

## 论美国证券法域外适用的边界 及其对中国的启示

李健男\* 林晓鹏\*\*

**摘要:**2019年修订的中国《证券法》明确了证券法的域外效力,如何把握证券法域外适用的边界已经成为必须面对的现实问题。关于证券法域外适用的边界,美国近九十年的实践积累了丰富的经验和教训,值得梳理和借鉴。在“莫里森案”终审之前,行为标准与效果标准的并行乃至混用导致美国证券法域外适用长期处于边界模糊时代;“莫里森案”确立的交易标准明晰了证券法域外适用的边界,但紧随而来的《多德-弗兰克法案》又引发了激烈的边界之争,争论的焦点集中于交易标准的具体认定、“莫里森案”与《多德-弗兰克法案》之间的关系。美国的理论和司法实践表明,美国正是凭借其对证券法域外适用边界模糊性与明晰性的驾驭能力,行走于证券法域外适用确定性与灵活性之间。中国证券法的域外适用应当在立法上为域外适用的灵活性留足空间,在司法和执法上不断探索域外适用确定性与灵活性的动态平衡。

---

\* 暨南大学法学院教授、法学博士。

\*\* 暨南大学法学院硕士研究生。

关键词：域外适用边界 美国经验 模糊性与明晰性 平衡

## 一、问题的提出

近年来,随着中美经贸摩擦的不断升级,特朗普政府频频利用“长臂管辖权”和国内法的域外适用打压中国实体和企业。在这一背景下,国内法的域外适用问题成为我国国际法学界和实务界共同关注的重大问题,很多学者对此展开了全面、深入的讨论,并取得了较为丰硕的学术成果。<sup>〔1〕</sup>在顶层设计层面,中共十九届四中全会通过的《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度 推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》明确提出要加快中国法域外适用的法律体系建设。在立法层面,2019年修订的《证券法》第2条明确了《证券法》的域外效力,为我国证券监督管理部门和司法机关域外适用《证券法》提供了法律依据,这无疑是我国国内法域外适用体系建设中的一大突破。<sup>〔2〕</sup>

修改后的《证券法》生效之后不到两个月,在美国纳斯达克上市的瑞幸咖啡自爆财务造假丑闻,被纳斯达克通知必须退市,且很可能面临美国证监会(SEC)和美国公众公司会计监察委员会(PCAOB)的严厉

---

〔1〕 相关研究参见李庆明:《论美国域外管辖:概念、实践及中国因应》,载《国际法研究》2019年第3期;廖诗评:《中国法域外适用法律体系:现状、问题与完善》,载《中国法学》2019年第6期;肖永平:《“长臂管辖权”的法理分析与对策研究》,载《中国法学》2019年第6期;霍政欣:《国内法的域外效力:美国机制、学理解构与中国路径》,载《政法论坛》2020年第2期;宋杰:《进取型管辖权体系的功能及其构建》,载《上海对外经贸大学学报》2020年第5期;韩永红:《美国法域外适用的司法实践及中国应对》,载《环球法律评论》2020年第4期。

〔2〕 《证券法》(2019年修订)第2条第4款规定:“在中华人民共和国境外的证券发行和交易活动,扰乱中华人民共和国境内市场秩序,损害境内投资者合法权益的,依照本法有关规定处理并追究法律责任。”在此之前有不少学者主张应赋予《证券法》域外效力,相关的讨论参见邱永红:《证券跨国发行与交易中的若干法律问题》,载《中国法学》1999年第6期;石佳友:《我国证券法的域外效力研究》,载《法律科学(西北政法大学学报)》2014年第5期;杨峰:《我国证券法域外适用制度的构建》,载《法商研究》2016年第1期。

处罚以及投资人的巨额索赔。这一事件对于在美国上市的中概股公司来说,当然不是一件好事,但也给了中国证监会域外适用中国《证券法》一次机会。事实上,中国证监会反应神速,第一时间就对瑞幸咖啡展开了调查,并拟对在美上市的瑞幸咖啡境内运营主体及相关责任人、协助造假及帮助虚假宣传的多家第三方公司、两家新三板关联公司及相关责任人予以行政处罚。<sup>[3]</sup>可以想见,随着中国金融市场的进一步开放,我国《证券法》的域外适用将成为中国证监会一项重要职责,同时也将成为中国司法机构面临的一个现实问题。<sup>[4]</sup>

由于国内法的域外适用涉及他国的立法管辖权、司法管辖权和执法管辖权,就不能不顾及国际法以及与相关国家的关系,如何建构和把握域外适用的边界也就成为一个必须慎重考虑的重大问题。美国是国内法域外适用体系最为完备的国家,其证券法的域外适用也已经经历了近九十年的发展历程,在证券法域外适用边界的立法建构和司法实践方面积累了不少经验和教训,对此加以梳理总结,对于我国《证券法》域外适用边界的建构无疑是一项有益的基础性工作。

## 二、从《证券交易法》到“莫里森案”:漫长的边界模糊时代

讨论美国证券法的域外适用,必须回溯到1934年美国《证券交易法》(*The Securities Exchange Act of 1934*)。该法第10(b)条规定“任何人直接或间接利用州际商业手段或工具、利用邮递或利用全国性证券

---

[3] 详见中国证监会2020年7月31日发布的《关于瑞幸咖啡财务造假调查处置工作情况的通报》, [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202007/t20200731\\_380963.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202007/t20200731_380963.html)。

[4] 2021年3月16日,最高人民法院发布了《关于北京金融法院案件管辖的规定》。根据该文件第2条的规定,北京金融法院对在我国境外上市的境内公司及境外公司损害境内投资者合法权益的证券、期货纠纷,以及境外其他金融产品和金融服务的提供者损害境内投资者合法权益的金融纠纷,实行跨区域集中管辖。

交易所任何设施”从事的特定证券欺诈行为均属违法。<sup>[5]</sup> 1942年, SEC根据第10(b)条的授权制定了10(b)-5规则。根据该规则,第10(b)条所指证券欺诈行为具体为:(1)采用任何手段、计划或策略进行欺诈;(2)对某重大事实作任何虚假陈述,或遗漏对于某重大事实的必要陈述,而这些事实在当时的情况下对于确保陈述不具有误导性是必要的;(3)参与任何构成或者可能构成欺诈或欺骗他人的行为、操作或业务活动。<sup>[6]</sup>

一般认为,《证券交易法》第10(b)条的规定为美国证券法的域外适用奠定了基础。但事实上,对于《证券交易法》是否确定了自身的域外效力问题,在美国法学界是存在争议的,并在争论中形成了肯定说和否定说两派。肯定说的主要理由是:首先,根据《证券交易法》第3(a)(17)条的规定,该法第10(b)条所指的“洲际贸易”(interstate commerce)包括任何外国与任何州之间的交易;其次,该法第10(b)条所指的“任何人”是一个非常广泛的概念。根据该法第30(b)条的规

---

[5] 第10(b)条的原文为:It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange...(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

[6] 第10(b)-5规则的原文为:It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.

定,只要其在美国管辖权下从事证券业务,就要受到该法的约束;〔7〕最后,自1945年始,美国反垄断领域已经明确承认了反垄断法的域外效力〔8〕,由于证券领域与反垄断领域同样属于经济监管领域,证券法应当与反垄断法在域外效力问题上保持一致。〔9〕否定说主要从探究立法者的立法意图这一角度来证成自己的观点,他们认为:当时的国会是不可能预见到金融全球化的蓬勃发展的,国会无意于美国证券法的扩张适用;〔10〕同时,在解释国会立法的时候要受到反域外适用推定原则(the presumption against extraterritoriality)和 Charming Betsey 规则〔11〕的制约,从《证券交易法》的立法语言看,并没有充分的理由构成这两个规则的例外。〔12〕

不过,法学界的争论并未妨碍美国的司法实践对《证券交易法》域外效力的肯定。美国法院在《证券交易法》域外适用的实践中,关于美国证券法域外适用的条件,也就是美国证券法域外适用的边界,逐步形

---

〔7〕 第30(b)条的原文为: The provisions of ( the Act ) or of any rule or regulation thereunder shall not apply to any person insofar as he transacts a business in securities without the jurisdiction of the United States, unless he transacts such business in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate to prevent the evasion of ( the Act ). See Norimasa Murano, *Extraterritorial Application of the Antifraud Provisions of the Securities Exchange Act of 1934*, *International Tax & Business Lawyer*, Vol. 2, No. 2, 1984, pp. 299 – 301.

〔8〕 See *U. S. v. Aluminum Co. of America*, 148 F.2d 416 (2d Cir. 1945).

〔9〕 See Hannah L. Buxbaum, *Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict*, *Columbia Journal of Transnational Law*, Vol. 46, No. 1, 2007, p. 21.

〔10〕 See Daniel S. Kahn, *The Collapsing Jurisdictional Boundaries of the Antifraud Provisions of the U. S. Securities Laws: The Supreme Court and Congress Ready to Redress Forty Years of Ambiguity*, *New York University Journal of Law & Business*, Vol. 6, No. 2, 2010, pp. 369 – 370.

〔11〕 Charming Betsey 规则是指如果存在对国会法律的其他可能解释,则不得将国会法律解释为与其他国家的法律相抵触。See *Murray v. Schooner Charming Bety*, 6 US (2 Cranch) 64 (1804).

〔12〕 See David Michaels, *Subject Matter Jurisdiction Over Transnational Securities Fraud: A Suggested Roadmap to the New Standard of Reasonableness*, *Cornell Law Review*, Vol. 71, No. 4, 1986, pp. 930 – 931; Michael J. Calhoun, *Tension on the High Seas of Transnational Securities Fraud: Broadening the Scope of United States Jurisdiction*, *Loyola University Chicago Law Journal*, Vol. 30, No. 4, 1999, p. 687.

成了大致两类标准:效果标准(effect test)和行为标准(conduct test)。有意思的是,这两类标准均滥觞于第二巡回上诉法院的判例。该法院在 *Schoenbaum v. Firstbrook* 案<sup>[13]</sup>中认为,构成证券法域外适用的前提是对美国的资本市场产生直接(direct)和实质(substantial)的效果,此所谓效果标准;而该法院在 *Leasco Data Processing Equipment Corp. v. Maxwell* 案<sup>[14]</sup>中却认为,证券交易主体只有在美国管辖权范围内作出实质性的行为(substantial conduct)时,才受美国证券法的约束,采取的显然是行为标准。在后来的 *Bersch v. Drexel Firestone* 案<sup>[15]</sup>和 *IIT v. Vencap, Ltd.* 案<sup>[16]</sup>中,第二巡回上诉法院又进一步指出该行为不能仅是具有准备性质的(merely preparatory)<sup>[17]</sup>,可以说这是严格了行为标准的适用条件。如果按照这一裁判思路走下去,美国证券法域外适用的边界将会收缩且变得清晰,从而抑制行政机构域外适用证券法的冲动。

但后来的判例表明,不仅严格的行为标准并没有得到其他法院的认同,而且效果标准的适用条件还得以放宽。在 *SEC v. Kasser* 案<sup>[18]</sup>中,第三巡回上诉法院仅根据某些发生在美国境内的“旨在促进证券欺诈”的行为便认定法院具有管辖权,完全忽视了效果标准中的实质性要求,而与之类似的还有第八巡回上诉法院处理的 *Continental Grain (Australia) Pty., Ltd. v. Pacific Oilseeds, Inc.* 案<sup>[19]</sup>;在 *Des Brisay v. Goldfield Corp.* 案<sup>[20]</sup>中,第九巡回上诉法院仅仅根据股票价格的波动即认定对美国证券市场产生了实质性的影响。在宽松的效果标准之下,美国《证券交易法》的域外适用呈现出愈演愈烈的扩张态势。

---

[13] See 405 F.2d 200 (2d Cir. 1968).

[14] See 468 F.2d 1326 (2d Cir. 1972).

[15] See 519 F.2d 974 (2d Cir. 1975).

[16] See 519 F.2d 1001 (2d Cir. 1975).

[17] 例如在 *Bersch v. Drexel Firestone* 案中,加拿大公司 *Drexel Firestone* 发布具有误导性的招股说明书,购买该公司股票的美国人和外国人在美国法院就此提起了证券欺诈诉讼。法院认为美国的律师、会计师和承销人参与了招股说明书的准备过程,但这些行为是准备性质的,不足以确保法院行使事项管辖权。

[18] See 548 F.2d 109 (3d Cir. 1977).

[19] See 592 F.2d 409 (8th Cir. 1979).

[20] See 549 F.2d 133 (9th Cir. 1977).

长期以来,美国法院根据行为标准或者效果标准,甚至是两种标准的综合<sup>[21]</sup>来解释其对案件的事项管辖权(subject matter jurisdiction),从而实现证券法的域外适用。两种标准的并行甚至混用,已经使证券法域外适用的边界变得模糊,而效果标准中衡量效果的“实质性”标准又具有广泛的解释空间,再加上在证券法域外适用领域一直缺乏联邦最高法院的判例指引,美国不同法院在“实质性”的判断方面实际上享有非常大的自由裁量权。所有这些因素叠加,导致了美国的证券法域外适用长期处于边界模糊时代。换言之,行为标准和效果标准成为美国法院域外适用证券法的灵活性工具。<sup>[22]</sup>

### 三、“莫里森案”:边界模糊时代的短暂终结

尽管证券法域外适用边界的模糊为美国的证券法域外适用赋予了灵活性,但也引发了两大问题:一是导致“F立方”诉讼(foreign-cubed litigation)<sup>[23]</sup>激增,美国司法系统开始不堪重负;二是美国过多地介入“F立方”诉讼招致了国际社会的不满。为此,美国政府开始寻求证券法的域外适用的退让之道。<sup>[24]</sup>正是在这一背景下,2010年联邦最高法院在Morrison v. National Australia Bank一案<sup>[25]</sup>(“莫里森案”)中对《证券交易法》的域外适用问题作出了颇具革命性的判决。

---

[21] 在Itoba Ltd. v. Lep Group PLC案中,第二巡回上诉法院综合运用两个标准解释其具有事项管辖权,从而域外适用了证券法。See 54 F.3d 118 (2d Cir. 1995).

[22] See Brandy L. Fulkerson, *Extraterritorial Jurisdiction and U. S. Securities Law: Seeking Limits for Application of the 10(b) and 10b-5 Antifraud Provisions*, Kentucky Law Journal, Vol. 92, No. 4, 2003, pp. 1071-1073.

[23] 所谓的“F立方”诉讼,是指在美国证券交易所(foreign exchanges)购买证券的外国投资者(foreign investors)在本国法院所提起的针对外国证券发行人(foreign issuers)的诉讼,英文文献中通常称为“foreign-cubed litigation”,刘仁山教授将其称为“F立方”诉讼,本文沿用此称谓。参见刘仁山、李婷:《美国“F立方”证券欺诈诉讼管辖权规则及其晚近发展》,载《法学家》2012年第3期。

[24] See Elizabeth Cosenza, *Paradise Lost: 10(b) after Morrison v National Australia Bank*, Chicago Journal of International Law, Vol. 11, No. 2, 2011, p. 368.

[25] See 561 U. S. 247 (2010).

“莫里森案”中的被告澳大利亚国民银行(National Australia Bank)在美国纽约证券交易所挂牌交易美国存托凭证(ADRs)。Russell、Brain、Geraldine 等为代表的澳大利亚人向美国纽约南区地方法院提起诉讼,以澳大利亚国民银行设立在美国的子公司 Homeside 通过错误估价模型对抵押贷款服务费用的现值进行了错误估算因而导致原告方遭受投资损失为由,诉请被告赔偿其投资损失。对于本案,纽约南区地方法院认为,由于是外国行为(而不是美国国内行为)直接造成的损害,原告指控的欺诈行为与美国的联系不足,所以法院对该案缺乏事项管辖权。原告不服纽约南区地方法院的判决向第二巡回上诉法院提起上诉,第二巡回上诉法院最后以被告在美国的行为不满足行为标准的要求为由支持了纽约南区地方法院的判决。<sup>[26]</sup> 本案至此,尽管两级法院的判决都没有支持原告的诉请,事实上排除了证券法的域外适用,但是,法院是以法院对本案没有事项管辖权作为理据驳回原告诉请的,而我们知道,“长臂管辖权”与国内法的域外适用是两个既有联系但又具有本质区别的概念和问题。质言之,两审法院回避了证券法的域外适用问题。

“莫里森案”之所以后来有机会成为证券法域外适用具有里程碑意义的判决,在于该案最终能够被联邦最高法院调卷复审。该案的复审不仅使美国证券法域外适用领域终于诞生了联邦最高法院的判决,更重要的是该判决创造性地运用“交易标准”(transaction test)终结了漫长的美国证券法域外适用边界的模糊时代。在判决中,联邦最高法院首先强调,证券法的域外效力问题是一个实体问题(a question of merit),而不是事项管辖权问题(a question of subject matter jurisdiction)。其次,联邦最高法院认为,本案的焦点不在于联邦地区法院与第二巡回上诉法院所一直反复强调的事项管辖权问题,而是原告是否享有《证券交易法》第10(b)条的诉因(cause of action),即《证券交易法》是否具有域外效力。再次,联邦最高法院依据美国法长期存在的反域外适用推定原则否定其域外效力。根据该原则,国会可以将国内法适用范围扩展到美国境外,但是如果国会对于是否扩展保持沉

---

[26] See 547 F. 3d 167 (2d Cir. 2008).



默,则存在反域外适用的推定。<sup>[27]</sup> 联邦最高法院认为,从《证券交易法》的立法用语上看,国会在该问题上保持了沉默(*congress silence*)。最后,联邦最高法院认为《证券交易法》的立法目的在于规范美国国内的证券交易活动(*domestic transactions*),因此应当依据证券交易活动是否发生在美国国内为依据决定《证券交易法》是否适用。至此,关于《证券交易法》的域外适用,联邦最高法院通过复审“莫里森案”,提出了一项全新的判断标准,即交易标准。由于交易标准以证券交易活动行为地是否在美国国内作为《证券交易法》适用的依据,从而使得证券法域外适用的边界变得清晰可辨,可以认为该标准完成了对行为标准和效果标准的革命性颠覆,终结了美国证券法域外适用边界的模糊时代。

就在“莫里森案”终审判决作出后一个月,美国国会通过了《华尔街改革与消费者保护法案》(*Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*,即《多德-弗兰克法案》)。该法案的第929P(b)条对美国证券法的域外管辖问题作出了明确规定:即使有关欺诈行为发生在美国境外,但对美国国内产生了可预见的实质性效果,美国法院对SEC和美国由此提起的诉讼享有管辖权。<sup>[28]</sup> 由于该条明确了美国法院可以根据效果标准行使域外管辖权,从而为理论界和司法界重新讨论证券法域外适用的边界问题提供了空间,比如《多德-弗兰克法案》是否推翻了“莫里森案”的判决?美国证券法域外适用是否重回了边界模糊时代?可见,“莫里森案”确立的证券法域外适用的清晰标准仅仅一个月之后就面临了美国国会立法的挑战,其对边界模糊时

---

[27] See John H. Knox, *A Presumption Against Extrajurisdictionality*, *American Journal of International Law*, Vol. 104, No. 3, 2010, p. 352.

[28] 该条原文为:(b) Extraterritorial Jurisdiction - The district courts of the United States and the United States courts of any Territory shall have jurisdiction of an action or proceeding brought or instituted by the Commission or the United States alleging a violation of the antifraud provisions of this title involving—“(1) conduct within the United States that constitutes significant steps in furtherance of the violation, even if the securities transaction occurs outside the United States and involves only foreign investors; or”(2) conduct occurring outside the United States that has a foreseeable substantial effect within the United States.

代的终结注定只是一个“美丽的瞬间”。

#### 四、《多德 - 弗兰克法案》与“莫里森案”的纠缠:边界之争再起

##### (一) 理论上的争论

关于《多德 - 弗兰克法案》究竟有没有推翻“莫里森案”判决,在美国法学界引发了一场激烈讨论。有的学者主张《多德 - 弗兰克法案》显然完全改变了“莫里森案”判决,<sup>[29]</sup> 主要依据是:首先,第 929P (b) 条的标题就是“联邦证券法反欺诈条款的域外管辖权”,国会赋予证券法域外效力的意图已经十分明显;<sup>[30]</sup> 其次,在《多德 - 弗兰克法案》制定过程中,该法案主要起草人坎乔斯基 (Paul E. Kanjorski) 曾指出,该法的主要目的就是要打破反域外适用推定原则。<sup>[31]</sup> 然而否认《多德 - 弗兰克法案》推翻了“莫里森案”判决的学者认为:《多德 - 弗兰克法案》第 929P (b) 条的规定停留在事项管辖权层面,而管辖并不能和域外效力画等号;<sup>[32]</sup> 该法只赋予 SEC 域外管辖的权力,至少在私人诉讼

---

[29] See Kelley Morris White, *Is Extraterritorial Jurisdiction Still Alive - Determining the Scope of U. S. Extraterritorial Jurisdiction in Securities Cases in the Aftermath of Morrison v. National Australia Bank*, North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation, Vol. 37, No. 4, 2012, pp. 1228 - 1231.

[30] See Richard Painter, *Douglas Dunham and 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*, Minnesota Journal of International Law, Vol. 20, No. 1, 2011, p. 19.

[31] See 156 CONG. REc. H5233 (June 30, 2010) (statement of Rep. Paul Kanjorski).

[32] See Andrew Rocks, *Whoops - The Imminent Reconciliation of U. S. Securities Laws with International Comity after Morrison v. National Australia Bank and the Drafting Error in the Dodd - Frank Act*, Villanova Law Review, Vol. 56, No. 1, 2011, pp. 188 - 195; Raphael G. Toman, *The Extraterritorial Reach of the U. S. Securities Laws and Non - Conventional Securities: Recent Developments after Morrison and Dodd - Frank*, New York University Journal of Law and Business, Vol. 14, No. 2, 2018, pp. 673 - 675.

方面并没有改变“莫里森案”判决。<sup>[33]</sup> 还有的学者则认为,《多德-弗兰克法案》与“莫里森案”之间的关系是不明确的,从表面上看第 929P (b)的措辞是清晰的,但实际上明确其内在含义是困难的。《多德-弗兰克法案》是否推翻“莫里森案”这一问题只能从司法实践中得出答案,但司法实践还是空白的,因此该问题是悬而未决的。<sup>[34]</sup>

## (二) 司法实践的回答

《多德-弗兰克法案》生效之后,美国法院在证券法域外适用问题上便需要同时面对“莫里森案”的判例和国会的立法。尽管“莫里森案”提出了交易标准使证券法的域外适用有了较为清晰的界限,但交易标准如何具体运用、如何处理“莫里森案”与《多德-弗兰克法案》之间的矛盾关系等问题悬而未决。对于这两个问题的回答,在作为判例法国家的美国,最终还得从司法实践中去找寻答案。

### 1. 关于交易标准的明确

对于何为国内交易这一问题,“莫里森案”只是粗略地将其划分为两类,并没有作进一步的阐释:一类是购买或出售在美国证券交易所上市的证券(the purchase or sale of a security listed on an American stock exchange);另一类是在美国购买或出售证券(purchase or sale in the United States)。对于第一种类型的国内交易,确认难度不大,但第二种类型的国内交易的认定却并非易事。众多美国学者认为,第二种类型的认定是下级法院在解释“莫里森案”时所遇到的最为棘手的几个问题之一。<sup>[35]</sup> 在以下的判例中,我们可以看到美国的各级法院在细化国内交易认定标准方面所作出的努力。

(1) 交易程度问题。首先,相关的证券交易必须达到一定程度才能被认定为国内交易。例如在 Plumbers' Union Local No. 12 Pension

---

[33] See Meny Elgadeh, *Morrison v. National Austrl. Bank: Life After Dodd - Frank*, Fordham Journal of Corporate and Financial Law, Vol. 16, No. 3, 2011, p. 593.

[34] See Emily R. Christiansen, *Morrison and Dodd - Frank; The Impact and Intersection*, Thomas Law Journal, Vol. 8, No. 3, 2011, pp. 535 - 536.

[35] See Eleanor B. Eastham, *Morrison and Cryptocurrencies: Is It Time to Revisit the Extraterritorial Application of Rule 10B - 5?*, Georgia Journal of International and Comparative Law, Vol. 48, No. 2, 2020, p. 584.

Fund v. Swiss Reinsurance Co. 案<sup>[36]</sup>中,纽约南区地方法院认为仅在美国发起交易不足以将交易视为国内交易。该法院指出,虽然在美国境内发出了购买指令,但最终证券是在外国市场销售的,因此不构成国内交易。在 In re Nat'l Century Fin. Enters 案<sup>[37]</sup>中,俄亥俄州地方法院同样指出,要想构成国内交易,交易的每一个重要步骤都必须发生在美国。

关于交易程度的司法实践,特别要提到 Absolute Activist Value Master Fund Ltd. v. Ficeto 案<sup>[38]</sup>,因为该案对于国内交易究竟要达到何种程度这一问题作出了正面回答。在该案中,第二巡回上诉法院认为,“莫里森案”对于何为国内交易没有作出清晰的界定,因此有必要尝试明确国内交易的定义。该法院抓住交易完成的核心问题,从购买或出售证券所引起的相关主体的权利义务变动的角度,认为只有证券权利发生实质性的转移,才符合“交易”一词的基本定义。基于这一定义,该法院指出,若要构成“莫里森案”所指的国内交易,证券交易当事人必须在美国境内承担不可撤销的责任或转移所有权。在 United States v. Mandell 案<sup>[39]</sup>中,第七巡回上诉法院同样强调了上述观点。该法院判决,即使美国居民从美国境内通过外汇购买股票(该交易以购买指令或其他方式发起于美国),只要承担不可撤销的责任或转移所有权发生在外国,那么该交易便不符合国内交易的定义。

(2) 主观意图问题。针对国内交易的认定是否需要考虑当事人主观上的交易意图这一疑问,第十一巡回上诉法院在 Quail Cruises Ship Mgmt. Ltd. v. Agencia de Viagens CVC Tur Limitada 案<sup>[40]</sup>中进行了解释。该法院认为,仅凭当事人在美国境内进行证券交易的意图或购买决定作出地在美国,不足以使该交易成为国内交易。在该案中,原告声称交易为国内交易,因为股票转让是根据佛罗里达州法律所规定进行的,并且相关文书是通过美国邮件发送的,这表明原告打算将交易在美

---

[36] See 753 F. Supp. 2d 166 (S. D. N. Y. 2010).

[37] See 846 F. Supp. 2d 828 (S. D. Ohio 2012).

[38] See 677 F. 3d 60 (2d Cir. 2012).

[39] See 833 F. 3d 816 (7th Cir. 2016).

[40] See 645 F. 3d 1307 (11th Cir. 2011).

国进行。但法院认为,原告的意图并没有改变交易地点在国外的事实,该笔交易仍然是一笔国外交易。

(3)交叉上市问题。交叉上市<sup>[41]</sup>方式是外国公司进入美国资本市场的基本途径之一,目前有548家全球性非美国公司在美国证券交易所交叉上市。<sup>[42]</sup>可以认为,外国公司选择在美国交叉上市表明其自愿受到美国证券法相关的规范与约束,服从相关法律机构的监管。<sup>[43]</sup>但是,交易标准如何适用于交叉上市交易却是一大难题。

在 *In re Vivendi Universal, S. A. Securities Litigation* 案<sup>[44]</sup>中,纽约南区地方法院对这一难题作出了回答。Vivendi 公司同时在纽约证券交易所和外国上市普通股,因此在外国证券市场上出售的 Vivendi 证券的境内外购买者据此主张交易标准此时已经满足,因为该证券也在美国证券交易所上市。对于原告的主张,法院认为,“没有迹象表明‘莫里森案’打算将第 10(b)条适用于虽然在国内和国外证券交易所交叉上市,但交易并非发生在美国国内证券交易所的证券。”换言之,如果证券交易是在外国市场进行的,即使这些证券在美国国内交易所上市,第 10(b)条仍然不能得以适用,因而原告的主张是没有说服力的。

类似的案件还有 *Sgalambo v. McKenzie* 案<sup>[45]</sup>。该案中的加拿大公司同时在多伦多证券交易所和美国证券交易所上市。原告提出了与前案类似的主张,纽约南区地方法院也认为第 10(b)条在此种情况下不能适用。在 *In re Royal Bank of Scotland Group PLC Securities Litigation* 案<sup>[46]</sup>中,纽约南区地方法院进一步指出:“如果仅因为外国公司在美国上市了证券就要求其在外国市场进行的交易也必须遵守美

---

[41] 交叉上市证券是指同时在母国证券交易所和外国证券交易所上市。

[42] See *Global companies cross-listed on U. S. stock exchanges*, stockmarketmba, <https://stockmarketmba.com/globalcompaniescrosslistonusexchanges.php>, 2021年3月16日访问。

[43] See Yuliya Guseva, *Extraterritoriality of Securities Law Redux: Litigation Five Years after Morrison v. National Australia Bank*, *Columbia Business Law Review*, Vol. 2017, No. 1, 2017, p. 226.

[44] See 765 F. Supp. 2d 512 (S. D. N. Y. 2011).

[45] See 739 F. Supp. 2d 453 (S. D. N. Y. 2010).

[46] See 765 F. Supp. 2d 327 (S. D. N. Y. 2011).

国证券法,这是与‘莫里森案’的精神背道而驰的做法。”法院强调,重点必须放在购买或出售进行的地方,而不是在股票上市的地方。

## 2. “莫里森案”与《多德-弗兰克法案》关系的明确

“莫里森案”根据反域外适用推定原则明确否定了美国证券法的域外效力,而国会旋即通过了规定 SEC 具有域外管辖权的《多德-弗兰克法案》。这是否意味着《多德-弗兰克法案》推翻了“莫里森案”判决?如何处理最高院的判决与国会立法的关系?美国的法院在随后的司法实践中呈现相当的踌躇甚至矛盾的状况,但最新的判例则态度坚定。

(1) 回避《多德-弗兰克法案》的保守心理。在《多德-弗兰克法案》生效后的初期,美国司法实践在涉及证券法域外效力问题上基本上援用的是“莫里森案”,只有极少数判决提及《多德-弗兰克法案》,并且大多数情况下还是一笔带过的。法院之所以刻意回避《多德-弗兰克法案》,主要原因有二:一是 SEC 和司法部(department of justice, DOJ)提起的诉讼数量不多,法院完全没有必要自找麻烦去解释《多德-弗兰克法案》;二是交易标准更为清晰,只要法院认定相关交易符合国内交易的特征,证券法自然得以适用,费时费力去解释《多德-弗兰克法案》完全是多此一举。例如在 SEC. and Exch. Comm'n v. Credit Bancorp, Ltd. 案<sup>[47]</sup>中,纽约南区地方法院认定相关交易构成国内交易,便无须涉及《多德-弗兰克法案》的适用问题,而在 SEC v. Goldman Sachs & Co. and Fabrice Tourre 案<sup>[48]</sup>中,纽约南区地方法院更是直接判决“莫里森案”适用于 SEC 提起的诉讼。也就是说,即使诉讼的一方是 SEC,法院仍然恪守“莫里森案”反域外适用推定的基本精神,而置《多德-弗兰克法案》于不顾。可见,在《多德-弗兰克法案》实施的早期阶段,法院对该法案的适用是十分谨慎与保守的。

(2) 无法回避《多德-弗兰克法案》时的矛盾心理。随着越来越多的 SEC 和 DOJ 提起的证券欺诈案件涌入法院,法院不得不直面《多德-弗兰克法案》的适用问题。在这些案件中,SEC 和 DOJ 通常依据《多

[47] See 738 F. Supp. 2d 376 (S. D. N. Y. 2010).

[48] See 790 F. Supp. 2d 147 (S. D. N. Y. 2011).

德-弗兰克法案》所赋予的行为标准或效果标准决定证券法的域外适用,法院再想回避几无可能,转而开始直接回应。在 *United States v. Coffman* 案<sup>[49]</sup>中,肯塔基州地方法院承认《多德-弗兰克法案》扩大了反欺诈条款的管辖范围。法院进一步指出,即便相关交易不满足交易标准,该法依然具有适用的可能。这就表明,至少在 SEC 或 DOJ 提起的诉讼中是不能无视《多德-弗兰克法案》的,否则国会的立法权威就荡然无存。问题在于如何理解《多德-弗兰克法案》的含义和如何协调《多德-弗兰克法案》与“莫里森案”的关系。在随后的案件中,法院尝试就《多德-弗兰克法案》与“莫里森案”之间的关系加以解释。

在 *SEC v. Chi. Convention Ctr., LLC* 案<sup>[50]</sup>中,伊利诺伊州北区地方法院讨论了《多德-弗兰克法案》的适用问题。在该案中,SEC 指控被告以欺诈方式将价值数百万美元的证券出售给了 250 多名希望通过投资获得美国国籍的中国公民投资者。被告认为,根据“莫里森案”的交易标准,该案涉及的交易不构成国内交易,因此 SEC 的指控不成立。SEC 则提出《多德-弗兰克法案》已经恢复了行为标准或效果标准的反驳意见。法院认为,《证券交易法》第 10(b) 条的含义“表面上是清楚的”(clear on its face),且该条安排在《证券交易法》有关管辖权的部分,法院据此承认在事项管辖权方面,法院有权管辖 SEC 提起的涉外证券欺诈纠纷。法院随后仔细研究了《多德-弗兰克法案》第 929P(b) 条的立法史,并承认它显然打算恢复之前的行为标准或效果标准,但法院仍然不能肯定这一立法史是否足以突破其仅赋予事项管辖权的字面含义。法院止步于承认《多德-弗兰克法案》与“莫里森案”的关系问题是“复杂的解释问题”(complex interpretation issue),迟迟不敢给出最终性的结论。最终法院还是选择适用交易标准认定相关行为符合国内交易的特征,从而在结果上避免了在“莫里森案”和《多德-弗兰克法案》之间作出选择的矛盾。该法院在 *SEC v. Battoo* 案<sup>[51]</sup>中对《多德-弗兰克法案》的讨论也凸显了这种矛盾心态。法院

---

[49] See 771 F. Supp. 2d 735 (E. D. Ky. 2011).

[50] See 961 F. Supp. 2d 905 (N. D. Ill. 2013).

[51] See 158 F. Supp. 3d 676 (N. D. Ill. 2016).

对其得出的“《多德-弗兰克法案》推翻了‘莫里森案’判决”的结论表示不安。最后,法院以有关行为发生在《多德-弗兰克法案》颁布前,《多德-弗兰克法案》因而无追溯力为由再次成功回避了这一矛盾。

(3)晚近判决的坚定立场。法院的矛盾态度使得《多德-弗兰克法案》实施多年之后,在 SEC 或 DOJ 提起的证券诉讼中,证券法域外适用的边界仍然处于不确定状态,直到 2019 年第十巡回法院对 SEC v. Traffic Monsoon 案<sup>[52]</sup>判决的作出。

2017 年,SEC 在犹他州地方法院对 Traffic Monsoon 公司(互联网广告公司)提起诉讼,指控该公司的活动违反了《证券交易法》第 10(b)条及 SEC 的 10(b)-5 规则。Traffic Monsoon 公司辩称,90% 的客户是通过互联网购买其证券的,并且这些客户在购买时都位于美国境外,因此这些交易主要是国外交易。显然,Traffic Monsoon 公司认为应当适用交易标准。SEC 对此的回应是,《多德-弗兰克法案》的表述和立法史证明国会打算恢复此前的行为一效果标准。而根据行为一效果标准,Traffic Monsoon 公司的创建、管理投资计划的行为发生在美国,因此应当适用第 10(b)条和 10(b)-5 规则。法院同意 SEC 的主张,判决在 SEC 或 DOJ 提起的诉讼中,《多德-弗兰克法案》的行为一效果标准取代了“莫里森案”的交易标准。

法院认为,第 929P(b)条是在“莫里森案”之前起草的,当时许多法院广泛采用了行为标准与效果标准,《多德-弗兰克法案》只是将已经普遍存在的标准编纂成为法律。在法案快要通过之时联邦最高法院就“莫里森案”作出判决,此时要求立法者在最后确定法案内容时去考虑“莫里森案”判决无疑是“要求一艘即将起航的战舰打开一角以收回掉落在外的救生衣”。因此,“莫里森案”完全不影响《多德-弗兰克法案》的立法本意,立法者已经十分清晰地表达了他们的立法目的,即将广泛存在的行为一效果标准编纂为法律。2019 年 1 月,第十巡回上诉法院判决维持犹他州地方法院的判决。<sup>[53]</sup> 在判决中,第十巡回上诉法院再次强调,国会立法的历史资料已经清晰地显示立法者在 SEC 和

---

[52] See 245 F. Supp. 3d 1275 (D. Utah 2017).

[53] See No. 17-4059 (10th Cir. 2019).



DOJ 提起的诉讼中适用行为一效果标准的立法意图。

尽管 SEC v. Traffic Monsoon 案这一单个案件并不能代表美国司法实践的倾向,但如果把该案与上述案件结合起来综合考察,大致上还是可以归纳出目前美国的司法实践有关“莫里森案”与《多德-弗兰克法案》之间关系的基本倾向:在私人提起的证券诉讼中,法院仍然遵循“莫里森案”提出的交易标准判断证券法域外适用;在 SEC 和 DOJ 提起的公权力诉讼中,法院首先判断相关行为是否符合交易标准中的国内交易定义,如果构成国内交易就可以回避《多德-弗兰克法案》的适用,如果不符合国内交易定义,法院就可能依据《多德-弗兰克法案》恢复适用行为一效果标准判断证券法的域外适用。总之,《多德-弗兰克法案》的实施,使得美国法院在证券法域外适用方面更具灵活性,而这种灵活性往往会导致美国证券法域外适用的扩张。

## 五、基本经验:行走于确定性与灵活性之间

通过梳理美国证券法域外适用的理论和司法实践,可以发现,美国凭借其丰富的实践经验和深入的理论探讨,巧妙地行走于域外适用的确定性与灵活性之间。这种确定性和灵活性之间的巧妙平衡得益于美国对于证券法域外适用边界的模糊性和明晰性的驾驭能力。

### (一) 边界的明晰化是美国证券法域外适用发展的基本走向

美国近九十年的证券法域外适用历史经验告诉我们,只有保证证券法域外适用边界一定程度的清晰,证券法域外适用体系才不至于崩溃。如果固守过往边界模糊的行为一效果标准,想要进入美国资本市场的外国主体会面临严重的不确定性问题,最终只会在美国资本市场门口徘徊不前。<sup>[54]</sup> 更为可怕的是,模糊的边界必然导致域外适用毫无

---

[54] See Stephen J. Choi and Linda J. Silberman, *Transnational Litigation and Global Securities Class Actions*, Wisconsin Law Review, Vol. 2009, No. 2, 2009, p. 473.

目的地扩张,引发与其他国家的管辖权冲突,<sup>[55]</sup>特别是当其他国家将被域外适用的情形视为“屈辱的象征”时,此种管辖权冲突更为激烈。<sup>[56]</sup>这样,不确定性与管辖权冲突两大问题的反复累积会使美国证券法域外适用体系的正当性不断受到质疑,从而导致美国证券法的域外适用难以为继。

“莫里森案”之所以是“革命性”的,不单是因为它表达了美国在证券法域外适用方面的收缩姿态,更为重要的是它标志着美国证券法域外适用边界明晰化进程中的一次飞跃。证券法的域外适用从此有了基本清晰的边界,大大消除了行为一效果标准带来的不确定性弊端。<sup>[57]</sup>有的学者认为交易标准的采用对于美国来说是“自缚手脚”的,边界清晰的域外适用反而弱化了美国管辖涉外证券欺诈案件的能力。<sup>[58]</sup>但在我们看来,这种观点即便在某种意义上是成立的,但至少是短视的。这是因为:首先,交易标准是否在现实中弱化了美国相应的管辖能力还有待进一步考证,因为有实证研究表明“莫里森案”并没有显著改变涉及外国主体的诉讼类型,美国在管辖涉外证券欺诈案件的能力并没有被削弱。<sup>[59]</sup>其次,即使美国管辖涉外证券欺诈案件的能力被削弱了,也是美国对证券法域外适用的自我合理约束,这种自我约束有助于美国证券法域外适用体系获得正当性支撑。相反,模糊的域外适用边界虽然能够在一时扩大美国的管辖能力,但从长远来看会侵蚀美国证券法域外适用的正当性。最后,有实证研究也证明了清晰边界带来的积

---

[55] See Howell E. Jackson, *Variation in the Intensity of Financial Regulation: Preliminary Evidence and Potential Implications*, *Yale Journal on Regulation*, Vol. 24, No. 2, 2007, pp. 253 - 292.

[56] See Kenneth W. Dam, *Extraterritoriality and Conflicts of Jurisdiction*, *American Society of International Law Proceedings*, Vol. 7, 1983, p. 371.

[57] See Merritt B. Fox, *Securities Class Actions Against Foreign Issuers*, *Stanford Law Review*, Vol. 64, No. 5, 2012, p. 1177.

[58] See Joseph Grundfest, *Morrison, the Restricted Scope of Securities Act Section II Liability, and Prospects for Regulatory Reform*, *Journal of Corporation Law*, Vol. 41, No. 1, 2015, p. 20.

[59] See Robert Bartlett, Matthew D. Cain, Jill E. Fisch and Steven Davidoff Solomon, *The Myth of Morrison: Securities Fraud Litigation against Foreign Issuers*, *Business Lawyer*, Vol. 74, No. 4, 2019, pp. 967 - 969.

极效果。有学者从实证角度研究了“莫里森案”对外国投资者交易行为产生的影响。研究表明,“莫里森案”对在美国交叉上市的外国公司股票产生了正效应。<sup>[60]</sup>

## (二) 边界的模糊性是确保美国证券法域外适用灵活性的有效工具

美国证券法域外适用的历史表明,正是边界模糊地带的始终存在和适时调整,使得美国能够在证券法域外适用方面因时而变,并在保护本国金融市场安全与尊重他国主权权威两者之间维持一种动态的平衡。如何建构证券法域外适用边界的模糊地带并在实践中适时调整,从而使得证券法域外适用在确定性和灵活性之间保持适当的比例关系,可以说这就是美国在证券法域外适用边界方面的最基本、最核心的经验。透过前文有关美国证券法适用边界问题的理论和司法实践的梳理,我们认为,美国的经验建立在以下三大基础之上。

### 1. “三权分立”的治理机构

反域外适用推定原则是确定联邦法规适用范围的主要工具。<sup>[61]</sup>在美国“三权分立”的治理机构之下,美国可以借助反域外适用推定原则将证券法域外适用的边界问题内化为“三权分立”的权力制约问题,再通过权力的相互制约实现边界模糊的适时调整。根据反域外适用推定原则,除非有相反意图,否则国会立法仅在美国领土管辖范围内适用。可见,该原则确实对法院解释立法活动起到一定的制约作用,而且美国在该原则的解释上也不断加以完善,<sup>[62]</sup>但立法意图的解释是一个十分复杂的问题,美国法院仍然可以通过对立法意图的解释不时拓展或限缩域外适用的边界。

---

[60] See Louis Gagnon and George Andrew Karolyi, *An Unexpected Test of the Bonding Hypothesis*, *Review of Corporate Finance Studies*, Vol. 7, 2018, pp. 101 – 156.

[61] See William S. Dodge, *The Presumption Against Extraterritoriality in Two Steps*, *American Journal of International Law Unbound*, Vol. 110, 2016 – 2017, pp. 45 – 50.

[62] 例如在 *R. JR Nabisco, Inc. v. European Community* 案和 *WesternGeco LLC v. ION Geophysical Corp.* 案中,法院提出以 focus 标准约束解释立法意图活动。See Kyle A. Mason, *The Presumption against Extra ( subjective ) Territoriality: Morrison's Confounding Focus Test*, *Review of Litigation*, Vol. 38, No. 3, 2019, pp. 385 – 416.

## 2. 强大的国际法解释能力

当法律的属地原则与全球化的现代格格不入,显得有些“古老”之际,<sup>[63]</sup>美国率先运用效果原则对严格的属地原则进行改造,促使效果原则在国内证券法、反垄断法等领域得到广泛运用,并得到了其他国家的认可与仿效;<sup>[64]</sup>而在不断扩张的域外适用显得进攻性十足的时候,美国又主动革新发端于欧陆的礼让学说,运用礼让原则约束域外适用。<sup>[65]</sup>效果原则赋予美国域外适用扩张的能力,礼让原则又能保证其收缩自如,而这都是建立在美国强大的国际法解释能力之上的。美国通过对国际法的主动解释使模糊地带的界限灵活变动,既扩张了美国证券法的域外适用,又能将这种域外适用限制在不至于使美国与相关国家的关系彻底破裂的范围之内。

## 3. 完善的域外适用实践和理论的支撑

一方面,美国在反垄断法、刑法等领域的域外适用实践十分丰富<sup>[66]</sup>,已经形成了完备的域外适用体系,为后来的证券法域外适用边

[63] See Paul Schiff Berman, *Global Legal Pluralism*, Southern California Law Review, Vol. 80, No. 6, 2007, pp. 1230 – 1231.

[64] See Austen Parrish, *The Effects Test: Extraterritoriality's Fifth Business*, Vanderbilt Law Review, Vol. 61, No. 5, 2008, pp. 1470 – 1476; Yaad Rotem, *Economic Regulation and the Presumption against Extraterritoriality – A New Justification*, William & Mary Policy Review, Vol. 3, No. 2, 2012, pp. 249 – 252.

[65] 美国司法中对礼让进行了详细的讨论,例如1964年的 *Banco Nacional de Cuba v. Sabbatino* 案认为礼让是一种避免与外交关系管理发生冲突的机制;1974年的 *Scherk v. Alberto – Culver Co.* 案认为礼让是为了国际贸易的利益而保护当事方期望的一种手段;1985年的 *Mitsubishi Motors Corp. v. Soler Chrysler – Plymouth Inc.* 案认为礼让是尊重外国主权的标志。美国对于礼让原则的完全改造见于美国对外关系法第三次重述[*The Restatement of Foreign Relations Law of the United States (Third)*],美国将礼让原则的运用建构在利益分析方法之上,由此完成了礼让原则的美国版本。See Joel R. Paul, *Comity in International Law*, Harvard International Law Journal, Vol. 32, No. 1, 1991, pp. 1 – 80.

[66] 关于反垄断法的域外适用, see Daniel Lim, *State Interest as the Main Impetus for U. S. Antitrust Extraterritorial Jurisdiction: Restraint through Prescriptive Comity*, Emory International Law Review, Vol. 31, No. 3, 2017, pp. 415 – 448。关于刑法的域外适用, see Dan E. Stigall, *International Law and Limitations on the Exercise of Extraterritorial Jurisdiction in U. S. Domestic Law*, Hastings International and Comparative Law Review, Vol. 35, No. 2, 2012, pp. 323 – 382。

界的建构提供了丰富的经验和素材;另一方面,美国的国内法域外适用体系理论很完备,为证券法域外适用边界的建构提供了有力的智力支撑。学者们通过提出诸如“司法普遍主义”、“司法属地主义”和“司法利益平衡主义”等不同学说对国内法域外适用展开深入的探讨。<sup>[67]</sup> 不仅如此,有关理论已经发展到从宪法层面讨论域外效力的限制框架。<sup>[68]</sup> 总之,美国完备的域外适用实践和理论为证券法域外适用边界模糊地带的建构提供了强有力的支撑。

## 六、对中国的启示:把握确定性与灵活性之间的动态平衡

近年来,尽管中国对外开放的国际环境发生了深刻的变化,但中国不仅没有停止反而加快了对外开放的步伐。特别是中国金融的对外开放,自习近平主席在博鳌亚洲论坛 2018 年年会开幕式主旨演讲中宣布扩大开放的重大举措以来,更是进入了“快车道”。随着我国金融市场与国际金融市场日益融合,中国金融主权、安全和发展利益势必越来越容易受到域外行为的冲击,客观上需要加速构建金融法域外适用法律机制。就证券法域外适用来说,尽管我国 2019 年修订的《证券法》第 2 条第 4 款明确了证券法的域外效力,但是迄今为止,我国还没有真正意义上的证券法域外适用的司法和执法实践。可以说,在证券法域外适用领域,我们还是一名“实习生”。所以,借鉴在证券法域外适用领域有着近 90 年实践的美国的经验和教训,是我们从“实习生”快速成长为“行家里手”的理性选择。如前文所述,通过调和证券法域外适用边界的明晰性和模糊性,从而实现证券法域外适用确定性与灵活性之平衡,是美国的核心经验。我们认为,在“中国处于近代以来最好的发展

---

[67] See Jeffrey A. Meyer, *Dual Illegality and Geoambiguous Law: A New Rule for Extraterritorial Application of U. S. Law*, *Minnesota Law Review*, Vol. 95, No. 1, 2010, pp. 114 – 119.

[68] See Anthony J. Colangelo, *Constitutional Limits on Extraterritorial Jurisdiction: Terrorism and the Intersection of National and International Law*, *Harvard International Law Journal*, Vol. 48, No. 1, 2007, pp. 121 – 202.

时期,世界处于百年未有之大变局”这一时代背景之下,中国证券法域外适用的实践,应该立足于中国发展与世界大变局的交互激荡的动态变化,不断调整和探索。在这一过程中,我们应当学习与借鉴美国有关证券法域外适用边界构建之经验,发挥中国政治和司法体制的制度性优势,实现证券法域外适用确定性和灵活性之间更高水平的动态平衡,从而达到既能有效保护我国金融市场的稳定、维护我国境内投资者合法权益,又能避免与他国形成管辖权的剧烈冲突、损害我国作为“人类命运共同体”倡导者的良好形象的目的。

### (一)立法:为域外适用的灵活性留足空间

如前文所述,美国《证券交易法》并没有明确规定其自身的域外适用效力,而对国会立法的解释又受到反域外适用推定规则的限制,以至于美国《证券交易法》自身是否可以域外适用,在美国法学界是存在争议的。即便次贷危机后美国国会颁布的《多德-弗兰克法案》对证券法的域外管辖问题作出了明确规定,但依然有学者认为《多德-弗兰克法案》明确的只是事项管辖权而非域外效力。可见,在美国,由于其两党政治的固有局限性,有关证券法域外适用的立法,始终难以形成明晰的立法意志。

反观中国《证券法》第2条第4款,该款赋予《证券法》域外适用效力的意思表示则非常明确。根据该款规定,可以适用中国证券法对在中国境外发生的“扰乱中华人民共和国境内市场秩序”“损害境内投资者合法权益”的证券发行和交易活动进行处理。同时,该款还明确了域外适用的“效果标准”。应该承认,就证券法域外适用的边界来说,“扰乱中华人民共和国境内市场秩序,损害境内投资者合法权益”这一效果标准是宽泛的、模糊的,在司法和执法实践中可能会导致证券法域外适用的扩张冲动,进而对外国投资者合理预期的形成和我国金融市场的对外开放产生负面影响。但是,由于当今世界正处于百年未有的大变局之中,我们需要在证券法域外适用领域保留足够的空间和灵活性,《证券法》第2条第4款采纳的“效果标准”恰恰能够满足这一需要。至于“效果标准”可能存在的负面影响,可以通过发挥我国的制度性优势,在证券法域外适用的司法和执法实践中加以解决。

## (二) 司法和执法:探索域外适用确定性与灵活性的动态平衡

美国是一个“三权分立”的联邦制、判例法国家,美国证券法域外适用边界的明晰性与模糊性,以及由此带来的域外适用的明确性与灵活性,不得不在立法与司法之间、州地方法院与联邦法院之间、不同联邦法院相互之间的不断纠缠中寻找平衡。尽管美国确实做到了在证券法域外适用方面因时而变,并在保护本国金融市场安全与尊重他国主权权威两者之间维持一种动态的平衡,但这种平衡的取得显然付出了较大的纠缠成本和时间成本。

中国是单一制成文法国家,全国人民代表大会是最高的权力机关,行政机关、司法机关均由人民代表大会产生并对其负责,这种议政合一的政治制度和单一制的国体在立法、司法和行政之间的协调方面显然优于美国体制。我国证券法的域外适用的边界以及与此相关的明确性和灵活性的此消彼长,应该充分发挥我国国体和政体的优越性:首先,立法、司法和执法可以相互协调,形成合力,确保我国证券法域外适用符合中国的主权、安全和发展利益;其次,司法和执法实践应该充分利用立法赋予证券法域外适用的灵活性,根据中国发展和世界格局的变化,适时调整域外适用的边界,并通过最高人民法院类案指导制度加以实施;再次,司法和执法实践中,对于一些原本可以域外适用的情形,也可以根据中国发展、世界格局的变化以及中国与他的双边关系,相机决策是否域外适用;最后,在平衡域外适用的确定性和灵活性的实践中,要善于运用国际社会公认的法律原则,比如国家主权原则、国际礼让原则、对等原则等,确保我国证券法的域外适用建立在国际法治基础之上。

(编辑:吴紫君)