

401 F.2d 833

United States Court of Appeals Second Circuit.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Plaintiff-  
Appellant,

v.

TEXAS GULF SULPHUR CO., a Texas Corporation, Charles F.  
Fogarty, Richard D. Mollison, Walter Holyk, Kenneth H. Darke,  
Francis G. Coates, Claude O. Stephens, John A. Murray, Earl L.

Huntington, and Harold B. Kline, Defendants-Appellees.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Plaintiff-  
Appellee,

v.

David M. CRAWFORD and Richard H. Clayton, Defendants-  
Appellants.

No. 296, Docket 30882.

|

Argued March 20, 1967, Submitted to in Banc Court May 2, 1968.

|

Decided Aug. 13, 1968.

### 譯者導讀

TEXAS GULF SULPHUR 一案，大體上，是一般教科書均會見到的美國內線交易法早期主要案件，重要性不言可喻。儘管在之前 1961 年的 CADY, ROBERTS 一案，已將內線交易行為認定違反證券交易法反詐欺條

款，但該案本質上是聯邦證券交易委員會行政裁罰案件，最後未經聯邦法院審理，同時該案處罰相對輕微，所以對於內線交易究竟在法律上會產生何種效果，仍存疑竇。而美國法上內線交易禁止在法院層級執法之確認，直到本案始獲初步釐清。

本案是非常典型公司內部人內線交易行為。由於牽涉當事人與公司層面廣泛，引起社會高度矚目。從輔佐文獻上可得知，本案雙方在地院階段攻防非常激烈，導致上訴審第二巡迴法院必須最後以全院審理（in banc）方式，嘗試為所涉法律認定與規範適用定調。本案審理，由於上訴第二巡迴法院轄區包括紐約市，傳統上被認為屬於證券法案件主要發生地區，並由多位備受敬重法官擔任審判工作，其判決一般對其他轄區之後續案件，常有根本性之影響，因此也稍微彌補本案未經聯邦最高法院審判之遺憾，且至今仍屬內線交易關鍵參考案例。

本案第一個爭點在重大消息之成立時點。此問題之回答，即在處理消息漸進變化過程中，「相關消息之累積，究竟至何時始具備『重大性（materiality）』」。就此問題，本判決清楚援引前案與侵權法之概念，指明應以『理性投資人』進行系爭交易決策時、是否會對該消息給予一定重量，予以判斷。同時，就消息內容所涉發生與否如不確定時，本案也明確以「發生可能性、及該事實相對於公司整體業務所造成之影響程度」之綜合判斷方式，予以認定。嗣後在最高法院 BASIC 案所標示之重大性判斷標準，其實也只是沿襲約二十年前本案見解，並穩定維持。

第二個爭點是公司發布相關消息時，若因各式各樣理由，而「不完整揭露」，是否會構成誤導與證券詐欺之問題。此一問題，在本件各不同意見書中呈現高度爭執，並攸關認定詐欺過程中，行為人應具備何種主觀心態，始構成責任之問題。最後，就消息揭露後，內部人何時可以開始交易，本案法院也採取最保守見解，以反應禁止內線交易之意志。

整體而言，本案是美國法上內線交易案件中，相當長篇大論之判決。其中除了主要論點之建立與認定，各不同意見之數量與爭執強度，均值得進階學習者注意，並從中學習思考見解之差異以及背後理由。

關於判決原文，主要搜尋方式一般是透過商用法律專門資料庫，例如 Westlaw、Lexis 等，透過案號直接搜尋。相關資料庫，國內各法學院之大學圖書館，應都具備二者中至少一個。同時就筆者所知司法院也有訂購相關資料庫，提供有法院系統權限者查詢使用。

除此之外，一般網路搜尋，如直接輸入案名或案號，也常可以找到原文全文。另外，有數個商業網站提供個人使用（部分需免費登記或付費）之判決全文下載。就筆者所知，較多人使用 JUSTIA (<https://law.justia.com/>) 與 Findlaw (<https://lp.findlaw.com/>) 兩個網站。另外，美國各法院網站也多有提供各自之判決存檔；而除各法院網站外，如有經常使用美國案件管理系統經驗者，也有官方之 PACER (Public Access to Court Electronic Records, <https://pacer.uscourts.gov/>) 網站可以參考。此皆為可供參考資料來源。

舉例而言，例如本書選列之第一個案件 TEXAS GULF SULPHUR 案，原文在 JUSTIA 網址為：<https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/401/833/324140/>，可供讀者對照參考。以下本書所收錄各判決，也可透過類似方法搜尋獲得。相關判決之中譯，多數情況如能搭配原文一起閱讀，相信得以產生更佳理解效果。

## 法院判決

巡迴法院 WATERMAN 法官宣示本案判決：

本案由 SEC 依據 1934 年證券交易法 Sec. 21(e), 15 U.S.C. §78u(e)，於美國聯邦紐約南區地方法院，針對被告 TGS 公司及公司部分管理階層成員、董事與員工提起訴訟，起訴要求禁止 TGS 公司及相關自然人被告從事某些可能違反證券交易法 §10(b), 15 U.S.C. Section 78j(b) 與 SEC Rule 10b-5, 17 CFR 240.10b-5 之行為，並要求自然人被告就系爭違法交易回復

原狀。<sup>1</sup> SEC 起訴內容認為：(1) 被告 Fogarty、Mollison、Darke、Murray、Huntington、O'Neill、Clayton、Crawford 與 Coates，在 TGS 公司關於安大略省 Timmins 地區鑽探結果之重大內部消息，尚未向一般投資人或特定賣家公開前，親自或通過代理人，於 1963 年 11 月 12 日至 1964 年 4 月 16 日間，購買 TGS 公司股票或股票買入選擇權；<sup>2</sup> (2) 被告

<sup>1</sup> 根據本案所有訴訟當事人共同同意，關於本案應採用何種救濟方式始為適當問題，將延至確定被告是否實際違反證券交易法 §10(b) 與 SEC Rule 10b-5 後，再予討論，因此該問題並未於本判決中討論。

<sup>2</sup> 在此期間相關訴訟主體之買入交易包括：

交易			股票		股票買入選擇權	
日期	買方	股份數	價格	股份數	價格	
Hole K-55-1 完成。November 12, 1963						
1963						
11 月	12 日	Fogarty	300	17 3/4-18		
	15 日	Clayton	200	17 3/4		
	15 日	Fogarty	700	17 5/8-17 7/8		
	15 日	Mollison	100	17 7/8		
	19 日	Fogarty	500	18 1/8		
	26 日	Fogarty	200	17 3/4		
	29 日	Holyk (Mrs.)	50	18		
收到 K-55-1 鑽探礦核之化學分析。December 9-13, 1963						
12 月	10 日	Holyk (Mrs.)	100	20 3/8		
	12 日	Holyk (或其妻子)			200	21
	13 日	Mollison	100	21 1/8		
	30 日	Fogarty	200	22		
	31 日	Fogarty	100	23 1/4		
1964						
1 月	6 日	Holyk (或其妻子)			100	23 5/8
	8 日	Murray			400	23 1/4
	24 日	Holyk (或其妻子)			200	22 1/4-22 3/8
2 月	10 日	Fogarty	300	22 1/8-22 1/4		
	20 日	Darke	300	24 1/8		
	24 日	Clayton	400	23 7/8		
	24 日	Holyk (或其妻子)			200	24 1/8
	26 日	Holyk (或其妻子)			200	23 3/8
	26 日	Huntington	50	23 1/4		
	27 日	Darke (Moran 為名義購買人)			1000	22 5/8-22 3/4

Darke 與 Coates 在該消息未向一般投資人或賣家公開前，將上述內部消息洩露予其他人以供其買賣 TGS 股票或股票買入選擇權，<sup>3</sup> 或是建議他人購買相關有價證券；<sup>4</sup> (3) 被告 Stephens、Fogarty、Mollison、Holyk 以及

3 月	2 日	Holyk (Mrs.)	200	22 3/8		
	3 日	Clayton	100	22 1/4		
	16 日	Huntington			100	22 3/8
	16 日	Holyk (或其妻子)			300	23 1/4
	17 日	Holyk (Mrs.)	100	23 7/8		
	23 日	Darke			1000	24 3/4
	26 日	Clayton	200	25		
土地收購完成。March 27, 1964						
3 月	30 日	Darke			1000	25 1/2
	30 日	Holyk (Mrs.)	100	25 7/8		
Kidd Segment 礦核鑽探重新展開。March 31, 1964						
4 月	1 日	Clayton	60	26 1/2		
	1 日	Fogarty	400	26 1/2		
	2 日	Clayton	100	26 7/8		
	6 日	Fogarty	400	28 1/8-28 7/8		
	8 日	Mollison (Mrs.)	100	28 1/8		
第一次發布新聞。April 12, 1964						
4 月	15 日	Clayton	200	29 3/8		
	16 日	Crawford (及其妻子)	600	30 1/8-30 1/4		
第二次新聞發布。10:00-10:10 or 10:15 A.M., April 16, 1964						
交易			股票		股票買入選擇權	
日期		買方	股份數	價格	股份數	價格
1963						
4 月	16 日 (約 10:20 A.M.)	Coates (為家族信託而購買)	2000	31 -31 5/8		

- 3 此處所指「股票買入選擇權」是一種選擇權契約，依據該契約內容，選擇權買方有權自選擇權賣方以某一固定價格、在某一約定之特定時間或之前，購買特定數量之某一股票。
- 4 在此期間相關「消息受領人」之買入行為包括：

交易		股票		股票買入選擇權	
日期	買方	股份數	價格	股份數	價格
收到 K-55-1 鑽探礦核化學分析。December 9-13, 1963					

Kline，則在未向 TGS 公司內部股票選擇權委員會或 TGS 董事會揭露公司鑽探進展情況重大消息情況下，於 1964 年 2 月 20 日接受 TGS 公司配售之股票選擇權；以及（4）TGS 公司於 1964 年 4 月 12 日發布一則詐欺性消息。本案在無陪審團參與情況下，由紐約南區法院法官 Bonsal 進行長時間審理。Bonsal 法官在其詳細判決中，<sup>5</sup> 認定上開「內部人」在 1964 年 4 月 9 日前之行為並無違法，因在該日前，公司之鑽探結果並不具備「重大性」；而被告 Clayton 與 Crawford 該日後從事之交易，則被認為違法；被告 Coates 被認定並未違法，因為在消息揭露前其並無交易；本案公司消息之發布並無違法，因該則消息之發布目的不在使公司獲益，同時並無任何證據證明任何公司內部人有利用該則消息之發布謀取私人利益，

1963						
12 月	30 日	Caskey (Darke)			300	22 1/4
1964						
1 月	16 日	Westreich (Darke)	2000	21 1/4-21 3/4		
2 月	17 日	Atkinson (Darke)	50	23 1/4	200	23 1/8
	17 日	Westreich (Darke)	50	23 1/4	1000	23 1/4-23 3/8
	24 日	Miller (Darke)			200	23 3/4
	25 日	Miller (Darke)			300	23 3/8-23 1/2
3 月	3 日	E. W. Darke (Darke)			500	22 1/2-22 5/8
	17 日	E. W. Darke (Darke)			200	23 3/8
土地收購完成。Mar. 27, 1964						
1964						
3 月	30 日	Atkinson (Darke)			400	25 3/4-25 7/8
		Caskey (Darke)	100	25 7/8		
		E. W. Darke (Darke)			1000	25 3/4-25 7/8
		Miller (Darke)			200	25 1/2
		Westreich (Darke)	500	25 3/4		
	30-31 日	Klotz (Darke)			2000	25 1/2-26 1/8
第二次新聞發布。April 16, 1964 (相關新聞於 10:54 A.M. 出現在 Dow Jones 新聞傳送)						
4 月	16 日 (自上午 10:31 起算)					
		Haemisegger (Coates)	1500	31 1/4-35		

<sup>5</sup> 258 F.Supp. 262 (SDNY 1966).

且根據「當時所知事實觀察，該則消息並不具誤導性或詐欺性」，258 F.Supp. 262, at 292-296 (SDNY 1966)。被告 Clayton 與 Crawford 就原審判決認定其等二人違反證券交易法 §10(b) 與 SEC Rule 10b-5 部分提起上訴，而 SEC 則就原審駁回其針對被告 TGS 公司、Fogarty、Mollison、Holyk、Darke、Stephens、Kline、Murray 及 Coates 起訴部分，提起上訴。<sup>6</sup>

根據後述之理由，本院對各爭點判決如下：

(1) 被告 Clayton 與 Crawford，因其等於 1964 年 4 月 15 日與 16 日購入股票，本院維持二人違反 15 U.S.C. §78j(b) 及 Rule 10b-5 之認定，並依據各訴訟當事人間協議，由原審法院重新審理以確定適當之救濟方式。

(2) 關於被告 Murray，本判決維持駁回 SEC 對其起訴判決。

(3) 關於被告 Mollison 與 Holyk 受領股票選擇權部分，本判決維持原審駁回起訴判決。

(4) 關於被告 Stephens 與 Fogarty 受領股票選擇權部分，本判決撤銷原審法院駁回判決，發回原審法院重新決定是否應對二人發布禁制令 (injunction)。

(5) 關於被告 Kline 受領股票選擇權部分，本判決撤銷原審法院對該被告駁回判決，發回原審法院，要求依照本院指示撤銷公司給予該被告之股票選擇權，並重新決定是否應另附加其他適當救濟。

(6) 關於被告 Fogarty、Mollison、Holyk、Darke 和 Huntington，就其等於 1963 年 11 月 12 日至 1964 年 4 月 9 日間買入相關股票或選擇權部分，本判決撤銷原審法院駁回判決，並認定其等違反 15 U.S.C. §78j(b) 和 Rule 10b-5，同時並依據當事人間協議，發回原審法院更新審理，決定上

<sup>6</sup> 被告 O'Neill 並未出庭應訴；SEC 聲請法院逕為缺席判決，原審法院以程序駁回，此項聲請將在本院上訴審理完畢後重新提出並審酌。

在本院審理開始不久後，被告 Lamont 去世，在各訴訟當事人同意下，本院裁定中止對該被告之上訴審理，並且指示就下級法院對該被告之駁回起訴，應與其他被告分別處理。

就下級法院以被告 Holyk 和 Mollison 不屬 TGS 高級管理階層成員，從而在受領股票選擇權前，無揭露義務之替代性認定，SEC 未予反對。

述行為之適當司法救濟。

(7) 關於被告 Clayton，其在 1964 年 4 月 9 日之前交易 TGS 股票之行為，儘管地方法院法官未明確指出對上述行為之起訴應被駁回，但根據該案其他類似被告之處理中，可間接得出駁回之認定。是故，儘管 Clayton 在本件程序係上訴人，但就本院在有關 K-55-1 鑽探結果消息之重大性之認定，有必要將其視為被上訴人。因此就該被告 1963 年 11 月 12 日至 1964 年 4 月 9 日間購買股票部分，本院撤銷原審法院對起訴之間接駁回，並認定其違反 §78j(b) 與 Rule 10b-5，同時並依據當事人間協議，發回原審法院更新審理，以決定上述行為之適當司法救濟。

(8) 關於將消息洩露予他人之被告 Darke，本院撤銷原審法院對其起訴駁回之判決，並且要求依據當事人間協議，發回原審法院更新審理，以決定上述行為之適當司法救濟。

(9) 關於被告 Coates，其於 4 月 16 日購買相關股票，並洩漏相關消息，供其作為經紀人之女婿及其客戶購買股票，本院撤銷原審法院對其之駁回判決，認定被告違反 15 U.S.C. §78j(b) 與 Rule 10b-5，並依當事人協議，發回原審法院更新審理，以決定上述行為之適當司法救濟。

(10) 關於 TGS 公司，本院撤銷原審法院對其起訴之駁回，並且發回地方法院，依據本判決意見更新審理。

以下就本件訴訟涉及相關事件之發生，儘管不如原審法院判決般事無巨細地描述，但我們相信以下內容，已足就相關上訴爭議問題之處理決定，提供必要之事實細節。

## 事實部分

本案源於 TGS 公司自 1957 年，開始在加拿大東部之加拿大地盾 (Canadian Shield) 地區進行之探勘活動。在 1959 年 3 月，由被告 Mollison 率領之工作小組，在此地區從事超過 15,000 平方英里區域之航空地質物理調查，Mollison 是一位礦業工程師，同時也是 TGS 公司副總

裁 (Vice President)。該小組成員包括被告 Holyk (TGS 首席地質學家)、Clayton (電子工程師及地質物理學家) 及 Darke (地質學家)。這些地質探勘活動探測出許多異常現象，例如岩層傳導率之異常變化，而其中一個異常變化發生在臨近安大略省 Timmins 地區 Kidd 55 地段。

1963 年 10 月 29、30 日，Clayton 在 Kidd 55 地段東北部進行地面地質物理調查，地面調查證實前述異常現象存在，並進一步開展岩心鑽探作業以具體評估之必要性。於 11 月 8 日，小組在異常反應最強烈之區域 K-55-1，進行第一次鑽探，至 11 月 12 日完成 655 英尺深之開挖。根據 Holyk 對 K-55-1 岩心的視覺評估，顯示在一段 599 英尺長岩心中，平均含銅量為 1.15%，平均含鋅量為 8.64%。這一結果使 TGS 公司相信公司應繼續取得 Kidd 55 地段之剩餘土地，而為了完成對該礦產所在土地之收購，TGS 公司總裁 Stephens 下令探勘小組對 Kidd 55 地段之探勘結果保密，包括對其他公司管理階層成員、董事以及員工，皆不得揭露。公司將該探勘鑿洞隱藏，並且故意在出現異常讀數地點鑽探出一個貧瘠無礦之岩層核心。與此同時，K-55-1 岩層核心被運往 Utah 州進行化學分析，當 12 月初送達後，化學分析顯示：在 602 英尺長範圍內，平均礦物質含量為每噸含銅 1.18%，鋅 8.26% 及每噸含銀 3.94% 盎司。這一結果令人印象深刻，即便對 Clayton 如此經驗豐富之地質物理學家，或是其他 4 位 TGS 公司之專家證人而言，也都從未見到或聽說過類似基礎金屬礦床初次鑽孔結果。是故，原審法院認為：「K-55-1 岩心鑽探結果非比尋常地好，這無疑致使知道該結果者，引燃投機想法與興趣」。Id. at 282。至 1964 年 3 月 27 日，TGS 公司認為土地收購已取得足夠進展，公司得以繼續啟動該地之鑽探作業，因而於 3 月 31 日，鑽探作業恢復運作。

在 1963 年 11 月 12 日 K-55-1 鑽探完成、至 1964 年 3 月 31 日鑽探作業重新啟動期間，在前述註腳 2 所載明之自然人被告、以及前述註腳 4 所載明被指控由前開內部人受領「相關消息」之被告，分別購入 TGS 公司股票或買入選擇權。在此等交易發生前，上述這些被告持有 1,135 股 TGS 公司股票，無任何買入選擇權；在上述交易後，則共計持有 8,235 股