

29. S.E.C. v. Zandford

535 U.S. 813 (2002)

何曜琛、戴銘昇 節譯

判 決 要 旨

1. 無論是證管會或聯邦最高法院均未曾主張，「對於特定證券價值的虛偽陳述」係適用本法的必要要件。

([N]either the SEC nor this Court has ever held that there must be a misrepresentation about the value of a particular security in order to run afoul of the Act.)

2. 被告做了一系列的交易行為以便將被害人的證券變現、並據為己有。證券的出賣行為與被告的詐欺行為並非各別獨立的行為。這並不是於一個合法的行為結束後，證券經紀人臨時起意決定並偷取價款的案件。在本案，被告就是以證券的出售來遂行其詐欺行為。

([R]espondent made a series of transactions that enabled him to convert the proceeds of the sales of the Woods' securities to his own use. The securities sales and respondent's fraudulent practices were not independent events. This is not a case in which, after a lawful transaction had been consummated, a broker decided to steal the proceeds and did so. Nor is it a case in which a thief simply invested the proceeds of a routine conversion in the stock market. Rather, respondent's fraud coincided with the sales themselves.)

3. 當被告賣出證券時，其之後侵占出售證券所得的價款此一事實，只是可以做為違反第 10(b)條的一個「有說服力的證據」而已，侵占行為本身並不是本條項的構成要件……出售證券之行為做成時，就足以使詐欺計畫之行為同時成立。

(The fact that respondent misappropriated the proceeds of the sales provides persuasive evidence that he had violated § 10(b) when he made the sales, but misappropriation is not an essential element of the offense... It is enough that the scheme to defraud and the sale of securities coincide.)

關 鍵 詞

Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934 (1934 年證券交易法第 10(b)條); Rule 10b-5 (規則 10b-5); securities fraud (證券詐欺); in connection with the purchase or sale of any security (有關任何證券的買或賣); fraudulent scheme (詐欺計畫); course of business (商業活動); fiduciary duty (受託人義務); omission (隱匿); misrepresentation (虛偽陳述); misappropriation theory (私取理論)。

(本案判決由大法官 Stevens 主筆撰寫)

事 實

於 1987 年至 1991 年，被告（被上訴人）係受僱於 New York 證券經紀商馬里蘭州分公司的股票經紀人。1987 年時，他說服一位健康狀況不佳的老人 William Wood（被害人）為他自己及其心智障礙的女兒開立一個聯合投資帳戶。根據證券交易管理委員會（Securities and Exchange Commission, SEC；簡

稱證管會）的起訴狀，開立該帳戶的目的係為了「本金及收益的安全」。被害人給予被告管理該帳戶之權限，及為本人利益（無須經事前同意）進行證券交易的一般授權。由於信賴被告將「保守地投資」其金錢的承諾，被告將 419,255 美元委託予被告管理。在被害人於 1991 年逝世前，這筆金錢已全數消失。

1991 年，證券商全國公會（National Association of Securities Dealers, NASD）對被告的公司

進行例行檢查時，發現被害人帳戶裡的金錢有數次被匯到由被告控制的帳戶內。之後，聯邦地方法院以被告違反通訊詐欺之十三條罪狀將其定罪。第一個指控是被告將被害人帳戶內的證券賣出後，為個人利益而使用該筆價款。其他的指控則是被告在馬里蘭州與紐約州之帳戶間電匯互轉，以便其從被害人的帳戶內提取現金。某些匯款包括被告以被害人的共同基金帳戶開票予自己，然後將證券賣出以兌現票據。對被告的所有指控均罪名成立，被告被判處五十二個月的有期徒刑，並應返還 10,800 元。

於被告刑事罪名成立後，證管會於同一地方法院對被告提起違反 1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）第 10(b)條及規則 10b-5 之民事訴訟，主張被告對被害人從事了一項詐欺計畫（a scheme to defraud）且在被害人不知情或未同意的情形下侵占被告價值約 343,000 元的證券。證管會主張被告之犯罪事實已於刑事判決中確定，不得再推翻，因此請求法院為部分即席判決（partial summary judgment）。被告則請求進行證據告知程序，以確認其詐欺行為是否係「有關」證券的買

或賣。聯邦地方法院拒絕被告的請求，並逕為被告敗訴的簡易判決。判決被告未來不得再從事違反證券法規的行為，且應返還 343,000 元之不法所得。

上訴法院推翻地院的簡易判決，發回地院，指示地院為逕為駁回之判決。上訴法院認為通訊詐欺的罪名，僅證明下列二要件即可成立：(1)被告從事了一項詐欺計畫；及(2)被告使用了州際通訊傳輸方式以遂行其計畫；無需具備所有第 10(b)條的要件。特別是，通訊詐欺的成立並不須具備其詐欺係「有關」證券的出賣此一要件。上訴法院認為本案的詐欺行為，只是剛好與「證券」相關而已。被告的「詐欺計畫只是要偷被害人的『財產』而已，而不是「操縱特定的『證券』」。因此，法院不願「將證券詐欺條款的文章擴張適用於每一個剛好涉及『證券』的侵占或偷竊之行為」。上訴法院援用「對市場詐欺」的理論，認為詐欺行為若與「證券市場的誠信或投資人的認識」沒有些許關聯時，就不構成第 10(b)條的違反。

聯邦最高法院同意本案上訴第三審，以審視上訴法院對於「有關任何證券的買或賣」（in connection with the purchase or

sale of any security) 一詞的解釋。就事實的認定部分，最高法院並不重新檢視。

判 決

上訴法院的判決應予推翻，本案發回下級法院依本判決意見重新審理。

理 由

I

證管會以違反第 10(b)條及規則 10b-5 為由，對一名股票經紀人提起民事訴訟。該名股票經紀人在客戶不知情或未同意的情形下，擅自賣出客戶的證券及為自己之利益使用賣出後所得之價款。本案的爭點是，系爭的詐欺行為是否「與任何證券的買或賣有關」。

II

1934 年證交法第 10(b)條規定「任何人如……使用或運用任何操縱或欺騙的方法或手段……有關任何證券的買或賣……違反證管會制訂之有關規則與規定」者係屬違法。為執

行此一規定而制定的規則 10b-5，禁止於「有關任何證券的買或賣」使用「任何方法、計畫或技巧從事詐欺行為」或任何其他「行為、做法或商業活動」而……產生詐欺或欺騙之情事者」。國會通過此一立法的目的是為了於 1929 年的股市大恐慌後，「確保證券市場的誠實性，以提升投資人的信賴」。更概括的說，國會是希望「以完全揭露的法理取代買者當心 (caveat emptor) 的原則，在證券市場樹立更高的商業倫理。」

因此，聯邦最高法院認為解釋證券法規時，應「不機械及侷限，而彈性地加以解釋以符合其立法目的 (construed 'not technically and restrictively, but flexibly to effectuate its remedial purposes)」。擔任法律的執行機關，證管會一貫的態度是對「有關任何證券的買或賣」一詞採取廣義的解釋。證管會原本就認為，若證券經紀人收取了購買證券的價款，卻根本無意代為執行、或意圖侵占價款而出賣客戶的證券等情形，均屬違反第 10(b)條及規則 10b-5。對第 10(b)條規定中模稜兩可的文字所作之解釋，如果合理，於審判時應加以

尊重。雖然法律不應被過分廣泛的解釋，以致於將每一個剛好涉及「證券」的普通法詐欺（common-law fraud）行為，均認定為違反第 10(b)條。（「國會於制定證券法規時，無意將所有的「詐欺」均涵蓋在聯邦法規內（“Congress, in enacting the securities laws, did not intend to provide a broad federal remedy for all fraud”）」），但無論是證管會或聯邦最高法院均未曾主張，「對於特定證券價值的虛偽陳述」係適用本法的必要要件。

證管會主張被告為個人私益將客戶之證券賣出去的行為，成立本法的「詐欺計畫（fraudulent scheme）」。被告則主張出售證券之行為本身完全合法，之後對於價款的侵占行為雖然是一種詐欺行為，但是該侵占行為與證券的出售行為並無必然的關係；依被告的觀點，系爭的詐欺計畫與一般的偷竊金錢或證券之行為無重大差異。聯邦最高法院表示不能同意被告的見解。

根據起訴狀所載，被告於 1988 年（開戶不久後）開始就持續對被害人進行詐欺的計畫，此項詐欺計畫持續了兩年的期間，在此期間內，被告做了一系

列的交易行為以便將被害人的證券變現、並據為己有。證券的出賣行為與被告的詐欺行為並非各別獨立的行為。這並不是於一個合法的行為結束後，證券經紀人臨時起意決定並偷取價款的案件。在本案，被告就是以證券的出售來遂行其詐欺行為。

若證管會的指控屬實，被告所進行的每一個交易行為都是為了進一步遂行被告的詐欺計畫，每一個交易都是詐欺行為，因為每一個交易行為均未獲得被害人的同意、亦未對其揭露。……每當被告「為其私利而行使處分權」時，該行為「就是」詐欺。總而言之，這些出售行為應視為對客戶造成詐欺或欺騙的「商業活動」（"course of business"）。

就被告之欺騙手法及其賣出被害人之證券的行為來看，本案非常類似 Bankers Life 案。於該案中，Manhattan Casualty Company 的董事授權被告出售公司的國庫券，因為他們受到欺騙而相信公司將會取得出售後所得的價款。聯邦最高法院當時認為「Manhattan 公司就如同是一個受騙上當的投資人一樣，其價值不菲的證券出售後之價款

已被剝奪。」為達成此一結論，最高法院認為關於證券的價格，董事是否受到誤導，或許欺是否涉及「對特定證券的操縱」，均非關鍵。最高法院認為即於對 Manhattan 公司的詐欺並非發生於證券交易時，亦不妨礙第 10(b)條之成立。最高法院拒絕對法律作如此狹隘的解釋，並指出法律「應不機械及侷限，而彈性地加以解釋」。雖然「維護證券市場的誠信」是本法的立法目的之一，但第 10(b)條的適用範圍並不侷限於此。（我們同意，國會無意藉由第 10(b)條去規範不過是公司內部處置失當的交易行為。但是，國會有以第 10(b)條的規定來禁止於證券的買或賣時之欺騙方法及手段，無論是發生於證券市場或面對面交易時。）

如同 Bankers Life 案中的董事一樣，本案的被害人就如同是一般的投資人一樣受到被告的欺騙，喪失證券出售後應得之價款。被害人是受到欺騙而相信被告會「保守地投資」其財產於股票市場，且會為本人利益及以「本金及收益的安全」為前提而進行之每一個交易行為。當被告賣出證券時，其之後侵占出售證券所得的價款此一事實，只是可

以作為違反第 10(b)條的一個「有說服力的證據」而已，侵占行為本身並不是本條項的構成要件。更確切的說，在 Bankers Life 案時，最高法院就已經直截了當地表示，侵占行為與證券詐欺的成立「無關」。出售證券之行為作成時，就足以使詐欺計畫之行為同時成立。

本案的下級法院以 Bankers Life 案涉及虛偽陳述，而本案之被告僅係未將其侵占意圖告知被害人為由，而認為兩個案子並不相同。最高法院表示不能認同這樣的區分。因為被害人已授予被告不必先經過本人事前的同意，即可以本人之最佳利益而進行交易之權利，故本案的被告無需另為虛偽陳述亦可遂行其詐欺計畫。依據本案的情形，被告的詐欺行為對投資人對於證券業的信賴所造成的傷害遠甚於 Bankers Life 案的虛偽陳述行為。這樣的詐欺行為不僅使投資人喪失對證券經紀人將為本人利益而執行交易的信賴，更會傷害全權委託帳戶的商業價值。全權委託帳戶此一制度的好處在於，使沒有時間、能力或知識經驗進行投資判斷的一般個人，可以授權給證券經紀人為本人的最佳利益代為進行投資決策，而

無需經過本人事前的同意。如果此類的個人不能信賴證券經紀人將為本人的利益而為投資判斷，那麼這樣的制度就喪失了它的附加價值。再者，於證券經紀人對客戶負有受託人義務（fiduciary duty）的場合，去區分「隱匿」（omission）與「虛偽陳述」（misrepresentation）的區別是不切實際的。

於 Wharf 案，對於證券的出賣人於出售證券時私下打算違約的情形，最高法院判決出賣人違反第 10(b) 條。購買人主張「Wharf 出售證券（選擇權）的同時，自始即私下打算不履行該選擇權（“that Wharf sold it a security (the option) while secretly intending from the very beginning not to honor the option”）」雖然 Wharf（被告）並未抗辯系爭的違約行為與證券的出賣並無必要關聯，但是 Wharf 主張該案只是有關選擇權的所有權之爭議而已，若將第 10(b) 條解釋為包括此類請求，則會把每一個剛好涉及「證券」的違約行為均變成違反聯邦證券法規的行為。最高法院否定 Wharf 的見解，因為購買人的主張並不是被告未履行承諾出售證券，而是主張被告出售證券

時，自始即從未打算履行契約。同樣地，於本案中，證管會是主張被告出售被害人的證券時，自始即私下打算侵占所得的價款。在 Wharf 案，受詐欺的是「購買人」的利益，本案受詐欺的是「出賣人」的利益，除此之外，出售行為與欺騙行為間之關聯，在兩案件中均為相同。

於 O'Hagan 案，聯邦最高法院認為當被告為交易之目的而私取（misappropriate）機密資訊時，成立「有關」證券交易的詐欺。最高法院解釋道，「受託人的詐欺行為之成立，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賣證券時。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。」本案之上訴法院認為 O'Hagan 案要求所竊取的資訊或財產必須是在證券市場「以外」就「不具有」獨立價值者，因此並不適用於本案。最高法院則認為 O'Hagan 案的見解沒有這麼狹隘。最高法院在該案指出，政府的立場是「私取理論……並不適用於某人詐欺銀行以獲取貸款或向侵佔他人現金後，使用該筆不法所得的金錢

購買證券的案件上。」因為，在這種情形時，「該筆金錢對於不法行為人而言，有獨立於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。」最高法院更指出，即使 O'Hagan 案的上揭見解，可以被解釋為是第 10(b) 條的要件之一，這也不會影響最高法院在本案所採的見解，因為本案中，被害人的證券若不將之使用於證券交易之中，對被告就沒有價值

可言，若被告未將證券出售則詐欺行為不會完成。

如同 Bankers Life 案、Wharf 案及 O'Hagan 案，詐欺計畫與證券交易及受任人義務的違反同時發生。這些行為因此與第 10(b) 條所規定之證券買賣行為「有關」。據上，上訴法院的判決應予推翻，本案發回下級法院依本判決意見重新審理。

爰判決如上。