

42. Landreth Timber CO. v. Landreth 471 U.S. 681 (1985)

黃偉峯 節譯

判 決 要 旨

1. 西元（以下同）1933 年聯邦證券法第 2（1）條之登記條款及 1934 年聯邦證券交易法第 3（a）（10）之反詐欺條款定義之「證券」包含了「股票」及其他之契據。雖然以「股票」本身作為契據並不足以完全使其符合前揭法規所定義之「證券」，惟該契據兼具「股票」之名稱及股票一般通常之特質（United Housing Foundation, Inc. v. Forman 案，421 U.S. 837 針對此特質有所定義）者，買方得合理地推定有聯邦證券法之適用。查本案系爭之股票乃具有傳統普通股股票之所有特質。尚且，將本案之股票賣賣交易之行為解釋為適用證券法，亦與立法機關制定法律以保護投資大眾之目的不謀而合。（Section 2(1) of the 1933 Act and 3(a)(10) of the 1934 Act define a “security” as including “stock” and other listed types of instruments. Although the fact that instruments bear the label “stock” is not of itself sufficient to invoke the Acts’ coverage, when an instrument is both called “stock” and bears stock’s characteristics as identified in Forman, supra, a purchaser justifiably may assume that the federal securities laws apply. The stock involved here possesses all of the characteristics traditionally associated with common stock. Moreover, reading the securities laws to apply to the sale of stock at issue here comports with Congress’ remedial purpose in enacting the legislation to protect investors.）
2. 當契據兼具「股票」之名稱及所有股票一般之特質時，法院即不需要探究該交易行為之經濟本質以決定該股票是否屬於聯邦證券法

所定義之「證券」。因此，就不易被認定為證券之非通常契據，本院（即大法官）過去判決亦顯示本院不支持與上述理論相反之見解。聯邦證券法亦非如本案被上訴人所主張，認為僅被動的投資者（passive investors）及不涉及經營權移轉於企業主之私人協調性交易（not privately negotiated transactions involving the transfer of control to “entrepreneurs”）始為聯邦證券法所涵蓋。

（When an instrument is labeled “stock” and possesses all of the traditional characteristics of stock, a court is not required to look to the economic substance of the transaction to determine whether the stock is a “security” within the meaning of the Acts. A contrary rule is not supported by this Court’s prior decisions involving unusual instruments not easily characterized as “securities”. Nor were the Acts intended, as asserted by the respondents, to cover only “passive investors” and not privately negotiated transactions involving the transfer of control to “entrepreneurs”.)

3. 當契據兼具「股票」之名稱及所有股票通常之特質時，乃係屬聯邦證券法所規範之證券定義中，依其文義解釋最清楚為該法規所涵蓋之情形。「股票」與其他法規中所列示之契據種類係屬明顯可資區別的，因而於解釋聯邦證券法關於「股票」之定義時，股票得被視為一獨立契據之種類。

（An instrument bearing both the name and usual characteristics of stock presents the clearest case for coverage by the plain language of the definition. “Stock” is distinguishable from most if not all of the other listed categories, and may be viewed as being in a category by itself for purpose of interpreting the Act’s definition of “stock”.)

4. 營業讓與理論（“sale of business” doctrine）之是否適用取決於經營權是否因買賣股份而隨同移轉於買方。縱然百分之百之公司股權移轉通常即生經營權之隨同移轉，本案買方並無意自行獨立經營鋸木場；尚且，若本案有該理論之適用，則其他低於百分之百公司股權

移轉之案件勢必亦會有適用該理論之可能，則將不可避免的造成該理論適用之界限畫分之困難。如同 *Gould v. Ruefenacht* 案之第 701 頁中所揭示者：在大部分之情形，當事人於為股份交易之行為時，對於該行為是否為聯邦證券法所涵蓋，係非當事人所明知或可得而知者，此聯邦證券法適用標準之不明確，應非法所容許。

(Application of the “sale of business” doctrine depends on whether control has passed to the purchaser. Even the transfer of 100% of a corporation’s stock normally transfers control, the purchasers here had no intention of running the sawmill themselves. Moreover, if the doctrine were applied here, it would also have to be applied to the cases in which less than 100% of a company’s stock was sold, thus inevitably leading to difficult questions of line-drawing. As explained in *Gould v. Ruefenacht*, post, p. 701, coverage by the Acts would in most cases be unknown and unknowable to the parties at the time the stock was sold. Such uncertainties attending the applicability of the Acts would be intolerable.)

關 鍵 詞

security(證券); instrument(契據); economic substance of the transaction (交易行為之經濟本質); the transfer of control (經營權之移轉); entrepreneur (企業主); sale of business doctrine (營業讓與理論); unknown or unknowable (非明知或可得而知)。

(本案判決由大法官 Powell 主筆撰寫)

事 實

本案被上訴人 (respondents) 父親及其兒子擁有其經營之木材公司之全部股權，並委託證券經紀

人銷售其股權。之後該公司所有之鋸木廠因失火而受損，惟潛在之股權收購者 (purchasers, 下稱買方) 被告知該工廠將會被重建及更新。其後，移轉全部股權之買賣合約簽署生效，最後形成以買方為股東所組成之上訴人 (petitioner) 公司。然被上訴人父親同意於一定之期間繼續擔任該公司之顧問以協助處理工廠日常經營運作。然而在收購完成後，工廠之營運不如買方之預期。最後，上訴人以虧損之價格將工廠賣出後，該公司隨即宣告破產。之後上訴人即對聯邦地方法院提起訴訟請求撤銷股票之買賣交易行為及損害賠償，主張被上訴人違反 1933 年證券法 (以下稱“1933 年法規”) 之登記條款及 1934 年證券交易法 (以下稱“1934 年法規”) 之反詐欺條款之規定。(1933、1934 年法規兩者以下合稱“聯邦證券法”)

一審法院作出有利於被上訴人之簡易判決 (summary judgment)，認為基於營業讓與理論 (sale of business doctrine) 之規定下，買方收購百分之百公司股權時，因公司之經營控制權亦隨同移轉，是故根據聯邦證券法之目的言，不能認為該「股票」係屬於「證券」而得適用聯邦證券法。一審法院進而認為該交易行為應屬商業

之風險 (commercial venture) 而非典型之投資行為 (typical investment) (即認該交易行為非屬聯邦證券法保護之範疇)。二審法院採相同之意見，駁回上訴人之訴訟。本院受理上訴。

判 決

原判決應予廢棄。即交易行為係屬聯邦證券法所規範之證券交易之行為而受該法規之保護。

理 由

I

承前事實所述 (相同部份不再贅述)，本案之買方主要為兩位股東，一位為 Samuel Dennis 麻州 (Massachusetts) 之稅務律師，基於徵求信所述之改建計畫、工廠之預估生產量、現存之契約、可期待之利潤等，Dennis 對於該股權之購買產生興趣。Dennis 並與其以前之客戶 John Bolten 提及此事，邀請他一同調查購買該公司股權之可行性。經過對該工廠進行審查及調查之程序後，Dennis 簽署購買該工廠全部普通股股份之買賣契約。並根據該買賣契約之約定，Dennis 將其股權全部移轉於其為了要收購木

材公司股權用所設立之 B&D 公司，B&D 公司接著與該木材公司（即被上訴人原所擁有之公司）合併，成立上訴人公司 Landreth Timber Co.。Dennis 與 Bolten 之後收購上訴人公司 85% 之股份（Class A stock），為最大股東，其餘 15% 之股份（Class B stock）由其他 6 位投資人購得。

經過收購之行為結束後，工廠之營運不如買方之預期。重建之費用超過了當初之預算，且新組件與原有機器無法相容。最後，上訴人將工廠賣掉蒙受損失後宣告破產而被接管。上訴人遂對法院提起訴訟主張撤銷股份買賣之行為並請求美金貳佰伍拾萬（US \$ 2,500,000）元之損害賠償，主張被上訴人未經登記之程序而公開發行銷售股票，係違反 1933 年法規之規定，且上訴人復主張被上訴人因過失或故意作出不實之陳述（misrepresentation）、且對於該工廠之實際價值及遠景等狀況未做出具體確實之陳述，係屬違反 1934 年法規之規定。

被上訴人請求法院作出簡易判決，依據營業讓與理論判斷，認為本案並無聯邦證券法之適用，因其認為本案之上訴人所購買者係非屬聯邦證券法所規範之證券。一審法院（the District Court）接受被

上訴人之請求作出簡易判決，並基於欠缺聯邦管轄權（want of federal jurisdiction）為由駁回原告之請求。一審法院知悉聯邦證券法有規定契據中之「股票」係構成「證券」，且知悉本案係爭之股票具有所有傳統股票之特質。然而，該法院參與所謂「多數法院」之意見而認為百分之百之股權購買即相當於擁有公司經營權者無聯邦證券法之適用。該法院依據 United Housing Foundation, Inc. v. Forman, 421 U.S. 837 (1975)（下稱 Forman 案）及 SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946)（下稱 Howey 案）之判決主張，股票本身不能被認定為證券，除非買方對於所涉及之交易行為具有以經由他人之努力以獲取利潤之期待者始屬之。該法院認為本案之股權交易已涉及經營管理權之實質移轉，從而認為該交易行為係屬商業風險而非屬一般之投資行為，因而駁回上訴人之請求。

二審法院（the United States Court of Appeals）肯定一審法院判決之見解，同意本案有營業讓與理論之適用，且認同法院應受判決先例（Forman 案、Howey 案）之拘束，從而於判斷以股票為契據時是否有聯邦證券法之適用時，應於每一個案中，視該交易行為之經濟本

質判斷之。然而因二審法院對於百分之百之股權購買是否構成證券之交易而有聯邦證券法之適用存有歧見，因此本庭（三審法院）於1984年准予核發裁量上訴受理令狀，撤銷原判決。

II

本庭認為於個案判斷是否有相關法規之適用時，其出發點係該法規文義之解釋，此乃法理之當然（參 *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723, 756 (1975) 案大法官 Powell 之偕同意見書及 *Teamsters v. Daniel*, 439 U.S. 551, 558 (1979) 案中有相同之見解）。1933年法規第2(1)條中規定「證券」之定義如下：

「任何票據、股票、庫藏股、債券、公司債券、負債證明、紅利證明文件或參與分紅之契約、擔保信託證明文件、公司籌備處設立之證明文件或認股書 (preorganization certificate or subscription)、可轉讓之股份、投資契約、股權信託證明文件、證券保管之證明文件、畸零未分割對於石油、瓦斯或其他礦藏

權之利益，…或大體說來，任何利益或契據有證券之名稱或任何利益或參與分配之證明文件、暫時性或過渡性保證之證明文件、保證之憑據或對於任何前述事項有徵求或購買之許可或權利者。」¹

就如同我們過去之觀察，證券之定義相當寬廣，參 *Marine Bank v. Weaver* 455 U.S. 551, 556 (1982)，並且包含了兩種具有明確定義名稱之契據，蓋越是具備有價值性特質之契據，越是需要被賦予一特殊描述性之名稱，如同「投資契約」(investment contract) 和一般常被認定為「證券」(security) 之契據。參 *SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp.*, 320 U.S. 344, 351 (1943)。自股票 (stock) 之文義解釋來看，應可認為股票係屬聯邦證券法所規範之「證券」(security) 之範疇。如同我們自 *Forman* 案觀察得知者，大部分具有傳統名稱之契據皆很可能的為聯邦證券法所定義之證券所涵蓋。

如同我們自 *Forman* 案所認知的，契據若僅僅具有股票之名稱並不足以證實該契據係為聯邦證券法所涵蓋。反之，我們認為於判斷

¹ 法院已重複的做出判決認為 1934 年法規之第 3 (a) (10) 及 1933 年法規第 2 (1) 條中關於證券之定義實際上係相同的且法院於判決中，對於該證券定義之範圍之處理，亦將如此認定。參 *Marine Bank v. Weaver*, 455 U.S. 551, 555, n. 3 (1982) 及 *Forman* 案 (1975)。

是否有聯邦證券法之適用時，尚須判斷該契據是否具有「一些通常與股票相關之重要特質」(some of the significant characteristics typically associated with stock)，並認知若某一契據係兼具有股票之名稱及股票之一般特質，則買方可合理的推定該交易行為有聯邦證券法之適用。我們確認那些通常與普通股股票相關之特質如下：(i) 依收益分配獲取分配股利之權利 (the right to receive dividends contingent upon an apportionment of profits)；(ii) 可轉讓性 (negotiability)；(iii) 可作物權抵押擔保 (the ability to be pledged or hypothecated)；(iv) 被授與依持股比例享有表決權 (the conferring of voting rights in proportion to the number of shares owned)；(v) 具有增值之能力 (the capacity to appreciate in value)。²

根據 Forman 案之事實，我們決定該案系爭之契據非屬聯邦證券法所規範之證券。該案係涉及買方因股份買賣交易而獲得承租合作公寓之權利。該股票不具有任何前述通常與傳統股票相關之特質，因而，我們認為在該案之情形下，買

方應不可能因使用「股票」之名稱而被誤導的認為該交易行為係為聯邦證券法所支配。該案買方之目的係為取得自用之低價房屋，而不可能會認為其係購買具有投資性質之證券。

反之，無爭論的，本案所涉及之股票係具有我們於 Forman 案中所認定之全部傳統上普通股股票相關之特質。的確，一審法院亦如此認為。然而，與 Forman 案不同點在於，本案所涉及之交易行為之內容——公司股票之買賣，係屬一種適用聯邦證券法之交易行為之基本態樣。因此本案之投資人較 Forman 案之投資人更有可能會認為其交易行為係為聯邦證券法所涵蓋。在本案之情形下，依法規定義之文義解釋，即可認為本案之股票係為聯邦證券法所規範之「證券」。

認定本案之股票交易適用聯邦證券法，與國會基於補救目的，使立法機關制定相關法律，強制要求關於在商業上一般可認知為證券之契據之發行須盡完全且公平之揭露義務，以達保護投資大眾之目的相符。參 SEC v. W. J. Howey

² 雖然法院於 Forman 案中未如此明確的表示出來，本庭希望在此明確的指出這些特質係通常與一般商業買賣行為所涉及之普通股 (common stock) 相關。惟多種類型之特別股 (preferred stock) 可能具有其不同之特質，仍應為聯邦證券法所涵蓋。

Co., 328 U.S., at 299 (1933) 。雖然我們認為國會並無意提供一個全面的聯邦救濟手段於所有的詐欺行爲，參 *Marine Bank v. Weaver* 案，我們認為將國會全面的對於證券之定義限縮解釋而認為本案所涉及之傳統之股票非爲聯邦證券法所涵蓋，係不妥當的。

III

在其他之情形下，我們可能會認為根據前所概述之法規分析即足以使法院作出有利於上訴人之判決。³ 然而，被上訴人極力主張根據前審法院之見解包括 *Forman* 案在內，均要求我們於判斷是否有聯邦證券法之適用時，應超越本案所涉及之契據之「股票」名稱及特質，應進而探究該經濟行爲之本質以爲決定。甚而，二審法院亦不接受依據法規之文義解釋即足以決定本案之股票有聯邦證券法之適用之見解，因其認為如此一來會造成「無原則之適用」(no principled way)，而無法合理的說明股票與該規定證券定義中之其他範疇如票據、債券等認定方式爲何不同。以下我們茲將這些爭點分別論述。

A

我們可以公平的說法院並沒有一具體明確之標準來認定契據是否爲證券。本院已做出之許多判決中，係存有以交易行爲之經濟本質來判斷，而非僅以其形式來判斷是否有聯邦證券法之適用之案例。舉例言之，於 *SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp.* 案中，本院就鄰近鑽油區土地之租賃利益之買賣，於判斷有無 1933 法規之適用時，表示租賃之利益係屬「證券」，本院進而指出該法規之涵蓋範圍並非僅及於法規文義之表面而已。(the reach of the Act does not stop with the obvious and commonplace)。反而，本院於該案即認為非常態之設計 (unusual devices) 如租賃權 (leaseholds)，若可予事實證明其係在如同「投資契約」之條件或程序下被公開要約或處理者，或其係屬一般被認知爲「證券」之任何利益或契據者，則其亦爲聯邦證券法所涵蓋。(if it be proved as matter of fact that they were widely offered or dealt in under terms or courses of dealing which established their character on

³ 羅司教授 (Professor Loss) 認為依該法規之分析來判斷是否爲聯邦證券法所涵蓋即爲已足。參羅司教授著，證券法規 212 (1983) 之基礎，第 693-694 頁。

commerce as “investment contract”, or as any interest or instrument commonly known as a “security”)

如同 *Howey* 案，進一步闡明了該案法院之建議，認為非通常性之契據，若依交易行為之個別狀況本身判斷，即得認其屬於證券交易者，則該契據即得被認定為「證券」。在 *Howey* 案中，其事實係涉及柑橘林開發單位之投資合約之徵求，投資人依契約取得柑橘栽培、行銷之利益。該案審理之法院認為該股權之徵求係屬於 1933 年法規所規範投資契約（investment contract）之性質，因視該交易行為之經濟本質係涉及以金錢投資於一般之企業、並係具有完全藉以他人之努力以獲取利潤之性質（the transaction involved an investment of money in a common enterprise with profits to come solely from the efforts of others）。

所謂的 *Howey* 測試（*Howey test*）構成了本院對於 *Forman* 案判

決的第二個部分之基礎，此亦為本案被上訴人一開始所主張之部分。同前所述，參 II 之討論，本院於 *Forman* 案所做出判決之第一部分認為，該案系爭之契據雖具有傳統「股票」之表面名稱，然因其並未具有股票所擁有之通常特質，是故認定其並非屬於「證券」。接著本院進入討論該契據是否屬於「投資契約」之爭論。適用 *Howey* 測試之結果，本院探究該交易行為之經濟本質，發現買方參與投資之目的，係為了獲得一滿足個人消費目的之商品，而並非為了藉由他人之努力以獲取利益，是故本院基於投資契約之本質，認定該契據並非屬於「證券」。

被上訴人主張本院根據 *Forman* 案及相關之案例，應拒絕適用以契據之名稱及特質據以認定其即屬「證券」之見解⁴，甚而主張本院應就本案所涉及交易行為之經濟本質加以判斷是否符合 *Howey* 測試之檢驗。根據被上訴人

⁴ 本案被上訴人亦引用 *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332 (1967) 及 *Marine Bank v. Weaver*, 455 U.S. 551 (1982) 案之見解，作為支持其爭論認為法院已做出判決認定任何案件於決定是否有聯邦證券法之適用時皆應檢視該交易行為之經濟實質以為決定。然而本庭認為被上訴人所援引之案例，皆係非屬聯邦證券法所明確例示出來屬於證券定義範疇之契據而係屬非通常之契據。*Tcherepnin* 案涉及可撤銷之對於州立存貸機構之資本股權交易。*Weaver* 案涉及存託憑證及私人協議之股權利益分配契約之交易。詳參 *Weaver* 案中關於為何該案所涉及之「存託憑證」（the certificate of deposit）非屬聯邦證券法定義中之「關於證券之存託憑證」（certificate of deposit, for security）。

之說法，本案上訴人清楚的係爲了取得該公司之經營控制權而非意圖藉由他人之努力而獲取利益。上訴人並非屬於國會立法所欲保護之被動消極之投資者，而係意圖尋求使用、消費該企業之主動之企業主，就如同 Forman 案中之買方取得股權係欲獲取公寓之使用權相同。是故被上訴人主張本案並無聯邦證券法之適用。

我們並不同意被上訴人對於本案之解讀。首先，釐清相關案件法院作出決定之內涵是很重要的。被上訴人所援引之相關案件皆係涉及不易被認定爲「證券」之契據。因而，若聯邦證券法適用於那些案件，則勢必係因爲該交易行爲之經濟本質反映出該契據係屬通常所認定之證券也。相反的，就本案而言，所涉及的係傳統之股票，文義上即爲聯邦證券法之定義所涵蓋。是故本案不需要遵從先前之案例，探究超越契據之特質以決定是否有聯邦證券法之適用。

與被上訴人之主張相反的，本院從不否定自股票本身所欲成爲

之性質去認定其係屬證券之可能性。參 SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp. 案，320 U.S. 344 (1943)，本院指出：「對於聯邦證券法之解釋毋需辭費，逕予適用之。在一些案例中，證明一些文件屬於證券或許可能藉由該文件本身之名稱例如票據、公司債券或股權等直接證明之。此原則於 Forman 案中應做相同之解釋。被上訴人對於本院在 Forman 案中避開以「字面」(literal) 之解釋認爲具有股票名稱之契據即構成聯邦證券法之適用之理解是正確的。然而，Forman 案並非排除本院對於「契據於具有其名稱所表彰之特質時，決定該契據即爲聯邦證券法所涵蓋」之權能。」

第二點，我們必須指出 Howey 案中關於經濟實質之測試係爲了決定特殊性質的契據是否屬於投資契約而設計，而非適用於檢驗聯邦證券法所例示之全部種類之契據是否屬於證券之用。本案即與此觀點一致。⁵ 參 Teamsters v. Daniel 案，439 U.S., at 558 (該案適當的轉換 Howey 測試於決定特殊之財

⁵ 為了舉出法院支持被上訴人所主張「法院已做出命令指出關於判斷契據是否屬證券時皆應適用 Howey 測試」，被上訴人引用了法院於 Teamsters v. Daniel, 439 U.S. 551, 558, n. 11 (1979) 案中之陳述，表示「法院於所有判決中定義證券之定義時，Howey 測試乃係法院判定認爲構成證券之實質表徵。」本庭對於前述見解不與被上訴人採取相同廣泛之解釋。我們於 Forman 案中對於買方之爭論作出見解表示「若系爭契據不屬於股票或投資契約，則其必須屬於聯邦證券法定義中之證券，始有聯邦證券法之適用。」我們亦表示，決

務關係是否構成投資契約)。尚且,將 Howey 測試適用於傳統之股票及所有其他聯邦證券法所例示之契據,將會使聯邦證券法之例示性證券種類之設計徒勞無功。參 Golden v. Garafalo 案, 678 F.2d 1139 (CA2 1982)。另參 Tcherepnin v. Knight 案, 389 U.S. 332, 343 (1967)。

最後,我們不能同意被上訴人所稱系爭聯邦證券法僅僅係爲了保護「被動消極之投資者」(passive investors)且不包括涉及經營權移轉於「企業主」(entrepreneurs)之私人協議性商業交易。1934年法規包括了特別規範收購行爲之數個條文中,其內容包括公司董事及主要股東之揭露義務及其違反短線交易所得利益之補償責任。限縮解釋聯邦證券法關於「證券」之契據之定義,而認爲涉及經營權移轉於買方者不屬證券交易者,實則否定了前述關於收購行爲之特別規範

之立法目的也。參 Daily v. Morgan 案, 701 F.2d 496, 503 (CA5 1983), 採相同之見解。另外,雖然 1933年法規第 4(2)條,排除非公開買賣之交易行爲適用聯邦證券法關於登記之規定,反詐欺條款並無相同之排除適用。因此,系爭聯邦證券法之架構及文義解釋即反駁了被上訴人之主張。⁶

B

現在我們進入討論關於二審法院認爲「以可證明之特質來判定股票係屬於證券之一種特定之種類,因而其他聯邦證券法所例示出之其他契據,例如票據,亦須以相同之方法檢驗認定之」之見解。雖然我們不決定票據或其他之契據之是否得以其所具備之名稱及特質來證明其爲聯邦證券法所涵蓋,我們必須指出一些使我們認爲股票係與其他聯邦證券法定義所

定是否屬於前述見解中之投資契約,我們認爲現今對於認定投資契約及通常得被認定爲證券者,其區別標準仍模糊不清。是故法院並非認爲於決定契據是否屬於證券時皆應以 Howey 測試檢驗之,而係指「當系爭契據不具有股票之名稱,而法院認爲無法合理的區別該契據是否屬於投資契約或其他接近於聯邦證券法所定義之證券之其他契據時」,Howey 測試始有適用之餘地。

⁶ 羅司教授 (Professor Loss) 同意此處關於營業讓與理論之評論。他認爲營業讓與理論關於私人交易行爲無反詐欺條款之適用之見解是危險的趨近於異端之陳述,按顯然的並沒有任何人敢說買賣公共企業而買方以分發股票給賣方股東之交易,如清償性之股息或紅利,不涉及證券之交易。參羅司教授著,證券法規 212 (1983) 之基礎。

例示出之其他種類契據存有可區別性之理由。

對於我們來說，具有股票之名稱及所有通常特質之契據，依據聯邦證券法定義規定之表面文義解釋言，乃係最清楚為聯邦證券法所涵蓋之案例。第一點，傳統之股票對許多人而言，不論其是否接受過商務之訓練，皆代表著係證券之一種範例。參 *Daily v. Morgan* 案。因此從事股票交易之人多對於其交易係屬聯邦證券法所支配者具有高度之期待。第二點，如同我們在 *Forman* 案中明白指出的，股票因其本身即與證券之定義具有一致性，是故相當容易的辨識。（“stock” is relatively easy to identify because it lends itself to consistent definition.）因此，不若其他之契據，傳統之股票係較被容許的得依文義解釋該當證券之定義。

羅司教授（Professor Loss）亦同意股票與其他種類之契據係可資區別的。他不認為（goes against the grain）適用 *Howey* 測試即得據以決定契據是否屬於傳統股票之投資契約。羅司教授進而解釋道：

「我們必須區別的是，典型的共同公寓居住者所購買者係房子，而非證券；或並非任何之分期付款買賣之票據（note）皆構成證券；或一個人以信用卡支付餐廳其

消費之款項並非構成出賣證券，雖然其簽字確係為其負債之證明（evidence of indebtedness）。然而股票（除了係表彰居住權者外）係如此精粹的屬於證券而無待於經過其他理論之分析。」

我們於 *SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp.* 案中得知，法院將票據、債券與股票視為同等，因聯邦證券法將其同列於證券之定義之種類，是故藉由其名稱本身即足以解釋其該當證券之定義。雖然如此，在 *Forman* 案中，我們援引了 *Joiner* 案中之見解作為意見（dictum）。如同我們最近曾於 *Securities Industry Assn. v. Board of Governors* 案中所提出不同內容之意見，票據可能被視為一個相當廣泛之名詞包含了許多具有不同特質之契據，而視其係被發行於消費性內容、如商業票據或其他之投資性內容而定。我們現在明白表示將聯邦證券法證券定義中之「票據」、「債券」或其他之契據是否能藉由該契據之名稱本身即足證明其係屬於證券此問題留至他日討論，本庭對此不表示意見。參 *SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp.* 案，第 355 頁。我們僅僅主張於意圖解釋聯邦證券法「證券」定義之範圍時，股票本身即可被認定為屬於證券之範疇。（We hold only that

“stock” may be viewed as being in a category by itself for purposes of interpreting the scope of the Act’s definition of “security”.)

IV

我們亦可以理解在本案之情形下不適用營業讓與理論 (the sale of business doctrine) 之強大政策性理由。⁷ 在被上訴人之承認下，該理論之是否適用決定於經營控制權是否有隨同買賣行為移轉於買方。於本案可能被爭論的是，該理

論應即適用，因百分之百股權之移轉通常即伴隨經營控制權之隨同移轉。然而，我們認為該主張雖仍存有討論之空間，本案之買方 Dennis 及 Bolten 並不具有自行經營該鋸木廠之意圖。Ivan Lendreth 顯然仍負責管理業務經營之日常事務。一些支持營業讓與理論之評論家認為若買方有能力對經營控制權產生影響力卻選擇不控制之，則他理應受聯邦證券法之保護因他僅僅係一被動之投資者且未從事於業務之日常經營管理。在本案中，一審法院於下判決前，就事

⁷ 大法官 Stevens 提出其不同意見，基於認為國會意圖使聯邦證券法規之反詐欺條款不適用於私人間涉及實質企業之所有權利益者，僅因聯邦證券法所規範者係指股權之交易行為而非企業資產之交易行為。大法官 Stevens 所提出關於 1933 年及 1934 年法規之立法沿革係原本僅在規範於公開交易市場買賣之證券交易行為，參 Forman 案第 849 頁，此見解是正確的。大法官 Stevens 所指出於立法沿革中並無指示出國會認為本案及 Gould v. Rufenacht 案涉及之契據為聯邦證券法所涵蓋，此見解亦是正確的。

然歷史係單純沉默的，該聯邦證券法在經立法後超過將近半世紀而被證券交易委員會及司法解釋適用於其他種類之契據。唯一應強調的是該委員會擴張解釋 1934 年法案第 10 (b) 條及增訂第 10b-5 條。在此援引法院於 Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975) 案中與本案相關之見解如下：

「當我們基於法規第 10b-5 條規定處理私人之行為時，我們處理者係一長大之司法橡樹，而非僅係當初立法時之橡子。如此之成長應係與國會之立法與聯邦司法單位解釋法規之立場有緊密之關連，參 J. I. Case CO. v. Borak 案，但若認為 1934 年之國會或 1942 年之證券交易委員會預先設想到現今關於該法規第 10b-5 條之狀態，乃係不切實際的。除了我們已討論過之因素外，我們應加以妥當考量的是，我們從國會法令或行政法規未提供決定性指標所挑出的法條背後的政策考量。」另參 Ernst v. Hochfelder 案，425 U.S. 185 (1976)。於本案當中，關於法規第 10b-5 條之解釋與 Blue Chip Stamps 案之不同在於，我們以 1933 年法規作為我們解釋之理論基礎。在 Forman 案中，我們認知到股票此一名詞係可依一般對該名詞意義之了解，包括 Forman 案中所提及之特色被解讀之。此外，如同 Blue Chip Stamps 案中所表示的，法院在解釋這些法規時，就政策性理由加以考量是妥當的，就如同本庭現今所為的一樣。

實認定之調查被要求為詳盡之進行，更有甚者，法院亦被要求就經營控制權之事項所伴隨之事實及備忘錄等為詳盡之事實調查。

然而，更重要的是，若本案有營業讓與理論之適用，則其他低於百分之百股權移轉之案件勢必亦會有該理論之適用，則將不可避免的造成該理論適用之界線畫分之困難。於判斷是否有聯邦證券法之適用應非僅以股權移轉之百分比作為標準，而亦應考量買方之人數及雙方當事人關於表決及否決權合意之相關規定等因素。如同我們於 *Gould v. Rufenacht* 案中解釋較為完整的，該案與本案具有相似性而可參照之。該案判決指出當事人於為股份交易之行為時，對於該行為是否為聯邦證券法律所涵蓋，於多數之案例中，係非當事人所明知或可得而知者，職此之故，聯邦證券法適用標準之不明確，恐非交易行為任一當事人之最佳利益也。參 *Cf. Marine Bank v. Weaver* 案, 455 U.S., at 559, n. 9 (法院不贊成系爭之存託憑證一經提供擔保，即如同變色蜥蜴般，轉換成證券之性質。)

本案被上訴人爭執若採用上訴人之請求，將會因轉換原屬州及普通法之反詐欺訴求為聯邦證券法訴求而增加聯邦法院之工作。然而，我們認為，試想交易行為之當事人對於其行為是否為聯邦證券法所涵蓋，須對於難以捉摸之控制權移轉之爭點展開擴大性調查行動及訴訟程序時，始得加以確認者，此不明確性更令本院覺得甚為驚恐。參 *Golden v. Garafalo* 案，有相同之見解。

V

簡而言之，本庭決定本案系爭之股票係屬於「證券」而為聯邦證券法所涵蓋之範圍內，且本案不適用營業讓與理論。本庭因此將第九巡迴二審法院之判決撤銷之。

大法官 Stevens 之不同意見書⁸

依我所見，國會並不意圖使聯邦證券法規之反詐欺條款適用於涉及 1933 年法規第 2 (1) 條所描述證券定義之每個交易行為：⁹

「證券一詞之定義係指任何

⁸ 此不同意見書亦適用於第 84-165 號判決書，以及 *Gould v. Rufenacht* 案。

⁹ 參 *Cf. Milnarik v. M-S Commodities, Inc.* 案 (大法官 Stevens 同意該法院之判決：我們不認為每一符合字典意義之投資契約之可相信之安排皆係屬聯邦證券法所欲規範之對象)，裁量上訴受理令狀被拒絕，409 U.S. 887 (1972)。

票據、股票、庫藏股、債券、公司債券、負債證明、紅利證明文件或參與分紅之契約……投資契約、股權信託證明文件……或大體說來，任何利益或契據一般得被認定為係屬於證券者。」15 U.S.C 77b (1)

參前法規(立法理由)，第686頁，國會或許採用此概略之證券定義之原因，在於防止金融圈為規避受法律之限制而新創其他之契據，而非在避免法院基於目的性理論去解釋適用法規。此外，此廣泛之法規定義係優先適用的，進一步再檢驗該契據之內容是否含有其他之要件以為決定其是否屬於證券之範疇。參 *Marine Bank v. Weaver* 案，455 U.S. 551, 556 (1982)。

1933年及1934年法規之立法沿革清楚的顯現國會最初之立法目的乃在使證券交易行為限於公開市場交易者。在 *Forman* 案中該法院發現如下：

「1933年及1934年法規最初之立法目的乃在於避免就未規範之證券市場之嚴重濫用。聯邦證券法之焦點乃著眼於企業體系之資本市場譬如：以證券交易買賣來增加資本以達賺取利潤之目的、證券交易市場上之證券買賣，以及避免詐欺及保障投資人利益之規範之

需求等。因為證券交易本身即具有經濟上之特質，國會意圖將適用聯邦證券法者，繫於該交易行為之經濟本質而定，而非僅依其所繫附之名稱即決定適用之。」

我相信國會所希望能保護之對象，係指無法獲取內部資訊且無法以適當之契約保證來防止被詐欺之投資人。

在分析之某些層面，國會必須提供基礎以劃分界限區別聯邦證券法之適用範圍。經濟本質之探究得加以決定某一非通常之契據及一般之商業本票是否為聯邦證券法所涵蓋。舉例言之，個人設有不動產抵押之本票，當然並非聯邦證券法所涵蓋，雖然票據係屬於聯邦證券法定義中之契據之一。參考 *Chemical Bank v. Arthur Andersen & Co.* 案，裁量上訴受理令狀駁回 (cert. denied)，469 U.S. 884 (1984)。然而，對於公開市場販售大批抵押貸款，則可能為聯邦證券法所涵蓋。參 *Sanders v. John Nuveen & Co.* 案，裁量上訴受理令狀駁回，409 U.S. 1009 (1972)。

我深信整體交易行為之特質對於決定以股票交易之交易行為是否為聯邦證券法所涵蓋是直接相關的，就如同對於涉及票據、投資契約或其他混合性證券所應進行之檢驗一樣。提供用以規範公開

發行股票交易之法規，乃國會立法規劃之核心，不論其係於交易平台（on an exchange）或櫃檯交易市場（in the over-the-counter market）公開販售，甚而私人間買賣前述之公開發行股票亦係為聯邦證券法所涵蓋。然而，我並不認為，國會意圖將聯邦證券法所涵蓋私人間涉及企業經營權移轉之協議性交易行為，而該企業之股票係從未經由公開市場販售或被承銷者。在後來之案例中，較為注重的是當事人利益之種類，以其所涉及之交易行為係屬股票交易形式之買賣抑或屬企業資產之買賣，且法院判決通常係以與聯邦證券法規無關之稅務責任、政府執照或其他非實體資產之可分配性、關於該運營企業（going concern）之已發生的或未知的責任之分配等來作為判斷其是否適用聯邦證券法之關鍵要點。若國會係意圖提供一反詐欺行為之救濟手段予所有關於運營企

業或其資產之買賣行為，則國會就不會仍允許雙方當事人對於聯邦司法之適用可能性加以爭執。

簡而言之，我認為聯邦證券法規之反詐欺條款之適用，惟有於交易行為涉及（i）在公開交易市場進行之證券買賣；或（ii）投資人無法立於協商之地位取得適當契約性保證且亦無法主張於交易行為成就前獲取內部信息（inside information）者。當然，在經由一系列之訴訟程序確立出一精確之標準前，是否為聯邦證券法所涵蓋之不確定性將會無法避免的存在。雖然如此，我認為賦予適用法規之確定性及可預測性以一簡單明確之界限之利益並不足以正當化擴張責任義務範圍遠至立法機關關切範圍外之其他實質不法行為。¹⁰參 *Sutter v. Groen* 案，687 F.2d。

這些案例皆係涉及接近持有整家公司之股權買賣。在每個案例

¹⁰ 在最後之分析，法院基於政策性考量來做出評斷。當我們覺得政策性考量與解釋聯邦證券法規有關聯時，我們原則上仍會選擇以立法沿革所反映出之國會政策為基礎來解釋。若非固有之考量發生效力，我們將會對於具有衝突性之政策採取較為不同之評斷，因為我們深信本庭應該知道聯邦證券法律並無意取代州政府之權力，除非國會明白的表示此意圖。參 *Bennet v. New Jersey* 案，470 U.S. 632, 654 (1985)，Stevens 大法官之不同意見書；參 *Garcia v. United States* 案，469 U.S. 70, 89 (1984)，Stevens 大法官之不同意見書；參 *Michigan v. Long* 案，463 U.S. 1032, 1067 (1983)，Stevens 大法官之不同意見書；參 *United States v. Altobella* 案，Stevens 大法官同意該法院之判決；參 *Cf. Minnesota v. Clover Leaf Creamery Co.* 案，449 U.S. 456, 477 (1981)，Stevens 大法官之不同意見書。

中該交易行為成就前皆係經過買賣雙方相互理解之協商。而並不存在買方無法取得適當之保證或無法主張在雙方參與交易行為前獲取交換及獨立之相關於金融訊息評價之情形。¹¹ 我不認為國會意圖將聯邦證券法適用於實質擁有運

營企業利益之私人買賣，僅因該交易行為係屬於股票之交易而非屬資產之交易，即得據以決定。

基於上述理由，我肯定二審法院第 83-1961 號之判決，並認為應撤銷第 84-165 號之判決。

¹¹ 事實上，在第 83-1961 號判決，契約當事人所簽屬之長期性之股權買賣契約係包含了多方面之保證及其他之保障買方之約定。