

描绘内幕交易法的未来：边界、漏洞和对策

小约翰·C.科菲著；金奕州译*

摘要：现行的内幕交易法存在着缺漏与不完善的地方，未将无意获取内幕信息的接收者等情形纳入到内幕交易规制的范围当中。在成文法尚未改变的前提下，SEC应基于自身的权力制定 10b5-3 和 10b5-4 规则以完善现行法律中在定义“欺骗”要件的不足。上述规则的提出，在弥补现有漏洞的同时，合理得扩大了现有内幕交易的规制范围，且维护了市场效率。

关键词：内幕交易法 10b5 规则 美国证券交易委员会

* 小约翰·C.科菲，哥伦比亚大学法学院；金奕州，华东政法大学国际金融法律学院。

目录

引言	128
一、法律的漏洞	132
(一) 无意的信息提供者/投机取巧的信息接收者	133
(二) 非欺骗性“窃取”商业信息	135
(三) “老鼠仓”(Warehousing) 和选择性披露	135
二、潜在理论	136
(一) 市场欺诈理论	136
(二) 丢失或被盗信息的保密义务	138
(三) Dorozhko 案的立法转化	142
(四) 代理重述	143
(五) 故意违反《公平披露规则》	144
三、评估	145
(一) 过度定罪	145
(二) 对市场效率的影响	145
(三) 联邦制	147
结论	148

现行法律关于内幕交易的规定显然是不合理的，因为它存在着如“华盛顿拱门”般大小的缺口和漏洞。举例而言，如果一个小偷闯入你的办公室，打开了你的文件，得知了尚未公开的重要信息，并基于上述信息进行交易，那么根据现行法律，由于他并没有违反信义义务，因此可以免于承担内幕交易的责任。但是，仅规定负有信义义务的受托人承担责任的界限而不尝试去追究小偷的行为，这似乎不合情理。这在理论上，也难以得到支持。

美国最高法院在 *SEC v. Dirks* 和 *United States v. O'Hagan* 案中所采用的基本方法是：(i) 违反内幕交易禁令的行为具有“欺骗性”（1934年《证券交易法》第10(b)条中使用的术语），(ii) 交易具有“欺骗性”，且此种交易在性质上与未履行信息披露义务相当。此种方法能够列举部分可能被视为欺诈性的、且违反了10b-5规则的未履行信息披露的义务类型，但并未穷尽所有的情形。许多窃取或盗用商业机密信息的行为都很容易被认为具有足够的欺骗性，从而违反10b-5规则。更普遍（也更有争议）的是，普通法中关于遗失物拾得人的规则（一般将拾得人视为真正所有者的受托人）可被用来证成信息知情人负有不得利用无意中泄露或未经本人授权而泄露的信息进行交易的义务。然而，现行法律并没有普遍地禁止电脑黑客和其他盗用信息的知情人，因为他们并未实施虚假陈述，且并未向信息的提供者（tipper）给予补偿。

本文尝试探讨如何制定更加连贯、一致的禁止内幕交易规则的可行方法。文章假定在成文法律缺失的情形下（甚至可能使问题更加严重），美国证券交易委员会（U.S. Securities and Exchange Commission，以下简称“SEC”）拥有更广泛的自由裁量权去制定规则。（正如它在2000年通过10b5-1和10b5-2规则时所做的那样），且相关的具体规则也已被提出。

同时，本文也承认改革的目标不应该是实现信息获取的完全平等，试图将内幕交易的范围扩大到所有不恰当泄露信息的情况无疑会付出高昂的成本。因而，本文认为，无论从理论上还是政策上来说，围绕“欺骗”要件展开进而加以完善应是本次改革的目标。

引言

从本质上讲，普通法是存在着路径依赖的。因此，枝曲则树斜。在很大程度上，法律规则一旦度过了它发展的萌芽期，它未来的发展轨迹会受到普通法概念有限可塑性所设定的边界的限制。规则当中的缺漏可能会被填补，一些关键术语可能会被重新解释；但是，发生根

本性的变化是不太可能的。从这个角度看，由于内幕交易法主要是由法官通过判例制定的^[1]，且已经过了其初步形成的时期^[2]，因而，它似乎会特别受到这些限制的影响。^[3]

尽管如此，普通法概念仍具有可塑性和扩展的可能性。对于内幕交易法而言，或许可以从普通法中衍生出公开披露或者禁止交易的义务，但还没有有一篇文章认真探讨过这些可能性。本文将探讨其中的一些可能性，但本文之目的并非最大限度地扩张内幕交易禁令适用的范围。相反，本文旨在对现有的工具进行评估。

值得注意的是，由于一些判决似乎已放宽了旧有的理论限制，禁止内幕交易的范围有所扩大。实际上，这些放宽限制的判决已经使证券执行诉讼中的天平向有利于政府的方向倾斜。法律的扩张主要沿着两条不同的路径展开：（1）额外的义务已被确认，违反这些义务即违反第 10b-5 条规则^[4]；（2）不违反信义义务的欺骗行为也被认定违反了第 10b-5 条规则。^[5]

Donald Langevoort 教授、Stephen Crimmins 教授、Edward Greene 教授和 Olivia Schmid 教授在他们为本研讨会撰写的精彩文章中仔细分析了这些判决的具体内容，但本文将以最近

^[1] 参见 *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723, 737 (1975)（将 10b-5 规则恰当地描述为“一棵司法橡树，它不过是从立法的橡子上长出来的”）。然而，10b-5 规则也是通过行政规则的制定而成长起来的，本文将建议，填补法律空白的最合理方式是通过 SEC 制定的规则。10b5-1、10b5-2 规则是此类行政漏洞填补的主要范例，它们界定了如今属于第 10b-5 条规则的范畴的重要事实模式（但并非总是如此）。参见 17 C.F.R. §§ 240.10b5-1, -2 (2013)。这两条规则显然都是为了推翻对 10b-5 规则作狭义解释的司法判决。将 *United States v. Chestman*, 947 F.2d 551, 568 (2d Cir. 1991)（认为丈夫与妻子之间的关系不构成信托关系）与 Rule 10b5-2(b)(3), 17 C.F.R. § 240.10b5-2(b)(3) (2013)（宣布配偶对彼此负有“信任或信赖责任”，违反这种义务可能违反 10b-5 规则）进行比较。

^[2] 自 SEC 在 *Cady, Roberts & Co., Exchange Act Release No. 6668*, 40 S.E.C. 907 (Nov. 8, 1961) 一案中做出裁决已经过去 50 多年，在该案中，时任主席威廉·凯里首次对禁止内幕交易做出了实质性定义，制定了针对内幕人士的“披露或回避”标准。

^[3] 在 *Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc.*, 552 U.S. 148, 165 (2008) 和 *Janus Capital Group, Inc. v. Derivative Traders*, 131 S. Ct. 2296, 2302 (2011) 案中，法院在解释 10b-5 规则（内幕交易禁令的权威来源）的判决中强调，“对司法设立私人诉因的担忧提醒我们不要扩大其范围”。简而言之，法官制定的法律必须被解释为“狭义的”。见 *Stoneridge*, 552 U.S. 第 167 页。尽管如此，如果法院关注的是私人诉讼的问题，那么扩大内幕交易禁令本身不应加剧这种担忧，因为内幕交易很少通过私人诉讼执行，而是通过刑事诉讼和 SEC 执行。

^[4] SEC v. *Cuban* 案就是一个典型的例子，该案原则上承认法律义务可由合同产生，违反合同项下的义务将违反 10b-5 规则。SEC v. *Cuban*, 634 F. Supp. 2d 713 (N.D. Tex. 2009)。被告声称，只有国内法所承认的受托人违约行为的才能构成违反第 10b-5 条规则。同上，第 726 页。保守派的法律教授长期以来一直认为，只有这种基于州法的违法行为才属于违反 10b-5 规则的行为。Stephen A. Bainbridge, *Incorporating State Law Fiduciary Duties into the Federal Insider Trading Prohibition*, 52 WASH. & LEE L. REV. 1189, 1267 n.320 (1995)。但是 10b5-2 规则如今已承认“信任或保密义务”可以以合同或“对信息保密”的协议为基础。见 Rule 10b5-2(b)(1), 17 C.F.R. § 240.10b5-2(b)(1) (2013)。迄今为止的判决大多支持该规则。见 SEC v. *Yun*, 327 F.3d 1263, 1273 (11th Cir. 2003)（承认“违反维护商业机密的协议”也足以支持内幕交易责任）；SEC v. *Lyon*, 529 F. Supp. 2d 444, 452-53 (S.D.N.Y. 2008)。然而，在 SEC v. *Cuban* 案中，法院对同意保密和同意不进行交易进行了曲折的区分。SEC v. *Cuban*, 634 F. Supp. 2d at 729-31。法院认为，第 10b5-2(b)(1) 条规则“试图将挪用理论建立在缺乏不使用条款的单纯保密协议之上”是不恰当的。同上，第 730-31 页。然而，第五巡回法院对同意保守机密与同意不进行交易之间的这种区别持怀疑态度，并将其撤销和发回重审。SEC v. *Cuban*, 620 F.3d 551 (5th Cir. 2010)。在 *United States v. Whitman*，地区法院的观点远远超出了 *Cuban* 案，认为 10b-5 规则并非基于州法的信义义务理论，而是基于联邦普通法。*United States v. Whitman*, No.12 Cr. 125 (JSR), 2012 U.S. Dist. LEXIS 163138, at *14-16 (S.D.N.Y. Nov.14, 2012)。在联邦法律所管辖的领域，SEC 规则的作用不仅仅局限于概括或是扩大内幕交易禁令的适用范围。

^[5] 见 SEC v. *Dorozhko*, 574 F.3d 42 (2d Cir. 2009)（详见下文脚注 7、28、54-62 及其相关内容）。

内幕交易禁令适用范围的扩张为起点，提出以下问题：在可预见的未来，在立法尚未改变的情形下，内幕交易理论发展的可能性还有多少？更具体地说，判例法在未来十年会如何演变？10b-5 条规则的规制范围是否有可能扩展到任何获取并利用重大非公开信息进行交易的主体？

这篇文章有既有描述性，也有规范意图。首先，它将填补现有内幕交易法的空白；然后，本文将尝试在不制定或者修改法律的前提下，通过行政法规的方式以扩大规制的范围。此种路径的改革范本是参照 SEC 在 2000 年通过颁布 10b5-1 和 10b5-2 规则，成功地扩大了 10b-5 规则的范围来展开的。^[6]推动本文研究的一个必须明晰的前提是：当前内幕交易禁令规制的范围是不确定且不周延的。严重的信息滥用案例没有被涵盖，而罪责较轻的滥用案例却被定为刑事犯罪。从长远来看，禁止内幕交易的范围需要更加合理化。

为了理解这一角度，我们不妨从最近的三项判决开始，对当前内幕交易中规制范围的外延进行梳理。在第一个案例中，即 SEC v. Dorozhko 案^[7]，第二巡回法院的判决为起诉那些利用重大非公开信息进行交易的人创造了可能性，只要他们是通过“欺骗”手段获得的重大非公开信息就应受到规制，即使他们没有违反信托（或类似的保密）关系。接下来的问题是，如何判断这种“欺骗”手段所达到的最低限度。如果其他人错误地以为被告是他们团队的一员，导致被告无意地听到了他们在电梯或酒吧里的长时间对话，而被告并未选择披露这一信息，这是否也可以被认为是“欺骗”？

第二个案例 SEC v. Obus^[8]当中，第二巡回法院似乎放宽了之前的标准。之前的判例要求，内幕信息提供者（Tipper）和内幕信息接受者（Tippee）必须存在事实上的合谋，其中，内幕信息提供者故意提供重要信息以使知情人受益（或者（1）作为接收者给予提供者的经济利益的回报；或者（2）作为提供者给接收者的赠与。）^[9]如今，根据 Obus 案的判决，即使内幕信息的接收者没有给予提供者任何好处，只要接收者“有理由知道”提供者在传达信息

^[6] 这些规则与《公平披露规则》（Regulation Fair Disclosure）一起于 2000 年通过，后者有选择性地禁止选择性披露。见 Selective Disclosure and Insider Trading, Exchange Act Release No. 7881, 73 SEC Docket 3 (Aug. 15, 2000).

^[7] SEC v. Dorozhko, 574 F.3d at 51. 在 SEC v. Dorozhko 案中，被告似乎入侵了汤姆森金融公司的安全服务器，从而获得了 IMS Health, Inc.（该公司曾聘请 Thomson Financial Inc. “为其提供投资者关系和网络托管服务”）即将发布但仍属机密的第三季度收益。同上注，第 44 页。得知第三季度财报对 IMS 非常不利，被告随即购买了 IMS 的“看跌”期权，该期权很快就会到期，这意味着如果 IMS 的股价不迅速下跌，这些期权很快就会一文不值。同上注。根据这些事实，被告与 IMS 或 Thomson Financial 没有任何关系，显然对两者都不负有信托责任。同上注。尽管如此，第二巡回审判庭仍认定，被告“欺骗性地”获取了重大非公开信息，违反了第 10b-5 条规则。同上注，第 51 页。该案发回地区法院重审，以确定根据实际事实计算的黑客行为是否“涉及第 10(b)条通常意义上的‘欺骗性’欺诈性虚假陈述”。同上注。

^[8] SEC v. Obus, 693 F.3d 276 (2d Cir. 2012).

^[9] 这些标准在 Dirks v. SEC 案中确定，该案指出，“检验的标准是内幕人士本人是否会直接或间接地从其披露的信息中获益。如果没有某种个人利益，就没有违反对股东的责任”。Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, 662 (1983). 法院进一步承认，“当内部人将机密信息赠送给交易亲友时”，就发生了违反信托义务的行为。同上，第 664 页。

时违反了其义务，他可能会“疏忽大意地”违反 10b-5 规则。^[10]同样，此种情形还可以衍生出很多情况：例如，假设夫妻中的一方由于处在压力之下，需要对方的理解与支持，从而告诉另一方，他在办公室里夜以继日工作的内容，从而泄露了重要的非公开信息。这一连串的事件的背后，就是简单的由于疏忽而导致的信息泄露，比如说，拥挤的电梯里那个口若悬河的律师事务所的助理，他不小心透露了目标公司的名字。“欺骗”的概念不能合理地扩展到所有这些可能的无意的泄露情况，但检察官和监管机构都有动机去努力找到“欺骗”的证据，因为根据现行法律，内幕信息接受者的责任是基于提供者的责任。根据 *Dirks* 案的判决，除非内幕信息提供者违反了某种义务，否则获得利益的内幕信息接收者不能被追究责任。^[11]

最后，一些判决承认州法对信义义务的定义并不具有决定性，也没有涵盖所有情况。最值得注意的是，在 *SEC v. Cuban* 案^[12]中，“法院承认，对于信息的保密义务可以通过合同产生，也可以基于不产生传统信义义务或者其他关系产生。法院认为，违反合同义务为认定欺骗行为提供了“比单纯存在受托或类似的信任和信赖关系更为坚实的依据。”^[13]

一旦我们不再把州法界定的信义义务作为可能违反第 10b-5 条规则的唯一义务来源，那么随之而来的问题是：还有多少其他相似的义务类型可以被规定，其违反应被视为违反 10b-5 规则？本文将研究几种潜在的义务，原因在于：一是发现这些义务可以简化内幕交易的执法；二是承认这些义务可以使内幕交易禁令更加一致和公平。但是，承认这些额外的义务也会使那些合法获得信息优势的人面临潜在的诉讼风险，并可能为缺乏警觉的人设置了一个界限非常模糊的陷阱。因而，平衡这种义务范围扩张的成本和收益至关重要。本文的目的更多地在描绘各种可能性，而不是主张任何明确的立场。第二部分将首先确定现行法律中存在的主要缺漏。第三部分将讨论可能的法理上的解答，这些答案可以用来填补法律的空白，并会考虑可能的 SEC 规则来落实这些义务。最后，第四部分将对这些可能性进行评估。

^[10] 在 *SEC v. Obus* 案中，第二巡回法院对第 10b-5 条规定的内幕信息的接收者的法律责任作了如下总结：内幕信息接收者的责任要求：（1）内幕信息提供者违反义务，泄露机密信息；（2）接收者知道或有理由知道提供者以不正当手段获取信息（即该信息是通过提供者的违法行为获取的）；（3）接收者在明知掌握重大非公开信息的情况下，通过交易或泄密的方式利用该信息为自己谋利。*SEC v. Obus*, 693 y.3d at 289.

这段话中没有任何内容要求接受者向提供者支付利益，尽管法院在同一段中要求向提供者支付这种利益以确定其赔偿责任。这里似乎对内幕信息提供者和内幕信息知情者的责任作了区分。这种区分很可能有政策上的理由，但判决在这一点上保持沉默，没有表述。

^[11] 见 *Dirks v. SEC*, 463 U.S. at 659（“因此，被窃取者披露或回避的义务是由内部人的义务派生出来的”）。

^[12] *SEC v. Cuban*, 634 F. Supp. 2d 713, 729-31 (N.D. Tex. 2009), vacated and remanded, 620 F.3d 551 (5th Cir. 2010)。当然，*SEC v. Cuban* 案当时分析的是 SEC Rule 10b5-2, 17 C.F.R. § 240.10b5-2 (2013)，被告质疑该规则超出了证交会的权限范围。关于一项同样重要但较少引起注意的判决，见 *United States v. Whitman*, No.125 (JSR), 2012 U.S. Dist. LEXIS 163138, at *14-16 (S.D.N.Y. Nov. 14, 2012) (finding federal law to control the issue of who qualifies as a fiduciary for purposes of insider trading liability)。另见下文脚注 69。

^[13] *SEC v. Cuban*, 634 F. Supp. 2d at 725（解释说，合同可以“比从双方关系的性质中更普遍地产生的责任”更敏锐地把握被告的“义务”）。

一、法律的漏洞

在 30 年前的在 *Dirks v. SEC*^[14]一案中，最高法院将“违反义务”这一前置条件引入到内幕交易法中。从本质上讲，法院判决违反信义义务或类似义务才会使得利用信息优势的行为具有欺骗性，从而属于 10b-5 规则的禁止范围。从理论上讲，前置条件的引入是必要的，因为 10b-5 条规则必然以《证券交易法》第 10(b)条为基础，该条文授权 SEC 制定禁止使用“任何操纵性或欺骗性手段或计谋”的规则。^[15]因此，“欺骗”成为不可或缺的要件。^[16]尽管 *Dirks* 案明确规定，在交易前违反信义义务的未披露行为属于欺骗行为，但该案并没有认定这一欺骗行为的唯一性，其他不涉及违反信义义务的欺骗形式是可能存在的。

Dirks 案可能既是那个时代的产物，也是后水门事件时代精神的体现。从 *Equity Funding* 公司的内部人士那获得了重要信息的被告 Ray Dirks 分析师，在大多数旁观者看来，他更像是一个英雄而非恶棍，但对毫无察觉的 SEC 来说却并非如此（因为是 Ray Dirks 而不是 SEC 揭露了 *Equity Funding* 公司严重的欺诈行为，这让 SEC 感到尴尬）。在 *Dirks* 案中，法院竭力寻找各种方法来保护证券分析师，以确保证券分析师在向机构客户传递信息时不会面临潜在的被诉风险。法院这样做的原因在于：这些欺诈行为似乎总是能躲过官僚主义、行动迟缓的监管者，只有拥有这样的保护，证券分析师才能揭露和曝光危险的欺诈行为。^[17]

Dirks 案的判决也与当时水门事件后的主流意识相呼应。被告证券分析师充当了一个社会需要的角色，其在功能上与多年前揭露水门事件的《华盛顿邮报》记者 Woodward and Bernstein 的角色相当。由于 SEC 宽泛的责任追究会压抑分析师调查的积极性，法院似乎有动机去抵制 SEC 的理论。如今，证券分析师很少被视为英雄，更多时候他们看起来像是高度利益冲突的守门人，尤其是在 2000 年 IPO 泡沫破灭以及由此产生的 2003 年全球和解之后。这项由时任纽约总检察长 Eliot Spitzer 与主要投资银行达成的和解协议，反映出了一种共识，即证券分析师参与了他们的雇主即投资银行的资本市场活动，导致他们之间存在高度

^[14] *Dirks v. SEC*, 463 U.S. at 647-48.

^[15] 15 U.S.C. §78j(b) (2011).

^[16] 原则上，政府也可以通过证明行为具有“操纵性”来证明违反了 10b-5 规则。但是，“操纵”和“操纵性”是最高法院长期以来狭义解释的术语，仅涵盖“旨在通过人为影响市场来误导投资者”的行为。见 *Santa Fe Indus v. Green*, 430 U.S. 462, 476 (1977). 因此，第 10(b)条中的“计谋”和“操纵”都不会对其涵盖范围产生任何影响。

^[17] *Dirks v. SEC* 案倾向于突出证券分析师角色的重要性，将其定义为“发掘和分析信息”，并将这种角色描述为“维护健康市场所必需的”。*Dirks v. SEC*, 463 U.S., at 658.

的利益冲突。^[18]如果今天对 *Dirks* 案做出判决，分析师可能不会得到法院如此优厚的对待。

由于法律是存在着路径依赖的，*Dirks* 案的判决将继续影响当代法律的发展。但是，在 *Dorozhko* 案之后，人们可能会接受其他形式的“欺骗”行为作为 *Dirks* 案中强调的违反信义义务行为的替代。这些替代理论的范围在哪？为了回答这个问题，我们势必要研究一下在今天看来不属于现行内幕交易禁令所规制的范围，正如 *Dirks* 案和 *O'Hagan* 案^[19]所定义的那样。这些行为包括：

（一）无意的信息提供者/投机取巧的信息接收者

在 *SEC v. Yun* 案^[20]中，一位公司高级职员和他的妻子正在办理离婚手续。她在自己所任职的房地产经纪公司的办公室中打电话给离婚律师，转告她刚刚从丈夫那里了解到的事实，即他在雇主那里拥有的股票和期权即将贬值。打电话的目的是为了调整他的资产估值，以便达成离婚协议。她透露的负面消息被办公室里的另一名房地产经纪人听到，后者迅速卖空该公司股票并从中获利。SEC 起诉了未参与交易的妻子以及她的同事，这可能是因为 SEC 意识到，要追究内幕信息接收者的责任，就必须证明内幕信息提供者存在违规行为。因此，SEC 声称妻子“轻率地”向她的同事提供了消息，并认为妻子在很大程度上是故意且知情地向她的同事提供了消息，作为长期分享房地产佣金的一部分，但它不确定是否有足够的证据来证明这一主张。尽管地方法院接受了 SEC 关于“轻率”提供消息的判断，但第十一巡回上诉法院推翻了该判决，认为关于“轻率”的指控对被告是不公平的，并且当内幕信息提供者没有期望从接收消息者那里得到任何好处时，这样的行为不属于 10b-5 条所规制的范围。

虽然 SEC 在 *Yun* 案中输掉了第一回合，但最近在 *Obus* 案^[21]中可能又取得了一场反败为胜的胜利。在该案中，通用电气资本公司（GE Capital）正在考虑资助收购一家目标公司，该公司的一名员工联系了他的大学同学，这位同学在大量持有该目标公司股份的对冲基金工作。显然，经过这次谈话，该对冲基金增持了目标公司的股份。被告 GE 公司雇员试图证明联系是为其雇主获取目标公司信息的一种手段。没有证据表明被告企图从向其大学同学泄露

[18] 该和解还涉及全美证券交易商协会（“NASD”）、纽约证券交易所（“NYSE”）和大多数州的证券专员，有关该和解的简要说明，见 JOHN C. COFFEE, JR. & HILLARY A. SALE, *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS* (12th ed. 2012) At 111-12. 美国金融业监管局（“FINRA”）也通过了一些规则，通过禁止分析师参与某些资本市场活动来遏制分析师冲突，但其中一些规则后来被 JOBS Act 所取代。同上注，第 112 页。另见 *Jumpstart Our Business Startups (“JOBS”) Act* §105, Pub. L. No. 112-106, 126 Stat. 306, 310-12 (2012)（编入《美国法典》零散章节）。

[19] *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997)（讨论见下文脚注 29-30、34、37 及附文）。

[20] *SEC v. Yun*, 327 F.3d 1263 (11th Cir. 2003).

[21] *SEC v. Obus*, 693 F.3d 276 (2d Cir. 2012).

信息的行为中，期望或得到任何个人利益（尽管可以说他们的大学友谊可能使被告倾向于对他朋友的赠与）。

将一些事实问题先暂时地搁置于一边的话，第二巡回法院认为，如果被告违反了通用电气公司的规定，“轻率地”将信息传达给他的大学朋友，那么他可能要承担内幕信息提供者的责任。第二巡回审判庭举了一个“假设”的例子，即一个人在火车上故意当着朋友的面谈论重要的非公开信息，而他预计朋友会利用这些信息进行交易。^[22]尽管在 *Obus* 案中雇员的行为是否可以被证明符合“故意”违规（第二巡回法院在刑事起诉案件中要求）^[23] 仍然存疑，但至少在第二巡回法院，底线似乎是 SEC 可以指控一位朋友“轻率地”导致另一位朋友进行交易的行为。尽管案例中存在分歧，*Dirks* 案中的“赠与”或经济利益的要求似乎已被削弱。^[24]

至少就目前而言，*Obus* 案所界定的范围似乎仅限于朋友之间的交流。它似乎不适用于某位喋喋不休的同事在电梯里讨论重大非公开信息（除非电梯里全部是他的朋友）。然而，我们可以列举更为类似的情形。例如，在华尔街的一家俱乐部里，调酒师仔细倾听两位逐渐醉醺醺的投资银行家之间的谈话，法律应该如何对待这种更加机会主义的行为呢？首先，这里没有明显的馈赠意图，也没有明显违反信义义务的行为，该俱乐部一般不会制定关于其员工从顾客那里了解到的信息的政策。最后，调酒师和他的顾客之间的关系不太可能达到双方有“分享秘密的历史、模式或惯例，从而使信息接收者知道或应该知道传递重大非公开信息的人希望接收者保守秘密”^[25] 的程度。如果是这样的话，那么第 10b5-2 规则就会禁止根据这些事实进行交易^[26]，但大多数熟人之间的信息传递不会符合这一标准。简而言之，今天的酒保可以仔细倾听他的微醺顾客所透露的信息并据此进行交易。

再看最后一种更具掠夺性的情况：假设一名出租车司机深夜在曼哈顿一家知名律师事务所的办公室外等待，希望能接到从事并购业务的律师，这些律师将在回家的路上用手机讨论一些潜在的交易。进一步假设这位出租车司机多次这样做，并从中牟取暴利。尽管这里并不存在信义关系或其他保密关系。同样，在这些事实上，出租车司机也没有违反他自己的雇主

^[22] 同上注，第 287 页。

^[23] 《证券交易法》第 32 (a) 条将“故意”违反根据该法通过的规则或法规（包括第 10b-5 条）的行为定为犯罪。见 15 U.S.C.A. § 78ff(a) (West 2013)。第二巡回法院将这一措辞解释为要求有“具体的欺诈意图”。见 *United States v. Cassese*, 428 F.3d 92, 98 (2d Cir. 2005); *United States v. Whitman*, No.125 (JSR), 2012 U.S. Dist. LEXIS 163138, at *2M28 (S.D.N.Y. Nov. 14, 2012)。

^[24] 我们中的大多数人都有自己非常喜欢的大学朋友，但我们不会向这些人赠送价值数百万美元的礼物，如果这种礼物可以导致自己声誉受损或（在 *Obus* 案之后）承担刑事责任。尽管如此，在 *Obus* 案之后，监管机构可能会将任何将此类信息传递给朋友的行为视为符合 *Dirks* 案中标准的“赠与”。

^[25] 见 Rule 10b5-2(b)(2), 17 C.F.R. §240.10b5-2(b)(2) (2013)。

^[26] 同上注。

给予的任何指示或期望。在这里，出租车司机和他的客户之间充其量只是一种微弱的代理关系，这种关系可能属于《代理法重述》规定的范畴。^[27]

相对而言，前述假设中酒保和出租车司机的行为比在电梯中因律师的口无遮拦而被偷听到的行为更具机会主义和掠夺性。因此，认为 *Obus* 案中的被告因行使一个赠与行为（但并未谋取个人利益）而承担责任，但更有掠夺性的被告，例如在酒保和出租车司机的例子中，尽管他们已经对他们的“受害者”进行了跟踪和窃取，却不用承担责任，这样的界限划定似乎显得有些随意。

（二）非欺骗性“窃取”商业信息

Dorozhko 案极大地扩展了内幕交易法所适用的范围，但该案承认，被告违反第 10b-5 条规则仍必须存在某些“欺骗”的要件。因此，该案在以肯定性的虚假陈述盗用重要信息的主体与窃取相同信息并在未披露的情况下进行交易的主体之间划出了一条值得商榷的界线。具体地说，该法案认为电脑黑客通过伪造自己的身份来获取信息确实违反了 10b-5 规则；但它也认为，黑客在没有虚假陈述的情况下侵入电脑安全系统，然后又没有披露自己是在“拥有非公开市场信息”的基础上进行交易的行为，则不违反第 10b-5 条规则。^[28]虽然从现有判例法来看，这种区别是可以理解的，但它在道德上并非一致认同的，也不是 10b-5 规则所强制的，这一点将在下文讨论。前一个黑客做了坏事，而后一个没有虚假陈述的黑客的行为是正当的，基督教教堂的老师绝不会这样教导青少年学生。只有沉迷于教条（但在道德上短视）的律师才会对这样的说法感到满意。

当然，技巧高超的检察官可以将许多行为描述为欺骗。被告可以被指控在深夜“悄悄潜入”投资银行家的办公室阅读他的文件，或者在火车上“鬼鬼祟祟地瞟过”他人的肩膀阅读他正在研究的备忘录。非法窃听他人私人电话或通过大功率麦克风对准此人来偷听谈话的方式也可能具有欺骗性。但用枪指着别人的公文包似乎仍然是抢劫，而不是欺诈。总之，*Dorozhko* 案的判决对于内幕交易法的界限起到了一定的拓展作用，但这种拓展是有限的。

（三）“老鼠仓”（Warehousing）和选择性披露

在 *United States v. O'Hagan*^[29]一案中，美国最高法院的多数派意见将“Warehousing”

^[27] 见 RESTATEMENT (SECOND) OF AGENCY § 388 cmt. c (1958)（下文脚注 63-65 及附文）。

^[28] 见 *SEC v. Dorozhko*, 574 F.3d 42, 51 (2d Cir. 2009)（“然而，利用电子代码中的弱点来获得未经授权的访问权限是否具有‘欺骗性’而不仅仅是盗窃行为，这一点并不清楚。因此，根据黑客获取访问权的方式，我们认为计算机黑客行为完全有可能成为第 10(b)条和第 10b-5 条所禁止的‘欺骗手段或阴谋’。”）（着重部分由作者标明）。法院随后发回重审，要求就此问题做出裁决。同上。上述语言表明没有肯定性虚假陈述的“单纯盗窃”不具有“欺骗性”，因此不属于第 10(b)条或第 10b-5 条的范围。本文认为这种分析过于轻率，因为很多盗窃行为都具有欺骗性。

^[29] *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997).

（即“收购人向盟友泄露有关要约收购的预先信息，并鼓励他们在要约宣布前购买目标公司股票的做法”^[30]）是否违反联邦证券法的问题推迟到另一天再讨论。如今，如果收购要约已在筹划之中，随后才公布，那么这种行为显然违反了第 14e-3 规则^[31]，有时还可能违反旨在限制选择性披露的《公平披露规则》（“Regulation FD”）^[32]。尽管如此，《公平披露规则》规定了许多例外情况，并且只适用于负有信息披露义务的公司。^[33]此外，O'Hagan 案明确指出，如果一个人首先向信息的原始提供者披露自己即将利用该信息进行交易从而违反信义义务的行为，那么他就可以使用因违反信义义务而获得的重大非公开信息。^[34]法院的理由是，公开并且披露违反信义义务的行为并不具有欺骗性。

可以肯定的是，在“Warehousing”案件中，故意给投机者泄露信息的公司高管很有可能违反了他对收购公司的信义义务。但如果他给套利者泄露信息的目的是为了增加收购方的成功收购的可能性，这将变得很难判断。正如在 Obus 案中一样，这在很大程度上取决于收购公司是否制定了禁止此类信息披露的政策，当收购公司希望其雇员从事此类行为时，可以对这些政策进行修订，以创造例外情况（并可避免规则 14e-3 的影响）。

总之，现行法律中存在允许不正当使用重大非公开信息的空白和疏漏，并且此种缺陷缺乏有力的理由或者依据来支撑。Cady 案、Roberts 案中所强调的，理想化的“弃权或披露”规则并未得到充分实施。当然，这些法律疏漏的整体影响值得商榷（因为，从现实情况来看，调酒师和出租车司机的交易数量和频率远小于对冲基金）。为解决这些法律框架上的漏洞，随之而来的问题是：在现有法律原则的界限内，我们是否可以提出理论来解决和预防此类行为？

二、潜在理论

在此，我们将探讨无需立法即可弥补上述缺陷的潜在理论，但本部分不考虑这样做的成本、明智性或实用性。

（一）市场欺诈理论

现行内幕交易法的一个奇怪之处在于，它在很大程度上忽视了“市场欺诈”理论和市场

^[30] 同上注，United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997), at 672 n. 17.

^[31] 见 Rule 14e-3, 17 C.F.R. § 240.14e-3 (2013). 从技术上讲，只有在某人已经采取“一个或多个实质性步骤开始……要约收购”的情况下，该规则才适用。另参见同上注，Rule 14e-3, 17 C.F.R. § 240.14e-3(a).

^[32] 见 Regulation FD, 17 C.F.R. §§ 243.100-103 (2013).

^[33] 见 Rule 101(b), 17 C.F.R. § 243.101(b) (2013)（将“发行人”定义为仅包括报告公司）。

^[34] United States v. O'Hagan, 521 U.S. at 655（“如果受托人向信息来源披露他计划利用非公开信息进行交易，则不存在‘欺骗性设备’，因此没有违反§10(b)”）。

效率的重要性。这似乎又是路径依赖的产物。Dirks 案^[35]于 1983 年判决，比 1988 年最高法院在 Basic Inc. v. Levinson 案^[36]中提出“市场欺诈”理论早了五年。在 Dirks 案中，法院在“财产权”的基础上重新定义了内幕交易责任，因而公司成为受害者，并因内幕交易者泄露了属于公司的信息而受到伤害。后来，在 United States v. O'Hagan 案^[37]中，法院支持了“盗用理论”，进一步将这一理论延伸到了内幕信息提供者，至少是在信息接收者“假装忠实于”内幕信息提供者的情况下。^[38]法院采用这种“财产权”解释的动机，很可能是因为公司似乎比起其投资者更容易成为受害者。尤其是当投资者处于购买阶段还不是公司的股东时，理论上的问题是：投资者在不具有股东身份的情况下，没有任何明显的证据显示他们因信赖而受到不利影响，或在没有明确规定的法律义务的情况下，他们是如何受到法律上的损害的？相比之下，当商业机密信息在未经公司授权的情况下被公开时，对公司的损害似乎更为明显（Sulphur 案对这一问题作了形象的说明）^[39]。

在 Dirks 案的几年后，Basic 案的主审法院的确关注了“个人信赖”的问题，并判定当重要信息被隐瞒或遗漏时，个人投资者会受到损害。^[40]该法院认为，误导性陈述或重大遗漏会欺诈投资者，“即使购买者并不直接依赖于这些误导性陈述”^[41]，因为从本质上讲，投资者依赖的是市场价格的真实性与可靠性。^[42]从逻辑上讲，如果这一理论适用于普通的证券欺诈诉讼，那么它也应该适用于内幕交易案件，因为二者均以第 10b-5 条规则为法律依据。因此，Basic 案为将内幕交易对手方视为内幕交易的受害者提供了合理的依据。在这两种情况下，买入高估股票的投资者同样依赖于市场价格的真实性。这两种情况下的被告都知道股票定价错误。

不过，该理论的问题在于，它可能证明了太多的东西。可以想象，它可能会过于宽泛地要求公司每天、甚至每小时都向市场通报所有重大进展。正如 Basic 案中法院自己认识到的，这将过于激进了。但 Basic 案也通过进一步认定“根据第 10b-5 条规则，没有披露义务的沉

^[35] Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983).

^[36] Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).

^[37] United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642.

^[38] 同上注，United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, at 655.

^[39] SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (d Cir. 1968). 德克萨斯海湾硫磺公司（“TGS”）在安大略省的蒂明斯发现了丰富的矿物和贵金属矿藏。同上注，SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (d Cir. 1968), at 843-44. 随后 TGS 暂停钻探，部分原因是为了购买周围的土地。同上。但 TGS 管理层对其电子证券的大量交易推高了股价、开始有了重大发现的传言，并可能提醒市场注意 TGS 矿石开采的重要性。同上注，SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (d Cir. 1968), at 851. 如果这一交易增加了 TGS 收购周边土地的成本，那么这些事实显然对公司造成了损害。

^[40] Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224.

^[41] 同上注，Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, at 241-42.

^[42] 同上注，Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, at 245（法院可推定交易者“是在依赖市场所定价格的完整性的情况下进行交易的”）。

默不构成误导”^[43]以解决该问题。该规则保护保持沉默的公司，但不保护希望进行交易的内部人。一旦将问题框定为必须存在一个披露的法定义务，公司内部人就会陷入困境，因为作为内部人，他负有在交易前披露信息的义务。

在我们前述假设中的个人——调酒师、出租车司机和在电梯中偷听到重要信息的人——不是受托人。要认定他们的行为具有欺骗性，就必须假定他们违反了其他要求披露的义务。也就是说，如果内幕信息的提供者没有与接收者合谋交换某种利益，我们必须找到其他一些被违反的义务，才能将内幕信息接收者的行为认定为具有欺骗性，从而适用 10b-5 条规则。有些人可能会笼统地断言，所有内幕信息的接收者都有义务在交易前披露信息，但这种论断的理论基础似乎并不牢固，因为这种受托人与其交易对手在法律上互不相识，他们在匿名市场上进行交易。要使非受托人承担责任，就必须假定受托人有义务披露或放弃披露。但是，如下所述，找到这样一个独立且明确的义务并非难以克服的障碍。

（二）丢失或被盗信息的保密义务

正如刚才所讨论的，可以认为其他同期的交易者确实依赖于市场价格的准确性，因此，当被告在明知价格不准确的情况下进行交易时，那他的交易对手方就会受到损害。事实上，Basic 案似乎正是如此认为的，但它也承认，除非触发了某种具体的披露义务，否则沉默不应被视为可诉的行为。^[44]在 O'Hagan 案中，内幕信息的接收者“假装忠实”于提供者以获取信息，这被认定为“欺骗”。^[45]

因此，根据上述案例的逻辑，如果内幕信息的知情人既没有盗用内幕信息源的信息，也没有向内幕信息提供者提供某种利益（或接受了提供者的馈赠），那么第 10b-5 条规则似乎允许非受托人进行交易。毕竟，这正是雷-迪克斯（Ray Dirks）的情况，他既没有向他的提供者支付任何报酬，也没有对信息来源“假装忠实”。尽管如此，如果内幕信息的接收者从事交易行为并违反了某种明确的义务，则 Dirks 案的任何规定都不能免除他的责任。

这就引出了更难的问题：当内幕信息的接收者不是受托人（即通过受托人而获取内幕信息的人）却掌握了重要的非公开信息时，内幕信息的接收者可能会违反什么义务？在此，笔者认为应从两部分进行阐述：首先，如果信息是被盗的（但并不是在欺骗的情况下获取的），可视法律对该被盗财产施加一个推定信托（constructive trust），要求窃贼对其不义之财负责。

^[43] 同上注，Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, at 239 n. 17.

^[44] 见上文脚注 43 及附文。

^[45] United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 655 (1997).

^[46]其次，即使信息是在无意中泄露的（如在电梯中无意听到的对话），法律也可将信息的接收者视为“拾得者”，因为他拾得并占有遗失物，因此有义务以受托人的身份保护该财产，不泄露或以此为依据进行交易^[47]。

后一种关于遗失物的主张，需要通过解释复杂的普通法原则来说明，坦率地说，这些原则在此之前从未应用于内幕交易。根据普通法（以及许多法域的成文法），拾得遗失物（例如误落在洗手间的钻戒）的人通常有义务物归原主。^[48]尽管这套关于“拾得人”和遗失物的法律过于技术化^[49]，但拾得人实质上充当了遗失物的受托人的角色，对真正的失主负责。^[50]

这里的前提是，偷听到重要的非公开信息的人（如在公共电梯中）在本质上等同于发现遗失物的“拾得者”，至少在信息接收者知道信息的发布未经授权的情况下是如此。一旦满足了这一条件，那么信息的接收者或者拾得者的责任就是以受托人的身份持有信息，而不是从信息的交互中获利。

^[46] 从技术角度看，适当的补救措施可能是公平核算，而不是推定信托。见 *Newby v. Enron Corp.*, 188 F. Supp. 2d 684, 706 (S.D. Tex. 2002) (distinguishing remedies); 1 GEORGE E. PALMER, THE LAW OF RESTITUTION § 2.11 (1978) (认为在美国，一个人的财产是由他的配偶或子女继承的。在不考虑对委托人造成的损害的情况下，受托人应对利润负责)；以及 RESTATEMENT (SECOND) OF AGENCY § 388 cmt. c (1958)。尽管如此，法院通常更倾向于使用“推定信托”一词。例如，见 *United States v. Reed*, 601 F. Supp. 685, 700 (S.D.N.Y.), rev'd on other grounds, 773 F.2d 477 (2d Cir. 1985)；以及 *Diamond v. Oreamuno*, 248 N.E.2d 910, 914 (N.Y.1969)。

撇开语义不谈，法律早已承认，小偷或明知故犯的赃物接收者应接受公平核算或推定信托。见 *Lightfoot v. Davis*, 91 N.E. 582 (N.Y. 1910)；*Fur & Wool Trading Co. v. Fox*, 156 N.E. 670 (N.Y. 1927)；另见 Comment, A Thief as a Constructive Trustee, 37 YALE L.J. 654 (1928)。此外，普通法传统上倾向于被盗财产的原所有人，即使是“善意”从盗贼手中购买的人。现代此类案件见 *O'Keeffe v. Snyder*, 416 A.2d 862 (N.J. 1980)。在该案中，艺术家乔治娅·奥基夫 (Georgia O'Keeffe) 被认定有权从中间占有人的善意购买者那里收回她丢失或被盗的一幅画作。同上注。法院指出，如果画作是被盗的，原告 O'Keeffe 如果在诉讼时效内起诉，则有权获得赔偿。同上注，第 867 页。关于被盗财产善意购买者规则的概述，见 Saul Levmore, Variety and Uniformity in the Treatment of the Good-Faith Purchaser, 16 J. LEGAL STuD. 43 (1987)。然而，本文并不涉及“善意购买者”，而只涉及知道未经授权释放的被窃取者。

^[47] 关于拾得人的适用法律的最新摘要，见 1 AM. JUR. 2D, Abandoned, Lost, and Unclaimed Property §27 (2013) (遗失物的拾得人作为真正所有者的受托人持有遗失物；相对于其他人，拾得人的权利几乎相当于所有权) Cf. *Hurley v. City of Niagara Falls*, 289 N.Y.S.2d 889 (App. Div. 1968), aff'd, 254 N.E.2d 917 (N.Y. 1969)。因此，这一类比的目的是将无意中泄露重要非公开信息的接收者视为受托人。

^[48] 见 N.Y. PERS. PROP. LAW §§252-54 (McKinney 2013) (要求拾得者在十天内将任何价值超过二十美元的个人财产交给警方，并在三个月至三年的期限届满后【该期限视其价值而定】将该财产判给拾得者)。

^[49] 美国关于拾得人的法律被描述为“各州普通法、现代法规和杂乱无章的地方法规的大杂烩”。见 Mark D. West, Losers: Recovering Lost Property in Japan and the United States, 37 LAW & SOC'Y REV.369, 396 97(2003)。超过三分之一的州已颁布法律，要求拾得人在规定期限内将失物交给公共当局，然后拾得人才主张所有权。同上注，第 397 页。不过，这些法规一般都是狭义解释。见 *Saritejdiam, Inc.Ltd.*, 971 F.2d 910 (2d Cir. 1992)。遗失物法中的这种复杂性和混乱与本文关系不大。通常情况下，诉讼纠纷发生在遗失物拾得地的所有人和拾得人之间。他们对该财产的相对权利可能取决于该财产是“遗失”还是只是“误失”——大多数评论家认为这种区分是无望的、不确定的。参见 R.H. Helmholtz, Equitable Division and the Can' of Finders, 52 FORDHAM L. REV.313, 315, 317-21 (1983)；Leanna Izuel, Comment, Property Owners' Constructive Possession of Treasure Trove: Rethinking the Finders keepers Rule, 38 UCLA L. REV.1659 (1991)；David Riesman, Jr., Possession and the law of Finders, 52 HARV.L. REV.1105, 1121 (1939)。在本文所审议的一系列案件中，这些复杂性都与我们无关。

^[50] 所有人的所有权优于拾得人（而拾得人的所有权又优于所有其他人）的原则可追溯到近三百年前的 *Armory v. Delamirie*, (1722) 93 Eng. Rep. 664 (K.B.)。在该案中，一名扫烟囱的人在清理烟囱时在灰烬中发现了一颗宝石。同上注。判决认为，除了“合法所有者”之外，他有权保留这颗珠宝。同上注。

从直观上看，当信息是由“跟踪”信息来源的人故意获取时（如我们前面涉及酒保和出租车司机的案例），前述的义务或许是最容易被接受。在这种情况下，出于公平的考虑，法律应当对“被盗”财产施加推定信托，以防止这些更具掠夺性的行为人获得不当利益。无论如何，与此相关的一点是，一旦为失主保管遗失物的义务得到承认，那么这种义务在功能上就与 *Dirks* 案中的信义义务起着相同的作用：违反归还义务并利用这种信息进行交易，可被视为与 *Dirks* 案中违反信义义务进行交易一样具有“欺骗性”。

为了说明这一点，让我们回到这样一个案例：一个人无需承担 *Dorozhko* 案中所规定的责任，因为他只是一个偷窃了财产（例如，一个装有重要非公开信息的公文包）的小偷。如果这个小偷打算出售这个公文包及其中的物品，普通法很可能对他的不义之财施以推定的或是默示的义务。^[51]即使是财产的善意购买者通常也必须将财产归还给真正的所有者。以此类推，对不正当使用被盗信息所得的获益者也可以施加此种义务。

可以肯定的是，这种类比将本适用于有形个人财产的法律原则延伸到了知识产权上，这是一种理论上的飞跃。不过，最高法院还是毫不犹豫地指出，公司有权“独占”其商业机密信息。^[52]这一理论延伸的实际效果是，信息接收者在没有从事任何违反信义义务行为的情形下，假如“窃取”了信息或者只是在知情的情况下接收了“丢失”的信息，就不得利用这些信息进行交易（至少在没有向信息来源披露的情况下）。任何未履行披露义务的违规行为都具有欺骗性，因此属于第 10b-5 条规则的规制范围。

诚然，很少有法院（如果有的话）愿意独自做到这一步。但它们可能会被说服接受并执行 SEC 制定的表述此种义务的规则。这样的规则将明确规定，信息接受者在明知他们获得的重要非公开信息原本未以任何其他方式被公开发布时，所承担的义务。在此条规则中，必须明确划分真正“遗失”的信息和因轻率不当处理而“丢弃”的信息之间的界限。我认为，早先假设的调酒师和出租车司机的例子属于这一界限的非法一侧，应禁止此类接收者利用此类信息进行交易。

当然，更复杂的是真正“遗失”信息的情况，例如在电梯里偷听到的信息，而此时接收者并没有跟踪受害者。但在普通法中，即使在这种情况下，“遗失”财产的优先财产权仍然

^[51] 衡平法对“有意识的不法行为者”和“无辜的不法行为者”作了一些技术上的区分，利用并非被盗但未经授权发布的信息进行交易的人可能属于后者，因此应受“结果信托”（resulting trust）而非“推定信托”的约束。见 Henry Monaghan, *Constructive Trust and Equitable Lien: Status of the Conscientious and the Innocent Wrongdoer in Equity*, 38 U. DET. L.J. 10 (1960).

^[52] 见 *Carpenter v. United States*, 484 U.S. 19, 26 (1987) quoting 3 WILLIAM MEADE FLETCHER ET AL., *FLETCHER CYCLOPEDIA OF THE LAW OF PRIVATE CORPORATIONS* § 857.10 (rev. ed. 1986)（公司在经营过程中获得或汇编的机密信息是一种财产，公司对其拥有专有权利和利益，衡平法院将通过禁令程序或其他适当的补救措施对其加以保护。）

属于所有者（即公司发行人），除非它“放弃”了该财产。

这样的法律规则如何能被切实可行地执行呢？想象 SEC 去制定这样一条规则（我们姑且称之为拟议的 10b5-3 规则），标题可能是“不利用无意泄露或未经授权发布的重要信息进行交易的义务”。其内容如下：

拟议第 10b5-3 条规则

(a) 当一个人从拥有或有权控制此类信息发布的来源方接受或获取重大非公开信息，且该接收者 (i) 知道此类信息的披露未经有权拥有或控制此类信息的一方合法授权，或 (ii) 有合理的可能性知道此类信息的披露未经合法授权，则该信息接收者不得 (1) 购买或出售价值可能受此类信息影响的任何证券或任何基于证券的互换协议，或 (2) 在可合理预见他人将根据此类信息进行交易的情况下向他人泄露此类信息，直至此类信息公开发布为止。

(b) 在本规则中，“合法授权”一词在用于信息发布时，不应包括且不限于以下情况：(i) 因疏忽或错误而发布的信息；(ii) 因诡计、潜规则、虚假陈述或其他不正当手段而发布的信息；(iii) 作为赠与、优惠或其他利益而从信息接收者处获得或向信息接收者提供的信息；或(iv)出于特定、有限的目的而向客户、供应商、贷款人、企业或个人提供的信息，但并非有意向市场全面披露的信息。

上述规则适用于通过不正当手段获得或因失误而泄露的重要信息；这些信息可能涉及实际掌握信息的公司发行人，也可能涉及第三方（如公司发行人打算溢价收购的目标公司）。因此，拟议规则将禁止此类信息的“知情人”（“Finder”）在信息公开发布之前，进行交易或向他人通风报信。不过，该规则并不禁止信息接收者向监管机构或官方媒体透露信息（正如 *Dirks* 案所示）。此外，它也不适用于通过自己的研究或努力发现信息的人（在这种情况下，既不存在挪用也不存在错误发布）。^[53]最后，该规则不应适用于纯粹听到谣言的人（因为此人并不“知道”或有理由相信此信息的发布并未“合法授权”）。当然，仅有疏忽是不足以构成责任的；需要某种程度的认识才能证明其主观上的故意。

这项拟议规则的可行性必须结合最近的技术创新，尤其是社交媒体的出现来考虑。这项规则是否意味着接收者利用在推特或 Facebook 上发布的信息进行交易将被禁止？答案是否定的，因为“公开发布”一词将被广义地解释为包括在社交媒体和被广泛关注的网站上发布的信息。任何相反的规则都会过于拓展该条的适用范围。

^[53] 因此，如果我想通过观察连锁店或百货商店各分店的人流规模来估计其节假日销售额，我就可以利用这一信息进行交易。如果该信息不是从对其拥有占有权或控制权的来源获得，则拟议规则也不适用。因此，如果我观察到一架大型客机坠毁，即使这一信息既重要又非公开，我也可以利用这一信息进行交易，而不违反拟议的规则。

这样的规则会得到法院的支持吗？它会不会过于宽泛，造成不应有的不确定性，并将单纯的疏忽定为刑事犯罪？其成本是否会超过其收益？这些问题将在后文予以讨论。

（三）Dorozhko 案的立法转化

尽管第二巡回法院在 Dorozhko 案中表示，即使不违反信义义务，单是欺骗行为足以构成违规。但 SEC 尚未就此问题发表意见，而且 Dorozhko 案的判决将欺骗的定义狭窄化，仅限于有虚假陈述的行为。^[54]原则上，如果 SEC 认可 Dorozhko 案中的判决或其衍生判决，SEC 的立场应获得“Chevron deference”（下称“切弗伦服从原则”）^[55]的支持。此外，在交易市场这一特殊语境下，鉴于 SEC 的专业知识，其为尝试确定“欺骗”的含义最为合适的机构。因此，请考虑一下 SEC 可以采纳的以下拟议规则（我们姑且称之为拟议规则第 10b5-4 条）：

拟议规则第 10b5-4 条

就 1934 年《证券交易法》第 10(b)条、1933 年《证券法》第 17(a)条及其反欺诈规则而言，“欺骗性”、“欺骗行为”和“欺诈诡计”应被视为包括但不限于以下与证券买卖或证券互换协议有关的行为：

(1) 行为人虚报身份或目的以获取或试图获取明知可能是重要的非公开信息时；

(2) 无论是通过肯定性的虚假陈述或通过秘密行动或诡计，获取、通过电子邮件发送、复制、影印或以其他方式盗用商业记录或其他保密资料，或者向未获授权接收此类信息的人传播此类记录或信息，当事人知道或对包含重要非公开信息的记录或信息持有疏忽大意的态度，而这些记录或信息未经合法所有者的授权；

(3) 明知披露自己的身份、工作、地位、利益冲突或其他相关信息可能会导致他人不披露或停止披露重要的非公开信息，却不披露这些信息。

这种措辞有意将 Dorozhko 案扩展到其适用范围的极限，但排除了简单的过失情形。它涵盖了通过欺骗手段进行的盗窃行为（但不包括持械抢劫），只要行为人知道（或大概能意识到）他或她有可能盗用重要的非公开信息。上述规则认为，打开他人公文包或办公桌抽屉以发现机密信息的个人，已经从事了足以满足第 10b-5 条规则中“欺骗”要求的“秘密行动或诡计”。第三个条款扩展适用的范围最宽泛（可能也是最容易受到攻击的），它要求信息的接受者在听到一段长时间、详尽的谈话后披露自己的身份或冲突，但它并不包括在电梯里

^[54] 见 SEC v. Dorozhko, 574 F.3d 42, 51 (2d Cir. 2009)；另见上文脚注 28 及附文。

^[55] 见 Chevron, U.S.A., Inc. Def. Council, Inc. U.S. 837 (1984)（认为在不违背国会明确意图的情况下，机构对其所执行法规的解释应得到尊重）。

偶然听到的十秒钟的谈话。将其包括在内主要是为了进行讨论而完善。

在所有情况下，只有当被告在大致同一时间交易或导致他人进行交易时，才会违反拟议的规则^[56]；仅仅是盗用信息而没有与之相关的交易行为，则不构成违规。总体来看，这条路线可能是处理那些不涉及违反信义义务的案例最简单、最直接的方法，但上述结果取决于 Dorozhko 案的判决仍是有效的基础之上。

针对这一拟议规则，有些人可能会质疑 SEC 是否可以有效地重写 Dorozhko，并取消其要求的关于虚假陈述的明显要件。当然，一个答案是，这正是 SEC 在通过 10b5-2 规则时所采取的做法，它推翻了第二巡回法院早先在 *United States v. Chestman*^[57]一案中的全体法官作出判决（“En banc holding”），即丈夫和妻子不是彼此的受托人。^[58]如今，10b5-2 规则明确规定，他们对彼此负有信任或信赖的义务。^[59]“切弗伦服从原则”使 SEC 能够制定新的法律去界定信托关系的范围，它甚至更明确地授权 SEC 来定义“欺骗”和“欺骗性”的含义。^[60]

同样重要的是，Dorozhko 案的主审法院似乎对“欺骗”一词的解释过于狭隘。该法庭查阅了 1934 年（《证券交易法》通过的年份）《韦氏国际词典》中“欺骗”和“欺诈”的定义，强调韦氏词典定义“欺骗”为“使人相信虚假之事，或使人怀疑真实之事”。^[61]但是，正如合议庭所注意但未讨论的，在《韦伯斯特国际词典》的同一版本中，该词还被定义为“欺骗；不忠地对待；作弊。”^[62]通过任何手段阅读他人的邮件、打开他人的抽屉或黑入他人的电脑都是作弊，属于“不忠”的行为。至少说，SEC 可以放心地作出上述认定。

（四）代理重述

《代理法重述（第二版）》第 388 条早已阐述了代理人有责任保护和保密从代理人处获悉的机密信息的广泛理论。具体而言，该条款的注释 C 指出：

C. 机密信息的使用。即使不会损害委托人，在受雇期间或在违反职责的情况下获得机密

^[56] SEC v. Zandford 案中规定了“与……有关”要求的标准，该案认定一名经纪人从其客户的全权委托交易账户中窃取资金，违反了第 10b-5 条规则。见 SEC v. Zandford, 535 U.S. 813, 820-21 (2002)。虽然该案中的问题在于“与……有关”的要求，但法院毫不费力地认定盗窃违反了第 10b-5 条规则。同上注，第 820 页。

^[57] *United States v. Chestman*, 947 F.2d 551 (2d Cir. 1991)。

^[58] 同上注，第 568-571 页。

^[59] Rule 10b5-2(b)(3), 17 C.F.R. § 240.10b5-2(b)(3) (2013)。

^[60] 由于《证券交易法》第 10(b)条明确使用了“欺骗性手段”，因此与哪些亲属构成受托人的问题（10b5-2 规则所涉及的问题）相比，“欺骗性手段”似乎更属于 SEC 的权限范围。在什么是“欺骗”的问题上，各州的法律也没有不同的倾向。最后，Dorozhko 案并未明确认定不涉及虚假陈述的行为不足以满足“欺骗性手段”标准，而只是表明根据其事实，这种界限是可能存在的。

^[61] SEC v. Dorozhko, 574 F.3d at 50. (引用 WEBSTER'S INTERNATIONAL DICTIONARY 679 (2d ed. 1934))。参见 Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 199 n.20 (1976)。

^[62] SEC v. Dorozhko, 574 F.3d at 50.

信息的代理人，……有义务说明因使用该信息而获得的任何利润。^[63]

本节的评注将这一规则特别适用于内幕交易，纽约上诉法院在四十多年前的 *Diamond v. Oreamuno* 案中也采纳了这一表述。^[64]

根据第 388 条的规定，认定其行为违法无需要求行为人违反信义义务或采取欺骗行为。只要代理人“在履行其……职责的过程中获得了机密信息”就足够了。^[65]因此，根据我们之前的假设，如果出租车司机被认为是乘客的代理人，那么根据第 388 条，他作为代理人不得从作为委托人的乘客那里获得机密信息并从中获利。

当然，在任何现实的案件中，都可能出现出租车司机是否是代理人（而不是独立承包人）^[66]或他是否知道信息是机密信息的争议。尽管如此，第 388 条的覆盖范围还是远远超出了狭义的受托人定义，涵盖了所有代理人。因此，在涉及“跟踪”受害人的案件中（如我们之前提出的出租车司机假设），检控官既可以根据 *Dorozhko* 案中的潜在“欺骗”理论，也可以根据第 388 条的代理理论。

（五）故意违反《公平披露规则》

《公平披露规则》禁止“负有披露义务的公司”进行选择披露，但某些例外情况除外。^[67]因此，如果通风报信者是一家负有披露义务公司的高级管理人员，那么该条例本身可能会排除“老鼠仓”的做法。

但是，这种违规行为的处罚可能远比内幕交易的处罚要轻，而且《公平披露规则》明确规定，不遵守该条款并不意味着违反 10b-5 条。^[68]不过，有一种潜在的理论尚未被采用：根据《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》，“故意”违反 SEC 的任何规则都属于刑事

^[63] 见 RESTATEMENT (SECOND) OF AGENCY § 388 cmt. c (1958) (引用略去)。第 395 条禁止代理人向他人提供小费。参见同上注，§395；另见 RESTATEMENT (THIRD) OF AGENCY § 8.05 cmt. c (2006) (使用相同措辞)。

^[64] *Diamond v. Oreamuno*, 248 N.E.2d 910 (N.Y. 1969). 法院补充道，代理人基于此类内部信息进行股票交易所获得的利润“被视为为委托人持有的推定性信托”。同上注，第 914 页；另见 *United States v. Reed*, 601 F. Supp. 685, 700 (S.D.N.Y.) (对基于内部信息的股票交易利润实行推定信托)。同上注，第 914 页；另见 *United States v. Reed*, 601 F. Supp. 685, 700 (S.D.N.Y.) (对基于内部信息的股票交易利润实行推定信托)，因其他理由被驳回，773 F.2d 477 (2d Cir. 1985)。并非所有法院都遵循 *Diamond v. Oreamuno* 案的判决。见 *Freeman v. Decio*, 584 F.2d 186, 192 (7th Cir. 1978)。但那些没有遵循 *Diamond v. Oreamuno* 案的法院主要依据的事实是，联邦内幕交易法已经提供了充分的补救措施。当联邦法律无法提供足够的救济时，这并不是一个答案。最后，本文并不建议州法院采取任何措施，只是建议法院在确定联邦救济的范围时，应考虑经典的代理法。

^[65] RESTATEMENT (SECOND) OF AGENCY § 388 cmt. c.

^[66] 代理人的定义在《代理法重述》(第二版)第 1 节中有所阐述，它覆盖了任何一种“由一方同意，让另一方代表自己并受其控制行事，以及另一方同意这样做”的关系。这种宽泛的语言可能涉及到出租车司机，但可能不包括我们早期假设中的酒保。在乘客可以指示出租车司机走什么路线的程度上，出租车司机可以说是“受到他的控制”，因此在某种程度上类似于代理人。酒保（就像售卖汽水的服务员）仅仅是在销售一个产品（酒精饮料），尽管当詹姆斯·邦德要求酒保调一杯“摇晃而不是搅拌”的比菲特马提尼酒（并且酒保同意）时，这可能使酒保更接近于成为一名代理人的小一步。

^[67] 见 Regulation FD, 17 C.F.R. §§ 243.100-103 (2013).

^[68] 见 Rule 102, 17 C.F.R. § 243.102 (2013). 这也可能意味着不存在违反《公平披露条例》的私人诉因。

犯罪。^[69]因此，负有披露义务公司的高管如果故意向套利者提供有关即将进行的交易的信息，似乎会因违反了《公平披露规则》受到刑事起诉。尽管 JOBS 法案免除了一些发行人成为负有披露义务公司的责任，^[70]但这一责任理论已经可以适用于大多数上市公司，只是尚未被检察官采用。

三、评估

在这一点上，有观点认为，一些普通法理论具有足够的可塑性，可以被灵活地运用以达到预期的结果：具体而言，它们可以使 SEC 将许多形式的不当行为描述为“欺骗”，即使这些行为既不涉及虚假陈述，也不涉及违反信义义务。但是，问题仍然存在：将法律中“欺骗”的外延扩大化的行为有多可取？关于这个问题，有以下几点考虑：

（一）过度定罪

我们真的希望无意中接触到能提供有价值的内幕信息的人吗？对此，人们会有不同的看法。有些人会认为，利用这些信息进行交易的诱惑往往是不可抗拒的，而且违反拟议规则的人并不了解相关法律，这样就会诱使不知情的（即使有些是过失的）普通非专业人士上当受骗。但是，这里提出的主要规则（第 10b5-4 条）并没有使模棱两可的行为成为可诉行为。该规则的适用前提为信息的接收者必须跟踪受害者，使用隐蔽手段或诡计来获取信息，或歪曲自己的身份或目的。这不是一种道德中立的行为，从事这种行为的人没有资格得到同情。

相比之下，拟议中的第 10b5-3 条规则适用于那些拥有“丢失”信息的人，它的适用范围更广，可以说它有可能将相当模棱两可的行为定为犯罪。然而，即使是这一规则也会受到广义解释之下的“公开发布”概念的限制，因此社交媒体或广为关注的网站上的信息将被视为属于公共领域并可自由使用。

（二）对市场效率的影响

可以说，Dirks 案的判决至少部分可以由法院担心 SEC 提出的责任理论会打击证券分析师的积极性，从而妨碍对某些欺诈行为的侦查来解释。当然，如果 Ray Dirks 没有看到（他自己和他的客户）获利的可能性，他不可能从东海岸来到洛杉矶对 Equity Funding 进行第一手调查。

^[69] 见 Securities Act of 1933 §24, 15 U.S.C.A. §77x (West 2013), Securities Exchange Act of 1934 § 32, 15 U.S.C.A § 78ff (West 2013). 有关对这些条款中“故意”要求的最新分析，请参阅 United States v. Whitman, No. 12 Cr.125 (JSR), 2012 U.S. Dist. LEXIS 163138 (S.D.N.Y. Nov. 14, 2012).

^[70] Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act, Pub. L. No. 112-106, 126 Stat. 306 (2012)（将编入 15 U.S.C. 的零散条款中）。

事实上，Dirks 案极大地彰显了尽早发现欺诈行为的社会价值。不仅纠正了 Equity Funding 被高估的市场价格（这无疑对一些投资者——购买者有利，而对另一些投资者——出售者不利），而且使得非股东从中受益：保护了 Equity Funding 保险的潜在购买者，以免他们的退休储蓄被用于投资毫无价值的产品。如果证券分析师受到阻碍，对社会造成的伤害可能会相当大，而且会超出投资者的范围，波及各种第三方。

因此，大多数证券法学者和从业人员都反对采用信息对等的方法来界定内幕交易禁令的范围，因为这种方法会降低市场效率，并抑制人们搜寻新信息的积极性。^[71]拟议的第 10b5-3 条规则并没有采用接近于信息对等的方法，因此，即使是通过研究发现了新的重大信息，它仍会助长交易。但是，得知由他人拥有或控制的新的重大非公开信息的信息接收者将不再受到保护，即使他对信息来源不负有任何的义务。^[72]根据拟议中的 10b5-3 规则，他将被视为一个“知情人”，不能在此类信息基础上进行交易。因此，拟议的第 10b5-3 条规则将在很大程度上涵盖现由《公平披露规则》所涉及的大部分领域，但其范围会更广。这条规则模糊的边缘可能会引起一些不确定性，例如分析师将多种来源的信息拼凑成“马赛克”^[73]的情况下。至少可以说，这样的规则会遭到分析师和金融服务行业内其他人士的抵制。

不过，这些对规则的不确定性和边界模糊的担忧更适用于拟议的 10b5-3 规则，而不是 10b5-4 规则。后者要求某种“隐蔽行为”的欺骗或肯定的虚假陈述。它旨在禁止隐匿、盗窃和

^[71] Edward Greene 和 Olivia Schmid 在本论坛上发表的具有启发性的文章是这一概括的例外。Edward Greene & Olivia Schmid, *Duty-Free Insider Trading?* 2013 COLUM. BUS.L. REV. 369 (2013). 实际上，他们希望通过立法推翻 SEC v. Dirks 案，并认为我基于规则的方法不够完整。然而，尽管他们主张信息对等，却从未提及他们的方法会对搜寻新信息的动机产生何种影响。如果雷-迪尔克斯被禁止将这些信息传递给他的客户，他还会登上飞往洛杉矶的飞机，揭露 Equity Funding 公司的欺诈行为吗？如果没有揭露 Equity Funding 公司的欺诈行为，还会有多少无辜的受害者将他们的退休储蓄投资于毫无价值的人寿保险？我认为我们需要谨慎对待通过宽泛的预防性规则（尤其是那些可能会受到刑事处罚的规则）来禁止分析师搜索新信息的做法，我的主张可能有答案，但他们和其他信息平等的支持者需要正视他们所提议的立法的事前影响。

围绕他们的建议还有几个问题需要更详细地探讨。尽管 Greene 和 Schmid 认为他们的明确标准是清晰的，并允许分析师发现“公开可得”的信息（英国法律目前的规定），但“公开可得”一词并没有自我定义，在美国的情况下，它可能会像目前的违反义务标准一样成为诉讼的多发源。其次，他们还应研究《公平披露规则》的影响，该法规禁止发行人向分析师通风报信。在我看来，《公平披露规则》是在敏感领域使用不那么激烈手段的明智范例。

最后，那些支持英国方法的人还必须认识到，在英国，证券诉讼是罕见的，但在美国则无处不在。因此，一个要求信息平等的规则可能会引发一波毫无价值的集体诉讼。正因为这个原因，我怀疑在可预见的未来我们将看到美国通过立法采纳 Greene 和 Schmid 的方法。

^[72] SEC v. Obus, 693 F.3d 276, 289 (2d Cir. 2012), 一案可能已经在很大程度上做到了这一点，似乎无需证明内幕信息接收者向提供者支付了经济利益，但仍不清楚法院在该案中的实际含义。见上文脚注 10 及附文。

^[73] 译者注：马赛克理论（The theory of mosaic）是一种证券分析的概念，它指的是通过合法手段聚合多个信息片段来形成一个关于公司或证券的全面而详尽的视图，而这些信息片段单独看可能并不构成重要信息。分析师可能会通过公开的报告、新闻发布、行业动态、市场趋势等多种来源，聚合这些碎片化信息，以此来预测公司的未来表现。这些信息片段自身可能不会引起市场的关注，但当它们被组合在一起时，可能会揭示出一些未被市场充分认识到的重要信息。

挪用，而不仅仅是错误或未经授权的信息泄露。尽管分析师很有价值，但并不意味着他们有权窃取信息。Dorozhko 案的判决不愿意将“单纯的窃取”信息的行为纳入规制似乎是反常和不合理的（至少从公共政策的角度来看是如此），而拟议中的 10b5-4 规则正是对其不足之处的回应。但第 10b5-4 条（不同于第 10b5-3 条）并不限制偶然发现新信息的分析师。因此，它在很大程度上保留了 Dirks 案为分析师设置的保护屏障。与此相反，第 10b5-3 条则在很大程度上取消了这一保护罩。因此，提出 10b5-4 规则的理由比提出 10b5-3 规则的理由要简单得多。

（三）联邦制

尽管已有多项判决认定披露义务应由联邦法律（而非州法律）决定，但将不利用“丢失”信息进行交易的义务联邦化，将 SEC 制定新法律的权力推到了极限。拟议的第 10b5-3 条规则不会对《1934 年证券交易法》中的任何术语进行解释，因此所谓的 SEC 根据“切弗伦服从原则”所享有的解释权的说法更加站不住脚。此外，各州关于“拾得人”和遗失物的实际法律差异很大并且从未真正适用于信息（相对于个人财产而言）。最后，尽管拟议中的 10b5-3 规则所概述的理论仅适用于在有效市场中交易“丢失”信息的情况（从而剥夺了其他投资者依赖市场价格准确性的权利），但目前尚不清楚法院是否会将此类行为视为足够的“欺骗性”行为，从而纳入 10b-5 规则的禁止范围。

鉴于上述原因，更简单的方法是由 SEC 将“欺骗”定义为包括窃取信息或通过诡计或伎俩获取信息（如拟议的第 10b5-4 条规则所规定的那样）。这样的规则更有可能获得“切弗伦服从原则”的支持，而且其前提——窃取信息通常是欺骗性的——打破了 Dorozhko 案判决在欺诈和窃取之间建立起来的区别。从历史上看，《1934 年证券交易法》的起草人曾向国会解释过第 10(b)条的意图，称该条款旨在成为一项“万能”的条款，其本质是宣布：“行为不得设计任何其他狡猾的手段。”^[74]

最近，法院在一起同样涉及简单盗窃的案件中指出，第 10（b）条“不应从技术和限制的角度来解释，而应灵活地理解以实现其补救目的”。^[75]通过任何伎俩、诡计、侵犯隐私或简单的盗窃来窃取信息——无论手段多么新颖——从根本上说都只是另一种“狡猾的手

^[74] 这是托马斯-科科伦（Thomas G. Corcoran）代表起草人向众议院州际和对外贸易委员会发表的著名声明。科科伦先生（又称“软木塞汤米”）是《证券交易法》的主要起草人之一，也是费利克斯-法兰克福大法官（他也对立法产生了影响）的门生。见 *Stock Exchange Regulation: H.R. 7852 and H.R. 8720 Before the H. Comm. on Interstate and Foreign Commerce, 73d Cong.* 116 (1934).

^[75] *SEC v. Zandford*, 535 U.S. 813, 819 (2002). 法院还在该案强调，“在负有信托责任的经纪人实施盗窃的情况下，遗漏和虚假陈述之间的任何区别都是虚幻的”。同上注，第 823 页。在其他涉及类似严重不当行为的案件中，这种拒绝技术性区分的做法可能会继续下去。

段”，至少如果 SEC 愿意指明的话，它应该属于第 10b-5 条的范围。

这一建议的中间立场将不会改变那些仅仅无意中听到信息的知情者的现状^[76]，但至少在今天，这种“漏洞”不会威胁到市场的完整性。这并不意味着 SEC 不会在未来的某个时刻开始规制使用丢失信息的行为。但变革最好是循序渐进的。第一步应该是将 *Dorozhko* 案的判决予以总结，但不包括其中对虚假陈述的奇怪要求。

SEC 采取这样的措施是现实的吗？这就更难预测了。SEC 工作繁重且资金不足，而面临诸多任务。此外，该机构似乎担心其提出的规则可能会被华盛顿特区巡回法院以成本效益或相关理由驳回。^[77]但是，与内幕交易有关的规则不太可能受到行业团体的质疑，而且与试图规范公司治理相比，SEC 在颁布针对内幕交易的反欺诈规则时处于更安全的位置。尽管 SEC 行动缓慢，但它最终应该朝着本文概述的大方向前进。

结论

最重要的是，本文认为界定内幕交易的过程尚未完成。空白依然存在，新的空白很可能在未来再次出现。SEC 可以通过理论手段填补这些空白，包括 SEC 可以扩大第 10b-5 条规则的适用范围。

更密切的问题围绕着 SEC 可以使用的各种工具。就短期而言，最简单的办法是由 SEC 通过规则明确界定，即使没有作出肯定的虚假陈述的情况下，通过诡计、伎俩或幌子进行欺骗的行为同样违反了第 10(b)条和第 10b-5 条规则。这一做法既符合第 10(b)条最初作为一种灵活的全面补救措施以禁止所有其他“狡猾手段”的初衷^[78]，也符合 1934 年《韦伯斯特词典》对“欺骗”的定义（包括“欺骗”和与他人“诡诈地”交易）。^[79]从长远来看，非受托人利用无意中发布或选择性传播的重要非公开信息进行交易会带来更多棘手的问题，这些问题也值得更严格的审查和约束。

这一过程可能永无止境。可以预见的是，随着欺诈行为的发展和演变，新的“狡猾手段”将不时出现。尽管有关内幕交易的文章汗牛充栋，但人们大多忽略了一点：10b-5 规则的初

^[76] 可以说，根据第二巡回法院在 *SEC v. Obus*, 693 F.3d at 298 案中对被窃取者责任的标准，此类被窃取者随时可能承担责任。另见上文脚注 8-11 及附文。如果从字面上理解 *SEC v. Obus* 案，则可能存在这样一种情况，即在分析师和其他人员没有为获取信息而交换利益或报酬的情况下，安全港规则可以保护他们。从本质上讲，这只会使 *SEC v. Dirk* 案确定的标准免受侵蚀。

^[77] 在 *Business Roundtable v. SEC*, 647 F.3d 1144, 1156 (D.C. Cir. 2011) 一案中，华盛顿特区巡回上诉法院宣布美国证券交易委员会新通过的规则 14a-11 无效，理由是未充分考虑该规则的潜在成本和收益。

^[78] 见上文脚注 73 及附文。

^[79] 见上文脚注 61-62 及附文。

衷是随着欺诈者的聪明才智而不断发展，只要 SEC 愿意行使权力，该规则仍然可以做到这一点。