

《歐美研究》第四十一卷第三期 (民國一〇〇年九月), 849-883  
© 中央研究院歐美研究所  
<http://euramerica.org>

## 美國聯邦最高法院判決與內線交易內部人定義之發展——以 *O'Hagan* 案為核心

林志潔

國立交通大學科技法律研究所  
30010 新竹市東區大學路 1001 號  
E-mail: ccl@mail.nctu.edu.tw

### 摘要

美國的內線交易犯罪是各聯邦法院透過個案建立在證券詐欺下的概念。聯邦最高法院在一九八〇年代，恐內線處罰範圍過大，乃提出信賴關係理論以界定內部人範圍。

然由於信賴關係理論過於狹隘，聯邦最高法院續於一九九七年做出 *United States v. O'Hagan* 案判決，提出私取理論，擴大內線交易行為人的定義。由於聯邦最高法院並未推翻先前內部人必須建立於信賴關係的理論，又主張「未向消息來源揭露，而擅用內部訊息進行證券交易」的私取理論，使得日後聯邦證管會以及各級法院必須界定：何等人員對消息來源者負有揭露交易計畫的義務，否則無從界定內部人範圍。

在 *O'Hagan* 案後，聯邦證管會以及各巡迴上訴法院提出各種見解，試圖匡定內線交易罪的適用。本文即以 *O'Hagan* 案為中心，討論 *O'Hagan* 案前後，各聯邦法院如何界定內部人、並論述各種見解所面臨的困難與挑戰。

**關鍵詞：**內線交易、內部人、私取理論

---

投稿日期：98.12.22；接受刊登日期：99.3.30；最後修訂日期：99.4.12  
責任校對：蔡青嫻、蔡亞璇、汪盈貝

## 壹、前言

所謂內線交易，係指具有特定身分之人，獲悉未經公開且影響證券交易價格的重要消息後買賣證券的行為（賴英照，2009: 445）。由於投資人若較他人先取得前開對證券價格有重大影響的消息，並據此為交易投資，往往可以獲取高額的報酬，或者避免因重大消息公布後股價下跌而蒙受重大損失。

二次世界大戰後，各國經濟休養生息，連帶帶動資本市場的發展。經過二十年的發展，美國股市成長漸趨緩和，各投資人為了從股市中獲取高額的報酬或避免損失，內線交易的情形乃漸次頻仍。為了避免內線交易行為破壞市場公正，影響投資人信心，美國自一九六〇年代後開始處罰內線交易的行為。由於美國法並無明文對內線交易處以刑罰的規定，因此禁止內線交易行為的規範及基礎，主要是透過法院對於法規的解釋、判例的堆積而逐漸而來。一開始法院將焦點放在投資人公平取得資訊的議題，隨後美國聯邦最高法院在一九八〇年 *Chiarella v. United States*<sup>1</sup> 案，提出信賴關係理論作為處罰內線交易人的理論基礎，此案並經 *Dirks v. SEC*<sup>2</sup> 案的確認與補充。然，信賴關係理論有時而窮，因此，聯邦最高法院在一九九七年的 *United States v. O'Hagan*<sup>3</sup> 案，在信賴關係理論之外，又提出私取理論 (The Misappropriation Theory) 作為補充。

以上三種理論影響內線交易規範的適用範圍以及對內部人的界定，聯邦最高法院一度大幅限縮內線交易適用範圍，然而自 *O'Hagan* 案以後，美國對內線交易的規範似乎有逐漸往市場保護的觀點傾斜的傾向。本文將以美國聯邦法的內線交易規範為中心，先

---

<sup>1</sup> 445 U.S. 222 (1980).

<sup>2</sup> 463 U.S. 646 (1983).

<sup>3</sup> 521 U.S. 642 (1997).

簡介美國法院歷來提出，作為處罰內線交易行為的理論基礎，後再以 *O'Hagan* 案為中心，探討私取理論的緣起及其提出的目的。之後再檢討在 *O'Hagan* 案後美國內線交易行為主體規範的發展，並提出對該發展的反思。

## 貳、*O'Hagan*案前美國聯邦法院處罰內線交易行為的法律及理論基礎

在美國法上並無明文直接處罰內線交易的行為，但法院一直以來，均以一九三四年證券交易法 (*Securities Exchange Act of 1934*) 第 10 條 b 項及一九四二年聯邦證管會 (U.S. Securities and Exchange Commission) 依一九三四年證券交易法第 10 條 b 項所頒布的規則 10b-5 (Rule 10b-5)，亦即所謂的反詐欺條款，作為處罰內線交易行為的法源基礎。

一九三四年證券交易法第 10 條 b 項規定：任何人直接或間接利用州際商務工具或郵件或全國性證券交易所設備，於買賣上市或非上市證券或其相關活動時，不得有違反聯邦證管會為維護公共利益或保護投資證券人之必要，所明文禁止之操縱或詐欺之行為 (賴英照，2009: 452)。<sup>4</sup> 隨後，聯邦證管會依此頒布規則 10b-5，該規

---

<sup>4</sup> 證券交易法第 10 條 b 項原文規定如下：

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange . . .

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act), any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

定內容為：任何人直接或間接利用州商務工具或郵件或全國性證券交易所之設備買賣有價證券，不得有下列各款之行為：(a) 使用任何方法、計畫或技巧從事詐欺行為；(b) 對重要事實作不實陳述，或省略某些重要事實之陳述，以致在當時實際情形下，產生引人誤導之效果；(c) 從事任何行為、業務、商務活動，而對他人產生詐欺或欺騙之情形者 (賴英照，2009: 453)。<sup>5</sup>

在此基礎之上，美國法院的實務見解均將內線交易解釋為一種詐欺行為 (fraud or deceit)，只有當交易人利用內線消息而為交易的行為，且該行為構成詐欺行為時，行為人的行為方能依證券交易法第 10 條b項及規則 10b-5 禁止詐欺的規定被論斷為不法 (Nagy, 2009: 1323)。因此，美國法底下的內線交易禁止，向來被理解為具有反詐欺的概念。此種反詐欺的概念認為，在一個有效率的資本市場前提下，企業資訊既然是影響市場價格的決定性因素之一，而為了維護一個公平而對等的市場交易秩序，以提供市場上投資人的證券投資判斷，法律應強制企業公開資訊，且於公開前，禁止知悉者買賣股票之義務，這也就是「公開否則戒絕交易」(disclose or abstain) 的原則 (廖大穎，2009: 83)。唯有貫徹此資訊揭露的義務，才符合

<sup>5</sup> 規則 10b-5 原文規定如下：

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

- (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,
- (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or
- (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.”

美國一九三三年證券法 (*Securities Act of 1933*) 與一九三四年證券交易法的立法精神 (廖大穎, 2009: 84)。<sup>6</sup> 問題是：是否所有利用內線消息而為交易行為的人，其行為均構成證券交易法第 10 條b項及規則 10b-5 所禁止的詐欺行為？還是僅以具有特定身分的人為限，方能違反證券交易法第 10 條b項及規則 10b-5 的規定？美國法院對此的見解隨時間演進而有變化，歷來共提出三個理論來界定內線交易禁止的主體。從一開始的平等取得資訊理論，到後來的信賴關係理論及私取理論，每一個理論均影響證券交易法第 10 條b項及規則 10b-5 的適用範圍，茲將說明美國法院關於平等取得理論以及信賴關係理論的見解，之後再另闢新節討論私取理論：

### 一、平等接觸 / 平等資訊取得理論

最早在一九四七年，美國法院便指出，在一般的面對面交易 (face-to-face transaction)，董事、經理人及控制股東，因其在公司的地位獲悉影響股價的重要機密消息，再為將消息告知交易相對人之前，不得買賣股票 (賴英照, 2005: 179)。一九六八年，聯邦第二巡迴上訴法院在 *SEC v. Texas Gulf Sulphur* 宣示「公開或禁止買賣」 (disclose or abstain from trading) 規則，認為證券交易法第 10 條b項及規則 10b-5 的政策目標是使所有投資人均有公平獲取重大資訊的機會，因此，任何人獲悉公司重大且未公開的消息時，均應立即公開之，使市場投資人有公平獲取資訊的機會。<sup>7</sup> 任何擁有重大資訊 (material information) 之人均為內部人，若不公開揭露該資訊便

<sup>6</sup> 但是亦有學者認為，規範內線交易行為的目的究竟為何？政策目標並不明確，學理上亦眾說紛紜，因此將內線交易解釋為「詐欺」應是最直觀、最符合條文內容的解釋，見 Swanson (2003: 159-163)。

<sup>7</sup> 401 F.2d 833 at 848 (2nd Cir. 1968). 有關該案的相關背景，可參見賴英照 (2009: 455-457)。

不得進行與該消息有關的證券交易。<sup>8</sup> 法院此等見解，被稱為「平等接觸理論」或「平等資訊取得理論」(The Equal Access Theory)。

## 二、信賴關係

由於平等接觸理論以市場公平作為支撐反詐欺的理由，當一人擁有他人不知的訊息時，若仍為交易時，等同是對市場中的所有投資人的詐欺 (fraud on the market)，故有論者認為，平等資訊取得理論有範圍失之過寬的疑慮 (曾宛如，2009: 256-257)。因此，聯邦最高法院在一九八〇年的 *Chiarella* 案推翻下級法院所採行，以平等接觸作為處罰內線交易行為的理論基礎，而提出信賴關係理論 (The Fiduciary Relationship Theory) 替代平等接觸理論，以限縮內部人的範圍。

*Chiarella* 案的二審法院原主張，任何人持有重要的內部資訊時，若不公開揭露之，則在該資訊尚未公開前，擁有資訊之人便不得利用該資訊而進行交易，否則其行為即可能構成證券交易法第 10 條 b 項所禁止的詐欺行為，但此見解後來遭聯邦最高法院推翻：由於在普通法，一人之錯誤的陳述導致另一人信賴該錯誤陳述時，該人之行為才會被論斷為詐欺，因此多數意見鮑威爾法官 (Justice Lewis F. Powell) 認為，若一人僅是在其為交易前保持沉默而未揭露重要資訊，則僅在該人 (對股東) 有義務揭露消息時，其未揭露消息的行為才有可能被論斷為詐欺。而且，交易人只有基於一定的信託關係或受託地位而知悉重大消息時，才負有揭露資訊的義務。<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup> Texas Gulf Sulphur, 401 F.2d, 848.

<sup>9</sup> *Chiarella*, 445 U.S. at 228 ([T]he duty to disclose arises when one party has information [.] that the other [party] is entitled to know because of a fiduciary or other similar relation of trust and confidence between them.[.]).

單純的對於所擁有的重大資訊保持沉默，不一定是詐欺行為。因此，當被告既非公司內部人，且亦未對可能潛在的買方負有任何受託義務(fiduciary duty) 時，便沒有任何揭露資訊的義務，亦不可能構成詐欺。

隨後，在一九八三年的*Dirks*案，聯邦最高法院重申在*Chiarella*案的見解，認為當內部人與股東間有信賴關係存在時，內部人不得利用內部重大消息以獲取個人利益，必須受「公開或禁止買賣」規則拘束；同時最高法院更補充，基於同樣的信賴關係，內部人亦不得基於個人利益的動機而將內部的重大消息揭露與外人知悉，否則亦違反其信賴關係。<sup>10</sup> 如果內部人違反其信賴關係與因之而來的受託義務，而將內部重大消息揭露與他人知悉時，該他人對股東亦負有受託義務。<sup>11</sup>

## 參、私取理論與*O'Hagan*案

### 一、對信賴關係理論的補足

論者認為，聯邦最高法院的信賴關係理論，將導致所有「外部人」可自外於內線交易的責任，因為當「外部人」掌握重大的內部消息時，不論取得來源為合法或非法，由於其與系爭公司並無任何受託義務存在，縱使其利用該消息而為證券交易，其行為亦不會違反證券交易法第 10 條 b 項及規則 10b-5 (Nagy, 2009: 1329-1330)。在傳統的信賴理論下，如果 A 公司之內部人因其職位之故取得內線消息，並因之私下買進 B 公司的股票 (如 *Chiarella* 案)，由於 A 公

---

<sup>10</sup> *Dirks*, 463 U.S. at 659.

<sup>11</sup> *Id.* at 662. 要注意的是，聯邦最高法院亦補充，如果內部人非為自己直接或間接的利益而揭露公司內部的重大消息，此時接收資訊之人，並不會自內部人處承受受託義務而受其拘束。

司的內部人對 B 公司並不負有受託義務，依信賴關係理論，A 公司的內部人的行為並非內線交易行為（賴英照，2009：461）。這樣的情況，對於保障市場交易的秩序自然有所不足。

聯邦最高法院的史蒂芬斯法官 (Justice John Paul Stevens) 便曾在 *Chiarella* 案的協同意見書中對上開不足之處表示意見：史蒂芬斯法官認為，固然多數意見的見解有其見地，但被告奇亞雷拉 (Vincent F. Chiarella) 的雇主受顧客之託而掌握其顧客的公司有關公司併購資訊，奇亞雷拉卻利用該資訊而為證券交易，其行為已違反對於其雇主及雇主的顧客的保密義務 (a duty of silence)，因而違反規則 10b-5 的規定。<sup>12</sup> 惟 *Chiarella* 案的多數意見，以程序問題為由，迴避史蒂芬斯法官所提出的問題。<sup>13</sup> 但是，史蒂芬斯法官的「詐欺消息來源者」(fraud on the source) 的見解，為某些下級法院所接受、應用；<sup>14</sup> 並且在最後，經聯邦最高法院在 *O'Hagan* 案採納，以對類似的問題做出回應。

## 二、*O'Hagan* 案的背景

被告奧海根 (James O'Hagan) 是德匯法律事務所 (Dorsey & Whitney LLP) 的前合夥人，該事務所的顧客大都會公司 (Grand

<sup>12</sup> *Chiarella*, 445 U.S. at 238 (1980) (Stevens, J., concurring). 史蒂芬斯法官所提出的理論，以行為人詐欺消息來源者為中心，該理論之後被稱為私取理論 (the Misappropriation Theory)。

<sup>13</sup> *Id.*

<sup>14</sup> 例如，*United States v. Newman*, 664 F.2d 12 (2nd Cir. 1981). 本案的證券商紐曼 (James Mitchell Newman) 的員工因公知悉公司併購的消息，並買進目標公司的股票。第二巡迴上訴法院認為，雖然紐曼的員工並非購買紐曼的公司的股票，但其違背對其公司的受託義務而私自利用內線消息購買股票，其行為仍構成詐欺而違反證券交易法第 10 條 b 項及規則 10b-5。此判決意旨後為後續案件支持。而第七巡迴上訴法院及第九巡迴上訴法院亦接受私取理論。另參見賴英照 (2009: 462)。



Metropolitan PLC) 有意收購某特定公司的股份，因而委任被告所屬之德匯法律事務所為代表。該事雖非由奧海根經手，且德匯法律事務所及大都會公司均採取相當的保密措施，奧海根仍得知該事。奧海根並在公開收購的消息公布之前即買進大都會公司收購標的公司的普通股以及以該公司普通股為標的的股票買入選擇權 (call option)。在公開收購的消息公布後，奧海根出脫手中的持股以及選擇權，共獲利逾 430 萬美元。<sup>15</sup>

陪審團認定奧海根的行為已經構成內線交易，違反規則 10b-5 的規定，但是此見解為上級審第八巡迴法院所推翻，第八巡迴法院拒絕以私取理論作為論斷被告在規則 10b-5 下的責任基礎。<sup>16</sup> 第八巡迴法院大量引用當時另一個著名的案件 *United States v. Bryan* 的見解，反對採取私取理論來判處被告成立內線交易罪。<sup>17</sup> 第八巡迴法院的見解歸納如下：第一、其認為私取理論中要求對消息來源詐欺的行為，與證券交易無關，行為人違反對消息來源的義務，也和不實陳述或沒有揭露無關，根本不符合法條所要求的「詐欺」構成要件；第二、最高法院向來採取信賴關係的理論，既然奧海根不是客戶公司之內部人，也沒有任何應該推定其為內部人的理由，和客戶公司及其股東間沒有信賴關係。<sup>18</sup> 第八巡迴法院的見解，卻在案件上訴到聯邦最高法院時，發生逆轉，原被第八巡迴法院所批評的私取理論獲最高法院採用。

---

<sup>15</sup> *O'Hagan*, 521 U.S. at 642.

<sup>16</sup> *United States v. O'Hagan*, 92 F.3d 612 at 620 (8th Cir. 1996), rev'd, 521 U.S. 642 (1997).

<sup>17</sup> 見 *United States v. Bryan* 58 F.3d 933, 950-953 (4th Cir. 1995)。在 *Bryan* 案中，第四巡迴法院拒絕採用私取理論，認為私取理論將證券交易法本要規範的、僅存於證券交易市場所要求的受託義務關係，轉換成規範所有信賴關係，根本就是不當擴張規則 10b-5。

<sup>18</sup> *O'Hagan*, 92 F.3d at 612.

### 三、O'Hagan案基礎事實與前案的異同

在探討 O'Hagan 案採用私取理論前，有必要先瞭解美國聯邦最高法院前幾個內線交易案件與 O'Hagan 案在事實上的異同。

最高法院在 *Chiarella* 和 *Dirks* 兩案中確立了內部人交易訴訟下「信賴理論」的見解，等於否定了適用「平等接觸」理論。但 O'Hagan 案的案件事實與 *Dirks* 案有所差異：*Dirks* 案中，被告德克斯 (Raymond L. Dirks) 為證券商從業人員，其由某保險公司之離職員工 (該保險公司的內部人) 處得知該保險公司有詐欺情事，德克斯經調查後，將此事與其客戶分享、討論，造成德克斯的部份客戶因此出脫手中所持有的該保險公司股票。由於系爭消息屬於系爭發行股票公司的「內部消息」，因此，該案爭點在於：提供消息之人，是否因其違背對於其對系爭發行股票公司的受託義務，而使受領消息之人亦落於禁止買賣股票之「內部人」範圍。<sup>19</sup> 而在 O'Hagan 案中，奧海根利用其所屬的法律事務所的客戶欲收購公司的資訊去進行證券交易，由於奧海根的消息並非由被併購公司之人的內部人提供，與其並無任何受託義務，同時對於該被收購公司而言，奧海根利用的消息僅為該公司的「外部消息」(大都會公司欲收購其他公司股票的消息)。因此，O'Hagan 案與 *Dirks* 案的案件事實差異頗大。另一方面，O'Hagan 案則與 *Chiarella* 案較為相似，理論上，*Chiarella*

<sup>19</sup> *Dirks*, 463 U.S. 646. 另參見廖大穎 (2009: 85) 對上開幾案事實之比較。在 *Dirks* 案中，最高法院認為被告並沒有違反 10b-5，其所持理由為，告知消息人/內部人洩密的目的是為了個人利益，則告知消息人違反受託義務的情事可被推定，而且，如果消息受領人也明知或可得而知內部人洩密是違反受託義務時，消息受領人才應負責。換言之，消息受領人的責任是從告知消息人/內部人之處，所衍生而來的，假設告知消息人不違反受任人之受託義務而洩密時，則消息受領人無任何責任可言。因此，如果告知消息人洩漏秘密是屬於不可非難的情況，或屬於不慎的情況，告知消息人無責任，消息受領人亦無責任可言。見劉連煜 (2006: 91)。

案應可作為*O'Hagan*案判決可援引的先例：*Chiarella*案中，被告奇亞雷拉為某印刷廠的員工，藉由其工作而接觸某公司欲公開收購他公司的文件，並因此先行購買預定被收購公司的股票。聯邦最高法院認為被告並不該當內線交易行為，因為縱使被告可以視為收購公司的內部人，但是被告與被收購公司間，並無任何信賴關係，因此該職員買賣預定被收購公司所發行的有價證券時，並不構成內線交易（劉連煜，2006：86-87）。*O'Hagan*案中的奧海根所得到之資訊為收購公司所有，依*Chiarella*案的見解，縱使奧海根可以視為收購公司（即大都會公司）的內部人，其與被收購公司間並無任何關係，因此，若依*Chiarella*案聯邦最高法院的見解，奧海根應不構成內線交易行為才是。然而，聯邦最高法院在*Chiarella*案之外，另以私取理論將奧海根論以內線交易之罪，可見得最高法院在此處做出的重要的政策考量。

#### 四、聯邦最高法院在*O'Hagan*案中的見解

最高法院在*O'Hagan*案中採用私取理論做為規範內部人的基礎，其認為：一九三四年證券交易法第 10 條b項明文禁止詐欺（deception）的行為，當行為人表面上對資訊提供者表示忠誠、因而取得重大資訊，但私下卻將該重要的內部資訊轉換為個人利益時，行為人便構成詐欺資訊來源者的行為。<sup>20</sup> 因此，當行為人私自利用重要內部資訊為證券交易時，其已違反對於資訊來源者的義務，其行為應被論以違反一九三四年證券交易法第 10 條b項及規則 10b-5。<sup>21</sup> 最高法院強調，私取理論的目的在於維護市場的健全，避免市場受到外部人濫用重大內部消息而影響股價，並保護投資人

---

<sup>20</sup> *O'Hagan*, 521 U.S. at 653-654.

<sup>21</sup> *Id.* at 652.

的信心，也同時避免投資人因某些人濫用內部資訊卻不受法律檢視，而對進入證券市場有所遲疑。<sup>22</sup>

由於本案的案件事實結構與*Chiarella*案相似，因此，前開見解是否已推翻最高法院在*Chiarella*案所持見解並非無疑。對此，聯邦最高法院指出：其見解並非「推翻」之前在*Chiarella*案的見解，該案並非認禁止內線交易的規範僅適用於公司的內部人，僅是由於當時下級法院並未依程序將*Chiarella*的行為是否違反對其雇主及雇主之客戶的保密義務的爭點交付陪審團審理，因此最高法院方未依據私取理論課以被告責任，本案僅是進一步處理*Chiarella*案所未觸及的法律問題，並無推翻先前判例之疑慮。<sup>23</sup> 同時，最高法院特別指明，信賴關係理論底下，受託義務關係存於公司內部人與證券的買受人或出賣人之間；而依據私取理論，受託義務則是置於證券交易的交易人與因信任之而提供消息之來源者之間。<sup>24</sup> 最高法院認為，信賴理論和私取理論具有互補性 (complementary)，信賴關係理論規範公司內部人違反公司及股東所負的受託義務行為，私取理論則可規範與公司及股東間不存在受託義務關係之外部人，其違反對消息來源者所負之受託義務的行為，兩理論並不抵觸。<sup>25</sup> 換言之，在*O'Hagan*案的理論下，一個和公司股東間不存在受託關係的「外部人」，會因為「未向其消息來源揭露其為私人利益使用之意圖，擅自利用內部訊息進行證券交易」，而構成一九三四年證券交易法第10條b項及規則10b-5的詐欺。

由於最高法院雖採用私取理論，但卻並不打算推翻信賴關係理

---

<sup>22</sup> *Id.*

<sup>23</sup> *Id.*

<sup>24</sup> *Id.*

<sup>25</sup> *Id.* at 652-653.

論，私取理論被認為是補足信賴理論的補充性原則，兩者因而被迫糾纏在一起討論，聯邦最高法院也為此而苦心孤詣，要為私取理論找到如同信賴關係理論的「義務違反」，以作為正當化私取理論的基礎。

依據*O'Hagan*案中多數意見的解釋，外部人對於交易相對人之外的某個人負有義務，並且違反該義務，亦即：在私取理論下，內線交易人與消息來源之間必須存在信賴關係，然後才有私取的違法可能。但這樣的理論，雖然乍看也在規範義務的違反，但與其與傳統的信賴關係理論有卻有實質上的相異之處：第一、美國法下的內線交易被認為是一種詐欺，而傳統的信賴關係理論，指的是違反公司及股東的託付，故詐欺的對象是公司及公司股東（鄧依仁，2007: 79-80）。私取理論則認為行為人私自取用消息進行交易，構成對消息來源者的詐欺，至於被詐欺的人是否為與行為人於同時期從事對向買賣之證券交易投資人，非其所問（鄧依仁，2007: 79-80）。第二、信賴理論的基礎在於普通法所累積的公司內部人對公司的受託義務，並進一步將受託義務範圍延續到公司股東，其目的在使內部人對交易相對人負擔交易前須為揭露的義務。換言之，其之所以會構成詐欺，乃是一種「資訊的隱瞞、造成對方的誤認」，與一般對詐欺的定義「錯誤陳述或故意隱瞞使人陷於錯誤」，是比較相近的，歸入詐欺概念有所根本。然而，私取理論所謂的詐欺消息來源，則是一種「無權取用」的行為，類似侵佔或竊取，與傳統詐欺定義其實不相同。惟最高法院卻認為：行為人假裝忠心但背地將訊息轉為個人利益，形同對消息來源的愚弄與欺騙，不僅是單純義務的違反，應屬於一種詐欺的行為。<sup>26</sup> 第三、信賴關係理論強調行為人和交易相對人間存在受託義務，違反揭露義務的行為構成對交易相對

---

<sup>26</sup> *Id.* at 653.

人詐欺，目的在貫徹證券交易法保障證券市場投資人的意旨（鄧依仁，2007：80）。在私取理論中，所要保護的並不是交易相對人而是消息來源的資訊財產權。最高法院在 *O'Hagan* 案中便明確表示：「公司的機密資訊是公司的財產，公司對該財產有排他使用的權利。」<sup>27</sup> 也就是，最高法院認為要併購其他公司的資訊，是公司內部的資訊財產權，*O'Hagan* 為自己的利益私自取用該財產，構成內線交易。

雖然有這些差異，但不論如何，在 *O'Hagan* 案後，美國聯邦最高法院肯定了私取理論，並以此作為判斷公司外部之特定人可該當於內線交易的依據。該理論擴張內線交易禁止的範圍，使得禁止利用內線消息為交易之人，由公司之內部人，如董事、律師、會計等，進一步擴大及於由前開人等處取得重大的內部資訊之人。這樣的理論，某程度解決過去被學者批評內部人範圍過窄的問題；但最高法院在 *O'Hagan* 案的見解與說明，存有一些理論上的瑕疵，致引發後續學術與實務各方的爭論不斷。

## 肆、最高法院在 *O'Hagan* 案後所遺留的問題與反動

### 一、私取理論下的信賴關係與內部人範圍的不確定

內線交易規範之人，一般泛稱為內部人 (insider)。美國法上有關內部人的定義，因為法院所採的理論而異其範圍（賴英照，2009：482）：

1. 公平取得資訊理論著眼於市場公平及投資人的保護，因

<sup>27</sup> *Id.* at 654 (“a company’s confidential information, we recognized in *Carpenter*, qualified as property to which the company has a right of exclusive use”). 惟針對資訊財產權的問題，最高法院並未進一步如何為進一步的適用，相關論述可見張心悌 (2008：97-127)。

此，「任何人」擁有重大的內部資訊時，均有可能是「內部人」而受內線交易規範；<sup>28</sup>

2. 進入信賴關係理論時代後，內部人的範圍大幅限縮，僅當買賣證券之人對其交易對象（公司股東）負有受託義務時，該人方為內部人。有學者曾整理，在信賴關係理論底下，對交易對象負有受託義務之人的可能範圍（賴英照，2009: 467）：
  - (1) 公司內部人，如股東、經理人、大股東及因在公司任職而獲悉消息之人。
  - (2) 受發行公司委任，因信賴關係 (confidential relationships) 而獲取機密消息之人，如會計師、律師、券商或投資顧問等。
  - (3) 符合下列條件之消息受領者：a. 前開內部人違反受託義務而洩漏機密；b. 消息受領人明知或可得而知內部人為反其義務；c. 消息傳遞人因此而直接或間接獲有利益。<sup>29</sup>
  - (4) 發行人 (issuer) 買賣自家股票時，亦為內部人。
3. 自O'Hagan案後，法院扭轉原本的信賴關係理論，私取理論課與消息受領者對消息來源者受託義務，兩者具有信賴關係，此時消息受領者亦為內部人。但由於O'Hagan法院並未說明，在何種情形下，消息受領人 (tippee) 與消息來源人 (tipper) 間才有受託義務關係、而使消息受領人亦成為內部人，也要受到「公開或禁止交易」規則的拘束，下

---

<sup>28</sup> Texas Gulf Sulphur, 401 F.2d at 848.

<sup>29</sup> 見 *Dirks*, 463 U.S. at 660, 662。另參見 Nagy (2009: 1328-1329); 曾宛如 (2009: 258-259)。

級法院必須自行參考各州法內相關委任的規定來發展自己的判斷標準，造成各聯邦下級審法院莫衷一是的情形，使得*O'Hagan*案就此點受到許多批評 (Smith, 2006: 1015)。內線交易做為美國反詐欺的規範，被告要負擔者為刑事責任，而刑法基於罪刑法定原則，構成要件的不明確性，有違罪刑法定原則之虞，更有可能構成美國憲法所要求的正當法律程序的違反 (Smith, 2006: 1015)。依照最高法院在*Buckley v. Valeo*案的闡述：「刑法的規範必須給予一般通常智識之人可理解、該行為屬於違法之訊息。」<sup>30</sup> 換句話說，刑法構成要件必須明確，且得為一般人所認識，此種公正的警示 (fair warning)，是國家要發動刑罰權的正當性基礎。否則，不教而殺謂之虐，人民無從得知其行為係為法所不許，刑罰便失卻其正當性。*O'Hagan*案所謂詐欺消息來源理論的應用結果，若使得內線交易的內部人定義不確定，則不但會有正當法律程序的違反，更可能導致投資人因不確定是否觸法而對證券市場卻步 (Snyder, 1999: 443)。

## 二、規則 10b-5 之 2 的訂定及其影響

### (一) *O'Hagan*案的影響及規則 10b-5 之 2 的訂定

由於*O'Hagan*案對誰屬於內線交易所規範欲處罰的內部人定義不清，且又未推翻信賴關係理論，致使早於*O'Hagan*判決數年、第二巡迴法院在*United States v. Chestman*案所提出之判斷受託義務是否存在準則，成為各法院在*O'Hagan*案後，判斷被告與他人間是

---

<sup>30</sup> 424 U.S. 1, 77 (1976).



否有受託義務關係的重要的參考依據。<sup>31</sup> 而聯邦證管會在 *O'Hagan* 判決後，亦制訂了規則 10b-5 之 2 (Rule 10b-5-2)，訂出其所認為的內部人範圍，以利實務操作參考 (詳後述)。

*Chestman* 案的重點在於：受託義務關係並非一方單方面將重大消息授予他方即可；法院在該案中認為，受託義務關係隱含消息來源者的裁量權力 (discretionary authority) 以及對消息受領者依賴關係 (dependency)，當一方為自己利益而將重要消息授予他方，他方為其利益而為行為者，雙方之間即存有受託義務關係。<sup>32</sup> 只有對他人負有此等受託義務之人，才有可能該當內線交易規範底下的「內部人」。第二巡迴法院羅列了其認為具有此等信賴關係的種類，如：律師與客戶間、遺囑執行人和繼承人間、監護人與受監護者間、本人與代理人間、信託人與受託者間、高階或資深公司經理人與股東間。<sup>33</sup> 至於家族或親人關係，重點仍在是否具有此種信賴關係，單純的婚姻關係，不必然即等於有此受託義務關係。<sup>34</sup> 惟若是親族或家人兼有業務上往來，則仍有可能具備此種信賴關係而對彼此負受託義務。<sup>35</sup>

由於 *O'Hagan* 案一方面要求內線交易規範底下的「內部人」，以對他人有受託義務者為限，但是卻未明確說明在如何的關係底下，行為人與他人有受託義務關係；而第二巡迴法院雖在 *Chestman* 案明確界定信賴關係，但其定義又十分嚴格，致使適用範圍有限。聯邦證管會擔心如此運作下來，將產生過度限制受託義務成立的可能性，會大幅限縮「內部人」的範圍，聯邦證管會因此在二〇〇〇

---

<sup>31</sup> United States v. Chestman, 947 F. 2d 551 (2nd Cir. 1991).

<sup>32</sup> *Id.* at 567, 569.

<sup>33</sup> *Id.* at 568.

<sup>34</sup> *Id.*

<sup>35</sup> *Id.* at 569.

年提出規則 10b-5 之 2，以解決 *O'Hagan* 法院未能解決的「在怎樣的關係底下，才能成立私取理論底下的信賴關係」的問題 (Madden, 2008: 70-73)，同時亦想減低在 *Chestman* 案中，可能過度限縮受託義務範圍所造成的影響 (Smith, 2006: 1021-1022)。

規則 10b-5 之 2 第 b 項規定了三種受託義務關係存在的情形：

1. 任何人同意對其所獲知的消息保密者；
2. 重大未公開消息的提供者與受領者間存有保密的經驗或習慣，使消息受領者明知或可得而知消息提供者對之有保密的期待者；
3. 自配偶、父母、子女或手足處獲悉重大未公開消息者；但消息受領者若能證明其因缺乏保密的經驗或習慣，亦無保密契約的約定或應保密的認識，而不知或不能知消息提供者期待其保密者，不在此限。

聯邦證管會當初因為不滿 *Chestman* 案的多數見解可能限縮受託義務關係的範圍，以致於並不能充分保護投資人以及證券市場，因而訂定規則 10b-5 之 2，其在規則 10b-5 之 2 底下設置三種「視為」信賴或保密關係存在的規定，冀能使私取理論的應用面向得以拓寬。根據該規定，凡符合以上條件之人，因為被視為與消息來源者具有信賴關係，尤其是第一項所指之「任何同意對其所獲知的消息保密之人」，使得內線交易規範內部人的範圍得大幅擴大，而不論該達成保密協定的雙方之間的關係究竟為何；且第三項的規範亦使擁有內部重大資訊者的家庭成員，當然的被推定為負有保密義務之人。因此，有論者認為，早在 *Chiarella* 案，聯邦最高法院的首席法官柏格法官 (Chief Justice Warren E. Burger) 便曾提出以詐欺投資人作為思考基礎的「詐欺市場」(fraud-on-the-market) 理論，其認為：任何人私自取得重要內部資訊者，便有揭露該資訊或者禁止

交易的絕對義務；<sup>36</sup> 若交易人未揭露而為交易，其便是詐欺交易相對人。<sup>37</sup> 而聯邦證管會提出的規則 10b-5 之 2 的規定，使得美國內線交易規範的保護範圍自「詐欺消息來源者」(fraud-on-the-source) 往柏格法官的「詐欺市場」(fraud-on-the-market) 方向傾斜 (Smith, 2006: 1022)。但是，亦有論者質疑聯邦證管會制訂規則 10b-5 之 2 的效力。<sup>38</sup> 因此，在規則 10b-5 之 2 訂定後實務應用現狀如何，值得進一步探究。

## (二) 規則 10b-5 之 2 訂定後之發展

### 1. 規則 10b-5 之 2 之應用

雖然聯邦證管會為了使內部人的內涵明確，同時避免法院過度限縮內部人的範圍而訂定規則 10b-5 之 2，但是規則 10b-5 之 2 卻未普遍作為認定信賴關係的依據，連聯邦證管會本身在主張時都未必以此作基礎。在某些案件，聯邦證管會的確成功請求法院依規則 10b-5 之 2 認定受託義務關係的存在，但在某些案件中卻忽略規則 10b-5 之 2 明確的規定，而逕請求法院認定被告與他人具有信賴關係。在後者之情形，雖然聯邦證管會並未依規則 10b-5 之 2 提出主張，但有案件顯示，法院在審理此案件時仍會在論理上儘量貼近規則 10b-5 之 2 的內涵，以下為幾個值得參考的案例：

---

<sup>36</sup> *Chiarella*, 445 U.S. at 240 (Burger C. J., dissenting) (“A person who has misappropriated nonpublic information has an absolute duty to disclose that information or to refrain from trading”).

<sup>37</sup> *Id.*

<sup>38</sup> 有學者認為，聯邦證管會雖訂定規則 10b-5 之 2，但是並沒有任何實質上的改變，該規則並沒有也不可能提供完整的受託義務類型，內部人的範圍如何，仍然需靠未來法院的發展。見 Madden (2008: 55)；更進一步說明，詳見下文。

(1) *SEC v. Nothern*<sup>39</sup>

諾森 (Steven E. Nothern) 是麻州金融服務公司的共同基金經理；達維斯 (Peter J. Davis) 則是受雇於麻州金融服務公司，負責分析華盛頓州的政、經事件，提供報告給諾森的分析師。在二〇〇一年十月三十一日，達維斯參加美國財政部的會議，得知某些關於三十年期債券的重要消息。達維斯被告知不得在消息公開前洩漏此消息，但達維斯不顧財政部的告知，立即將此消息通知諾森，諾森因此利用此消息交易債券，並從中獲得利益。聯邦證管會主張依規則 10b-5 之 2，達維斯與財政部間存有受託義務關係，而因為達維斯未保密而透露此消息，已違反其保密義務，因此諾森既為資訊受領者，其利用此消息而為交易，自亦違反內線交易規定。

法院認為，諾森是消息的受領者，其法律責任來自於達維斯「私取」財政部的消息，因此，唯有達維斯違反其對於財政部的義務，諾森才需負擔法律責任。<sup>40</sup> 由於達維斯在財政部的會議中同意保密，因此依規則 10b-5 之 2 第b項第 1 款的規定，其有保密的受託義務，由於達維斯違背其義務，因此被告諾森自亦違反內線交易的規定。<sup>41</sup>

(2) *SEC v. Korman*<sup>42</sup>

在 *Korman* 案，被告庫爾曼 (Gary M. Korman) 是提供稅務及財產規畫服務的律師，在某次與客戶討論公司的稅務安排的機會時，得知道某些關於該公司利益的重要消息，庫爾曼當日曾與客戶簽署備忘錄，該備忘錄中列有保護客戶權益之保密條款。但兩天

---

<sup>39</sup> 598 F.Supp. 2d 167 (D. Mass. Feb. 20, 2009).

<sup>40</sup> *Id.* at 173.

<sup>41</sup> *Id.* at 176.

<sup>42</sup> 391 F. Supp. 2d 477 (N.D. Tex. 2005).

後，庫爾曼為自己利益而買入該客戶的公司的股票。聯邦證管會因而主張被告故意或因重大過失而不知，利用其與客戶討論的機會所得之消息而為證券交易，已違反證券交易法第 10 條 b 項及規則 10b-5 的規定。

法院認為，為依私取理論確立被告之法律責任，聯邦證管會必須證明被告與資訊來源者（即系爭庫爾曼之客戶）間有受託義務關係。<sup>43</sup> 雖然聯邦證管會並未依規則 10b-5 之 2 主張被告對其客戶負有受託義務，但法院一方面依 *Chestman* 案第二巡迴上訴法院所界定的受託義務關係的內涵，另一方面則認為聯邦證管會係以規則 10b-5 之 2 的內涵作為對報告提出控訴的立論基礎，<sup>44</sup> 因而認定被告對客戶有受託義務關係，其已違反對於客戶的義務，被告依私取理論應負一九三四年證券交易法第 10 條 b 項及規則 10b-5 之責任。<sup>45</sup>

## 2. 論者對規則 10b-5 之 2 的看法與批評

### (1) 規則 10b-5 之 2 是否背離原本的判例法？

訂定規則 10b-5 之 2 的規定時，聯邦證管會對外表示：*Chestmen* 案多數意見的見解並不能體現在對話雙方為親密的家人關係，或彼此具有合理且合法期待時，對於對話內容保密的期待。因此，*Chestmen* 案多數意見的見解並不足以保護投資人以及證券市場免於私取並誤用內部消息 (Smith, 2006: 1021-1022)。從前述聯邦證管會的意見可知，聯邦證管會提出規則 10b-5 之 2 其實是有意取代

---

<sup>43</sup> *Id.* at 483 (quoting O'Hagan, 521 U.S. at 625).

<sup>44</sup> *Id.* at 489.

<sup>45</sup> 此外，SEC v. Zeglis, Litigation Release No. 20852 (Jan. 13, 2009) 則是另一個聯邦證管會明可逕自依規則 10b-5 之 2 說明被告對他人具有受託義務關係，但是卻未如此主張之案例。

第二巡迴上訴法院在 *Chestman* 案，所制訂的「新法」。<sup>46</sup> 但是，聯邦證管會提出的規則 10b-5 之 2 是否已違反聯邦最高法院經長時間發展出來的內線交易理論？不無疑問。

有學者認為，規則 10b-5 之 2 第 b 項規定已經違反最高法院在 *Chiarella*、*Dirks* 及 *O'Hagan* 案的見解 (Grzebielski, 2002: 492)。在最高法院的見解中，僅有當行為人因為受託 (trust and confidence) 而與他人建立受託義務關係時，違反此關係才有可能違反內線交易的規定。<sup>47</sup> 而規則 10b-5 之 2 的規定似乎是創設一「保密的義務」，而非以信賴、忠實關係為基礎的義務 (Nagy, 2009: 1360)。但是，具有保密的合意，不一定等於有受託義務關係的存在。舉例而言，若一公司決定以私募的方式發行股票，並已與他人談妥。由於私募的消息一旦公開，將大幅影響該公司的股價，若參與私募之人決定在消息公開前轉賣其手中的持股，其行為是否構成內線交易？由於私募發行茲事體大，因此私募雙方多會要求彼此禁止將消息透露與第三人的義務，但是這義務與要求行為人勿藉此消息為交易以獲取個人利益的義務仍有差別 (Nagy, 2009: 1362-1363)。<sup>48</sup> 規則 10b-5

---

<sup>46</sup> *United States v. Kim*, 184 F. Supp. 2d 1006 (N.D. Cal. 2002). 在 *Kim* 案，聯邦北加州地區法院針對某俱樂部成員雖已經在加入俱樂部後簽署守密約定，但因從同俱樂部成員而得知消息，做出證券交易的行為，是否違反內線交易一事做出判決。雖然法院審判時規則 10b-5 之 2 已經實行，但是法院探究聯邦證管會訂定規則 10b-5 之 2 時的對外說明後認定聯邦證管會已經說明規則 10b-5 之 2 並非「補充」*Chestman* 案法院的見解，而是另一個「新法」。由於被告的交易行為是在規則 10b-5 之 2 前所為，因此法院認為規則 10b-5 之 2 的規定 *Kim* 案並不適用。

<sup>47</sup> *O'Hagan*, 521 U.S. at 652; *Dirks*, 463 U.S. at 647-648 (1983); *Chiarella*, 445 U.S. at 227-228.

<sup>48</sup> 另參見 *Paul v. Judicial Watch, Inc.*, 543 F. Supp. 2d 1, 6 (D.D.C. 2008) (noting that “the mere existence of a contract does not create a fiduciary duty”; but that a plaintiff must show that the parties “extended their relationship beyond the limits of the contractual obligations to a relationship founded upon trust and confidence”); Steele

之 2 僅以行為人與他人有保密的合意或保密的期待便認定其對消息來源者有受託義務，此見解似乎與最高法院的見解有別。<sup>49</sup>

此外，規則 10b-5 之 2 所規範的親人關係，也被批評為過猶不及。規則 10b-5 之 2 第 b 項第 3 款的推定，是假設父母子女配偶手足這些關係中，都具有信任關係，但是在美國許多的州法上，並沒有承認這些人彼此有受託義務的慣例或判例，此規則等於變相擴大了 *O'Hagan* 案私取理論的內部人範圍 (Gabaldon, 2002: 238-239)。同一時間，此種立法方式亦有被批評為不足者，因為家人關係遠比父母子女配偶手足來得廣泛，祖父母、養父母、未婚夫妻等，揆諸該款之立法意旨，其實也該被列入考慮 (Gabaldon, 2002: 238)。<sup>50</sup> 正因如此，於聯邦證管會提出規則 10b-5 之 2 草案之時，便有論者批評：僅以親屬關係作為認定受託義務關係存並不公正，此受託義

---

v. Isikoff, 130 F. Supp. 2d 23, 36 (D.D.C. 2000) (“[T]he mere existence of a contractual relationship is ordinarily insufficient to give rise to a fiduciary duty”); Church of Scientology Int'l v. Eli Lilly & Co., 848 F. Supp. 1018, 1028 (D.D.C. 1994) (“[W]hether there exists a fiduciary relationship is a fact-intensive question, involving a searching inquiry into the nature of the relationship, the promises made, the type of services or advice given and the legitimate expectations of the parties”).

<sup>49</sup> Kim 案法院即明白指出規則 10b-5 之 2 規定的保密的「合意」與受託義務關係的差別。Kim 案法院採納 Chestman 案法院對於受託義務關係的認定標準，並列出在考慮是否發生保密義務的信賴關係時，所應予考慮的三項事實：第一、是否有不同知識或專業 (disparate knowledge and expertise)；第二、是否有需要進行此種機密事項的分享 (a persuasive need to share confidential information)；以及第三、是否有法定義務須提供足夠的協助 (a legal duty to render competent aid)。法院認為聯邦證管會雖已在規則 10b-5 之 2 第 b 項第 1 款規定合意保密者可以構成私取理論底下的內線交易責任，但是聯邦證管會並沒有說明何種類型的合意才能構成前述之責任。法院認為規則 10b-5 之 2 底下的「合意」與受託義務關係仍有別，是否可以導出受託義務關係仍須以前述 Chestman 案後發展出來的標準判斷。Kim, 184 F. Supp. 2d at 1011, 1015.

<sup>50</sup> *Id.* at 238.

務關係僅是一種虛構 (fictional) 的關係 (Sinai, 2000)。此外，該論者並認為，應以證據證明一內部人將消息傳遞給親屬，能合理期待該親屬能將消息保密時，方能認定其間存有受託義務關係，且此舉證責任應由政府負擔 (Sinai, 2000)。<sup>51</sup>

由上開爭論可知，雖然聯邦證管會試圖替 *O'Hagan* 訂立一個較為清楚的內部人標準而提出規則 10b-5 之 2，但聯邦各法院對於何人可以構成內線交易的行為主體，仍然有所歧異，實務上依然難以確認：究竟何種情況可該當此種「私取理論下的信賴關係」要件。不過，有學者認為聯邦證管會是遵循以往「維持整體市場交易公平」之見解來頒佈規則 10b-5 之 2，雖然此舉使得處罰對象相對放寬，但是在一九三四年的證券交易中本來就有多處可以看見其重視交易環境平等的思想，既然法院判例形成的對消息來源詐欺的私取理論，留下無法限定內部人範圍的問題，法院應盡可能和聯邦證管會一致，逐步採取資訊平等理論的精神，才能符合證券市場安定的政策目標 (Smith, 2006: 1026-1028)。

## (2) 規則10b-5之2是否有實質上的作用？

除了可能與判例法有違之外，某些學者對於規則 10b-5 之 2 是否具有充實判例法的見解的機能感到懷疑 (Capeci, 2009: 818)。

<sup>51</sup> 但是，亦有法院認為，在配偶之間，本應有合理的保密期待存在。在 *SEC v. Yun* 一案，訴外人因工作上關係得知未公開的消息，其向妻子揭露此訊息並囑咐不可洩漏，但其妻子的一個同事竊聽到該名妻子仍將此訊息告知自己的操作員，並以此消息去交易股票，於是東窗事發。第十一巡迴法院，採取 *Chestman* 案的不同意見，而認為該名妻子違反了受託義務，破壞信賴關係，構成詐欺消息來源的內線交易違法行為。法院指出：*Chestman* 判決的多數意見對受託義務和保密義務定義得太過狹隘，忽略了許多配偶間具有「合理的保密期待」(reasonable expectation of confidentiality) 的情況，配偶破壞了此種合理且合法的保密期待去進行交易，構成內線交易的犯行。見 *SEC v. Yun*, 327 F.3d 1263, 1272-1273 (11th Cir. 2003)。但無論如何，在美國法，合理的保密期待是構成受託義務關係的條件應是無疑。



*Kim*案的法院即認為規則 10b-5 之 2 第b項第 1、第 2 款僅是將許多原本*Chestman*案所表明之見解加以明文化而已。<sup>52</sup> 僅規則 10b-5 之 2 第b項第 3 款關於親屬的規定有其新意。但是規則 10b-5 之 2 第b項第 3 款的過與不及處已如前述，是否真有其作用，尚有待觀察。

另一方面，縱使規則 10b-5 已規定應認定受託義務關係存在的情形，在實際案件的運用上，仍未必能提供法院較為清楚的意見。有法院在研究了聯邦證管會在訂定規則 10b-5 之 2 之前的對外說明文件後，認為規則 10b-5 之 2 的規定僅適用於親屬或非商業的關係上，若行為人乃因商業關係而取得重大內部資訊，其並不受規則 10b-5 之 2 的拘束。<sup>53</sup> 但如果依此解釋，將適用範圍限縮在非商業關係而取得內部資訊的情形，規則 10b-5 之 2 能發揮多少作用？不無疑問。

最後，縱使聯邦證管會試圖擴大私取理論的適用可能，但是仍有其侷限，*United States v. Cassese*案的案件事實即為一例。<sup>54</sup> 在*Cassese*案，被告柯賽司 (John J. Cassese) 是一家正與他公司洽談被併購事宜公司的經理人，某天被告被對方公司告知將終止併購的協商，該公司已經決定併購其他公司。柯賽司於得知此事後，立即買進該即將被併購公司的股票，因此獲得利潤。

由於在前述的情形底下，柯賽司並未與之前協商的公司達成保密的協議，而且亦無任何可以合理期待柯賽司保密的可能，在這種情況下，縱使規則 10b-5 之 2 可適用於商業關係，柯賽司亦難依規

---

<sup>52</sup> *Kim*, 184 F. Supp. 2d at 1015. 關於 *Kim* 案的介紹，請見前揭註46、前揭註49。

<sup>53</sup> 見 *Talbot*, 430 F. Supp. 2d at 1061 n.91, rev'd on other ground, 530 F. 3d 1085 (9th Cir. 2008); *Kim*, 184 F. Supp. 2d at 1014. 另見 *Selective Disclosure and Insider Trading*, 1999 WL 1217849 (SEC Release Nos. 33-7787, 34-42259, and IC-24209) (Dec. 20, 1999)。

<sup>54</sup> 273 F. Supp. 2d 481 (S.D.N.Y., 2003). 另見 *Smith* (2006: 1026)。

則 10b-5 之 2 的規定而被認定是「私取」他公司之重要內部消息為交易而構成內線交易。

### 三、作為信賴理論的補充理論適用範圍受限

除了內部人概念的無法確定、以及規則 10b-5 之 2 引發的後續內部人範圍的爭議以外，目前美國學界及實務之通說執著於以信賴關係作為認定內部人的前提，因此內線交易規範的適用範圍有限。此問題從以下兩案可以看得出端倪：

#### (一) 入侵電腦盜取重大內部資訊案件

在 *O'Hagan* 案判決之後，美國發生三起透過入侵他人電腦的方式，獲取重大的內部消息，並以此消息為證券交易的案例，這三個案子分別為 *SEC v. Dorozhko* 案、*SEC v. Blue Bottle Ltd. & Stokes* 案與 *SEC v. Lohmus Haavel & Viisemann* (Nagy, 2009: 1342)。<sup>55</sup> 其中後二者均無公開判決，其一的被告與聯邦證管會達成協議，被告交還 1,300 萬美元的利益，並繳交 200 萬美元的罰金；另一案件法院則依缺席判決 (default judgment) 判處被告繳還 270 萬美元的利益，並處以 800 萬美元的罰金 (Nagy, 2009: 1342)。雖然不能得知法院的見解，但是若從私取理論的角度思考，電腦駭客與被入侵電腦之人間應無任何受託義務關係，應非內部人，*O'Hagan* 案所建立的私取理論應無法將被告論以內線交易之罪。然就訴訟結果而言，似乎法院採取與 *O'Hagan* 案相反的見解。但是，由於並無公開判決書，法院實際見解為何，尚待之後的相關案件的法院判決。

<sup>55</sup> *SEC v. Dorozhko*, 574 F. 3d 42 (2nd Cir. 2009); *SEC v. Blue Bottle Ltd. & Stokes* (Blue Bottle Lit. Rel. I), Litigation Release No. 20018, 2007 WL 580798 (Feb. 26, 2007); *SEC v. Lohmus Haavel & Viisemann* (Lohmus Lit. Rel. I), Litigation Release No. 19450, 2005 WL 2861257 (Nov. 1, 2005).

而SEC *v. Dorozhko*案因其曾上訴到第二巡迴上訴法院，有公開的法院判決可資討論。於該案中，聯邦證管會主張被告入侵電腦的行為為「錯誤陳述 (misrepresentations)」，因而違反證券交易法第 10 條b項及規則 10b-5 的規定。<sup>56</sup> 法院最後認為，被告破解電子密碼，侵入他人電腦而獲取未經授權的資訊的行為，究竟是單純的「竊取」資料，或是以「錯誤陳述」方式詐取資訊而為交易，尚有待第一審法院釐清。<sup>57</sup> 聯邦證管會的訴訟策略明顯要避開私取理論以被告對消息來源人負有受託義務的條件，因而將侵入電腦的行為解讀為利用「錯誤陳述」獲取秘密資訊的行為，但是第二巡迴上訴法院迴避掉處理此問題的機會，拒絕處理以不正方法獲取資訊而為證券交易之人，其是否可以被論斷為內部人，而受內線交易規範拘束的爭議。

## (二) 向消息來源者揭露利用資訊的計畫的案件

除上述入侵電腦的行為外，另一個進一步檢討O'Hagan案判決的案件則為SEC *v. Rocklage*案。<sup>58</sup> 本案被告欲利用私取理論的漏洞進行內線交易：本案訴外人為被告的丈夫，為某藥廠的執行長，該訴外人曾告知被告其藥廠臨床實驗失敗的消息，當訴外人在告知被告此訊息時，被告正在禮車上，訴外人還特別囑咐被告不要對外聲張，甚至不要在禮車司機前反應或談論此事。<sup>59</sup> 事後被告告知訴外

<sup>56</sup> 由於聯邦證管會若將訴訟焦點置於被告有揭露其因入侵電腦而獲取之重大資訊的義務而不揭露，則依據私取理論以交易人與消息來源人間存有受託義務為前提的見解，除非法院試圖挑戰 O'Hagan 法院所建立的見解，否則聯邦證管會可能會面臨敗訴的結果。因此，若單純主張被告有「錯誤陳述」，則爭點相對簡單，一旦法院認定被告有錯誤陳述，被告即有可能違反內線交易禁止的規定。

<sup>57</sup> *Dorozhko*, 574 F. 3d at 51.

<sup>58</sup> 470 F. 3d 1 (1st Cir. 2006).

<sup>59</sup> *Id.* at 3.

人其將要將此消息告知其兄弟，雖訴外人表示反對，但被告仍然趁訴外人不察之際，將此訊息透露予兄弟，而被告的兄弟也於獲知此消息後，立刻將相關股票脫手，減少可能的損失。<sup>60</sup> 被告主張：她已與將透漏該重大消息給兄弟一事，明白告知其夫，因此，依 *O'Hagan* 案的見解，其行為並不構成「詐欺消息來源者」，故被告自認既非詐欺消息來源者，自未違反內線交易規範。<sup>61</sup>

然而，法院將本案與 *O'Hagan* 法院做出區隔，未採納被告之抗辯。第一巡迴上訴法院認為，本案的被告在事前便與其兄弟有分享關於系爭藥廠的重大消息的合意 (pre-existing agreement)，而且被告丈夫已經明顯告知其不應向外透露訊息，故得合理期待其妻、亦即被告，會保守秘密，而被告並未採取任何行為以修正其丈夫認為被告能保持公司秘密錯誤認知。<sup>62</sup> 因此，法院指出：縱使被告將消息透漏給其兄弟的行為並未構成詐欺，但是被告利用丈夫的錯誤認知，而從丈夫處獲取消息的行為本身，便足以構成詐欺而違反規則 10b-5 的規定。<sup>63</sup>

雖然第一巡迴上訴法院認為本案與 *O'Hagan* 案的事實並不相同，但是有論者認為，在 *O'Hagan* 案，如果被告奧海根在一開始便向其法律事務所坦承其有利用客戶公司的資訊的計畫，奧海根所服務的德匯法律事務所的其他合夥人必定會採取相應措施，以避免奧海根接觸資訊，若依第一巡迴上訴法院在 *Rocklage* 案的見解，*O'Hagan* 亦是以「使其公司限於錯誤認知」而放任奧海根取得資

<sup>60</sup> *Id.* at 3-4.

<sup>61</sup> *Id.* at 11.

<sup>62</sup> *Id.* at 3-4.

<sup>63</sup> 若從法院的論理來看，似乎法院是「推定」夫妻間必然有信賴關係，因此，妻子並未將其早已與其兄弟有通報消息的合意告知丈夫，其未揭露的行為構成「詐欺消息來源者」的行為。這是否代表公司內部人的妻子「必然」為潛在的內部人？

訊，此兩案的案件事實並無區別 (Nagy, 2009: 1346)。如依此推論，*Rocklage* 案實質已修正了 *O'Hagan* 案「告知消息來源即不違反受託義務」的見解 (賴英照，2009：471)。

## 伍、結論——內部人範圍爭議之未了

聯邦最高法院在 *O'Hagan* 案雖然再次往市場及投資人的保護方向擺盪，並明確指出：私取理論的立法目的在於保護市場健全以及維護投資人的信心；且 *O'Hagan* 確實為其行為負擔了一九三四年證券交易法第 10 條 b 項以及規則 10b-5 的證券詐欺刑責，滿足了個案正義的要求。然而，最高法院仍堅守私取理論的本質要是以受託義務為其核心，以行為人違反對於他人 (消息來源人) 的受託義務為前提，因此私取理論實在難以根本處理所有私自利用重要資訊為證券交易的案例。因為，凡未曾利用消息來源者的信任而取得消息者，如偷取重大內部消息之人，在私取理論底下，由於對資訊來源者並無任何受託義務，因此不可能以一九三四年證券交易法第 10 條 b 項以及規則 10b-5 相繩，對市場及投資人的保護產生先天的侷限性。

在私取理論有如此的侷限性下，最高法院在 *O'Hagan* 案卻又未能明白解釋，在其肯認的保護市場及投資人信心的政策目標底下，為何行為人需對交易相對人或消息來源之人負有受託義務，才能受到一九三四年證券交易法第 10 條 b 項以及規則 10b-5 的拘束？事實上，前曾敘及，聯邦最高法院的首席法官柏格法官在 *Chiarella* 案便曾提出詐欺市場理論，若交易人未揭露而為交易，其便是詐欺交易相對人。<sup>64</sup> 理論上，柏格法官的見解，應與最高法院在 *O'Hagan* 案

---

<sup>64</sup> *Chiarella*, 445 U.S. at 240.

提出的私取理論的政策目的相符才是。然而，聯邦最高法院卻拒絕柏格法官在 *Chiarella* 案的不同意見書的見解，並未說明原因。O'Hagan 法院的多數意見僅以「政府並未請求法院對私取理論作如此寬廣的見解」一語帶過。<sup>65</sup> 這樣的判決結果，留下諸多疑點，並導致各下級法院在判斷該類案件時的歧見。

何況，依據 O'Hagan 判決的見解，私取理論的核心是行為人私自利用從消息來源者取得的資訊，因而「詐欺消息來源人」。根據此種見解，如果交易人將有意利用重大內線消息的計畫充分揭露給消息來源者知悉，該交易人對於消息來源者便無違反受託義務之欺騙的行為，因此也不會構成違反一九三四年證券交易法第 10 條 b 項。<sup>66</sup> 若以此操作，則對聯邦最高法院在判決中所明示的私取理論的政策目標的發展將產生相當的負面影響，除影響市場的健全外，亦會影響投資人的信心。另外，在 O'Hagan 案確立的私取理論底下，消息來源排他使用秘密資訊的資訊權利受到侵害，不代表有實質損害產生，因此私取理論似與美國一直以來的判例法的見解相違背：由於在美國法底下，詐欺的成立要件為相對人因此受有損害，倘若消息來源之人並未因他人利用重大內部消息、侵害其使用該消息的權利的緣故而受有實質的損害時，詐欺是否可以成立？亦產生疑義 (Eshmoili, 2008: 138)。

最高法院 O'Hagan 案強調以違反受託義務作為適用內線交易規範的前提，但是卻未說明受託義務如何成立。由於此問題乃內部

---

<sup>65</sup> O'Hagan, 521 U.S. at 655 n.6 ("The Government does not propose that we adopt a misappropriation theory of that breadth").

<sup>66</sup> *Id.* at 655 ("Because the deception essential to the misappropriation theory involves feigning fidelity to the source of information, if the fiduciary discloses to the source that he plans to trade on the nonpublic information, there is no 'deceptive device' and thus no §10b violation").

人及內線交易規範適用範圍寬窄的關鍵，聯邦證管會雖惟恐內部人的定義被過度限縮而有害市場的公平公正性而提出規則 10b-5 之 2，但是從前述可知，自從規則 10b-5 之 2 設置以來，爭議不斷，是否能有效解決內部人界定的問題，尚有待觀察。

由於美國並無專門處罰內線交易的規範，而僅利用一九三四年證券交易法第 10 條b項及規則 10b-5 作為處罰內線交易行為的依據，因此才透過法院解釋及聯邦證管會補充，發展出這麼豐富的內線交易理論。對此，美國國會亦曾在一九八七年討論過，是否應對內線交易的定義作出統一的規範。該年美國國會曾提出「內線交易禁止法」(Insider Trading Proscription Act of 1987) 草案，該草案欲在證券交易法增設第 16 條A的規定，將一人明知或因重大過失而不知其擁有以不正方式取得 (wrongfully obtained) 之未經公開的重大消息，或不正利用 (misuse) 該消息，而直接或間接，自己或促使他人買進或賣出證券的行為訂為不法行為 (Nagy, 2009: 1367)。此規定應可在保護市場及交易人的目的之下，明白界定內線交易行為以及內部人的範圍。但是，美國國會最後認為：當前法院已經建構明確的內線交易理論，而且已累積相當數量的案件，若由法規定義內線交易行為，將有可能限縮適用範圍，進而損害法律，最後，訂定專門的處罰內線交易行為的條文的提議反被作罷。<sup>67</sup> 然而，就是因為現行的美國證券交易法第 10 條b項及規則 10b-5 以「詐欺」的框架所建構，因此法院在解釋上無法跳脫普通法傳統對詐欺的概念，又為了符合私取理論的誕生，法院的見解修改變化不斷影響內部人與內線交易規範的適用範圍。

在「詐欺」的概念下，美國法院不斷調整內部人的概念與範圍，一開始的平等取得資訊理論，將「任何人」均納入內線交易的規範，

---

<sup>67</sup> H. R. Rep. No. 100-910 at 11 (1988).

此作法可以較全面維護市場公正性及投資人的信心，惟此理論與普通法的詐欺概念不合，因此為後來的法院所屏棄。信賴關係理論明確界定、限縮內部人的範圍，符合了普通法的詐欺概念，卻顧此失彼，不能兼顧市場及投資人的保護。私取理論的提出，可說是美國法院在保護市場與嚴格遵守詐欺概念兩極端間擺盪後的妥協，內線交易規範的鐘擺再次往市場及投資人的保護方向擺盪，將內線交易規範的主體範圍擴張及於公司的外部人。而聯邦證管會提出的規則 10b-5 之 2 則是試圖進一步擴大對市場及投資人保護的可能，但是從若干法院試圖將規則 10b-5 之 2 的適用範圍限縮在非商業關係上的見解可發現，美國對於內部人範圍寬窄問題的歧見仍大。

最高法院在 *O'Hagan* 案的見解雖已較原本的信賴關係理論更擴大內部人的定義及內線交易規範的適用範圍，但是其見解仍不足以完全解決內部人範圍過狹、某些人縱使利用重大內部消息而為證券交易，仍可因某些原因而不受內線交易規範拘束的情形。這造成某些下級法院在處理後續的案件時，似乎嘗試迴避 *O'Hagan* 法院所建立的私取理論見解以解決問題。而聯邦證管會在後續規範的訂定，亦有超脫聯邦最高法院在 *O'Hagan* 案所建立的見解的傾向，後續如何發展仍值得關注。

內線交易被規定為刑事犯罪，其構成要件及行為主體的範圍，均必須符合罪刑法定與明確性原則，美國法上自 *O'Hagan* 案後引發的反動及反思，以及後續未了的爭議，在我國密切注意財經犯罪、修法動作頻頻的此時，更凸顯了該判決及相關議題的重要性，值得持續關注。



## 參考文獻

- 張心悌 (2008)。〈從法律經濟學與資訊財產權探討內線交易理論：兼論內線交易內部人之範圍〉，《台大法學論叢》，37, 3: 97-128。(Chang, X. T. [2008]. Insider trading: From the perspective of law and economics and the property right theory. *National Taiwan University Law Journal*, 37, 3: 97-128.)
- 曾宛如 (2009)。〈建構我國內線交易之規範：從禁止內線交易所欲保護之法益切入〉，《台大法學論叢》，38, 1: 253-310。(Tseng, W. R. [2009]. Restructuring Taiwan's insider dealing regulation: From the perspective of protected legal interests. *National Taiwan University Law Journal*, 38, 1: 253-310.)
- 廖大穎 (2009)。〈資訊不正流用理論與證券交易法第 157 條之 1〉，《月旦財經法雜誌》，16: 77-114。(Liao, D. Y. [2009]. Information misappropriation and Article 157-1 of Securities and Exchange Act. *Financial and Economic Law Review*, 16: 77-114.)
- 劉連煜 (2006)。〈內線交易理論與內部人範圍〉，《月旦法學教室》，50: 84-94。(Liu, L. Y. [2006]. Insider trading theory and the scope of insider. *Taiwan Jurist*, 50: 84-94.)
- 鄧依仁 (2007)。《從證券法內線交易理論論我國內線交易行為主體之規範》。台北：國立政治大學法律研究所碩士論文。(Teng, I. J. [2007]. *The subject of insider trading and the theory of insider trading*. Master's thesis, College of Law, National Chengchi University, Taipei.)
- 賴英照 (2005)。〈內線交易的基礎理論〉，《月旦法學雜誌》，123: 172-191。(Lai, Y. C. [2005]. Basic theory of insider trading. *The Taiwan Law Review*, 123: 172-191.)
- 賴英照 (2009)。《最新證券交易法解析》。台北：作者。(Lai, Y. C. [2009]. *Understanding Security Law*. Taipei: Author.)
- Capeci, M. G. (2009). SEC Rule 10b5-2: A call for revitalizing the commission's efforts in the war on insider trading. *Hofstra Law Review*, 37, 3: 805-838.
- Eshmoili, E. D. (2008). Big boy letters: Trading on inside information. *Cornell Law Review*, 94, 1: 133-164.
- Gabaldon, T. A. (2002). Assumptions about relationships reflected in

- the federal securities laws. *Wisconsin Women's Law Journal*, 17, 1: 215-249.
- Grzebielski, R. J. (2002). Friends, family, fiduciaries: Personal relationships as a basis for insider trading violations. *Catholic University Law Review*, 51, 2: 467-493.
- Madden, T. M. (2008). O'Hagan, 10b5-2, relationships and duties. *Hastings Business Law Journal*, 4, 1: 55-75.
- Nagy, D. M. (2009). Insider trading and the gradual demise of fiduciary principles. *Iowa Law Review*, 94, 4: 1315-1379.
- Sinai, S. (2000, March 22). *Letter to Jonathan G. Katz, secretary, SEC*. Retrieved July 12, 2011, from <http://www.sec.gov/rules/proposed/s73199/sinai1.htm>
- Smith, R. S. (2006). O'Hagan revisited: Should a fiduciary duty be required under the misappropriation theory? *Georgia State University Law Review*, 22, 4: 1005-1028.
- Snyder, M. A. (1999). United States v. O'Hagan, the supreme court and the misappropriation theory of securities fraud and insider trading: Clarification or confusion? *Capital University Law Review*, 27, 2: 419-448.
- Swanson, C. B. (2003). Insider trading madness: Rule 10b5-1 and the death of scienter. *University of Kansas Law Review*, 52, 1: 147-209.

## Who is the Insider? *O'Hagan* and Other Cases in the U.S. Supreme Court

*Chih-Chieh Lin*

Institute of Technology Law, National Chiao Tung University  
No. 1001, Da-Hsue Rd., HsinChu City 30010, Taiwan  
E-mail: ccl@mail.nctu.edu.tw

### Abstract

The law against trading in security markets with the benefit of material, nonpublic information has been developed case-by-case under the Article 10b of the Securities Exchange Act of 1934. The Act defines insider trading as security fraud. However, who is "eligible" to be a fraudster/insider in insider trading has been a controversial issue. The U.S. Supreme Court in *Chiarella* applied a fiduciary theory to define insiders. Then in 1997, in *O'Hagan*, the Court applied misappropriation theory, holding that if an individual breaches a duty within a pre-existing relationship of trust or confidence with the source of the inside information, he is to be considered an insider. The Court, on the one hand, adopted a broader definition of insiders; on the other hand, it emphasized that *O'Hagan* did not overrule the aforementioned fiduciary theory in *Chiarella*. Therefore, after *O'Hagan*, the SEC and lower courts tried to clarify the matter by asserting that in situations in which a "pre-existing relationship" exists, a fiduciary relationship is established between a tipper and a tpee. However, that issue is, as yet, unsettled despite a decade of argument.

This article focuses on the tension between these two different theories. By analyzing recent cases in the lower courts, this article seeks to determine how the theories have been applied and interpreted after *O'Hagan*, and how the courts and SEC have responded to the challenges posed by security fraud.

**Key Words:** insider trading, insider, misappropriation theory