

22. Lowe v. S.E.C.

472 U.S. 181(1985)

黃慶源、簡霆霆* 節譯

判 決 要 旨

1. 本案關鍵問題在於上訴人未依「1940年投資顧問法中第203條第c項」登記為投資顧問，則政府機關是否可永久限制上訴人於證券商業通訊中，發表上訴人之非個人化投資建議和評論之行為。
(The question is whether petitioners may be permanently enjoined from publishing non-personalized investment advice and commentary in securities newsletters because they are not registered as investment advisers under § 203(c) (54 Stat. 850, 15 U.S.C. §80b-3(c)) of the Investment Advisers Act of 1940 (Act)).
2. 上訴人之出版物該當於投資顧問法中之除外規定—即「真實(bona fide)」出版物要件，所有的上訴人皆非該法所定義的「投資顧問」，上訴人未登記之地位以及SEC對Lowe所發出之命令，兩者皆無法作為限制該等上訴人繼續發行商業通訊刊物之合理依據。
(Petitioners' publications fall within the statutory exclusion for bona fide publications, none of the petitioners is an “investment adviser” as defined in the Act, and therefore neither petitioners' unregistered status nor the SEC order against Lowe provides a justification for restraining the future publication of their newsletters.)
 - A. 在該法立法史中明白指出：國會主要規範重心是對於提供個人化投資建議之商業行為，包括和其相關的出版刊登行為在內。
另一方面，國會注意到憲法增修條文第1條關注之處，明白表

* 臺北大學法學碩士，常在國際法律事務所律師。

示國會不會透過非個人化的發表行為，以正式許可的方式試圖去規範新聞界。

（The Act's legislative history plainly demonstrates that Congress was primarily interested in regulating the business of rendering personalized investment advice, including publishing activities that are a normal incident thereto. On the other hand, Congress, plainly sensitive to First Amendment concerns, wanted to make clear that it did not seek to regulate the press through the licensing of non-personalized publishing activities. ）

- B. 上訴人發行的商業通訊內容不僅不具利害關係，且會定期提供給一般大眾，符合投資顧問法§ 202(a)(11)(D)之除外規定。該出版物雖然提供關於特定證券事項建議和評論，但其本身並未具備符合專業投資顧問之個人化特性之性質。上訴人之商業通訊未合乎該法的規範目的，理由在於上訴人並未提供個人關於特定投資組合之建議，或是為客戶提供符合其特別需求之服務。相反地，他們是在自由公開市場上流通銷售刊物。Lowe 本身過去不良名譽並不會妨礙該商業通訊能符合除外規定中之真實（bona fide）要件。此外有鑒於立法史，「bona fide」最好的翻譯為「真實的」，而上訴人之刊物符合這個定義，且該刊物具有一般且定期發行的特性。

（Because the content of petitioners' newsletters was completely disinterested and because they were offered to the general public on a regular schedule, they are described by the plain language of § 202(a)(11)(D)'s exclusion. The mere fact that a publication contains advice and comment about specific securities does not give it the personalized character that identifies a professional investment adviser. Thus, petitioners' newsletters do not fit within the Act's central purpose because they do not offer individualized

advice attuned to any specific portfolio or to any client's particular needs. On the contrary, they circulate for sale to the public in a free, open market. Lowe's unsavory history does not prevent the newsletters from being “bona fide” within the meaning of the exclusion. In light of the legislative history, the term “bona fide” translates best to “genuine”; petitioners' publications meet this definition. Moreover, the publications are “of general and regular circulation.”)

關 鍵 詞

The Investment Advisers Act of 1940 (1940 年投資顧問法); The First Amendment (憲法增修條文第 1 條); investment adviser (投資顧問); personalized investment advice (個人化投資建議); publication (出版物); newsletter (商務通訊); bona fide publications (真實的刊物); tipster (情報販子); tout (報明牌者); freedom of speech and of the press (言論和新聞自由); license (正式許可); the Press (新聞界)。

(本案判決由大法官 Stevens 主筆撰寫)

事 實

本件上訴人 Lowe 擔任另一上訴人公司 (Lowe Management Corporation, 以下簡稱該公司) 之總裁和主要股東, 該公司因 Lowe 曾多次因投資相關事件被證明有罪, 使聯邦證券管理委員會 (以下簡稱「證管會」Securities

and Exchange Commission) 命令撤銷該公司之公司登記, 且命令 Lowe 不能再與其他投資顧問合夥執業。

證管會向聯邦地方法院起訴, 指稱 Lowe、該公司, 以及其他兩家未註冊登記之公司 (同為上訴人), 所發表兩份關於投資的商業通訊刊物 (可主動提供訂閱者關於投資股票的服務),

透過這些刊物，上訴人可藉由實質從事提供投資及買賣證券之建議……以之為業……發表證券之相關報導。然而所有的上訴人皆未經合法註冊登記，或是不符合依法得免於註冊登記之類型，則上訴人透過信件而提供建議服務之商業行為已違反 1940 年之投資顧問法（以下簡稱投顧法）第 203 條第 a 項。證管會向法院請求永久性禁止令以限制上訴人繼續發行該刊物，並為其他救濟之請求。

一審法院認為上訴人之出版物受到憲法增修條文第 1 條的保護，而駁回證管會所為禁制令之請求。一審判決指出投顧法應允許那些願意遵守投顧法所要求之報告及揭露要件的發行者，能在目的限制的範圍內，登記為能發表並參與此類重要資訊之出版行為。

二審法院廢棄一審判決。從投顧法意旨觀之，認定上訴人參與的商業類型是投資顧問業，從投顧法對於投資顧問之定義觀之，認為該法並未區分「個人對個人間的建議行為」和「提供給大眾而非供個人之建議行為」（但從憲法考量建議得為區分），且認為該法之除外規定（202 條 a 項 11 款 D 目）並不

適用於該等上訴人，因而駁回上訴人憲法上之請求，理由在於第一修正案允許對於此種商業行為為規範管制。此外法院認為 Lowe 在擔任投資顧問時所為犯罪行為，可合理推論出其所出版之刊物具備「誤導可能性的商業言論（as potentially deceptive commercial speech）」特性。

聯邦最高法院主筆法官 Stevens 認為，可能因為上訴人所發行之刊物符合投資顧問法中除外規定，即「發行真實的報紙、新聞雜誌，或是商業或財務之一般且定期性的出版物。」且上訴人均非該法所定義之投資顧問，因此上訴人未登記的事實及證管會對 Lowe 的禁止令均不得作為禁止其繼續出版的理由。

判 決

原判決撤銷。

理 由

I

我們同意上訴以審查重要憲法問題—即憲法增修條文第 1 條是否禁止證券管理委員會（以下簡稱證管會），對於出版物以

及上訴人商業通訊散佈行為所為之禁制令。上訴人指稱此一禁制令係由政府機關透過官方正式許可，以及審查管制的方式，將造成對於新聞自由基礎的侵害（參見 *Lovell v. City of Griffin* 案）。證管會抗辯主張：由於證券業常濫用新聞自由，國會乃決定投資顧問應予登記以達到規範其專業行為之目的，並能禁止未登記且不適格的個人參與此類商業行為。……上訴人主張被管制之「投資顧問」，其定義不得太過廣泛到包含公開市場中所為非個人化投資之建議和評論的散佈行為。

為了衡量當事人憲法上爭議，首先必須釐清的是：投顧法所欲規範之投資建議出版（刊）物的範圍究竟為何？以及促使國會授權制定法令的理由何在？此外因地方法院以及上訴法院不同意見法官皆認為，本案應在法律所定之理由基礎上解決。因此若仔細為法令研究，將可能排除或限縮我們面對的憲法爭議問題，也因此我們會從審查投顧法的背景開始，特別注意立法史對於國會欲規範之投顧業特性的描述。

II

從 *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.* 案觀之，「1940 年投資顧問法（以下簡稱投顧法）」是為了避免證券市場濫用行為所設計的一連串行動中最後採取的行動。證券市場濫用行為造成 1929 年的股票市場崩盤，以及 30 年代的經濟蕭條。該法源自於 1935 年公用事業控股公司法，國會授權並指示證管會針對投資信託和投資公司的功能和行為作研究……並須在 1937 年 1 月 4 日前將研究結果向國會報告。根據這項指示，證管會向國會提出對於投資顧問、投資經理人、投資監督管理者以及投資建議服務的研究報告，該報告將重心放在對於這些投資顧問組織的若干重要問題上，更重要的是投顧法有意排除任何僅經由提供出版品給許多訂戶的投資分析與顧問業，但並非提供證券投資建議給個別客戶的情形。

該報告指出，追溯投資顧問行業歷史是在第一次世界大戰後才興起，於 1929 年開始成長，並在 1930 年中期大量成長，以因應投資大眾對於管理者管理其證券投資的需求。該份研究報告認為投資顧問最主要的功能在於，提供完整的管理投資建議

給客戶，而該建議係基於對個人服務的基礎上，且有能並公正地、繼續性地提供客戶建議……。然而從產業代表的觀點觀之，投資顧問的功能則稍有不同，其認為投資顧問必須服務那些具有大量資產之人和機構，且有繼續為其管理投資並為其擬定投資計畫，以符合客戶整體經濟需求的必要。

該報告亦指出關於投資顧問的問題可歸列為以下兩方面：(1) 區分真實的投資顧問 (bona fide investment counselors) 以及情報性組織 (tipster organizations) 的問題；(2) 投資顧問機構的營運和組織方面。

參議員 Wagner 根據證管會的報告提出 Senator Wagner's bill, S. 3580, 經由些許修正後即成為 1940 年的投資顧問法。該法案包含兩大部分：第一是「關於投資公司」(其中包含投資顧問的定義)；第二是「關於投資顧問」。在該法案提出後，參議院小組委員會舉行公聽會，一位見證人將「投資公司與投資業」和「投資顧問之專業 (investment-counsel profession)」加以區分，該見證人提出解釋以說明投資顧問之專業性如下：「投資顧問之專業性表現於提供個人專業服務之

上，並且成功與否需依賴該投資顧問公司及其客戶間是否能建立緊密、私人且具保密的關係，並且需經常性聯繫。……任何一家投資顧問公司都必須建立在與客戶間長期聯繫關係之上，始能長久經營並能獲得實質利益。……假設某一投資顧問在面對客戶本身條件和財務目標改變，以及該客戶所能承受的風險改變的情況下，無法對於客戶本身所持有的證券部位提供專業判斷並給予專業建議，則該投資顧問不具任何書店無法買到的特殊之處，欠缺提供商業交易之處。如此一來，客戶會取消與該投資顧問間之聯繫，將造成減少了我們唯一的收入來源。……我們非常清楚我們的專業不同於那些『打了就跑的預測者 (hit and run tipsters)』，我們在與客戶為交易時，並非僅透過報紙專欄或信件提供建議，事實上假使我們失去與客戶經常性的聯繫才是我們最大的挫敗，也因此我們不會藉由單單出版物之散佈，或是僅就經濟觀察之概要，或是廣泛地財務建議當作是我們的服務策略。套句經典話：我們的行業是專為客戶量身訂做的 (tailor-made)。」

另外證管會的投資信託研

究總顧問 David Schenker 提出一份美國伊利諾州立法建議部門的研究報告中指出：對於投資顧問為規範不適用於「無償」提供投資諮詢者，很明顯的是因為對於無償服務為規範是相當不切實際的。基於一般憲法和法律原則，報紙期刊亦會被排除在前述規範之外。當個人或公司僅藉由出版品以提供投資建議，亦生是否仍受到規範的問題，倘若此時該個人或公司仍提供專業建議給客戶，則有可能須受到投資顧問的規範，但是當他們只是透過傳單或出版物提供一般性建議給所有客戶的情況下，則是否仍構成投資顧問的一環將成問題。

透過傳送刊物給訂閱者而非透過提供個人化建議的方式為投資服務，若要對之加以規範可能會出現一些難題：首先有大量透過發表投資事實和解釋的機構是眾所週知的；其次這些資訊是由報紙和專門的財務期刊所提供，而於一般投資顧問相關規範中找尋不到對此部分有關之規範。參考 *Lovell v. City of Griffin* 案中指出：「被大眾所接受的新聞自由權利和正當法律程序，是無法廣泛到對於特定類

型刊物加以規範或對之為監管，即使該類型之刊物中偶會出現誇張資訊的報導。美國最高法院已明白指出憲法上所保障之新聞自由，會適用到任何類型的刊物上而不限於報紙。」

對於前述之事實資訊服務，應如何對其建構出合理可行的規範，此一問題必須額外考量來自法規本身欲規範之「透過發行傳單或是透過書刊方式運作之個人或組織」可能會產生法律和憲法上難處的情形。然而新聞自由並非一絕對權，有些必要規範有時是合憲且具可行性，但該規範若係採取正式許可（licensing）刊物發行的制度，或是禁止某些類型的刊物發行，很可能會被認定是非法的。此外為了符合憲法上要求，對於提供投資建議的刊物為規範時，可限於有詐欺或其他特定違法行為而加以民刑事制裁。對於一般投資資訊刊物以及提供一般經濟建議的刊物，似宜排除在規範對象之外，此部分可在定義「投資顧問」時，小心緊慎地將其排除。

在 S.3580 的參議院小組聽證會後，以及由投資顧問公司和證管會代表所參與的會議後，主管銀行和貨幣的參議院委員會

所發表修正版法案「S. 4108」內容中指出：「不僅須保護大眾不受到欠缺道德的情報販子（tipsters）和報明牌者（touts）所為詐欺和不實陳述的侵害外，亦須保護真實的投資顧問免於受到來自那些羞恥的個人行為所侵害」。

關於某些投資顧問，「第二篇（Title II）」承認投資顧問會與客戶間有客制化的關係存在，這層關係在證管會執行該法時應被考量進去。S.4108 在眾議院係以 H.R. 10065 提出，於其他聽證會後，州際及國外貿易委員會發表關於該法案的報告中指出：「該法案第二篇的主要目的在於保護大眾免於被不道德的情報販子和報明牌者所為之詐欺和不實陳述行為所侵害，並且保護誠實的投資顧問免於受到來自為非法詐欺行為之個人所侵害。第二篇同時指出投資顧問服務具有客制化特質和其特別的考量，在草擬草案時已將投資顧問與其客戶間的關係納入考量中。」另外當投資顧問法通過後，其中第二篇對於「投資顧問」的定義，和今天所呈現在法院前的定義，就所有相關部分是一樣的。

III

在投資顧問法（以下簡稱投顧法）中針對「投資顧問（investment adviser）」的基本定義為：「投資顧問係指任何人獲有對價，以直接或透過發表或是撰寫文章的方式，對於證券價值、以及是否投資或是否購買或賣出證券之適當性，而參與提供建議的商業行為。或任何人獲有對價，以通常營業的方式，公布或散佈關於證券的分析或是報告資料……。」由於上訴人的刊物係「獲有對價，並以通常營業的方式銷售」，且包含了「關於證券的分析或是報告」，因此從字面上觀之，此基本定義可適用於上訴人。然而此項定義並非絕對，投顧法將若干人排除在投資顧問定義範圍之外，並將若干投資顧問規定成為毋需經註冊，並且授權證管會可透過發布規則或命令的方式排除若干其他人適用投顧法。

(1)被立法排除之情形其一為「任何發行真實的報紙、新聞雜誌，或是一般定期發表的商業或財務出版物之發行者。」雖然該法以及立法史中皆未曾明確定義過這項排除規定的範圍，但

有兩項重點是清楚的：一方面國會並沒有要排除那些投資顧問為服務客戶所正常發行的刊物。立法明白指出國會主要的規範重心是對於「提供個人化投資建議的商業行為，包括與其相關的出版活動」；另一方面國會明白關切憲法增修條文第1條，而欲釐清國會本身不會透過對於非個人化的發表行為，以正式許可的方式試圖去規範新聞界。

無庸置疑地，國會已注意到本院於投顧法施行前所作的兩個關於憲法增修條文第1條的重要案例。第一是 *Near v. Minnesota ex rel. Olson*（以下簡稱 *Near* 案），該案建立「新聞及言論自由，受到憲法增修條文第14條之正當法律程序保護」，*Near* 案中法院強調「保護新聞自由的主要目的在於避免透過事前措施以限制發表行為」，並指出該案系爭之 Minnesota 州法所採取透過該法授權以事前方式限制發表行為是違憲的。

將近七年後，法院在 *Lovell v. City of Griffin*（以下簡稱 *Lovell* 案）中明白表示：對於以法令禁止在城市裡發表未獲許可的文字此一事件認為是：「該法令係無效的，無論採取此一限制的動機為何。採取正式許可以

及監管方式之行為已明顯違反新聞自由的核心內涵，爭取新聞自由主要是為了直接對抗有權採取正式許可的權力機關。新聞自由至今演變至成無須透過正式許可即可發表的權利。」雖然出版行為享有免於受到事前限制的自由，但不能即被視為已窮盡對新聞自由的保障，避免前開之限制應是憲法增修條文最重要的目的……。新聞自由不限於報紙或期刊，必須包含小冊子和傳單等，這些資料在我國歷史上是保障自由的重要武器，因此我們必須再次指出保護新聞和言論自由免於受到任何侵害是相當重要的。在 *Lovell* 案中採取的理由被引用到投資顧問法的立法史中，以支持以較廣義的方式解讀除外規定的範圍。

(2) 該除外規定本身極為廣義的文意解釋，包含了符合「真實的 (*bona fide*)」刊物且必須是「定期且一般性發行 (*regular and general circulation*)」兩項要件的報紙、商業刊物、財務刊物等，此兩項要件皆未被明確定義，但可確定的是「真實發行者」明顯不同於「情報販子 (*tipsters*)」或是「報明牌者 (*touts*)」。本案上訴人發行的刊物內容（不具利害關係的評論和分析），並且係定

期且一般性發行，能合於除外規定的要件。

本案上訴法院依據 *SEC v. Wall Street Transcript Corp.* 案中法院見解（以下簡稱 Wall Street Transcript 案），認為上訴人並非真實的報紙發行者，因此無法適用投資顧問法的排除規定。在 Wall Street Transcript 案中多數法官認為「所謂真實的要件是指：發行者並未實際脫離習慣上發行報紙的行為，而達到該法所欲避免之錯誤行為的程度。某一出版品是否符合除外規定必須依據行為本質觀之，而非僅單純形式上依據外表名稱及訂閱人數與性質等『報紙表徵（*indicia of a newspaper*）』，而從表面上決定之。」法院對於「投資顧問很可能會選擇以傳統報紙的型式外觀，作為呈現客戶實質資訊建議的幌子」表示關切。證管會引用 Wall Street Transcript 案，認為「只有當內容、廣告資料、讀者群以及其他相關因素而認定該出版物並非當作是主要散佈投資建議資訊的工具時，始能適用於該除外規定」。

(3) 這些重新詮釋條文文義的不同說法未能抓住立法真意，甚至未能提及國會制定本法時所揭示的意旨—即讓投資顧

問法不得侵害憲法所保障的權利。該法適用到提供個人化投資專業建議的業者，而無關乎是以書面或口頭的方式進行交易。某一出版品雖然包含對於特定證券為建議和評論，但其本身並未構成客制化服務的專業投資顧問地位，因此上訴人發表之商業通訊不在該法所欲規範的目的範圍內；相反地，上訴人散佈的通訊刊物係在自由公開市場對大眾發行，幾乎人人都可以在該平台表示意見。

(4)(5) 從「排除」字面上逐字檢視，上訴人發行的刊物應符合其規定。上訴人是「任何真實新聞、雜誌、或是商業或財務刊物的發行者。」該商業通訊唯一可被爭執之處在於是否係「真實的」要件上，該文字顯然是在描述刊物（*publications*）的特性，而非用以描述發行者（*publisher*）的性格，縱使 Lowe 曾經為不合法行為在先，但並不能當然就認定由 Lowe 發行的商業通訊不符合「真實的」要件。考量立法史，可認為上訴人出版物符合「真實」之定義—即該通訊是由真正參與發表商業通訊者所製作，並非由那些表面上以報紙、新聞雜誌或是商務刊物作為偽裝之人所製作。此外上訴人

發表的訊息並未有虛假或誤導之嫌，且該商業通訊是一般且定期發表，雖然該刊物並非無間斷的定期發行，但就證券市場而言仍應屬「定期」（原因在於其非僅針對特定市場活動，或對證券業有影響的特定事件而發行）。

(6)基於發生詐騙危險的考量而促使立法對於客制化訊息為規範，但此規範並未一併適用於公開市場上的廣告或買賣刊物。如果圖表服務僅包含過去交易和市場趨勢事實的資訊，且該商務通訊僅包含對於一般市場情況之評論，無庸置疑地國會當初在制定排除條款之立法時已考量到對此種資訊為保護。出版（刊）物的內容與本案所涉及的讀者群，揭示了除外規定的特定限制在於：只要上訴人與其訂閱者間保留了「非個人化的特性」，且未發展成為忠實義務，以及個人對個人關係的情況下，從投顧法立法史角度解釋以及考量投資顧問與客戶間之關係特性，我們相信本案的出版物

（至少在推定的情況下）能符合除外規定的要件，不會受制於投資顧問法中登記要件的限制。

我們認為上訴人之出版物合乎投顧法中除外規定，屬於真實的刊物，上訴人不符合投顧法定義下投資顧問的身分。儘管上訴人未經登記且證管會曾經對Lowe以命令禁止其繼續與其他投資顧問合作，以上兩者皆無法合理正當化證管會得對於上訴人繼續發行商業通訊行為為限制。另外我們同意上訴之憲法爭議問題則無需特別再行處理。

巡迴上訴法院之判決撤銷。White法官、院長，以及Rehnquist法官皆同意本案結論，但與本案主筆法官不同處在於解釋方法的不同。三位法官認為上訴人應受到投顧法的規範和處罰，然而為避免法院倘若作成限制上訴人出版行為之決定，將可能導致無法合乎憲法增修條文第1條要求的僵局，因而同意與本案主筆法官相同的結論。