

【論著】

由美國聯邦法院判決論證券詐欺之「適用要件」－有價證券之募集、發行、私募或買賣－（下）

戴銘昇（政治大學
法學博士候選人）

（接上期月刊）

二、加害人無須是「交易相對人」

（一）Bankers Life 案⁴²

於本案中，Manhattan 公司受其內部人之詐欺，於出售國庫券（treasury bond）後，未取得價款。聯邦最高法院認為，顯然出賣人遭受到符合 Rule 10b-5 意義之「詐欺或欺騙」之「行為」或「方法」。雖然出賣人是以市價出售其持有之政府債券，但出賣人因受欺騙而相信其將取得出賣之價金（事實上則並未取得）。⁴³

Section 10(b)禁止於「有關任何證券的買或賣」時使用「任何操縱或欺騙的方法或手段」。本法保護的對象包括出售證券之自然人及公司。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。無論(1)詐欺是由 Manhattan 公司的內部人或外部人所為，或(2)系爭交易是否係透過交易所或 OTC（over-the-counter）市場所為，或(3)出售債券所得的款項是否被侵占，均無礙於詐欺之成立。因為詐欺方法常在改變，原本合法的方法可能會被轉變為不合法或詐欺的手段，賦予主管機關廣泛的裁量權力已被認為有實際上的必要性。因此，聯邦最高法院並未如上訴法院般將 Section 10(b)作如此狹窄的解釋，其並未「僅

⁴² 以下主要整理自下列判決：Superintendent of Insurance. v. Bankers Life & Casualty Co., 404 U.S. 6 (1971).

⁴³ 聯邦最高法院更表示，其不能同意上訴法院有關「無投資人受害」或「證券交易及過程的純潔未被污染」的說法。

限於維護證券市場的健全」－雖然這個目的也包括在內－。⁴⁴Section 10(b)必須作彈性而非機械侷限地解釋。既然有證券的「買賣」存在，而詐欺又與其「有關」，基於 Section 10(b)即有救濟權。⁴⁵

(二) Zandford 案⁴⁶

對於股票經紀人為私利賣出客戶證券並侵占之行為，Zandford 案中，聯邦最高法院認為本案已符合「有關買或賣」之要件。

證管會主張被告為個人私益將客戶之證券賣出的行為，成立本法的「詐欺計畫 (fraudulent scheme)」。⁴⁷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、並據為已有。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交易行為結束後，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（“exercised his power of disposition for his own benefit”）」時，該行為「就是(“without more”）」詐欺。⁴⁷總而言之，這些出售行為應視為是對客戶造成詐欺或欺騙的「商業方法」(“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 公司的董事授權被告（內部人）出售公司的國庫券 (treasury bond)，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(“Manhattan was injured as an investor through a deceptive device which deprived it of any compensation for the sale of its valuable

⁴⁴ 由於本案詐欺行為之進行，並非發生於「證券市場」之中，交易過程均屬合法，只是賣出證券後所得的價款遭侵占，後階段的行為才是詐欺。針對此種行為以證券法規加以處罰，對維護證券市場之健全似無太大的助益，為解決此一疑慮，法院才會特別強調 Section 10(b)之立法目的並不「僅限於維護證券市場的健全」。

⁴⁵ 法院更強調，本案的判斷關鍵在於，Manhattan 公司係以「投資人之身分」出售證券時，因詐欺方法而遭受損害。

⁴⁶ 以下主要整理自下列判決：Zandford, 535 U.S. 813.

⁴⁷ United States v. Dunn, 268 U.S. 121, 131 (1925).

block of securities”）。」為達成此一結論，最高法院認為關於證券的價格，⁴⁸董事是否受到誤導，或詐欺是否涉及「對特定證券的操縱（“manipulation of a particular security”）」，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 Section 10(b)之成立。最高法院拒絕對法律做如此狹隘的解釋，並指出法律「應不機械及侷限，而彈性地加以解釋」。雖然「維護證券市場的正直性（“preserving the integrity of the securities markets”）」是本法的立法目的之一，但 Section 10(b)的適用範圍並不侷限於此。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（“conservatively invest”）」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（safety of principal and income）」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，只是可以做為違反 Section 10(b)的一個「有說服力的證據（persuasive evidence）」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（“irrelevant”）」。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。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，故本案的被告無須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（discretionary account）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，而無須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（added value）。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（illusory）。⁴⁹

於 Wharf 案，對於證券的出賣人於出售證券時私下打算（secret intent）違約的情形，最高法院判決出賣人違反 Section 10(b)。購買人主張「Wharf 出售證券（選

⁴⁸ 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（a misrepresentation about the value of a particular security）」係適用本法的必要要件。

⁴⁹ See Chiarella v. United States, 445 U.S. 222, 230 (1980)（指出「與證券的買或賣有關的沈默（silence）可以產生可依 Section 10(b)加以訴追之詐欺」，當「依交易雙方的信託或信任關係，有揭露之義務」時）；Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U.S. 128, 153 (1972).

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(breach of contract)與證券的出賣並無必要關連,但是 Wharf 主張該案只是剛好有關選擇權的所有權之爭議而已,若將 Section 10(b)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。雖然聯邦最高法院亦贊成本法不應被過份廣泛的解釋,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 Section 10(b),⁵⁰但法院仍否定 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,而是主張被告於出售證券時,自始即從未打算履行契約。⁵¹且證管會原本就認為,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 Section 10(b)及 Rule 10b-5。⁵²對 Section 10(b)規定中模稜兩可的文字所做之解釋,如果合理,於審判時應加以尊重。⁵³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連,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」(in connection with)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(“the fiduciary's fraud is consummated, not when the fiduciary gains the confidential information, but when, without disclosure to his principal, he uses the information to purchase or sell securities. The securities transaction and the breach of duty thus coincide. This is so even though the person or entity defrauded is not the other party to the trade, but is, instead, the source of the nonpublic information.”)。」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他人詐取現金後,使用該筆不法所得的金錢購買證券的案件上

⁵⁰ Marine Bank v. Weaver, 455 U.S. 551, 556 (1982) (「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”)」)。

⁵¹ *Id.* at 596-597.

⁵² See *In re Bauer*, 1947 SEC LEXIS 217, 26 S.E.C. 770 (1947); *In re Southeastern Securities Corp.*, 1949 SEC LEXIS 135, 29 S.E.C. 609 (1949).

⁵³ See *United States v. Mead Corp.*, 533 U.S. 218, 229-230, and n.12 (2001).

（“The misappropriation theory would not . . . apply to a case in which a person defrauded a bank into giving him a loan or embezzled cash from another, and then used the proceeds of the misdeed to purchase securities”）。」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（“the proceeds would have value to the malefactor apart from their use in a securities transaction, and the fraud would be complete as soon as the money was obtained.”）。」最高法院更指出，即使 O'Hagan 案的上揭見解，可以被解釋為是 Section 10(b)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 Section 10(b)所規定之證券買賣行為「有關」（in connection with）。據此，聯邦最高法院將上訴法院之判決推翻。⁵⁴

三、單純的「財報不實」亦構成「有關買或賣」

從承認詐欺行為人可以「不是交易相對人」此一立論，進一步被擴張解讀為：僅發布不實資訊之人，不因未為交易，而得免除其證券詐欺之責任。因此，當公開發行公司於並非「買或賣」其本身公司股份之時期，以新聞稿（press release）發布不實陳述時，違反 Rule 10b-5，因為它們與公開市場上股東之買或賣有關。⁵⁵當虛偽陳述具備重大性且向公眾發布，合理的投資人可能產生信賴時，「有關」的要件便成立（the “in connection with” prong is satisfied where the misrepresentations are material and disseminated to the public in a medium upon which a reasonable investor would rely）。⁵⁶

1934 年證交法的主要立法目的是為了促進自由及開放的公開證券市場，及保護投資大眾交易時免受不公平之對待—尤其是因為公司發布不實或誤導性的資訊而造成之不公平。1934 年證券交易法係由眾議院版的草案 H.R. 9323 與參議院版的草案 S. 3420 整合而來。於 H.R. 9323 中指出：⁵⁷自由及開放的公開市場的理想是建立在一個理論之下，即由買方與賣方對於證券合理價格（fair price）的競爭性判斷（competing judgment）而產生的一種情況（situation），此一情況下的市場價格已儘

⁵⁴ 除 Bankers Life 案及 Zandford 案外，Dabit 案亦再度肯認證券詐欺的加害人不必是契約當事人此一見解。由此三則聯邦最高法院的見解可知，證券詐欺的「侵權行為性質」，在美國法似已為通說。

⁵⁵ DAVID L. RATNER, SECURITIES REGULATION IN A NUTSHELL 134-135 (3d ed. West Publishing Co. 1988) (1978).

⁵⁶ Semerenko v. Cendant Corp., 223 F.3d 165, 181 (3d Cir. 2000).

⁵⁷ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 858 (2d Cir. 1968), *cert. denied sub nom.* Coates v. SEC, 394 U.S. 976 (1969).

可能的反映出公平價格（just price）。如同人為的操縱易於破壞公開市場的真實功能一樣，隱瞞重要的資訊也會阻撓市場作為真實價值（real value）的指標。沒有誠實的公開，就沒有誠實的市場（There cannot be honest markets without honest publicity）。操縱及不誠實的行為，將增添市場的神秘性。揭露對投資人具重大性的資訊並不會立即反映在市場上，但即使市價的形成原因錯綜複雜，真相仍然會相當快地被市場所接受。過時的、不正確的及令人誤導的報導為不道德的市場交易者（market operator）及不忠的公司內部人進行內線交易時使用的工具。因為缺乏法律的強制力及某些銀行及商業團體未能體認到一個向投資大眾取得資本的企業並未享有與小型、閉鎖性的企業相同的權利－保有秘密－，使得他們想要建立更合適、更立即的公開政策之努力跛腳（handicap）。從人們相信資產負債表的揭露是一種「交易秘密的揭露」開始至今，不過幾十年而已。截至今日，幾乎沒有人會承認公司有權不揭露資產負債表而向投資大眾籌措資金。⁵⁸

因此，Texas Gulf Sulphur 案指出，從立法目的及 Section 10(b)的立法沿革似乎可以清楚的看出來，當國會使用“in connection with the purchase or sale of any security”一詞，僅係有意規範－無論所使用的方法為何－只要是一種會使理性投資人因此信賴之方法，且此信賴之產生係與該方法「有關」（in connection therewith），因為此一信賴而使其購買或出售一家公司的證券。並無跡象顯示，國會有意思就誤導聲明的發布應負責的公司或其他人，除非從事相關的證券交易（related securities transaction）或為不當的行為，否則並不違反證交法；更確切地說，1934年證交法為保障投資大眾及確保證券市場公平交易的立法目的將因採此一解釋（gloss）而嚴重地受到減損，即倘內部人未進行交易，便難以證明其有不當的動機去

⁵⁸ *Id.* at 858-859. 原文如下：The idea of a free and open public market is built upon the theory that competing judgments of buyers and sellers as to the fair price of a security brings about a situation where the market price reflects as nearly as possible a just price. Just as artificial manipulation tends to upset the true function of an open market, so the hiding and secreting of important information obstructs the operation of the markets as indices of real value. There cannot be honest markets without honest publicity. Manipulation and dishonest practices of the market place thrive upon mystery and secrecy. The disclosure of information materially important to investors may not instantaneously be reflected in market value, but despite the intricacies of security values truth does find relatively quick acceptance on the market. That is why in many cases it is so carefully guarded. Delayed, inaccurate, and misleading reports are the tools of the unconscionable market operator and the recreant corporate official who speculate on inside information. Despite the tug of conflicting interests and the influence of popular groups, responsible officials of the leading exchanges have unqualifiedly recognized in theory at least the vital importance of true and accurate corporate reporting as an essential cog in the proper functioning of the public exchanges. Their efforts to bring about more adequate and prompt publicity have been handicapped by the lack of legal power and by the failure of certain banking and business groups to appreciate that a business that gathers its capital from the investing public has not the same right to secrecy as a small privately owned and managed business. It is only a few decades since men believed that the disclosure of a balance sheet was a disclosure of a trade secret. Today few people would admit the right of any company to solicit public funds without the disclosure of a balance sheet.

發布誤導的陳述。只是因為內部人並未從事證券交易，並不當然否定仍有不法目的之可能性；這可能是或許市場並未如預期般對誤導陳述產生應有的反應，或許該不法目的是意圖低價買進或高價賣出以外的不法目的。為更落實國會保護投資人的立法目的，應認為投資大眾因行為人「過失」之誤導陳述所受之損害與行為人為某不法目的而「故意」發布之誤導陳述所受之損害並無不同。巡迴法院不認為國會有意將本法的規定，限於亦參與相關證券交易的誤導陳述製作者，或有計畫藉此從公司或被詐欺的投資大眾獲得利益者。⁵⁹換言之，未進行交易或未存有不法意圖之人，只要係發布不實資訊之行為人，就應負責。⁶⁰

由以上討論可知，國會係意在保障「有關」(in connection with)投資大眾於交易市場所從事的買賣行為，不受公司發布之誤導性陳述的誤導，無論內部人是否同時進行證券交易，亦無論公司或其經營階層是否別有用心。國會課予證管會有責任監督初次發行的公開說明書及寄發予股東之通知（涉及公司之清算或合併者）中不得有誤導性陳述。於法條文字中插入必須證明除了投資大眾被新聞稿誤導之外，仍須證明這些應負責之人係出於不法目的而發布新聞稿的解釋，此一作法是不合理地使證管會的功能跛腳，將使立法目的失去作用（ineffective）。巡迴法院舉 Learned Hand 法官對法律文字的陳述：「除非它們明文地禁止它，否則法律的立法目的是解釋法律選用的文字之最佳標準。我們應盡量將我們自己立於立法機關的立場為其發聲，並決定立法機關是否會認為所涉之情況是其所欲加以涵蓋的範圍。甚至，有時立法目的由於如此清晰，甚至應凌駕於法條所使用之明文之上。⁶¹」

對於發布予公司股東或投資大眾之陳述，課予公司經營階層確認其真實性之義務並無不公平之處。因此，巡迴法院認為無論聲明是否出於有意影響投資大眾，如果聲明係不實或令人誤導或不完整以致於產生誤導的效果，無論發布行為的背後是否有其他目的為其動機，均構成 Rule 10b-5 的違反。然而，如果公司經營階層證明其已勤勉的（diligent）確認所公告的資訊為真實（whole truth），基於善意（good faith）將此資訊散布於眾，那麼就不會違反 Rule 10b-5。⁶²

另於 Huttoe 案中。本案之被告是“Whisper Newsletter”的撰寫者，所撰寫的新聞可以透過傳真及網路取得。在“Whisper Newsletter”中的股票專欄被推銷的公司，會將其股票送給“Whisper Newsletter”的出版公司作為對價，出版公司便再分送給被告。在被告於“Whisper Newsletter”中作出「買進」的建議（不實及令人誤導的資訊）

⁵⁹ *Id.* at 860.

⁶⁰ 應注意的是，本判決於此處對於「故意」及「過失」採相同的評價。

⁶¹ *Texas Gulf Sulphur*, 401 F.2d at 860-861; *Cawley v. United States*, 272 F.2d 443, 445 (2d Cir. 1959); *Markham v. Cabell*, 326 U.S. 404 (1945) (unless they explicitly forbid it, the purpose of a statutory provision is the best test of the meaning of the words chosen. We are to put ourselves so far as we can in the position of the legislature that uttered them, and decide whether or not it would declare that the situation that has arisen is within what it wishes to cover. Indeed, at times the purpose may be so manifest as to override even the explicit words used.).

⁶² *Texas Gulf Sulphur*, 401 F.2d at 861-862.

後，被推薦的股票自然上漲，自己卻反手賣出手中持股而獲得巨額利潤。⁶³本案法院認為，如果可以合理的期待一個公開的資訊會使理性投資人產生信賴，因而購買或出賣證券時，一個陳述便會被認為構成「有關」證券的買賣（sale）。不會因為行為人有無動機或有無相對的交易行為而產生差異。⁶⁴

肆、「有價證券之募集、發行、私募或買賣」概念之詮釋

美國法認為證券詐欺須與證券之買或賣「有關」，何謂「有關」？由美國法院施行的經驗看來，似乎是一種「不確定法律概念」或尚在萌芽中的概念，其內涵仍相當模糊，欠缺安定性；如同前述，美國證券交易法的權威學者 Loss 教授原本亦認為，由私人提起的證券詐欺訴訟，原告必須具備購買人或出賣人之「身分」，但此一原則，自 1952 年聯邦上訴法院 Birnbaum 案首被承認開始，存在已超過五十年，最後竟於 2006 年聯邦最高法院 Dabit 案中被正式否定。此可說明，即便於美國法，「有關買或賣」要件的內涵實有高度不確定性，我國不宜直接加以援引。

我國證交法第二十條第一項規定之「有價證券之募集、發行、私募或買賣」此一要件，本質上雖亦係指證券詐欺須與有價證券之募集等行為「有關」，「有關買或賣」要件除係我國證交法第二十條第一項與第二項之區別要件之外，亦係民刑法之普通詐欺與證券詐欺之區別要件，若直接將「有價證券之募集、發行、私募或買賣」解釋為「有關買或賣」，其內涵太過廣泛、不著邊際、流於主觀，將混淆普通詐欺與證券詐欺之界線，產生美國 Wharf 案中的現象：「將每一個剛好涉及『證券』的普通法詐欺行為，均認定為違反 Section 10(b)」，並不恰當！因此，我國證交法第二十條第一項規定之「有價證券之募集、發行、私募或買賣」，應將之限縮為係指：將詐欺行為「運用於」有價證券之募集、發行、私募或買賣。因此，稱此要件為一「時機要件」亦屬正確。⁶⁵惟實際進行或運用詐欺行為之人，不必是契約當事人，換言之，若 A 與 B 為有價證券之買賣雙方，C（本身未進行交易）將詐欺行為「運用於」A 與 B 間之有價證券買賣，此亦構成證券詐欺，C 應負證券詐欺之責任（亦即加害人無須是「交易相對人」），⁶⁶此點應與美國法採同一解釋。

一、原告是否必須為交易當事人？

自 1950 年代 Birnbaum 案（第二巡迴法院）開始，提起證券詐欺賠償請求之原告，均被解為必須是證券的購買人或出賣人，一直以來，大多數的聯邦巡迴上訴法

⁶³ SEC v. Huttoe, No. 96-2543GK, 1998 U.S. Dist. LEXIS 23211 (D.D.C. Sept. 14, 1998).

⁶⁴ *Id.* at *15.不過，本案之行為人並非「未」參與買賣之人。

⁶⁵ 不過，美國聯邦最高法院在 Bankers Life 案中，就明白的指出，即使詐欺並非發生於證券交易時，亦可成立證券詐欺。

⁶⁶ 由民國七十七年，證交法第二十條第一項修改後定位為「侵權行為」責任一點，亦可呼應此一見解。

院均視「Birnbaum 原則」為一「身分要件」、且多加以遵守。1975 年時，聯邦最高法院於 Blue Chip 案中，更明白地肯認 Birnbaum 案是正確的判決，並提出諸多理由佐證提起 Rule 10b-5 之訴的原告必須限於是「實際購買人或出賣人」。不過，這一個已經幾近是美國聯邦法院通說的見解，於實行了四十五年後，至 O'Hagan 案開始鬆動，2006 年 Dabit 案更明確的宣示，原告不必具有「實際購買人或出賣人」之身分。自此，Birnbaum 案所揭示的「購買人—出賣人原則」，正式遭到聯邦最高法院的揚棄。但針對 O'Hagan 案及 Dabit 案這兩個對「購買人—出賣人原則」採反對說的判決內容，是否適用於我國，仍須進一步分析。

O'Hagan 案所採的「私取理論」認為得提起證券詐欺民事賠償請求權之私人，不限於「實際的購買人或出賣人」，此乃因其承認未買賣證券之「資訊來源人」得對內線交易行為人請求損害賠償。惟 O'Hagan 案的見解，不宜直接套用於我國。因為規範美國內線交易者亦係 1934 年證交法 Section 10(b)，為使內線交易之行為符合該條項之構成要件，必須就內線交易如何構成「有關買或賣」此一要件加以解釋。反之，我國證交法對於內線交易係另以第一五七條之一加以規範，與第二十條第一項係各自獨立的請求權基礎，內線交易的成立不以具備「有價證券之募集、發行、私募或買賣」為成立要件。⁶⁷易言之，O'Hagan 案係針對內線交易所做的判決，由於我國之內線交易已獨立於證券詐欺之外，單純在探究第二十條第一項的構成要件時，不宜援引 O'Hagan 案做為解釋我國的證券詐欺之依據。

至於 Dabit 案（2006 年），則與 Blue Chip 案（1975 年）形成有趣的對比。同樣均係由聯邦最高法院所做之判決，時隔三十年後，Dabit 案竟改口稱於 Blue Chip 案中之所以承認「購買人—出賣人原則」係出於「政策考量」，而且此一推論並不是基於 Rule 10b-5 的文義（「有關買或賣」要件）而來。⁶⁸最後，即便 Dabit 案之法院亦指出允許「持有人」提起訴訟可能造成濫訴的風險，卻仍以證券詐欺係侵權行為及聯邦最高法院對此已採廣義解釋為由，而認為：原告的「身分」並不是決定詐欺是否係「有關證券的買或賣」之關鍵。

Dabit 案的見解是否能適用於我國是一個值得探討的問題。由我國在民國九十五年一月增訂證交法第二十條之一時，立法機關明定「持有人」亦得對違反第二十條第二項（資訊不實）之人提起損害賠償請求此一做法，恰可證實 Dabit 案之見解，即允許何人可享有請求權是一種「政策考量」。由此可見，若政策上許可，允許既未購買、亦未出賣有價證券之「持有人」得提起損害賠償之請求，並無不可。若從證券詐欺是一種「侵權行為」的性質此點觀之，恐亦難得出不同的結論；只是「

⁶⁷ 惟仍應一步說明的是，若行為人未進行有價證券的交易行為，並不會適用內線交易。

⁶⁸ 換言之，Dabit 案認為 Blue Chip 案不能做為解釋「有關買或賣」的依據。不過，依 Blue Chip 案的判決內容觀之，依其所闡述之理由，若謂其承認 Birnbaum 原則，純粹只是出於「政策考量」，而全未涉及 Rule 10b-5 的文義，本文認為說服力略嫌不足！

持有人」要證明其損害，難度甚高、且極可能失之空泛，⁶⁹甚至會造成原告太多，導致每一位投資人所得分配的賠償額過低的現象。但是，這只是會造成求償時證明的困難而已，如果投資人真的是被害人，只是未買進或賣出有價證券（因此不具有契約當事人的身分），似不宜因此而剝奪被害人的請求權，這的確會牴觸證券詐欺的性質（即侵權行為）。不過，即便如此，由於何種人得被允許提起證券詐欺之訴，是一個「政策問題」，而我國證交法第二十條第三項已規定請求權人僅限於「有價證券之善意取得或出賣人」，可見我國的「立法政策」目前僅允許具備「實際的購買人或出賣人」身分之人始得提起證券詐欺之訴。⁷⁰我國實務上，法院亦係採此一見解。⁷¹

二、未參與買賣有價證券，僅提供不實資訊，是否構成證券詐欺？

最高法院 93 年度台上字第 2885 號刑事判決（順大裕案）認為，本案台中商銀之總經理在台灣證券交易所舉行之重大訊息說明記者會中，隱瞞對知慶等六家公司之放款中，有六十億元為無擔保放款之事實，並「對外虛偽聲稱知慶公司等六件放款案均有提供擔保品」，最高法院認為「於台灣證券交易所舉辦之重大訊息說明記者會中，隱瞞實情，故為虛偽說明，此於市場上投資大眾「買賣」該商銀股票，自足生錯誤判斷，而受有損害。」已違反證交法第二十條第一項「『買賣』有價證券有虛偽行為之要件」。

本案之見解與美國 Texas Gulf Sulphur 案的見解相同。依 Texas Gulf Sulphur 案的見解，行為人即便未進行交易，而只是單純的發布不實或令人誤導的資訊，只要該資訊具備重大性，相對人可能對其產生信賴，行為人就必須負 Rule 10b-5 的證券詐欺責任。若純粹從 Texas Gulf Sulphur 案所宣示的判決內容來看，該案的內容似可以直接援用於我國；不過，若從美國與我國的法條體系分別觀之時，則不能做相

⁶⁹ 亦即，如同 Blue Chip 案所說，持有人可能只是有「想像上的損害」而已，或根本只是證券市場上不值得保護的「旁觀者」。

⁷⁰ 由立法機關刻意地規定，資訊不實的請求權人「包括」持有人，而證券詐欺之請求權人「不包括」持有人，此一明顯的對比更可證明，我國的立法政策上，尚不允許未買賣有價證券之人提起證券詐欺之訴。只是，未來再修法時，若政策上認為證券詐欺之求償權人亦可包括「持有人」，似非絕對不可。

⁷¹ 台灣高等法院 92 年度重上字第 219 號民事判決（華國飯店案）：「上訴人主張其為投資華國飯店之興華開發公司之主要出資者、基於買賣交易實務上習慣，簽約名義人不一定為真正之買方及賣方、其為主要決策者云云……上訴人既非系爭買賣契約之買受人，則上訴人主張因被上訴人提供華國公司不實之資產訊息，而受其誤導買進華國公司之股份，造成其鉅額損害，其得請求賠償云云，即不可採，縱本件買賣有損害，其受害人亦屬廖裕輝，而非上訴人，故上訴人依委任契約、侵權行為法則、證券交易法第二十條及第三十二條、公司法第二十三條等規定，主張其買受系爭契約之股份受有之「損害」對造應予賠償，即非正當……綜上所述，本件上訴人非系爭買賣契約之當事人，揆諸前揭最高法院判例及判決意旨，上訴人非契約當事人自不得出面請求。」

同的解釋。

依據美國證管會制定之 Rule 10b-5，對於單純提供不實資訊之行為，係規定於 Rule 10b-5(b)，至於使用詐欺手段之行為則係規定於 Rule 10b-5(a)及(c)，而無論是(a)、(b)或(c)都必須符合第二項之“in connection with purchase or sale of any security”。因此，即使是單純的資訊不實之行為，其責任之成立亦必須探討是否具備「有關買或賣」之要件。

反觀我國證交法，單純資訊不實之行為係規定於第二十條第二項，涉及使用詐欺行為者則係規定於第一項。而第一項與第二項之差異之一是，第一項之成立必須具備「有價證券之募集、發行、私募或買賣」此一要件，第二項則未有如此之規定。因此，除非行為人係以不實之財報等資料為手段（「資訊不實」之方法），而為有價證券之募集、發行、私募或買賣，否則並不會同時成立第一項。⁷²台北地方法院於遠倉案中係採此一見解：「原告既主張被告係因製作不實財務報告而致渠等受有損害，此與證券交易法第二十條第一項所定之對於有價證券募集等行為致他人有誤信之構成要件無涉，原告依此主張被告應負賠償之責任，與法未合。⁷³」

由此可見，鑑於兩國法條規範體例的不同，我國法並不能比附援引美國 Texas Gulf Sulphur 案之意見。於我國，單純資訊不實之行為，應解釋只構成證交法第二十條第二項。再者，第二十條第二項之成立不必具備「有價證券之募集、發行、私募或買賣」此一要件，其構成要件之成立較第一項更為容易，只要有單純資訊不實之行為即可令行為人負責，再加上依據證交法第一七一條之規定，違反第二十條第二項之刑事責任與第一項相同。既然成立要件更為寬鬆、責任又相同，似無必要強將第二項之態樣適用於第一項上。

於最高法院 93 年度台上字第 2885 號刑事判決中，最高法院似認為，因行為人發布某公司之不實資訊，而某人恰於市場上與行為人以外之第三人（非面對面）「買賣」該公司股票，此即構成第二十條第一項「有價證券之『買賣』」要件。若如此解釋，則只要某公司之股票係公開交易之股票，則必然符合第二十條第一項之「有價證券之『買賣』」要件；形同將「有價證券之『買賣』」此一要件解釋為：處於得公開買賣「狀態」之有價證券。如此一來，不論出於何一目的，凡「任何人」發布關於此類型有價證券之不實資訊時，則必然同時構成第一項的證券詐欺。此一解釋似是而非！且亦造成第二十條第二項與第一項適用上之混淆！

首先，所謂「有價證券之『買賣』」，並不是指「靜態意義」之有價證券處於得公開買賣「狀態」，而係指「動態意義」之有價證券買賣的「行為」；若採最高

⁷² 「與證券詐欺相比較，本項〔按：第二十條第二項〕規定係單純的申報、公告不實資訊；如進一步利用不實資訊以募集、發行、私募或買賣證券者，亦同時構成證券詐欺，產生法規競合的情形。」參見賴英照，前揭註 2，頁 512。但即使是如此，這樣的狀況應該是屬於一種「事實的競合」！

⁷³ 台北地院 92 年度訴更一字第 35 號民事判決（遠倉案）。

法院 93 年度台上字第 2885 號刑事判決之意旨，「有價證券之『買賣』」之意義將被轉變成「靜態意義」，並不正確！再者，於本案中，「資訊不實之行為」與「有價證券之買賣」係兩個平行的事實，此二事實只是偶然的同時發生，但彼此間關聯性太淺，不應將二個事實結合適用，而認為成立第二十條第一項。再加上，「資訊不實」與「證券詐欺」各自有其適用之法源依據，行為人發布不實資訊如非為誤導投資人使其進而從事有價證券之買賣，即並無將資訊不實「運用於」買賣有價證券之行為時，應僅成立第二十條第二項之資訊不實，而不是構成第一項之證券詐欺。

三、口頭協議是否構成證券詐欺

於 Wharf 案（債務不履行、口頭協議、心中保留）中，⁷⁴被上訴人（原告）United International Holdings, Inc.（聯合國際控股公司）是一家科羅拉多州的公司，一審時對香港之公司 The Wharf (Holdings) Limited（華爾夫控股公司）提起訴訟。據原告稱，被告於 1992 年 10 月出售予原告可以購買新成立之香港有線系統 10% 股票之選擇權（option）。但是，原告宣稱於出售選擇權時，被告已私下打算不讓原告行使該選擇權。原告主張被告的行為構成 1934 年證券交易法 Section 10(b) 所禁止「有關……證券的出售（in connection with the ... sale of [a] security）」的詐欺，及違反州法規。一審時，陪審團裁決原告勝訴。第十巡迴上訴法院維持原判，而最高法院同意上訴以判斷此一爭議是否屬於 Section 10(b) 的範疇內。

於 1991 年，香港政府宣布接受參與競標於香港經營有線電視系統的專屬授權（exclusive license）。被告決定參與競標。被告的主席 Peter Woo 指示經營董事（managing director）Stephen Ng 去找尋具有線系統經驗的商業夥伴。Ng 找上了原告（United）。

1992 年 8 月至 9 月間，被告草擬了一份意向書（letter of intent），預計給予原告成為共同出資人的權利，得擁有系統 10% 的權利。但是雙方始終未真正簽署意向書。於 9 月時，當被告提出競標後，他告訴香港政府，被告會是原始的唯一股東——雖然被告也在「考慮」讓原告也成為出資人——。

在 1992 年 10 月初，Ng 與原告的代表會面，該名代表告訴 Ng，如果被告給原告一個可以實現的投資權，他將繼續提供協助。Ng 於是口頭上同意給予原告一個選擇權，並附有四項條件。不過，雙方當事人仍未定有任何書面的協議。

於 1993 年 5 月，香港正式授與被告有線電視經營權。原告籌募了 6,600 萬元的資金作為購買 10% 股份之用。在 1993 年的 7 月或 8 月時，原告告知被告已經準備好行使其選擇權。但是被告拒絕准許原告購買系統的任何股票。從那個時期的內部文件看來，被告從未打算履行承諾。

⁷⁴ 以下主要整理自下列判決：The Wharf (Holdings) Ltd. v. United International Holdings, Inc., 532 U.S. 588 (2001).

這些文件及其他證據說服了陪審團，被告透過 Ng 已口頭售予原告可購買系統 10% 股權的選擇權，但卻私下打算不允許原告行使該選擇權，違反了 1934 年證券交易法 Section 10(b) 及相關州法。陪審團判定原告受有 6,700 萬元的損害，及 5,850 萬元的懲罰性損害賠償（punitive damage）。

本案的爭點之一是被告指出其答應給予原告（United）可購買有線系統股份的選擇權之協議係「口頭協議」（oral agreement）；其主張 Section 10(b) 並未涵蓋口頭的出售契約。被告引用了 Blue Chip 案，該案中法院解釋本法之「買或賣」的文字係指，只有「證券的實際購買人及出賣人」可以提起損害賠償的私人訴訟。被告指出，「若無 Birnbaum 規則，於 Rule 10b-5 之訴，陪審團只能決定信賴一連串的口頭證詞」，此一解釋係為保護被告免於面對上開訴訟。且其主張一個「口頭的」購買或出售行為會引起類似的舉證問題，因此不符合「買或賣」的要件。

可是，本案法院指出，Blue Chip 案涉及的是一個與本案極不相同的問題，即本法是否保護未實際買進證券，但如果出賣人揭露真相便可能買進之人。法院認為，本法並不包含此種潛在購買人（potential buyer）。但是原告並不是一名潛在購買人；藉由提供設備（service）給被告使用的方式，原告實際上已購買了被告出售的選擇權（所以，原告是「實際購買人」）。而 Blue Chip 案並未提及口頭的買賣不受本法的規範。法院關心的是「未買亦未賣之投資人—但聲稱若無他人的欺詐行為，他們就已經進行了交易—濫用訴訟本身的潛在及舉證問題之現象。」一件實際的買賣，即使是口頭進行，也不會產生上開問題，因為雙方當事人都能證明有無交易存在。

最後，法院認為並無其他令人信服的理由，將本法解釋為排除口頭契約在外。本法已明揭，適用於買賣證券之「任何契約」。以口頭契約買賣證券的方式，無論依統一商事法典（Uniform Commercial Code）或各州的詐欺規定，多係認為可行。將證券的口頭買賣排除在外，將大大地限縮了本法的涵蓋範圍，有損其基本的立法目的。

伍、結語

我國證交法第二十條第一項規定之「有價證券之募集、發行、私募或買賣」，應將之解為僅限於：將詐欺行為「運用於」有價證券之募集、發行、私募或買賣；因此，亦可稱其為一「時機要件」。歸納而言，「有價證券之募集、發行、私募或買賣」此一要件有下列幾項意義：(1) 係證券詐欺的適用要件：依照我國最高法院的見解，已確立「有價證券之募集、發行、私募或買賣」之功能係證券詐欺的「適用要件」。(2) 係「普通」詐欺與「證券」詐欺之「區別要件」：詐欺之行為若與「有價證券之募集、發行、私募或買賣」無關時，就只是一般的「普通詐欺」，而不是「證券詐欺」；換言之，此項要件在於判斷一個詐欺行為是否為一個「證券」詐欺的行為。(3) 係提起證券詐欺之訴之原告的「身分要件」：原依據第二巡迴法院之

Birnbaum 案及聯邦最高法院之 Blue Chip 案，得提起證券詐欺之原告限於證券的「實際購買人或出賣人」，但此一見解在 2006 年被聯邦最高法院（Dabit 案）所廢棄，本案法院認為原告的身分並不是決定詐欺是否係「有關證券的買或賣」之關鍵。本文則認為，這個問題是一項政策問題，在我國的立法政策未改變前，依目前的實定法觀之，只有「實際的購買人或出賣人」始得提起證券詐欺之訴。(4)並不要求證券詐欺之行為人必須是交易當事人：此點我國與美國法應採同一解釋。由於證券詐欺是一種侵權行為，並不限於具有契約關係者，因此即使證券詐欺行為人並非契約當事人亦不妨礙其詐欺責任之成立。(5)雖未買賣證券、但散布不實資訊之人，不必然須負證券詐欺責任：美國法認為，當公開之虛偽陳述具「重大性」，且合理的投資人可能對之產生信賴時，「有關買或賣」的要件即告成立，此時不論行為人之動機或目的。此類不實資訊若係由發行公司所發布，基於我國與美國之法條規範體例的差異，此種行為原則上僅構成證交法第二十條第二項「資訊不實」之責任。惟，若係以不實資訊為手段而進行有價證券之募集等行為時，不論資訊發布人係公司或其他人，均構成第二十條第一項之證券詐欺。(6)口頭協議亦應構成證券詐欺：美國聯邦最高法院於 Wharf 案中指出，證券詐欺適用於買賣證券之「任何契約」，口頭協議自然包括在內。我國證交法第二十條第一項並未規定「有價證券之募集、發行、私募或買賣」必須限於以「書面」為之，因此自不應以證券之買賣等行為剛好是以口頭方式進行而將之解釋為不受證券詐欺規範之保護。