

收放之间:美国证券域外纠纷 诉权新解

郭 雳*

摘要:2010年6月美国联邦最高法院审结的莫里森案,是美国证券法发展史上的重要节点,代表了全球化背景下最大资本市场在处理涉外欺诈纠纷问题上的转向。以往的行为和影响标准被否定,交易标准得到强调,《证券交易法》第10(b)条的适用范围被限缩,存托凭证和国外基础证券受到区别对待。此后一年间,尽管不无争议,莫里森案判决和交易标准被下级法院广泛援引,并经受住了 Dodd - Frank 法案的考验。由此释放出的信号包括:美国有意愿加强公共执法和国际多边合作。

关键词:证券欺诈 涉外诉讼管辖 私人民事诉讼 美国证券法

2011年以来,在美国上市的许多“中国概念”公司相继经历财务质疑和股价暴跌,遭遇大规模证券集团诉讼的威胁。事实上,即便是身为国企龙头的“中国人寿”,在其2003年年末境外上市的几个月内,也曾由于涉及国家审计署公告的历史违规问

* 北京大学法学院教授,德国洪堡基金会学者。

题,而被投资者告上法庭。2008年9月,美国纽约南区联邦地方法院作出简易判决,认定:对在香港联交所购买“中国人寿”股票的外国投资者起诉不具有管辖权;对于在纽约证券交易所及其他在美的交易所购买该股的美国投资者,法院虽具备管辖权,但由于未发现诉称中的损害因果关系和被告虚假陈述事实,判决驳回起诉。^①2009年1月,随着原告提出动议自愿撤回上诉的申请,美国联邦第二巡回法院予以批准,一审判决遂成为最终生效判决。此前,美国证监会(SEC)已于2006年结束了针对此事的非正式调查,亦未采取任何执法措施。

尽管如此,这场风波以及2002年后美国《公众公司会计改革和投资者保护法案》(SOX法案)实施所推动的合规成本和违法处罚升级,仍颇令中国乃至其他国家很多企业视赴美上市为畏途。那么,是否不涉足美国资本市场,甚至没有美国投资者成为股东,公司就可以高枕无忧呢?其实并非如此,长期以来美国的证券诉讼体系不断尝试着将其触角向外延伸,直到2010年中联邦最高法院作出一项里程碑式的判决,在相当程度上和时期内对上述趋势形成了遏制,未在美上市的外国公司面临证券集团诉讼的可能性进一步缩小。^②此后,一些下级法院相继依其进行了判决,国会通过的新法也体现出耐人寻味的互动。一年间的后续观察使我们可以有更加全面客观的思考,围绕相关诉求和争议,更有理由和必要对该重要动向开展一番仔细的审视和解读。

一、一锤定音:莫里森案

2010年6月24日,美国联邦最高法院以一致赞成的方式对“莫里森诉国民澳洲银行案”(Morrison v. National Australia Bank,莫里森案)

^① See *In Re China Life Securities Litigation*, 2008 U. S. Dist. LEXIS 67077; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) pp. 94, 828.

^② 参见郭雳:“从美国新案例看境外证券诉讼新动向”,载经济观察网,<http://www.ceo.com.cn/observer/shelun/2010/07/15/175556.shtml>,2010年7月15日最后访问。

进行终审宣判,^③维持了下级法院一、二审的决定,不支持原告3名澳大利亚投资者在美国联邦证券法下的诉权。^④该案中的被告国澳银行是澳大利亚最大的银行,在其本国而非美国的证券交易所上市。1998年,国澳银行收购了一家总部位于美国佛罗里达州的抵押贷款证券化服务机构,后者由于会计处理上出现错误使得估值虚增。问题曝光后,2001年国澳银行被迫进行巨额核销,导致股价大跌。遭受损失的投资者于是以“虚假财务信息产生于佛罗里达”为由,向美国联邦地区法院提起证券集团诉讼,声称被告违反了美国《证券交易法》第10(b)条(即SEC规则10b-5)和第20(a)条。

这些指控与“中国人寿案”中的如出一辙。其中,第20(a)条作为附属罪则,指向的是相关“控制人及协助教唆者”(controlling and aid & abet persons)的责任。而针对证券欺诈行为,美国联邦法律的核心应对正是其1934年《证券交易法》第10(b)条。该条概括性地规定“任何人直接或间接所为,与任何证券买卖相关、违反SEC所拟规则采用操控性(manipulative)或欺骗性(deceptive)手段的”活动为非法。根据授权,SEC在1942年综合了《证券交易法》第10(b)条和1933年《证券法》第17(a)条,制定出著名的规则10b-5。规则10b-5规定的非法行径共分三款:(a)采用任何手段、图谋或伎俩进行欺诈;(b)对某重大事实做任何虚假的陈述,或不就某重大事实做必要说明以使其所为陈述在当时情况下不具有误导性;(c)参与任何与证券买卖相关、会或将会欺诈或欺骗他人的行动、操作或举措。

规则10b-5原本是被用于SEC自身的执法,或者由SEC向法院提起的诉讼。1946年联邦地区法院首次接受其他主体以违反该规则为由提起的民事诉讼,认定第10(b)条及规则10b-5项下存在默示的私人民事诉权。1971年联邦最高法院判例在未加解释的情况下采纳了下级法院的上述主张,正式确立了该默示的私人民事诉权。经历了近70年的演进,规则10b-5涵盖了虚假陈述、内幕交易、操纵市场、券

^③ 九位大法官中,索托马约尔没有参加本案的合议和表决,斯卡利亚代表法院撰写了判词(罗伯茨、肯尼迪、托马斯、阿利托等附议)。虽然也投票赞成判决结果,布莱尔和斯蒂文斯(金斯伯格附议)分别发表了两份附属意见。

^④ See *Morrison v. National Australia Bank Ltd.*, 130 S. Ct. 2869 (2010).

商欺诈客户等几乎所有欺骗行为,成为美国法下证券诉讼的首选利器。^⑤

然而“莫里森案”中,原告澳大利亚投资者的上述诉求却在三级法院接连受挫,尽管后者给出的原因不尽相同。初审地区法院与二审联邦第二巡回法院驳回起诉的依据均为缺乏管辖权,^⑥最高法院调卷终审的结果则更令原告沮丧,因为其言明第 10(b)条及规则 10b-5 的域外效力属于实体法而非仅仅是管辖权问题,进而从根本上否定了外国投资者在类似情况下寻求美国证券法救济的可能。在判词中,斯卡利亚大法官特别批判了以第二巡回法院为代表的下级联邦法院近些年来试图扩张美国证券诉讼域外效力而提出的“行为和影响标准”。他认为,美国法上一个长期的原则是,除非存在相反意图,国会立法只适用于美国领土管辖之内。因此,除非国会明确表达某法条具有域外效力,那么首先应假定立法只适用于国内情形。第二巡回法院的做法是对《证券交易法》原意的臆测和超越,买卖证券在哪里发生才是关键,而不应去穷追什么所涉欺诈的行为或后果。在此基础上,斯卡利亚强调了“交易标准”(transaction test),即认为第 10(b)条的适用范围仅限于在美国境内证交所上市证券的交易和其他证券在美国境内的交易,别无其他。

二、标准之争:摸索与争议

“莫里森案”的不同凡响之处首先体现于对下级法院以往探索的否定,这些尝试其实从始至终都伴随着争议。其基本逻辑起于这样的认识,1933 年《证券法》、1934 年《证券交易法》并没有对法律的域外效力作出明确规定,所以这一事项应当交由法院解读。由此,第二巡回法院和其他下级法院逐渐发展出了行为标准与影响标准来确定这两部法

^⑤ 参见郭雳:“证券欺诈法律责任的边界”,载《中外法学》2010 年第 4 期。

^⑥ See *Morrison v. Nat'l Austl. Bank Ltd.*, 547 F.3d 167, 2008 U.S. App. LEXIS 21986 (2d Cir. N.Y., 2008).

律的域外效力。

(一) 行为标准 (conduct test)

行为标准是指,美国法院有权对发生在美国境内的证券欺诈行为行使管辖权,而不论受损投资者的国籍为何。行使领土范围内司法管辖权,是国际法中有关管辖的第一法则,又称“主权领土原则”,强调一个主权国家对在其领土范围内发生的一切行为拥有司法管辖权。进而言之,行为标准根据受损投资者是美国人或是外国人,适用情况有所不同。如果诉讼涉及在国外的美国人,那么只需要在美国发生的、对股票价格有实质性影响的活动对当事人的行为会产生影响即可;而如果涉诉投资者中没有美国居民,那么在美国的行为则需要直接导致投资者的损失。仅仅在美国境内实施欺诈的预备行为一般不能导致证券法适用于外国投资者。而且,满足了行为标准尚不必然导致美国法的适用,有时还要考虑其他因素。麻烦在于这一标准含糊不清,任何一个因素的存在与缺失都有可能导致判决结果的不同。^⑦

大致来看,联邦上诉法院在运用“行为标准”时可以划分为两大阵营:第二巡回法院和哥伦比亚特区巡回法院采用较为严格的认定方法,强调对特定投资者产生某些直接影响,要求被告在美国境内的行为不仅仅是“准备性质”,而且要对投资者构成直接损害。与此不同,联邦第三、第八和第九巡回法院采取的“行为标准”较为宽松,只要被告行为与整个欺诈活动有关,不管这种行为是“准备性质”还是具有“重要性”的,倘若对美国证券市场产生了一般的负面作用,美国法院即可实施域外管辖权。^⑧上述认识和应用上的分歧,加剧了诉讼结果的不确定性和不公平性。

(二) 影响标准 (effects test)

影响标准,又称“客观领土原则”,其出发点是美国国会应保护国内证券市场免受任何欺诈行为的影响。在该标准下,法院对发生在美国境外但是对国内会造成或者已经造成有害影响的行为具有管辖

^⑦ See *Morrison v. Nat'l Austl. Bank Ltd.*, 130 S. Ct. 2869, 2884 (2010).

^⑧ 参见钱学锋:“世界证券市场的日益国际化与美国证券法的域外管辖权(中)”,载《法学评论》1994年第4期。

权。^⑨在随后案例中,还发展出只要原告是美国居民,就可以根据影响标准确定美国法院管辖权的原则。例如,Drexel Firestone案中,第二巡回法院进一步明确裁定,联邦证券法的反欺诈规定:(1)适用于将证券出售给居住于境内的美国国民的损失案,无论重要的行为(或应受惩罚的不行为)是否发生在美国国内;(2)适用于将证券出售给居住于美国境外的美国居民的损失案,但当且仅当在美国境内所为重要的行为(或应受惩罚的不行为)对损失发生具有重要影响时;(3)不适用将证券出售给居住于美国境外的外国人的损失案,除非在美国境内的重要行为(或应受惩罚的不行为)直接地导致了损失的发生。^⑩与行为标准相比,影响标准的界限更加模糊且弹性更大,因而受到的非议也更多。

三、“超越”管辖权问题

针对下级法院将《证券交易法》第10(b)条的域外适用理解为管辖权问题并反复纠结于此,最高法院颇不以为然并通过莫里森案件予以澄清和纠正。判词指出,管辖权问题仅仅涉及法院是否有权对案件进行听审。对此,《证券交易法》第27条已经明确规定美国法院对于违反《证券交易法》或其项下规则和条例的行为、以及未执行该法或其项下规则和条例创设的任何责任或义务的行为均具有管辖权,因此只要发生了符合《证券交易法》规定的欺诈行为,原告就有权在美国法院提起诉讼,美国法院也应当受理。但是,特定对象能否运用第10(b)条维护自己的合法权益,则是一个法院在审理过程中需要处理的“实体问题”。

显然,为实现关注焦点的转换,联邦最高法院在这里采用了以退为进、声东击西的方式。而对下级巡回法院意见的否定暗合了美国法上的一个长期原则:“排除域外适用假设”(the presumption against extraterritoriality)。该原则的基本观点是:除非法条中明确表现出相反

^⑨ See Schoenbaum v. Firstbrook, 405 F.2d 200, 208, 215 (1968).

^⑩ See Bersch v. Drexel Firestone, Inc., 519 F.2d 974 (1975).

的意图,国会的立法只适用于美国领土管辖之内。因此,除非国会明确表达某法条具有域外效力,首先应当假定立法只适用于国内情形。^①目前除证券法外,这一假设还广泛适用于军事、劳动、民事权利、主权豁免、侵权、刑事、反垄断以及专利法等领域。遵循这一原则,法院要认定某法条有没有明确表达出国会具有将其适用范围扩大到美国主权范围或者有立法控制权的范围之外的意图。如果表述模糊,那么法条的适用范围和影响都应当限制在美国的地理界线之内。

支持这一假设的理由在于:第一,国会在立法时首先考虑的应是国内的情况;^②第二,根据国际礼让原则,美国法院不应当管辖主要发生在国外的行为,^③因为这样有可能会侵犯行为发生地国的司法主权,遵循这一原则有助于避免管辖冲突;第三,这一假设体现了法院对国会任外交方面权力的尊重。法院无权修改或调整美国法律,所以在这一问题上需要按照国会的意图进行处理。^④

与此相关的还有 *Charming Betsy* 案所确立的规则,即国会的立法应当尽量被解释得与其他国家法律的适用发生冲突。^⑤该规则要求国会立法明确表达出域外适用的意图。^⑥如果有解释方法不会引起冲突,那么该解释应优先适用,如果成文法表述不清晰,那么应当要避免与其他国家的管辖权冲突。^⑦应该指出,*Charming Betsy* 规则与排除域外适用假设两者是相互独立的,即使是在排除域外适用假设不适用的领域,*Charming Betsy* 规则也可以适用。支持这一规则的逻辑是,影响美国和其他国家关系的事项只能由立法机关决定。^⑧

① See *Foley Bros. v. Filardo*, 336 U. S. 281, 285(1949).

② See *EEOC v. Arabian Am. Oil Co.*, 499 U. S. 244, 248 (1991).

③ See *Sale v. Haitian Ctrs Council, Inc.*, 509 U. S. 155, 173 (1993).

④ See *supra* EEOC, p. 259.

⑤ See *Murray v. Schooner Charming Betsy*, 6 U. S. (2 Cranch) 64, 118 (1804).

⑥ See *McCulloch v. Sociedad Nacional de Marineros de Honduras*, 372 U. S. 10, 21 - 22 (1963), quoting *Benz v. Compania Naviera Hidalgo*, 353 U. S. 138, 147 (1957).

⑦ See *Supra Charming Betsy*, p. 118.

⑧ See *Supra McCulloch*, p. 22, quoting *Benz*, p. 147.

四、聚焦“交易标准”

“拨乱反正”后,交易标准重新获得重视被用来解决实体问题。据此,莫里森案判决将第 10(b) 条的适用范围仅限定于两类(1)在美国境内证交所上市证券的交易(transactions in securities listed on domestic exchanges)和(2)其他证券在美国境内的交易(domestic transactions in other securities)。在大多数情况下,交易标准是一个非常明确的适用标准,如发生在证交所中的交易以及柜台交易,都非常容易确定交易发生地,因为这些交易发生地与买卖双方的地理位置并没有特别大的关系,只与交易所和柜台的所在地有关。但是私人交易尤其是衍生品交易,以及涉及国外证券经纪人的交易,对这些交易地点进行判断就没有如此简单了。这些问题以及斯卡利亚法官判词中的一些措辞歧义,引发了业界与学者们的关切和讨论,并在随后的案例中得到体现。

(一) 在美国境内证交所上市证券的交易

这一标准的内涵相对比较清晰,不过下级法院在后续审理相关案件的时候也发现,联系莫里森案的上下文来看,斯卡利亚大法官的表述并不太精确。在描述交易标准时,他提到属于美国证券法管辖范围内的交易包括“在美国境内证交所上市证券的交易”,但实际上其想表达的意思应当是在“在美国境内交易所上市并交易的证券”。因为最高法院关注的是交易发生的地点,而即便按照以往的行为和影响标准,那些不以交易为目的而上市的证券也不是《证券交易法》第 10(b) 条的管辖范围,而莫里森案的目的绝对不是扩大该条款的适用范围。^①

进行上述区别的意义主要在于 ADR 机制的广泛应用。根据美国证券法的规定,在美国上市的企业注册地应在美国,而注册地在美国之外的公司要想在美国上市必须采用美国存托凭证(ADR)的形式。ADR 可以在美国的证券交易所挂牌上市,除非上市时另有规定,ADR

^① See In Re Royal Bank Of Scotland Group PLC Securities Litigation, 09 Civ. 300 (Dab) (2011).

和其代表的证券应当分别注册登记。换言之之某种意义上,在一家上市公司的 ADR 在美国的证交所挂牌上市时,其 ADR 所代表的普通股票也一同上市了,但这部分股票并不用于在美国的证交所内交易。购买 ADR 的投资者可以依据《证券交易法》提起诉讼,因为 ADR 属于在美国境内证交所上市的证券。^{②①}然而,和 ADR 一起注册的基础普通股票的交易,事实上发生在美国境外的证券交易所,因此这部分证券的交易也不在美国证券法的管辖范围之内。

就此比较典型的是涉及法国传媒娱乐业巨头威望迪环球公司(Vivendi Universal)的诉案。该公司的普通股票在泛欧巴黎交易所上市,其 ADR 在纽交所上市,它被指控对财务状况作出了误导和虚假陈述,违反了美国证券法。莫里森案宣判后,依据上述分析,审理法院认为在纽交所上市交易的部分只限于 ADR,因此本案中的合格原告仅包括在美国、法国、英国、荷兰等地购买了威望迪 ADR 的投资者,而购买威望迪普通股票的美国投资者和外国投资者都没有满足莫里森案的标准。^{②②}

(二) 其他证券在美国境内的交易

相比之下,缺乏清晰界定的“其他证券在美国境内的交易”争议更大。目前比较一致的认识是,美国居民买卖在国外证交所上市的证券不属此列。有多个法院认为如果认定这种交易属于“其他证券在美国境内的交易”,无异于恢复适用“影响标准”,与莫里森案判决意图避免美国法院干预国外证券法实施的精神相违背。^{②③}国际礼让原则是不方便管辖分析中的一项重要因素,在已有外国证券法管辖的情况下,美国

^{②①} 具体而言,二级和三级 ADR 可以在美国的证交所上市所以遵循 SEC 关于信息披露的规定,而私募 ADR 由于可以在美国证券市场上融资,构成了“连续和系统的联系”。因此,美国法院对这几类 ADR 在相关发行与销售过程中的欺诈行为有权介入,基本上是没有疑问的。目前颇有争议的是对一级 ADR 的处理。

^{②②} See *In Re Vivendi Universal, S. A. Sec. Litigation*, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) pp. 96, 212 (2011).

^{②③} For example see *Cornwell v. Credit Suisse Group*, 3758, 729 F. Supp. 2d 620 (2010), *Quail Cruises Ship Mgmt. Ltd. v. Agencia de Viagens CVC Tur Limitada*, 732 F. Supp. 2d 1345 (2010).

证券法就不应当介入。^⑳

在具体解说中,有法院在处理涉及丰田汽车公司的诉案时认为,当交易事实上发生在国外证交所,买方或卖方相当于通过经纪人去国外证交所完成的交易。换言之,实际上进行“交易”的乃是双方的经纪人,也就是外国券商,在此最终的卖方或买方是谁反而并不重要。在这种观念下,“境内交易”或者说“发生在美国的买卖行为”是指发行人明确在美国发行的证券的交易,而不是买方或者卖方的物理位置位于美国的国外交易的证券买卖。^㉑据此,法院认定美国证券法应当让位于交易发生地法。

也有法院试图结合相关定义和交易形成的过程加以解读。在瑞士再保险公司案中,原告提出,《证券交易法》第3条规定了买卖的含义,“买入”和“购买”均包括用于买进、购买或以其他方式收购的合同,“销售”和“卖出”均包括用于卖出或者以其他方式进行处置的合同;^㉒当一个人不可撤销地拥有了获得证券的权利以及付款的义务时,他就就是一个购买者;^㉓从这一定义出发,原告的投资指令是在芝加哥发出的,因此应当认定交易发生在美国境内。然而法院认为,《证券交易法》要求联系上下文来理解“购买”的含义,如莫里森案所强调的,对于在国外证交所交易的证券,确立的标准是避免对外国证券规制的干预。倘若只要投资者在美国发出交易指令就使得证券交易归属于第10(b)条管辖,那么这个目的就无法实现。而且在本案中,原告并没有证明他们的交易指令是不可撤销的。总之,法院认为系争事实或许构成“其他证券在美国境内的交易”,但仅仅主张从美国发出电子交易指令是不够的,因此认定该交易不属于美国证券法的处理范畴。^㉔

^㉑ See *In Re Banco Santander Securities—Optimal Litigation*, 732 F. Supp. 2d 1305 (2010).

^㉒ See *Stackhouse v. Toyota Motor Co.*, No. CV 10-0922, 2010 U.S. Dist.

^㉓ 15 U.S.C. § 78c (a) (13) (14).

^㉔ See *Blau v. Ogsbury*, 210 F.2d 426, 427 (2d Cir. 1954), see also *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723, 751, 95 S. Ct. 1917, 44 L. Ed. 2d 539 (1975).

^㉕ See *Plumbers' Union Local No. 12 Pension Fund v. Swiss Reinsurance Co.*, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) pp.95,933(2010).

在另一案件中,法院采取了近似的立场。该案被告 ACM 是一家基金管理公司,其运营和销售的投资基金都是依照开曼群岛的法律,这些基金在美国境外证交所上市。虽然被告多次到美国进行游说、基金认购材料都寄到美国、原告是美国居民、原告的认购协议在美国签署、基金的认购款也是打入在纽约的银行,但是认购协议中明确指出,投资者签署认购协议后,ACM 公司有权拒绝投资者的投资,哪怕基金认购款已经到位。据此,签署协议后,原告尚没有不可撤销地获得取得基金份额的权利,只有 ACM 承诺之后原告才拥有了这一权利。于是法院认为这笔交易的发生地点在开曼,继而驳回了原告的起诉。^②

仔细思量,上述做法也并非全然无迹可寻,或许可以发掘出其思维脉络。虽然没有制定法界定过什么是“在美国境内的交易”,但是 SEC 规范境外发行的 S 条例中,Rule 902h 曾给出“境外交易”(offshore transaction)的概念。该条规定,如果一项交易符合以下情形,则属于境外交易:要约并不是向美国居民发出的;购买指令作出时,买方不在美国,或者卖方或其代理人有理由相信卖方不在美国,或者基于以下原因:(1)交易是在国外证交所进行的;(2)交易是在 Rule 902b 界定的海外交易市场进行的,并且卖方或其代理人并不知晓之前与买方协商的交易发生在美国。但是,针对特定境外美国国民的要约或者发售行为不属于“境外交易”。^③两相对照,确有似曾相识之感。

五、新标准背后的政治考量和国际博弈

美国最高法院推翻行为和影响标准,代之以交易标准,表面上看是采取了对第 10(b)条进行文本字面解释的方式,但判决结果实际上也蕴涵着政治考量。

首先,监管效率问题。不确定性是行为和影响标准饱受诟病的重

^② See *Cascade Fund, LLLP v. Absolute Capital Mgmt. Holdings Ltd.*, Civil Action No. 08 - cv - 01381 - MSK - CBS, (2011).

^③ See 17 C. F. R. § 230.902(h).

要原因之一,法院根据每个案件的具体情况进行分析,因而许多情况类似的案件会出现不同的判决结果。很多人认为这种不确定性将给美国经济带来不利影响——为了避免诉讼,外国公司可能会减少在美国境内的经济活动。此外,适用行为和影响标准可能导致多重监管,而多重监管不仅会给发行人带来很大的负担,对于监管者而言也是非效率的。^④各国都有意愿减少这种因过度管制和管辖权冲突所带来的非效率。

其次,行为和影响标准大行其道可能引发外交争议。莫里森案审理过程中,英国、法国、澳大利亚政府递交的“法院之友”(amicus curiae)意见都表达了要求缩限美国证券法域外适用范围的主张,批评其可能违背国际礼让原则。国际礼让是主权国家之间“在各自制度平等、地位和性质相似这一共识基础上的一种相互尊重”。^⑤美国现行的集团诉讼体制是各种因素平衡的产物:投资者保护、打击欺诈行为、避免机会主义行为、避免滥诉。^⑥然而,其他国家与美国在管理目标、策略与市场环境上都存在差异,会有不同的考虑,因而就实体与程序规则会产生不同的规则。例如,美国证券法允许适用欺诈市场理论来确认信赖关系,欧洲大多数国家则要求直接证明投资决策是在信赖虚假陈述基础上作出的;在程序上美国的要求也更加宽松,如其适用“选出规则”、胜诉酬金制度,^⑦而欧洲国家多认为这些做法过于偏袒原告而不愿采用。总体而言,美国证券法对股东更加友好,若有域外管辖效力,股东便会更愿意在美国提起诉讼,其他国家制定证券诉讼规则的目的就会落空,从而干预到其他国家的立法选择。^⑧

最后,美国最高法院主动自我设限,收缩对国外投资者的保护,可

^④ Genevieve Beyea, *Morrison v. National Australia Bank and the Future of Extraterritorial Application of the U. S. Securities Laws*, 72 Ohio St. L. J. 537, pp. 554 - 556 (2011).

^⑤ Mark B. Schwartz, *Itoba Ltd. v. Lep Group PLC: an Apple that Fell From the Wrong Branch*, 22 Brooklyn J. Int'l L. 467, p. 490, n128 (1996).

^⑥ 参见郭雳:“美国证券集团诉讼的制度反思”,载《北大法律评论》(第10卷第2辑),北京大学出版社2009年版,第428~437页。

^⑦ Elizabeth Cosenza, *Paradise Lost: § 10(b) after Morrison v National Australia Bank*, 11 Chi. J. Int'l L. 343, 368 - 371 (2011).

^⑧ See *Supra* Genevieve Beyea, p. 556.

能会激发其他国家作出改革,促进全球监管水平的提高。因为失去了美国法的保护,外国投资者群体会施压要求其国内法改革。此外,莫里森案判决还可能导致全球金融监管框架的改变。监管者、学术界、金融机构正在凝聚一个共识,即国际金融市场的监管框架需要经历一次根本性的变革,以解决国家和地区证券监管机构对跨境金融活动的影响力减弱。^⑤这在金融监管的所有领域都存在,但在打击证券欺诈的领域尤其突出。因其对维护资本市场的稳定和繁荣非常重要,投资者信心的减损、市场流动性损失和价格下跌不仅仅是一个国家或地区的问题,而会影响全世界资本市场,所以遏制跨国证券欺诈给国际合作提供了一个很好的机会。^⑥

美国的这种姿态在荷兰身上显现了鲜明的回应。一方面,该国早在2005年7月已颁布了《涉及群体索赔的集体和解法令》(Wet Collectieve Afwikkeling Massaschade, WCAM),引入了与美式集团诉讼非常类似的机制,如“选出规则”。就在莫里森案判决的前一天,荷兰阿姆斯特丹地方法院对“荷兰皇家阿霍德集团(Ahold)诉讼和解案”也作出判决,承认根据美国法律并由美国马里兰法院批准的一项证券欺诈集团诉讼和解协议的效力,并要求未选择退出和解的诉讼成员不能再在全球其他地方向被告索赔。在学习借鉴的同时,荷兰也在积极延展应用自己的证券诉讼管辖权。在皇家壳牌案件中,荷兰法院认为,根据《巴塞尔第一条例》和《卢加诺协定》,即使案件与荷兰并没有实质联系,但是只要涉案有一方是荷兰居民以及和解协议中有一方是荷兰人或者是欧盟成员国、卢加诺国家成员国(瑞士、冰岛、挪威)的居民,荷兰法院就有管辖权。总之,依托于其在吸引外资和对外开放方面的传统优势——在欧洲所处的战略地位、优惠税收、高水平的教育、良好的基础设施(港口、机场),荷兰也正在致力成为证券欺诈诉讼领域一个有竞争力的选择。

^⑤ Int'l Bar Ass'n, *Report of the Task Force on Extraterritorial Jurisdiction* 273 (2009), available at [tp://tinyurl.com/taskforce-etj-pdf](http://tinyurl.com/taskforce-etj-pdf).

^⑥ Technical Comm. of the Int'l Org. of Sec. Comm'ns, Int'l Org. of Sec. Comm'ns, *Strengthening Capital Markets Against Financial Fraud ii* (Feb. 2005), <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD192.pdf>.

六、持续的争论及 Dodd - Frank 法案的考验

事物总像是一个硬币的两面。回归文意解读的交易标准缩小了美国证券法反欺诈条款的适用范围,不可避免地被人指责为削弱了对投资者的保护。事实上,尽管投了赞成票,民主党背景的两位大法官斯蒂文斯和金斯伯格亦直言批评其同侪正越来越使第 10(b) 条丧失牙齿。归结起来,对交易标准的抨击主要集中在以下方面:

第一,交易标准无视证券市场全球化的现状,忽略了金融市场的相互联系和政府惩治欺诈带来的利益。随着证券跨境交易的普及以及资本市场的全球化趋势愈演愈烈,发生在一个地方的欺诈行为可能在世界范围内产生影响,全球的投资者都可能间接受损。无论欺诈在哪里发生,美国和其他国家都有利益在其中,莫里森案新标准减少了规则 10b-5 的威力。

第二,交易标准推高全球监管水平的愿望并不太实际。理论上,交易标准排除美国法的域外适用,的确能以市场压力促使它国增强对投资者的保护从而提高全球监管水平。但是这一推论忽略了其他影响发行人、投资者发行和购买证券的因素,因为除了反欺诈条款,还有税收、对企业的规制、信息披露要求和地理因素都可能对此产生影响。市场选择并不一定会导致理想的反欺诈保护,反而可能引发朝底竞争。

第三,认为投资者会在给证券定价时考虑交易市场对投资者保护程度这一“理性假设”也未必经得起推敲。至少实践证明更多的情况是,投资者情愿忍受不公平和不公正也不愿意忍受证券欺诈,当市场出现欺诈,投资者对市场的信心会迅速下降从而导致股票价格暴跌。指望市场从容地发挥引导机制并不可行。

第四,交易标准一个隐含的前提是,其他国家的证券监管也达到了较高的水平。但是事实并非如此,美国在证券监管能力和效果上都居于世界前列,其他国家并无法给投资者提供类似程度的保护。因此交

易标准很有可能使得许多证券欺诈行为成为漏网之鱼。^⑳

莫里森案宣判伊始,就被看作目前共和党法官占据多数的美国最高法院推动“放松管制”的举动,势必招致当时由民主党控制的国会的反制,斯卡利亚在判词中也不讳言,交易标准只是依现行法律而得出,国会无权以新的立法改变游戏规则。果然,判决过后不到一个月,美国国会就在2010年7月21日通过了综合性的《华尔街改革与消费者保护法案》(Dodd - Frank 法案)。该法案第929P条对1933年《证券法》第22条和1934年《证券交易法》第27条这两项域外效力条款作出修订,可被视为对莫里森案判决的某种回应。

修订后的条款规定,美国法院对下列SEC和美国政府提起的违反美国证券法反欺诈条款的诉讼具有管辖权:(1)在美国境内的行为是欺诈行为的重要组成部分,即使证券交易发生在国外,相关投资者是外国人;(2)行为发生在美国境外,但是可能在美国境内产生实质性影响。不难看出,上述修订将SEC和美国政府(即司法部,DOJ)所提起的境外证券诉讼的管辖范围又恢复到了行为标准和影响标准。此外,该法案第929Y条还要求SEC对上述第929P条款域外管辖权的扩张是否应适用于私人诉讼进行调研,目前SEC尚未发布调研报告。^㉑

当然,这样的变化也意味着Dodd - Frank法案并没有真正对莫里森案判决构成伤害。其一,该判决针对的本来就只是由私人原告提起的证券欺诈集团诉讼,对于SEC等的公共执法活动则未作限制,以州法为由提出的诉讼亦不受影响。其二,更重要的是,莫里森案将第10(b)条的适用定性为一个实体而非管辖权问题,其也承认美国法院对于域外的那些违反证券法的行为是有管辖权的,只是第10(b)条只适用于国内交易而已。Dodd - Frank法案的相关规定恰恰仍围绕着管辖权问题打转,确认法院有权管辖SEC、DOJ对发生在美国境内或者会对美国产生实质性影响的欺诈行为提起的诉讼,这实际上不过是在重申莫里森案的观点而已。至于实体问题,Dodd - Frank法案只字未提。

^⑳ See *Supra* Genevieve Beyea, pp. 559 - 562.

^㉑ See Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No 111 - 203, § § 929P, 929Y, 124 Stat. 1376 (July 21, 2010).

换言之,新法案颁布后,SEC、DOJ 的权力或许也没有得到实质性扩张。^⑨

目前法院在审理 SEC、DOJ 所提起的境外证券诉讼案件时,基本都沿用莫里森案的判决逻辑,从交易发生地为切入点来判断法院是否应当审理,对 Dodd - Frank 法案的适用态度非常慎重,目前还没有法院引用该法案的相关内容作出判决。不过有必要指出,在运用交易标准衡量这些公法主体所提起的诉讼时,法院似乎会更积极地倾向于适用美国法,“保护投资者免受欺诈侵害”。例如,在 Credit Bancorp 案中,被告在美国注册了公司并利用该公司向美国居民发售金融衍生品,从而牵涉到在美国境外证交所上市的证券,协议的发送和接收都发生在美国,被法院认定为是在美国境内的交易。^⑩ Mandell 案中,涉案的证券未在境外证交所上市,并牵扯到在美国的私募发行,而有关文件、资金往来、过户行为都发生在美国,从而境外的证券交易被认定为是美国国内证券欺诈行为的附属,被判定应适用《证券交易法》。^⑪

对此倾向,有学者给出了一些理由:第一,国会的意图就是赋予 SEC、DOJ 追诉跨国证券欺诈的权力,因此认为国会立法仅仅是为了授予域外管辖权然后让法院在实体问题上再驳回这些起诉,是没有道理的。第二,对于第 10(b) 条的域外适用这个问题,长期以来绝大多数法院是在管辖权的框架下处理的,所以可以推测,国会只是采用了一个通用的框架而已。第三,国会有权确定究竟什么是管辖权问题,更大胆的解读或许是 Dodd - Frank 法案事实上是重新把这一问题确定为管辖权而非实体问题了,何况有时在法院实际审理的过程中,两者可以被处理得不那么泾渭分明。^⑫然而无论如何,莫里森案判决所确立的思路和标准,并未遭遇 Dodd - Frank 法案实质性的冲击,特别是在其所着力

^⑨ See Richard Painter, Douglas Dunham & Ellen Quackenbos, *When Courts and Congress Don't Say What They Mean: Initial Reactions to Morrison v. National Australia Bank and to the Extraterritorial Jurisdiction Provisions of the Dodd - Frank Act*, 20 Minn. J. Int'l L. 1, 2 - 5 (2011).

^⑩ See SEC v. Credit Bancorp, Ltd., 738 F. Supp. 2d 376 (2010).

^⑪ See United States v. Mandell, (S1) 09 Cr. 0662 (PAC) (2011).

^⑫ See Supra Richard Painter, Douglas Dunham & Ellen Quackenbos, pp. 20 - 24.

的私人诉权领域;而随着共和党人重新在国会占据上风,短期内再对其提出挑战的可能性在降低。

七、结 论

关注美国证券法发展的研究者不难理解,莫里森案的出现并不突兀,它与联邦最高法院近些年来的立场其实一脉相承。在几起最重要的证券判例中,最高法院都采取了限制私人诉讼的态度:2005年 Dura 案要求原告不得依赖“股价虚胀”(price inflation)理论而必须证明因果关系,^{④3}2007年 Tellabs 案确认对于被告的故意,原告举证必须达到“非常令人信服”(cogent and compelling)的程度,即采取严格标准,^{④4}2008年 Stoneridge 案限制参与证券欺诈的商业交易对方承担首要责任。^{④5}无论背后究竟是出自市场自由理念还是怎样具体的现实政治考虑,共和党人主导的最高法院都表现出严守法律文本的谨慎姿态,这种收缩在其看来意味着对以往私人诉权泛滥的一种反省和警惕,延续了1995年《私人证券诉讼改革法》、1998年《证券诉讼统一标准法》的逻辑。莫里森案的“全体”赞成判决,既释放出一以贯之的信号,又体现了美国法院体系具有长期性、独立性的特质,同时表明那些关于金融危机后监管会不加区别地全面收紧的断言,失之草率。

比较有意思的还有 Dodd - Frank 法案与莫里森案之间的互动。在其时民主党人主导国会、本有机会推倒重来的情况下,后者整体上的平安过关既折射出美国立法和司法之间存在的固有制度张力,也可能源于 Dodd - Frank 法案事关重大、头绪过多,党派之间不得不达成某种妥协,避免事事较真、陷入僵局。无论如何,最终的修订内容揭示出,在两大传统的反证券欺诈武器当中——私人民事诉讼和公共执法,此轮强化监管的着力点被更多地置于后者,所谓“公私并举”的策略在当下仍

^{④3} See *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U. S. 336 (2005).

^{④4} See *Tellabs, Inc. v. Makor Issues and Rights, Ltd.*, 127 S. Ct. 2499 (2007).

^{④5} See *Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific - Atlanta, Inc.*, 128 S. Ct. 761 (2008).

然呈现出侧重。此外，莫里森案、Dodd - Frank 法案也都释放出类似信号，即包括以让渡一定证券纠纷的处理为代价，美国正在尝试修正以往常见的单边主义行事方式，更积极地寄望于通过国际合作、政府间协商来推动全球监管水平提高，加强投资者保护。

对于不同类型的中国公司而言，莫里森案效应影响各异。在美国发行有 ADR 的我国公司当然不能有任何放松；仅在我国香港地区、新加坡、伦敦等地上市的公司则因此受益，必要时还可通过在交易合同中增加终局性限定条款来增强自我保护；只在境内上市的公司，基于 A 股现有 QFII、境外战略投资者、B 股经纪人等特殊机制，受到美国投资人集团诉讼直接冲击的威胁大大降低。另外，我国的证券监管者应当进一步加强对投资者的保护力度，以回应和支持美国籍由莫里森案所释放出的谦抑，与此同时，对于国际板中来自欧美成熟市场的企业，可以根据其受监管的实际情况给予适度礼让和豁免。