《证券法苑》(2014)
第十二卷,第124~130页

证券法的精神与活力*

——《美国投资者保护经典案例选编》评介

程合红**

摘要:"适用乃法规之生命"。美国证券法历经将近百年仍屹立不倒,证券司法案例构成的判例法是其保持活力、发挥影响的重要原因。通过阅读这些判例,可以更深刻地感悟证券法的精神,更直观地领略证券法的活力。

关键词:证券法　精神　活力

"机遇不总是敲门——有时也是铃响。机遇有时候也戛然而止,1万人的投资结局便是如此。"读起来,这似乎是某一部流行小说中的哪一句话。但它却是美国最高法院奥康诺大法官在美国证券交易委员会诉爱德华兹案件判决书中的开篇语。

在世界各主要国家和地区,美国的证券市场及其法律占有着非常重要的一席之地。很多新兴市场国家和地区的证券市场,都或多或少地被烙下她的印记。就我国证券市场二十多年的发展历史来看,美国的证券市场及其法律制度也始终是我们学

---

* 本文缩略版曾发表于2014年9月16日的《证券时报》、《证券日报》。

** 中国证监会法律部副主任,法学博士。

习借鉴的一个主要方面。但是,境外法律,特别是美国法律,由于语言的不同以及其作为普通法系国家在立法体例和条文表述上的差异,要全面读懂和弄通其法律制度内容,准确把握其精神内核,则的确是一件不轻松的事情。对于非法律专业人士来说,就显得更加困难。

不过,美国的证券法律制度除了八十余年前国会通过的《1933 年证券法》、《1934 年证券交易法》等成文法之外,还有大量由证券司法案例构成的判例法。与成文的法律条文相比,这些案例读起来就容易多了。特别是那些最高法院的大法官们,差不多个个都是讲故事的高手,在充满严谨与威严的判词中,往往妙语连珠,活泼有趣。

最近,在中国证券投资者保护基金有限责任公司的支持下,法律出版社出版了由中国证监会组织编译的《美国投资者保护经典案例选编》。全书共选编了包括美国最高法院、联邦巡回上诉法院、联邦地区法院以及州最高法院等作出裁判的 17 件证券法案例,将判词内容原汁原味地呈现出来。除了前述奥康诺大法官的精彩判词,类似的还有许多。譬如巡回法院弗格森法官在美国证券交易委员会诉墨菲案中,用"常常是猎犬捕兔",来描述证券监管所面临的发行人想方设法、不断设计发行证券新途径试图规避法律时,紧紧追随市场变化的奔忙景象;巡回法院的坎内法官在斯特兰斯基诉康明斯发动机公司一案中,用一句"如果开口说话,就必须知无不言"格言式短语,精准、凝练地表达了法律对发行人、上市公司信息披露不得有误导、遗漏的严格义务要求;在安然公司首席执行官斯基林诉美国案件中,美国最高法院大法官金斯伯格将案件审理认定中法律论证路径的艰难曲折,形象地比喻为"本院迈出的这一步是跳出火锅,又跳入火坑"。

"适用乃法规之生命。"阅读这些判例,会使人感觉到法律不再仅仅是沉睡在纸面上的文字,是实实在在的"活法"(living law)。也就理解了为什么美国证券法历经将近百年仍屹立不倒,至今充满活力的缘故。一代一代法官,一个一个判例,将法律的精神薪火相传,使法律的生命不断张扬。阅读这些判例,会让人更深刻地感悟证券法的精神,更直观地领略证券法的活力。

一、证券法的理性与衡平

法谚有云,“法爱衡平”、“法律乃理性的命令”。在本书所收录的17件判例中,会处处感受到法官们对证券法这种理性、衡平精神的诠释与坚守。保护投资者,是世所公认的证券法宗旨。在判例中,法官们多次申明,“《1933年证券法》旨在保护投资者”,“《1933年证券法》的首要目的是要求公布重大信息从而保护投资者”,并在卡帕斯诉托奇近海有限责任公司案中,明确宣示“就驳回诉讼的动议而言,本院对起诉书中的所有事实表述进行诠释,以及就此作出所有合理推断时,都必须从最有利于原告(投资者)的角度出发”。应当说,法官们很好地坚持了保护投资者的基本原则。但是,法官们也并未因此而走向极端,盲目陷入所谓保护投资者的原教旨主义泥潭。在通篇的判例中,法官们在始终用一个词来为其所保护的投资者进行界定,那就是“遵循常理的”(reasonable),用翻译者的话说,这个词也可以译为“理性”。并以“遵循常理的”投资者定义为基础,提出了发行人、上市公司信息披露“总和”的概念,将招股说明书作为“一个整体”进行解读,从而划定了投资者免受信息虚假欺诈的保护标准,在投资者至关重要的权利保护与上市公司繁重的信息披露义务中取得平衡,伸张正义。如在马德里亚诉安得森案件中,沃克首席法官在考虑被告是否有责任在招股说明书中披露其所遗漏的中期财务信息时表示,“我们做了常见的审查,以确定投资者是否很可能会认为,遗漏(信息)的披露,会显著改变所提供的信息的‘总和’”,并最后认定“尽管(被告)在招股说明书没有包括1999年3月第一季度的财务数据,但遵循常理的投资者不会因此而误读(被告)的收入潜力”。

二、证券法的审慎与节制

“如果法定词语是明确的,那么我们的探求便到此为止”。这是沃

克首席法官在审理马德里亚诉安得森案件中，为驳斥被告对《1933 年证券法》第 11 条规定的任意曲解请求，所引用的一句话，对证券法所应有的审慎、节制精神作出了独到的阐发。

在证券市场中，总能听到对法律落后、过时、死板、僵硬的抱怨，要求对法律大量增加内容、不断修改条款、频繁进行解释的呼吁则不绝于耳。在许多时候，这当然是必要的。但是，法律的篇幅并不是越大越好，法律的修改也不是越多就越佳，法律的解释则更不是越宽泛就越应当受到赞扬。因为这是一把“双刃剑”。法律在不断的扩张、解释、修改中，确实会更加适应社会的现实，满足发展的需要。但是，规则的泛滥和对法律过度的解读以及断裂性的修改，也会削弱对市场未来发展的合理预期，降低信心，减少安全感。本书判例中的法官们，很有毅力地克制了自己的造法冲动，比较有分寸地把握了审慎、节制的证券法律精神。

在证券交易委员诉墨菲案件中，针对当事人是否应被认定为非公开发行的发行人问题，法院小心地行使着自己的权力，作出了非常谨慎的认定：“我们意识到，证券交易千变万化，各类证券五花八门，要在此领域确定法律原则不易。因此，我们必须指出，今天本院的判决并不意味着，任何人只要掌握对投资决策有重大影响的信息，就成了发行人。我们认为，在判定私募发行豁免是否适用时，只有组织或发起有限合伙单位的人，并对有限合伙单位为之成立的业务成败负主要责任的人，才会被视为是发行人。”

在安然公司首席执行官斯基林诉美国案件中，美国最高法院大法官金斯伯格的判词写道：“只要有可能，我们就应当维持国会的立法，而不是‘谴责’国会的立法。——我并不认为，为了维持一项法律，我们就有权解释该法。”

在对《1933 年证券法》第 11 条的适用争议中，面临着在二级市场购买证券的投资者是否有权与在 IPO 中购买证券时一样享有对发行人虚假披露信息的损害赔偿权利的争议，沃克首席法官说：“如果认定二级市场的投资者不享有基于第 11 条索赔的权利，那么这条规定就是多余的。而如果解释使得一项法律的用语成为多余，我们就不能赞同该解释。”拒绝对法律作出扩大解释。

在美国诉奥黑根一案中,涉及美国证券交易委员会根据法律授权作出的规则的效力问题。众所周知,美国最高法院对行政机构制定的规则拥有至高无上的司法审查权。但是最高法院在面临对证券交易委员会规则的有重大质疑情况下,仍然审慎、节制地认定:"既然国会通过(《1934年证券交易法》)第14(e)条授权证券交易委员会制定有关法律的规则,我们在作出判决时,对证券交易委员会就必须特别尊重或重视。"

在品特诉达尔一案中,美国最高法院一方面表明自己"在解读证券法的规定时,并没有机械、僵硬,而是比较灵活",同时又重申,"本院分析问题时从未完全脱离法律文本。终极问题是看国会的意图,而不是最高法院自认为可以改进国会已经定为法律的法定方案——我们必须假定,国会说一是一,并无他意"。

有百年法律,方有百年老店。可以说美国证券法中的这种审慎、节制精神,也正是其证券市场跨世纪持续发展的一个重要保障因素。

三、证券法的包容与多元

"对每一种倾向,人们似乎都看到了一种相反的倾向;对每一个规则,也似乎看到一个对立的规则。没有什么是稳定的,也没有什么是绝对的,一切都是流动的和可变的,世界是一个无穷无尽的'变成'(becoming)"。这是著名的美国最高法院大法官本杰明-卡多佐的一段名言。虽然不是审理证券案件的判词,但就证券市场复杂多样、利益相异、变动不居的特点而言,其所体现的包容与多元精神,却是再合适不过的了。在本书所载的诸多证券法判例中,广泛地体现了这种精神。

例如,在美国证券交易委员会诉爱德华兹案中,奥康诺大法官在认定投资合同属于证券时,有力地论证道:"国会制定证券法的目的是监管投资行为,无论其形式如何,无论其名称如何。"判词在提到法院于证券交易委员会诉豪威案件中,曾经确立了辨别一项安排是否构成投资合同的检验标准后,又马上申明:"该定义体现的是灵活原则,而并非静止原则,该原则可以调节,适用于变换无穷的各种安排。"一方面,

我们要赞赏《1933 年证券法》对证券的广泛、弹性定义为美国证券市场投资工具的多样发展奠定了基础;同时,我们也不得不感叹最高法院的大法官对这种有极大包容性、极强适应性法律规定的精准把握。

在马克夫斯基诉证券交易委员会一案中,马克夫斯基等二人在NASDAQ 市场中涉嫌一种新型的操纵违法行为。NASD 全国裁决委员会认定其行为违反了《1934 年证券交易法》第 10(b)条,下令警告和批评马克夫斯基等二人,并禁止其再与 NASD 的任何会员有任何交往,同时予以罚款处罚。马克夫斯基不服,认为其没有使用"洗售"或"对敲"之类的欺诈手法,或者在相互认识的当事方之间买卖,造成出售和市场感兴趣的假象等,声称其行为是合法的。一些评论人士也提出,当操纵行为完全是根据行为者的目的界定时,很可能产生自我威慑,很少需要外部制裁。但是,法院并没有采纳这种辩护观点。因为法院认定,国会已经明确表示,根据行为者的目的,就完全可以认定非法操纵,即《1934 年美国证券交易法》第 9(a)(2)条规定这种行为违法,并在第 10(b)条中将这种违法行为纳入"操纵方法"之中。从而将这种新型操纵行为纳入法网。这是一种极具包容性和开放性的立法方式。

阅读这 17 件判例,还会发现一个有趣的现象,就是许多案件中法院的法官们,包括最高法院的大法官们之间,意见并不是完全一致。最后作出的判决,也不是由院长或首席大法官力排众议,拍板定案的,而是完全采纳多数意见进行裁判。例如,在安然公司首席执行官斯基林诉美国案件中,阿利托大法官是部分同意判决理由,部分同意判决结果;索托马约尔大法官、史蒂文斯大法官和布雷耶大法官则是部分同意判决理由,部分不同意判决理由。这些不同意见都一并纳入判决书之中。虽然这是美国法院的一个普遍做法,但对于证券市场来说,这种司法中的包容精神,对不同意见的容纳,却显得尤为重要。因为,证券市场的复杂变化、发展创新,特别需要法律的适应性和包容性,能够为未来发展留有空间,能够为打击制裁新型违法行为提供法律依据,能够为今天也许是谬误,但明天却可能被证明是真理的"异端"保有证明自己的时间机会。

四、证券法的实体正义与程序正义

英国法学家梅因有一句名言,“实体法——隐藏在程序法的缝隙当中”。不仅仅是实体正义,程序正义的精神,也渗透在现代法治的每一个领域。在美国证券法判例中,这种精神被推崇到极致。以安然公司首席执行官斯基林诉美国案件为例,美国最高法院大法官金斯伯格发表的冗长判决意见,大量内容在论述原审法院挑选陪审员的程序是否正当。真正对安然及斯基林行为是否构成犯罪的实体性论证,反倒是只占了很小的篇幅比例。在许多人看来,这或许明显属于本末倒置,浪费纳税人的时间与金钱。地区法院在对该案的审判中,共向400名陪审团备选人发出了邮寄问卷。斯基林提出,安然公司总部所在地的休斯敦当地对他具有敌意,审前媒体报道过多,毒化了潜在的陪审团成员,要求更换审判地。地区法院拒绝了他的提议,但挑选陪审团成员的过程极其艰辛。首先是90人有困难而退出,余下的因为当事方不同意等原因,又排除了119人。当事人双方特别商定“任何陪审员备选人对安然或被告已有先入为主的观点,就不能公正地考虑审判时出示的证据”。最后法院留出12名成员组成陪审团,并留下4人作为候补。但即便如此,斯基林仍然要求排除6名陪审员。至于检察官,由于安然与当地的联系非常广泛,美国地方检察官办公室的所有检察官都不得不回避,没有参加对公司倒闭的调查。其他对本案持不同意见的大法官们,也在程序问题上争论不休,且都不约而同地强调程序的重要意义,即“无论被指控的罪行多么令人发指,无论被告犯罪是多么的明显,或者被告在生活中被打入另册。我们的司法制度要求,审判都必须是公正的,不论是在形式上还是实质上”。

“法官是活着的法律宣示者。”1933年和1934年制定的美国《证券法》与《证券交易法》距今确实已经很远了,但是阅读《美国投资者保护经典案例选编》,又会觉得距离我们很近。很难想象,如果没有这些众多判例的存在,美国证券法是否还能够像今天这样充满活力,发挥影响。