

21. Dirks v. S.E.C.

463 U.S. 646(1983)

黃慶源 節譯

判 決 要 旨

1. 公司內部人違反第 10 條第 b 項及第 10 條第 b 項-5 規則的兩個要件，在於該內部關係的存在提供了接近原本僅供公司目的使用的內線消息之機會，以及不當的使公司內部人不公開該消息，反藉由該消息而受有利益。公開消息否則戒絕交易的義務並不因為僅擁有未公開的消息而產生；此義務倒不如說是因為受託關係的存在而產生。而且，必須具有操控或詐欺，才構成第 10 條第 b 項-5 規則範圍內與證券交易有關的受託義務的違反。因此，內部人如有內線交易，必須其於交易前未公開重大的非公開消息，並且因此受有私益，始應依該規則負有法律上責任。

(Two elements for establishing a violation of § 10(b) and Rule 10b-5 by corporate insiders are the existence of a relationship affording access to inside information intended to be available only for a corporate purpose, and the unfairness of allowing a corporate insider to take advantage of that information by trading without disclosure. A duty to disclose or abstain does not arise from the mere possession of nonpublic market information. Such a duty arises rather from the existence of a fiduciary relationship. *Chiarella v. United States*, 445 U. S. 222. There must also be "manipulation or deception" to bring a breach of fiduciary duty in connection with a securities transaction within the ambit of Rule 10b-5. Thus, an insider is liable under the Rule for inside trading only where he fails to disclose material nonpublic information before trading on it, and

thus makes secret profits.)

2. 不同於內部人對於公司及股東皆有獨立的受託義務，典型的消息受領人則無此關係。所以在消息受領人繼受公開消息否則戒絕交易的義務前，必須先有內部人違反受託義務。

(Unlike insiders who have independent fiduciary duties to both the corporation and its shareholders, the typical tippee has no such relationships. There must be a breach of the insider's fiduciary duty before the tippee inherits the duty to disclose or abstain.)

- A. 證管會對於消息受領人明知從內部人取得非公開的重大消息，總認為其有於交易前揭露消息的受託義務，此立場乃依據反詐欺條款要求對全部投資人資訊平等的不正確理論。揭露消息的義務乃因當事人間的關係而產生，並非僅因一個人的市場地位有能力取得消息而產生。

(The SEC's position that a tippee who knowingly receives nonpublic material information from an insider invariably has a fiduciary duty to disclose before trading rests on the erroneous theory that the antifraud provisions require equal information among all traders. A duty to disclose arises from the relationship between parties, and not merely from one's ability to acquire information because of his position in the market.)

- B. 然而，消息受領人並非總是能自由的利用內線消息而為交易，其公開消息否則戒絕交易的義務，乃衍生自內部人的義務。消息受領人必須繼受內部人對股東的義務，不是因為其取得內線消息，而是因為該消息被不當的取得。因此，消息受領人繼受對公司股東的受託義務而不對重大的非公開消息為交易，只有在內部人違反對股東的受託義務而揭露消息於消息受領人，以及該消息受領人明知或可得而知有此違反義務之情形。

(A tippee, however, is not always free to trade on inside information. His duty to disclose or abstain is derivative from that of the insider's duty. Tippees must assume an insider's duty to the shareholders not because they receive inside information, but rather because it has been made available to them improperly. Thus, a tippee assumes a fiduciary duty to the shareholders of a corporation not to trade on material nonpublic information only when the insider has breached his fiduciary duty to the shareholders by disclosing the information to the tippee and the tippee knows or should know that there has been a breach.)

- C. 為了決定消息受領人是否有公開消息否則戒絕交易的義務，有必要確定內部人的「密報」，是否構成內部人違反受託義務。揭露消息是否違反受託義務，相當程度取決於內部人是否因為揭露消息而取得個人利益。欠缺此不適當的目的，則無違反對股東的義務。而在缺乏內部人違反受託義務的情況下，也就沒有消息受領人違反所應負的衍生義務。

(In determining whether a tippee is under an obligation to disclose or abstain, it is necessary to determine whether the insider's "tip" constituted a breach of the insider's fiduciary duty. Whether disclosure is a breach of duty depends in large part on the personal benefit the insider receives as a result of the disclosure. Absent an improper purpose, there is no breach of duty to stockholders. And absent a breach by the insider, there is no derivative breach.)

3. 於上述所提出的內線交易與消息密報規則下，上訴人並無義務戒絕使用其所取得的內線消息，也因此並無可起訴的違背行為。其對於該保險公司的股東並無事前存在的受託義務。甚至，身為內部人的該保險公司員工提供消息給上訴人，並無違反其對於公司股東的義務。在欠缺內部人違反對股東的義務，則無上訴人違反

所應負的衍生義務。

（ Under the inside-trading and tipping rules set forth above, petitioner had no duty to abstain from use of the inside information that he obtained, and thus there was no actionable violation by him. He had no preexisting fiduciary duty to the insurance company's shareholders. Moreover, the insurance company's employees, as insiders, did not violate their duty to the company's shareholders by providing information to petitioner. In the absence of a breach of duty to shareholders by the insiders, there was no derivative breach by petitioner. ）

關 鍵 詞

antifraud provision（反詐欺條款）；fiduciary duty（受託義務）；inside trading（內線交易）；duty to disclose（揭露義務）。

（本案判決由大法官 Powell 主筆撰寫）

事 實

上訴人的專長乃是提供保險公司的證券投資分析予機構投資人，當其為證券商經理人時，自某保險公司的離職經理取得消息，指稱該保險公司因公司經營有不實行為，導致資產有嚴重被高估的情形，而且許多主管機關對於該公司員工先前作出相同的指控均缺乏深入調查。根

據上訴人的調查，某些公司員工證實該詐欺的指控，但資深經理人則否認任何不法行為。儘管上訴人本人或其所屬的證券商均未持有或買賣該公司股票，但上訴人卻將所有調查的資訊公開地與其客戶及投資人討論，許多客戶即出售該公司的持股。即使在上訴人的力促下，華爾街日報仍拒絕刊出詐欺事實的真相。而在上訴人調查的期間，一直到該保險公司股價下跌，才使得紐約

證交所對該公司停止股票交易；也直到那時州保險主管機關才扣押公司紀錄從而發現詐欺證據，證券主管機關才對該公司起訴，而華爾街日報也才開始大體上根據上訴人收集的資訊做報導。

在聽證會上聽取關於上訴人揭露詐欺的角色後，證管會發現上訴人對投資的成員，也就是之後出售該保險公司股票之公司，反覆的陳述該詐欺因而有幫助及教唆違反聯邦證券法反詐欺規定，包括 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項及證管會規則第 10 條第 b 項-5。另一方面因為上訴人的關係，使該詐欺行為攤在陽光下，因此證管會僅給予上訴人警告。而經過審理後，上訴法院作出不利於上訴人的判決。

判 決

上訴法院之判決廢棄。

理 由

上訴人 Raymond Dirks 自與其毫無關聯的公司內部人取得重大的非公開消息，而他揭露此消息予因信賴該消息而買賣該

公司股票之投資人。此問題的爭議在於，Dirks 是否因揭露消息而違反聯邦證券法的反詐欺條款。

I

於 1973 年，Dirks 為一家紐約證券商的經理，其專長乃是提供保險公司的證券投資分析予機構投資人。在 3 月 6 日 Dirks 收到 Equity Funding of America 離職經理 Ronald Secrist 提供的消息。Secrist 表示，主要經營銷售人身保險及共同基金之多元化經營的 Equity Funding 公司，因營運有虛偽不實的情形，導致公司資產過分的高估。Secrist 並指稱，Equity Funding 的許多職員對數個主管機關提出相同的指控，但數個主管機關均未深入調查。其力促 Dirks 對此詐欺做查證並公諸於大眾。

Dirks 決定調查該項指控。他拜訪 Equity Funding 在洛杉磯的總公司，會見許多公司的經理與職員。資深經理人否認任何不法行為，但某些公司職員證實該詐欺的指控。儘管 Dirks 本人或其所屬的證券商均未持有或買賣任何 Equity Funding 公司的股票，但他卻從頭到尾將所有調查

取得的資訊公開地與其客戶及投資人討論，當中的有些人即出售 Equity Funding 公司的持股，其中包括將其持有的股票變現超過 1600 萬美元的 5 家投資顧問公司。

當 Dirks 在洛杉磯時，其與華爾街日報洛杉磯分社主任 William Blundell 經常地保持聯繫。Dirks 力勸 Blundell 寫出該詐欺指控的報導。然而，Blundell 不相信如此大規模的詐欺無法被發現，因而拒絕寫出報導。他擔心刊登會造成損害的傳聞可能構成誹謗。在 Dirks 從事調查及散佈 Secrist 所指控的消息的兩個禮拜內，Equity Funding 公司的股價從每股 26 美元跌至至少於每股 15 美元，這才使得紐約證交所於 3 月 27 日對該公司停止股票交易。不久之後，加州保險主管機關扣押該公司的簿冊紀錄並發現詐欺的證據。一直到那時證管會才對 Equity Funding 公司起訴，也直到 4 月 2 日，華爾街日報才大體上根據 Dirks 收集的資訊刊登頭版報導。Equity Funding 公司則立即進入破產管理的狀態。

證管會開始對 Dirks 揭露詐欺的角色做調查，在經過一個行政法官主持的聽證會後，證管會

發現 Dirks 對投資界的成員，也就是之後出售 Equity Funding 公司股票的公司，反覆的陳述該詐欺而有幫助及教唆違反聯邦證券法反詐欺規定，包括 1933 年證券法 §17(a)、48 Stat. 84 修訂版、15 U.S.C. §77q(a)、1934 年證券交易法第 10 條第 b 項、48 Stat. 891、15 U.S.C. §78j(b) 及證管會規則第 10 條第 b 項-5、17 CFR §240.10b-5(1983)。

證管會作出結論認為，無論消息受領人的動機或職業為何，當他們知悉其持有公司重大的機密消息，且明知或可得而知該消息係來自公司內部人，則他們便應公開消息否則戒絕交易。然而，鑑於 Dirks 在將此大規模詐欺攤在陽光下扮演重要的角色，因此證管會僅對 Dirks 予以警告。

Dirks 尋求華盛頓巡迴上訴法院重新審理本案，該法院判決不利於 Dirks，認為本案具有證管會所陳述的理由。一合議庭法官 Wright 隨後提出一個意見書、Robb 法官同意、Tamm 法官持不同意見，但兩人均未提出意見書。Wright 法官相信，任何在消息傳播於大眾前自內部人受領非公開消息之人，應繼受對公司的受託義務。另一個推理是，

Wright 法官認為，Dirks 身為一個證券商之職員，違反了其對於證管會及大眾的義務，而此義務完全與其所繼承的義務獨立。

有鑑於本案件所呈現的問題對於證管會以及證券業的重要性，因此我們發布移審命令，撤銷原判決。

II

在早期的 *In re Cady, Roberts & Co.* 案件中，證管會承認在某些州的普通法中，課予「公司內部人」特別是經理人、董事或大股東，當其為證券交易時，負有揭露義務。證管會認為違反此普通法上的義務，不但構成證管會規則第 10 條第 b 項-5 的要件，同時公司內部人以外的個人，也可能有應揭露重大的非公開消息或戒絕交易的義務。在 *Chiarella* 一案中，我們接受了在 *Cady, Roberts* 一案中所提出的證管會規則第 10 條第 b 項-5 的二個要件：「(1)存在的關係提供了接近原僅供公司目的使用的內線消息之管道，以及(2)不正當的使公司內部人，藉由不公開該消息，而利用該消息為交易獲有利益」。

在檢視 *Chiarella* 是否有公開消息否則戒絕交易的義務，本院判定根據重大非公開消息為交易前，並無一般性的揭露義務，並認為單純持有非公開的市場消息並不會產生第 10 條第 b 項的揭露義務；相對地，必須有受託義務的存在，才足以產生此揭露義務。並非所有違反受託義務而進行證券交易的情形，均屬於證管會規則第 10 條第 b 項-5 的範疇，其必須具備操控或詐欺的要件。在內線交易的案件中，詐欺是從原本僅供公司目的使用的內線消息中取得不正利益所衍生出來的。因此，一個內部人只有在交易前未公開重大的非公開消息，並因此受有私益，才會構成證管會規則第 10 條第 b 項-5 的內線交易。

III

我們在 *Chiarella* 案明白表示，那些若非是公司的代理人、受任人或非證券出賣人所賦予信任與機密之人，可能不具有揭露義務。若不要求如此的受託義務，我們認定，將會完全的違反義務是源自於二個當事人間特定關係所建立的理論，而且形成

所有在市場交易的參與者均不得根據重大非公開消息交易的一般性義務。這個存在於股東與為內線交易的個人所需具備的特殊關係條件，對於證管會和法院在監督消息受領人為內線消息的交易，產生分析上的困難。不同於內部人對其公司與股東均有獨立的受託義務，典型的消息受領人並不具有此關係。鑒於此關係的缺乏，所以並不確定消息受領人是否負有戒絕對內線消息為交易的義務。

A

依證管會在其決定書所載的立場，認為消息受領人不論何時自內部人取得內線消息時，其已「繼受」了內部人對股東的公開消息否則戒絕交易之義務，因為「在傳遞消息予潛在的交易者時，Dirks 即已違反其繼受自 Equity Funding 的內部人取得機密消息即應予保密的義務」。消息受領人如同 Dirks，自內部人取得重大的非公開消息，應負有與內部人相同的義務。當消息受領人知悉其傳遞消息予可能利用此消息而為交易之人，如此的消息受領人即違反其繼受自內部人的受託義務。想必告訴

Dirks 祕密之人，認為有權將詐欺的行為公開在陽光下，並使犯罪者正法。然而，Dirks 在繼受內部人權義的情況下，當其將消息傳遞給交易者，即違反繼受自內部人的受託義務。

這個觀點與我們在 Chiarella 案所駁回的看法並無不同，在該案中我們認為證管會的觀點與立法目的不一致。在該案件中，高等法院同意證管會的看法，維持 Chiarella 有罪的判決，認為任何人不論是否為公司內部人，如經常的取得重大的非公開消息，則在揭露之前不得利用該消息為證券交易。在本案中，證管會維持著任何人知悉其自內部人取得重大的非公開消息，於交易前有揭露消息之受託義務的看法。實際上，證管會在這兩案件中，對於消息受領人責任的理論，顯示了根深蒂固的觀念，認為反詐欺條款要求對所有的交易者資訊平等。這個觀念與 Chiarella 案的原則，即只有某些人，在某些情況下，取得重要的非公開消息才會被限制交易，產生了衝突。Wright 法官正確地理解我們在 Chiarella 案中的觀點，我們否認了任何交易者於交易前必定享有資訊平等的想法：「我們不同意這種消息理

論，因為這種公開消息否則戒絕交易的義務是種特例，它僅適用於當事人有法律上義務，而非單純的遵循聯邦證券法反詐欺禁止的一般性規定。我們今天再次聲明，揭露義務的存在是源自於當事人間之關係，而不是因為一個人因其市場地位有能力取得消息而產生」。僅因一個人知悉其自內部人取得重大的非公開消息，利用該消息而為交易，即課予公開消息否則戒絕交易的義務，此舉將對證管會本身所認定為維持健全市場所必要的證券分析師的角色，產生限制性的影響。通常證券分析師藉由與公司經理人或其他內部人會面及提出問題而發掘及分析資訊，是件再平常不過的事情。而分析師取得的該資訊，通常是作為其判斷公司證券市場價值的基礎。分析師在這方面的判斷可以商務通訊或其他方法使公司的客戶取得，而這類型的資訊本質上是不能由公司所有股東與投資大眾所同時取得的。

B

即使內線消息受領人不一定負有公開消息否則戒絕交易的義務，但此一結論並不代表這

樣的消息受領人總是能自由的利用該消息為交易。我們明白，禁止一些消息受領人為證券交易是有必要的。受託義務不僅禁止內部人利用公司未揭露的消息而受有私利，也禁止其提供外部人，使其同樣利用該消息而獲有私利（即間接不法的利用他人為手段，以達成聯邦證券法所規範的不法行為）。同樣地，那些消息受領人知情參與受託人為違反受託義務的交易，與受託人自行所為之交易同樣被禁止。如同法院在 *Mosser* 案所闡述的，如果我們採用不同的原則，將使受託人有機會利用他人名義做他自己無法做的交易。因此，消息受領人公開消息否則戒絕交易的義務是自內部人的義務衍生出來的，就如同我們在 *Chiarella* 案所提到的，消息受領人的義務被認為是源自於在內部人違反受託義務後，其所扮演的參與者的角色。從而，有些消息受領人必須繼受內部人對於股東的義務，與其說是因為其取得內線消息，還不如說是因為他人不當的提供該消息。而且，就證管會規則第 10 條第 b 項-5 的目的而言，內部人僅在其違反 *Cady, Roberts* 義務時，其揭露才是不適當的。因此，僅在內部人

違反對股東所負的受託義務而向消息受領人揭露消息，並且該消息受領人明知或可得而知有此義務違反的情形下，消息受領人才繼受對公司股東的受託義務，而不得利用重要的非公開消息為交易。Smith 委員於 *In re Investors Management Co.* 案中曾敏銳的做了以下觀察：「消息受領人的責任，必須與內部人的責任相關，亦即其知悉是從與證券發行公司有特殊關係的個人因違反義務而得知該消息。」因此，正確的看法是，傳遞消息僅是間接違反公開消息否則戒絕交易義務的一種方法。

C

我們在決定消息受領人是否負有公開消息否則戒絕交易的義務時，有必要先決定內部人「傳遞」消息，是否構成內部人違反受託義務。並非任何公司機密消息的揭露均不符合內部人對股東所負的義務。不同於本案的特殊事實而屬通常的典型情況是，內部人揭露消息給證券分析師，該揭露是否違反公開消息否則戒絕交易的義務是值得探討的問題。在某些情況下，雖然內部人的行為與其對股東所負

的受託義務一致，但其所釋放的訊息可能影響該市場。例如，對於公司內部人或受領消息的分析師而言，並不一定清楚該消息是否應視為重大的非公開消息。公司經理人可能誤認該消息已經揭露，或該消息並非重大到足以影響市場。因此，揭露消息是否違反義務，主要取決於揭露的目的。

此一標準證管會本身於 *Cady, Roberts* 一案，已予採取：「證券法的目的之一，乃在消除利用內部消息而受有私益」。從而，檢驗的標準在於，內部人是否因揭露消息而直接或間接受有私益。欠缺此個人利益，則內部人無違反對於股東的受託義務；而欠缺此內部人義務的違反，則無其他衍生義務的違反。如同證管會委員 Smith 於 *Investors Management Co.* 案中所陳述的：「在這類型的案件中，重點應置於管理內部人及其行為，而非置於管理消息本身或擁有消息上」。

證管會主張，在消息雖於正當的目的下為傳遞，然而該消息卻被利用於證券交易時，如果內線交易責任不存在，則當事人將很容易建構一些表面合法的商業理由以傳遞消息。我們認為證

管會對此過度的憂慮。證管會以及法院並非被要求去察覺當事人內心的想法，以決定內部人為特定揭露的目的，是否屬於詐欺。明知的要件在某些案件中，與決定消息受領人是否違反公開消息否則戒絕交易的義務相關；但在決定揭露消息本身是否有欺騙、操控、詐欺股東，首應調查的是，是否有內部人義務的違反。此一決定要求法院著重於一些客觀的標準，亦即不論內部人是否因揭露消息而直接或間接受有私益，例如金錢上的利益或名譽上的利益，而可轉化為未來的收益者，均屬之。（這個理論是，內部人選擇性的揭露消息，是為了販售消息予消息受領人，藉以取得金錢、互惠的消息或其他有價的事物）。有一些客觀的事實或情況，可使如此的推論合理化。例如，意圖圖利特定消息受領人，或在內部人與消息受領人間，之後發現可能有對價關係存在。受託義務與利用非公開消息的原理，亦存在於當內部人將機密消息當作禮物，而給予為買賣證券的親朋好友。這樣的傳遞與交易，就如同內部人自己為交易，然後將該利益當作禮物給予消息受領人。對法院而言，要判斷內部人在特定的揭露行

為中是否受有私益並不容易。然而，我們認為，對於必須受限於證管會內線交易規則的日常交易活動，給予一套指導性的原則是首要之務；而且，我們相信，在消息受領人繼受公開消息否則戒絕交易的義務前，必須有內部人違反受託義務的存在。相反地，證管會在本案所採取的規則，並無此限制的原則存在。

IV

在上述的內線交易與傳遞規則下，我們認為 Dirks 並無可起訴的違背行為。Dirks 本身對於 Equity Funding 公司而言是陌生人，其對於公司股東並無事先存在的受託義務是無庸置疑的。對於 Equity Funding 公司股東或經理人所傳遞給 Dirks 的機密，他並無直接或間接的採取任何行動。對於 Dirks 的消息提供者而言，其並無期待 Dirks 對其所提供的消息保守秘密；而 Dirks 也沒有侵占或不合法的取得 Equity Funding 公司的消息。除非內部人將非公開消息揭露給 Dirks，違反對於股東所負的受託義務，否則 Dirks 將消息傳遞給投資人及華爾街日報並無違反任何義務。很清楚地，本案

無論是 Secrist 或其他 Equity Funding 公司的職員將消息提供給 Dirks，並無違反他們對於公司股東所負的受託義務。因為消息傳遞人並無因揭露公司秘密而受有金錢或個人利益，而他們的目的，也不是為了將該有價的消息當作禮物傳遞給 Dirks。本案的事實很清楚的顯示，消息傳遞人的動機是想要揭露該詐欺。而在缺乏內部人對於股東所

負的受託義務，也就沒有 Dirks 所應負的衍生義務。Dirks 就不可能成為內部人違反受託義務的事後參與者。

V

本院作出結論，認為 Dirks 在本案情況下，並無義務戒絕使用其所取得的內線消息，因此撤銷上訴法院判決。