

44. U.S. v. O'Hagan

521 U.S. 642 (1997)

黃慶源 節譯

判 決 要 旨

對機密資訊之資訊提供者違反受任人義務而不當挪用該資訊，以謀求私利而交易證券之人，違反證券交易法第十條 b 項及證券管理委員會規則第 10b-5 條。

(A person who trades in securities for personal profit, using confidential information misappropriated in breach of a fiduciary duty to the source of the information, may be held liable for violating §10(b) of the Securities Exchange Act of 1934 and SEC Rule 10b-5.)

A. 證券交易法第十條 b 項禁止 (1) 使用任何「詐欺方法」，(2) 以從事「與買賣任何證券有關」、並違反證管會規定之行為。證管會依第十條 b 項之授權而制定規則第 10b-5 條；證管會規則第 10b-5 條所禁止之行為，並未超出證券交易法第十條 b 項之授權範圍。

(Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934 proscribes (1) using any "deceptive device" (2) "in connection with the purchase or sale of any security," in contravention of SEC rules. The Commission adopted Rule 10b-5 pursuant to its §10(b) rulemaking authority; liability under SEC Rule 10b-5 does not extend beyond conduct encompassed by §10(b)'s prohibition.)

B. 「不當挪用」是第十條 b 項之適當主題，因其符合條文中之要件——「與證券交易相關」之「詐欺方法」。

(Misappropriation is the proper subject of a §10(b) charge because it meets the statutory requirement that there be "deceptive" conduct "in connection with" a securities transaction.)

關 鍵 詞

Securities Exchange Act of 1934 (證券交易法) ; Securities and Exchange Commission (SEC Rule 證券管理委員會) ; misappropriation (不當挪用) ; fiduciary duty (受任人義務) ; tender offer (公開收購股份要約)

(本判決由大法官 Ginsburg 主筆撰寫)

事 實

在 Grand Metropolitan PLC 公司 (以下簡稱 Grand Met 公司) 聘請 Dorsey & Whitney 法律事務所代表 Grand Met 進行對 Pillsbury Company 公司 (以下簡稱 Pillsbury 公司) 公開收購普通股之要約後, Dorsey & Whitney 法律事務所 (以下簡稱 Dorsey & Whitney) 中非承辦該案之合夥人 (即被告) O'Hagan, 開始購買 Pillsbury 公司之買入選擇權 (call option) 及股票。於 Dorsey & Whitney 法律事務所終止對該客戶之代表權後, Grand Met 公司對外宣布其公開收購股份要約, Pillsbury 公司股價因此遽升, O'Hagan 便售出其買入選擇權及持股, 獲利逾 430 萬美元。美國證券管理委員會 (Securities and Exchange Commission, 以下簡

稱「證管會」) 調查後, 對被告提出共計 57 項控訴, 包括 O'Hagan 詐欺其法律事務所及客戶 Grand Met 公司, 為圖利個人進行交易而不當挪用關於前述公開收購股份要約之重要非公開資訊, 構成證券詐欺 (Securities Fraud), 違反一九三四年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934, 以下簡稱證券交易法) 之第十條 b 項與證券管理委員會規則第 10b-5 條 (SEC Rule 10b-5, 以下簡稱證管會規則) 而構成證券詐欺 (Securities Fraud), 違反證券交易法第十四條 e 項及證管會規則第 14e-3 條 a 項而構成詐欺交易, 以及違反聯邦郵件詐欺及洗錢法。陪審團宣判前述罪狀均成立, O'Hagan 被判刑入獄。第八巡迴上訴法院廢棄前判決, 認為證券交易法第 10 條 b 項及證管會規則第 10b-5 條之法律責任, 並不能建立在檢察官所依據之證券

詐欺「不當挪用理論」之上；證管會規則第 14e-3 條 a 項逾越證券交易法第十四條 e 項之授權範圍，因證管會規範該條規定並未以違反受任人義務 (fiduciary obligation) 為要件；而郵件詐欺及洗錢罪之成立係以違反證券交易法為前提，故當證券詐欺罪不成立時該等罪亦不能單獨成立。

判 決

原判決廢棄並發回更審。基於本院關於證券詐欺之判決，第八巡迴上訴法院對郵件詐欺罪狀之決定應予廢棄。O'Hagan 基於不同理由對郵件詐欺判罪之質疑，尚未經第八巡迴上訴法院審理，因此仍待發回後審理。

理 由

1. 對機密資訊之資訊提供者違反受任人義務而不當挪用該資訊，以謀求私利而交易證券之人，違反證券交易法第十條 b 項及證管會規則第 10b-5 條。

(a) 證券交易法第十條 b 項禁止 (1) 使用任何「詐欺方法」，(2) 以從事「與買賣任何證券有關」、並違反證管會規定之行爲。證管會依第十條 b 項之授權而制定規則第

10b-5 條；證管會規則第 10b-5 條所禁止之行爲，並未超出證券交易法第十條 b 項之授權範圍。依照內線交易之「傳統」或「古典理論」，當公司內部人士利用其職務取得之重大機密資料而交易該公司證券，即違反證券交易法第十條 b 項及規則第 10b-5 條。此種交易符合使用「詐欺方法」之條件，因公司股東與該內部人士間存在著信賴與信任之關係，基此而產生了告知義務與避免交易之義務。而依據政府在此主張之「不當挪用理論」，當公司之「外部人士」基於證券交易目的而挪用機密資訊，違反證券交易法第十條 b 項及證管會規則第 10b-5 條，是因其違反對該資訊提供者（而非交易相對人）之受任人義務。

(b) 上述定義之「不當挪用」，是證券交易法第十條 b 項之適當主題，因其符合條文中之要件——「與證券交易相關」之「詐欺方法」。第一，不當挪用者藉由詐欺進行交易：受任人假裝對當事人忠誠，卻暗中利用委任人的資訊圖謀私利，此即詐欺委任人。公司機密資訊為專屬公司之財產，未告知之資訊不當挪用與侵占類似。未告知之欺騙為不當挪用理論法律責任的重點。因此，此理論與 *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U.S.

412, 473-476 判決一致，該判決強調第十條 b 項並非一禁止違反受任人義務之規範，而是禁止操控 (manipulation) 或詐欺之行爲。反之，充分的告知 (full disclosure) 則免除法律責任：此乃因爲詐欺爲該理論之重點，而詐欺涉及對資訊提供者假裝忠誠，如果受任人告知資訊提供者其有意利用前述資訊進行交易，則「詐欺」並不存在，亦不違反第十條 b 項。第二，第十條 b 項之要件爲不當挪用資訊進行「與買賣證券有關」之行爲，其要件該當於不當挪用者在未告知委任人的情況下利用該資訊買賣證券之時，而非於其取得機密資訊時。因此，即使被詐欺之主體並非交易之相對人，而係未公開資訊之資訊提供者，交易與義務之違反發生時點仍然一致。由於利用非公開資訊進行未告知的交易，不但欺騙了資訊提供者，亦對投資大眾造成傷害，前述理論符合證券交易法的立法目的：確保一誠實的市場，從而增進投資人信心。如認爲 O'Hagan 是代表公開收購股份要約之標的公司法律事務所的律師，就違反第十條 b 項，而如其事務所代表要約人便不違反，此種論點並不合理，且從該法條內容亦不能導出如此結論。

(c) 第八巡迴上訴法院錯誤地

認爲前述不當挪用理論不符合第十條 b 項之規定。首先，該法院將該理論理解爲不以「不實陳述」或「未告知」爲要件，然而如本院所解釋，詐欺的未告知爲構成第十條 b 項法律責任之重要要件。具體而言，O'Hagan 行爲之所以該當第十條 b 項之詐欺行爲，是因爲其未對 Grand Met 及 Dorsey 告知其個人交易，違反其應盡之義務。其次，第八巡迴上訴法院誤讀本院之判決前例，而判定依據 *Chiarella v. U.S.*, 445 U.S. 222, 230, 232, 233、*Dirks v. SEC*, 463 U.S. 146, 655、與 *Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A.*, 511 U.S. 164, 191，唯有違反對證券交易當事人或其他市場參與者如投資人等之受任人義務時，始足以該當第十條 b 項之法律責任。*Chiarella* 明白表示不當挪用理論適用於類似本案情形是否妥當尚待討論，*Dirks* 亦未就不當挪用理論是否適用於類似本案之情形加以明述，而 *Central Bank* 之判決僅涉及依據第十條 b 項及規則第 10b-5 條提起之民事訴訟，無涉刑事責任。

(d) 與本院認爲刑事責任得依前述不當挪用理論成立之意見密切相關的是證券交易法中關於故意之規定，即政府須證明行爲人係故意 (willfully) 違反證管會規則

第 10b-5 條規定，及證券交易法規定如被告證明自己不知道規則規定，即不得被判刑入獄。前述法規中犯罪故意之要件，削弱了 O'Hagan 主張依據該理論決定刑事責任過於空泛之說服力。於本案發回後，第八巡迴上訴法院得就 O'Hagan 針對其第十條 b 項及規則第 10b-5 條罪名之其他主張，作進一步審理。

2. 與本案有關的是，證管會於規則第 14e-3 條 a 項中，未要求證明系爭交易違反受託人義務，並未超越證券交易法第十四條 e 項之授權範圍。證券交易法第十四條 e 項禁止「與任何公開收購股份要約相關之詐欺行為」，並授權證管會「定義此種行為，並制定合理措施防止之」。基於前述授權，規則第 14e-3 條 a 項禁止任何人利用有關公開出售股權要約之重要非公開資訊，且其明知或可得而知該資訊係來自要約公司或發行公司之內部人士或為其工作者，以進行交易，但如在買賣證券前之合理期間內，前述資訊及資訊提供者已對外公開該資訊者，則不在此限。依據證管會規則第 14e-3 條 a 項，無論交易人是否負有受託人義務而須尊重前述資訊之機密性，均應負告知或避免交易之義務。第八巡迴上訴法院認為證管會規則第 14e-3 條 a 項無

效，理由之一是證券交易法第十四條 e 項授權證管會辨識及規範「詐欺」行為，而非自行定義「詐欺」；其亦認為依據 *Schreiber v. Burlington Northern, Inc.*, 472 U.S. 1, 7-8，證券交易法第十條 b 項之解釋應主導第十四條 e 項之解釋；且依據 *Chiarella*，未告知資訊要構成證券交易法第十條 b 項之詐欺，只有在因其基於委任或其他同樣建立在信賴與信任之關係中有告知義務的情形，始得該當。本院毋需決定證管會在證管會規則第 14e 條中定義詐欺，是否逾越第十條 b 項之授權，因為證管會規則第 14e-3 條 a 項適用於本案之案件類型時，符合證券交易法第十四條 e 項要求其「制定得合理防止」利用有關公開出售股份要約之非公開資訊進行詐欺交易行為之措施。預防措施本就會將被禁止之核心活動以外之活動包括在內。依據第十四條 e 項規定，即使依普通法或證券交易法第十條 b 項規定該行為並非詐欺，證管會仍得禁止。因此，本院必須尊重證管會在這一方面的判斷，除非其判斷有武斷、反覆無常或顯然違法之情形。在本案中，證管會的判斷並無前述情形。認為利用重大非公開資訊進行交易，往往涉及違反對出價人 (bidder) 或收購標的公司或其代表之保密義

務，是一個合理的假設。由於證管會明白手段高明的交易者往往得因證明不易而設法逃避責任，因此在證管會規則第 14e-3 條 a 項中規定「告知或避免交易」之要求時，不特別要求對受任人義務之違反乙事加以舉證。就防範如 O'Hagan 被控之挪用行為而言，前述規定係證管會依證券交易法第十四條 e 項規定適當行使防範之權力 (prophylactic power)。就 O'Hagan 所提出有關證管會規則第 14e-3 條 a 項之其他質疑，即證管會規則第 14e-3 條 a 項禁止公開收購股份要約提出前之交易，與證券交易法第十四條 e 項規定不符且違反正當法律程序之問題，本院拒絕作出第一審決定。第八巡迴上訴法院得針對 O'Hagan 此項主張於發回時加以審理。

本 文

本案係有關一九三四年證券交易法第十條 b 項及第十四條 e 項之解釋與執行，以及證券交易管理委員會 (Securities and Exchange Commission (SEC)，以下簡稱證管會) 依上開法條訂定的證管會規則 (SEC Rule，以下簡稱規則) 第 10b-5 條及第 14e-3 條 a 項。本案涉及兩個主要問題，其一是關於

挪用重要非公開資訊進行證券交易，其二則是關於公開收購股份要約中之詐欺行為。特別要討論及解決的議題是：(1) 行為人利用其違反其對資訊提供者之所負之受託人義務 (fiduciary duty) 所取得之機密資訊交易證券以圖私利，是否違反證券交易法第十條 b 項及證管會規則第 10b-5 條規定？(2) 證管會制定之規則第 14e-3 條 a 項，禁止行為人利用未公開之有關公開收購股份要約 (tender offer) 之資訊交易證券，即使其並不負有告知義務，是否逾越了證管會之被授權範圍？本院對第一個問題的回答為「是」，關於第二個問題，就本案情況而言，答案為「否」。

I.

被告 O'Hagan 原為明尼蘇達州 Dorsey & Whitney 法律事務所 (下稱 Dorsey & Whitney) 合夥人之一。於一九八八年七月，英國倫敦的 Grand Met PLC 公司 (下稱 Grand Met)，由於考慮對總部設於明尼亞波利市之 Pillsbury 公司公開收購普通股，委任 Dorsey & Whitney 擔任當地代理人。Grand Met 及 Dorsey & Whitney 均採取措施保護 Grand Met 之公開收購股份計畫的機密性。O'Hagan 並未參與代理 Grand

Met 之事務。Dorsey & Whitney 於一九八八年九月九日不再代理 Grand Met 之事務。未及一個月後，在一九八八年十月四日，Grand Met 對外宣布其公開收購 Pillsbury 股份之要約。

一九八八年八月十八日，當時 Dorsey & Whitney 仍為 Grand Met 之代理人，O'Hagan 開始買進 Pillsbury 股份之買入選擇權，每一單位選擇權賦予 O'Hagan 於一九八八年九月之特定日期前購買 100 股 Pillsbury 股份的權利。O'Hagan 之後於八月和九月，陸續買進更多 Pillsbury 股份之買入選擇權，迄九月底，其已持有 2,500 單位未到期之 Pillsbury 股票選擇權，顯然多於任何其他投資人所持有者。O'Hagan 並於一九八八年九月，以低於每股 39 美元的價格，買進約 5,000 股 Pillsbury 普通股。當 Grand Met 於十月宣佈公開收購股份要約時，Pillsbury 股價上漲至每股近 60 美元。O'Hagan 於是賣出其持有之 Pillsbury 買入選擇權及普通股，獲利逾 430 萬美元。

證管會對 O'Hagan 的交易展開調查，並提出共計達 57 項控訴。O'Hagan 因利用 Grand Met 公開收購股份要約之重要非公開資訊 (material, nonpublic information) 進行交易以圖私利，被控詐欺其法

律事務所及該法律事務所之客戶 Grand Met。根據前項指控，O'Hagan 利用此筆利潤，掩飾其先前侵占與盜用其他客戶信託基金的行為。O'Hagan 並被控廿項郵件詐欺罪 (mail fraud)、十七項證券詐欺罪 (securities fraud)、十七項進行有關公開收購股份要約之證券交易罪 (fraudulent trading in connection with a tender offer)、三項違反聯邦洗錢法之罪 (federal money laundering statutes)。陪審團宣判 O'Hagan 五十七項罪狀均成立，判處四十一個月有期徒刑。

第八巡迴上訴法院以相當分歧的意見，推翻 O'Hagan 的一切罪名。第八巡迴上訴法院認為，證券交易法第十條 b 項及證管會規則第 10b-5 條規定之法律責任，不能建立在檢察官所援引之證券詐欺不當挪用理論 (misappropriation theory)。上訴法院亦認為，證管會規則第 14e-3 條 a 項禁止於持有有關公開收購股份要約之重要非公開資訊期間進行交易，逾越證券交易法第十四條 e 項授權證管會之權限，因證管會之規則中並未以違反受任人義務 (fiduciary duty) 為要件。第八巡迴上訴法院進而認為，O'Hagan 之郵件詐欺及洗錢罪名係以違反證券法規為前提，一旦證券詐欺罪被推翻，前述罪名亦不成

立。法官 Fagg 撰寫不同意見書，認為應承認及適用不當挪用理論，並認為證管會制定規則第 14e-3 條 a 項未要求證明違反受任人義務，並未逾越其被授權範圍。

上訴法院的決定，無視適用不當挪用理論於證券交易法第十條 b 項及規則第十條 b-5 項規定之妥當性及依據證券交易法第十四條 e 項制定之規則第十四條 e-3 項 a 款之合法性。我們同意核頒移審令，並廢棄第八巡迴上訴法院之判決。

II.

本院首先探討上訴法院推翻 O'Hagan 第十條 b 項及規則第 10b-5 條罪名部分。第八巡迴上訴法院追隨第四巡迴上訴法院，拒絕以不當挪用理論作為第十條 b 項法律責任之依據。本院見解則與其他上訴法院相同，認為第十條 b 項之刑事責任得建立於不當挪用理論之上。

A.

與本案有關之證券交易法第十條 b 項之相關部分為：

「不得直接或間接運用任何跨州商業、郵件或任何全國性證券交易所設備作為工具 (any means or

instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any national securities exchange) ，—

.....

(b) 於買賣任何於全國性證券交易所登記或未登記之證券時，使用任何操控 (manipulative) 或詐欺 (deceptive) 之方法，違反證管會為促進公益或保障投資者所制定之規範。」

該條文禁止 (1) 使用任何詐欺方法 (2) 違反證管會之規定買賣證券。條文文義並未侷限於欺騙證券交易之買方或賣方，而是包括與買賣任何證券相關之任何詐欺方式。

證管會依據第十條 b 項之授權，制定規則第 10b-5 條，與本案相關之規定為：

「不得直接或間接運用任何跨州商業、郵件或任何全國性證券交易所設備作為工具，使用任何方法 (device)、計畫 (scheme) 或計謀 (artifice)，或……

從事以詐欺或欺騙他人之任何行為、業務、商業，進行有關任何證券之買賣。」

我們過去的判決顯示，規則第 10b-5 條之法律責任範圍，並未逾越第十條 b 項之禁止範圍。

依據內線交易責任之「傳統」或「古典」理論，企業內部人士根

據重要非公開資訊買賣其所屬企業之證券，即違反第十條 b 項及規則第 10b-5 條之規定。本院曾確認，根據此類資訊進行交易，即符合第十條 b 項所稱之「詐欺方式」，原因在於「公司股東與藉職位之便取得機密資料之企業內部人士間存有信賴與信任之關係 (relationship of trust and confidence)」。本院認為，基於這樣的關係，「產生了告知或避免交易之義務 (duty to disclose or abstain from trading)」，以「防止企業內部人士……利用不知情股東獲利」。前述古典理論不僅適用於企業內之高階主管、董事、其他常設職務之內部人士，亦適用於律師、顧問與其他該企業之暫時受任人。

「不當挪用理論」則認為，個人不當挪用機密資訊進行證券交易，因而違反了對該資訊提供者 (source of the information) 之責任，即為從事與證券交易「相關」之詐欺，違反第十條 b 項及規則第 10b-5 條規定。根據該理論，受任人未告知委任人，私下利用委任人之資訊買賣證券，違反忠實保密義務，詐取了委任人對該資訊之專用權。不當挪用理論因而並非建立於公司內部人士與買賣該公司股票者之受任人關係之上，而是因為後來變成交易者之受任人 (a fiduciary

turned trader) 欺騙了給予其接近機密資訊機會之委任人。

前述兩種理論是互補的，二者均討論利用非公開資訊買賣證券之情形。古典理論著重於公司內部人士違反其作為交易相對人之股東之義務；不當挪用理論則基於公司「外部人士」(outsider) 利用重要非公開資訊交易，係違反其對資訊提供者、而非交易對象之義務為由，而禁止該交易行為。因此，不當挪用理論是為了保護證券市場之誠實性 (integrity)，使其免於受到可取得能影響公司證券價格之機密資料、但對該公司股東無受任人義務或其他義務之「外部人士」的濫用。

在本案中，O'Hagan 被指控違反對其所屬之 Dorsey & Whitney 法律事務所及其客戶 Grand Met 之信任與信賴義務 (duty of trust and confidence)，利用 Grand Met 計畫對 Pillsbury 提出公開收購普通股要約之非公開資訊，進行證券交易。政府指控前述行為構成與買賣證券相關之詐欺方法。

B.

我們同意政府之主張，認為如上定義之不當挪用理論，滿足第十條 b 項之要件，即被控行為係屬「與

買賣證券相關」之「詐欺方法」。首先，如政府所言，不當挪用者係以詐欺方式進行交易。受任人「假裝」對委任人忠誠，私下卻利用委任人之資訊圖利自己，而「欺騙」（dupe）或「詐欺」（defraud）了委任人。

本院曾於 *Carpenter v. United States*, 484 U.S. 19 (1987) 討論同類之詐欺行爲。該案涉及違反郵件詐欺法中之禁止「任何詐欺之計畫或計謀」。本院維持依據該法成立之罪名，認爲當受雇人將該資訊透露給共謀者圖利時，即違反其對其雇主機密資料保密之承諾。在 *Carpenter* 案中，本院認爲公司之機密資訊爲公司有專用權（right of exclusive use）之財產。未經告知而利用此類資訊，不但違反受任人義務，且構成類似侵占之詐欺（fraud akin to embezzlement），「不當挪用他人委託之金錢或物品爲個人目的之使用」。政府指出，在 *Carpenter* 案中關於濫用機密資料之討論於本案特別切題，因郵件詐欺法（如同第十條 b 項）一向被認爲必須以詐欺、而非僅以受任人義務之違反爲要件。

未告知之詐欺（deception through nondisclosure）爲政府所主張之法律責任理論重心所在。正如政府之訴訟代理人於言詞辯論中

所說明的：「爲符合普通法關於受託人不得使用委託財產之要求，同意是必要的。爲符合證券法關於不得詐欺之規定，告知是必要的」。

政府所主張不當挪用理論與 *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U.S. 462 (1977) 案之判決一致，該案判決強調第十條 b 項並非一禁止違反受託人義務之規範，而是禁止操控（manipulation）或詐欺行爲之規範。相對於本案政府之主張，在 *Santa Fe Industries* 案中，被控違反第十條 b 項及規則第 10b-5 條規定之被告已告知所有相關的事實，因而並不存在前述規定所規範之未告知詐欺行爲。同理，充分告知免除了不當挪用理論下之法律責任：因爲詐欺爲不當挪用理論之重點，而詐欺涉及對資訊提供者假裝忠誠，如受任人告知資訊提供者其有意利用前述資訊進行交易，則「詐欺」並不存在，即不違反證券交易法第十條 b 項，雖然後來變成交易者之受任人可能因違反忠誠義務（duty of loyalty）而違反該州法律。

其次，本院就第十條 b 項中要求不當挪用者之詐欺使用資訊須「與證券買賣相關」之要件。此要件該當於挪用者在未告知委任人的情況下利用該資訊買賣證券之時，而非於其取得機密資訊時。證

券交易與責任之違反係同時發生，即使被詐欺之主體並非交易之相對人，而係未公開資訊之資訊提供者。簡而言之，不當挪用資訊者利用重要非公開資訊進行交易，係透過詐欺而取得其優勢之市場地位；其欺騙了資訊提供者，也同時傷害了投資大眾。

不當挪用理論所欲規範者，係得使不當挪用者透過買賣證券而獲取無風險投資的那些資訊。如不當挪用者將前述資訊用於他處，則未必違反該法規之禁止規定。不當挪用理論並未涵蓋涉及機密資訊的一切詐欺類型，而是規範利用此類資訊從事交易證券之詐欺投資行為。

政府亦指出第十條 b 項關於詐欺類型之其他限制：「不當挪用理論不適用於個人以詐欺行為使銀行同意貸款、或侵占他人金錢以購買證券之情形。」政府主張於前述案例中，「對行為人而言，該犯罪所得除得以被用於證券買賣以外，尚有其他價值，而詐欺行為完成於其取得金錢之際」。易言之，金錢可以購買多種物品，因此，對於金錢之不當挪用與其後之證券交易行為得被視為互相獨立，因此不符合第十條 b 項中的「與……相關」(in connection with) 之要件。

不同意見書認為不當挪用理

論自相矛盾，因為資訊和資金同樣有多種用途。此主張失之偏頗。證券交易法之立法目的，部分是在於「確保一公平而誠實之市場」，故如詐欺行為係與證券交易有關，則對於機密資訊之詐欺使用無疑地將違反第十條 b 項之禁止規定。將適用於對某類型資訊之詐欺使用行為的原則適用於對金錢之詐欺使用行為，並不合理。

不過不同意見書倒是正確地指出政府有誇大其詞的現象。政府認為金錢得以被用於各種目的與買賣，因而主張本案系爭之機密資訊價值僅來自其對於證券交易之功用。本院認為如將「僅」替換為「通常」，政府主張即有其可採之處。

多數意見對於政府強調「僅」字為誇大其詞之承認，引起了不同意見書對塑造一「新理論」的要求。然而，不同意見書所援引之 *Motor Vehicle Mfrs. Assn. of United States, Inc. v. State Farm Mut. Automobile Ins. Co.*, 463 U.S. 29 (1983) 判決卻正證明了此項主張太過極端。在 *State Farm* 案中，本院依據「武斷與反覆無常」之標準，就機關廢止一命令之行為加以審查，而該標準同樣適用於機關制定命令之行為。本院判決認為該機關未適度說明其行為，提醒「複審

法院不應試圖自行補足此項缺失」。相對地，在本案中，規則第10b-5條之制定行為並未受到質疑，故本院僅就政府主張 O'Hagan 被控之詐欺罪名該當前述規則規定及證券交易法第十條 b 項規定乙事加以考量。就此而言，本院坦承政府之訴訟代理人在為政府之命令解釋權與條文辯護時，的確就一正確觀點過於小題大作，雖然律師、甚至法官都難免有此傾向。

不當挪用理論與第十條 b 項之條文用語相符，因條文要求詐欺行為「與買賣證券有關」，而非詐欺特定之買方或賣方。該理論亦符合證交法的立法目的，即確保一誠實之證券市場，以提昇投資人的信心。儘管在證券市場中，資訊擁有之不對稱性難以避免，然而如法律放任使用未公開之資訊交易證券之行為，一般投資人對於是否要投入資金，將會再三猶豫。一般投資人之資訊劣勢，相對於擁有重要未公開資訊之不當挪用者，係源於計謀（contrivance）而非運氣；此種劣勢並無法透過市場研究或投資技巧予以克服。

總之，考量未公開資訊對參與證券交易市場之負面衝擊與第十條 b 項之立法目的，認為如 O'Hagan 是代表公開收購股份要約標的公司之法律事務所律師，就違

反第十條 b 項，而如其事務所代表要約人（bidder）便不違反，此種論點顯不合理，且從該法條內容亦不能導出如此結論。適用本案之不當挪用理論於第十條 b 項規定是適當的，因為其符合條文中要求「詐欺行為需與證券買賣有關」之要件。

C.

上訴法院拒絕適用不當挪用理論，主要基於兩項理由。第一，第八巡迴上訴法院將該理論理解為不以不實陳述（misrepresentation）或未告知（nondisclosure）為要件。然而，如同前述，詐欺的未告知（deceptive nondisclosure）為構成第十條 b 項法律責任之重要要件。具體而言，O'Hagan 之行為所以該當第十條 b 項之詐欺行為，是因為其未對 Grand Met 及 Dorsey 告知其個人交易，違反其應盡之義務，因而構成第十條 b 項之「詐欺」。

上訴法院認為，第二點同時也是「更顯而易見」的是，不當挪用理論並未鎖定第十條 b 項中「詐欺行為需與證券買賣有關」之要件。依據第八巡迴上訴法院之主張，有三件本院過去之判決認為第十條 b 項之法律責任，並不能建立在對未

公開資訊之資訊提供者之義務上。上訴法院的結論是，「惟有違反對證券交易當事人、或對如投資人等其他市場參與者之義務，始足以該當第十條 b 項之法律責任」。本院對該法條及本院過去判決之解讀，與上訴法院並不相同，本院並再次強調第十條 b 項所指的是「任何證券買賣」，而非可特定之證券買方或賣方。

Chiarella 案涉及影印店職員所為之證券交易。該職員自其負責影印之宣布企業收購文件，自行推論出標的公司名稱，並在收購消息發布之前，購買標的公司股票，利用收購消息發布後之股價漲升機會賺取利潤。在系爭交易中，該影印店職員並未告知證券賣方（標的公司股東）其據以交易之非公開資訊，因而被判違反第十條 b 項及規則第 10b-5 條規定。我們廢棄了上訴法院維持該判決之決定。

法官指示 Chiarella 案之陪審團，如被告故意未將收購要約可能推升股價的訊息告知標的公司股東，便應被判有罪。本院強調該影印店職員與證券售出人間，並無代理或其他委任關係，而法律責任不能建立在這麼廣泛的理論上。本院解釋，第十條 b 項並未「課予所有參與市場交易者放棄根據重大、非公開資訊進行交易之義務」。依據

現存之法律學說，本院認為告知或避免交易之義務係存在於雙方當事人之特定關係上。

但在 Chiarella 案中，本院並未認為惟有企業內部人士與股東之間的關係，才足以構成利用非公開資訊進行交易之法律責任。此由本院對於該案中政府主張之反應可得而知。政府主張影印店職員基於證券交易之目的，不當挪用自其僱主取得之資訊，違反其對收購要約人之保密義務，構成與證券交易相關之詐欺，該當第十條 b 項規定，然本院未依據此理論決定影印店職員之法律責任，原因是該理論並未經陪審團審查。然而，有四名大法官認同前述理論，而第五位大法官則表示，法院「明智地將本議題留待下回解決」。

Chiarella 案因此明白將不當挪用理論適用與否之問題延至今日決定。然而，Chiarella 案中的部分主張使第八巡迴上訴法院於本案作出這樣的結論：第十條 b 項之法律責任完全係以是否違反對證券買方或賣方之義務為前提。在 Chiarella 案中，本院表示，第十條 b 項之法律責任，「乃基於交易當事人間之信任與信賴關係所生之告知義務」，並指出該影印店職員並非「賣方信任與信賴之對象」。此見解拒絕認為第十條 b 項得擴張到

「課予全部參與市場交易者放棄根據重大非公開資訊進行交易之義務」，而本院亦將此見解限定於該特定情況。簡而言之，第八巡迴上訴法院所仰賴之段落，係出現於一刻意將不當挪用理論之正當性留待日後決定之判決中，因此並不能被解釋為本院已排除適用該理論的可能性。

Dirks 案亦將不當挪用理論之適用留待至類似本案案例中加以決定。在 Dirks 案中，一名投資分析師自與其業務無關之「前」企業內部人士處獲得資訊，而該資訊顯示該企業涉及集體詐欺。分析師對該詐欺事件進行調查，並自該企業員工處得到證明詐欺之資訊。分析師於其調查期間，與其客戶及投資人討論其發現，部分客戶及投資人因而出售該分析師懷疑有不法行為之公司股票。

證管會對該分析師協助 (aiding) 及唆使 (abetting) 其客戶及投資人基於該分析師持有關於系爭公司之非公開資訊而出售股票之行為作出處分，認其違反第十條 b 項及規則第 10b-5 條。證管會認為，分析師作為該企業內部人士之消息受領人 (tippee)，依據第十條 b 項及規則第 10b-5 條規定，有義務避免將此消息透露予可能將根據此非公開資訊進行交易之

人。本院則認為此種義務並不存在，並重申在 Chiarella 案之重點：「並未課予全部參與市場交易者放棄根據重大、非公開資訊進行交易之義務」。

在 Dirks 案中，並無證據顯示消息告知者 (tipper) 因對分析師透露前僱主之非公開資訊而違反任何義務。且該案內部人士之行為動機不是圖利個人，而是要揭發企業內部的集體詐欺。而如本院所述，Dirk 案與本案最密切相關的是：「對分析師會對該資訊保密的期待並不存在。分析師亦未不當挪用或非法取得前述資訊」。因此，Dirks 並未認為，如行為人違反受任人義務，不當挪用其取得之非公開資訊，未告知資訊提供者而利用該資訊進行交易，得以不負第十條 b 項之法律責任。

第八巡迴上訴法院認為否定不當挪用理論之適用的三件判決中的最後一件，Central Bank，判定「一私人原告 (private plaintiff) 並不能援引第十條 b 項之協助與唆使 (aiding and abetting) 要件提起訴訟」。本院在 Central Bank 案中明白警告，證券市場中之次要行為人 (secondary actor) 亦為證券法之規範對象：「任何個人或機構，包括律師、會計師、或銀行，如使用操控方法，或對證券買賣者仰賴之訊

息為重大之不實陳述（或應為陳述而不陳述），如其行為該當規則第 10b-5 條主要責任（primary liability）之要件時，得被視為違反規則第 10b-5 條規定。」第八巡迴上訴法院就上開段落斷章取義，作出第十條 b 項僅涵蓋對證券買賣者、或其他市場參與者所仰賴之訊息為重大不實陳述（或應為陳述而不陳述）情形之結論。然而，觀諸 Central Bank 案之爭點，本院於上開括引之段落僅係澄清，次要行為人即使不該當「協助與教唆」，某些行為仍得為第十條 b 項與規則第 10b-5 條所處罰。

進一步言之，Central Bank 案之討論僅及於援引第十條 b 項與規則第 10b-5 條所提起之民事訴訟，而不及刑事責任。Central Bank 案對證券買賣者之提及必須自長久以來限制私人民事訴訟的觀點加以理解。在 Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975)，本院判決只有實際買賣證券之人得援引第十條 b 項與規則第 10b-5 條提起民事訴訟。本院如此限制第十條 b 項之私人請求權基礎，係基於「政策考量」。特別要注意的是，Blue Chip Stamps 案承認，那些由未實際買賣證券、而宣稱如沒有他人之詐欺行為其將會從事買賣之投資人所提起之訴

訟，往往可能有權利濫用與舉證的問題。刑事訴訟並沒有本院於 Blue Chip Stamps 案中所擔心的危險，所以該案判決並不適用於因違反第十條 b 項與規則第 10b-5 條而被起訴之情形。

總之，如以上檢討及說明所述，不當挪用理論符合條文及本院判決前例。本院在此強調，與本院認為刑事責任得依不當挪用理論成立之意見密切相關的是兩項國會對於「明知」（scienter）要件之規定。如欲成立規則第 10b-5 條之刑事責任，政府必須證明被告「故意」（willfully）違反該項規定。此外，如被告證明本人不知道前述規定的存在，即不得因違反規則第 10b-5 條規定而入獄服刑。據此，O'Hagan 主張該理論過於模糊，不能作為刑事責任之理論依據，即不足採，因為該理論非但僅將得處罰之人界定為違反特定義務之人，且條文「以存在犯意（presence of culpable intent）為必要要件，足以駁斥認為適用該法規」於類似 O'Hagan 之案件是不公平的論點。

第八巡迴上訴法院錯在認為不當挪用理論與第十條 b 項規定不一致。於本案發回後，上訴法院得就 O'Hagan 針對其第十條 b 項及規則第 10b-5 條罪名之其他主張，作進一步審理。

III.

接下來本院就上訴法院廢棄判決 O'Hagan 違反證券交易法第十四條 e 項及規則第 14e-3 條 a 項「從事有關公開收購股份要約之詐欺交易」部份加以審理。本院所面對的唯一問題是：證管會是否如上訴法院所判定，因為未於規則第 14e-3 條 a 項中要求證明系爭交易違反受任人義務，而逾越第十四條 e 項之授權範圍？本院認為就與本案相關部分而言，證管會並未逾越其權限。

證券交易法第十四條 e 項與本案相關之規定為：

「不得……從事與任何公開收購股份要約有關之任何詐欺性、欺騙或操控之行爲 (fraudulent, deceptive or manipulative acts or practices)。[證管會]基於本項規定之目的，應以行政命令定義何謂詐欺、欺騙或操縱行爲，並訂定合理措施防止之。」15 U.S.C. §178n (e)。

第十四條 e 項首句即禁止從事與公開收購股份要約有關之詐欺行爲；此禁止規定為威廉法 (Williams Act) 所增補於證券交易法之數條條文中之一條。該條第二句則賦予證管會定義及制定防範性措施之權限；國會於一九七〇年

修正威廉法時，增訂第十四條 e 項之授權。

藉由威廉法中第十四條 e 項與其他關於告知之規定，國會旨在確保股東「面對現金公開收購股份要約時，不致於必須在沒有足夠資訊的情況下做出回應。」國會將威廉法設計為使「告知，而非法院所施加的『公平』或『人爲』原則 (principles of “fairness” or “artificiality”)……成爲規範市場之較佳方式」。本院認為第十四條 e 項「補充了威廉法中其他更明確之告知規定，同時亦較第十條 b 項更明確地針對公開收購股份要約要求告知。」

證管會依據前述第十四 e 項之授權，於一九八〇年訂定規則第 14e-3 條 a 項，規定：

「(a) 於任何人已採取重要步驟 (substantial step or steps) 以提出或將提出公開收購股份要約後，其他任何人，如明知或可得而知其持有有關公開收購要約之重大資訊，且其明知或可得而知該資訊係直接或間接來自：

- (1) 該公開收購股份要約人，
- (2) 收購標的公司股票之發行人 (issuer)，或
- (3) 收購股份要約人或收購標的公司股票發行人之任何高層主管、董事、合夥人或受雇人、或

代表前述要約人或發行人之任何其他處，

而買賣或使買賣 (cause to be purchased or sold) 前述證券、或任何可轉換或交換前述證券之證券、或任何可取得或處分前述證券之任何選擇權或權利，將構成證券交易法第十四條 e 項之詐欺、欺騙或操控行爲。但如此等資訊及其消息來源於買賣前合理期間內，經新聞稿或其他方式對外界公開，則不在此限。」17 CFR 1240.14e-3 (a) (1996)。

如同國會所述，規則第 14e-3 條 a 項要求告知或避免交易。第二巡迴上訴法院言簡意賅地描述該規定之精華：

「任何人利用有關公開收購股權要約之重要非公開資訊而從事證券交易，且其明知或可得而知該資訊係『直接或間接』來自於公開收購股份要約人或收購標的公司股票發行人之內部人士、或代表該要約人或發行人之人，即違反規則第 14e-3 條 a 項規定。規則第 14e-3 條 a 項爲一關於告知之規定，其課予規定範圍內之交易人避免交易或告知之義務，無論該交易人先前是否已負有對前述資訊保密之受任人義務」。United States v. Chestman, 947 F. 2d 551, 557 (1991); Cert. denied, 503 U.S.

1004 (1992)。

第八巡迴上訴法院認爲，由於規則第 14e-3 條 a 項無論對交易違反或不違反受託人義務之兩種情形均有適用，因此該規定逾越了第十四條 e 項對證管會之授權。第八巡迴上訴法院並援引第十四條 e 項之條文與本院 Schreiber 及 Chiarella 案之判決內容，以支持其意見。

第八巡迴法院如此解釋第十四條 e 項關於訂定命令之權限：

「該法條授權證管會『定義』『詐欺性行爲』及『制定得合理防止該行爲之措施』」。第八巡迴上訴法院認爲證管會得就有關公開收購要約之情事，「辨識及規範」(identify and regulate) 法律界定之「詐欺行爲」。然而第八巡迴上訴法院堅持認爲證管會不得「自行定義何謂詐欺」。

第八巡迴上訴法院認爲，本院在 Schreiber 案中判定第十四條 e 項中之「詐欺、欺騙、或操控行爲」中「操控」一詞之意義，與第十條 b 項相同：如無不實陳述或未告知之情形，便不能指控一行爲爲操控行爲。第八巡迴上訴法院認爲，第十條 b 項之解釋主導了第十四條 e 項之解釋，並引述本院於 Schreider 案之意見，認爲第十四條 e 項「之廣泛禁止詐欺規定，係以第十條 b 項與規則第 10b-5 條之禁止詐欺規

定為準則。」

關於第十條 b 項中「詐欺」之意義，第八巡迴上訴法院則援引 Chiarella，而認為本院在該案中判定，惟有「基於受任人義務或其他類似之信任關係」所產生之告知義務存在時，未告知資訊才可能構成第十條 b 項之「詐欺」。Chiarella, 445 U.S., at 228。第八巡迴上訴法院的結論是，正如第十條 b 項要求證明受任人義務之違反，此義務之違反亦為第十四條 e 項之要件。

關於證管會依第十四條 e 項規定有權「制定得合理預防」詐欺行為之措施，第八巡迴上訴法院認為：「實際上，此條文僅說明證管會在公開收購股份要約領域中的規範權限甚廣，然而，法律條文的意義是既定的，證管會不能以行政命令改變之」。

政府主張，第八巡迴上訴法院對第十四條 e 項之解讀誤解了證管會定義詐欺性行為之權限及證管會防止該行為之權力。政府認為，如果證管會就詐欺行為之定義不得廣於普通法下之詐欺概念（而此已為第十四條 e 項之第一句所分別規範），則證管會定義詐欺之權力將形同具文。

政府主張證管會定義第十四條 e 項定義詐欺性行為之權力，廣於其依第十條 b 項之授權範圍，並

質疑上訴法院對 Schreiber 案的解讀。政府指出，Schreiber 案中的關鍵字為「操控」(manipulative)；政府認為，「操控」不同於「詐欺」，當用於描述與證券市場有關之事務時，「操控」一字大有學問。政府認為最重要的是，Schreiber 案涉及被指控違反第十四條 e 項首句，而該句的用語與第十條 b 項規定類似。但授權證管會制定命令之第十四條 e 項第二句，並非承繼第十條 b 項，因第十條 b 項僅授權證管會禁止「操控或詐欺之工具或伎倆」。事實上，第十四條 e 項中之授權規定，是承繼證券交易法第十五條 c 項 2 款 D 目，15 U.S.C. 1780 (c) (2) (D)，該項是規範櫃檯市場之經紀自營商 (broker dealer) 之行為。自一九三八年起，第十五條 c 項 2 款賦予證管會「定義經紀自營商之詐欺、欺騙或操控行為，並制定得合理防止該行為之措施」。15 U.S.C. 1780 (c) (2) (D)。政府聲稱，當國會於一九七〇年加入授權證管會之文字時，證管會早已使用第十五條 c 項 2 款所賦予之權力規範超越普通法詐欺概念之行為。

在本案中，我們毋需決定證管會依第十四條 e 項「定義……詐欺行為」之權限，是否廣於其依第十條 b 項定義詐欺之權限，因為本院同意政府的意見，即規則第 14e-3

條 a 項適用於如本案之案件時，符合第十四條 e 項所謂之「制定得合理防止」之措施，以防止於公開收購股份要約情形中，利用重大非公開資訊進行詐欺性交易。此乃預防措施，故其任務是防止某行為之發生，因而會將被禁止之核心活動以外之活動亦包括在內。如同本院在 Schreiber 案中所指出的，即使在操控一字乃大有學問的情形，第十四條 e 項之授權仍賦予證管會相當的「裁量空間」，規範非欺騙性活動以作為防止操控行為之合理措施，而未改變「操控」一詞本身的意義。基此，本院判定依據第十四條 e 項，證管會得就依普通法或第十條 b 項規定非屬詐欺之行為予以禁止，只要該禁止為得合理防止……詐欺行為之措施。

由於國會於第十四條 e 項中授權證管會制定命令，本院必須尊重證管會的決定。因此，在決定規則第 14e-3 條 a 項規定之「告知或避免交易」要件，是否為合理防止詐欺行為之措施，本院必須尊重證管會的判斷，除非其有武斷、反覆無常或顯然違法之情形。Chevron U.S.A. Inc. v. Natural Resources Defense Council, Inc., 467 U.S. 837, 844 (1984)。就本案而言，本院認為證管會的判斷，並無以上情形。

關於「告知或避免」的規定，證管會的解釋為：

「本會先前已表示、並持續嚴重關切個人利用與公開收購股份要約相關之重大非公開資訊進行交易之行為。前述行為造成市場資訊之不公平落差，且破壞市場秩序。與其進行證券買賣交易者，實際上被剝奪了因告知所帶來的利益與威廉法之保護。如果獲得該資訊，前述證券持有人將能做出妥善的 (informed) 投資決定，從而可能延後買賣該證券，直到重大資訊被廣為傳布，或直到公開收購股份要約開始進行或中止為止」。45Fed. Reg. 60412 (1980)。

證管會因此認為規則第 14e-3 條 a 項為確保威廉法有效落實之必要且適當方法 (necessary and proper)。

政府強調，規則第 14e-3 條 a 項涵蓋「有可能違反義務但證明不易」之交易。「特別是在公開收購股份要約之情形」，第十巡迴上訴法院認為：「擁有機密資訊的人相當多」，978 F. 2d at 1167，尤其是涉及建構 (structure) 交易者如律師、投資銀行人士、會計師。擁有前述資訊可能導致濫用，因為「如有消息顯示不久將出現公開收購股份要約，即使只是小小的徵兆，都可能使收購標的公司之股價飆漲」。

SEC v. Materia, 745 F. 2d 197, 199。作為被委以非公開資訊之人，特別是那些與發行公司並不具有長期忠誠關係之人，會認為利用前述資訊進行交易的誘惑實在難以抗拒，因為「迅速大賺一筆」的機會就在眼前。

「間接證明行為人基於重大非公開資訊交易也許是可能的，但要證明交易者是透過違反交易者對資訊提供者或內部人士之受任人義務的方式取得該資訊，卻幾乎是不可能的。舉例來說，一消息受領人透過其自內部人士得到的資訊從事交易，依據規則第 10b-5 條，只有在內部人士違反其對股東之受任人義務而透露資訊給消息受領人時，該消息受領人才對公司股東負有不得基於此重大非公開資訊交易之受任人義務。Dirks, 463 U.S. at 660. 因此，如欲證明消息受領人基於有關公開收購股權要約之非公開資訊交易，違反受任人義務，則不僅必須證明該內部人士違反受任人義務，且須證明該消息受領人明知或可得而知有此違反義務之情事。」Peters, 978 F. 2d, at 1167。

總之，認為利用重大非公開資訊進行交易，往往涉及違反對出價人 (bidder) 或收購標的公司或其代表之保密義務，是一個合理的假

設。由於證管會明白手段高明的交易者往往得因證明不易而設法逃避責任，因此在規則第 14e-3 條 a 項中制定「告知或避免交易」之要件時，不特別要求對違反受任人義務之事加以舉證。本院認為，此規定適用於本案時，確為「合理防止」在公開收購股份要約之情形，利用重大非公開資訊進行交易之措施。因此，就防範如 O'Hagan 被控之不當挪用行為而言，前述規定係證管會依證券交易法第十四條 e 項規定適當行使防範之權力 (prophylactic power)。

O'Hagan 提出另一個維持第八巡迴上訴法院判決的理由，認為規則 14e-3 條 a 項應為無效，因其禁止於公開收購股份要約尚未提出前進行交易 (一般認為當收購要約之重要步驟展開 (substantial step to commence) 時，要約即開始)，但第十四條 e 項係禁止「與任何公開收購股份要約有關」之詐欺行為。O'Hagan 進而辯稱，規則第 14e-3 條 a 項範圍包括了收購要約提出前之行為，因而「就兩個層面而言，不符合正當法律程序」：規則該項規定未明確提出「在公開收購股份要約提出之前多久的一段時間內，為違反第十四條 e 項規定」，而且「其去除 (dispose of) 任何關於明知 (scienter) 之要件」。上訴法

院未處理前述論點，而 O'Hagan 亦未於其對上訴法院提出之書狀中提及關於正當法律程序之論點。本院拒絕就此作出第一審決定，上訴法院得就 O'Hagan 此項主張於發回時加以審理。

IV.

由於上訴法院推翻 O'Hagan 之證券詐欺罪名，其亦推翻依 8 U.S.C. §1341 條規定成立 O'Hagan 郵件詐欺之判決。上訴法院承認，推翻證券交易之定罪，「不表示依法亦應推翻其郵件詐欺定罪」。然而，上訴法院認定在本案中，政府起訴的方式使得該院無法將郵件詐欺罪名與證券詐欺罪名分開審理，而在證券詐欺不成立的情形下，「郵件

詐欺罪名便失其依據」。

政府主張上訴法院的立場與 Carpenter 案不一致：如同 Carpenter 案，本案「郵件詐欺罪名與證券交易罪名互相獨立，即使兩者是建立於同一組事實上」。本院不必在此耽擱，因為基於本院在證券交易詐欺部分之判決，上訴法院關於郵件詐欺罪之判決必須廢棄。

本院要特別指出，O'Hagan 曾以不同理由，在上訴法院中就郵件詐欺罪提出質疑，其尚未經第八巡迴上訴法院處理的論點，仍可由下級法院於發回時加以審理。

第八巡迴上訴法院之判決廢棄並發回更審。

（大法官 Scalia 及 Thomas 之部分協同、部分不同意見書略。）