

40. Chiarella v. U.S.

445 U.S. 222 (1980)

黃偉峯 節譯

判 決 要 旨

1. 儘管法條用語及立法理由並未特別指出未揭露行為之合法性，行政及司法機關已作出相關解釋，確立有關買賣證券等行為所生之沉默，得依證券交易法第 10 (b) 條之規定，構成可起訴之詐欺。惟該責任係以交易當事人間之信賴及保密關係所生之揭露義務為前提，例如公司內部人對其公司股東之揭露義務。

(Administrative and judicial interpretations have established that silence in connection with the purchase or sale of securities may operate as a fraud actionable under 10 (b) despite the absence of statutory language or legislative history specifically addressing the legality of nondisclosure. However, such liability is premised upon a duty to disclose (such as that of a corporate insider to shareholder of his corporation) [445 U.S. 222,223] arising from a relationship of trust and confidence between parties to a transaction.)

2. 關於收購公司之計畫，上訴人並無揭露資訊之積極義務。其非公司內部人，且未由目標公司收受機密資訊。因其與出售目標公司股票之出賣人間事前並無交易行為，既非出賣人之代理人、亦非對出賣人負有忠實執行業務義務之人、亦非與出賣人有信賴及保密關係之人，故上訴人與出賣人間不生任何義務。單純持有非公開之市場資訊並不生第 10 (b) 條之揭露義務。

(Petitioner had no affirmative duty to disclose the information as to the plans of the acquiring companies. He was not a corporate insider, and he received no confidential information from the target companies.)

Nor could any duty arise from petitioner's relationship with the sellers of the target companies' securities, for he had no prior dealings with them, was not their agent, was not a fiduciary, and was not a person in whom the sellers had placed their trust and confidence. A duty to disclose under 10 (b) does not arise from the mere possession of nonpublic market information.)

3. 因擇一理論 (alternative theory) 並未向陪審團提出，本院無須判斷該理論是否支持上訴人違反對收購公司之義務係有罪之理由。陪審團之判斷顯示，其僅因上訴人未揭露非公開之資訊予出售目標公司之出賣人，即認定上訴人有罪。因擇一理論未向陪審團提出，故無法基於該理論而維持有罪判決。

(This Court need not decide whether petitioner's conviction can be supported on the alternative theory that he breached a duty to the acquiring corporation, since such theory was not submitted to the jury. The jury instructions demonstrate that petitioner was convicted merely because of his failure to disclose material, nonpublic information to sellers from whom he bought the stock of target corporations. The conviction cannot be affirmed on the basis of a theory not presented to the jury.)

關 鍵 詞

manipulative (操控) ; defraud (詐欺) ; security (證券) ; insider (內部人) ; insider trading (內線交易) ; mere possession (單純持有) ; fiduciary (忠實執行業務義務) ; silence (沉默) ; catchall clause (概括條款) ; harmless-error doctrine (不影響判決之錯誤之理論) ; misappropriate (濫用) ; tip (機密消息) ; warehousing (倉庫效應) ; caveat emptor (買受人自負瑕疵結果、貨物既出概不退換) ; inherently unfair (本質上不公平) 。

(本案判決由大法官 Powell 主筆撰寫)

事 實

1934 年之證券交易法第 10(b) 條規定，“有關買賣任何證券之行為”禁止使用“違反證券交易委員會所定規則之任何操控、詐欺或詭計”，依據第 10 (b) 條規定，證券交易委員會 (SEC) 制定第 10b-5 條規則：“有關買賣任何證券之行為”，任何人 (any person) “利用任何 (any) 計策、計畫或詭計去詐欺”或“參與任何構成或可能構成詐欺或欺騙他人之任何 (any) 行動、實行行為或商業行為”係違法的。上訴人 Chiarella 受僱於財務印刷公司，該公司受託為特定公司印刷收購標單。上訴人藉由收購公司交付給印刷公司之文件中之資訊，推測出目標公司之名稱後，未揭露其所知悉之資訊而購買目標公司之股票，並於該收購資訊公開後立即拋售股票。證券交易委員會調查其交易活動後，上訴人與證券交易委員會達成協議，返還利益予出售前開股票之出賣人。其後上訴人被依違反證券交易法第 10 (b) 條及其規則 10b-5 起訴並判有罪。聯邦地方法院之指示，允許陪審團於認定上訴人知悉即將發生之收購計畫將

使目標公司之股票更有價值而故意不告知出賣人時，得認定上訴人有罪。聯邦上訴法院維持原判。

判 決

原判決應予廢棄。

理 由

本案之爭點在於，某一人由他公司機密文件中了解該公司計畫取得另一公司控制權，若該人未於購買目標公司股票前向出賣人揭露即將發生之收購計畫，是否違反 1934 年證券交易法第 10 (b) 條。

I

上訴人係印刷工人，於 1975 年及 1976 年在 Pandick Press 財務印刷公司擔任檢查員 (markup man)。上訴人處理的文件中有五家匿名公司之收購標單。當這些文件交給印刷公司時，收購公司和目標公司之名稱皆係空白或假名，實際的名稱在完成印刷前最後一晚才送交印刷公司。

然而，在完成印刷前，上訴人可由文件中之其他資訊推論出目

標公司之名稱。上訴人未揭露其知悉之資訊予出賣人而購買目標公司之股票，並於收購消息公開後立即出售該股票¹。藉由這種方法，上訴人在十四個月內輕易獲得超過三萬元之利益。證券交易委員會遂開始調查其交易活動。於 1977 年五月，上訴人與證券交易委員會達成協議，返還所得利益予出售前開股票之人²。同時間，上訴人遭 Pandick Press 公司解雇。

1978 年一月，上訴人之十七項行為被控告違反 1934 年證券交易法及 SEC 第 10b-5 條規則³。上訴人未獲不起訴⁴，所有行為皆被起訴並判有罪。

聯邦第二巡迴上訴法院維持原判 (588 F.2d 1358 (1978))。本院認為上訴有理由 (441 U.S. 942 (1979))，廢棄原判決。

II

1934 年證券交易法第 10 (b) 條規定，“有關買賣任何證券之行為”禁止使用“違反證券交易委員會所定規則之任何操控、詐欺或詭計”。依據該條規定，證券交易委員會就相關事項制定第 10b-5 條規則⁵：“直接或間接，藉由使用州際貿易之任何方法或手段，或任何郵件或任何證券交易所之設施而為下列行為者，係屬違法… (a) 利用任何計策、計畫或詭計去詐欺…，或 (c) 有關買賣任何證券之行為，參與任何構成或可能構成詐欺或欺騙他人之任何行動、實行行為或商業行為。

本案爭點在於上訴人沉默之法律效果。聯邦地方法院之指示，允許陪審團於認定上訴人知悉即將發生之收購計畫將使目標公司之股票更有價值而故意不告知出賣人時，得認定上訴人有罪⁶。為決定該情況下之沉默是否違反第 10 (b) 條，須檢視該條用語、立法

¹ 五項交易中，四項涉及股份收購，一項涉及合併。

² SEC v. Chiarella. No.77 Civ. Action No. 2534 (GLG) (SDNY May 24, 1977)

³ 1934 年證券交易法第 32 (a) 條規定，故意違反 Act. 15 U.S.C. 78ff(a) (1976 ed., Supp. II) 法案者，處以罰金。上訴人因收到十七張確認買股票之信函，故該十七項行為被控違反前開法案。

⁴ 450 F. Supp. 95 (SDNY 1978).

⁵ 僅第 10b-5(a) 及 (c) 規則 是本案爭點。依第 10b-5(a) 規則所示，為確保陳述不致產生誤導，就重要事實為不實陳述或隱匿、遺漏者，構成違法行為。17 CFR 240.10b-5(b) (1979)。基於該規定而起訴之部分被駁回，因為上訴人就購買股票之事，根本未為任何陳述。

⁶ 審判筆錄 682-683,686.

理由，及證券交易委員會與聯邦法院之解釋。

儘管本院先審查法條用語（*Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 197 (1976)），但是第 10 (b) 條並未規定，沉默是否可能構成操控或詐欺行爲。第 10 (b) 條係以概括條款之立法方式預防詐欺行爲。425 U.S., at 202, 206.但立法理由或法條本身皆未就解答本案提供特定之指引。1942 年制定第 10b-5 條規則時，證券交易委員會並未討論不提供資訊是否有違背第 10 (b) 條規定之可能性⁷。

證券交易委員會在第 10 (b) 條之發展上跨出了重要的一步，其認爲交易經紀人及其公司於出售股票時，若自發行股票公司之董事處（兼爲股票經紀公司之代表人）獲得資訊卻未揭露者，即違反該條規定。在 *Cady, Roberts & Co.* 案中，證券交易委員會認爲，除非公司內部人事先揭露所知悉之所有重要的內部資訊外，應禁止其買賣

該公司之股票。該揭露或禁止之義務係基於：

“揭露資訊之積極義務，傳統上係加諸於公司內部人，尤其是經理人、董事或對公司有控制權之股東。本院一致認爲內部人必須揭露其職務上所知悉但其他交易相對人不知且會影響投資決策之重要事實。”

證券交易委員會強調產生揭露義務係因：(1) 有特定關係可取得僅爲公司目的始可獲得之內部資訊，(2) 公司內部人利用未揭露之資訊爲交易係不公平的⁸。

公司內部人與公司股東間之關係會產生揭露義務並非法律之非常態。依普通法規定，以誘使信賴爲目的而爲之不實陳述即屬詐欺。但未於交易完成前揭露重要資訊，僅限於當事人有揭露義務時，始構成詐欺行爲。此外，因當事人間有忠實執行業務義務、或其他類似信賴、保密關係，致他方當事人有權知悉一方當事人之資訊時，即

⁷ SEC 證券交易法第 3230 號解釋 (May 21, 1942), 7 Fed. Reg. 3804 (1942).

⁸ *Cady, Roberts* 案中，交易經紀人依第 10(b)條規定應負責任，因其自發行股票公司之內部人處，收受非公開之資訊。內部人不得使用該資訊，內部人若兼爲股票經紀公司之合夥人亦不得使用之。*Cady, Roberts* 案中涉及出賣股票予原非會成爲公司股東之人。(40 S. E. C., at 913, and n. 21)。證券交易委員會同意判決之理由，即“董事或經理人對該交易之買方負有忠實執行業務義務。雖然董事或經理人僅於買方成爲公司股東後，始負忠實執行業務義務，仍不應允許董事或經理人利用職務優勢去引誘買方成爲公司股東。” 914, n. 23, quoting *Gratz v. Claughton*, 187 F. 2d 46, 49 (CA2), cert. denied, 341 U.S. 920 (1951).

生揭露義務⁹。在 Candy, Roberts & Co. 案中，證券交易委員會認為藉由公司職位獲得機密資訊之公司內部人與公司股東間具有信賴或保密關係¹⁰。該關係產生揭露義務，因為有必要禁止公司內部人不當欺騙未獲通知之小股東。(Speed v. Transamerica Corp., 99 F. Supp. 808, 829 (Del. 1951))

聯邦法院認為（參見證券交易委員會控告 Texas Gulf Sulphur 公司之案例），公司內部人為個人利益使用未揭露之資訊，係違反第 10 (b) 條。(E. g., SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (CA2

1968), cert. denied, 404 U.S. 1005 (1971) .)。該案強調，依據普通法規則，“起訴當事人未揭露市場資訊，須因其有義務揭露之”。

(Frigitemp Corp. v. Financial Dynamics Fund, Inc., 524 F.2d 275, 282 (CA2 1975) .)。因此，應認為股票之買方對賣方並無義務揭露重要資訊，因買方非公司內部人，亦非對賣方負有忠實執行業務義務之人。(General Time Corp. v. Talley Industries, Inc., 403 F.2d 159, 164 (CA2 1968), cert. denied, 393 U.S. 1026 (1969) .)¹¹

本院與 Affiliated Ute Citizen

⁹ 重申侵權行為法第 551(2)(a) (1976). 參 James & Gray, 不實說明, Part II, 37 Md. L. Rev. 488, 523-527 (1978). 關於證券交易，美國律師協會認為，有義務說明卻沉默時，可構成詐欺行為。ALI, Federal Securities Code 262 (b) (Prop. Off. Draft 1978).

¹⁰ 參 3 W. Fletcher, Cyclopaedia of the Law of Private Corporations 838 (rev. 1975); 3A id., 1168.2 1171, 1174; 3 L. Loss, Securities Regulation 1446-1448 (2d ed. 1961); 6 id., at 3557-3558 (1969 Supp.). 另參 Brophy v. Cities Service Co., 31 Del. Ch. 241, 70 A. 2d 5 (1949). 另參 generally Note, Rule 10b-5: Elements of a Private Right of Action, 43 N. Y. U. L. Rev. 541, 552-553, and n. 71 (1968); 75 Harv. L. Rev. 1449, 1450 (1962); Daum & Phillips, The Implications of Cady, Roberts, 17 Bus. L. 939, 945 (1962).

大法官 BLACKMUN 不同意見書中建議，當一方當事人較他方當事人獲有資訊優勢時，“特殊事實原則” (special facts doctrine) 可適用於沉默構成詐欺行為之認定，但法院未採此說。於 Strong V. Repide 案中 (Strong v. Repide, 213 U.S. 419, 431-434 (1909))，該法院適用特殊真相原則以得出公司內部人對股東有揭露義務之結論。該案例中，公司多數股東秘密地向其他股東購買股票，但未揭露公司在公司內部人之指示下將出售資產且股價將大幅上漲之消息。Strong V. Repide 案係以公司內部人與股東間具有忠實執行業務義務之前提而作成判決。(另參 Pepper v. Litton, 308 U.S. 295, 307, n. 15 (1939))

¹¹ 參 SEC v. Great American Industries, Inc., 407 F.2d 453, 460 (CA2 1968), cert. denied, 395 U.S. 920 (1969); Kohler v. Kohler Co., 319 F.2d 634, 637-638 (CA7 1963); Note, 43 N. Y. U. L. Rev., supra n. 10, at 554; Note, The Regulation of Corporate Tender Offers Under Federal Securities Law: A New Challenge for Rule 10b-5, 33 U. Chi. L. Rev. 359, 373-374 (1966). See generally Note, Civil Liability under Rule X-10b-5, 42 Va. L. Rev. 537, 554-561 (1956).

案亦持相同見解 (Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U.S. 128 (1972))。一群印地安人設立一間公司以管理部落公司財產，該公司發行股票予其印地安人股東且指定一家當地銀行作為股務代理人。因公司資產具投機性及股份實際價值計算之困難性，公司要求銀行向股東強調股份保留之重要性。銀行的二位副理幫助股東處分其股票，該副理知悉股票係分別在二個市場中交易，一為印地安人透過銀行出售給非印地安人之主要市場，另一為非印地安人所組成之零售市場。印地安人賣方控告副理違反第 10 (b) 條及第 10b-5 條規則，因副理未通知賣方，在零售市場盛行著較高之售價。法院認為若銀行僅單純擔任股務代理人者，並無揭露義務。但銀行也同時擔任股東之代理人，且出售股份時印地安人賣方信任該銀行人員。因銀行之經理人被控對股東有責任，故經理人未告知股東有更有利之非印地

安人市場存在時，即不得自為市場創造者去引誘印地安人出售股票。

因此，儘管法條用語及立法理由並未特別指出未揭露行為之合法性，行政及司法機關已作出相關解釋，確立有關買賣證券等行為所生之沉默，得依證券交易法第 10 (b) 條之規定，構成可起訴之詐欺。惟該責任係以交易當事人間之信賴及保密關係所生之揭露義務為前提。公司內部人有義務將股東之利益置於其私人利益之前，交易前之揭露義務在確保公司內部人不會藉由詐欺性使用重要非公開之資訊以謀取私人利益¹²。

III

本案，上訴人被認為違反第 10 (b) 條，雖然其非公司內部人且未由目標公司取得機密資訊；甚者，上訴人取得之市場資訊僅係收購公司之計畫，與目標公司之獲利能力或營運並無關係¹³。本院認

¹² 自公司內部人獲悉機密資訊之人 (Tippees)，被認為負有第 10(b)條之義務，因其負有不使用明知為機密，及明知或可得而知來自公司內部人之資訊以謀取利益之義務。(Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 495 F.2d 228, 237-238 (CA2 1974))。公司內部人違反忠實執行業務義務後，接受機密資訊之人 (Tippees) 即被認為屬參與者，即負有上述義務。(Subcommittees of American Bar Association Section of Corporation, Banking, and Business Law, Comment Letter on Material, Non-Public Information (Oct. 15, 1973), reprinted in BNA, Securities Regulation & Law Report No. 233, pp. D-1, D-2 (Jan. 2, 1974).)

¹³ 參 Fleischer, Mundheim, & Murphy, An Initial Inquiry into the Responsibility to Disclose Market Information, 121 U. Pa. L. Rev. 798, 799 (1973).

為，除非上訴人於交易前有積極之揭露義務，上訴人使用該資訊依第 10 (b) 條規定應非屬詐欺行為。以本案而言，聯邦下級法院未對陪審團就該積極揭露義務之明確性作說明。事實上，聯邦地方法院指示陪審團，上訴人對任何人、對整體市場之所有賣方皆有揭露義務。陪審團僅單純的被告知去確定“當上訴人了解股票交易市場上之其他人無法取得相同之重大之非公開之資訊時”，是否使用該資訊。

聯邦上訴法院以“任何人無論其是否為公司內部人，只要是定期收受重大之非公開資訊，不得於無負積極的揭露義務時，使用該資訊以買賣股票”為由，維持原判。雖然聯邦上訴法院表示，其審查之範圍僅侷限於定期收受重大之非公開資訊之人，惟該限制之理由與揭露義務之存在與否並無關係¹⁴。聯

邦上訴法院如同聯邦地方法院般，未確認上訴人與賣方間之關係是否可能產生揭露義務。聯邦上訴法院作成判決僅因其認為，聯邦證券交易法係為“建立一個可提供平等取得資訊管道之制度，以使合理且明智之投資決定能據以作成”。其認為，任何人使用非一般人可取得之重要資訊即構成詐欺，因為該資訊使特定之買方或賣方較未受通知之買方或賣方獲有不公平之優勢。

聯邦上訴法院之理由有兩點瑕疵。首先，非任何財務不公平之例子皆構成第 10 (b) 條規定之詐欺行為 (Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462, 474 -477 (1977).); 其次，本案欠缺該“揭露”之義務。因上訴人與出售目標公司股票之出賣人間事前並無交易行為，故上訴人與出賣人間之關係

¹⁴ 聯邦上訴法院認為，“取得市場資訊之一般管道”之檢驗方式，將建立有用之法則以採納“在市場中佔有策略地位之人”之說法 (588 F.2d, at 1365.)。惟這些考量是不足以支持上訴人應負揭露義務。揭露義務係出於當事人間之關係 (參前揭註 9, 10, 及 [445 U.S. 222, 232] 上下文)，非僅單純因市場地位獲得之收購資訊即負有責任。

聯邦上訴法院亦認為，收購公司係為股份收購之要約人，其創造而非收受資訊，並承擔收購失敗之實質經濟風險，故不得成為市場之內部人 (588 F.2d, at 1366-1367)。再者，聯邦上訴法院亦未適當地說明上訴人具有揭露義務。聯邦上訴法院曾與本院之分析一致，亦認為股份收購人若於事前宣布收購計畫者，因收購人與賣方間無關係存在，故收購人不違反第 10(b)條之規定。

“本院認為法律並未規定，非內部人且非賣方所信賴之股份收購人，對可能提高賣價或終止收購之資訊負揭露義務。” (General Time Corp. v. Talley Industries, Inc., 403 F.2d 159, 164 (1968), cert. denied, 393 U.S. 1026 (1969).)

不生任何義務。上訴人非出賣人之代理人、非對出賣人負有忠實執行業務義務之人、亦非與出賣人有信賴及保密關係之人。事實上，上訴人完全是一個在客觀交易市場上與出賣人交易之陌生人。

未認可在交易市場上之所有參與者間，就重大之非公開資訊負有一般義務去停止交易前，本院無法維持上訴人之有罪判決。無明確證據以確定立法者之意圖者，不應建構廣泛之義務。建構廣泛之義務形同背離當事人間須有特定關係始生義務之原則。

因本院於第 10 (b) 條用語或立法理由中未發現任何建構廣泛義務之證據，且國會（即立法院）或證券交易委員會皆未採用資訊平等原則（parity-of-information rule）；相反地，濫用市場資訊引發之問題，已藉由詳細、複雜的規範，以認可當使用該市場資訊時，不會危害證券市場之運作。例如，威廉法案（Williams Act）¹⁵ 限制但未完全禁止股份收購之要約人於收購消息公開前收購目標公司之

股票。國會於此及其他領域¹⁶之謹慎行事，與本院於本案被要求採取之擴張責任之原則係相反的，有些地方更呈緊張關係。

確實，支持上訴人被定罪之理論有別於證券交易委員會就第 10 (b) 條之看法，其看法為第 10 (b) 條之適用係針對賣方與上訴人之購買行為，具有相同效果之活動。一公司事先對機構投資人告知其公開收購目標公司股份之意圖時，將產生“倉庫效應（Warehousing）”，此時，機構投資人可在收購消息公開及股票價格飆漲之前購買目標公司之股票¹⁷。本案如同倉庫效應般，買方基於賣方所不知之市場資訊購買目標公司之股票。於以上兩種情況下，若賣方知悉非公開之資訊者，則可能改變其行為。然而值得注意的是，在認可依第 10 (b) 條所為之行為會依些微不同之理論（somewhat different theory）解決，而非如以前般習於將內線交易視為詐欺行為後，證券交易委員會依管理公開收購¹⁸之職權，禁止倉

¹⁵ Title 15 U.S.C. 78m (d) (1) (1976 ed., Supp. II)，允許股份收購人於揭露收購計畫前，購買目標公司之 5% 之股票。

¹⁶ 1934 年證券交易法第 11 條規定，原則禁止。

¹⁷ Fleischer, Mundheim, & Murphy, 前揭註 13, at 811-812.

¹⁸ 1 SEC Institutional Investor Study Report, H. R. Doc. No. 92-64, pt. 1, p. xxxii (1971).

庫效應之適用。¹⁹

本院於本案中並未發見有適用上述新的、不同的責任理論之基礎。如同本院以前所強調，1934年證券交易法不得作出“比法條用語及法律體系所合理許可更廣泛”之解釋（*Touche Ross & Co. v. Redington*, 442 U.S. 560, 578 (1979), quoting *SEC v. Sloan*, 436 U.S. 103, 116 (1978).）。第10(b)條被巧妙地描述為概括規定，但仍須限於詐欺行為。當一行為被控係未揭露資訊之詐欺行為時，若無揭露義務者，即非詐欺行為。本院認為，僅單純持有非公開之市場資訊不生第10(b)條之揭露義務。反對說並未獲得第10(b)條立法理由之支持，且違反立法院規範證券市場之謹慎規畫（*Cf. Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U.S., at 479.）²⁰。

IV

美國政府提出擇一理論（alternative theory）以支持上訴人有罪，其主張當上訴人因擔任收購公司聘僱之印刷公司之受僱人而擁有職務優勢去取得資訊並進而為交易時，即違反對收購公司應盡之義務。違反上述義務依第10(b)條規定，對收購公司及賣方即構成詐欺。

本院無須決定擇一理論是否可採，因該理論並未向陪審團提出。陪審團被告知，依據第10b-5規則之用語，若認為上訴人有下列情形之一者，上訴人即有罪：(1) 利用任何計策、計畫或詭計去詐欺；或(2) 參與任何構成或可能構成詐欺或欺騙他人之任何行動、實行行為或商業行為。聯邦地方法院認為“詐欺計畫”係指藉由詐欺或欺騙

¹⁹ SEC Proposed Rule 240.14e-3, 44 Fed. Reg. 70352-70355, 70359 (1979).

²⁰ BLACKMUN 大法官不同意見書中，對違反第10(b)條及第10b-5條規則應負民刑事責任，提供下列判斷標準：擁有取得他人無法合法取得之機密、重要資訊管道之人，原則上應禁止其利用資訊優勢去買賣受影響之證券。

BLACKMUN 之觀點與聯邦上訴法院之理論實質上並無不同，聯邦上訴法院認為定期收受重大之非公開資訊之任何人，若未負起積極揭露義務，不得使用該資訊去買賣股票（588 F.2d, at 1365）。依理由 III 所述，不應採該見解。此外，有法院認為，依第10(b)條規定，若禁止特定之不明確行為者，將造成民刑事被告是否應被充分告知其涉及不法行為之問題。（*Cf. Grayned v. City of Rockford*, 408 U.S. 104, 108-109 (1972).）

值得注意的是，本案顯然是依第10(b)條未揭露之規定，科處買方刑事責任之第一個案例。上訴人被處一年有期徒刑，暫停交易一月，緩刑五年。（588 F.2d, at 1373, 1378 (Meskill, J., dissenting).）

以獲取金錢之計畫，並認為“Chiarella 未揭露與購買股票有關之重大之非公開之資訊即構成欺騙”。因此，陪審團被指示，“若 Chiarella 未揭露與購買股票有關之重大之非公開之資訊”即屬有計畫之詐欺行爲。

另一方面，陪審團被指示，“若 Chiarella 被指控之購買股票卻未揭露重大之非公開之資訊，將對或已對賣方產生如同詐欺之效果”。聯邦地方法院之法官之前已表示，詐欺“包含靈活之人可利用之所有手段、方法，及個人藉由錯誤之不實陳述、建議，或隱瞞事實而由他人獲取利益之所有手段、方法”。

依陪審團之判斷顯示，上訴人僅因未揭露重大之非公開之資訊予出賣目標公司股票之賣方即被認為有罪。上訴人對賣方以外之人應負揭露義務之性質或要素，陪審團並未受指示。因本院無法基於未

向陪審團提出之理論而認定上訴人有罪，所以本院毋庸審酌是否存在該揭露義務、是否違反揭露義務、或違反揭露義務是否觸犯第 10 (b) 條²¹。

聯邦上訴法院之判決應予廢棄。

大法官 Stevens 之協同意見書

違反第 10b-5 條規則科處民刑事責任之前，有必要指出被告違反了何種義務。有爭論地，當上訴人於公開市場購買證券時，其是否已違反 (a) 對出賣目標公司股票之出賣人應負之揭露義務且，(b) 對收購公司應負之沉默義務。筆者同意本院有關上訴人對賣方無揭露義務之見解，及有罪判斷係基於上訴人對賣方負有義務之錯誤假設之見解。因此，聯邦上訴法院之判決應予廢棄。

本院就第二個問題並未有任

²¹ 首席大法官之不同意見書僅係依據陪審團判斷中所稱，上訴人於印刷公司中擔任負有保密義務之職位 (confidential position)，即爭執陪審團已受有“濫用非公開資訊之人即有揭露資訊或禁止交易之積極義務”理論之適當指示。首席大法官依據本文所作之論點，並未向陪審團說明上訴人對其雇主或收購公司所負義務之性質及範圍 (若有義務的話)，亦未說明濫用行為之侵權行為要素。陪審團之判斷亦未指出負有保密義務之職位是上訴人違法行為的必要要素。因此，本院不認為“濫用理論”是被陪審團指示中所涵蓋的。縱使陪審團已被指示得因下列情形認定上訴人有罪：(1) 未對賣方揭露重大之非公開之資訊，或(2) 違反對收購公司之義務，本院認為有罪判決亦應被廢棄。若不可能主張被告是否為了非犯罪行為而已受罰，本院即無法維持有罪判決。(United States v. Gallagher, 576 F.2d 1028, 1046 (CA3 1978); see Leary v. United States, 395 U.S. 6, 31-32 (1969); Stromberg v. California, 283 U.S. 359, 369-370 (1931).)

何之說明係正確的，上訴人是否違反其沉默之義務（上訴人毫無疑問地對其雇主及雇主之客戶負有該義務）係決定其是否構成第 10b-5 條規則之刑事責任。肯否兩說皆可能提出可觀之支持論點。一方面，假如本院假設收購公司交付機密資訊予上訴人雇主，而上訴人違反對收購公司之義務時，上訴人買賣任何股票之行為構成詐欺或欺騙收購公司之合理之法律爭點可能被提出²²；另一方面，鑑於收購公司既非目標公司股票之買方亦非賣方，收購公司可能無法由違反第 10b-5 條規則之上訴人處獲得補償，故不違反第 10b-5 條規則之論點亦可能被提出。筆者認為法院將本爭點留待他日解決是明智的。

筆者僅單純強調一個事實，即本院無須決定上訴人之行為是否應予許可，亦無須決定類似之行為在未來是否可能合法。相反地，本院僅須主張，不得以上訴人違反其不應負擔之義務而認定其刑事罪責。

筆者同意本院之意見。

大法官 Brennan 之部分協同意見書

筆者認為，本院判決“僅單純持有非公開的市場資訊不生第 10 (b) 條之揭露義務”係正確的。然而，在作成此主張前，本院認為，若未違反買賣雙方間忠實執行業務關係所生之義務者，即不違反第 10 (b) 條。筆者無法同意該見解。相反地，對筆者而言，首席大法官不同意見書中之第 I 部分，似乎正足以說明得適用之法則，亦即不當取得或轉變為圖利自己之意思而取得非公開資訊，並用以買賣證券者，即違反第 10 (b) 條規定。

筆者雖同意首席大法官不同意見書中之第 I 部分，但不同意第 II 部分。筆者同意本院多數說之意見，因為筆者認為首席大法官所提之法律意見，與提出於陪審團之部分並非同一。就筆者的理解，法院許可陪審團宣告之有罪判決，僅因發現上訴人未揭露有關購買股票之重大之非公開之資訊。筆者並未能發現法院曾指示陪審團，有關犯罪構成要件之一為，以該非公開資訊圖利自己或濫用之。起訴狀中含糊不清的記載，及檢察官於審判開

²² 參 Eason v. General Motors Acceptance Corp., 490 F.2d 654 (CA7 1973), cert. denied, 416 U.S. 960. Eason 案之判決不被他案所採，參 Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723. 然而，因私人行為被科處罰金之回復請求權之限制不適用於 Blue Chip 案，參 Piper v. Chris-Craft Industries, Inc., 430 U.S. 1, 42, n. 28, 43, n. 30, 47, n. 33.

始及終結時之陳述，皆未為適當之指示、說明。該瑕疵既非對判決無影響之錯誤，亦非嗣後得推定補正之事項，故該瑕疵無法治癒。事實上，對陪審團未為適當的指示即維持原判，形同直接認定上訴人係有罪，因此本院無法贊同。

首席大法官 Burger 之不同意見書

筆者認為陪審團判定本案違反第 10 (b) 條及第 10b-5 條規則係正確的。筆者維持有罪判決。

I

原則上，市場上交易行為之任一當事人對他方並無揭露資訊之義務，除非當事人間具有保密或忠實執行業務義務之關係 (W. Prosser, *Law of Torts* 106 (2d ed. 1955))。該原則允許商人利用其經驗及技術以確保及評估相關資訊，以期對努力工作、謹慎分析及敏銳預測提供誘因。但該原則亦強調應限制其範圍。特別是有利資訊之取得非因卓越之經驗、遠見或努力，而係以

非法之方法取得時，即不應適用該原則。一評論家 Keeton 指出：「買方取得資訊而對賣方隱瞞，則其取得之方式應屬重大情勢。該資訊之取得可能係出於買方之卓越知識、智慧、技巧或科技性判斷，亦可能僅出於偶然的機會，或侵權行為。若出於違法行為所取得之資訊，似乎即應認為有揭露義務。」

(Keeton, *Fraud - Concealment and Non-Disclosure*, 15 *Texas L. Rev.* 1, 25-26 (1936))

筆者就第 10 (b) 及 10b-5 條之規定，歸納出下列原則：濫用非公開資訊之人有揭露該資訊或禁止交易之積極義務。

第 10 (b) 及 10b-5 條規定之用語清楚地支持上述見解。該條文之用語，涵蓋涉及詐欺陰謀之任何人。其明顯之用語否定了立法意旨有意侷限於內線交易或公司資訊之詐欺行為²³。就如同立法者並無意對白領階級之內部人員或藍領階級之人，建立兩套公平交易之標準。第 10 (b) 及 10b-5 條規定之用語重複使用「任何 (any)」已明

²³ 近年來之學術論文，區分反映預期之獲利或資產之「公司資訊 (corporate information)」與「市場資訊 (market information)」。參 e. g., Fleischer, Mundheim, & Murphy, *An Initial Inquiry into the Responsibility to Disclose Market Information*, 121 *U. Pa. L. Rev.* 798, 799 (1973)。由第 10(b)條及第 10b-5 條規則之用語及立法理由清楚地看出，並無上述區分。參 Brudney, *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws*, 93 *Harv. L. Rev.* 322, 329-333 (1979)。

顯表示包含任何人的意思。

(*Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128, 151 (1972).)

第 10 (b) 條及第 10b-5 條規則之立法理由亦支持上述見解。反詐欺條款係以廣義方式立法，以確保證券交易在投資人間係公平且無不當偏袒或不當優勢(H. R. Conf. Rep. No. 94-229, p. 91 (1975).)。該規定禁止“為完成無助益功能 (no useful function) 所為之操控及詐欺行為”(S. Rep. No. 792, 73d Cong., 2d Sess., 6 (1934).)。濫用非公開資訊而購買證券之人，擁有不當之交易利益；只要是犧牲他人之利益以獲得自己之利益者，其行為即相當明確地達成無助益功能之目的。

第 10 (b) 條及第 10b-5 條規則之解釋並非新的轉變，仍依循證券交易委員會於 *Cady, Roberts* 案中所發布之法律原則。證券交易委員會

依據下列兩要素認為公司內部人應負揭露義務：(1) 有接觸資訊之管道，該資訊係為公司目的而非個人利益始能取得 (強調之重點)，

(2) 利用交易相對人無法取得之資訊為交易，係不公平。當一當事人就由非法手段取得資訊優勢時，上述兩要件即為浮現²⁴。證券交易委員會於 *In re Blyth & Co.*, 43 S. E. C. 1037 案中引用 *Cady, Roberts* 規則。該案中，交易經紀人藉由聯邦銀行 (即美國中央銀行) 雇員處獲得之財政部機密資訊去買賣政府債券。證券交易委員會判定該交易係“不當使用內部資訊”，違反第 10 (b) 條及 10b-5 條規則。證券交易委員會毫不猶豫地將 *Cady, Roberts* 規則延伸適用於由政府內部人員取得機密消息之人²⁵。

最後，證券交易委員會強調其對第 10 (b) 條及第 10b-5 條規則之見解不影響合法交易之慣例。因

²⁴ 參 *Financial Analysts Rec.*, Oct. 7, 1968, pp. 3, 5 (interview with SEC General Counsel Philip A. Loomis, Jr.)，內部消息之必要特徵係指：收受之資訊應予保密，不得作為圖利個人且損害投資大眾之用途；另參 Note, *The Government Insider and Rule 10b-5: A New Application for an Expanding Doctrine*, 47 S. Cal. L. Rev. 1491, 1498-1502 (1974).

²⁵ 美國法律協會 (ALI) Louis Loss 教授最近負責草擬之聯邦證券交易法中亦發現支持反詐欺條款解釋之論點。ALI 法規彙編中將反詐欺條款解釋為包括「準內部人 (quasi-insiders)」，亦即包括法官之法律助理藉由未宣告之判決理由而為交易或政府機關之受僱人藉由機密報告而為交易。參 ALI *Federal Securities Code* 1603, comment 3 (d), pp. 538-539 (Prop. Off. Draft 1978)。準內部人概念之特徵為，藉由非法且非社會鼓勵之合法經濟活動以獲得資訊優勢。

此，反詐欺條款於股份收購者收購目標公司股票達 5% 前之猶豫期間，不要求股份收購者對收購計畫負揭露義務。其亦不禁止倉庫效應 (warehousing)。(SEC, Institutional Investor Study Report, H. R. Doc. No. 92-64, pt. 4, p. 2273 (1971) .) 同樣地，市場專家就其每日之市場交易活動中，亦不受限於揭露或限制之義務。這些例子，交易皆根據重大之非公開之資訊而完成，且該資訊並未為謀取個人利益之目的而非法圖利。

II

筆者以為，本院之見解仍未解決第 10 (b) 及 10b-5 條是否禁止濫用非公開資訊為交易之問題²⁶。反而，本院顯然認為本案之理論並未向聯邦上訴法院之陪審團提出。依本院之見解，上訴法院就不管以何方式取得之非公開資訊而未揭露即為詐欺行為之錯誤觀念為基礎而向陪審團作出其指示。因聯邦上訴法院之錯誤指示為基礎，陪審團未被指示，上訴人取得

之資訊優勢之手段 (即違反對收購公司負有之義務) 為犯罪構成要件之一基礎要件。

本院對聯邦上訴法院判決之理解係不當地被限縮。持平而論，審判過程中法院已指示陪審團審查上訴人是否濫用雇主之客戶資料以獲取交易利益。陪審團判定“上訴人不當利用其任職 Pandick Press 印刷公司負有保密義務之職位時所取得之資訊，且於上訴人了解股票交易市場之其他人無法取得相同資訊且該資訊對股價影響係重大時，秘密地使用該資訊。”該段用語與起訴書相同，且陪審團於審議時已有該起訴書，因此陪審團判定上訴人交易時“未揭露受僱時所取得之重大之非公開之資訊”。檢察官於陳述起訴要旨時，亦對陪審團明確強調上述情形。於檢察官陳述：“總之，起訴被告之部分為其不當使用重大之非公開之資訊以謀取個人利益；及利用其受信任之職位，且被告明知該行為係不當。本案事實如上，且案情就是如此簡單。”後，筆者認為，任何陪審員皆不致誤會本案之情形。甚者，有經驗的

²⁶ 本院之意見中，有部份用語表示僅“上訴人與賣方間之關係可產生揭露義務”。然而，法院之意見應有許多的限制，亦即單純持有重大之非公開之資訊不足以產生揭露或限制交易之義務。因此，筆者認為法院並未否決先前之觀點，亦即濫用非公開資訊之行為產生揭露或限制交易之積極義務。

上訴人之律師亦未對此部分有任何異議，也未反駁對陪審團之指示有任何不足之處。

不管如何，即使假設法院對陪審團就未對上訴人濫用部分之指示做精確且充分告知，就本案證據顯示，就合理懷疑之理論而言，該缺失並不會影響本案判決。查，上訴人已自承藉由解讀雇主客戶交付給雇主之機密、重要資訊，以取得資訊優勢。且承認交易所依據之資訊係機密，不得用於謀取個人利益。對筆者而言，依據上訴人之自白，殊難想像不充分的指示可能影響陪審團作出不利上訴人之認定 (Chapman v. California, 386 U.S. 18, 23 (1967)). See also United States v. Park, 421 U.S. 658, 673-676 (1975).)。此參上訴人之辯護律師之下述結辯亦可得知，“首先，Chiarella (即上訴人) 供稱「我使用我工作時取得之線索，我研究並解讀這些不同的文件並用以購買股票。」這是毫無疑問，毋庸爭辯的。他承認了，這沒什麼神秘可言。”

本院審理時，辯護人亦承認“我們不爭執 Chiarella (即上訴人) 違反身為收購公司代理人不得為個人利益而使用機密資訊之義務”，並於答辯狀中重述之。這些陳述相當於正式承認上訴人的資

訊優勢係非法取得。此外，成文法規定有關犯罪必要構成要件之自認即可被陪審團認定為已經明確證明之事實。(8 J. Wigmore, Evidence 2590 (McNaughton rev. 1961); United States v. Houston, 547 F.2d 104 (CA9 1976).)

總之，證據毫無疑問地顯示，在印刷廠警示下工作的上訴人，竊取並濫用交付給他並應極度保密之珍貴非公開資訊。被告隨後即利用非法取得之資訊優勢於市場上購買證券。筆者認為該行為明顯違反第 10 (b) 條及 10b-5 條規則。因此，筆者維持聯邦上訴法院之判決。

大法官 Blackmun 主筆，大法官 Marshall 連署之不同意見書

雖然筆者同意首席大法官不同意見書第 I 部分中大部分之理由。但筆者認為毋須依濫用理論 (misappropriation theory) 以認定上訴之人罪責，故另擬不同意見書。上訴人竊取 (purloined)【或首席大法官所稱之“竊取” (stole)】預計收購股票者之資訊是上訴人構成詐欺罪責的最戲劇性證據。上訴人坦承認錯，且上訴人及其印刷廠之同事曾被雇主特別警告此種行為係不當且被禁止的。縱使上訴人在進行圖利計畫前已獲得雇主

之委託人的同意，筆者亦認為上訴人的詐欺行為係屬 1934 年證券交易法第 10 (b) 條及證券交易委員會規則第 10b-5 條規範之範圍。筆者認為上訴人操控交易之獨特行為，無論有無獲得雇主之委託人的同意，皆屬證券交易法所欲禁止的行為之核心。

本院並於最近的判決中尋求支持之理由，試圖將第 10 (b) 條由概括規定轉變為少數使投資新手於投資股票時無不必要風險之不當行為。(e.g., *Ernst & Ernst v. Hochfelder* 案, *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores* 案)。在法律並未明文規範應負揭露義務或禁止藉由重大之非公開資訊為交易之前，本案已透過不合理要求須具有類似忠實執行業務義務之特別關係而實現上述限制²⁷。本院承認法條用語或立法理由並未授權作成上述結論。然而，本院居然未嘗試就證券交易法之立法目的去闡釋其判決之正當性，或將長期以來遭濫用作擴張解釋而非限縮解釋之聯邦證券交易法之法則予以匡正。(參 *Affiliated Ute Citizens v.*

United States, *Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co.*及 *SEC v. Capital Gains Research Bureau*)

筆者當然同意本院有關信託關係可構成第 10 (b) 條及第 10b-5 條規則之揭露義務之見解，但不同意未揭露資訊僅於違反信託關係之義務時，方違反第 10b-5 條規則。本案，本院不當地忽視上訴人有一般誠實投資人無論如何努力也無法合法取得機密資訊之管道之重要性。如此一來，將造成第 10 (b) 條及第 10b-5 條規則之解釋，欠缺完整含意。雖然，本院由特定之判例中尋求支持其見解之理由，筆者認為本院之判決既未完全符合普通法中詐欺之發展，亦未完全遵循行政及司法機關對第 10b-5 條規則中內線交易之適用。

普通法中可被訴追之不實說明，長期以來將持有特殊事實 (special facts) 視為應負揭露義務之主要要件 (*Strong v. Repide*, 213 U.S. 419, 431-433 (1909); 1 F. Harper & F. James, *Law of Torts* 7.14 (1956))。傳統上，此一主

²⁷ 本院未指出，特殊關係之義務是否係參與不法詐欺交易行為之人所具備之義務；亦未指出其認定之法則，是否包括下級法院長期以來認為收受證券交易機密者具有衍生義務之見解。(ante, at 230, n. 12; cf. *Foremost-McKesson, Inc. v. Provident Securities Co.*, 423 U.S. 232, 255, n. 29 (1976).)

要件係異常明顯的在涉及保密關係或忠實執行業務義務關係之相關案例（該等案例中，一方當事人之資訊劣勢及平等對待原則是法律認定之重要事項），以及一方當事人被告知，他方當事人係出於對重要事實之誤信而為交易之相關案例中。（*Frigitemp Corp. v. Financial Dynamics Fund, Inc.*, 524 F.2d 275, 283 (CA2 1975); see also *Restatement of Torts* 551 (1938)）。然而，即使普通法亦有傾向於避免嚴守買受人自負瑕疵結果（*caveat emptor*）之趨勢，並更有彈性、不拘泥形式地解釋揭露義務之意義（e. g., *Keeton, Fraud - Concealment and Non-Disclosure*, 15 *Texas L. Rev.* 1, 31 (1936)）。現在也有朝“特殊事實理論”適用之趨勢，其適用於更廣泛之處，例如在一方當事人擁有基礎事實而具備較多資訊，然交易時未揭露者，被視為不公平。（*James & Gray, Misrepresentation - Part II*, 37 *Md. L. Rev.* 488, 526-527 (1978)；3 *Restatement (Second) of Torts* 551 (e), *Comment I* (1977)；*id.*, at 166-167 (Tent. Draft No. 10, 1964)。See also *Lingsch v. Savage*, 213 *Cal. App. 2d* 729, 735-737, 29 *Cal. Rptr.* 201, 204-206 (1963)；*Jenkins v. McCormick*, 184 *Kan.* 842, 844-845,

339 *P.2d* 8, 11 (1959)；*Jones v. Arnold*, 359 *Mo.* 161, 169-170, 221 *S. W. 2d* 187, 193-194 (1949)；*Simmons v. Evans*, 185 *Tenn.* 282, 285-287, 206 *S. W. 2d* 295, 296-297 (1947)。

本院對第 10 (b) 條及第 10b-5 條規則採狹義解釋，閒置聯邦證券交易法，與立法者制定證券交易法之目的背道而馳（*Cf. H. R. Rep. No. 1383*, 73d *Cong.*, 2d *Sess.*, 5 (1934)）。筆者不同意證券交易法及證券交易委員會之規則應如此限縮。本院已注意到證券交易法並無意限縮於忠實執行業務義務關係之範圍而已。（*Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 *U.S.* 462, 474-476 (1977)）。相反地，證券交易法之目的在確保非關個人因素之國內證券交易市場具有公平誠信之機能以彌補普通法保障之不足。（*Cf. United States v. Naftalin*, 441 *U.S.* 768, 775_ (1979)）。因立法者明白，確保證券交易是公平且於投資人間無不當偏袒或優勢，係證券交易法缺一不可的立法目的。（*H. R. Conf. Rep. No. 94-229*, p. 91 (1975)）。

獲得重要事實管道之重要性，一再出現於行政及司法機關對第 10b-5 條規則中內線交易之適用。證券交易委員會及法院一直強

調內部人不當使用機密之資訊係違法行為之指控要點。筆者認為本院不當忽視以前判決中之此項觀點。

Cady, Roberts & Co., 40 S. E. C. 907 (1961) 案中，本院討論之過程中提供了一個例證。於該案中，證券交易委員會依據下述兩要件界定負有揭露或禁止義務之內部人之範圍：

1. 具有直接或間接接觸資訊管道之關係，該資訊僅為公司目的而非任何個人利益之目的始能取得，
2. 一方當事人明知交易相對人無法取得資訊而利用該資訊者，涉及不公平。

因此，證券交易委員會關心的內部人關係，主要係擁有取得非公開資訊之管道，而非僅限於普通法之忠實執行業務義務或類似義務。該見解之趨勢被視為符合普通法主流之原則，亦即反詐欺條款之文義不應侷限於細微區別及嚴格分類。禁止交易或揭露之義務，非僅發生於忠實執行業務義務事件，亦發生於機密資訊轉變為圖利個人致生本質上不公平之情形。該等對第 10b-5 條規則之理解在 *Inverstors Management* 公司 (44 S. E. C. 633, 643 (1971)) 案中被支持，該案特別拒絕爭論涉嫌違反義務者與內部資訊管道間之特別關

係是應負責任的必要條件。

類似的見解亦被其他法院所採。(In *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833, 848 (CA2 [445 U.S. 222, 250] 1968) (en banc), cert. denied sub nom. *Coates v. SEC*, 394 U.S. 976 (1969))。在 SEC 控告 *Texas Gulf Sulphur* 公司之案例中，法院明確指出，普通法之特殊事實理論為第 10b-5 條規則之法源之一，其認為該條規則係“基於證券交易市場正當期待之政策，亦即所有投資人於客觀交易中有相對平等取得重要資訊管道。”(*Lewelling v. First California Co.*, 564 F.2d 1277, 1280 (CA9 1977) ; *Speed v. Transamerica Corp.*, 99 F. Supp. 808, 829 (Del. 1951))。此外，相關案例中 (*Myzel v. Fields*, 386 F.2d 718, 739 (CA8 1967), cert. denied, 390 U.S. 951 (1968), and *A. T. Brod & Co. v. Perlow*, 375 F.2d 393, 397 (CA2 1967)) 亦已強調第 10(b) 條及第 10b-5 條規則適用於任何人的任何詐欺行為。內部人之概念係有彈性的，當機密資訊被濫用時，防禦措施即隨之發生。(e. g., *Zweig v. Hearst Corp.*, 594 F.2d 1261 (CA9 1979) (financial columnist); *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 495 F.2d 228 (CA2 1974) (institutional

investor) ; SEC v. Shapiro, 494 F.2d 1301 (CA2 1974) (merger negotiator) ; Chasins v. Smith, Barney & Co., 438 F.2d 1167 (CA2 1970) (market maker) . See generally 2 A. Bromberg & L. Lowenfels, Securities Law & Commodities Fraud 7.4 (6) (b) (1979) .)

筆者認為，第 10b-5 條規則之揭露義務採廣義解釋，在 *Affiliated Ute Citizens* 案中已被確認 (*Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128 (1972))。該案例認為銀行之代理人出賣 *Ute Indian* 發展公司股票時，對混血印地安人客戶應揭露，在賣方客戶未被告知之非印地安人市場中，客戶股票有較高價格之情事。該法院認為法條及規則重複使用“任何”之用語，明顯欲包括任何情形。雖然法院認為，銀行之代理人與印地安人賣方間具有信託關係，但因銀行及其代理人在交易市場上具有關鍵地位，故法院仍明確地認為他們應受第 10b-5 條規則之規範。印地安人賣方不知有非印地安人市場之存在；惟銀行之代理人卻相當熟悉其主動推廣的非印地安人市場，且該市場可使銀行之代理人及其銀行獲有利益。在此情況下，法院認為第 10b-5 條規則，銀行及其

代理人對印地安人賣方負有揭露市場資訊之積極義務，且後者有權知悉其股票在另一市場可賣得較高價格之情事。

筆者認為本院對 *Affiliated Ute Citizens* 案作出不當之狹義解釋。筆者就該案所持之法律意見更加深對一原則之支持，該原則即為“重大資訊取得管道之結構上不平等係第 10b-5 條規則下，不論是揭露資訊之義務或禁止交易之義務之產生之重要因素。根據該案例之實際狀況，並不須解決交易當事人間欠缺信託及保密關係時，結構上不平等是否可能會產生揭露義務之問題。不過，筆者認為 *Affiliated Ute Citizens* 案所建立之原理明確指出上述問題應採肯定說。雖然筆者不完全接受聯邦上訴法院所建立的市場內部人之分類，筆者仍認為擁有他人無法合法取得之機密重要資訊管道之人，依第 10b-5 條規則，應禁止其利用資訊優勢以買賣受影響之證券。就筆者而言，若作相反之判決或主張只會放任操控及欺騙行為擴大其範圍。(See *Blyth & Co.*, 43 S. E. C. 1037 (1969) ; *Herbert L. Honohan*, 13 S. E. C. 754 (1934) ; see generally *Brudney, Insiders, Outsiders, and Informational Advantages* [445 U.S. 222, 252] under the Federal Securities

Laws, 93 Harv. L. Rev. 322 (1979).)
28

不論第 10-5 條規則之限制為何，Chiarella 之上訴案符合結構分析範疇之核心。上訴人與股份收購公司間之關係，使其擁有取得重要資訊之管道，且該資訊係嚴禁公眾取得之資訊。套用 Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 案中對“資訊”之用語係“僅限公司目的而非私人利益所

能取得者”。再者，上訴人了解，交易相對人無法取得該資訊之情形。上訴人藉由人為的資訊落差於收購公開後立即出售股票，故其完全無交易風險。於任何合理之定義下，上訴人之交易行為皆屬本質上不公平之行為。其濫用機密資訊之情形已清楚地向陪審團提出。因此，上訴人有罪判決應予維持，筆者不同意本院廢棄原判決。

²⁸ 本院認為聯邦證券交易法之許多規定，限制但不禁止持有非公開市場資訊之特定投資人為交易行為。本院並主張“立法者及證券交易委員會皆未採用資訊平等原則 (parity-of-information)。依筆者判斷，上述兩主張皆未與筆者就第 10b-5 條規則之解釋極力所為之概述有背道而馳之情形。法院所引註之證券交易法之規定顯示，立法者對利用結構性資訊優勢之行為，並無不加以規範之意圖。將第 10b-5 條規則視為概括條款以確保立法者承認之少數例外不會因規避法律而擴張。再者，資訊平等 (parity of information) 與重要資訊取得管道 (parity of access to material information) 之平等，於概念上有重要之區別。後者對取得特定資訊優勢不加控制；而前者可能限制之，因此努力或聰明之差異將導致資訊不平等。確實地，藉由限制操控機密關係或訴諸秘密行動來獲取利益，取得管道之地位平等會幫助來確保利益係透過誠實之方法取得。