

30. United States v. Naftalin

441 U.S. 768 (1979)

何曜琛、戴銘昇 節譯

判 決 要 旨

1. 1933 年證券法第 17(a)條之文字並未要求詐欺的被害人必須限於是投資人，而僅要求詐欺發生於要約或出賣。

(The statutory language does not require that the victim of the fraud be an investor -- only that the fraud occur "in" an offer or sale.)

2. 第 17(a)條(1)並未規定，造成購買人的損害係詐欺之構成要件。

([N]othing in subsection (1) of § 17 (a) creates a requirement that injury occur to a purchaser.)

3. 聯邦最高法院或國會從未認為 1933 年證券法的立法目的僅有「保護投資人」一項……保護投資人免受證券詐欺毫無疑問是本法的關鍵內容，但是「使證券業達到高標準的商業倫理規範」也是本法的另一個規範重心……將證券經紀商排除在第 17(a)條的保障範圍外，會造成一個國會所未預期到的法律漏洞。

(But neither this Court nor Congress has ever suggested that investor protection was the sole purpose of the Securities Act.... Prevention of frauds against investors was surely a key part of that program, but so was the effort "to achieve a high standard of business ethics . . . in every facet of the securities industry." ...Placing brokers outside the aegis of § 17 (a) would create a loophole in the statute that Congress simply did not intend to create.)

關 鍵 詞

Securities Exchange Act of 1934（1934年證券交易法）；§17(a) of Securities Act of 1933（1933年證券法第17(a)條）；short selling（賣空）；offer（要約）；sale（出賣）；antifraud prohibition（反詐欺禁止條款）。

（本案判決由大法官 Brennan 主筆撰寫）

事 實

被告 Neil Naftalin（即被上訴人）是一家證券經紀自營商的董事長及一位專業投資人。於1969年7月到8月，被告進行了一個「賣空」（short selling）計畫。依照其判斷，他挑選了一些股價已經到達高點，且開始要往下跌的股票。於是，他做了五筆賣出這些股票的委託（但是他手中其實並未握有這些股票）。被告是賭這些證券的價格會在他被要求履行交割前大幅下跌，之後，他想要向其他證券商以較低的價格買進股票來與賣空的股票「沖抵」。被告打算賺取「跌幅度」的價差。被告明白，一旦這些證券經紀商知悉其係委託賣出其「未持有」的股票時，

這些經紀商就不會接受被告的下單，或者會進一步要求被告支付保證金。被告因此謊稱他已擁有這些委託賣出的股票。

可惜，被告的運氣並不好，他「賣出」的這些股票，市場價格並未於交割日前下跌，反而大幅的上漲。被告無法進行回補，於是並未履行交割。造成五家證券經紀商無法對已「賣給」投資人的股票履行交割，證券商被迫「借股票」來履行交割承諾。之後，為返還所借的股票，證券商必須於公開市場以目前較高的市價買回替代的股票（即「補購」）。雖然買進這些股票的投資人因此未受到「直接的損害」，不過，這五家證券經紀商則受到極大的損失。

聯邦地方法院認為被告於賣出證券時，利用了「一項計畫

及技巧進行詐欺」，違反第 17(a) 條(1)。聯邦上訴法院雖然也認為被告確實進行了詐欺行為，但是卻撤銷其罪刑。因為上訴法院認為 1933 年證券法的立法目的是在「保護投資人於證券買賣時免受詐欺」，「政府必須證明系爭計畫對投資人產生若干影響」。最後，上訴法院認為被告的詐欺行為中，受害之人僅有證券經紀商而非投資人，故被告並未違反第 17(a) 條(1)。聯邦最高法院同意本案上訴三審。

判 決

上訴法院之判決予以廢棄。

理 由

I

1933 年證券法第 17(a) 條規定：

(a) 於任何證券的要約或出賣，任何人不得直接或間接使用州際商務中之任何運輸或通訊之方法或工具、或使用郵件，為下述行為：

(1) 利用任何方法、計畫或技巧從事詐欺行為，或

(2) 為獲取金錢或財產，對重大事實作任何不實陳述，或隱匿重大事實之陳述，以致在當時實際情形下產生引人誤導之效果。

(3) 從事任何交易、做法或商業活動，而對他人產生詐欺或欺騙之情事者。

於本案審理時，對謊稱已擁有所欲賣出之股票，詐欺證券經紀商一事，被告並未抗辯。不過，被告認為第 17(a) 條(1) 僅適用於投資人，而不適用於證券商。

聯邦最高法院認為，法條的文字並未要求詐欺的被害人必須限於是投資人，而僅要求詐欺發生於要約或出賣(occur "in" an offer or sale)。

本案確實存在要約及出賣行為。而且，關於詐欺發生「於」(in)「要約」(offer) 及「出賣」(sale) 等法律用語，國會已明白的表示應儘可能採廣義解釋，以涵蓋整個出賣程序，包括「出賣人／經紀商交易」。

法律的文義並未規定，詐欺的發生必須限定於是出賣過程中的某個「特定階段」，才能成立。至少，這個委託證券經紀商

出賣證券的行為已確定構成「意圖處分」的行為。

第 17(a)條(1)並未規定，造成購買人的損害係詐欺之構成要件。被告則主張，第 17(a)條(3)的「對購買人」一詞，同時亦應適用於前兩款（即第 17(a)條(1)及(2)）。聯邦最高法院認為國會並無此意。即使是第 17(a)條(3)，亦無堅強、確切的證據可以說明「對購買人」係其要件，事實上，也不是第 17(a)條(1)之要件。最高法院指出，本條項前兩款均係以不定詞（即“to”）為起首，而以連接詞“or”為結尾，這代表每一款均為一個各別的不法行為種類。每一個接續的款次，其規定均係將額外的不法類型涵蓋在內，並不是在限縮在前的款次的適用範圍。

II

聯邦最高法院或國會從未認為 1933 年證券法的立法目的僅有「保護投資人」一項，保護投資人免受證券詐欺毫無疑問是本法的關鍵內容，但是「使證券業達到高標準的商業倫理規範」也是本法的另一個規範重心。

不論是對企業或投資人的詐欺，都會損及其他人或整體經濟。詐欺的賣空行為亦不例外。雖然投資人於本案中並未遭受立即的財務上損失（因為證券經紀商採取「補購」，吸收了投資人的損失），可是投資人其實仍然遭受了重大的損害。證券經紀商的「補購」行為，實際上只是對投資人的一種保險措施，如同所有的保險措施一樣，都有它自己必要的成本。證券經紀商遭受損失，便會增加經營的成本，長遠來看，投資人仍然必須透過付出更高的證券手續費的方式來支付證券商增加的經營成本。再者，若對證券經紀商的賣空詐欺行為可以不受約束，將會增加某種程度的市場不確定性，這只會損害投資人及市場整體而已。最後，雖然本案投資人的直接損失被避免掉了，但並不代表未來投資人就一直能避免這種損失；假設證券經紀商失卻償債能力或無法借股票，投資人（買受人）就沒辦法取得股票。……將證券經紀商排除在第 17(a)條的保障範圍外，會造成一個國會所未預期到的法律漏洞。

III

被告主張，1933年證券法是屬於初次發行證券的規範，至於「發行後市場」的證券交易規範則是屬於1934年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）的範疇。因此被告認為其詐欺行為與發行無關，而主張第17(a)條不能適用。

聯邦最高法院則認為被告的主張不正確。因為第17(a)條的反詐欺禁止條款（antifraud prohibition）不受該限制。第17(a)條不像1933年證券法的其他條文一樣，它可以包含於證券的要約或出賣中之任何詐欺計畫，無

論是初次銷售或市場上交易均有適用。

毫無疑問，被告指出1933年證券法與1934年證券法規範了某些相同的行為，這個見解是正確的。但是，法規的部分規範重疊並非罕見、也並非不適宜。

IV

雖然本案是刑事案件，但適用於本案之法律文字本身，並未有模糊不清的地方，所以並沒有解釋或適用上的困難。原判決廢棄。