易法制主要是由司法判決累積而成，但我國是成文法國家，因此，將美國司法判決之事實抽離並加以抽象化、條文化轉變為法律條文時，亦難免使我國禁止內線交易法制與美國法有不同風貌，如此在適用我國現行法於國會議員利用國會見聞進行證券交易時是否產生與美國不同的問題？從而我國是否有引進美國「停止利用國會見聞交易法」之必要？亦值得商榷。以下擬以我國證交法規範內線交易之構成要件加以分析，以討論國會議員利用國會見聞進行證券交易是否有我國現行證交法內線交易規定之適用。

一、國會議員是否為內部人？

美國規範內線交易係透過一般反詐欺條款，因此須透過傳統理論與私取理論來界定內部人之範圍已如前述。我國證交法第157條之1則已明文規定內部人的範圍。該條第1項5款依序規定5類的內部人：(一)該公司之董事、監察人、經理人及依公司法第27條第1項之法人董監事代表人；(二)持有該公司之股份超過10%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6個月者；(五)從前四款所列之人獲悉消息之人。國會議員若擔任公司董事、監察人等之傳統之內部人、持有公司股份超過10%、或因前四類內部人獲悉消息而

⁶¹ 立法院第1屆第80會期第20次會議議案關係文書，前揭註3，頁263-264。

成爲消息受領人 (tippee)，此時，國會議員即該當內部人之要件，並不會因行爲人具國會議員之身分而有何不同。有疑義的是：如果國會議員利用國會見聞進行證券交易時，國會議員是否該當於第3款「基於職業關係獲悉消息之人」？例如：國會議員知悉政府部門將委請某公司承包國防建設，而事先購買該公司股票時是否該當於該款之內部人？又如：國會議員知悉即將通過某租稅優惠案而使某行業可獲租稅優惠，進而購入從事該行業之X、Y、Z公司股票，則國會議員是否亦該當於第3款「基於職業關係獲悉消息之人」？簡言之，國會議員利用國會見聞進行證券交易時，最可能適用我國證交法第157條之1第1項第3款「基於職業關係獲悉消息之人」，惟是否該當於該款，須先瞭解該款之適用範圍。以下擬先整理學者及司法實務對該款之解釋、適用，接著再提出本文對該款解釋之看法，最後再對國會議員是否該當於該款加以討論。

(一)基於職業關係獲悉消息之人之解釋與適用

1. 司法判決見解

台灣高等法院九十九年度金上訴字第五十六號刑事判決指出：「……內線交易規範所著重者在於行爲人是否因某種身分地位或工作關係之便利而獲悉公司未公開之重要資訊，進而以該項資訊先行在證券市場交易而獲利，不以行爲人與公司或股東間具有信賴關係爲限。佐以行政院金融監督管理委員會97年8月22日金管證三字第0970042646號函覆原審說明二(二)所援引之原財政部證券管理委員會78年10月30日(78)台財證(二)字第14860號函，就修正前證券交易法第157條之1第1項第3款規定之適用範圍略以：『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爲該公司股票之買賣者，均爲該條款所規範之對象』，益徵本條第1項第3款所指之『基於職業或控制關係獲悉消息之人』，只需其因該等身分得獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，即應加以限制。」

另有判決⁶²則以：「修正前證券交易法第157條之1第1項規定中，除該第1款、第2款定義較為明確而無爭議外，關於第3款『基於職業或控制關係獲悉消息』之人，其意義為何，即有不明確之處。如就『信賴關係理論』（關係論）出發，該款所指稱之人，限於對其交易對手或上市（櫃）公司負有忠實義務的傳統內部人；惟採『私取理論』（市場論），該款之規定則應包括對上市（櫃）公司不負忠實義務，但從僱主或其他消息來源私自取用消息之人。……我國法既然兼採市場論及關係論，解釋上當應兼顧兩種理論，不應偏廢。……但基於證券交易法對於市場上的投資人多有保護，在刑事責任上，較刑法之背信罪（刑法第342條5年以下有期徒刑之罪）為重；在民事責任上，亦不以填補被害人之損失為限（民法第216條），而明定內線交易情節重大者，善意從事相反買賣之人得請求三倍的賠償，顯見和國際間之立法趨勢採取傾向市場理論相符，解釋上，自應從保護市場之投資人為優先之考量。」

台中地方法院九十七年度金字第二十二號民事判決則謂：「證交法第157條之1第1項第3款所稱『基於職業關係獲悉消息之人』，該款所稱之『職業關係』，或謂僅指接受發行公司委任處理事務之專業人士，例如律師、會計師、財務分析師、證券承銷商等。惟查，該款並未明文排除發行公司以外之其他公司之董監事、經理人或受其他公司委任處理事務之人士，並僅限於『基於職業關係受發行公司委任處理事務之人士』。特定人士雖未受發行公司之委任，然因其職業關係（含董監事、經理人或受委任處理事務之人士）而得獲悉發行公司股票公司之重大影響股票價格之消息時，例如甲、乙公司商討公司合併案，受甲公司委任之人，因其職業關係而獲悉該有關乙公司之重大消息者，其雖未受乙公司之委任，然依前述『平等取得資訊』理論，仍應在內線交易禁止規範之列，否則將違反公平原則。」

上述司法判決對於證交法第157條之1第1項第3款所稱「基於職業

⁶² 台灣高等法院95年度曠上訴字第5號刑事判決。

關係獲悉消息之人」並不以受公司委任之人為限，意見頗為一致。而就該款內部人之解釋亦傾向因職業或工作而獲悉重大消息即該當，解釋之依據有基於「平等取得資訊」理論，有採市場論者，台灣高等法院九十九年度金上訴字第五十六號刑事判決則採金管會函覆，未說明其理由。但值得注意的是，本文前已一再提及，美國規範內線交易係適用一般反詐欺條款，從而有「私取理論」等以限縮行為主體範圍。但我國對內部人係以列舉方式，與美國法制顯然不同，因此，以「私取理論」等美國司法實務見解套用、解釋我國證交法第157條之1第1項第3款，恐欠缺正當性。

2. 學說見解

學者認為：所謂基於職業關係，一般係指接受發行公司委任處理事務的專業人士，例如：律師、會計師、財務分析師、證券承銷商等⁶³。本款規定，是否以接受發行公司委任，對公司具有受任人義務的專業人員為限？依O'Hagan案所確立的私取理論，專業人士因職業關係獲悉公司重大機密消息，雖與系爭股票發行公司無委任關係，仍應受規範⁶⁴，從而採否定見解。學者有贊同此項看法而明白指出：基於職業獲悉消息之人，即是可解為：不僅與公司具有忠誠、信賴、機密（confidential）關係的律師、會計師及投資銀行人員等專門職業人員為限，也包括與公司或其股東無忠誠、信賴關係之人，如國家公務員、證券交易所人員、證券商人員⁶⁵。

但亦有認為證交法第157條之1第1項各款要件之認定，在反詐欺與市場保護之不同法益保護下，將有不同之解釋，故我國實有確認內線交易保護法益之必要，方得進一步確立責任成立之要件⁶⁶，並認

⁶³ 賴英照，前揭註5，頁461-62。

⁶⁴ 賴英照，前揭註5，頁462。

⁶⁵ 劉連煜，前揭註12，頁37。

⁶⁶ 曾宛如，公司及其負責人於資本市場之義務與責任——內線交易與忠實義務（受任人義務）之關連，載公司法制基礎理論之再建構，2011年10月，頁292-293。

爲：「自反詐欺立論，美國O'Hagan一案提出對消息來源者忠實義務違反之理論；是以，公務員、證交所人員等皆可以其違反對政府、交易所之忠實義務而認定其詐欺之行爲，故不限於與公司有契約關係者爲限。從市場法益之保護立論，顯然更無庸考慮該職業關係是否存於行爲人與發行公司之間⁶⁷。」

對於該款採最廣義解釋者則謂：所稱基於職業關係獲悉消息之人，其適用之範圍極爲廣泛，不以律師、會計師、管理顧問等傳統職業執業人員爲限，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爲該公司股票之買賣者，均爲證券交易法第157條之1第1項第3款所規範之對象，例如與發行股票公司訂約以共同開發土地資產之相對人，若該相對人利用對該公司不利之土地開發計畫資訊賣出持股，應符合本款所稱「基於職業關係獲悉消息之人」⁶⁸。

由上述學者見解歸納可知，對於「基於職業關係獲悉消息之人」之核心範圍學者間看法近似，亦即不以行爲人與擁有重大消息公司具有一定關係爲要件，但該款最大之外延爲何？並不清楚。

3. 本文看法

誠如學者所指：內線交易適用的範圍，存在著眼市場公平的「市場論」與著眼於當事人忠實義務的「關係論」的爭執，光譜的兩端，如何求其平衡，則爲內線交易認事用法上困難之處⁶⁹。若採「市場論」之立場，則所有獲得內線消息之人均不得基於該消息爲證券交易，否則即違反市場論所植基的市場交易公平性。但由於我國證券交易法第157條之1已列舉數款之內部人範圍，並不以任何人爲規範主體，故我國立法顯然不採「市場論」爲基礎。另就該款文字「基於職業關係」之字面解釋，似指任何人執行職務過程得知重大消息均可包

⁶⁷ 同前註，頁292。

⁶⁸ 王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁，實用證券交易法，修訂2版，2011年10月，頁467-468，其中所舉共同開發土地資產之例係引財政部證券管理委員會1987年10月30日(78)台財證(二)字第14860號函。

⁶⁹ 同前註，頁482。

括在內，我國前引司法判決即採此見解。若採此看法，除少數無業遊民外，依社會分工每人均有職業，則任何人均可能於執行職務過程中獲悉公司之重大消息，例如：董事長辦公室的清潔人員在整理垃圾筒時，發現將與他公司合併的手稿；教師至教室上課途中聽見兩名學生談論某公司間合併的消息；計程車司機聽聞後座乘客談論某公司財務不佳之消息。如果這些情況全認為係因職業關係獲悉消息，則幾乎所有人均可該當於該款之內部人，而使我國內線交易法制幾乎等同於市場論。再者，縱採市場論或無不可，但執法上恐造成相當困難，將造成相當高的犯罪黑數，形成立法從嚴、執行從寬之結果，而無法達成該法之立法目的。更有進者，每人每天均接收無數訊息，若某消息果然為真，則接收消息者均成為「基於職業關係獲悉消息之人」，則每人幾無法倖免成為內部人，基於上述理由，本文認為該款所稱之職業應為限縮解釋。

我國內線交易法制雖於立法時參考美國法，但並未如美國法植基於詐欺概念，從而不須以信賴關係為要件，故不必以負受人義務為「基於職業關係獲悉消息之人」之限縮要件⁷⁰，但可從行為人是否有權使用資訊，作為限縮解釋「基於職業關係獲悉消息之人」之標準。因若個人對職業上獲取之訊息有權使用，則可自由使用、傳遞該訊息，並進而以該訊息為證券交易之基礎，而個人對職業上獲取之訊息是否有權使用，可以個人於職業上對該訊息是否負有保密義務為判斷標準之一。基此，則上述計程車司機於載客過程所得到的重大訊息，由於司機對乘客之訊息並無保密義務，自得將該訊息加以使用，故司機對該訊息不該當於「基於職業關係獲悉消息之人」；同理，教師至教室上課途中聽見兩名學生談論某公司間合併的消息，亦因教師對路旁的學生不負有保密義務，教師自有權利使用該訊息，故教師對該訊息亦不該當於「基於職業關係獲悉消息之人」。反之，董事長辦公室的清潔人員在整理垃圾筒時，發現將與他公司合併的手稿，因清潔人

⁷⁰ 相同見解參賴英照，最新證券交易法解析，再版，2009年10月，頁476-477。

員可能與公司簽訂有保密契約而負有保守祕密之義務，故清潔人員對該消息該當於「基於職業關係獲悉消息之人」。綜上，惟有對「基於職業關係獲悉消息之人」作如此限縮解釋，才不致使不該當其他各款之內部人均落入本款範圍，而使本款成爲內部人的「概括條款」⁷¹。

(二)國會議員對國會見聞屬於「基於職業關係獲悉消息之人」

基於上述解釋，以下擬檢討國會議員對於執行職務所獲取之訊息，是否該當該款「基於職業關係獲悉消息之人」？立法委員行爲法第20條規定：「立法委員行使職權所牽涉或辦理之事務，因其作爲獲取前條所規定之利益者，應行迴避」；同法第19條：「本章所稱之利益，係指立法委員行使職權不當增加其本人或其關係人金錢、物品或其他財產上之價值。」由此可知立法委員因行使職權不得增加其本人或關係人利益，故立法委員無權使用其行使職務獲得之資訊以取得個人利益。既然立法委員對於行使職務獲得之資訊無使用權，則基於上述解釋，立法委員就其職務上獲得之資訊係該當證交法第157條之1第1項第3款所稱「因職業關係獲悉消息之人」。由此結論與美國法比較，因我國與美國法制不同，故美國法對於國會議員是否構成內線交易之內部人的爭議，於我國並不存在，因此美國停止利用國會見聞交易法透過明訂國會議員與國家、議會具有信賴關係的立法，我國並無引進之必要。

⁷¹ 我國司法判決常出現「資訊平等理論」及相關論點，例如：最高法院91年度台上字第3037號刑事判決，該判決並常為各級法院引用。然該判決一面指稱「任何人先行利用，將違反公平原則」，一面又將規範對象限於「公司內部人」，是否真採「資訊平等理論」，不無疑問，相關質疑參賴英照，同前註，頁456、457註25。此外，學者亦主張：「如認為凡持有內線消息者均應公布否則不得買賣，則任何獲悉消息者，均成爲內部人，執行上株連過廣，往往遭遇困難……因此全面採行市場論並不適宜」，並舉出主張資訊平等理論者，也認為應設例外情形，相關論述參相關質疑參賴英照，同前註，頁450及同頁註15。基此，本文對於證交法第157條之1中「基於職業關係獲悉消息之人」之解釋，即試圖於「市場論」與「關係論」之間折衷。

二、國會見聞是否為內線消息？

內線交易的構成須涉及「內線消息」，亦即證交法第157條之1第1項所稱「發行股票公司有重大影響其股票價格之消息」。依同條第5項之立法解釋：「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」，該項並授權主管機關以命令訂定其範圍與公開方式。證券主管機關基於此項授權訂定：「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（以下簡稱重大消息辦法）」，該辦法第2條至第4條即列舉多種的重大消息。

以國會議員獲悉某公司獲得國防部大筆訂單為例，該消息即該當於重大消息辦法第2條第1款所引用的證交法施行細則第7條所指「重要契約之簽訂」，自為重大消息。至於國會涉及某些行業的租稅優惠措施是否仍該當證交法第157條之1之「內線消息」？則不無疑問。申言之，稅率、利率、匯率、兩岸政策、經貿法令、司法裁判及政府重大措施，如對證券市場的供求產生重大影響者，是否為內線消息⁷²？學者主張：「從健全市場發展及公平交易的觀點著眼，不應對重大消息的範圍做機械式的限縮。因此，條文所謂涉及該證券之市場供求的消息，不宜做狹義解釋，而應包括同時影響數種甚至全部股票供求的事項。認定是否為重大消息，其關鍵不在影響的家數究為一家或多家，而在於是否對理性投資人的投資決定有重要影響。證券交易所所得稅等稅制的變更，如對市場產生重大影響，也不因影響層面廣泛，而否定其為重大消息的性質。二〇〇五年七月十三日行政院函送立法院審議的證交法修正草案，明白指出：『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要件，亦有禁止內線交易之適

⁷² 賴英照，前揭註5，頁476。

用⁷³』。此外，學者亦有引用美國聯邦證管會的見解，以新發行的公債利率高低，對於債券投資人的買賣決定具有重要影響，未公開之前屬於內線消息，不因利率係由政府決定，或其所影響證券種類不只一種而有不同⁷⁴。雖然美國學者亦有相同看法⁷⁵，但美國法規規定與我國證交法第157條之1第1項以「發行股票公司」為要件並不相同，因此，美國學者及聯邦證管會之見解，並不適用於我國法制之解釋論據。

行政院於證交法第157條之1之修正理由雖提及「公共政策」亦有禁止內線交易之適用，但對照現行法第157條之1第1項使用「……『發行股票公司』有重大影響其股票價格之消息」、「不得對『該公司』」之文字，能否涵蓋公共政策？不無疑義。再者，公共政策對於那些公司股票有所影響，有時不易認定。例如：為鼓勵內需而對購買新車予以減免貨物稅優惠措施，必然增加新車銷售而對汽車製造商獲利將有絕對正面影響，汽車製造商屬於證交法第157條之1「該公司」之範圍，應無疑義，若有國會議員利用此項見聞，於相關法律修正完成前買進汽車製造商股票，或可構成內線交易。然而，若國會議員買進之標的係汽車零組件廠商的股票，是否仍構成內線交易？再如，國會對於徵收或停徵證券交易所得稅的決定，對於那些公司之股價有影響？恐不易認定，而從另一個面向來看，這也涉及國會議員在政策公開前不得買賣標的範圍。若將公共政策解釋包含於重大消息，恐已超出證交法第157條之1文字所能承載之範圍，且使該條之「法律明確性」遭到合憲性的質疑。蓋依司法院大法官釋字第四三二號解釋：「……必須使其能預見其何種作為或不作為構成義務之違反及所應之懲戒為何，方符法律明確性原則。」基此，若將公共政策解釋亦屬重大消息，則是否符合上引釋字第四三二號解釋之法律明確性原則判準

⁷³ 賴英照，前揭註5，頁475-760。

⁷⁴ 賴英照，前揭註5，頁476。相關討論另可參賴英照，公務員是不是內部人？，高大法學論叢，第3卷第1期，2007年12月，頁125-165。

⁷⁵ See generally Schroeder, *supra* note 59, at 236-39.

之一的「預見可能性」？恐有爭議。雖然國會議員利用其所知悉非僅對單一公司影響之政策消息而從事證券交易，與其利用職務或於執行職務機會所知悉對單一公司影響之消息而從事證券交易，就維護市場公平與維繫投資人信心而言並無顯著差異，因此對於前者仍應認為屬於內線交易禁止之範圍。然從現行證交法第157條之1第1項所使用文字係「發行股票公司有重大影響……」觀之，解釋上究係僅指個別、單一公司之消息為規範對象，抑或涵括對總體經濟、政策、某個行業別整體影響的消息，既有上述疑問而可能產生爭議，則國會議員所獲得之國會見聞若係屬於公共政策，而利用該見聞從事證券交易獲利，在現行法適用下，將因該消息是否該當於證交法第157條之1之重大消息，有法律適用疑義，根本解決之道係修法將此類消息明文納入重大消息之範圍。

三、其他構成要件之討論

內線交易的構成除前述內部人與內線消息外，尚須該當：消息未公開前買賣上市、上櫃或其他具有股權性質的有價證券、及故意等構成要件，對於消息公開與否以及行為人是否具有故意，於國會議員利用國會見聞從事證券交易之情形，判斷上與其他內線交易案例並無二致，因此並無在此另為討論之實益。

四、防止利用國會見聞內線交易之其他方法——交易申報

美國「停止利用國會見聞交易法」第6條課予包括總統、副總統及國會議員等在接獲交易通知後三十天內，最遲不得超過交易日四十五天應將交易內容申報。此項立法目的除留下交易紀錄以便日後追查外，亦係利用公開原則將所有交易資料攤在陽光下接受檢驗，以嚇阻利用國會見聞之內線交易行為。我國「公職人員財產申報法」亦有類似的規定，但規範模式不同。

依公職人員財產申報法第2條第1項第9款規定：各級民意機關民意代表應依法申報財產。依同法第3條第1項：應於到職日三個月內申報，並每年申報一次。第7條第1項則規定總統、副總統、五院院長、

副院長等之上市櫃股票應強制信託。其中第7條第1項於二〇〇七年三月二十一日修正公布之前係採「動態申報制」，換言之，交易於一定期間內且超過一定金額者，應於期間屆滿後一個月內申報。但二〇〇七年修法後改以「強制信託」取代「動態申報」，並限縮其適用範圍而不包括立法委員，從而包括立法委員在內的民意代表只剩就任及每年一次的財產申報。但為防止利用國會見聞進行內線交易，現行每年一度的財產申報恐不利於涉嫌內線交易的追查，且對於一整年的交易行為無法完全揭露而受監督，恐怕亦會助長利用國會見聞進行內線交易之行為。因此，回復國會議員證券交易的動態申報制有其必要。

伍、結 論

國會議員利用國會見聞進行證券交易是否構成內線交易，在美國法素有爭議。依照由法院判決所形塑的美國禁止內線交易法制，內線交易之主體依傳統理論須與交易相對人間具有受任人義務，而依私取理論則須行為主體對消息來源負有受任人義務。國會議員是否負有受任人義務以及對何人負有受任人義務在學者間有不同見解，導致國會議員利用國會見聞進行證券交易是否應負內線交易責任？學界一直存在爭議。二〇一二年一月二十四日美國總統歐巴馬在公開演講中的一席話：「請馬上給我一項禁止國會議員內線交易的法案，我會立刻在明天簽署」，讓參、眾兩院加快腳步而通過「停止利用國會見聞交易法」。在該法中確認國會議員利用國會見聞並不豁免於內線交易之責任，並明訂國會議員基於國會見聞對國會、人民及國會同僚負有受任人義務。此項立法終於平息國會議員利用國會見聞從事證券交易是否構成內線交易之爭議。

由於我國禁止內線交易法制係參考美國之立法，因此上述爭議之討論以及美國的「停止利用國會見聞交易法」值得我國參考。但有別於美國禁止內線交易法制係以法院判決累積之見解為核心，我國縱受美國法制及司法判決影響，但在將美國司法判決見解移植、並加以條

文化、抽象化的過程，我國規範內線交易法制已呈現與美國法相當不同的面貌。本文則以現行法之構成要件分析國會議員利用國會見聞從事證券交易是否該當於內線交易，並由上述的討論得知：國會議員要構成內線交易最可能該當的內部人身分係證交法第157條之1第1項第3款所稱「基於職業獲悉消息之人」。對於該款解釋，學者與司法實務見解並不一致，最廣義的解釋以「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」，如此解釋將使任何人於工作中獲得的消息均該當於「基於職業獲悉消息之人」，而接近「市場論」觀點。本文認為由我國證交法第157條之1列舉數款內部人來看，我國並不採市場論。且若未對證交法第157條之1第1項第3款加以限縮，則該款將成為概括條款，並且使該條適用傾向市場論。因此，對該款主張應以行為人是否有權使用資訊，作為限縮解釋「基於職業關係獲悉消息之人」之標準。基此，依立法委員依立法委員行為法第19條、第20條，對執行職務之國會見聞無權使用以謀取私人利益，故立法委員該當於「基於職業關係獲悉消息之人」。此項結論與美國法制爭議顯然不同，因此以美國法對於國會議員是否負受人義務？以及對誰負此義務之爭議，並不會發生，因此，並無引進美國法——透過停止利用國會見聞交易法明訂國會議員與國家、議會具有信賴關係之必要。

但是，於我國法適用下，國會見聞若涉及政策、法案而非個別公司，是否該當於內線消息？雖然學者多認為政策、法案等亦應包括於內線消息，本文亦同意此項結論，但由我國證交法第157條之1文字使用「發行股票公司有重大影響其股票價格之消息」、「該公司」等文字來看，能否將政策、法案等包攝於現行法之內線消息，不無疑義。因此，正本清源之道仍是透過修法將此類訊息列入內線消息之範圍。由上述之討論亦得知，我國內線交易法制雖深受美國法之影響，但兩者內容存在差異，因此，對於美國內線交易法制最新發展，不宜全面引進，而應注意我國與美國法制之差異加以評估。最後，美國停止利用國會見聞交易法利用動態申報制度，要求交易行為人於交易後應負

申報義務。而我國現行「公職人員財產申報法」對於民意代表則僅有每年一次的財產申報。為留存交易紀錄以利後續追查，並使所有交易資料均攤在陽光下供全民監督，以避免國會議員利用國會見聞從事交易之行爲，我國法對於國會議員之證券交易則有回復二〇〇七年三月二十一日修法前所採動態申報之必要。

參考文獻

一、中文

(一)專書

1. 王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁，實用證券交易法，修訂2版，新學林，2011年10月。
2. 王澤鑑，民法總則，增訂新版，自版，2014年2月。
3. 曾宛如，公司及其負責人於資本市場之義務與責任——內線交易與忠實義務（受任人義務）之關連，載公司法制基礎理論之再建構，自版，2011年10月，頁292-343。
4. 曾宛如，公司法基礎理論之再建構，自版，2011年10月。
5. 劉連煜，內線交易構成要件，元照，2011年7月。
6. 賴英照，證券交易法逐條釋義第四冊，自版，1992年8月。
7. 賴英照，最新證券交易法解析，再版，自版，2009年10月。
8. 賴英照，最新證券交易法解析，第3版，自版，2014年2月。

(二)期刊論文

1. 林志潔，美國聯邦最高法院判決與內線交易內部人概念之發展——以O'Hagan案為核心，歐美研究，第41卷第3期，2011年9月，頁849-983。
2. 陳俊仁，處罰交易或處罰未揭露？——內線交易規範法理基礎之檢視與規範之解構與再建構，月旦民商法雜誌，第32期，2011年6月，頁21-38。
3. 黃朝琮，美國案例法上內線交易責任主體範圍之變遷與啓示，中華國際法與超國界法評論，第9卷第2期，2013年12月，頁287-315。
4. 廖大穎，資訊不正流用理論與證券交易法第157條之1，月旦財經法雜誌，第16期，2009年3月，頁77-114。
5. 劉連煜，企業併購時董事之受任人（受託）義務——農民銀行與合庫合併案最高法院九十九年度台上字第二六一號判決及其歷審判決評析，月旦法學雜誌，第195期，2011年8月，頁225-243。

6. 賴英照，公務員是不是內部人？，*高大法學論叢*，第3卷第1期，2007年12月，頁125-165。
7. 賴英照，證券詐欺與資訊平等的拔河——評美國內線交易法制的發展，*法令月刊*，第64卷第12期，2013年12月，頁55-60。

二、英 文

(一)專 書

1. ABRAHAM, KENNETH S., *THE FORMS AND FUNCTIONS OF TORT LAW* (2d ed. 2002).
2. BAINBRIDGE, STEPHEN M., *CORPORATE LAW* (2d ed. 2009).
3. COFFEE, JOHN C., SELIGMAN, JOEL & SALE, HILLARY A., *SECURITIES REGULATION CASES AND MATERIALS* (10th ed. 2007).
4. COX, JAMES D., HILLMAN, ROBERT W. & LANGEVOORT, DONALD C., *SECURITIES REGULATIONS CASES AND MATERIALS* (7th ed. 2013).

(二)期刊論文

1. Austin, Danielle A., Note, We the People or We the Legislature?: The STOCK Act's Compromise between Politically-Motivated Accountability and Keeping Congress Above the Law, 42 *HOFSTRA L. REV.* 267 (2013).
2. Bainbridge, Stephen M., Insider Trading Inside the Beltway, 36 *J. CORP. L.* 281 (2011).
3. Kim, Sung Hui, The Last Temptation of Congress: Legislator Insider Trading and the Fiduciary Norm Against Corruption, 98 *CORNELL L. REV.* 845 (2013).
4. Nagy, Donna M., Insider Trading, Congressional Officials, and Duty of Entrustment, 91 *B.U. L. REV.* 1105 (2011).
5. Perino, Michael A., A Scandalous Perversion of Trust: Modern Lessons from the Early History of Congressional Insider Trading, 67 *RUTGERS U. L. REV.* 335 (2015).

6. Scheppele, Kim Lane, "It's Just not Right": The Ethics of Insider Trading, 56-SUM LAW & CONTEMP. PROBS. 123 (1993).
7. Schroeder, Jeanne L., Taking Stock: Insider and Outsider Trading by Congress, 5 WM. & MARY BUS. L. REV. 159 (2014).
8. Ziobrowskim, Alan J., Cheng, Ping, Boyd, James W. & Ziobrowski, Brigitte J., Abnormal Returns from the Common Stock Investments of the U.S. Senate, 39 J. FIN. & QUANT. ANAL. 661 (2004).

(三) 網頁文獻

- ◎ Vardi, Nathan, Did Obama and Congress Use National Security Fears to Gut the Stock Act?, FORBES Apr. 21, 2013, <http://www.forbes.com/sites/nathanvardi/2013/04/21/did-obama-and-congress-use-national-security-fears-to-gut-the-stock-act/> (last visited: 2015.10.10).

(四) 其他

1. Kim, Jane J., U.S. Senators' Stock Picks Outperform the Pros', WALL ST. J., Oct. 26, 2004.
2. Mullins, Brody, Bill Seeks to Ban Insider Trading by Lawmakers and Their Aides, WALL ST. J., Mar. 28, 2006.
3. Mullins, Brody et al., Congressional Staffers Gain from Trading in Stocks, WALL ST. J., Oct. 11, 2010.
4. Pear, Robert, Insider Trading Ban for Law Makers Clears Congress, N.Y. TIMES, Mar. 22, 2012.

Members of Congress and Insider Trading: The Scope of Persons Learning Inside Information Based on their Vocations under Securities Act

Chao-Sheng Chiang *

Abstract

It has long been suspected that members of Congress frequently trade on material nonpublic information that they learned from their position. However, it has also been controversial whether Rule 10b-5 and other insider trading regulations can be applied to these acts among scholars. In 2012, Stop Trading on Congressional Knowledge Act (STOCK act) has been adopted by Congress and signed by President; the above dispute seems to be ceased.

In Taiwan, securities regulations have long been impacted by U.S. laws. Should we consider transplanting STOCK act from U.S.? In the article, the author compare the differences of insider trading regulations between Taiwan and U.S. Based on that, this article finds that the difficulties to implement insider trading regulations are also different between Taiwan and U.S. In sum, this article concludes that

* Assistant Professor, Department of Law Tunghai University; Ph.D. in Law, National Taipei University.

Received: October 16, 2015; accepted: December 29, 2015

we do not have to transplant STOCK act, but the insider trading regulations should be amended to fill loophole in laws.

Keywords: Insider Trading, Insider, Congress, STOCK Act