

美国证券欺诈经典案例 内幕交易与虚假陈述

主编 施天涛 周伦军

The Classical Cases of Securities Fraud in U.S.
Insider Trading & Misrepresentation



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

美国证券欺诈经典案例 内幕交易与虚假陈述

The Classical Cases of Securities Fraud in U.S
Insider Trading & Misrepresentation

主编 施天涛 周伦军

翻译 杨 祥 何宛儒 吕桂荣 刘东辉

评论 杜 晶 李赛敏 樊 健 郑 青

袁 田 凤建军 杨 祥 刘东辉



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

美国证券欺诈经典案例:内幕交易与虚假陈述 / 施天涛,
周伦军主编. —北京:法律出版社,2015.3

ISBN 978-7-5118-7610-2

I. ①美… II. ①施…②周… III. ①证券交易—诈骗
—案例—美国 IV. ①D971.222.8

中国版本图书馆CIP数据核字(2015)第044408号

©法律出版社·中国

责任编辑/刘琳	装帧设计/凌点工作室
出版/法律出版社	编辑统筹/法律教育出版分社
总发行/中国法律图书有限公司	经销/新华书店
印刷/北京嘉恒彩色印刷有限责任公司	责任印制/沙磊
开本/720×960毫米 1/16	印张/41 字数/744千
版本/2015年3月第1版	印次/2015年3月第1次印刷
法律出版社/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)	
电子邮件/info@lawpress.com.cn	销售热线/010-63939792/9779
网址/www.lawpress.com.cn	咨询电话/010-63939796
中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)	
全国各地中法图分、子公司电话:	
第一法律书店/010-63939781/9782	西安分公司/029-85388843
上海公司/021-62071010/1636	北京分公司/010-62534456
	重庆公司/023-65382816/2908
	深圳公司/0755-83072995
书号:ISBN 978-7-5118-7610-2	定价:68.00元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

写在前面的几句话

一、本书缘起

证券欺诈与证券市场是一对孪生姊妹,无论是成熟的资本市场还是新兴的资本市场,证券欺诈始终是摆在立法者与监管者面前的重大难题。在我国的证券市场上,从20世纪90年代的琼民源、蓝田股份、大庆联谊,到21世纪初的郑百文、亿安科技、中科创业、南方证券、汉唐证券,及至近年来的绿大地、万福生科、基金经理“老鼠仓”、光大证券“8·16 乌龙指”内幕交易事件,这些令人记忆犹新的重大证券欺诈事件,其实是在用事实向我们宣示,本土市场上的证券欺诈手段已经走过了简单临摹境外市场的初级阶段,其手法和样态之丰富多样,与成熟市场相比也不遑多让。

证券欺诈行为的存在,不仅会破坏证券市场的正常秩序,打击投资者对资本市场的信心,而且还会给投资者造成损失。打击证券市场上花样翻新的欺诈行为,需要立法、司法和监管部门形成合力。近年来,为净化市场环境,维护市场的正常运行,中国证监会持续保持对证券欺诈案件的高压态势,加大了对虚假陈述、内幕交易、操纵市场等违法行为的打击力度。但对维护投资者特别是中小投资者的合法权益而言,建构完善的民事赔偿责任制度才是最优的选择。在民事责任的赔偿方面,虽有《证券法》第69条、第76条第3款、第77条第3款之规定,却较为原则。由于证券市场自身的特殊性,证券欺诈的损害赔偿难以简单地适用一般民事赔偿规则。两相叠加,投资者通过民事赔偿诉讼维权之路困难重重。

以2003年年初颁布的《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》为始端,最高人民法院开始了证券民事赔偿制度建设的探索之路。在2007年召开的全国商事审判工作会议上,最高人民法院进一步明确并部署地方法院开始受理和审理因内幕交易、操纵市场行为引发的民事赔偿案件。相应地,制定系统的证券民事赔偿案件的司法解释工作也提上了议事日程。“庙廊之材,非一木之枝,粹白之裘,非一狐之皮。”在研究和起草司法解释规则的过程中,必然要借鉴域外立法及司法的实务经验,参考国内学界的研究成果,整合司法实务界的实践智慧。然筌路蓝缕,甘苦自知。在学术研究层面,虽然近年来国内学界关于境外证券立法和司法的研究成果也越

来越多,但相关的研究总体上仍然比较单薄,大多集中在对法律文本的比较和研究层面,较少对法律适用中的分歧问题进行细节研究。如我们所知,在立法的过程中,立法者为折中分歧意见,往往使用一些涵盖力较强的表述达到求同存异的功利目标。其结果是在法律文本中表面上消除了立法过程中的各种分歧,但事实上这些分歧仍然存在,只不过分歧是被立法技术推迟到嗣后的实务理解和法律适用之中。因此,对域外实务观点的总结和分析,不仅有助于我们了解其具体制度的运作状况,也有助于我们分析和总结域外立法的优点和不足,在“知其然及其所以然”的基础上,寻求外来制度与本土法传统之间的平衡。同时,在司法实践层面,这一方面的司法经验也尚处于积累的过程之中,相关审判工作的开展也需要观摩一下域外同行的具体做法。有鉴于此,我们组织编译了这本《美国证券欺诈经典案例:内幕交易与虚假陈述》,以期有助于我国反证券欺诈的立法、司法和学术研究。

美国证券市场历史悠久、发育成熟、制度健全,堪称全球最发达的证券市场。然而,美国对证券欺诈的规制,并非建立在成文法基础之上,而是依循其判例传统,通过法院对个案的阐释逐渐形成了一整套健全的规则。以美国证券交易委员会制定的10b-5规制为例。该规则在制定之初只是单纯的禁止性条款,并没有附随民事责任,但经过美国各级法院的演绎,逐渐发展出“默示的私人诉权”,投资者可以直接依据10b-5规则提起诉讼。如今,10b-5规则早已成为美国最重要、最广泛的反欺诈条款,无论是内幕交易、虚假陈述还是操纵市场等行为,只要涉及欺诈,均可以适用该规则。10b-5规则能够“从一棵立法的小树成长为司法的大橡树”,显然,判例在其中的功劳首屈一指。尤其是,美国法官在判例中对有关证券欺诈行为的构成要件,如重大性、主观故意、信赖、因果关系,以及构成要件在内幕交易、虚假陈述等方面的差异,均有深刻的法理阐释,这些法理分析对于我国证券欺诈民事赔偿制度的完善及其实施均具有较大的借鉴意义。

因此,我们从美国有关证券欺诈判例中撷取了十几个经典判例进行了编译,并结合案例进行了评析,以期为读者深入了解美国法律及其司法实践提供些许帮助。

二、案例说明

本书撷取的判例主要涉及内幕交易和虚假陈述这两种最普遍的证券欺诈情形。由于都是以10b-5规则作为裁判基础,两类情形在判决中往往互相引用,并不加以严格区分,但准确来说,两者之间显然存在一定的差异,对此,本书的相关判例也作出了阐释。

鉴于本书的主题是要解读美国法上的证券欺诈民事责任,故在筛选各个案例的过

程中,编译者着重考虑了民事责任的构成要件,即重大性、主观故意与因果关系等要件,高度关注了损害赔偿的计算方法,并结合证券市场的特殊性,对集团诉讼给予了相当关注。为方便读者索引,兹对本书判例作如下说明。

1. 重大性标准。“TSC 工业公司诉北路公司案”与“美国证券交易委员会诉麦克唐纳案”等对重大性作出了探讨,认为重大性是一个融合法律和事实的综合性问题,只要理性投资者认为该信息(包括仅暗示某一重大事件发生可能性的信息)具有实质意义,即满足了重大性要求。“埃尔金德诉利格特·梅尔斯公司案”亦重申了该标准。

2. 主观故意。“埃尔金德诉利格特·梅尔斯公司案”与“美国证券交易委员会诉麦克唐纳案”等判例指出,最高法院将主观故意界定为“一种包含企图实施欺骗、操纵或欺诈的主观心态”,只要提供被告明知自己行为的证据,就完成了主观故意上的必要举证。如在内幕交易中,如果被告在购买股票时已实际掌握尚未披露的重大信息,其不仅知道该信息没有披露,而且知道它很重大,则内幕交易对主观故意的要求就满足了。

3. 因果关系。因果关系是证券欺诈案件中至关重要的问题,包括交易上的因果关系(或称为事实上的因果关系、责任成立要件)和损失上的因果关系(或称为法律上的因果关系、责任范围要件)。“夏皮罗诉美林银行案”、“乔丹诉道衡公司案”、“阿瑟·杨会计公司诉鲍勃·雷沃等集团诉讼案”、“罗宾斯诉科格房地产公司案”等判例对因果关系进行了深入阐释。根据这些判例,交易上的因果关系是对信赖的另一种表述,只要存在虚假陈述或者隐瞒行为导致原告从事相关交易即可满足;而要证明损失上的因果关系则较为困难,因为原告必须证明这些错误直接造成了他们的损失或者是其损失的近因。

4. 损害赔偿计算方法。在美国判例中,有关损害赔偿的计算方法可谓五花八门,包括真实价差法(out-of-pocket measure,或称差额补偿法)、修正的真实价差法(expedient out-of-pocket measure)、吐出非法所得法(disgorgement measure,或返还利益法)、补偿法(cover)以及恢复原状法(rescissory)等。其中,“埃尔金德诉利格特·梅尔斯公司案”是真实价差法与修正的真实价差法中最经典的判例,并且该案对补偿法等也进行了评析;“贾尼根诉泰勒案”、“美国证券交易委员会诉麦克唐纳案”、“利顿工业公司诉雷曼兄弟库恩洛布公司、丹尼斯·莱文等案”等对吐出非法所得法进行了分析,尤其在“美国证券交易委员会诉麦克唐纳案”中,异议法官认为,适用吐出非法所得法不能阻止证券法上的未来违法行为;“乔丹诉道衡公司案”、“布莱克诉巴拉克案”等适用了恢复原状法,前者甚至将其与市场价值的损失赔偿计算法等同,但在“米切尔诉德克萨斯海湾硫磺公司案”中,法院否定了恢复原状法。

5. 集团诉讼。“奥康纳公司诉添惠证券投资公司案”、“布莱克诉巴拉克案”、“阿

瑟·杨会计公司诉鲍勃·雷沃等集团诉讼案”及“州教师退休委员会诉福陆公司案”等判例对集团诉讼中的集团诉讼资格确认、集团代表人、主导地位、信赖、利益冲突等进行了详细阐述。

以上是对全书案例的简单说明。需要注意的是,由于在界定民事责任时,法院通常会对全部构成要件加以阐释,故上述指引分类并不全面,甚至并不一定完全准确。编者此举仅仅是为读者阅读本书提供一些方便,若要对证券欺诈中的某个问题展开系统研究,尚须通读判例全文,自行梳理和总结。

三、编译过程

本书的编译,起因于我们所承担的最高人民法院重点调研课题和相关司法解释的起草和论证工作。在从事课题调研的过程中,我们感觉到非常有必要将美国法院对相关案件的审理全貌做一系统的整理和介绍,以期通过这一细节性的研究工作,为进一步的研究工作提供一个基础背景。自去年九月着手以来,前后三易其稿。为适应中文的阅读习惯,我们两次组织对初稿进行大幅修改,逐字逐句,通盘阅读,试图将晦涩、冗长、难懂的语句改译成较为通俗、流畅的文字,使得读者对本书的阅读成为一件较为享受的事情,不至落入“翻译文”需要研读的窠臼。随后又组织人员对各个判例作了评析。评析不拘泥于形式,目的是对读者研习这些判例提供导读或加深读者对这些判例的理解。在此基础上,编者又组织对全书进行了文字编辑与校对。“译事不易”虽然几近沦为一句套话,但上述工作的辛苦程度,还是超出了当初的预想。尽管我们已经付出了极大的努力,但编译中肯定仍然存在诸多错误与不足,恳请不吝批评,我们期盼聆教于方家,就正于读者。

编译者

2014年11月2日

目 录

I	贾尼根诉泰勒案	1
	案情	1
	评析	7
	原文	10
II	夏皮罗诉美林银行案	18
	案情	18
	评析	31
	原文	35
III	埃尔金德诉利格特·梅尔斯公司案	57
	案情	57
	评析	92
	原文	98
IV	米切尔诉德克萨斯海湾硫磺公司案	146
	案情	146
	评析	165
	原文	167
V	布莱克诉巴拉克案	192
	案情	192

2 目 录

评析	212
原文	218
VI TSC 工业公司诉北路公司案	249
案情	249
评析	262
原文	266
VII 美国证券交易委员会诉麦克唐纳案	286
案情	286
评析	312
原文	317
VIII 奥康纳公司诉添惠证券投资公司案	354
案情	354
评析	360
原文	363
IX 州教师退休委员会诉福陆公司案	372
案情	372
评析	396
原文	402
X 乔丹诉道衡公司案	436
案情	436
评析	463
原文	469

XI	利顿工业公司诉雷曼兄弟库恩洛布公司、丹尼斯·莱文等案	505
	案情	505
	评析	518
	原文	522
XII	阿瑟·杨会计公司诉鲍勃·雷沃等集团诉讼案	541
	案情	541
	评析	575
	原文	579
XIII	罗宾斯诉科格房地产公司案	623
	案情	623
	评析	630
	原文	634

I

贾尼根诉泰勒案

[No. 6410]



案情*

一审被告、二审上诉人:贾尼根(John B. Janigan)

一审原告、二审被上诉人:泰勒(Frederick B. Taylor)等

美国第一巡回上诉法院 1965 年 1 月 5 日开庭审理;1965 年 5 月 4 日判决

首席法官 Aldrich, 首席地区法官 Sweeney, 及地区法官 Wyzanski。

审理程序

原告股东在美国马萨诸塞州的地区法院提起诉讼,主张公司总裁违反了 1934 年《证券交易法》第 10 节(b)项^[1]及证券交易委员会据此颁布的 10b-5 规则^[2]。地区法院认定,总裁作了重大的虚假陈述,应当赔偿股东因此蒙受的损失。对此,总裁提起上诉。

案件概述

一家钢铁公司的总裁向股东发出要约,想购买他们持有的本公司股票。该公司已由总裁经营数年,财务上困难重重。总裁声称,公司不存在可能使股东对公司状况作出不同评价的状况。于是,股东们以 40,000 美元将公司股票卖给总裁。随后,总裁以 700,000 美元的价格将这些股票出售。地区法院认定,总裁故意作出了重大虚假陈述,

* 杨祥,清华大学法学院法学博士研究生。[此案由其完成翻译]

[1] 15 U. S. C. S. § 78(j)(b).

[2] 17 C. F. R. § 240.10b-5.

2 美国证券欺诈经典案例:内幕交易与虚假陈述

判决股东取得总裁出售股票获得的净利润(net profits)。总裁抗辩称,本案已过诉讼时效。上诉法院认为,尽管诉讼时效期间是由州法律规定,但起算日期应适用联邦法律的规定。在涉及欺诈的案件中,诉因(cause of action)被自动隐藏,直到欺诈被发现后才出现。该院认定,股东们信赖了总裁的陈述,正是因为总裁故意隐瞒,股东才接受了他发出的要约。

审理结果

将本案发回地区法院,就与损害赔偿方面有关的否决总裁奖金的部分重新裁判。原判决的其他方面予以确认。

法院意见 (ALDRICH 法官撰写)

这是原告在马萨诸塞州地区法院作为集团提起的私人诉讼,他们宣称被告违反了证券交易委员会依据 1934 年《证券交易法》第 10 节及其以下部分发布的 10b-5 规则。诉因来源于《证券交易法》。^[1] 本案的基本事实很简单。原告是波士顿电铸钢铁公司(Boston Electro Steel Casting, Inc. 简称 BESCO)的原股东,其中部分人还担任公司的控制董事。为便利起见,下文将把他们称作股东、董事,或统称为原告。被告是波士顿电铸钢铁公司的总裁、总经理及董事。1955 年 12 月 27 日召开董事会之后,被告于 1956 年年初以约 40,000 美元购买了原告的股票(这实际上是公司发行在外的全部股份)。1957 年 12 月,他以 700,000 美元的价格出售了这些股票。1958 年 10 月,原告提起诉讼,依据是被告在 12 月 27 日的董事会上回答某董事时的声明。^[2] 当问及他是否“知道公司事务上或最近几个月发生的可能使我们对公司状况作出不同看法的重大变化”时,总裁回答道,“没有,与以前一样”。为行文方便,我们将这一回答称作“陈述”(the representation)。本案的庭审没有陪审团的参与。地区法院认定,这是被告故意作出的重大虚假陈述。在某一定程度上,如下文将阐释的,该陈述使原告产生了信赖,并判决被告所得净利润就是原告的损失。被告提起上诉。本案所有事实均发生在马萨诸塞州。众所周知,该州法律的管辖范围是联邦法律对此未作规定的部分。

[1] Fratt v. Robinson, 9 Cir., 1953, 203 F.2d 627, 631-633, 37 A.L.R.2d 636.

[2] 原告并没有主张《证券交易法》在确保所有肯定性陈述真实的披露义务之外,还强加了一个一般披露义务。对此,我们也无须加以分析。更详细的讨论,参见 List v. Fashion Park, Inc., 2 Cir., 1965, 340 F.2d 457, 461-462 per'n for cert. filed sub nom. List v. Lerner, Mar. 30, 1965; cf. Kohler v. Kohler Co., 7 Cir., 1963, 319 F.2d 634.

首要问题在于,原告提起诉讼是否为时已晚。尽管《证券交易法》的其他章节附有诉讼时效的条款,但都不适用于本案,故州法有其适用空间。^[1] 本案起诉时,距离被告的陈述与交易已经超过2年。对此,原告的解释是,依据马萨诸塞州一般法第260条第1款2A项,如果诉因被欺诈性地隐瞒,则诉讼时效中止。然而,该规定的适用要求采取某些积极行为(affirmative act)来隐瞒,除非存在受信关系强加了披露义务的例外情形。^[2]

根据马萨诸塞州的法律,若无特殊情况,公司职员或董事在购买或出售股票时不负有受信义务。^[3] 故除非我们能够得出《证券交易法》在效果上确立了新的受信关系,否则,原告无权依据一般规则或例外情形,获得马萨诸塞州法上诉讼时效中止的好处。

没有必要为了中止法定时效而去解释《证券交易法》。与马萨诸塞州法相比,联邦法律很早以前就更开明地确立,在涉及欺诈的案件中,诉因将被自动地隐藏,直到欺诈被发现之后才出现。^[4] 有学说认为,在中止联邦法的时效期间上,Bailey v. Glover案同时适用于普通法与衡平法上的案件。^[5] Holmberg v. Armbrecht案^[6]将这一原理扩张适用于中止州法上的诉讼时效,只要诉因是源于联邦法就可以。我们相当赞同Friendly法官在Moviecolor Ltd. v. Eastman Kodak Co.案中的观点,^[7]即Holmberg案判决应当在诉因是源于联邦法律、并可在联邦法院单独审理的案件的州法诉讼时效上得到适用,与其是否是“普通法”或者“衡平法”无关,因为这些概念在联邦法律实践中已经失去了它们原本的意义。我们并没有界定该原则适用的范围,但我们认为,联邦法律必须决定本案时效期间的起算日,尽管其后的时效期间长短是由州法规定的。

在案件事实上,被告猛烈抨击地区法院关于其陈述是虚假且系故意为之的认定。我们将先对后者加以分析,因为被告对它们某一方面的批评至少是肤浅的。地区法院说道:

[1] Campbell v. City of Haverhill, 1895, 155 U. S. 610, 15 S. Ct. 217, 39 L. Ed. 280. This is two years. Mass. G. L. c. 260 1 2A.

[2] Stetson v. French, 1947, 321 Mass. 195, 198 - 200, 72 N. E. 2d 410, 173 A. L. R. 569; Old Dominion Copper Mining & Smelting Co. v. Bigelow, 1909, 203 Mass. 159, 201, 89 N. E. 193, 40 L. R. A. N. S. , 314.

[3] Goodwin v. Agassiz, 1933, 283 Mass. 358, 361 - 363, 186 N. E. 659; Gladstone v. Murray Co. , 1943, 314 Mass. 584, 587, 50 N. E. 2d 958. Nor has he at federal law. 参见 Strong v. Repide, 1909, 213 U. S. 419, 431 - 433, 29 S. Ct. 521, 53 L. Ed. 853.

[4] Bailey v. Glover, 1875, 21 Wall. 342, 22 L. Ed. 636; Traer v. Clews, 1885, 115 U. S. 528, 6 S. Ct. 155, 29 L. Ed. 467.

[5] 21 Wall. at 349.

[6] Holmberg v. Armbrecht, 1946, 327 U. S. 392, 66 S. Ct. 582, 90 L. Ed. 743.

[7] Moviecolor Ltd. v. Eastman Kodak Co. , 2 Cir. , 1961, 288 F. 2d 80, 90 A. L. R. 2d 252, cert. den. 368 U. S. 821, 82 S. Ct. 39, 7 L. Ed. 2d 26.

“我发现,无论是在书面证言还是当庭作证中,贾尼根都不是一个诚实的证人。具体而言,我不相信他在1955年年末对股价的坚挺与潜在的升值一无所知,也不相信他对这些信息否定的言论。我认为,他在告诉股东所谓公司的情况依旧时,就已经知道这些信息。”〔1〕

被告抗辩称,这违反了一个原则,即对证据的怀疑本身并不能构成认定相反事实的基础。尽管这么做的诱惑或许很强烈,〔2〕但如果法院是从证人的举止或其他方面表现出来的不诚实判定某一证据是虚假的,则无论该判定多么可靠,他都不能仅用这一怀疑去支持与此相反的就是事实的认定。〔3〕理由显而易见。否则,将形成一个支持任何主张的判例,只需以简单的程序要求自己的对手出庭作证,随后说服陪审团这个人不值得信任。

不管地区法院的用语多么具有歧义,我们并不认为它有意采纳那样一个谬论。相反,我们认为,那段话只是一种迂回的说法,即根据重要事实与被告获取并随后利用该事实的证据,该院可以推定被告完全知悉,除非它相信被告有关不知情的辩护。既然该辩护不能被信任,那么这个推定就是成立的。在这里,唯一存在的问题就是基本事实是否认定正确。

地区法院作了大量的辅助性认定,如果它们能够成立,则可支持法院关于被告陈述是重大虚假的结论。我们认为,这些认定大体上都有证据支持。1952年4月,被告成为波士顿电铸钢铁公司的总裁和总经理。由于波士顿电铸钢铁公司是一家钢铁铸造厂,专门做特殊订货业务,因此,它特别依赖于客户以及不断涌入的订单。而且,它的工厂陈旧、效率较低,并且财务状况很差,亟需新资本注入却无从取得。此外,公司在一笔R. F. C.的贷款上遇到了麻烦。董事们将公司事务几乎专门交给被告处理,并且接受他所作的、通常都是悲观的当前情况的报告。不过,有关他们“都是”悲观的认定是可以质疑的。该院意见表明,公司每个月都在亏损,这是不正确的。〔4〕相反,很明显的是,公司业绩在大幅波动。

1955年秋,为了考虑出售或清算等事宜,董事们召集了一次股东会议。但被告反对召开这次会议。很显然,这次会议的召开及股东们达成打算出售股票的决定,都与被告是否作出虚假陈述或违反披露义务没有关系。然而,这并不是决定性的,关键在

〔1〕 212 F. Supp. 794, at 800.

〔2〕 参见 *Dyer v. MacDougall*, 2 Cir., 1952, 201 F. 2d 265, 269.

〔3〕 参见 *Moore v. Chesapeake & Ohio Railway Co.*, 1951, 340 U. S. 573, 576 - 577, 71 S. Ct. 428, 95 L. Ed. 547; *Nishikawa v. Dulles*, 1958, 356 U. S. 129, 137, 78 S. Ct. 612, 2 L. Ed. 2d 659.

〔4〕 例如,该院以“1955年五月明显盈利是因为很多发生于该月的债务被拖延到六月才偿付”,认为真实的五月资产负债表应该是亏损的。事实上,即使这些负债不推迟,这两个月都是盈利的而非都亏空。据此,在暗示变化的意义上,1955年秋未披露的信息的利润总体而言作用更小。

于随后发生的事情。股东会议召开一个月之后,被告发出了要约并作了有争议的陈述。该陈述本质上是虚假的,因为当时股价坚挺,而且订单量持续增加,被告依据自己掌握的详细信息,完全可以预见公司在 1956 年第一季度就会获利。而且,地区法院发现,存货的计价在实践中被不断地改变,其真实意图显然就是隐瞒利润的增长。^[1]

在过去业绩波动的背景下,我们可能认为虚假陈述并非如地区法院估计的那么重要。当然,也不能主张这些变化预示了公司业务随后发生的巨大增长,或使被告料到了增长的可能性。另外,即使将业务增长视为寻常的新一轮的上涨,加上某些希望的预示,我们也不能认定,被告一句简单的“情况依旧”陈述,就在法律上对真实情况进行了完全披露,并符合了《证券交易法》的严格要求。

被告还认为,地区法院没有认定原告信赖了被告的陈述。但不管如何解释《证券交易法》,信赖都是必要的条件。^[2] 的确,该院并没有用认定信赖这样的词语。但是,它在陈述自己的一部分意见时已经作出了认定,即这些年来董事们对于被告告诉他们的公司情况一直都很“信任和信赖(trust and confidence)”,且在 1956 年下半年及 1957 年年初时仍然如此。该院进一步认定,依据基本的经济学知识,在持续的经营业务中,销量可能会增加的信息是与那些潜在买家相关的且重大的消息;而且,被告故意不向董事会披露重大事实,是因为隐瞒这些事实很有可能使董事会接受他刚发出的要约。这些都充分表明,地区法院恰当地认定了原告对虚假陈述产生了信赖。^[3]

我们再来分析救济方法。在损害赔偿上,我们区分两类案件:第一类是一方因受欺诈而购买某物的案件,若无欺诈他不会买或不会以该价格买;第二类是一方因受欺诈将财产转让给欺诈方的案件。在前一类案件中,损害仅以未实现的投机的预期结果(the expected fruits of an unrealized),即“原告购买该物时的真实价值与实际支付的价格之差,加上该日起的利息,以及依法归因于被告行为且不包含在损害中的其他费用”来计算。^[4] 但是,如果财产是卖给欺诈方而非受欺诈方,未来的增益在交易时无法预见,甚至基于当时的事实状况也无法判断得出,则要依据别的因素来判断是否有投机

[1] 被告正确地指出,既然更改账簿发生于虚假陈述之后且未被原告发现,那么原告不可能对其有过信赖。不过,它们在阐述被告主观心态乃至影响其信誉上的作用是可以接受的。

[2] List v. Fashion Park, Inc., supra, fn. 1, 340 F.2d at 462-464.

[3] 必须承认的是,对于非董事的原告而言,这一信赖的程度较低。然而,该院查明,被告的要约也是有条件的,即董事股东必须告诉其他股东自己接受了 Janigan 的要约并劝告他们也都接受要约。

[4] Sigafus v. Porter, 1900, 179 U. S. 116, 125, 21 S. Ct. 34, 37, 45 L. Ed. 113. 参见 Estate Counseling Service, Inc. v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 10 Cir., 1962, 303 F.2d 527, 533; Securities Exchange Act of 1934, 15 U. S. C. 178bb; 3 Loss, Securities Regulation, p. 1793 (2d ed. 1961)。被广泛接受的还有一案,即 Rice v. Price, 1960, 340 Mass. 502, 164 N. E. 2d 891. Accord, Restatement (2d), Torts 549 (Tent. Draft No. 10, 1964)。

嫌疑,即是否给欺诈方带来好处。欺诈方是否有投机嫌疑,正如本案中的情形,将取决于如果原告没有做出过出卖给被告这一行为,那么这种获得利益的幸运事件是否也会以同样的方式发生在原告身上,并且取得同样的利润?然而,在欺诈方实际取得了这些利润且发现他系通过欺诈受让该财产的情形中,无论可否预见,产生的利润都是欺诈行为最直接的后果。将这些利益乃至意外之财交给受欺诈方,远比让欺诈方保有更为合适。^[1]我们也认可被告的这一立场,即他与原告之间不存在受信关系,所从事的也是无关联的交易(*dealing at arm's length*)。尽管如此,要求不法行为者交出欺诈所得(*fraudulent enrichment*),显然极为公平。^[2]

当然,该原则也有限制。如果一位艺术家欺诈购买了很多颜料,并用它们画出了一幅很有价值的画像,我们不会认为受欺诈方可以对该画或其出售所得主张权利。不过,这些限制并不适用于本案。在回答书面质询时,被告表示,购买股票之后他没有做任何与之前不同的事情,也没有更刻苦地工作。在审前备忘录(*pretrial memorandum*)中,他宣称公司经营业绩的扭转归因于价格的上涨、生产效率的提高,以及会特别影响公司客户多少的商业周期的改善。由于被告是依个人努力领取薪酬,取得成绩是他的正常义务,依据前述“艺术家假说”中的原则,公司业务上的任何额外获利并不能归因于被告。

不过,我们应当注意到一个例外。在就损害赔偿问题进行听审时,原告主动承认,假使没有本案中的虚假陈述和股票交易,依据公司1952年制订的计划,被告将预期持续获得相当于税前净利润10%的奖金,也就是原告都承认的41,567美元的款项。我们赞同地区法院以“纯属假设(*purely speculative*)”为由否定被告的其他主张,但地区法院否定被告可以获得奖金的主张是不适当的。证明情况已经发生了变化的举证责任在原告一方,但他们甚至都没有试图去提供任何证据来加以证明。因此,地区法院否决被告获得奖金的主张不具备正当理由。

我们还考虑了被告的其他意见,但认为没有评论的必要。

本院判决:将本案发回重审,地区法院应当修正本判决意见书倒数第三段提及的判决部分。对于一审判决的其他部分,本院予以确认。诉讼费用由上诉人承担。

[1] *Marcus v. Otis*, 2 Cir., 1948, 168 F. 2d 649, 660, 169 F. 2d 148.

[2] *Falk v. Hoffman*, 1922, 233 N. Y. 199, 135 N. E. 243 (per Cardozo, J.); 4 Scott, Trusts § § 507, 508, 508. 1 (2d ed. 1956); Restatement, Restitution § § 151, 202, Comments b, c (1937); 参见 *Dickson v. Patterson*, 1896, 160 U. S. 584, 16 S. Ct. 373, 40 L. Ed. 543; cf. *Speed v. Transamerica Corporation*, D. C. D. Del., 1955, 135 F. Supp. 176, 186 - 193, modified on other grounds, 3 Cir., 1956, 235 F. 2d 369; *Kardon v. National Gypsum Co.*, D. C. E. D. Pa., 1947, 73 F. Supp. 798, modified, 83 F. Supp. 613.



评析*

一、案情概要和主要争议点

本案是一起集团诉讼案件。案涉公司即波士顿电铸钢铁公司是一家钢铁铸造厂,专门做特殊订货业务。原告是该公司的原股东(有些还担任公司董事),被告是公司总裁、总经理及董事,负责处理全部公司事务。由于工厂陈旧、效率低下,公司长期处于财务困境之中,董事们在1955年12月召开了一次股东会,打算出售公司股票,期间,有一位董事问被告是否“知道公司事务上或最近几个月发生的可能使我们对公司状况作出不同看法的重大变化”,被告回答说:“没有,与以前一样。”1956年年初,被告发出要约,以约40,000美元购买了原告所持的公司全部流通股。1957年12月,他以700,000美元的价格出售了这些股票。1958年10月,原告提起诉讼,认为被告在董事会上的言论隐瞒了重大事实,违反了证券交易法与10b-5规则。地区法院认定,被告构成重大虚假陈述,应当赔偿原告因信赖该陈述蒙受的损失,损失数额即被告获得的净利润。被告不服,提起上诉。上诉法院对本案是否已过诉讼时效、事实认定以及损害赔偿的计算等作了详细分析,认为一审判决的事实认定与损害救济均合情合理,但在被告保留奖金上处理失当,遂将奖金部分发回地区法院重审。

二、本案评析

本案是10b-5规则项下早期的经典案例之一,无论是在虚假陈述还是内幕交易类纠纷中,均具有极为重要的地位。众所周知,美国证券交易委员会以1934年《证券交易法》第10b节为母法制定的10b-5规则,是美国证券法中最为重要的反欺诈法律规范。然而,就文本而言,10b-5规则并没有附随的民事责任,只是单纯的禁止性条款。其后,法院在一系列判例中,对该规则作了扩张性解释,确认该规则包含“隐含的私人诉权(implied private right of action)”,并对欺诈、因果关系、损害救济等进行了深入探究,从而使其成为了美国证券交易委员会作出行政处罚与法院裁判民事诉讼案件的重要法律依据。

本案正是10b-5规则适用上的里程碑。具体而言,本案对欺诈案件中诉讼时效是否自动中止、被告主观故意及原告信赖上的认定,以及损害赔偿的救济等方面的分析,均具有一定的开拓性。下文将重点评析本案所确立的损害赔偿救济方式。

填补损害是侵权法上一项基本原则。“私法救济的目的在于填补损害而不是进行

* 杨祥,清华大学法学院法学博士研究生。[此案由其完成评析]