

33. United Housing Foundation, Inc. v. Forman

421 U. S. 837 (1975)

陳俊仁 節譯

判 決 要 旨

本院並不認同，只因本案中系爭股票其名為「股票」，以及1933年聯邦證券法第2條，有價證券的定義中，包含有「股票」二字，即認為本案系爭股票，為聯邦證券交易法所定義之有價證券。相反地，本院堅守本院所建立，於處理類似爭端時，所應遵循之基本原則：「於判斷『有價證券』一詞之意義以及範圍時，應該忽視形式，以尋求實質，同時應將重點放在經濟現況之上」。

(We reject at the outset any suggestion that the present transaction, evidenced by the sale of shares called “stock”, must be considered a security transaction simply because the statutory definition of a security includes the words “any stock”. Rather we adhere to the basic principle that has guided all the Court’s decisions in this area: “[I]n searching for the meaning and scope of the word ‘security’ in the Act[s], form should be disregarded for substance and the emphasis should be on economic reality.”)

關 鍵 詞

stock (股票) ; dividend (股利) ; securities (有價證券) ; jurisdiction (管轄權) ; derivative suit (代位訴訟) ; falsely represent (不實地陳述) ; mislead (誤信) ; The Securities Act of 1933 (1933年聯邦證券法) ; investment contract (投資契約) 。

(本案判決由大法官Powell主筆撰寫)

事 實

原告為57位紐約市互助式集合住宅，互助市（Co-op City）的居民。互助市建於1965至1971年間，佔地兩百英畝，共包含35棟高樓建築，和236棟連棟屋，目前約有五萬居民居住於其中，為一座大型互助式集合住宅。互助市的組織、融資與興建，係根據「紐約州私人興建房屋融資條例」（The New York State Private Housing Finance Law），亦即俗稱之Mitchell-Lama法案，其目的係在於提供廉價低收入住宅。

依據該條例，為了要鼓勵私人開發商建造廉價低收入住宅，紐約州政府將提供開發商們巨額長期、低利貸款以及實際上的租稅減免。而參與興建廉價低收入住宅之私人開發商，獲得低利貸款與租稅減免的條件，是於開發興建過程的每一個階段，幾乎都必須接受紐約州政府之監督。參與興建之私人開發商，同時必須同意，其所建造之廉價低收入住宅，必須以非營利的方式來經營，且僅可以把公寓租給經過紐約州政府認可，且收入低於相當程度之人。

聯合房屋基金會（The United

Housing Foundation），為一非營利事業機構，其設立宗旨為「幫助並鼓勵」興建，「專為提供以勞力獲取工資之人，和其他中低收入者所建造，足夠、安全且衛生之住宅」。聯合房屋基金會同時負責互助市開發案的發起與贊助。基於「紐約州私人興建房屋融資條例」之授權，聯合房屋基金會設立一河灣公司（Riverbay Corporation），以其為互助市所有土地與房屋之所有權人，並負責互助市之建造與營運。河灣公司為一非營利事業機構，其所發行之股票（stock），即為本案兩造爭訟之所在。聯合房屋基金會同時也與其百分之百擁有之子公司，社區服務公司（Community Service, Inc.），訂立契約，以社區服務公司為互助市開發案的總承攬人與銷售代理。就如同「紐約州私人興建房屋融資條例」所規定者，上述規劃，皆經紐約州房屋委員會主任委員之核准。

若欲入住互助市，每一個合格之購買者，必須先購買河灣公司其所發行之股票；依其所欲入住公寓之房間數而定，每一房間，必須購買18股股票。其每股股票價格為25美元，亦即每一房間要價450美元；一間4房公寓，即要價1,800美元。購買這些股票

的唯一目的，僅僅係為了能使買主能夠承租一間互助市公寓。實際上，股票的購買設計，係為一可退還之承租公寓押金。這些股票，與所承租之互助市公寓，明確地緊密相連。承租人並不得將所購買之股票，自由轉讓與非互助市公寓住戶；承租人亦不得將所購買之股票典當或抵押；若承租人過世，其所購買之股票，連同其所承租之互助市公寓，僅得由其仍在世之配偶繼承。這些股票並不具投票權，對於互助市公寓有關社區事務參與，無論持有股票數量的多少，每一棟公寓的每一個居民，均被賦予投下一票的權利。

承租人若欲搬離其所承租之互助市公寓，或其乃被迫搬遷者，必須將其所購買之河灣公司股票，以當初購買之原價，賣回與河灣公司。於極不可能發生的情況下，若河灣公司股票拒絕買回股票，承租人僅得以當初購買之原價，加計其所已付之河灣公司貸款之部分，將其所購買之河灣公司股票，售予達到法定收入條件、且有意承租互助市公寓之人。

於最初的計畫完成後，於1965年5月，河灣公司對外發布一則訊息公告，企圖吸引未來互助

市公寓承租人。於大略介紹互助式集合住宅的本質與優點，以及互助市本身之本質與優點之後，該公告告知未來承租人，大體上根據其與社區服務公司所預期訂立之興建合約，互助市計畫全部之開發成本，估計為283,695,550美元。其中，僅有一小部分，即32,795,550美元，係來自於河灣公司出售股票與承租人之收入；其餘之250,900,000美元，將來自於紐約州私人興建房屋融資局所提供之40年低利貸款。於互助市興建完成之後，所應償還的貸款金額與營運支出，將由互助市公寓承租人每月所繳租金來支應。雖然每月租金的多寡，將會視公寓的大小、屋況與位置，而有所不同，此1965年的公告估算，「平均」每月每間房的房租，將為23.02美元；一間4房公寓的每月租金，將預計為92.08美元。

於互助市興建期間，河灣公司多次在紐約州房屋委員會主任委員的同意下，修改其與社區服務公司所訂立的興建合約，以反映增加的興建成本。此外，河灣公司產生了其他開支，但其並未呈現在其1965年的公告中。為支應增加的興建成本，河灣公司也在紐約州房屋委員會主任委員的同意下，不斷地向紐約州私人興

建房屋融資局，增加貸款的金額。最後，全部互助市興建所貸款的金額，較河灣公司於其1965年的公告中所預估的金額，超出1億2千5百萬美元。因此，當互助市公寓每一房間的押金仍維持450美元時，其每一房間的平均每月租金，卻定期地上漲，至1974年7月，達到每間房間平均每月租金39.68元。

這些租金價額的增加，導致了本案的爭訟。57位紐約市互助市的居民，向聯邦地方法院紐約南區分院，代表互助市全體15,372位居民，提起團體訴訟；並以股東身分，代河灣公司之位（derivatively），提起代位訴訟，尋求法院判予其3千萬美元之損害賠償，強制減少每月租金，以及其他「適當」救濟。被告為聯合房屋基金會、社區服務公司、河灣公司、前開公司之董事、紐約州政府、以及紐約州私人興建房屋融資局。原告主張河灣公司於1965年5月所對外發布的訊息公告，不實地陳述（falsely represent）社區服務公司將承受隨後因如通貨膨脹等因素，所造成的成本增加。原告進一步主張，因為該訊息公告並未揭露數個重要事實，以致於使他們陷於誤信（mislead），而購買河灣公

司所發行之股票。

被告一方面否認原告之主張，一方面聲請法院以無管轄權（jurisdiction）為由，駁回原告之訴。被告主張，河灣公司所發行之股票，並不是美國聯邦證券交易法所定義之「有價證券」（securities）。

地方法院認同被告之見解，駁回原告之訴，判決被告河灣公司所發行之股票，雖取名為「股票」，但是並不因其名為股票，即為聯邦證券交易法所定義之有價證券。地方法院進一步依據本院 *SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp.*，以及 *SEC v. W. J. Howey Co.*，之判決，裁定本案系爭河灣公司所發行股票之購買，並非有價證券之交易，因為系爭股票之購買，並非因被告以有形之獲利為要約所引致；同時，原告於購買系爭股票之時，也並未有任何實際上因購買股票而獲利之期待。

原告不服地方法院判決，而上訴至聯邦上訴法院。上訴法院認定，既然系爭股票其名為「股票」，自然即為1933年聯邦證券法第2條所定義之「有價證券」。同時，上訴法院亦認定，系爭股票亦符合1933年聯邦證券法第2條，有價證券定義中之「投資契約」，故亦為有價證券。上訴法

院因而撤銷原判決，並將全案發回地方法院更審。被告不服，上訴至本院。因為本案所涉及爭點之重要性，本院決定予以審理。

判 決

原判決撤銷。

理 由

於制定1933年聯邦證券法（The Securities Act of 1933）第2條，定義何為「有價證券」時，國會並未試圖列舉出所謂有價證券之經濟要件，以區分何為「有價證券」？何為「非有價證券」。相反地，國會試圖以充分寬鬆與通常之詞語，來定義有價證券，使其能包含許多商業世界中不同型態之交易媒介。而判定何為有價證券之任務，則落在負責證券管理之主管機關，聯邦證券交易委員會（Securities and Exchange Commission）肩上，以及最終由聯邦法院於現今社會中諸多財務交易中，判定何者符合1933年聯邦證券法第2條，有價證券之定義。

聯邦法院於判定何為有價證券之時，並非一無所本。本院業已建立起許多確定的原則，足以

判定本案例中原告所購買之股票，並非為「意圖利用他人金錢者，以獲利之承諾，來採行之無數且多樣計畫之一」；因此，原告所購買之股票，並不符合「通常有價證券之概念」。

本院並不認同，只因本案例中系爭股票其名為「股票」，以及1933年聯邦證券法第2條，有價證券的定義中，包含有「股票」二字，即認為本案例系爭股票，為聯邦證券交易法所定義之有價證券，合先敘明。相反地，本院堅守本院所建立，於處理類似爭端時，所應遵循之基本原則。「於判斷『有價證券』一詞之意義以及範圍時，應該忽視形式，以尋求實質，同時應將重點放在經濟現實情況之上。」

1933年聯邦證券法以及1934年聯邦證券交易法，兩者之主要立法目的，即為去除於大體上未規範之證券市場中，所存在之嚴重濫用情形。兩者之焦點，係在於企業體系所組成之資本市場：為求創造利潤之目的，出售有價證券以籌集資金；交易有價證券之證券交易所；以及對法令規範之需要，以防止證券詐欺，與保障投資人之利益。因為證券交易之經濟上特性，國會意圖使證券交易法規，適用於現實經濟社會

之中，交易標的之名稱，並非證券交易法所關切者。因此，於解釋聯邦證券交易法時，必須參照前開立法背景與立法意旨。

本院裁定，某一特定型態之交易媒介的名稱，並不是斷定該交易媒介，是否為有價證券時之決定性因素；然此非謂該交易媒介的名稱，與其是否為有價證券之判斷，全然無關。於某些情況下，使用「股票」、「公司債」等名稱，將可能誤導購買者，其購買行為，將受聯邦證券交易法所保障。例如所交易之標的，擁有與傳統上所熟悉之某些特定型態之有價證券特性相當時，此誤導即極可能發生。

於本案中，原告並未主張，也無法主張，其因為「股票」二字之使用，因而被誤導，相信其購買行為，將受聯邦證券交易法所保障。常識即足以判斷，當人們為求承租經政府補助所興建之互助式集合住宅，以供自住之用時，並不太可能單只因其所購買者，其名稱為股票，即被誤導而相信其所購買之股票，為一種有價證券之投資。本案系爭股票，並不具有任何「於現代商業社會中，通常所認可有價證券」之特質。儘管其名為股票，系爭股票並不具有本院於 *Tcherepnin v.*

Knight, 389 U. S. 332 (1967)一案中，所認定之股票最重要的特質：於有盈餘時，分配股利（dividend）之權。同時，系爭股票亦不具有傳統上，股票所具有之其他特性：如系爭股票並不得轉讓；系爭股票並不得為典當或抵押之擔保；系爭股票並未賦予所有人，與其所持有股份數相當之投票權；同時，系爭股票並不能增值。簡言之，原告購買系爭股票之唯一誘因，僅為承租政府所補助興建之低收入住宅，而非為求獲利而投資。

上訴法院判決被告河灣公司所發行之股票為有價證券之另一基礎，為系爭股票符合1933年聯邦證券法第2條，有價證券定義中之「投資契約」（investment contract）。原告同時進一步主張，無論如何，其所同意購買者，為「通常認為其為有價證券者」（“commonly known as a security”），故亦符合1933年聯邦證券法第2條，有價證券定義。關於前開主張，本院之判斷基礎，仍為忽視形式，以尋求實質；將重點放在經濟現實情況之上，而非其名稱之上。本院認為，所謂「投資契約」與「通常認為其為有價證券者」，兩者並無區分之實益。其判斷標準，皆

為「是否牽涉到投資金錢於一定之事業，同時所期待之獲利，完全來自他人之努力」。

此判斷標準，簡略地說，包含了所有法院關於有價證券定義之判例中，所蘊含的重要精髓。此判斷標準的試金石，即在於投資人基於獲利將來自經理人或其他人之努力的合理期待，而投資金錢於一定之事業。於本案中，無庸置疑地，原告投資人購買系爭股票之誘因，僅為承租住宅，而非為求獲利而投資。被告河灣公司所對外發布的訊息公告，完全揭露此安排之本質；同時，該訊息公告並未以未來獲利來自於

發起人或第三人之期待，來吸引投資人。相反地，該訊息公告重複地強調其「非營利事業」之本質。總之，被告並未以任何傳統上所認知之獲利，來吸引投資人。因此，系爭股票並不符合1933年聯邦證券法第2條，有價證券定義中之「投資契約」，同時亦不符合有價證券定義中之「通常認為其為有價證券者」。

由於系爭股票並非聯邦證券交易法所規範之有價證券，自無聯邦證券交易法之適用。故地方法院駁回原告之訴，自為適法之判決。因此，本院判決：原判決撤銷。