

論著

美國聯邦最高法院United States v. O'Hagan判決 對於內線交易規範之衝擊

耿一馨（證期會稽核）

一、前言

在一九八〇年以前，對於內線交易之案件，很容易預測美國法院之判決結果，其係以取得資訊之對等性為責任理論之基礎，而發展出「平等接觸理論」（註一）（The Equal Access Theory），要求證券市場交易之當事人具有平等取得他方所占有之重要資訊。然而在一九八〇年，美國聯邦法院發展出另一個有關內線交易責任之理論，稱為「忠實義務理論」（The Fiduciary Duty Theory）只有在內部人交易違反和交易相對人之信賴關係（trust or confidence）時，始有構成證券詐欺之可能，若缺乏此一忠實義務關係，內部人並無義務向同時期交易人揭露資訊，亦不會引起證券詐欺訴訟，以此理論為基礎之判決，最著名的有聯邦最高法院一九八〇年Chiarella v. United States（註二）及一九八三年Dirks v. SEC（註三）二判決。

但是，在一九八一年United States v. Newman（註四）乙案中，美國聯邦第二巡迴法院既未採取「平等接觸理論」，亦未採取「忠實義務理論」，而係引用最高法院首席法官Burger在前揭Chiarella乙案中提出之不同意見，即混合前揭二理論之「私取理論」（註五）（The Misappropriation Theory），這也是聯邦巡迴法院首次明示接受「私取理論」；Newman案判決認為在「私取理論」下，以非法手段獲取未公開資訊並利用該資訊交易之當事人，僅以其私取資訊之行為，即可成立責任，該理論之內涵將原本在「忠實義務理論」下，對同時期交易人之詐欺，轉換為對於資訊來源之詐欺（the source of misappropriated information）。

「私取理論」在美國聯邦巡迴法院孕育很長的一段時間（註六），第四巡迴法院在一九九五年United States v. Bryan（註七）一案將之否定，其引用聯邦最高法院在Santa Fe Indus. v. Green（註八）乙案認為並非所有違反證券交易之忠實義務皆構成違反依一九三四年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）Section 10(b)訂定Rule 10b-5之見解，並認為私取資訊雖係違反忠實義務，但尚不符合Rule 10b-5之「欺騙」要件。然而，聯邦最高法院在一九九七年United States v. O'Hagan（註九）一案中，卻明確承認「私取理論」之有效性；「私取理論」似乎是「忠實義務理論」與「平等接觸理論」的綜合體，企圖在該二理論間建立橋樑，也就是說，自「忠實義務理論」角度言，「私取理論」仍建立在違反忠實義務上，但其忠實義務之內涵已不相同，係交易人對未公開資訊之來源負有義務；另一方面，「私取理論」就投資人和其交易之市場參與者間並不須有忠實義務關係，卻是和「平等接觸理論」相同（註一〇）。

聯邦最高法院在O'Hagan 案之判決，已揚棄其拘泥於文義解釋之方法，並以承認有爭議的「私取理論」作為內部人交易責任基礎，開啟了SEC及美國司法部調查、起訴的大門，得以嶄新的證券詐欺理論追訴民、刑事責任。本文首先概述內線交易成文法規範架構，因實質上美國內線交易規範係由司法先例發展並累積而成，故接著進一步深入瞭解就此問題美國司法上發展所歸類出各重要理論及法院之態度，探討聯邦最高法院明確採取「私取理論」，對於自Chiarella 案以來美國內線交易規範之既存理論及其架構所帶來的緊張關係及衝突之調和，究竟其在學理及法規上是否合理且有效率；雖然該理論效力之穩固性仍有待紮根，但藉由O'Hagan案，使美國學界、執法單位及法院有機會重新思考該理論在內線交易規範體系之價值。同時，也藉由深入探討美國司法實務上之最新發展，瞭解美國基於證券市場機能的特殊性所發展出之規範體制，期能在學界、實務界多有探討內線交易規制外，提供一些衝擊與思考方向，以有助於國內相關規範之運作。

二、美國內線交易成文法規範基礎

(一)一九三四年證券交易法Section 10(b)及Rule10b-5

美國國會因警覺到一九二九年股市大崩盤及經濟大蕭條的嚴重影響，便制定一九三三年證券法（Securities Act of 1933）及一九三四年之證券交易法（Securities Exchange Act of 1934），後者包含了極多的規定，並藉由資訊公開及反詐欺之規範以防止全國性證券交易之市場操縱行為。儘管大眾對於內線交易係固有罪惡活動有普遍認知，但是對於禁止內線交易之理由，一直有所爭議（註一一），而美國聯邦證券法規對於「內部人交易」（insider trading）並無定義，亦未明文禁止。事實上，許多學者主張不須規範內線交易（註一二），但是支持國會應規範內線交易之學者，則認為內線交易活動造成公司經營階層惡化的誘因，並且會引起資訊公布之遲延，也阻礙合法的市場分析，影響大眾的投資意願。一九三四年證券交易法Section 10(b)之反詐欺概括條款，便提供規範內部交易人活動之工具，該條項與本文主題有關的二個重要條件即「詐欺」及「和任何證券買賣有關」（in connection with the purchase or sale of any security）。

美國證券管理委員會（以下簡稱SEC）於一九四二年依據證券交易法之授權，制訂Rule10b-5（註一三），其與Section 10(b)皆未對「內部人交易」作明確定義，而由聯邦法院及SEC（註一四）基於其反詐欺之立法目的，以法令解釋發展出內部人交易之意涵與基礎；在這長期尋找最適切規範內線交易活動之過程中，實務界與學界已發展出二個基礎學理作為內部人交易規範之根據，即稍後所要論述的「平等接觸理論」及「忠實義務理論」。

(二)一九三四年證券交易法Section 14(e)及Rule14e-3

美國聯邦最高法院在一九八〇年Chiarella 乙案中，認為如未違反信賴關係義務而取得重大未公開資訊並利用該資訊交易之人，並未違反Rule10b-5之規定。SEC為彌補Chiarella案所造成內線交易規範上之漏洞，便迅速依據Section 14(e)之授權，訂定了Rule14e-3（註一五），其目的係規範公開收購案件中，以事前知悉之資訊從事目標公司證券內線交易之情事。Rule14e-3之成立要件和Rule10b-5有所差異，並不須具備傳統上受託或忠實義務，只要行為人擁有公開收購未公開之資訊，交易即可能受到禁止（註一六）。Rule14e-3基本之觀念係擁有關於公開收購重大未公開資訊之人，事先進行交易之行為，將導致市場資訊不公平與證券市場之崩潰，故要求擁有關於公開收購重大未公開資訊之人，負擔不得進行交易之義務。

（三）一九三四年證券交易法Section 16(b)

為防止公司董事、經理人及大股東利用其特殊地位，獲取內線消息買賣股票以圖利自己，致影響投資人對市場之信賴，美國國會乃制定Section 16(b)，該條不管內部人實際上是否利用未公開資訊買賣股票，只要證明內部人在六個月期間內買賣自己公司股票而獲利者，即可適用該條（註一七）。

（四）一九八四年「內線交易處罰法」（Insider Trading Sanction Act of 1984, ITSA）及一九八八年「內線交易與證券詐欺執行法」（Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988, ITSFEA）

ITSA雖以成文法的方式去補充Rule10b-5，但是其仍未對何謂「內部人交易」有所定義，其重點係在於授權SEC根據ITSA向被告收取因進行內線交易所獲得之利益或因此而未受損失之三倍作為民事賠償。

ITSFEA雖亦未明文界定「內部人交易」的意義及規範目的，但是對於內部人交易具控制關係之人

（controlling person）其責任明文化，使公司負有採取適當的內部監視措施之義務。同時，亦賦予涉案被告同時期進行交易之人（contemporaneous trader），得以民事訴訟請求損害賠償。另外本法並加重內線交易之刑事責任，最高可處以十年有期徒刑，對自然人得科或併科最高一百萬美元之罰金，非自然人則科或併科二百五十萬美元以下罰金。

三、United States v. O'Hagan前內線交易規範學理上之爭論

（一）平等接觸理論（The Equal Access Theory）

「平等接觸理論」是建立在證券市場全部投資人應有平等取得重要資訊的標準假設，本理論並未將其範圍擴張至要求證券交易當事人間資訊實質上的平等，而僅在同時期交易人難以合法地獲得資訊時，始引起「揭露否則戒絕交易」原則（abstain or disclose theory）之適用（註一八）。「平等接觸理論」之基本理念係「公平」，因為內部人基於其有利之地位，合法地壟斷並取得重大資訊，對於不知悉資訊之市場投資人，無異是一種懲罰。聯邦第二巡迴法院在SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.一案（註一九），首次提及「平

等接觸理論」，任何人如有途徑得到公司重大且未公開之消息，必須公開此一消息，否則不得從事交易。

批評者認為「平等接觸理論」將抑制反應市場真實價值且具社會性功能之財務分析專業，使財務分析專家不能自其研究回收投資利益，卻必須將分析所帶來之利益分派給市場交易人，該理論並拒絕給予分析專家「發現者的費用」，損害了提供與創造資訊之誘因，其公平性受到質疑（註二〇），因此，發展出「忠實義務理論」加以緩和。

（二）忠實義務理論（The Fiduciary Theory）

忠實義務理論認為內部人交易活動違反公司股東與內部人間信賴關係時，始應負責。原本在判例法上，交易之當事人擁有資訊上之利益，並不需 要揭露其優越之消息，因此當事人有誘因去找出充分之資訊，此乃具有社會性 功能之活動。然而，此判例法所發展出原則之例外，係當交易當事人為受託人，便不得利用該重要資訊交易（註二一），亦即此時應適用「公開否則戒絕交易」原則，否則即屬詐欺行為。

聯邦最高法院首次在Chiarella v. United States一案建立「忠實義務理論」，以重大內線消息之取得人是否具有受託或忠實義務，作為判斷是否須負擔「公開 否則戒絕交易」之義務。在該案中，Chiarella受僱於從事印刷業的Pandick Press 公司，擔任排字及版面工作，該公司受委託製作有關公開收購案應揭露之文件，該等文件雖將目標公司以代號或空白表示，但Chiarella卻猜出目標公司之名稱，便買進目標公司之股票，於公開收購消息公開後，隨即賣出股票，賺取 利益約三萬美元。紐約地方法院判決其違反Rule10b-5，Chiarella不服，上訴第二巡迴法院，該院再次採取 Texas Gulf Sulphur Co.乙案建立之「平等接觸理論」，並將之定罪（註二二），案經上訴最高法院，推翻上訴法院之見解，其理由為 Rule10b-5係最重要的反詐欺條款，只有在有義務揭露時卻未公開資訊時，始 構成詐欺，而此種揭露義務僅存在於公司董事，或具控制權之大股東與高級職員等內部人。

聯邦最高法院並拒絕SEC以Chiarella未對「同時期交易人」揭露係構成Section 10(b)「欺詐」(deception)要件之論點，法院認為基於判例法原則，未公開資訊之行為與公開之義務須同時存在，始有詐欺可言；本案最高法院以Chiarella 與目標公司股東間，之前並無交易關係，又非該等股東之代理人或受託人為 由，故其在從事證券交易前，並無公開之義務，僅係單純之沈默並未違反Section 10(b)及Rule10b-5。另外，在Dirks v. SEC（註二三）一案，聯邦最高法院表達了對非忠實關係內之人（消息 取得人,tippee）自公司前內部人（消息傳遞人,tipper）接受公司未公開資訊之責 任問題的處理方式。最高法院認為，消息取得人僅係接受資訊，並未與公司股 東有信託之忠實義務關係，因此並無揭露之義務，法院並反對SEC認為 消息取得人之責任理論基礎係全部市場交易者間應有平等資訊之反詐欺規範 的論點。

在前揭Chiarella及Dirks二案，最高法院建立了Section 10(b)內部人交易訴訟下「忠實義務理論」之生長環境與生存能力，並否定「平等接觸理論」。「忠實義務理論」與「平等接觸理論」代表了兩極化的規範哲學，前者係以堅強的判例法為基礎，後者是根植於較主觀的公平主張。內部人交易之法規範架構可以說是二個極端不同的理論相互調和的結果，而以下所深入研述之「私取理論」，則是試圖為上開二理論找出一個中庸的規範理由，但其是否能真正解決問題，仍待檢驗。

四、美國早期司法上「私取理論」之發展

(一) Chiarella案法官Burger不同意見書

「私取理論」(The Misappropriation Theory)最早源自Chiarella案首席法官Burger的意見(註二四)，其以被告Chiarella為Pandick Press公司受僱人之職位，而獲取重要未公開之資訊並利用該資訊交易，係對於該公司及其客戶違反義務。最後法院多數意見判決認為Chiarella和其所交易之股票的公司，並無忠實義務關係，故未對目標公司詐欺，但是Chiarella是否對Pandick Press公司詐欺而違反Section 10(b)乙節，因SEC未向陪審團提出，故法院未就此爭點判決。

Chiarella案首席法官Burger之不同意見卻形成了「私取理論」之基礎，Burger認為被告Chiarella因私取因信賴關係而委託給他的未公開且有價值之資訊，並隨後在市場買入證券以自肥(exploit)其非法取得之資訊利益，其行為應係違反反詐欺條款，因為投資人所獲得之資訊如非基於其優越之經驗、前瞻性及努力，而是以非法之手段，則其對於交易之他方股東(the shareholder on the otherside)，負有揭露否則戒絕交易之絕對義務(註二五)。

此時，最高法院並未直接面對「私取理論」效力之問題，似乎意圖將「私取理論」有效性之問題丟給聯邦巡迴法院解決，而巡迴法院間也引起激烈的反應。第二巡迴法院在Chiarella案一年後之United States v. Newman(註二六)首先接受「私取理論」作為內線交易之責任基礎。

(二) United States v. Newman

第二巡迴法院在本案強調「效果導向分析」(註二七)(the effect-oriented analysis)，這在早期的「平等接觸理論」亦扮演重要的角色，也就是被告自投資銀行處，私取有關併購資訊之行為，如同和竊取金錢一樣構成詐欺之效果。被告抗辯其私取行為並未和有價證券之買賣有關(註二八)(not "in connection with the purchase or sale of any security")，故不應受Section 10(b)之禁止。

第二巡迴法院駁斥之，判決被告行為符合"in connection with"之要件，係因Newman之犯罪行為

的唯一之目的係在證券市場利用私取之資訊。第二巡迴法院在Newman案判決影響最大的一點，也是和Chiarella案中Burger法官意見相異之處，應該是法院認為即使被詐欺的一方並非證券買受人或賣出人，被告之行為在「私取理論」下仍構成詐欺的論點（註二九）。因為在傳統內線交易案件，詐欺之被害人必然是同時期之交易人，因而對之有揭露內部資訊的義務，但是第二巡迴法院在Newman案所建立新的責任的認定範圍中，並未採用傳統的見解（註三〇）。

（三）Carpenter v. United States（註三一）

聯邦最高法院直到Carpenter案始首次有機會考慮是否採用「私取理論」，雖然，最高法院在本案極力避免去決定「私取理論」而態度模稜，但是仍轉變了內部人交易法律體系解釋之判斷（註三二）。

本案Winans係華爾街日報（Wall Street Journal）之新聞記者，且為某知名股市專欄之執筆之一，被告Carpenter係該報社之辦事員，Felis和Brant是證券經紀人，該四人共同計畫由Winans提供該專欄尚未公開而即將出版與證券有關之消息給Felis和Brant，並預先買進與該消息有關之股票，四人共享約六十九萬美元之利益。聯邦地方法院以被告私取屬於華爾街日報之資訊為由，判決被告有罪，即使華爾街日報並未涉系爭證券之買進或賣出。第二巡迴法院判決仍維持原判，以Section 10(b)與Rule 10b-5相繩（註三三）。

案經上訴聯邦最高法院，該院對於「郵電詐欺法」（Mail and Wire Fraud Statute）部分無異議判決被告有罪，但對於Section 10(b)與Rule 10b-5，是否承認「私取理論」乙節，則以四比四未為終局決定。

（四）SEC v. Cherif（註三四）

第七巡迴法院在SEC v. Cherif案中明示採取「私取理論」（註三五），在本案，因為被告Cherif於私取內部資訊而進行證券交易時，已非受僱人，其在某週末下班時間進入之前任職的銀行辦公室，搜尋並竊取有關計畫中之併購資訊，被告並利用該竊取之資訊，買入目標公司股票，隨後在宣布併購事件後賣出股票獲利。第七巡迴法院認為，銀行將應保密之資訊因信賴關係託予被告，而被告卻於僱傭關係終止後彙整該等資訊，並利用於證券交易，其行為已違反於僱用終止後對銀行應繼續保密之義務。該法院並引用美國法律整編代理法第三九五條規定（註三六）（American Law Institute Restatement (Second) of Agency Section 395），認為被告Cherif利用屬於該銀行之財產和資訊，並使其藉由忠實義務關係而獲利，違背銀行本身之利益，最後判決被告之詐欺行為違反Rule 10b-5之規定。

五、私取理論發展之里程碑—United States v. O'Hagan

（一）O'Hagan案案情

在一九八八年七月，美國 Minnesota州Minneapolis市之Dorsey & Whitney 法律事務所，其受Grand Metropolitan 公司之委任，擔任該公司收購Pillsbury 公司 普通股股權案之地區顧問，Dorsey & Whitney 及 Grand Metropolitan皆採取必要 的預防措施去保護這併購計畫的機密性。在Dorsey & Whitney法律事務所受任 此併購案之同時期，O'Hagan也是該事務所的合夥人，在該事務所代表Grand Metropolitan 之期間，O'Hagan 並未從事有關Pillsbury併購案之工作。

被告O'Hagan一開始在一九八八年八月十八日買進Pillsbury股票之買權 (call options)，在此時，O'Hagan持有二千五百單位之選擇權，這數量遠超過 任何個人投資者，每一單位選擇權允許買進Pillsbury普通股一百股，除買權以 外，他又買進Pillsbury 五千股普通股，每股購入成本平均三十九美元。同年九 月間，Dorsey & Whitney 法律事務所終止代表Grand Metropolitan，之後Grand Metropolitan在十月四日公開宣布其收購Pillsbury公司股權，依據所公布之消 息，Pillsbury公司股票之價格竄升至每股六十美元，隨後O'Hagan賣出全部的 股份，並獲利超過四百三十萬美元。

SEC開始對O'Hagan展開調查，本案最後進入法院，SEC並進一步指稱O'Hagan 事前侵占並移轉其他客戶之信託資金，且以Pillsbury股票之獲利來掩蔽其侵占 之非法行為。O'Hagan 被Minnesota州法院處以三個月徒刑，併科以十六萬 美元罰金，同時被該州最高法院取消律師資格。在聯邦地方法院，O'Hagan被 判決違反「郵電詐欺法」(Mail and Wire Fraud Statute)、Section 10(b)、Rule 10b-5、Section 14(e)、Rule 14e-3(a)及洗錢規定，處以四十一個月徒刑。

本案經上訴至第八巡迴法院，該院推翻下級法院所有定罪，並認為Section 10(b)及 Rule 10b-5之責任不能在「私取理論」下成立；該院並判決SEC超過 法律之授權制訂Rule 14(e)，因為Rule 14e-3(a)並未具備須違反忠實義務之要件，同時，法院判決O'Hagan並未違反「郵電詐欺法」及洗錢之規定。案經上 訴最高法院，該院判決廢棄第八巡迴法院之判決。

(二) 聯邦最高法院在本案之態度

法院依次提出對第八巡迴法院之批評，且未採用Chiarella案認為以未公 開資訊交易所引起之責任，僅發生在公司內部人與股東間之論點（註三七）。本案以 Ginsburg法官為首之多數意見，明白地承認「私取理論」之效力，最高法院基 於以下三點理由廢棄第八巡迴法院的判決，第一、法院以六比三之多數意見， 認為Section 10(b)之刑事責任係根基於「私取理論」；第二，法院以七比二之多 數意見，認為SEC就Rule 14e-3不須具備忠實義務違反之要件，亦未逾越法 律的授權；第三，法院全體一致地重申其在Carpenter案之見解，判決認為 O'Hagan之行為亦違反了「郵電詐欺法」之規定（註三八）。以下就本案判決主張「私 取理論」效力所面臨二個重要的問題點分述如下。

1. 最高法院認為私取資訊者，其行為符合Section 10(b)「欺詐」(deception)之規定

最高法院以判例法之代理法理，來解釋O'Hagan負有揭露義務；對信託人佯裝忠誠之受託人，為了自己利益秘密地侵佔信託人之資訊，此種私取行為，係詐欺的一種型式。本案O'Hagan未能對Dorsey & Whitney法律事務所及Grand Metropolitan揭露其交易，其行為符合Section 10(b)詐欺之規定，法院並提出代理法理，認為代理人為個人利益，利用本人應保密之商業資訊之前，必須對本人揭露，並應得到本人之同意，如違反前揭義務，本質上係詐欺。

2. 私取理論滿足和「證券買賣有關」(in connection with the purchase or sale of any security)之要件

對於此系爭問題，引起一個純粹的法律解釋問題。O'Hagan判決認為受託人之行為該當詐欺之時點，並非在其獲取應保密資訊之時，而是在未向信託人揭露卻利用該等資訊買賣證券之時，即證券交易與忠實義務之違反係同一時點。O'Hagan詐欺之對象，並非證券交易之他方當事人，而是未公開之資訊來源(the source of information)。但是聯邦最高法院認為，Section 10(b)並未禁止所有涉及應保密資訊可想像之詐欺型態，如果私取者故意利用未公開資訊在證券交易以外的情況，則Section 10(b)並未包含之。

(三)O'Hagan案判決之不同意見

1. 法官Thomas之不同意見(註三九)

法官Thomas及首席法官Rehnquist聯合提出協同意見及部分不贊同意見，同意多數意見對未揭露之私取行為構成Section 10(b)之欺詐要件之判決，但是其認為作為內部人交易責任基礎之「私取理論」應屬無效，因為該理論能與Section 10(b)之「和證券買賣有關」("in connection with")之解釋相合。法官Thomas認為"in connection with"之解釋，應是利用私取資訊之行為僅得在證券交易中完成，故O'Hagan並未違反Section 10(b)之規定。

2. 法官Scalia之不同意見(註四〇)

法官Scalia亦提出部分協同意見及部分不贊同意見，其不認同法官Thomas之分析，質疑Section 10(b)適用在本案是否具關連性及一致性(coherent and consistent)，法官Scalia表示，最高法院應單純地決定O'Hagan之行為是否違反Section 10(b)及Rule 10b-5，並認為Section 10(b)語意未盡精確，依「從寬解釋原則」(principle of lenity)，應解釋為詐欺之對象須為證券交易當事人，故O'Hagan不須負擔刑事責

任。

六、「私取理論」面臨之難題與批判

「私取理論」對於內線交易詐欺行為在證券交易法上之責任，是立於對於一個和系爭證券交易當事人以外之主體，即「未公開之資訊來源」詐欺。這命題是否合理，為何聯邦政府及SEC要介入僱用人與受僱人間之紛爭，以聯邦證券法規規範這些違反信託之受託人，如何能促進通說認為內線交易規範最重要之立法目的——保護投資人對證券市場公正性之信賴，這是「私取理論」所面臨的質疑（註四一）。

「私取理論」是否能符合Section 10(b)之文義，以及其是否有學理上之缺陷，同時，「私取理論」與O' Hagan案前已建立之判決先例間如何作一個最妥適的選擇，依序分析如次：

（一）「私取理論」是否和Section 10(b)之文義相符合

1. 就欺詐（Deceit）要件而言

聯邦最高法院之前在Chiarella案中，是依據判例法上「欺詐」（deceit）之內涵來理解Section 10(b)有關"deceptive device"要件，並將之定義為有義務公開而未公開（註四二），而證券交易人間具有忠實義務關係，是內部人交易欺騙行為所生責任之前提。但是，最高法院在O' Hagan案卻將內部人交易責任之前提，建立在被告假裝對「資訊來源」忠誠卻為個人利益秘密地侵占該資訊之行為（註四三）。

法院在O' Hagan案似乎暗示任何受託人違背對資訊來源信託而產生之義務，即可引起證券詐欺訴訟（actionable securities fraud），而不必對於同時期交易之人有揭露義務之違反（註四四）。依此分析，「私取理論」和「平等接觸理論」在前揭「可引起證券詐欺訴訟」之概念上，似乎並未謹慎考慮Section 10(b)有關欺詐（deceit）之要件（註四五）。在判例法上，法院對於"deceit"一直定有精確的文義，其包含許多類型之詐欺，但並不是所有忠實義務之違反皆包括在內（註四六）。

Chiarella案和Dirk案法院指出，Section 10(b)之"deceit"內涵並未包含對於市場交易人無揭露義務而未揭露之行為（註四七）。但是支持「私取理論」的學者卻批評，將禁止之欺騙行為限制在對於因違反忠實義務之被害人所為之非法犯罪行為，是超越立法者之意圖（註四八）。以「私取理論」之立場，因為Section 10(b)規定之對象是「任何人」之詐欺行為（註四九），故不須將問題放在當事人之特別關係上，但是Section 10(b)之規範界線到底應置於何處，則有討論之價值。

2. 「私取理論」是否符合Section 10(b)「和證券買賣有關」要件（in connection with the purchase or sale of any security）乙節

在O'Hagan案之前以「忠實理論」為判決基礎之案件，最高法院已提出在 Section 10(b)之訴訟，須具備"in connection with"要件，亦即詐欺應對證券之買受人或賣出人為之（註五〇）。

但在O'Hagan案，法院所承認之「私取理論」將Section 10(b)之"in connection with"要件擴大解釋，即使對於與證券交易無關之「未公開資訊來源」的犯罪行為，只要最終是以證券交易之方式完成者，亦包括在Section 10(b)文義之內；如前所述，法院認為O'Hagan之欺騙行為並非在私取應保密資訊時完成，而是在隨後的證券交易利用該資訊卻未對資訊來源揭露之時。基此，雖然O'Hagan案法院表示「私取理論」名義上仍保留Chiarella案忠實義務違反之要件，但是其內涵實質上已完全不同。

(二)「私取理論」擴張詐欺內涵之質疑

依據以上分析，「私取理論」固係對抗內線交易不法行為極為便利之武器，但其妥適性在理論上仍有質疑，應留待聯邦法院再檢驗；尤其法院應嚴肅考慮承認私取者詐欺之對象是資訊來源的詐欺責任，是否等同於對於所有投資人負有揭露未公開資訊之概括義務，以及承認對「資訊來源」負有揭露義務，在損害填補法理上的平衡性。

在「忠實義務理論」下，當一方證券交易人故意欺詐與之有信賴關係之他方證券交易人時，則證券交易法反詐欺條款保護投資人之系統即刻運作，在此情形下，「忠實義務理論」所欲防止之作用，是和Section 10(b)所欲促進的目的相同。但是在「私取理論」下，竊取「資訊來源」之應保密資訊，對於「資訊來源」違反揭露義務，雖係非法行為，但是是否皆能適用反詐欺條款，學說上質疑Section 10(b)之規範目的是否包括阻止竊盜行為，及保護雇主免於竊盜之侵害（註五一）。

(三)「私取理論」下民事責任之特殊配置

假設Section 10(b)是打擊私取案件的詐欺手段有利工具之情形，則將使「忠實義務理論」與「私取理論」下的執法策略有重大不一致。舉例而言，對同時期交易人民事賠償訴訟的問題，和「私取理論」下的賠償體系結構並不一致，這種差異性，在違反Section 10(b)之案件，影響美國司法部及SEC是否得將私權訴訟(private action)作為輔助執法手段（註五二）。然而，在私取的案件中，被詐欺的一方是「資訊來源」，並非證券之交易人。在一般責任理論下，未被詐欺之人，不應有權提起損害賠償訴訟（註五三）。第二巡迴法院在Moss v. Morgan Stanley Inc.案（註五四），判決私權訴訟並不存在於私取案件之同時期交易人，但一九八八年美國國會制定「內線交易與證券詐欺執行法」（Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988, ITSFEA）賦予私取案件同時期之交易人這樣的訴權（註五五），然而，這樣的成文規定是否和美國長久判例法發展出來的責任體系相容，學理上是有疑問的。

「私取理論」所面臨的最大問題，是懲罰那些對「資訊來源」詐欺的犯罪，而不是對於與其交易之人詐欺的行為；同時期交易人只被推定為系爭非法行為的模糊受害人。這個問題突顯了同時期交易人並非「私取理論」所創造出的曖昧受害人，而是主要受害人的事實（註五六）。而「私取理論」除須對資訊來源負有忠實義務外，對於同時期交易人亦負有隱含的義務，最後的發展可能使「私取理論」和「平等接觸理論」完全相同，這應該不是「私取理論」支持者所欲見。

七、學理上O' Hagan案判決之價值（代結論）

未來的案件，法院可能繼續採用「私取理論」，也可能重申Chiarella及Dirks 二案「忠實義務理論」之有效性，如果法院未明確地放棄二責任理論之一，則在法院在內部人交易規範立場上，仍有本質上的不一致。「私取理論」雖然試著調和「平等接觸理論」及「忠實義務理論」，以澄清內部人交易規範令人困惑的狀態，聯邦最高法院在O' Hagan案中也試圖以圓滿中庸的主張，採取「私取理論」，雖然該理論效力之穩固性仍有待紮根，但O' Hagan案明確肯定「私取理論」之有效性，讓美國學界、執法單位及司法界有機會重新思考該理論在內線交易規範體系之價值，功不可沒。

O' Hagan案判決認為「私取理論」和聯邦證券法保護誠實公正證券市場並藉此提升投資人信賴之立法目的相一致。雖然，在證券市場資訊不均等是不可避免的，但是投資人可能會猶豫將資金投入這樣未經法律控制檢驗、以私取未公開資訊交易的市場，投資人資訊上不利之地位，相對於以不當手段擁有重大未公開資訊之私取者，這種不利地位卻不能以研究分析或專業技術克服。因此，依立法目的之分析，O' Hagan案判決採「市場誠實正直理論」（integrity of the market theory）及「財產權理論」（property rights theory），而該二理論係符合Section 10(b) 及Rule10b-5之立法目的（註五七）。雖然O' Hagan案判決對於禁止內部人交易規範之經濟理由未投以注意，但是其在表達證券市場「公平」之內涵，卻是成功的。

O' Hagan案判決不採判例法上欺詐（deceit）之法理，對於內部人交易法規範有重要含意。最重要的是，聯邦最高法院承認「私取理論」，已使政府具有有效打擊內線交易之重要武器，該理論帶來執法之權威，並提高內線交易案件偵查之可能性，也因為該理論寬闊的範圍，允許執法者對抗在傳統「忠實義務理論」下難以對抗之資訊不對等的情形。因為「私取理論」和大眾譴責違反信託地位而為個人財務上利益之行為的道德感相合致，即使「私取理論」的範圍很寬廣，但是O' Hagan案法院以其在判例法上代理法理仍具充分理由，得以利用代理法理去限縮該理論之適用範圍，使「私取理論」適用上具可預見性，得以和無遠弗界的「平等接觸理論」劃清界限；因此，此一打擊內部人交易之武器，仍內鍵自動適用之裝置。

聯邦最高法院在O' Hagan案判決轉換了內部人交易規範之法律體系，解放了傳統理論上的限制。但是

「私取理論」究竟是否提供一個合理的、有原則的基礎，以禁止削弱證券市場公正性的行為，並妥適地填補傳統「忠實義務理論」下的規範漏洞，仍待法院在未來的案件建立更紮實的理論基礎。我國雖因法體系之不同，在內線交易之規範無法完全援引美國之制度，但關於美國之規範及其經驗，可供我國有關證券法規解釋時之參考，甚至在制度上的衝突之處，也可使我們重新思構，使我國在有關規範之運作上，能有不同角度的思考。

註釋

註一：See Ferrara Thomas, FERRARA ON INSIDER TRADING AND THE WALL, 2-16 (1980)；在 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968) (en banc) 一案，如證券市場交易人所擁有之併購相關資訊係他人無法獨力以合法方式取得，則以該資訊交易係屬非法，而涉有證券詐欺之問題。

註二：See Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980)。

註三：See Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983)。

註四：United States v. Newman, 664 F. 2d 12 (2d Cir. 1981) cert. denied, 464 U.S. 863 (1983)。本案事實類似Chiarella案，係某一投資銀行之兩名受僱人，將有關計畫中某公司併購之消息傳遞給其他同事，取得該消息之同事立即買入目標公司之股票，而於上述消息對大眾公開後立即賣出，獲得差價利益。第二巡迴法院判決認為這些職員共同詐欺投資銀行及該投資銀行之客戶，其詐欺方式係為自己利益私取高度敏感之內線消息並於證券市場中加以利用。

註五：See Ferrara Thomas, supra note 1, 2-26。

註六：自Newman案出現後，在United States v. O'Hagan案判決之前，聯邦第二、第三、第七及第九巡迴法院皆已承認私取理論，但第四及第八巡迴法院卻拒絕「私取理論」。See Monu Joseph, United States v. O'Hagan: Is the Misappropriation Theory Appropriate?, 1 In Brief L. J. 3, par. # (1997), <http://LegalBrief.com/joseph.htm>。

註七：58 F. 3d 933 (4th Cir. 1995)。

註八：430 U.S. 462 (1977)。

註九：See United States v. O'Hagan, 117 S. Ct. 2199 (1997)。

註一〇：See M. Breen Haire, THE UNEASY DOCTRINAL COMPROMISE OF THE MISAPPROPRIATION THEORY OF

INSIDER TRADING LIABILITY, 73 N.Y.U.L. Rev. 1251,1269 (1998).

註一一：See William K.S. Wang & Marc I. Steinberg, INSIDER TRADING, p.14-117(1996).

註一二：主張內線交易不須規範之理由主要有二，其一，內部人利用內線交易所得利潤，是對於其在公司服務之最有效率的補償方式；其二，內線交易可使股價趨向正常價格，形成公平合理之股價，使投資大眾能作較正確的投資決定，進而有效地分配資金；See Dennis W. Carlton & Daniel R. Fischel, THE REGULATION OF INSIDER TRADING, 35 Stan. L. Rev. 857, 866-872

註一三：Rule10b-5中文翻譯如下：「任何人不得直接或間接利用州際商務工具、郵件或全國性證券交易所之設備，在買賣證券之過程中，為下列行為：a.使用任何方法、計畫或技巧從事詐欺；b.對重要事實作不實陳述，以致在當時實際情形下誤導他人；c.從事任何行為、業務或商業活動，而對他人有詐欺或欺騙之情事者。」

註一四：SEC在 *In re Cady, Roberts & Co.*, 40 SEC 907(1961)之行政案件，首次適用Section 10(b) 及 Rule14e-3處理內部人交易之問題，並發展出「揭露否則戒絕交易」(abstain or disclosure) 之學理標準檢驗內部人交易。該案事實係SEC於一九五九年發覺聽聞Curtiss-Wright公司之股票價格因某一項新產品公布而上漲，之後該公司董事並兼為Cady, Roberts & Co.一員之Cowdin，將公司減少第四季盈餘分派之消息告知Cady, Roberts & Co.合夥人Gintel，Gintel 便賣出持股兩千股且作空賣出五千股，Curtiss-Wright公司股票之價格自該公司公開前揭減少盈餘分派之消息後，隨即滑落。

註一五：SEC為規範有關公開收購內線交易，在一九八〇年訂定Rule 14e-3，Rule 14e-3(a)規定當任何人已採取重要步驟進行公開收購或已正式展開時，其他人取得與該公開收購有關之重要消息，且明知或可得而知此一消息未公開，並明知該消息來自公開收購人或目標公司或其職員、內部人、代表進行公開收購之人，則該他人不得買進或賣出該公司之股份。Rule 14e-3之成立要件與Rule10b-5有所差異。在一九九一年以前，法院就SEC制定Rule 14e-3 是否逾越法律之授權，有不同之見解，直至第二巡迴法院在覆審United States v. Chestman,947 F. 2d 551(2d Cir 1991)(en banc)乙案時，該規則之有效性始確立，另外在 O'Hangan案，聯邦最高法院亦明確指出Rule 14e-3之適法性。

註一六：See Ferrara Thomas, supra 1,2-4.07.

註一七：Section 16(b)係規範對於公司特定身分之人歸入權行使之規範，而Section 10(b)係針對證券市場參與者利用公司重大未公開之內部資訊而獲利之行為，規範之對象實不相同。

註一八：See Victor Brudney, Insider, Outsider, and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws, 93 Harv. L. Rev. 332, 355(1979) .

註一九：SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833 (2nd Cir. 1968), 該案事實係被告Texas Gulf Sulphur 公司發現在Ontario省的Timmins附近有重要礦藏，此一礦藏之土地原即屬於該公司，被告發現礦藏後，便停止數個月之鑽探，以便取得該礦藏四周之土地，在停止鑽探期間，公司之職員、受僱人以及其他知道該消息的人，立即於市場買進公司股票，而未將公司發現礦藏之重要消息向投資大眾公開。被告於新聞媒體注意後，立即發布新聞表示傳言言過其實，在發布新聞四天內，公司職員等又於公司正式宣布該發現礦藏之資訊前，陸續買進公司股票。第二巡迴法院認為Rule10b-5適用於占有內線消息而從事買賣證券之任何人（不限於內部人），因為所有投資人在非面對面的證券市場中從事交易，均有平等獲得與交易有關重要資訊之期待，此期待正是證券市場期待公平之政策，故判決前揭人員違反 Rule10b-5。

註二〇：See Charles C. Cox & Kevin S. Fogarty, BASES OF INSIDER TRADING LAW, 49 Ohio St. L. J. 353, 355(1988) .

註二一：參閱美國法律整編侵權行為法第五五一條第二項a款：Restatement (Second) of Torts § 551(2) (a) (1976) .

註二二：聯邦第二巡迴法院在Chiarella一案判決理由認為證券交易法的起草者拒絕『買者小心』（caveat emptor）之哲學，並創造一個系統來提供資訊之平等接近，以作出合理及明確之投資決定。參閱See Chiarella v. United State, 558 F. 2d 1358 ,1362(2d Cir. 1978)，惟該案判決最後經最高法院廢棄。

註二三：Dirks v. SEC ,463 U.S. 646 (1983)。本案事實係Dirks為紐約一家證券商職員，專長為保險產業之證券分析，Equity of America公司離職職員Securist告知Dirks，該公司利用詐欺手段使資產估算價值遠超過實際價值，Dirks花費許多時間查證該醜聞，並將之揭發，但是 Dirks卻事先對其特定客戶揭露調查結果，致客戶在Equity of America公司此項不利消息向大眾公開前，大賣該公司股票。

註二四：See Chiarella, 445 U.S. at 245 (Burger, C.J., dissenting) .

註二五：See Chiarella, 445 U.S. at 240 (Burger, C. J., dissenting) .

註二六：664 F.2d 12 (2d Cir. 1981)。Newman案事實參照前揭註4。

註二七：See M. Breen Haire, supra note 10,1269 (1998) .

註二八：有關Section 10(b)及 Rule 10b-5 " in connection with"要件，最高法院認為在傳統忠實義務理論下，必須觸及（touch）證券之買賣，並且詐欺之被害人須係證券買受人或賣出人，同時被告（或其消息受領人）是交易之他方當事人，參閱William K.S. Wang & Marc I. Steinberg, INSIDER TRADING, p.192(1996)。

註二九：See Newman, 664 F.2d at 17.

註三〇：第二巡迴法院在SEC v.Materia,745 F.2d 197 (2d Cir. 1984)及United States v. Teicher ,987 F.2d 112 (2d Cir. 1993)二案，採取Newman案之見解。

註三一：United States v. Carpenter, 484 U.S. 19 (1987)

註三二：See A. C. Pritchard, UNITED STATES V. O'HAGAN: AGENCY LAW AND JUSTICE POWELL'S LEGACY FOR THE LAW OF INSIDER TRADING, 78 Boston. U. L. Rev. 13, 32 (1998).

註三三：See United States v. Carpenter,791 F.2d 1024,1033(2d Cir. 1986).

註三四：933 F.2d 403 (7th Cir. 1991)

註三五：在第七巡迴法院Cherif乙案的同時期，第九巡迴法院在SEC v. Clark,915 F.2d 439 (9th Cir. 1990)一案亦引用Newman案判決承認私取理論。該案被告Clark是某公司併購小組之成員，經由同事知悉正在進行但其並未參與之併購計畫，被告秘密地交易該目標公司股票，獲利達五萬美元。第九巡迴法院認為傳統理論並未延伸到外部人以重大未公開資訊交易之部分，無法規範本案被告Clark既不是交易股票之目標公司的內部人，亦非該等內部人之消息受領人的情形，同時，Section 10(b)及Rule10b-5皆已包含了「私取理論」之概念，並沒有理由不去適用「私取理論」，最後判決確定該理論之有效性。

註三六：美國法律整編代理法第三九五條，參照司法院、國立政治大學法律研究所合譯，美國法律整編，司法週刊雜誌社，七十六年六月，其中譯文如下：「除另有約定外，代理人由本人、交易行為過程、代理關係或因違反代理義務所獲得之機密性資料，縱與代理行為無關，代理人亦不得以自己之利益或代表他人，使用或揭示該秘密，以與本人競爭或損害於本人。但其資料為眾所周知者，不在此限。」

註三七：See United States v. O'Hagan, 117 S. Ct. 2199 , 2209.

註三八：See Joel Seligman, A MATURE SYNTHESIS: O'HAGAN RESOLVES "INSIDER" TRADING'S MOST VEXING PROBLEMS, 23 De1. J. Corp. L. 1,16 (1998).

註三九：See O'Hagan, 117 S. Ct. at 2223-24 (Thomas, J., concurring in part and dissenting in part).

註四〇：See O'Hagan, 117 S. Ct. at 2220 (Scalia, J., concurring in part and dissenting in part).

註四一：See Bryan S. Schultz, FEIGNING FIDELITY TO SECTION 10(B): INSIDER TRADING LIABILITY AFTER UNITED STATES V. O'HAGAN, 117 S. CT. 2199 (1997), 66 U. Cin. L. Rev. 1411, p.1431-1438(1998).

註四二：See Chiarella, 445 U.S. at 228.

註四三：See O'Hagan, 117 S. Ct. at 2199,2208.

註四四：See Haire, supra note 21, 1279-1281.

註四五：在「平等接觸理論」下，利用同時期交易人難以得到之內部資訊而交易之行為，即可引起證券詐欺訴訟，參閱SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833, 838(2nd Cir. 1968)。

註四六：在 Santa Fe Indus. v. Green, 430 U.S. 462, 474 (1977)一案，最高法院將deceit之定義為重大虛偽陳述或重大未公開；一般來說，美國學者對於"deceit"原則上是指非法行為，但是最高法院在O'Hagan一案卻以「韋氏大辭典」(Webster's Dictionary)之解釋為定義。

註四七：See Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, 660 (1983).另外，在Chiarella案，法院指出如果被訴之詐欺行為是基於未揭露，則缺乏公開之義務並不夠成詐欺 (When an allegation of fraud is based upon nondisclosure, there can be no fraud absent a duty to say.)。

註四八：See Victor Brudney, O'HAGAN'S PROBLEM, 1997 Sup. Ct. Rev. 249, at 253-254.

註四九：Section 10(b)中譯文如下：「任何人直接或間接利用州際通商之方法或工具，或以郵件，或以任何全國性證券交易所之設備，對全國性證券交易所登記之證券，或未登記之證券，使用操縱及詐欺之手段或方法，或違反證管會為維護大眾利益及投資人權益認為必要而制訂有關之規則規定者，均為非法。」

註五〇：See Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U.S. 164, 173-174(1994); Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, 663 n.23 (1983); Santa Fe Indus., 430 U.S. at 476-77. 參閱Cox, Hillman & Langevoort, SECURITIES AND REGULATION, 2nd Edition(1997), 頁683以下有詳細說明。

註五一：See M. Breen Haire, *supra* note 10, 1284.

註五二：Id. at 1284-1285.

註五三：See *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 495 F.2d 228,237.

註五四：Moss v. Morgan Stanley Inc., 719 F.2d 5 (2d Cir. 1983)

註五五：依據ITSFEA所增修正證券交易法Section 20A之規定，即使在私取理論之情形，同時期交易人得提起私權訴訟；Section 20A(a)中譯文如下：「依據同時間交易的訴訟上私法權利——任何人違反本法或其規則而占有重大未公開消息並為證券買進或賣出者，應在有管轄權法院之訴訟中，對在其買賣該違法標的證券之同時之買入或賣出同種類證券之人負責。」

註五六：See M. Breen Haire, *supra* note 10, 1288.

註五七：Joel Seligman, A MATURE SYNTHESIS: O'HAGAN RESOLVES "INSIDER" TRADING'S MOST VEXING PROBLEMS, 23 Del. J. Corp. L. 1,18(1998)

[《回目錄》](#)