

【論著】

# 由美國聯邦法院判決論證券詐欺 之「適用要件」 —有價證券之募集、發行、私募 或買賣—（上）

戴銘昇（政治大學  
法學博士候選人）

## 壹、前言

民國五十七年四月三十日證券交易法公布時，於第二十條規定：「募集、發行或買賣有價證券『者』，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。」「違反前項規定者，對於該有價證券之善意取得人因而所受之損害，應負賠償之責。」

民國七十七年一月二十九日將第二十條作第一次修正，其規定：「有價證券之募集、發行或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。」立法理由指出：「有價證券之募集、發行或買賣行為，係屬相對，當事人雙方均有可能因受對方或第三人之虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為而遭受損失。本條第一項現行規定文義僅限於『募集、發行或買賣有價證券者』不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為，未包括『第三人』顯欠周密，爰將『募集、發行或買賣有價證券者』等文字，修正為『有價證券之募集、發行或買賣』，俾資涵蓋第三人」，將本條之民事責任定位為「侵權行為」責任。

民國九十一年二月六日則新增「私募」之態樣，故「有價證券之私募及再行賣出仍不得為虛偽隱匿不實之情事」。

依我國現行證交法第二十條第一項規定，證券詐欺適用於「有價證券之募集、發行、私募或買賣」，故可證明我國之證券詐欺適用於「發行市場」（募集、發行

、私募)及「流通市場」(買賣)。<sup>1</sup>「第二十條第一項的規定除適用於集中市場及店頭市場外，亦適用於面對面的交易……因此第二十條第一項的適用範圍，較內線交易、操縱市場及歸入權者為廣。<sup>2</sup>」本項要件並且係區別第二十條第一項與第二項規定之主要標準。<sup>3</sup>本項要件決定了證券詐欺適用範圍的廣或狹，凡不屬「有價證券之募集、發行、私募或買賣」者，就不適用證券詐欺，因此，此項要件可以稱為是證券詐欺的「適用要件」。可是，於具體的個案事實中，某個證券詐欺之行為究竟應與「有價證券之募集、發行、私募或買賣」間之關連多深才會構成？或者此一「適用要件」是否仍有其他的功能存在？此等問題均仍有爭議！

## 貳、我國法：證券詐欺僅限於「有價證券之募集、發行、私募或買賣」

最高法院 74 年度台上字第 577 號刑事判決(丸億案)指出：「查證券交易法第一七一條之罪，係指違反同法第二十條第一項募集、發行或買賣有價證券者，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為而言，故須有募集、發行或買賣有價證券為其前提，始能成立。」最高法院 96 年度台上字第 2453 號刑事判決亦認為：「證券詐欺罪，應於已實際為有價證券之募集、發行或買賣之行為，始成立犯罪」。由最高法院的見解可知，證券詐欺之行為限於「有價證券之募集、發行、私募或買賣」，已為一項確立之原則。惟對於何謂「有價證券之募集、發行、私募或買賣」的內涵，則略有爭議。

### 1. 甲說：時機要件說

台灣高等法院台中分院有數則判決均認為，證券詐欺之犯罪構成要件係指，於募集、發行、私募或買賣有價證券「時」，有詐欺行為者。<sup>4</sup>依此說之見解，「有價證券之募集、發行、私募或買賣」係一「時機要件」，易言之，若非於有價證券之募集、發行、私募或買賣「時」為詐欺行為，則不構成證券詐欺。

### 2. 乙說：合法性要件說

<sup>1</sup> 參閱林國全、陳錦旋、蓋華英，證券交易法第三六條第二項第二款所定「重大性」及「事實發生日」之定義研究，台北市證券商業同業公會，1995.10.30，頁9。

<sup>2</sup> 賴英照，股市遊戲規則－最新證券交易法解析，作者自版，2006.2 初版，頁470。

<sup>3</sup> 同前註。

<sup>4</sup> 台灣高等法院台中分院 90 年度上重訴字第 26 號刑事判決(環電案)：證券詐欺……「稽其犯罪構成要件，乃指募集、發行或買賣有價證券之人，於募集、發行或買賣有價證券時，有虛偽、詐欺或故意遺漏等其他使人誤信之行為，始足當之，非謂行為人有任何使人誤信之行為，即論以該罪」。以下判決均採相同見解：台灣高等法院台中分院 90 年度上重訴字第 28 號刑事判決(大中鋼鐵案)、台灣高等法院台中分院 91 年度上訴字第 1932 號刑事判決(商貿案)、台灣高等法院台中分院 92 年度金上重更(一)字第 18 號刑事判決(大中鋼鐵案)、台灣高等法院台中分院 93 年度金上重更(二)字第 56 號刑事判決(大中鋼鐵案)。

國內學者有認為：「依美國判例之解釋，詐欺行為需與買賣有一定之關連，但詐欺者本身不須從事買賣，求償者則須有買賣之行為，申言之，依照美國判例解釋，買受股票之人並非必須直接自發行人本身買進，縱於市場上所購買，亦包括之。依此第一項『有價證券之募集、發行[、私募]或買賣』應非指該不法行為，而係指符合證交法要件之募集、發行或買賣之有價證券，不得就該有價證券相關資訊有虛偽等情事，此等解釋方有助於證券市場秩序之維護，未來立法文字仍有檢討之空間。<sup>5</sup>」台灣高等法院高雄分院 94 年度金上字第 1 號民事判決（立大農畜案）亦採此說，而認為有價證券之募集、發行、私募或買賣「應指凡符合證券交易法要件之募集、發行、私募或買賣」行為。<sup>6</sup>

### 3.丙說：「相關連」說

另一說則認為，證券詐欺之行為「須與募集、發行或買賣有價證券之行為相關連。<sup>7</sup>」此說顯然係由美國法 Rule 10b-5 “in connection with purchase or sale of any security”（有關任何證券的買或賣；以下或簡稱「有關」）一語而來，美國證券詐欺之成立，亦以與證券的買或賣「有關」者為限。美國法對於「有關」要件的解釋介紹如后。

### 參、美國法：「有關買或賣」要件

對於“in connection with purchase or sale”的詮釋，Loss 教授指出，有四項相當確定的原則：第一，如果買受人或出賣人於購買或出售時對事實已有了解時（換言之，非屬善意），詐欺即不構成「有關買或賣」之要件。<sup>8</sup>第二，即使沒有購買或出賣的舉動，只要有對市場提供不實資訊之行為或扣住資訊時間太長之行為，也會違反 Rule 10b-5。第三，詐欺與購買或出售行為之間必須有某些「關連」（nexus）。於刑事案件或由證管會提起之訴訟中，只要有「某人」（someone）具有購買或出售之行為，案件即可成立；因此於內線交易的刑事案件，「有關買或賣」之要件也可

<sup>5</sup> 陳春山，證券交易法論，五南圖書，2004.9 七版一刷，頁 370。

<sup>6</sup> 桃園地院 94 年度金字第 1 號民事判決（宏達案）採相同見解：「解釋第 1 項所稱『有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有詐欺不實等行為』，應指凡符合證券交易法要件之募集、發行、私募或買賣之有價證券，『不得就該有價證券相關資訊有虛偽等情事』，以確保投資人平等取得資訊的權利，並維公平交易。」

<sup>7</sup> 賴英照，證券交易法逐條釋義—第一冊，作者自行，1992.8 第六次印刷，頁 328。台灣高等法院台中分院 92 年度金上訴字第 1936 號刑事判決：「準此，證券交易法第二十條第一項、第四十四條第一項及第一百五十條前段，均係規範有關有價證券之募集、買賣……等行為，倘未涉及有關有價證券之募集、買賣……等行為，自與該等規定之構成要件不符。……上述不法行為且須與募集、發行或買賣有價證券之行為相關連」。台北地院 89 年度重訴字第 1074 號民事判決（國產汽車案）：「上述不法行為須與募集、發行或買賣有價證券之行為相關聯」。

<sup>8</sup> Shivers v. AMERCO, 670 F.2d 826, 829-830 (9th Cir. 1982).

以構成。<sup>9</sup>第四，若是由私人所提起的訴訟，原告則必須是購買人或出賣人。<sup>10</sup>

## 一、原告是否必須為交易當事人？

### （一）肯定說

#### 1. Birnbaum 案(購買人—出賣人原則、Birnbaum Rule) <sup>11</sup>

本案上訴人是 Newport 鋼鐵公司之一群股東，代表其他類似處境的股東，為公司提起此一訴訟。請求的依據是 1934 年證券交易法 Section 10 (b)及證券交易管理委員會制定的 Rule 10b-5；本案中，於被告 Feldmann 出售持股予另一名被告 Wilport 公司時，數名被告利用郵件對 Newport 公司及其股東進行詐欺。

相關之事實摘要如下：被告 Feldmann 持有 Newport 公司約 40%之普通股，已取得足夠的控制權，並擔任董事長；Newport 公司其餘的股票則分散於一般投資大眾。被告 Stamm、Aheim、Rohr、Lorenzen、Sheaffer 及 Ballantyne 於 1950 年 6 月至 8 月期間擔任 Newport 公司之董事，且受 Feldmann 之控制。於此期間，Follansbee 鋼鐵公司及 Newport 公司正在協商合併事宜，依據 Follansbee 公司所提供的條件，本件合併案會讓 Newport 公司的全體股東取得相當高的獲利。然而，於 1950 年 8 月時，Feldmann 利用其擔任 Newport 公司董事長的權力，拒絕了 Follansbee 的要約，且於 1950 年 8 月 31 日將其個人之持股以高於市價二倍的價格（每股約 22 元）出售予 Wilport 公司。Wilport 公司是由十家鋼鐵製造公司所成立之公司，每一家製造公司之營業上均需使用相當大量的鋼鐵，購買 Newport 公司是因為相中其鋼鐵的生產力；這說明了，為何 Wilport 公司願意付出如此高的溢價（premium price）予 Feldmann 以取得控制權。於股票買賣行為不久，Feldmann 及其他董事旋即辭職，由 Wilport 公司之董事及經理人 Gibson、Mericka、Mitchell、Cobourn 及 Paxton 取代之。除了指控 Feldmann 及其他被告違反對 Newport 公司及其股東之受託人義務（fiduciary obligation）外，起訴狀指出，被告於與 Follansbee 協商合併事宜時及 Feldmann 出售持股後，均以信件之方式對股東做出若干虛偽陳述（misrepresentation）。於 1950 年 8 月 3 日致股東的一封信函中，Feldmann 指出，由於「不確定的國際情勢（uncertain international situation）」，故與 Follansbee 的合併協商已被中止。另於 1950 年 9 月 14 日的一封信函中，Newport 公司的新任董事長 Gibson 雖然有提及 Feldmann 之賣股行為，但未揭露出售價格，亦未揭露 Newport 公司即將成為受 Wilport 公司控制的子公司。

<sup>9</sup> SEC v. Clark, 915 F.2d 439, 449 (9th Cir. 1990).

<sup>10</sup> LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1038-1039 (5th ed. Aspen Publishers 2004). 另外，「有關」「單一特定證券」或「複數以上證券」的案例，大多數的法院均認為可以成立證券詐欺，*id.* at 1038.

<sup>11</sup> 以下主要整理自下列判決：Birnbaum v. Newport Steel Corp., 193 F.2d 461, 462 (2d Cir. 1952), *cert. denied*, 343 U.S. 956 (1952).

上訴人主張這些虛偽陳述係「有關」(in connection with) Feldmann 出售股票之行為，對 Newport 公司的股東造成詐欺，因此違反了 Rule 10b-5。然而，地方法院認為 Rule 10b-5 僅適用於「對證券之購買人或出賣人之詐欺」，並不適用於公司內部人違反受託人義務而使「非」購買人或出賣人受到詐欺的情形。<sup>12</sup>

上訴人主張，Rule 10b-5 並不僅適用於實際的證券購買人或出賣人，而係普遍地禁止「對任何人」的詐欺，包含且補充普通法對於濫用公司職位之人之法律責任。上訴人並主張，此一解釋符合「有關」證券的購買或出賣之文義；因為，如果立法目的只是為了處理證券的購買或出賣，那麼「有關」此一用語就顯得多餘，法條也就不會增加此一用語。

上訴法院認為，在制定 Rule 10b-5 之前，禁止證券出賣或購買的詐欺之規定，僅有 1933 年證券法 Section 17(a)<sup>13</sup>及 1934 年證交法 Section 15(c)。1933 年證券法 Section 17(a)僅規定詐欺或欺騙證券的「購買人」係屬違法，而 1934 年證交法 Section 15(c)僅規範 OTC (over-the-counter)市場證券經紀商或自營商的詐欺行為。如果購買人不是證券經紀商或自營商，並未禁止對證券出賣人之詐欺。因此，1942 年 5 月 21 日，證管會制定 Rule 10b-5 來關閉此一「漏洞」。Rule 10b-5 制定的沿革顯示出，證管會只是有意將包含於 1933 年證券法 Section 17(a)中之相同限制，同時適用於「購買人」及「出賣人」（即擴及於「出賣人」）。這是 Rule 10b-5 惟一的立法目的，若比較 Rule 10b-5 所使用的文字與 Section 17(a)之文字時，此一立法目的就更顯清晰；證管會只是複製 Section 17(a)的文字，以「任何人（any person）」取代「購買人（the purchaser）」，及新增最後一項「有關任何證券的買或賣（in connection with the purchase or sale of any security）」而已。

<sup>12</sup> 上訴法院的意見與地方法院的見解相同。

<sup>13</sup> 1933 年證券法 Section 17(a)：「(a)於任何證券或任何證券基礎交換契約（定義於 Gramm-Leach-Bliley Act 之 Section 206B）的要約或出賣，任何人不得直接或間接使用州際商務中之任何運輸或通訊之方法或工具、或使用郵件，為下述行為：

- (1)利用任何方法、計畫或技巧從事詐欺行為，或
- (2)為獲取金錢或財產，對重大事實作任何不實陳述，或隱匿重大事實之陳述，以致在當時實際情形下產生引人誤導之效果。
- (3)從事任何交易、做法或商業活動，而對他人產生詐欺或欺騙之情事者。」

原文如下：(a) It shall be unlawful for any person in the offer or sale of any securities or any security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or by use of the mails, directly or indirectly—

- (1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, or
- (2) to obtain money or property by means of any untrue statement of a material fact or any omission to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading; or
- (3) to engage in any transaction, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon the purchaser.



但是上訴人抗辯道，對 Rule 10b-5 採這樣的解釋太過於狹窄，無法履行證券交易法保護投資人「免受公司內部人剝削」的廣泛立法目的。法院並不否認，國會某一程度上至少是基於此一目的而制定 1934 年證券交易法。但是從立法沿革及目的來看，Section 10(b)及 Rule 10b-5 並不是為了上開目的而制定的。當國會有意保護公司的股東免受內部人違反受託人義務之侵害時，便會在法條文字中清楚的說明。1934 年證交法 Section 16(b)便明文的賦予發行人或其股東，於內部人利用職權出售或交易公司證券而獲利時，有權提起訴訟。<sup>14</sup>由於 Section 10(b)欠缺類似的規定，更可知悉，本條規定僅規範與證券的出售或購買有關之虛偽陳述或詐欺行為，而非規範對公司事務之詐欺不當管理行為（fraudulent mismanagement）；Rule 10b-5 只適用於被詐欺的購買人或出賣人。由於起訴狀中未能陳明原告是購買人或出賣人，

<sup>14</sup> 1934 年證交法 Section 16(b)即短線交易之規定：「(b)六個月內購買及出售證券所獲之利益。為防止受益所有權人、董事或經理人不公平的使用基於其與發行人之關係所獲得之消息，任何購買及出售、或任何出售及購買發行人之任何股權證券（豁免證券除外）或涉及任何此等股權證券之證券基礎交換契約（定義於 Gramm-Leach-Bliley Act Section 206B），於六個月內所實現之獲利，除非此等證券或證券基礎交換契約是有關原先所約定之債務並基於善意所取得者，否則應歸於發行人所有且發行人得請求返還，不論此等受益所有權人、董事或經理人簽訂此等交易持有已購得之證券或證券基礎交換契約或超過六個月之期間未買回已售出之證券或證券基礎交換契約時之意圖。發行人得依法或衡平法，於任何有管轄權之法院以訴訟方式請求返還此等獲利，若發行人於受請求後六十天內未提起此等訴訟、拒絕提起訴訟或未勤勉地加以訴追時，持有發行人證券之所有權人亦得提起之；但自獲利實現之日起經過二年者，不得提起。本項之規定不得解釋為包括受益所有權人未於購買及出售、或出售及購買證券或有關證券基礎交換契約（定義於 Gramm-Leach-Bliley Act Section 206B）時均具備此等身分之任何交易，或任何不符合本項規範目的之個別交易或複數交易，經證管會以命令豁免者。」原文如下：(b) Profits from purchase and sale of security within six months. For the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such beneficial owner, director, or officer by reason of his relationship to the issuer, any profit realized by him from any purchase and sale, or any sale and purchase, of any equity security of such issuer (other than an exempted security) or a security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) involving any such equity security within any period of less than six months, unless such security or security-based swap agreement was acquired in good faith in connection with a debt previously contracted, shall inure to and be recoverable by the issuer, irrespective of any intention on the part of such beneficial owner, director, or officer in entering into such transaction of holding the security or security-based swap agreement purchased or of not repurchasing the security or security-based swap agreement sold for a period exceeding six months. Suit to recover such profit may be instituted at law or in equity in any court of competent jurisdiction by the issuer, or by the owner of any security of the issuer in the name and in behalf of the issuer if the issuer shall fail or refuse to bring such suit within sixty days after request or shall fail diligently to prosecute the same thereafter; but no such suit shall be brought more than two years after the date such profit was realized. This subsection shall not be construed to cover any transaction where such beneficial owner was not such both at the time of the purchase and sale, or the sale and purchase, of the security or security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) involved, or any transaction or transactions which the Commission by rules and regulations may exempt as not comprehended within the purpose of this subsection.

因此，地方法院的判決應屬正確且應予維持。

### (1) 被「Birnbaum 原則」排除的三種潛在原告

依據「Birnbaum 原則」，三種潛在原告(potential plaintiff)不得主張損害賠償請求權。(1)潛在的股份購買人：受過於悲觀的虛偽資訊影響、或因公司隱匿有利的重大資訊而未買進股票之人。<sup>15</sup>(2)公司的股東：受過於樂觀的虛偽資訊影響，或因公司隱匿重大不利資訊而決定繼續持有股票之人。(3)公司之股東、債權人及相關人：因公司或內部人於有關證券的購買或出賣有違反 Rule 10b-5 的行為產生損失者。如果公司本身就是購買人或出賣人時，第二及第三類中之股東，常可以透過提起衍生訴訟(derivative action)來規避「Birnbaum 限制」(Birnbaum limitation)。<sup>16</sup>不過，第一類之人就無法迴避「Birnbaum 原則」的限制。<sup>17</sup>

### (2)「Birnbaum 原則」不適用於證管會提起之禁制處分

於 1969 年時，<sup>18</sup>聯邦最高法院即已表示，Birnbaum 案之「購買人—出賣人原則」(purchaser-seller rule)並不適用於證管會依據 Section 10(b)或 Rule 10b-5 提起之禁制處分(injunctive relief)。<sup>19</sup>

## 2. Blue Chip 案<sup>20</sup>

於 Blue Chip 案中，上訴法院並未否定 Birnbaum 案。而聯邦最高法院亦認為 Birnbaum 案是正確的判決，得提起 Section 10(b)及 Rule 10b-5 之訴者，限於證券的「實際購買人或出賣人」(actual purchaser and seller of securities)，因此應禁止被上訴人提起 Rule 10b-5 之訴。聯邦最高法院之理由如下。

### (1) 證管會曾試圖增加「『有意』購買或出賣之人」，但未通過

於 1957 年及 1959 年，證管會試圖請國會修法將「有關任何證券的購買或出賣

<sup>15</sup> 有許多的證據顯示，國會無意將私人訴因擴及於在股票發行時，未購買證券之被要約人 (nonpurchasing offeree)，使其可以主張由於過於悲觀的公開說明書而錯失購買的機會。Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723, 754 (1975).

<sup>16</sup> See Schoenbaum v. Firstbrook, 405 F.2d 215, 219 (2d Cir. 1968), cert. denied sub nom. Manley v. Schoenbaum, 395 U.S. 906 (1969).

<sup>17</sup> Blue Chip, 421 U.S. at 737-738.

<sup>18</sup> SEC v. National Securities, Inc., 393 U.S. 453 (1969).

<sup>19</sup> Blue Chip, 421 U.S. at 752. 不過，在某個私人所提起的禁制處分案件 (“private injunctive actions”) 中，股東控訴內部人操縱市場，降低股息以迫使「其他」股東廉價出賣其持股，雖然原告自己並未出售股票，但第二巡迴法院於此案件中亦未適用其所創立的「Birnbaum 原則」(亦即同意了原告的禁制處分請求)。Mutual Shares Corp. v. Genesco, Inc., 384 F.2d 540 (2d Cir. 1967); Kahan v. Rosenstiel, 424 F.2d 161 (3d Cir. 1970); Liberty Nat'l Ins. Holding Co. v. Charter Co., 734 F.2d 545, 557 (11th Cir. 1984).

<sup>20</sup> 以下主要整理自下列判決：Blue Chip, 421 U.S. 723.

（“in connection with the purchase or sale of any security”）」改為「有關任何證券的購買或出賣，或『有意』購買或出賣之任何人（“in connection with the purchase or sale of, or ‘any attempt to’ purchase or sell, any security”）」」。證管會指出，修改的目的是為了「使 Section 10(b)也可以適用於有關『有意』購買或出賣任何證券之任何人之操縱行為（“to make section 10(b) also applicable to manipulative activities in connection with any attempt to purchase or sell any security”）」」。由於擔心會造成擴張 Section 10(b)的民事責任，因此修正案並未被國會接受。

## (2) 如果國會有有意規範未買或未賣之人，它便會如此規定

Section 10(b)的用語是「有關任何證券的購買或出賣」，1933 年證券法 Section 17(a)則是規定「於證券的『要約』或出賣時（“in the ‘offer’ or sale of securities”）」，比較此二個類似的規定之後，可知若國會有有意賦予既非購買人又非出賣人者有請求權，毫無疑問地，國會便會如此明文的加以規定。<sup>21</sup>但是，既然國會沒有如此的規定，就代表國會無意賦予既非購買人又非出賣人者有請求的權利。

## (3) 「Birnbaum 原則」已經是聯邦上訴法院普遍承認的原則

聯邦上訴法院有許多的判決均認同 Birnbaum 案的見解。<sup>22</sup>由於長期以來，「Birnbaum 原則」一直被許多上訴法院所承認，再加上國會對之也未加以否定，聯邦最高法院於是也認同此一原則。

## (4) 只有實際購買人或出賣人會受有實際損害

參酌 1934 年證交法 Section 28(a)之規定，<sup>23</sup>亦將請求權人限於受有「實際損害」（“actual damages”）者。Rule 10b-5 的原告若受有「實際損害」時，可以證明符合「購買人—出賣人原則」（purchaser-seller rule）。雖然，如同 Affiliated Ute Citizens 案所述，Section 10(b)之損害有時難以證明；不過，大體上至少可以透過交易的證券數量加以證明。<sup>24</sup>相反的，未購買或出賣證券之「想像中的受害人（putative plaintiff）」，若以諸如喪失購買或出賣的機會等無形的經濟上損失為由而提起訴訟時，只不過是想要請求一種「想像的賠償（conjectural and speculative

<sup>21</sup> 因為，1933 年證券法 Section 17(a)便明文及於「要約」（offer）。

<sup>22</sup> Haberman v. Murchison, 468 F.2d 1305, 1311 (2d Cir. 1972); Landy v. FDIC, 486 F.2d 139, 156-157 (3d Cir. 1973), cert. denied, 416 U.S. 960 (1974); Sargent v. Genesco, Inc., 492 F.2d 750, 763 (5th Cir. 1974); Simmons v. Wolfson, 428 F.2d 455, 456 (6th Cir. 1970), cert. denied, 400 U.S. 999 (1971); City National Bank v. Vanderboom, 422 F.2d 221, 227-228 (8th Cir. 1970), cert. denied, 399 U.S. 905 (1970); Mount Clemens Industries, Inc. v. Bell, 464 F.2d 339 (9th Cir. 1972); Jensen v. Voyles, 393 F.2d 131, 133 (10th Cir. 1968); Eason v. General Motors Acceptance Corp., 490 F.2d 654 (7th Cir. 1973), cert. denied, 416 U.S. 960 (1974); Dasho v. Susquehanna Corp., 380 F.2d 262 (7th Cir. 1967), cert. denied sub nom. Bard v. Dasho, 389 U.S. 977 (1967).

<sup>23</sup> Section 28(a)是推論 Section 10(b)含有默示訴權的依據之一。

<sup>24</sup> 亦即，若能證明已交易「特定數量」，大致上已可證明當事人受有損害。



recovery)」，喪失機會的證券數量將只單憑原告個人主觀的假設（subjective hypothesis）而定。<sup>25</sup>

#### **(5) 若無契約關係，則不得主張契約無效**

另參酌 1934 年證交法 Section 29(b)的規定，<sup>26</sup>一份「契約」違反 1934 年證交法的任何規定時，受詐欺的一方有權選擇令契約歸於無效。但是若未有實際購買或出售證券之行為、或無購買或出賣之契約，受到違反 Section 10(b)之行為影響時，則並不適用之。

#### **(6) 證券詐欺的賠償請求權是由法院所創設，應由法院自行解釋**

明示訴權均對請求權人設有資格限制。Section 10(b)是默示訴權，應由法院自行解釋如何處理，而不是由立法機關來制定。<sup>27</sup>如果國會對於私人訴因的要件加以立法明定，司法機關就應該遵守，即使司法機關認為立法機關過度擴張了被告責任，也不得因此限制原告的權利。不過，Section 10(b)及 Rule 10b-5 均係司法創造的默示訴權，對於此類默示訴權，其範圍如何應該由司法機關來界定。

#### **(7) 「購買人—出賣人原則」可從立法沿革中推出**

Rule 10b-5 公布前，受詐欺而賣出證券之人尚無請求權；Rule 10b-5 的立法目的是為了關掉此一漏洞（loophole）。聯邦最高法院認為此一立法沿革正可說明 Rule 10b-5 須適用「購買人—出賣人原則」。

#### **(8) 「Birnbaum 原則」可以避免濫訴**

普遍認為 Rule 10b-5 的訴訟，大體上伴隨著訴訟的程度及種類，產生了濫訴（vexatiousness）的風險。濫訴的風險可能來自於廣泛地擴張 Rule 10b-5 原告的種類，訴訟程序的進行可能阻撓或拖累與該訴訟全無關連的被告之正常商業活動，此類訴訟較之其他種類的訴訟而言，更可能產生濫用聯邦民事訴訟規則之證據告知程序（discovery）的情形。類似此類的訴訟，最常發生濫用證據保全程序（deposition）來盤問被告內部的人員及取得公司的文件。某種程度上，它是在允許原告恣意地提起毫無根據的訴訟，無端占用他人許多的時間，以提高被告願意和解的可能性，造成社會成本的浪費。如果擴張得提起 Rule 10b-5 訴訟之原告種類，無疑是鼓勵當事人濫用。

若無「Birnbaum 原則」，在 Rule 10b-5 之訴，陪審團只能信賴原告一連串的片

<sup>25</sup> Cf. Estate Counseling Service, Inc. v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 303 F.2d 527, 533 (10th Cir. 1962); Levine v. Seilon, Inc., 439 F.2d 328, 335 (2d Cir. 1971); Wolf v. Frank, 477 F.2d 467, 478 (5th Cir. 1973).

<sup>26</sup> 這也是推論 Section 10(b)含有默示訴權的依據之一。

<sup>27</sup> 明示訴因是法律所明定，默示訴因是法院所創設。如果司法權所創設的訴權，其請求人之範圍超過立法權所創設的範圍，的確不太妥當。

面之詞（口頭證詞）；因此，無論原告的主張多麼的不確實，案件在進入審判程序之前，除了和解之外幾乎別無他途。<sup>28</sup>

購買股票及出售股票的事實，通常可以提出書面文件加以證明，不能僅憑當事人的印象。在進入訴訟程序之前，運用「Birnbaum 原則」可以將本身並非購買人或出賣人者排除在外。

「Birnbaum 原則」無疑會將事實上真正受到違反 Rule 10b-5 行為損害之人排除在外，這並非此一原則希望造成的結果。但是，此一原則也將實際上購買或出賣、證據較容易受到事實審判者採信之人，從那些可能僅能妥為做訴之聲明卻不能證明之極大量的潛在原告人中抽離、獨立出來。這是此一原則的優點。若廢棄「Birnbaum 原則」，將使事實的審判者暴露在許多相當模糊的歷史事實爭點之中，其證明幾乎全仰賴口頭證詞（oral testimony）。證管會也認為，若非實際的購買人或出賣人，要舉證受害較為困難。

在今日，由 1934 年證交法所規範的交易環境，原被告之間的當面接洽是一種例外。股票於證券交易所（使用交易所設備之投資人數以千萬計）上市之發行公司，公司之陳述會到達每一個潛在的聽眾（audience），包括將仔細研究公司之報告者、財經雜誌的訂閱者及每日閱讀報紙之讀者。若無「Birnbaum 原則」，未真正參與證券市場的旁觀者（bystander），儘可以在場外等候證券市場的發展，無須負擔投資風險，等到股價下跌時，就宣稱是受到不實揭露的影響、或者等到股價上揚時，就宣稱是受到發行人過度悲觀的財務預測影響，而造成（事後來看）黃金良機（golden opportunity）的錯失。擴大得提起訴訟之原告的種類，最終，其弊將大於利（will ultimately result in more harm than good）。<sup>29</sup>

## （二）否定說

### 1. O'Hagan 案<sup>30</sup>

O'Hagan 案係處理內線交易的問題，本案所採的「私取理論」（misappropriation theory）認為，當某人以買賣證券為目的，而竊取機密資訊，違反對於資訊來源的義務時，其行為構成「有關」證券交易之詐欺，因此違反 Section 10(b)及 Rule 10b-5。聯邦最高法院同意「私取理論」構成「有關」證券買賣的「欺騙方法或手段（deceptive device or contrivance）」。詐欺使用機密資訊的行為係構成 Section 10(b)的「有關買或賣」要件，受託人（竊取人）的詐欺行為之成立時點，不是於受託人取得機密資訊時；而是於未向本人揭露，而使用該資訊「購買或出

<sup>28</sup> 上訴法院 Hufstedler 法官指出，此類訴訟不僅「在審判中難以證明，在進行審判程序之前甚至更難（they are difficult to prove at trial, they are even more difficult to dispose of before trial）」。

<sup>29</sup> 本案的法院並表示，其並非第一個採此一見解的法院。Blue Chip, 421 U.S. at 747-748.

<sup>30</sup> 以下主要整理自下列判決：United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997).

賣證券時」。<sup>31</sup>此時，證券交易的行為與義務的違反同時發生。即使受詐欺的個人或企業並非交易相對人，而是未公開資訊的來源人時亦同。由於資訊的來源人，通常不是交易的相對人，但亦可成立詐欺。惟應注意的是，此時的受害人係「資訊來源人」。換言之，O'Hagan 案認為證券詐欺的請求權人並不限於「實際之購買人或出賣人」。聯邦最高法院更指出，私取理論與 Section 10(b)的文義一致，均要求欺騙必須「有關『任何證券』的買或賣」，而非對某「購買人或出賣人」之欺騙。

不過，「『私取理論』並不適用於某人詐欺銀行以獲取貸款或向他人詐取現金後，使用該筆不法所得的金錢購買證券的案件上（“The misappropriation theory would not . . . apply to a case in which a person defrauded a bank into giving him a loan or embezzled cash from another, and then used the proceeds of the misdeed to purchase securities”）。」「該筆金錢對於不法行為人而言，有獨立使用在證券交易以外的價值存在，此時，詐欺行為於取得金錢時即已成立（“the proceeds would have value to the malefactor apart from their use in a securities transaction, and the fraud would be complete as soon as the money was obtained.”）。<sup>32</sup>」竊取金錢而以之購買證券的行為，並不構成 Section 10(b)的「有關買或賣」要件。

## 2. Dabit 案<sup>33</sup>

雖然 Birnbaum 案之法院並未說明原告的「身分」（standing）與 Rule 10b-5 的關係，但之後的判決中，均將其見解為係一「身分要件」。然而，於聯邦最高法院第一次面對這個問題時，已有數以百計的下級法院（即聯邦上訴法院）判決承認了 Birnbaum 原則，即提起 Section 10(b)及 Rule 10b-5 之私人訴訟的原告限於購買人及出賣人。然而，Bankers Life 案將 Rule 10b-5 的涵蓋範圍作更廣義的解釋，應禁止例如「關於（touching）受害人以投資人身分買賣證券的欺騙方法」。如同大法官 Rehnquist 形容 Rule 10b-5 為「立法上一粒小小的橡樹種子平地長成的一棵司法上高大的橡樹（judicial oak which has grown from little more than a legislative acorn）」一樣，關於 Rule 10b-5 的一些原則，已發展成相當不同於定義何謂構成 Rule 10b-5 實質違反的法則。

最後，聯邦最高法院於本案中必須決定是否允許私人對任何違反 Rule 10b-5 造成他們損害之人加以訴追，或只能限於具備購買人或出賣人身分之原告方得主張救濟。聯邦最高法院，基於以下理由，承認請求人不以具備購買人或出賣人身分者為限。

<sup>31</sup> 即，內線交易係以「交易時」為行為之認定時點。

<sup>32</sup> 反之，詐欺之標的若僅具有使用於證券市場的價值時，就構成「證券詐欺」；因此，此處的「詐欺」並非指「證券」詐欺，而係指一般詐欺。

<sup>33</sup> 以下主要整理自下列判決：Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. Dabit, 126 S. Ct. 1503; 164 L. Ed. 2d 179 (2006).

### (1) 請求人必須是購買人或出賣人之政策考量

聯邦最高法院認為解釋司法創造的救濟時，應將重點放在政策考量（policy consideration）及法院的判決先例，而不是一些批評 Birnbaum 原則為「不合理地使應受賠償之原告無法獲得賠償之咨意限制」等評論，聯邦最高法院於 Blue Chip 案中選擇限制私人的救濟權。限縮原告的範圍，採取判決先例的立場，是因為普遍認為「Rule 10b-5 的訴訟，大體上伴隨著訴訟的程度及種類，產生了濫訴的風險。」即使立場薄弱的案件，若依 Rule 10b-5 提起訴訟，也會產生相當高的和解價值，聯邦最高法院曾解釋道，「訴訟程序的進行可能阻撓或拖累正常的商業活動。」藉由「購買人—出賣人限制」（purchaser-seller limitation）限縮私人訴因，法院認為可以降低這些不良的影響。此一限制，當然不適用於政府依據 Rule 10b-5 提起的訴訟。

被上訴人主張，現行文字只能解為只包含（因此應排除）符合 Blue Chip 案之「購買人—出賣人要件」之訴訟。這也是第二巡迴法院的意見。但將 Blue Chip 案解為係出於 Rule 10b-5 的文字（「有關」），此一見解並不正確。聯邦最高法院於該案並不像 Birnbaum 案的法院，係依賴 Rule 10b-5 的文義來創造「購買人—出賣人限制」；反之，聯邦最高法院於 Blue Chip 案主要是依據「政策考量」，才採此一限制。Blue Chip 案是定義 Rule 10b-5 之私人訴權的範圍，而不是去定義「有關買或賣」此段文字。<sup>34</sup>這方面的疑義於「1998 年證券訴訟統一標準法」（Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998）制定後，已不存在。

### (2) 證券詐欺的侵權行為性質：行為人不限於契約相對人

當聯邦最高法院解釋 Section 10(b)及 Rule 10b-5 的文義時，係採取廣義的解釋。狹義的解釋，乍看之下，並無不合理之處；有人可能會認為原告本身必須是受到詐欺而買進或賣出特定證券之人時，始構成「有關」（“in connection with”）證券的買或賣之詐欺。畢竟那是 Birnbaum 案所採的解釋。但聯邦最高法院在先前的案例如 Bankers Life 案及最近的 Zandford 案中均否定該觀點。無論是由原告或其他人提起訴訟，只要詐欺伴隨著證券交易而發生即可主張。換言之，必須證明的是「詐欺與『任何證券的買或賣有關』，而不是證明受到特定的買受人或出賣人的詐欺（“deception 'in connection with the purchase or sale of any security,' not deception of an identifiable purchaser or seller.”）」」。這個廣義的解釋也與證管會長期以來的見解相符。

Bankers Life 案中，詐欺之行為人並非契約之相對人（即非「購買人或出賣人」），但聯邦最高法院仍認定本案構成詐欺。Zandford 案亦同，詐欺並非契約相對人所為，而係第三人。Dabit 案再度肯定此點，顯見證券詐欺的性質是一種「侵權行為」，故與契約關係無涉（因此，行為人不限於契約相對人），應無行為主體之

<sup>34</sup> 無論 Section 10(b)或 Rule 10b-5，均未提及私人訴因的範圍。

範圍限制，只要是從事詐欺行為之人，而該行為與證券的購買或出賣「有關」時，行為人之責任即已成立。<sup>35</sup>

### (3) 對「有關買或賣」之定義應採廣義解釋

依據「1998 年證券訴訟統一標準法」之制定，於 1934 年證交法 Section 28(f)(1)增訂：「(1)團體訴訟限制。任何私人不得依據任何州或其部門之制定法或普通法，於任何州或聯邦法院提起本法所稱之團體訴訟，主張：(A)有關本法所稱之證券之買或賣，對重大事實有虛偽陳述或隱匿；或(B)有關本法所稱之證券之買或賣，被告使用或運用任何操縱或欺騙的方法或手段。<sup>36</sup>」聯邦最高法院認為，當國會將「有關買或賣」此一關鍵用詞訂入「1998 年證券訴訟統一標準法」時，<sup>37</sup>不可能不知道聯邦最高法院及證管會對「有關買或賣」要件係採廣義解釋的態度。而當「司法解釋已經處理了一個現存法律的意義時，於一個新法中重複使用同樣的文字，一般而言代表著有意將司法解釋成文化（“judicial interpretations have settled the meaning of an existing statutory provision, repetition of the same language in a new statute indicates, as a general matter, the intent to incorporate its . . . judicial interpretations as well.”）。<sup>38</sup>」此一假設於此尤其貼切；國會不僅於 Section 10(b)及 Rule 10b-5 使用相同的文字，且亦於同一法規(按：即 1934 年證交法)的一個條文中使用之。一般而言，「相同文字使用於同一法規的不同部分時……即被推定具有相同意義（“identical words used in different parts of the same statute are . . . presumed to have the same meaning.”）。<sup>39</sup>」

假設國會係採取廣義解釋，不僅符合法律解釋的一般原則，且亦符合「1998 年證券訴訟統一標準法」制定時達到高點的特定考量。狹義解釋會破壞「1995 年私人證券訴訟改革法」的效力，也違背「1998 年證券訴訟統一標準法」的立法目的，即防止某些州的私人證券詐欺團體訴訟被用來破壞「1995 年私人證券訴訟改革法」的立法目的。如同 Blue Chip 案所述，允許持有人提起團體訴訟將產生濫訴的風險。如果「1998 年證券訴訟統一標準法」將團體訴訟中最為棘手的此一類型，豁免在原

<sup>35</sup> Dabit 案的法院，似乎是認為，既然證券詐欺是一種侵權行為，除可推出加害人不必是契約當事人外，亦可反證，被害人也不必是契約當事人。

<sup>36</sup> 原文：(1) CLASS ACTION LIMITATIONS.—No covered class action based upon the statutory or common law of any State or subdivision thereof may be maintained in any State or Federal court by any private party alleging—(A) a misrepresentation or omission of a material fact in connection with the purchase or sale of a covered security; or (B) that the defendant used or employed any manipulative or deceptive device or contrivance in connection with the purchase or sale of a covered security.

<sup>37</sup> 「1998 年證券訴訟統一標準法」Section 101 於 1934 年證交法 Section 28 中新增(f) “Limitation on remedies”。

<sup>38</sup> Bragdon v. Abbott, 524 U.S. 624, 645 (1998); see Cannon v. University of Chicago, 441 U.S. 677, 696-699 (1979).

<sup>39</sup> IBP, Inc. v. Alvarez, 546 U.S. 21 (2005).



本的排除範圍外，可說頗為怪異。<sup>40</sup>

#### (4) 原告的身分並不是決定詐欺是否係「有關證券的買或賣」之關鍵

被上訴人所欲主張的（且第二巡迴法院所欲承認的）「持有人」團體訴訟，與典型的 Rule 10b-5 團體訴訟只有一處不同：它是由持有人而非購買人或出賣人提起。基於標準法的排除條款，這個區別也並無關連；原告的身分並不是決定詐欺是否係「有關證券的買或賣」之關鍵。被上訴人於此所指稱的不法行為（詐欺操縱股價），如同 Zandford 案與 O'Hagan 案所述，無疑地構成「有關證券的買或賣」之詐欺。<sup>41</sup>（下期月刊待續）

<sup>40</sup> 此處所說的「排除範圍」係指 1934 年證交法 Section 28(f)(1)之規定，依據此一規定，單就文義上來看，被排除的是有關證券的「買」與「賣」之詐欺訴訟；但 Dabit 案特別澄清，未買或未賣的「持有」類型也應該在此一「排除範圍」內，換言之，亦不得依據州法提起「持有」之證券詐欺團體訴訟。

<sup>41</sup> Eason 案亦認為，只要是直接受到「有關」證券交易的詐欺損害的投資人均為受害人，「即使他們並未參與證券的買或賣時（even though their participation in the transaction did not involve either the purchase or the sale of a security.）」，亦同，*Eason*, 490 F.2d at 659.