



比较法学文库

高 祥◎总主编

美国证券法判例和解析

SECURITIES REGULATION
CASES AND EXPLANATIONS

朱伟一◎编著



中国政法大学出版社



美国证券法判例和解析

SECURITIES REGULATION
CASES AND EXPLANATIONS

朱伟一◎编著



中国政法大学出版社

- 声 明
1. 版权所有，侵权必究。
 2. 如有缺页、倒装问题，由出版社负责退换。

图书在版编目（C I P）数据

美国证券法判例和解析：汉、英/朱伟一编著. —北京：中国政法大学出版社，2013. 11
（比较法学文库）
ISBN 978-7-5620-5099-5

I. ①美… II. ①朱… III. ①证券法—美国—双语教学—高等学校—教材—汉、英
IV. ①D971. 222. 8

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第277789号

出 版 者 中国政法大学出版社
地 址 北京市海淀区西土城路 25 号
邮寄地址 北京 100088 信箱 8034 分箱 邮编 100088
网 址 <http://www.cuplpress.com> (网络实名：中国政法大学出版社)
电 话 010-58908285(总编室) 58908334(邮购部)
承 印 固安华明印刷厂
开 本 720mm × 960mm 1/16
印 张 38.75
字 数 650 千字
版 次 2013 年 11 月第 1 版
印 次 2013 年 11 月第 1 次印刷
定 价 86.00 元

总序

法治是现代社会文明的标志与基石。良好的法治需要完备的法律制度及其落实的良好氛围。比较法的目的与使命在于通过对不同法域间的法律制度、法律文化和法律体系的比较研究，深化人们对这些法律制度、法律文化和法律体系的认识，了解世界法学发展的动态、法律发展的趋势，进而择善而从，完善已有的法律制度和法律体系，为人类的共同文明与进步服务。

信息化与全球化使得我们所处的世界正在变得越来越小，使得不同法域间的人们的交往越来越频繁、关系越来越密切，彼此间需要了解对方的法律制度和法律文化的要求越来越迫切、内容越来越详细，从而使得比较法在现代法治建设与人类文明进步中的功能越来越明显，作用越来越大，任务越来越重。

在中国法制现代化的过程中，比较法发挥了非常重要的作用。通过研究和认知域外法律制度、法律体系与法律文化，使得中国法学界能够迅速和充分地了解这些制度，使得中国的法律体系能够在学习和借鉴域外相关法律制度的基础上很快建立起来。虽然中国的法制建设已经取得很大成就，但离现代法治的要求仍有很大距离。在中国法制建设的进程中，比较法仍然具有无限的发挥空间。

中国政法大学比较法学研究院是在整合原中国政法大学比较法研究所、中德法学院和中美法学院三个教学科研院所的基础上成立的，是目前中国高校和科研机构中唯一以比较法学为中心的专门的教学科研机构，聚集了一批优秀的比较法人才。其成立的目的是为了适应信息化与全球化以及中国法制国际化与现代化的需要，构建以比较和研究中外法律制度为目的的比较法学研究的平台，力争巩固其在国内比较法学研究领先地位的基础上达到世界先

· 2 · 美国证券法判例和解析

进水平，从而更好地为中国的法制建设和社会进步贡献自己的力量。

为了完成其光荣使命，中国政法大学比较法学研究院开展了丰富的教学科研活动。这些活动中形成的各种学术成果均蕴藏着比较法教学与科研的最新成果与思想财富，颇具学术价值，非常值得整理出版。这些成果若以单本出版发行，难见系统，编为文库出版，方能相得益彰，蔚为壮观，既便于研读查考，又利于文化积累。

《比较法学文库》能够顺利出版，需要感谢的人很多。但特别需要感谢的是山西联盛能源集团及其董事局主席邢利斌先生，是其慷慨解囊使得中国政法大学比较法学研究院能够设立联盛比较法基金，并对本文库的出版给予资助。

高 祥 *

2012年12月

* 中国政法大学比较法学研究院院长。

判例集说明

（代序）

我国《证券法》以美国《证券法》为蓝本，许多原则和条款直接由美国《证券法》翻译而来。我国《证券法》和实践问题重重，若要追根究源，很多问题的源头就在美国证券法。研究美国证券法，有助于了解我国证券法。

美国《证券法》纷乱繁杂，而其判例则能抓住主要问题，以点带面，起到纲举目张的作用。这本判例集收集了19篇美国《证券法》的英语原文判例和1篇起诉书。每篇判例前有一个中文要览，简要说明判例的事由、法律问题、结论，并附有1000字至3000字的中文讨论，方便读者了解和阅读判例。对于已经熟悉相关判例的朋友，希望所附讨论能够发挥疑义相与析的作用。



法律分析很大程度上取决于不同视角，不同文化就有不同视角。以一种文字解读另一种文字的法律，其本身就有全新的视角：文字是法律的载体，也是不同文化和价值的最大载体。美国人以英语著书立说，介绍中国的历史，而且颇有新意，其作品在中国也很受欢迎，史景迁和费正清的作品就是例证。反过来说，中国学者解读美国判例也可以有新意。

美国人解读中国历史的难度，应当不亚于中国人解读美国法律的难度。西方的汉学家大多没有在中国长期留学过，至少是没有拿过中国大学的文凭。但美国学者取得了很大的研究成果。而反过来说，研究美国法的中国学者大多是负笈远行。更何况，许多中国学者研究西方的热情显然高过西方学者研究中国的热情。由此推论，研究美国的中国学者也可以悟出美国学者自己没有悟出的道理。

· 2 · 美国证券法判例和解析

或许，最重要的是，外国学者评价美国《证券法》，可以说出美国法官和学者不便说出的隐情。美国法学家罗纳德·德沃金在其所著《法律帝国》一书中指出：“公众对法官和法官断案有其惯常的理解，但这种理解不过是空洞的口号，实在令人悲哀。”〔1〕公众不解隐情，原因在法官和学者。就美国证券法而言，美国法官也有文过饰非的问题，顾左右而言他。美国的教授也是明知不对，少说为佳。人类与动物的最大区别是，人类会以言辞掩盖自己的真实意图。批评本国的问题颇有忌讳但中国学者批评美国的问题，应当可以直言不讳，不用顾左右而言他。

二

美国《证券法》的法律法规过细，甚至可以说是杂乱无章，其条理是由学者们事后梳理出来的。其内容包括：监管框架、“证券”定义、证券发行人的强制披露、“重大”的概念、注册陈述不充分以及相关其他虚假注册后果以及相关民事责任、《1933年证券法》的豁免、操纵、10b-5规则、内幕交易、公司不实陈述、并购、自我交易、兼并和兼并收购要约、证券公司行为的监管、市场和交融监管以及投资顾问和共同基金的监管。这种划分约定成熟，但也并非科学铁律。比如，有些学者就将“投资顾问和共同基金的监管”作为“市场和金融监管”的内容。

为化繁为简，本判例集分为六部分：发行、交易、并购、理财、索赔和附录。发行和交易是证券法的传统重点部分，也是我国《证券法》的重点。中国《证券法》第2条明确规定，“……证券的发行和交易，适用本法……”。我国《证券法》的“证券交易”一章也包括有关内幕交易和操纵证券市场的规定。

公司兼并收购是美国《证券法》的重要内容，因为美国《证券法》允许敌意收购，收购方可以以小搏大（借贷收购后变卖目标公司的资产偿债）。但并购的重要性也是相对而言，视华尔街的游戏重点而定。华尔街是各种业务轮作，也可以说是流寇：1980年代是并购；2000年前网络公司泡沫是游戏公司首次公开发行股票（简称“上市”或“IPO”）；金融危机则是证券交易和

〔1〕 Ronald Dworkin, *Law's Empire*, China Social Sciences Publishing House (1999), p. 11.

对赌的结果；而当下是理财和对赌。

近年来，理财业务已经成为资本市场的重要部分，凸显美国《投资顾问法》（The Investment Adviser Act）的重要性。在中国关于投资顾问的法律很少；中国没有专门的投资顾问法，相关法律和内容散见各处，因而突出美国法院有关投资顾问法的内容似乎很有必要。

赔偿应当是所有法律实践的重要环节，美国证券法判例也大多涉及投资者索赔，其实质是侵权索赔诉讼。美国《证券法》万变不离其宗，其核心是侵权法。金融交易可以千变万化，但无论是云谲波诡的金融衍生产品，还是虚虚实实的审计业务，法官总是化繁为简，将焦点落实到法律关系上来，通常是落实到侵权关系的要件上来：过错责任中的因果关系、反欺诈条款 10 (b) 中的意图以及被告的受信责任。

附录部分收入美国证券交易委员会（下称“证交会”）诉高盛案的起诉书。证交会起草的起诉书是很好的法律文书范本，言简意明，赘词很少。比较而言，律师撰写的起诉状和答辩状远比法院的判例清楚了，而学者撰写的学术论文介于两者之间。法院的判例最为晦涩，内容颠三倒四，很多判例并非出于法官本人之手，而是由书记员捉刀代笔，法官签字认可。当然，最重要的原因是，法官居高临下，难免随心所欲，信马由缰。但与法院的判例相比，起诉书有一个致命的缺陷：起诉书难免都是一面之词。

证交会起诉书也说明了引发金融危机的主要对赌工具信贷违约掉期（英文“credit default swap”，简称“CDS”）。信贷违约掉期仍然是今天的主要对赌工具，证交会诉高盛案判例有很强的现实意义。

三

19 篇判例中，8 篇是美国最高法院的判例。美国《证券法》是政治性很强的法律，经常需要美国最高法院的大法官们出面表态，才能平息事端，各方才会隐忍不发。这是因为证券交易经常涉及巨大金额，涉及各方的巨大利益，所以各方相持不下。政治是实力的较量，法律较量则是一种特殊的政治斗争形式，而在美国最高法院诉讼，是通过司法进行政治较量的最高形式。

判例集收录的是判例全文，包括反对意见部分，因为研究判例似应当了解全貌。当然，判例也有过分冗长的，并非篇篇锦绣，字字珠玑。美国最高

· 4 · 美国证券法判例和解析

法院判例也有颠三倒四的，越是有争议的问题，就越是颠三倒四。但颠三倒四也是判例的一部分，也是法官风格的一部分。贝多芬乐曲的主旋律也是有限的，大部分还是变奏曲，是略有变化的重复。但欣赏乐曲时，很少将其分拆。研究判例也有同样的意思，分拆之后判例就失去了全貌。

四

美国《证券法》的判例教材太长。以托马斯·李·墨曾（Thomas Lee Hazen）教授所编的《证券监管——判例和材料》（Securities Regulation – cases and materials）为例，该书正文部分即有1324页（其他证券法判例集也大同小异）。判例集厚如城砖，年老体弱者携带都有困难。

美国证券法判例集虽然很厚，但证券法是一学期的课程。美国教授最多只讲判例集1/3的内容，所布置的阅读内容不会超过1/4，而忙于其他事务的学生可能只读1/5的内容。美国判例集过长是一种浪费，不仅浪费学生和学生父母的钱财，而且也浪费纸张，不利于环境保护。判例集完全可以短些，短些，再短些。

本判例集收集了19篇判例和1篇起诉书，一个学期的证券法课程似可够用。其实，精读10篇判例，对美国《证券法》就可以有所了解，以此及彼，触类旁通，再研究其他判例或法律。如果需要再精简，只读5个判例，建议就读证交会诉爱德华兹、戈尔登诉证交会、斯通里奇诉科技亚特兰大公司、琼斯诉哈里斯有限合伙企业和证交会诉墨菲这5个判例。如果只读3篇判例，建议就读证交会诉爱德华兹、戈尔登诉证交会和斯通里奇诉科技亚特兰大公司3个判例。如果只读1篇判例，建议就读证交会诉爱德华兹案。

朱伟一

2013年7月

目 录

CONTENTES

总 序	1
判例集说明（代序）	1

一、发行

证交会 - 诉 - 爱德华兹	3
（美国最高法院，2004 年） SEC v. Edwards, 540 U. S. 389 (2004)	
证交会 - 诉 - 墨菲	13
（第九巡回法院，1980 年） 626 F. 2d 633 (9th Cir. 1980)	
瑞士信贷 - 诉 - 比林	59
（美国最高法院，2007 年） Credit Suisse v. Billing, 551 U. S. 264 (2007)	
平特 - 诉 - 达尔	83
（美国最高法院，1988 年） Pinter v. Dahl, 486 U. S. 622 (1988)	

比利 - 诉 - 阿瑟杨	115
(加利福尼亚州最高法院, 1992 年)	
Bily v. Arthur Young & Co. , Supreme Court of California, 3 Cal. 4th370, 11 Ca. l. Rptr 2d 51, 834 P. 2d 745, 1992	

二、交易

证交会 - 诉 - 得克萨斯海湾硫磺公司	195
(第二巡回法院, 1968 年)	
401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968)	

美国 - 诉 - 莫海伦	280
(第二巡回法院, 1991 年)	
United States v. Mulheren, 938 F. 2d 364 (2d Cir. 1991)	

欧内斯特 - 诉 - 霍克费尔德	296
(美国最高法院, 1976 年)	
Ernest & Ernest v. Hochfelder, 425 U. S. 185 (1976)	

罗斯 - 诉 - 博尔顿	324
(第二巡回法院, 1990 年)	
904 F. 2d 819 (2d Cir. 1990)	

三、并购

证交会 - 诉 - 卡特·哈维莱·哈勒公司	351
(第九巡回法院, 1985 年)	
SEC v. Carter Hawley Hale, 760 F. 2d 945 (9th Cir. 1985)	

证交会 - 诉 - 美国银行	367
(纽约南区美国联邦地区法院, 2009 年)	
653F. Supp. 2d 507	

四、理财

戈尔登 - 诉 - 证交会	379
(哥伦比亚特区巡回法院, 2006 年)	
Goldstein v. SEC, 451 F. 3d 873 (D. C. Cir. 2006)	
琼斯 - 诉 - 哈里斯有限责任合伙企业	399
(第二巡回法院, 2010)	
Jones v. Harris Associates L. P., 130 S. Ct. 1418, 1761 L. Ed. 2d 265 (2010)	
洛 - 诉 - 证交会	420
(美国最高法院, 1985 年)	
Lowe v. SEC, 472 U. S. 181 (1985)	
内斯比特 - 诉 - 麦克尼尔	438
(第九巡回法院, 1990 年)	
Nesbit v. McNeil, 896 F. 2d 380 (9th Cir. 1990)	
克雷米银行 - 诉 - 亚历克斯、布朗和儿子	453
(第四巡回法院, 1997 年)	
132 F. 3d 1017 (4th Cir. 1997)	
加比利 - 诉 - 证交会	492
(美国最高法院, 2013 年)	
Gabelli v. SEC, 653 F. 3d 49	

五、索赔

斯通里奇 - 诉 - 科技亚特兰大公司 509

(美国最高法院, 2008 年)

Stoneridge v. Scientific - Atlanta, 552 U. S. 148 (2008)

希尔森/美国运通 - 诉 - 麦克马洪 538

(美国最高法院, 1987 年)

Shearson/American Express v. McMahon, 482 U. S. 220 (1987)

附 录

证交会 - 诉 - 高盛 587

(纽约南区联邦地区法院, 2010 年)

SEC v. Goldman Sachs & Co. , 10 - CV_ 2010, SDNY

一、发行

证交会 - 诉 - 爱德华兹

(美国最高法院, 2004 年)

SEC v. Edwards, 540 U. S. 389 (2004)

◎事由

爱德华兹是付费电话亭 ETS 公司 (简称“ETS”) 的董事长、首席执行官和唯一的股东。该案涉及销售和返租合同, 投资金额达到 3 亿美元, 投资者人数达 1 万人。投资者从 ETS 公司处购买付费电话亭, 购买后每月得到固定租金, 年回报率为 13.9%。

◎法律问题

有固定回报的投资安排是否构成投资合同?

◎结论

构成投资合同。

◎讨论

投资合同: 证券的多变形式

美国《1933 年证券法》规定, 证券包括投资合同。在证交会诉豪威公司 (SEC v. W. J. Howey Co., 328 U. S. 293 (1946)) 的判决中, 美国最高法院又规定, “投资者将钱投资于共同的业务, 并且仅仅依赖他人努力即可获取利润”, 则该投资安排即可被视为投资合同。

法律分析的一个重要问题是定性。伤害案件中受害人的伤势轻重决定了

案件是民事起诉还是刑事起诉，是自诉还是公诉。涉及资本市场的问题也是如此。若是换在美国，中国的非法集资就有可能被定性为违法发行证券。

—

具体来说，按照美国《1933年证券法》的规定，证券包括投资合同，美国最高法院的判例则规定了投资合同的定义。2007年，美国最高法院做出了爱德华兹判决，再次重申了豪威案判决中对投资合同的定义。

在爱德华兹判决中，大法官们认定，ETS公司的销售和返租合同属于投资合同。大法官们指出，有关投资合同的定义并非静止不变，而是依灵活的原则，可以相机而变。为了借承诺利润而使用别人的钱，各种安排层出不穷，但无论这些安排如何千变万化，美国最高法院的原则都可以适用。美国最高法院认定，即便投资回报是固定的，投资项目也可以是投资合同。大法官们特别指出，对于老人等易受伤害的投资者来说，固定回报具有更大的欺骗性。

九位大法官是一致意见，大法官们重申以往解释证券定义的原则：“国会制定《证券法》的目的是规制投资，无论其形式如何，无论其名称如何”。（*Reves v. Ernst & Young*, 494 U. S. 56, 61 (1990)）因此，国会所制定的“证券”的定义宽泛，足以“包涵几乎所有作为投资出售的凭证”。（*Ibid*）大法官们还重申，证券定义“体现的是灵活原则，而非静止原则，该原则可以调节，适用于变幻无穷的各种安排，而安排的设计者承诺利润，企图使用他人的钱”。（*Howey*, 328 U. S. , at 299）

尽管ETS公司的销售和返租合同被定性为投资合同，但只是违规发行证券，被告所受到的处罚较轻。ETS公司的销售和返租合同实际可以被定性为金融传销。尽管美国法院和证交会都没有提出这一观点，但美国最高法院在阐述事实部分时承认，ETS公司收入不足以支付其承诺的回报，只得将新投资者支付的资金用于支付租金：以新偿旧是典型金融传销（也称“旁氏基金”）。

二

按照我国法律，ETS公司的销售和返租合同无疑会被定性为“非法吸收公众存款”。2010年11月22日，最高人民法院通过了《关于审理非法集资刑