

美国证券集团诉讼的沿革、现状及未来

汤欣* 李青泽**

摘要：本文以美国证券集团诉讼为研究对象，旨在系统剖析其历史演进、制度构成与核心功能。首先，本文梳理了证券集团诉讼自20世纪60年代至今的演进轨迹；其次，从程序与实体双重维度剖析了其制度构成：程序上，围绕“限制无益诉讼”与“诊治原告律师道德风险”两大宗旨，对首席原告、集团认证等关键程序机制进行了分析；实体上，结合近期判例，对证券欺诈诉讼中重大性、明知、交易因果关系、损失因果关系等核心构成要件进行了检视。最后，在集团诉讼的功能层面，研究表明，受制于高昂的代理成本与“股东内部循环赔偿”的逻辑悖论，证券集团诉讼在“事后补偿”方面的功能已经渐趋式微。然而，结合新近实证数据的研究可见，证券集团诉讼在“事前威慑”方面仍发挥着积极作用：集团诉讼风险能有效提升上市公司信息披露质量、阻断违规行为的传染效应。此外，市场反馈表明，投资者认可集团诉讼的治理价值，并认为集团诉讼风险在遏制管理层机会主义行为方面产生的治理收益足以抵消其高昂的诉讼成本。

关键词：美国证券法 证券虚假陈述 证券执法 集团诉讼

一、引言

美国证券法律实施机制呈现出鲜明的“双轨制”特征：即由证券交易委员会（SEC）主导的公共执法与由投资者发起的私人诉讼并行不悖。历史上，证券集团诉讼被视为公共执法的有效补充与针对证券欺诈行为的重要威慑力量。与此同时，此

* 清华大学法学院教授，博士生导师。

** 清华大学法学院法学硕士研究生。

种私人执法模式在实践演进中亦面临诸多困境。一方面,该制度受限于高昂的诉讼成本与“股东内部循环赔偿”的现实困境,难以真正实现对受损投资者的补偿功能;另一方面,由于董事高管责任保险与公司补偿条款在美国的广泛应用,赔偿责任往往发生转移,证券集团诉讼难以实现对不当行为实施者的精准威慑。尽管面临上述严峻挑战,新近的实证研究却揭示了一个耐人寻味的现象:资本市场反馈表明,美国投资者仍然认可集团诉讼的治理价值,并认为其在遏制管理层机会主义行为方面产生的治理收益足以抵消其高昂的诉讼成本。

为深入观察美国证券集团诉讼的历史与现实图景,并对其制度价值进行剖析,本文展开了如下分析:首先,回顾美国证券集团诉讼的历史演进;其次,从程序和实体维度剖析证券集团诉讼的制度现状;最后,结合新近实证研究与统计数据,重新检视证券集团诉讼在美国资本市场上的治理功能。

二、美国证券集团诉讼的历史演进

(一) 司法奠基阶段(1966—1988年)

从制度演进的脉络来看,美国证券集团诉讼机制的确立始于《联邦民事诉讼规则》的变革。1966年《联邦民事诉讼规则》(Federal Rule of Civil Procedure)第23条的修订为证券集团诉讼提供了关键的程序基础。在此之前,集团诉讼在理论上分类不明,实践中则很少被采用。^① 1966年的修订创设了《联邦民事诉讼规则》23(b)(3)节项下的集团诉讼,专门适用于“共同法律或事实问题占主导地位”的情形,为寻求金钱损害赔偿的证券欺诈案件提供了程序入口。更为关键的是,修订后的《联邦民事诉讼规则》确立了金钱损害赔偿亦可适用“默示加入、明示退出”(opt-out)的关键性机制,取代了旧规则下该类诉讼须主动“选择加入”(opt-in)的限制。这一变化使大量分散且单独起诉不具备经济价值(negative value)的小额诉讼得以聚合,有效解决了原告起诉时面临的“集体行动难题”。

此后,在实体法层面,联邦最高法院通过经典判例创设了1934年《证券交易法》语境下的默示私人诉权并清除了证券集团诉讼在集团认证环节的实质障碍,为证券集团诉讼的蓬勃发展作出了关键贡献。1971年,美国联邦最高法院确认

^① See Stephen N. Subrin et al., *Civil Procedure: Doctrine, Practice, and Context* (7th ed.), Aspen Publishing, 2024, p.1057 (“Class actions were a rarely used procedural device until the rule was liberalized in 1966.”).

1934年《证券交易法》第10(b)节及美国证券交易所10b-5规则项下存在着默示私人诉权。^①此后,1972年, *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States* 案在非公开交易的消极型虚假陈述中确立了“原告只需证明重大遗漏和交易行为客观存在即可推定信赖”的规则。^②1988年, *Basic* 案以“欺诈市场理论”为基础,进一步将公开市场中的信赖推定推广至积极型虚假陈述。^③信赖推定的确立使得投资者之间存在共同信赖的事实能够满足《联邦民事诉讼规则》23(a)节中的“共同性”要件,法院据此可以得出“原告的共同法律问题或事实问题占优越性”的结论,进而使得《联邦民事诉讼规则》23(b)(3)节中证券集团诉讼的维持条件得以满足,集团诉讼中的集团认证(class certification)因此成为可能。

然而,这一“司法扩张”的过程亦经受了重重阻力。1972年1月, Lewis Powell 就任联邦最高法院大法官,在任职的十五年间,其致力于严格限制联邦证券法下的默示私人诉权,并对美国联邦证券诉讼产生了显著影响。^④在 Powell 大法官的主导下,针对10b-5规则下的私人诉讼,联邦最高法院在 *Blue Chip Stamps* 案中将原告资格严格限制为实际的“购买者或出售者”;^⑤在 *Ernst & Ernst* 案中排除了过失责任,要求被告必须具备“明知”(scienter)的主观心理状态。^⑥这些判例为证券诉讼构筑了严格的实体壁垒,体现了当时的美国司法界对滥诉风险的深切警惕与防御。

(二) 立法修正阶段(1988—1998年)

1. 1995年《私人证券诉讼改革法》(PSLRA)

Basic 案确立欺诈市场理论与信赖推定规则后,美国证券集团诉讼数量在三年内增长至判决前诉讼总数的三倍。^⑦然而,已有论者指出, *Basic* 案实际上是联邦最高法院内部暂时权力失衡、自由派法官主导作出的另类判决,^⑧未能在美国立法与司法界凝聚广泛共识。

1995年,美国众议院商业委员会提交报告,指出当时“勒索性诉讼”(strike suits)

^① See *Superintendent of Ins. v. Bankers Life & Cas. Co.*, 404 U.S. 6 (1971).

^② See *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128 (1972).

^③ See *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

^④ See A.C. Pritchard & Robert B. Thompson, *The Future of Securities Law in the Supreme Court*, 2021 *Columbia Business Law Review*, 881, 892-893 (2021).

^⑤ See *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975).

^⑥ See *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976).

^⑦ See Paul G. Mahoney, *Precaution Costs and the Law of Fraud in Impersonal Markets*, 78 *Virginia Law Review* 623, 662-663 (1992).

^⑧ 耿利航:《欺诈市场理论反思》,载《法学研究》2020年第6期;Donald C. Langevoort, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, 2009 *Wisconsin Law Review* 151, 157 (2009).

泛滥的情况：律师往往仅依据股价波动便提起诉讼，利用成本高昂的证据开示程序作为“法律勒索”（legal extortion）的工具，迫使被告公司为及时止损而支付巨额和解金。此外，证券集团诉讼呈现律师主导的鲜明特征。律师利用“职业原告”（professional plaintiffs）迅速发起投机性诉讼，企图掌控案件走向以服务于自身利益。报告指出，集团律师的费用和开支有时占赔偿金额的三分之一或更多，而受损投资者最终获赔比例却相当之低。^① 以上滥诉现象已引发寒蝉效应，阻碍了公司作出自愿披露。鉴于以上情况，美国国会推行 PSLRA 立法的核心动因即在于消除滥诉行为、确立原告投资者对诉讼的控制权，并修改证券欺诈诉讼中的法律责任标准。^② 最终，尽管时任总统克林顿对 PSLRA 的通过行使了否决权，该否决在国会被推翻（veto override），法案获得通过并正式生效。

PSLRA 为以上勒索性诉讼提供的对策可被总结为：一方面，限制原告滥诉；另一方面，控制原告律师的道德风险，^③具体机制将于本文第三部分详述。

2. 1998 年《证券诉讼统一标准法》（SLUSA）

PSLRA 显著提高了证券集团诉讼的门槛，但由于该法案中的集团诉讼程序改革仅适用于在美国联邦法院提起的诉讼，而 1933 年《证券法》第 11 节和第 12 节项下的私人诉讼以及依据州证券法或普通法欺诈规则提起的诉讼均可以在州法院提起，美国国会为防止原告及其律师为规避 PSLRA 的起诉门槛转向州法院提起集团诉讼，于 1998 年颁布了《证券诉讼统一标准法》^④。

根据 SLUSA，任何代表超过 50 名成员、涉及公开交易证券且基于州法提起的证券欺诈集团诉讼，均由联邦法律独占性管辖（preempted）并须移送联邦法院。^⑤

（三）司法博弈与守成阶段（1999 年至今）

Basic 案之后，作为证券集团诉讼基石之一的欺诈市场理论与信赖推定规则不断面临来自美国司法界保守派法官的质疑。尤其是在 Halliburton II 案中，以 Thomas 大

① Common Sense Legal Reforms Act of 1995, H.R. Rep. No. 104 - 50, pt. 1 (1995) (“A study by the National Economic Research Associates concluded the average investor recovers only seven cents for every dollar lost in the market, prior to the award of attorney’s fees.”) (“And an analysis by Professor Janet Cooper Alexander of Stanford Law School established an average gross settlement of 26 cents for every dollar of potential damages, with another 27 percent subtracted for attorney’s fees, or a net recovery for plaintiffs of 19 cents on the dollar.”).

② Ibid.

③ 汤欣：《私人诉讼与证券执法》，载《清华法学》2007 年第 3 期。

④ § 7: 96. Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998—Scope of State Law Preemption, in Thomas Lee Hazen, Treatise on the Law of Securities Regulation (May 2025 Update).

⑤ 15 U.S.C. § 78bb(f)(5)(B).

法官为代表的保守派力量对 Basic 案确立的交易因果关系推定发起了猛烈抨击。^①然而,仍不可忽视的是,对联邦最高法院进行整体观察,自 Powell 大法官于 1987 年退休后,联邦最高法院缺乏拥有资深证券实务背景的大法官,判决结果往往在扩张与限制之间“随机漫步”(random walk),^②未形成明确连贯的司法裁判理念。

因此,可以观察到在 *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund* 案(即“Halliburton II 案”)中,尽管 Thomas 等保守派大法官对 Basic 案判决的法理基础表达了强烈不满,首席大法官 Roberts 亦承认 Basic 案存在理论争议,但仍秉承“司法谦抑”的态度,以遵循先例(stare decisis)为由维持了现状。Roberts 大法官在多数意见中表示,针对被告提出的关于集团诉讼导致勒索性和解及消耗司法资源等政策弊病,应由国会而非法院进行回应。^③考虑到美国联邦最高法院过去三十余年在证券集团诉讼上放任自流(hands-off)的态度,此后亦不能低估其在此领域继续徘徊不前的可能性。^④

三、美国证券集团诉讼的制度构成

(一) 程序层面

1966 年美国《联邦民事诉讼规则》(Federal Rule of Civil Procedure)的修订,体现出立法者通过明晰集团诉讼规则、推进诉讼程序便利化以鼓励原告提起诉讼的政策考量。^⑤然而,随着实践中勒索型、投机型诉讼频发,美国的相关立法重心逐渐转向。为遏制滥诉现象,1995 年《私人证券诉讼改革法》(PSLRA)引入了一系列程序性规则,自“限制无益诉讼”和“诊治原告律师道德风险”两个层面对证券集团诉讼进行规制。

^① Thomas 大法官在仅赞同判决结果(concurring in judgement)的协同意见中指出,欺诈市场理论所依赖的有效市场假说已经饱受怀疑,并且许多投资者买卖股票并不是因为相信股票价格准确反映了价值——恰恰相反,他们认为市场低估或高估了股票的价值,并自以为可以从这种错误定价中套利。*Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258 (2014).

^② See A.C. Pritchard & Robert B. Thompson, *The Future of Securities Law in the Supreme Court*, 2021 *Columbia Business Law Review*, 881, 892–893 (2021), p.893–894.

^③ *Halliburton*, 573 U.S. at 277 (“These concerns are more appropriately left to Congress.”).

^④ See A.C. Pritchard & Robert B. Thompson, *The Future of Securities Law in the Supreme Court*, 2021 *Columbia Business Law Review*, 881, 892–893 (2021), p.903 (“Given that hands off approach, underscored by the meandering path that the Court has followed for thirty years—a third of the Supreme Court’s history with the federal securities law—we cannot discount the likelihood that the Court will continue to wander in the field of securities law.”).

^⑤ Stephen N. Subrin et al., *Civil Procedure: Doctrine, Practice, and Context* (7th ed.), Aspen Publishing, 2024, p.1057–1059.

1. 限制无益诉讼

(1) 首席原告制度

PSLRA 颁布之前,美国证券集团诉讼中首席原告确定通常遵循“先起诉规则”(first to file rule)。律师为了争夺对案件的控制权,往往在没有充分调查的情况下轻率提起诉讼。为了扭转律师驱动集团诉讼的局面并鼓励对案件具有实质性利益的投资者(substantial investors)掌控集团诉讼,1995年《私人证券诉讼改革法》改革了首席原告制度。一方面,为鼓励法院选任机构投资者作为集团诉讼首席原告,引入“最大经济利益”(largest financial interest)推定,即推定在集团诉讼中拥有最大经济利益的申请人为首席原告的适当人选。^①同时,该推定是可反驳的(rebuttable),若有证据表明该名原告无法公平、充分地代表集团,或面临独特的抗辩事由,则推定可被推翻。^②另一方面,为限制职业原告的投机性诉讼,对首席原告的资格与获赔比例进行了严格限制。规定除法院特别批准外,任何人在三年内不得担任五次以上首席原告,且首席原告从最终判决或和解中获得的赔偿份额仅得根据其持股比例确定。^③

(2) 证据开示中止

PSLRA 颁布之前,原告律师往往在公司股价异动后径直提起诉讼,企图利用证据开示(discovery)规则要求被告提供经营文件并从中搜寻对起诉有利的证据。证据开示的高昂成本常常迫使无辜当事人在毫无依据的诉讼中与原告达成和解。为矫正原告方对证据开示制度的滥用,经修订的美国1933年《证券法》第27(b)(1)节和1934年《证券交易法》第21D(b)(3)(B)节中规定,在驳回动议待决期间,必须中止全部证据开示,仅允许为保存证据或防止不当损害(undue prejudice)进行证据开示。^④

(3) 集团诉讼认证

集团诉讼须先由代表集团提起诉讼的原告,向法院申请获得集团诉讼确认(class certification)后,方可进行。集团诉讼规则的设计,力求在保障个体诉讼自主权与解决集体行动问题、提高诉讼效率之间寻求恰当的平衡,集团认证规则亦如此。它既需借助集团诉讼的“聚合”机制,克服集体行动困境并为分散的受害者提供救济,也要通

^① Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation* (9th ed.), West Academic Publishing, 2025, p.515.

^② 15 U.S.C. § 77z-1(a)(3)(B)(iii)(II); 15 U.S.C. § 78u-4(a)(3)(B)(iii)(II).

^③ 15 U.S.C. § 77z-1(a)(3)(B)(vi), (a)(4); 15 U.S.C. § 78u-4(a)(3)(B)(vi), (a)(4).

^④ 15 U.S.C. § 77z-1(b)(1); 15 U.S.C. § 78u-4(b)(3); Hazen, Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation* (9th ed.), West Academic Publishing, 2025, p.516-517.

过严格的法律门槛,保障未亲自出庭的集团成员享有正当程序权利。^①

美国《联邦民事诉讼规则》第23条将对集团诉讼成立的审查分为两个部分:先决条件与维持条件。在先决条件层面,Rule 23(a)设定了所有集团诉讼必须满足的四项门槛要求:(1)成员众多(numerosity),即案件当事人如此众多,以至于其共同参与诉讼是不可行的;(2)共同性(commonality),即集团成员之间必须存在共同的法律或事实问题;(3)典型性(typicality),即代表人的主张或抗辩在整个集团中具有典型性;(4)代表充分性(adequacy of representation),即代表人能够公平且充分地保护集团利益,这要求代表与集团成员之间无重大利益冲突,且律师具备相应的能力和经验。^②在维持条件层面,原告须满足《联邦民事诉讼规则》Rule 23(b)中的一项。鉴于绝大多数证券集团诉讼以金钱损害赔偿为主要救济方式,法院通常依据Rule 23(b)(3)进行审查,重点在于判断集团成员的共同问题(相较于仅影响个别成员的问题)是否居于主导地位,并审查集团诉讼方式是否比其他争议解决方法更具优势。^③此外,对于寻求金钱赔偿的Rule 23(b)(3)案件,不少巡回上诉法院还要求集团具有可确定性(ascertainability),即能够通过客观标准明确识别集团成员。^④

美国的证券集团诉讼极少走向庭审,案件获得集团诉讼认证之后,巨大的潜在赔偿金额往往会迫使被告寻求和解。鉴于集团认证事实上成为了决定案件走向的“分水岭”,对于集团诉讼先决条件与维持条件的严格审查就成了避免无益诉讼的重要环节。

2. 诊治原告律师道德风险

如Coffee教授所言,美国的证券集团诉讼是一种典型的“商业式诉讼”(entrepreneurial litigation),后者通常是指由原告律师(而非当事人)作为风险承担者和实际控制人,发起、资助并主导的集团诉讼或其他代表诉讼。^⑤这种模式常具有较高代理成本:律师的自身经济利益往往会压倒其在委托—代理关系中对原告利益的关切,从而引发道德风险——即律师为追求自身经济利益,可能提起缺乏依据的无益诉讼,或在具备合理胜诉可能的案件中过早和解,进而牺牲集团利益。^⑥因此,为有效遏制原告律师

① Stephen N. Subrin et al., *Civil Procedure: Doctrine, Practice, and Context* (7th ed.), Aspen Publishing, 2024, p.1057-1058.

② Linda J. Silberman et al., *Civil Procedure: Theory and Practice* (6th ed.), Aspen Publishing, 2022, p.959.

③ Ibid., p.960.

④ Ibid., p.962-963.

⑤ John C. Coffee, Jr., *Entrepreneurial Litigation: Its Rise, Fall, and Future*, Harvard University Press, 2015, p.5.

⑥ Stephen J. Choi, Jessica M. Erickson & A. C. Pritchard, *The Business of Securities Class Action Lawyering*, 99 *Indiana Law Journal* 775, 782 (2024).

的机会主义行为并降低代理成本,美国证券法在首席律师选任、律师费金额审查以及诉讼管辖规制等层面发展出一系列规则,以期实现对原告律师道德风险的系统性诊治。

(1) 首席律师的选任与聘用

为了打破律师主导诉讼的既有格局,PSLRA 确立了“首席原告选任+法院批准”的首席律师产生方式。^① 根据 PSLRA,首席原告固然拥有选任首席律师的权利,但首席律师的最终任命仍须经法院的独立审查与批准。^②

在司法实践中,法院对首席律师的确认主要存在三种路径:一是直接批准首席原告对律师的选择;二是指定由不同原告律师组成的律师团(*consortium*);三是由法院选择其认为能够最充分、最有效且最有能力地处理诉讼事务的律师。^③ 法院在选任首席律师时,不仅要考量法律服务的质量与成本,还需综合评估律所的经验、规模、财务资源(*financial resources*)等因素。^④

部分法院在 PSLRA 颁布前还曾试图引入“竞价拍卖”(auction)机制,即向律师征集费用报价并选择报价最低者,试图以自由市场竞争以降低诉讼成本。^⑤ 然而,在 *In re Cendant Corp. Litigation* 案中,第三巡回上诉法院明确指出,鉴于竞价拍卖机制剥夺了首席原告法定的、选任并聘用首席律师的权利,该种机制在大多数情况应予禁止(*impermissible*)。只有在法院认定首席原告对律师的初步选任或就聘用协议进行的谈判存在不足,且经指示整改后原告仍不愿或无法进行适当选择时,法院才能启动竞价拍卖机制。^⑥

(2) 和解机制与律师费审查

在和解机制层面,PSLRA 规定,任何证券集团诉讼的和解,都必须获得法院的批准,法院需审查和解协议是否公平、合理且充分地保护了集团成员的利益。为了强化集团成员对首席原告及律师的监督权,降低代理成本,PSLRA 对和解通知的披露内容作出了强制性规定:通知须明确披露和解的总金额,并具体列出集团成员每股平均可获得的损害赔偿数额;详细披露申请的律师费及诉讼成本的总额;提供首席律师的姓名、地址及电话号码;提供一份概述各方决定达成和解的具体理由的和解理由声明。^⑦

① 15 U.S.C. § 77z-1(a)(3)(B)(v); 15 U.S.C. § 78u-4(a)(3)(B)(v) (“The most adequate plaintiff shall, subject to the approval of the court, select and retain counsel to represent the class.”).

② Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation* (9th ed.), West Academic Publishing, 2025, p.515.

③ § 7:90. Private Securities Litigation Reform Act of 1995—Selection of Lead Counsel, in Thomas Lee Hazen, *Treatise on the Law of Securities Regulation* (May 2025 Update).

④ *Ibid.*

⑤ *Ibid.*

⑥ *In re Cendant Corp. Litig.*, 264 F.3d 201 (3d Cir. 2001).

⑦ § 7:93. Private Securities Litigation Reform Act of 1995—Notice of Class Action Settlements, in Thomas Lee Hazen, *Treatise on the Law of Securities Regulation* (May 2025 Update).

法官对律师费裁决亦拥有广泛裁量权,但受 PSLRA 约束,即费用不得超过“实际支付给集团的损害赔偿及判决前利息总额的合理百分比”。^① 在确定此比例时,法院普遍会考量代理质量与诉讼风险等因素,并将该案律师请求支付的费用与律师事务所的基准律师费(即案件所用小时数乘以每小时费率)进行交叉核对,并计算两者之间的比值(即“风险乘数”),以检视该费用是否合理地反映了律师因承担无法获偿风险(risk of nonrecovery)而应获得的溢价。

有研究指出,由于法院倾向于案件各阶段适用统一的风险乘数,忽视了不获赔风险随程序推进而显著下跌的规律,此现象将会导致律师得到不当激励。实证数据表明,驳回起诉动议是原告获得和解概率的分水岭:在驳回起诉动议前,原告获得和解的概率仅为 40.5%;而一旦通过驳回起诉动议阶段,和解概率则升高至 93.2%。^② 法院在案件各阶段统一适用的平均实际乘数(约 1.34)导致了激励扭曲:一方面,驳回起诉动议之前的高风险投入未获得足额补偿(该阶段的隐含风险乘数应为 2.47);另一方面,驳回起诉动议之后的工作却获得了与实际获赔风险不相符的溢价(该阶段的隐含风险乘数仅为 1.07)。这种激励扭曲会诱发律师在案件程序后期通过堆砌工时来获得更多基准律师费,而非致力于高效结案。^③ 所以有学者建议,法院应当区分诉讼阶段适用不同风险乘数,如果对于诉讼早期的工作时间赋予更高风险乘数,将激励律师代理那些风险更高、更难通过驳回动议阶段的案件。^④

(3) 诉讼管辖规则

近年来,美国证券集团诉讼的管辖格局经历了显著变动。自 2015 年以来,原告日益倾向于在州法院提起 1933 年《证券法》项下的诉讼,其核心驱动力在于州法院更为宽松的诉讼环境。^⑤ 一则,原告在州法院起诉更容易通过驳回起诉动议阶段;^⑥ 二则,由于联邦法院在驳回起诉动议待决期间会中止证据开示,而州法院通常允许在就驳回起

① 15 U.S.C. § 77z-1(a)(6); 15 U.S.C. § 78u-4(a)(6) (“Total attorneys’ fees and expenses awarded by the court to counsel for the plaintiff class shall not exceed a reasonable percentage of the amount of any damages and prejudgment interest actually paid to the class.”).

② Stephen J. Choi, Jessica M. Erickson & A. C. Pritchard, *The Business of Securities Class Action Lawyering*, 99 *Indiana Law Journal* 775, 782 (2024), p.833.

③ *Ibid.*, p.833-834.

④ *Ibid.*, p.840.

⑤ Joseph A. Grundfest, *Federal Forum Provisions: Historical Development and Future Evolution*, 1 (The Rock Ctr. for Corp. Governance, Stanford L. Sch., Working Paper No. 242, Dec. 2, 2019), available at: <https://ssrn.com/abstract=3497126>.

⑥ 研究表明,在 2011 年至 2019 年间,州法院对于驳回起诉动议的获准率仅为 28%,明显低于同期联邦法院 39%的获准率。See Michael Klausner et al., *State Section 11 Litigation in the Post-Cyan Environment (Despite Sciabacucchi)*, 75 *The Business Lawyer* 1769, 1777 (2020).

诉动议作出裁决前进行证据开示。^① 在其他所有因素相同的情况下,提前启动证据开示程序会给被告带来额外诉讼成本,并在驳回起诉动议裁决前为其制造和解压力。^②

2018年,联邦最高法院在 *Cyan, Inc. v. Beaver County Employees Retirement Fund* 案中确认州法院对1933年《证券法》项下的集团诉讼拥有并行管辖权(concurrent jurisdiction),^③ 引发州法院管辖案件激增。^④ 不久后,在2020年的 *Salzberg v. Sciabacucchi* 一案中,特拉华州最高法院裁定,公司章程中规定的“联邦法院选择条款”(Federal Forum Provisions, FFPs)^⑤ 合法且可执行。^⑥ 由于特拉华州是绝大多数IPO公司的注册地,^⑦ 在特拉华州最高法院认定FFPs有效之后,原告若在州法院起诉引入FFPs的公司,州法院须基于内部事务原则(internal affairs doctrine)适用公司注册地法律(即特拉华州法律)驳回原告起诉,因此,该判决有效恢复了1933年《证券法》项下证券诉讼管辖的联邦法院中心格局,扭转了 *Cyan* 案之后州法院诉讼激增的趋势。据统计,2020年州法院受理的1933年《证券法》诉讼案件总数从2019年的53件骤降了68%,回落至历史平均水平。^⑧

有实证研究表明,特拉华州衡平法院在 *Sciabacucchi* 案中裁定FFPs无效导致相关公司(主要是公司章程及章程细则等公司组织文件中订有FFPs的新近IPO发行人)的股价出现了统计与经济意义上均为显著的下跌。^⑨ 据此可以推测:FFPs符合股东利益,而使其归于无效的判决,实际受益者是原告律师而非公司本身。^⑩ FFPs通

① Ibid., p.1773 (“In contrast, state courts generally allow discovery to begin before they rule on a motion to dismiss.”).

② See Michael Klausner et al., *State Section 11 Litigation in the Post-Cyan Environment (Despite Sciabacucchi)*, 75 *The Business Lawyer* 1769, p.1773

③ *Cyan, Inc. v. Beaver County Emp. Retirement Fund*, 138 S. Ct. 1061 (2018).

④ See Michael Klausner et al., *State Section 11 Litigation in the Post-Cyan Environment (Despite Sciabacucchi)*, 75 *The Business Lawyer* 1769, p.1774-1775.

⑤ 联邦法院选择条款通常指公司在公司章程或章程细则中采纳的管辖权条款,旨在将1933年《证券法》项下的联邦证券诉讼限制于联邦地区法院(或特拉华州法院)审理,从而排除其他州法院的管辖权。See William B. Chandler III et al., *FAQs Re: FFPs Frequently Asked Questions About Federal Forum Provisions*, 2021 *Columbia Business Law Review* 571, 573 (2021); Joseph A. Grundfest, *The Limits of Delaware Corporate Law: Internal Affairs, Federal Forum Provisions, and Sciabacucchi*, 75 *The Business Lawyer* 1319, 1331 (2020).

⑥ *Salzberg v. Sciabacucchi*, 227 A.3d 102 (Del. 2020).

⑦ Delaware Division of Corporations, 2024 Annual Report, 2025, p.1. (“81.4% of U.S. based Initial Public Offerings in 2024 chose Delaware as their corporate home.”).

⑧ See Cornerstone Research, *Securities Class Action Filings: 2020 Year in Review*, 2021, p.4, available at: <https://securities.stanford.edu/research-reports/1996-2020/Securities-Class-Action-Filings-2020-Year-in-Review.pdf>.

⑨ See Dhruv Aggarwal et al., *Federal Forum Provisions and the Internal Affairs Doctrine*, 10 *Harvard Business Law Review* 383 (2020); Joseph A. Grundfest, *The Limits of Delaware Corporate Law: Internal Affairs, Federal Forum Provisions, and Sciabacucchi*, 75 *The Business Lawyer* 1319, 1331 (2020), p.1320 (“Moreover, data indicate that the *Sciabacucchi* opinion caused a statistically and economically significant decline in the stock price of recent IPO issuers with FFPs in their organic documents.”).

⑩ Joseph A. Grundfest, *The Limits of Delaware Corporate Law: Internal Affairs, Federal Forum Provisions, and Sciabacucchi*, 75 *The Business Lawyer* 1319, 1331 (2020), p.1392.

过事前契约安排,将证券集团诉讼管辖权保留在程序规则适用上更严格的联邦法院,以期有效抑制律师道德风险并过滤投机性诉讼。

(二) 实体层面

1. 主要诉因概述

美国 1933 年《证券法》及 1934 年《证券交易法》均为受证券欺诈的投资者提供救济,但两部法案项下投资者私人诉权的性质及构成要件存在显著不同。1933 年《证券法》侧重于规制发行市场信息披露,对注册说明书和招股说明书中的虚假陈述设定了较为严格的责任标准,投资者享有成文法规定的“明示诉权”;而 1934 年《证券交易法》则侧重于规制交易市场的证券欺诈行为,该法案第 10(b) 节及 10b-5 规则项下的私人诉权并非由成文法明文规定,而是由司法判例发展出“默示诉权”。

具体而言,1933 年《证券法》第 11 节针对注册说明书中的虚假陈述创设了明示诉权。该条款赋予任何能够将其持有的证券追溯至注册发行的取得人以原告资格,并对被告施加了较高的责任标准:发行人承担严格责任,签署人、董事、承销商、会计师等其他被告若欲免责,则必须举证证明其已履行了“尽职调查”义务:(1) 就非专业人士而言,对于非专业意见部分,其须证明其经过合理调查,并有合理根据相信且确实相信该等部分为真实;对于专业意见部分,仅需证明其没有合理根据相信且确实不相信该等部分存在虚假陈述;(2) 就专业人士而言,其仅对其编制或核证的专业意见部分负有合理调查义务,需证明自己有合理根据相信且确实相信相关陈述为真实。与普通法欺诈诉讼不同,第 11 节原告通常无需证明其对虚假陈述的信赖^①或被告具备明知(scienter)的主观心理状态,亦无须证明损失因果关系的存在,相反,被告需承担证明损失非由虚假陈述引起的举证责任。

紧随其后的是 1933 年《证券法》第 12(a)(2) 节,其旨在救济招股说明书或口头推介中的虚假陈述。受最高法院 Gustafson 案判决的限制,该条款仅适用于公开发行,排除了二级市场交易。^② 在责任主体上,该条严格遵循合同相对性(privity)要求,将被告范围限制在出售者。^③ 其归责原则适用“合理注意”标准,即除非出售者能证明“被告不知悉且在已尽合理注意义务后仍不可能知悉存在不实陈述或遗漏”,否则

^① 15 U.S.C. § 77k(a).若原告取得证券时,发行人已经公开了涵盖自注册说明书生效之日起算的至少 12 个月期间的损益表,则原告须证明其对注册说明书的信赖方可行使诉权;但是此种信赖的确立不以原告证明其实际阅读了该文件为必要。

^② Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation* (9th ed.), West Academic Publishing, 2025, p.318-319.

^③ *Ibid.*, p.316-317.

即需承担过失责任。^① 同该法第 11 节类似,第 12(a)(2) 节亦不要求原告证明信赖要素,并允许被告提出损失因果关系抗辩以限缩赔偿范围。

相比之下,1934 年《证券交易法》第 10(b) 节及 10b-5 规则所对应的默示私人诉权,其适用范围更广、构成要件更为严格。在适用范围方面,该规则作为证券反欺诈的一般性条款,覆盖所有证券(any securities)的交易,并适用于任何主体(any person)实施的与证券买卖相关的欺诈行为,从而将其规制范围延伸至二级市场的各类证券欺诈行为。在构成要件层面,原告对以下要件负担举证责任:(1) 虚假陈述的重大性;(2) 明知(scienter);(3) 交易因果关系;(4) 损失因果关系。^②

鉴于 1934 年《证券交易法》第 10(b) 节及 10b-5 规则是证券集团诉讼中最核心且构成要件最为复杂的诉因,以下对实体要件的检视将主要围绕 10b-5 规则诉讼展开。

2. 重大性

主流观点认为,重大性既是决定特定信息是否需要被披露的标准,亦是决定何种虚假陈述将导致民事责任时应当考量的因素。美国司法实践中,重大性的判断标准主要由理性投资者标准、可能性/影响程度标准与市场反应标准等。^③ 在 *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* 案中,美国联邦最高法院确认了重大性要件的理性投资者标准。联邦最高法院指出,如果一个理性的投资者在决定如何投票时将会认为被遗漏的事实是重要的,那么该事实就属于重大信息。换言之,重大性的认定必须满足以下条件:理性投资者具有实质可能性(a substantial likelihood)会认为,如果信息披露义务人披露了被遗漏的事实,将会显著改变现有信息的整体构成(the “total mix” of information)。^④ 此后几乎所有涉及联邦证券法下重大性认定的案件,审理法院均会重申联邦最高法院在 *TSC* 案中所确立的规则。^⑤ 诚然,前述标准仍然较为抽象而原则化,但是在随后的 *Basic* 案中,法院明确拒绝了采纳重大性判断的“明确界线标准”(bright-line test)。法院指出,虽然明确规则更方便公司管理者遵守,但重大性需要结合个案具体情境进行细致判断,以单一事实作为决定性标准可能导致该标准涵盖过宽或过窄(overinclusive

^① Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation* (9th ed.), West Academic Publishing, 2025, p.317.

^② Stephen J. Choi & A. C. Pritchard, *Securities Regulation, Cases and Analysis* (5th ed.), Foundation Press, 2019, p.273.

^③ 汤欣、张然然:《虚假陈述民事诉讼中宜对信息披露“重大性”作细分审查》,载《证券法苑》第 28 卷,法律出版社 2020 年版。

^④ *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976).

^⑤ James D. Cox, Donald C. Langevoort et al., *Securities Regulation: Cases and Materials* (10th ed.), Wolters Kluwer, 2022, p.552.

or underinclusive)。^①

在重大性的审查时点与举证责任分配方面,美国联邦最高法院与各巡回上诉法院之间的裁判观点经历了反复变化的过程。在 Basic 案中,联邦最高法院已将重大性要件列为欺诈市场理论得以适用的前提条件^②。然而在 2011 年的 Halliburton I 案中,联邦最高法院在列举欺诈市场理论的条件时未提及重大要件^③。对此,联邦巡回上诉法院之间亦不乏争议,第二巡回上诉法院要求原告于申请集团诉讼认证阶段证明重大性,^④而第七巡回上诉法院则认为,重大性无须由原告在集团诉讼认证阶段证明;^⑤第三巡回上诉法院采折中说,认为重大性要件并非原告请求集团诉讼认证时的举证事项,但这并不排除被告通过举证被诉陈述不具有重大性从而推翻信赖推定的可能性^⑥。2013 年,联邦最高法院在 Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds 案中确立了一条有利于原告的规则:原告在申请集团认证阶段,无需证明虚假陈述具有重大性。该规则有助于降低原告在集团认证阶段的举证责任负担。

然而,在 2021 年的 Goldman Sachs Group, Inc. v. Arkansas Teacher Retirement System 案中,联邦最高法院的裁判观点又为 Amgen 案所确立的规则注入了不确定性。该案中,当被告提出“虚假陈述未影响证券价格”的抗辩以推翻交易因果关系推定时,联邦最高法院认为:法院在集团认证阶段必须考量所有与价格影响相关的证据,无论该证据是否与重大性等实体问题存在重叠。^⑦有观点认为,允许法院在集团认证阶段审查与重大性等实体问题相关的证据,等同于迫使原告在集团认证阶段即须对被告提出的这些证据进行回应,Goldman Sachs 案在一定程度上架空了甚至推翻了 Amgen 案所确立的规则。^⑧

虽然 Goldman Sachs 案在重大性的举证责任规则上与此前案件存在一定张力,并

① See Basic, 485 U.S. at 236.

② See Basic, 485 U.S., p.248 (fn. 27).

③ Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 131 S. Ct. 2179, 2185 (2011) [“It is undisputed that securities fraud plaintiffs must prove certain things in order to invoke Basic’s rebuttable presumption of reliance. It is common ground, for example, that plaintiffs must demonstrate that the alleged misrepresentations were publicly known (else how would the market take them into account?), that the stock traded in an efficient market, and that the relevant transaction took place “between the time the misrepresentations were made and the time the truth was revealed.”].

④ See *In re Salomon Analyst Metromedia Litig.*, 544 F.3d 474, 481 (2d Cir. 2008).

⑤ See *Schleicher v. Wendt*, 618 F.3d 679, 685 (7th Cir. 2010).

⑥ *In re DVI, Inc. Sec. Litig.*, 639 F.3d 623, 631 (3d Cir. 2011).

⑦ *Goldman Sachs Group, Inc. v. Arkansas Teacher Retirement System*, 594 U. S. 113, 141 S. Ct. 1951 (2021).

⑧ Matthew C. Turk, *The Securities Fraud Class Action after Goldman Sachs*, 59 American Business Law Journal 281, 285 (2022) (“Second, in holding that the Second Circuit must consider the ‘generic’ nature of Goldman Sachs’ misstatements, the Court arguably overruled much of its own Amgen decision from 2013.”).

因此为审判实务增添了不确定性,但仍有学者认为,这一判决实际上标志着联邦最高法院司法政策的务实转向。^① 联邦最高法院通过赋予联邦地区法院更大自由裁量权,使后者能够在集团认证阶段就介入案件实体内容的审查,有效过滤并拦截缺乏事实与法律依据的诉讼,以期在个案中动态平衡投资者保护与防止滥诉。^②

3. 主观心理状态

美国联邦证券法对不同诉因的主观要件有着严格区分。1933年《证券法》第11节允许原告基于被告的过失获得救济。相比之下,根据联邦最高法院在 *Ernst & Ernst* 案确立的规则,1934年《证券交易法》第10(b)节及10b-5规则下的私人诉讼对此有着更高的要求,必须证明被告具备“明知”(“scienter”,亦有中文文献译为“故意”)的主观心理状态。^③

在 *Ernst & Ernst* 案中,Nay 是一家证券公司的总裁,在1942年至1966年间挪用投资者的资金。Nay 在其证券公司设立了一项“信件规则”,规定寄给他的信件仅限其本人拆阅,借助该规则,Nay 实施的欺诈行为未被公司其他人员发现。原告依据1934年《证券交易法》第10(b)节和10b-5规则提起诉讼,指控证券公司的会计师事务所 *Ernst & Ernst* 在对该证券公司进行审计时存在过失(negligence)。^④ 在认定10b-5规则下私人诉讼的主观要件时,联邦最高法院明确对“过失”进行了排除,明确原告必须证明被告具备“明知”这一核心要件。

在该案中,联邦最高法院并未穷尽“明知”的具体外延,仅在脚注中将其定义为“一种包含欺诈、操纵或欺骗意图的心理状态”。在解释论上,多数观点认为,被告仅须具备“误导(mislead)”原告的意图,而无须证明其“意图对欺诈行为的受害者造成损害”。^⑤ 此外,尽管联邦最高法院在 *Ernst & Ernst* 案中,并未就“鲁莽行为(reckless conduct)”是否符合 scienter 标准作出定论,但绝大多数巡回上诉法院及地方法院的判例均已确认,证明被告存在鲁莽行为足以满足10b-5规则诉讼的起诉条件。^⑥ 其中,第一巡回上诉法院将鲁莽界定为一种“高度不合理的遗漏(highly unreasonable omission)”与对普通注意标准的“极端背离(extreme departure)”。^⑦

① Matthew C. Turk, *The Securities Fraud Class Action after Goldman Sachs*, 59 *American Business Law Journal* 281, p.337.

② *Ibid.*, p.286.

③ *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976).

④ *Ibid.*

⑤ James D. Cox, Donald C. Langevoort et al., *Securities Regulation: Cases and Materials* (10th ed.), Wolters Kluwer, 2022, p.647.

⑥ Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation* (9th ed.), West Academic Publishing, 2025, p.484-485.

⑦ *Miss. Pub. Employees' Ret. Sys. v. Boston Scientific Corp.*, 649 F.3d 5, 20 (1st Cir. 2011).

在明知的证明标准层面,如前所述,PSLRA 的颁布显著提高了原告起诉门槛,要求原告必须在起诉阶段具体陈述足以形成有力推论(*strong inference*)的事实,来证明被告具有明知主观心理状态。由于立法者未对“有力推论”进行明确定义,联邦最高法院在 *Tellabs* 案中对原告的举证责任作出了司法回应。多数意见认为,对于理性人而言,原告的举证必须达到令人信服(*cogent and compelling*)的程度,换言之,即便将其与相对立的解释(例如被告仅仅是出于疏忽大意或商业判断失误)进行对比,前者的说服力也必须至少与后者旗鼓相当。若原告无法满足上述举证要求,应在驳回动议阶段驳回其起诉。

4. 交易因果关系

美国证券法中的因果关系理论发端于普通法侵权规则。侵权法理论通常将因果关系划分为两个层次:第一层次为事实上的因果关系(*cause-in-fact*),第二层次的因果关系为法律上的因果关系(*legal cause*),也称为近因(*proximate cause*)。^① 在证券法中,这两个层次分别对应了“交易因果关系”(*transaction causation*)与“损失因果关系”(*loss causation*)。

联邦最高法院在 *Basic* 案中确立了 10b-5 规则项下诉讼中的交易因果关系推定。根据有效市场假说和欺诈市场理论,在半强式有效市场中,证券价格能够反映上市公司业已公开的所有信息,原告基于对市场价格真实性(*price integrity*)的信赖做出了投资决定,若原告可证明:(1) 被告公开实施了虚假陈述(包括重大遗漏);(2) 虚假陈述具有重大性(*material*);(3) 证券在有效市场上交易;(4) 原告在虚假陈述实施后、揭示前从事交易,则推定原告信赖案涉虚假陈述行为,交易上因果关系成立。^② 在此基础上,各投资者之间共同的信赖事实亦可以满足《联邦民事诉讼规则》23(a)中的共同性要件,集团认证因此成为可能。*Basic* 案中,多数意见已表明,交易上因果关系的推定可以被推翻。^③ 在 2014 年的 *Halliburton II* 案判决中,联邦最高法院进一步确认了推翻信赖推定的规则:被告有权在集团认证(*class certification*)阶段通过证明“虚假陈述并未影响股票交易价格”来推翻信赖推定之成立。^④

① John C. P. Goldberg & Benjamin C. Zipursky, *The Oxford Introductions to U. S. Law: Torts*, Oxford University Press, Incorporated, 2010, p.94; Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*(9th ed.), West Academic Publishing, 2025, p.475.

② *Basic*, 485 U.S. at 246.

③ *Ibid.*

④ *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 284 (2014).

通常,被告会聘请专家证人,利用事件分析法证明虚假陈述未产生价格影响。^①除此之外,被诉陈述的“一般性特征”(the generic nature)亦会对价格影响与交易因果关系的认定产生显著影响,Goldman Sachs Group, Inc. v. Arkansas Teacher Retirement System 案即为一例。Goldman Sachs 案中,原告主张,高盛在 10-K 表格的“风险因素”部分中就其利益冲突管理政策作出了虚假陈述(表述为“我们制定了广泛的程序和控制措施,旨在识别和应对利益冲突”)。然而实际上,高盛在销售某 CDO 过程中,未向投资者披露一项重大利益冲突。随着 SEC 提起执法行动揭露高盛涉嫌欺诈,市场获知真相,高盛股价剧烈下跌。原告依据“价格虚增维持理论”(the inflation-maintenance theory)主张上述陈述人为维持了股价虚高,真相被揭露后股价下跌致使其遭受损失。^② 联邦最高法院指出:“案涉陈述的‘一般性特征’是判断其是否具有价格影响的重要证据。”据此,当先前的虚假陈述是一般性的(如“我们对我们的商业模式有信心”),而后来的纠正性披露是具体的(如“我们第四季度的收益未达预期”)时,两者在性质上存在显著的“不匹配”(mismatch)。这种“不匹配”意味着,投资者很难将具体的负面消息视为对先前一般性陈述的针对性更正或揭露,故而此案型中“价格虚增维持理论”的适用空间受限,即不能依据后端股价下跌反推前端一般性陈述维持股价虚高的幅度。^③ 此外,联邦最高法院同时明确:被告在集团诉讼认证阶段,负有以优势证据(a preponderance of the evidence)证明不存在价格影响的说服责任(the burden of persuasion)。^④ 联邦最高法院将案件发回重审后,地方法院再次做出集团认证,高盛遂上诉至第二巡回上诉法院,此次第二巡回上诉法院采纳了联邦最高法院的上述裁判观点,认定被告方借助一般性陈述与纠正性披露之间的“不匹配”及相关专家证据,阻断了案涉一般性陈述与股价下跌之间的联系,并以优势证据证明了案涉一般性陈述并未对高盛股价产生影响,从而推翻了信赖推定。基于上述理由,第二巡回上诉法院最终撤销了地方法院作出的集团认证裁定。^⑤

综上,Goldman Sachs 案一方面明确了案涉陈述的“一般性特征”可作为被告提出

① IBEW Local 98 Pension Fund v. Best Buy Co., Inc., 818 F.3d 775 (8th Cir. 2016).

② 在“价格虚增维持理论”相关案件中,价格影响是指被诉虚假陈述所维持的股价虚增幅度,即“如果没有虚假陈述股价本会下跌的幅度”。Goldman Sachs, 594 U.S. at 123 (“Under that theory, price impact is the amount of price inflation maintained by an alleged misrepresentation—in other words, the amount that the stock’s price would have fallen ‘without the false statement.’”).

③ Ibid.

④ Ibid, p.126.

⑤ Ark. Tehr. Ret. Sys. v. Goldman Sachs Grp., Inc., 77 F.4th 74 (2d Cir. 2023).

价格影响抗辩的新路径,另一方面确立了被告需以优势证据承担说服责任的举证责任标准,在高度技术化的量化分析之外,引入了定性评估的维度,进一步丰富了交易因果关系的司法裁判思路。

5. 损失因果关系

损失因果关系,即被诉虚假陈述与原告所受经济损失之间的因果联系。^① 在普通法规则基础上,PSLRA 将损失因果关系纳入成文法。根据该法案,原告在依据 1934 年《证券交易法》10(b) 节及 10b-5 规则提起私人诉讼时,须就损失因果关系承担举证责任,即证明被告的虚假陈述行为导致了原告请求赔偿的损失。^②

在 *Dura* 案中,美国联邦最高法院认为,原告仅主张被告公司股价因虚假陈述而虚增不足以证明损失因果关系,其必须进一步主张案涉虚假陈述与原告遭受的经济损失之间存在近因。^③ 据此,原告须依据《联邦民事诉讼规则》第 8(a)(2) 条的“合理通知”要求,在起诉状中简明扼要地指明:虚假陈述抬高了公司股价,且该虚增部分与原告损失之间存在因果关联。*Dura* 案所确立的这一起诉标准旨在平衡投资者保护与防止滥诉:在赋予原告私人诉权以阻遏欺诈行为的同时,避免原告轻率起诉后滥用证据开示制度逼迫被告和解,^④ 并防止被告私人诉讼异化为证券市场的投资保险。^⑤

近年来,有研究指出,*Dura* 案所确立的损失因果关系审查规则在传统财务造假案件中或许仍可适用,但在近年出现的“事件驱动型”证券诉讼中则存在不足。^⑥ 此类诉讼多由火灾、空难、漏油等灾难性事件引发,事故后股价大跌,投资者随即提起集团诉讼,主张公司先前披露的信息构成虚假陈述,而灾难事件本身构成了对真相的揭示。例如,在 BP 石油公司案中,2010 年 4 月 20 日其租赁的“深水地平线”钻井平台爆炸并导致大规模漏油,事故后公司股价暴跌,至 2010 年 6 月末其美国存托凭证价格累计下跌 48%。投资者诉称,公司高管曾公开宣称“将工艺安全作为 BP 运营的基础”,并承诺正在严格执行一份针对此前另一起爆炸事故发布的独立审查报告中的整改建议,而事故的发生表明前述声明不实。^⑦

① *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 342 (2005).

② 15 U.S.C. § 78u-4(b)(4).

③ *Dura*, 544 U.S. at 342, 346.

④ *Ibid.*, p.346-348.

⑤ *Ibid.*, p.345.

⑥ See Merritt B. Fox & Joshua Mitts, *Event-Driven Suits and the Rethinking of Securities Litigation*, 78 *The Business Lawyer* 1 (2023); Richard A. Booth, *Loss Causation and the Materialization of Risk Doctrine in Securities Fraud Class Actions*, 75 *The Business Lawyer* 1791 (2020).

⑦ *Ludlow v. BP, P.L.C.*, 800 F.3d 674 (5th Cir. 2015).

论者指出,不同于传统财务造假案件,在事件驱动型案件中,灾难性事故引发的股价跌幅难以直接用于衡量虚假陈述本身导致的“价格泡沫”。因为事故后的股价暴跌主要反映了该事故本身对公司资产、声誉及未来现金流造成的损害,而非仅仅是此前虚假陈述带来的价格泡沫破灭所致。这两部分损失在统计学上相互交织,导致虚假陈述对股价的真实影响难以通过事件研究法精准剥离。^① 此时若机械套用 Dura 案逻辑,可能导致赔偿责任不当扩大,使投资者获得过度补偿。因此,处理此类案件时,司法审查重心应从关注后端的股价下跌回归至检视虚假陈述在前端是否实际产生抬高股价的效果,使投资者所获赔偿仅限“虚假陈述导致的价格虚增”部分即可。^② 另有学者进一步主张,为避免投资者过度受偿,涉及管理层违反受信义务(尤其是监督义务)的案件应被重构为股东派生诉讼,而非证券集团诉讼。由于派生诉讼由股东代表公司提起,胜诉利益归于公司,进而使全体股东按比例受益,有效避免集团诉讼“循环补偿”困境的发生。^③

四、美国证券集团诉讼的功能检视

(一) 事前威慑功能

1. 理论奠基

传统观点认为,既有证券集团诉讼存在“威慑对象错配”的弊端。由于董事责任保险和公司补偿条款的存在,最终的赔偿责任仍然由被告公司股东承担,真正实施不当行为的公司管理层却极少承担个人赔偿责任,证券集团诉讼的应有的惩戒不法及威慑功能大打折扣。^④ 美国学界主张集团诉讼改革应致力于将责任从企业引向个人。^⑤

^① Merritt B. Fox & Joshua Mitts, *Event-Driven Suits and the Rethinking of Securities Litigation*, 78 *The Business Lawyer* 1 (2023); Richard A. Booth, *Loss Causation and the Materialization of Risk Doctrine in Securities Fraud Class Actions*, 75 *The Business Lawyer* 1791 (2020), p.51.

^② See Richard A. Booth, *Loss Causation and the Materialization of Risk Doctrine in Securities Fraud Class Actions*, 75 *The Business Lawyer* 1791, 1813 (2020).

^③ *Ibid.*, p.1791, 1813 - 1814.

^④ See John C. Coffee Jr., *Reforming the Securities Class Action: On Deterrence and Its Implementation*, 106 *Columbia Law Review* 1534 (2006); Donald C. Langevoort, *Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*, 38 *Arizona Law Review* 639 (1996).

^⑤ John C. Coffee Jr., *Reforming the Securities Class Action: On Deterrence and Its Implementation*, 106 *Columbia Law Review* 1534 (2006), p.1585 - 1586; John C. Coffee, Jr., *Entrepreneurial Litigation: Its Rise, Fall, and Future*, Harvard University Press, 2015, p.147; John C. Coffee Jr., *Corporate Crime and Punishment: The Crisis of Underenforcement*, Berrett-Koehler Publishers, 2020, p.74.

2. 新近研究

(1) 行为激励方面

有观点认为,尽管面临众多批评,但是通过诉讼遏制不当行为的“一般性威慑”(general deterrence)理论在实证层面得到了有力支持。^① 多项实证研究发现:集团诉讼对于美国公司的不当行为起到了威慑作用。^②

一则,集团诉讼的威慑能够提高公司自愿披露的质量。Naughton 教授等人通过实证研究发现,Morrison 案裁决通过排除美国境外的投资者在 1934 年《证券交易法》第 10(b) 节项下的起诉权,显著降低了跨境赴美上市公司(cross-listing firms)的预期诉讼成本。Morrison 案裁决后,在美国境外交易所股票交易比例较高(即受裁决影响较大)的公司,相比于在美国境外交易所股票交易比例较低的公司,前者信息披露的频次出现更大幅度的下降。这一“诉讼风险降低导致披露减少”的现象反向证明,证券集团诉讼对公司管理层具有重要威慑作用,能够约束公司保持较高的信息披露水平。^③

无独有偶,Nelson 教授与 Pritchard 教授等人亦通过研究美国上市公司“风险因素”(risk factors)披露情况的变迁得出了相似结论。2005 年,美国上市公司风险因素披露的监管环境从最初基于安全港规则的自愿披露机制转变为强制性披露机制。2005 年前,由公司自愿选择是否披露风险因素,此时面临较高证券欺诈集团诉讼风险的公司,其披露的信息量更多、更新更频繁且可读性更强。^④ 高诉讼风险与低诉讼风险公司在披露质量层面的差距在 2005 年 SEC 推行强制披露规则之后显著缩小,表明当公司有权自主选择风险因素披露范围、频次时,正是集团诉讼的威慑迫使管理层保持了高水平的披露质量。^⑤

^① 有别于具体诉讼对于具体违法行为人的威慑或“具体威慑”(specific deterrence)，“一般性威慑”(general deterrence)是指潜在的诉讼对于潜在的违法行为人的威慑。See Brian T. Fitzpatrick, *The Conservative Case for Class Actions*, University of Chicago Press, 2019, p.100.

^② Ibid., p.111. (“There have been several more recent studies, all of them concerning securities fraud class actions, and, with one exception, all of them likewise finding that, the greater the threat of a class action lawsuit, the less corporate misconduct.”). 作者在本书相关章节中回顾了从 1981 年到 2016 年期间发表的多篇实证研究文献, see *ibid.*, p.109 - 113.

^③ See James P. Naughton et al., *Private Litigation Costs and Voluntary Disclosure: Evidence from the Morrison Ruling*, 94 *The Accounting Review* 303 (2019).

^④ See Karen K. Nelson & A. C. Pritchard, *Carrot or Stick? The Shift from Voluntary to Mandatory Disclosure of Risk Factors*, 13 *Journal of Empirical Legal Studies* 266, 267 (2016).

^⑤ Ibid., p.267 - 268; Brian T. Fitzpatrick, *The Conservative Case for Class Actions*, University of Chicago Press, 2019, p.111.

二则,集团诉讼的威慑能够阻断不当盈余管理行为传染效应(contagion effect)。实证研究表明,当一家公司公告财务重述后未遭遇集团诉讼,与其处于同一行业或同一地区的公司更有可能通过观察学习,模仿其违规盈余管理行为;然而,一旦财务重述伴随集团诉讼,这种传染效应便不再显著。这证明了集团诉讼能够对潜在违规者产生类似“杀鸡儆猴”的一般性威慑。^①

(2) 市场估值方面

传统观点认为,证券集团诉讼受制于“循环赔偿”困境,对于被告公司股东而言是沉重的负担,依照此逻辑,如果市场认为集团诉讼的无谓成本高于其遏制欺诈行为带来的收益,那么诉讼风险下降后股价理应升高。

然而,Donelson 教授等学者的实证研究却呈现了一个反直觉的结论。研究者针对 2021 年美国最高法院裁决的 Goldman Sachs 案^②进行了自然实验,发现当最高法院裁决提高了集团认证门槛、降低了企业的诉讼风险时,高诉讼风险公司的股价经历了显著的负向异常回报(negative abnormal returns),并且此种市场反应在机构投资者持股比例较低、缺少强大外部监督的公司中更为强烈。

这表明投资者认为证券集团诉讼威慑功能带来的收益超过了其诉讼成本,进而将诉讼视为一种能够提升公司价值的治理机制——投资者宁愿承担高昂的诉讼成本,也不愿收回高悬于管理层头上的“达摩克利斯之剑”。^③

(二) 事后补偿功能

尽管“补偿受损投资者”曾被视为证券集团诉讼的核心正当性依据,但这一功能在过去三十年间饱受美国学界与实务界的批评。^④论者指出,证券集团诉讼存在“股

^① See Simi Kedia, Kevin Koh & Shivaram Rajgopal, *Evidence on Contagion in Earnings Management*, 90 *The Accounting Review* 2337 (2015).

^② *Goldman Sachs Group, Inc. v. Arkansas Teacher Retirement System*, 141 S. Ct. 1951 (2021).

^③ See Dain C. Donelson et al., *The Effect of Securities Litigation Risk on Firm Value and Disclosure*, 41 *Contemporary Accounting Research* 1785, 1812–1813 (2024) (“Investors view litigation as most value-enhancing when firms have low levels of external monitoring and must rely on securities litigation as a constraining governance mechanism. However, reductions to securities litigation risk are generally a net negative even for firms with adequate external monitoring.”).

^④ See Coffee, John C. Coffee Jr., *Reforming the Securities Class Action: On Deterrence and Its Implementation*, 106 *Columbia Law Review* 1534 (2006); Langevoort, John C. Coffee Jr., *Reforming the Securities Class Action: On Deterrence and Its Implementation*, 106 *Columbia Law Review* 1534 (2006), p.663–664; Coffee, John C. Coffee, Jr., *Entrepreneurial Litigation: Its Rise, Fall, and Future*, Harvard University Press, 2015, p.142–143; Emily Strauss, *Is Everything Securities Fraud?*, 12 *UC Irvine Law Review* 1331, 1361–1362 (2022) (“Moreover, although compensation is the original justification for allowing a private right of action under Section 10(b), few commentators currently justify securities class actions on compensatory grounds.”); Fox & Mitts, Merritt B. Fox & Joshua Mitts, *Event-Driven Suits and the Rethinking of Securities Litigation*, 78 *The Business Lawyer* 1 (2023); Richard A. Booth, *Loss Causation and the Materialization of Risk Doctrine in Securities Fraud Class Actions*, 75 *The Business Lawyer* 1791 (2020), p.23.

东内部循环赔偿”的问题,原告股东提起诉讼后,承担高昂和解成本的是原告股东之外的其他股东。进一步而言,由于美国资本市场中机构投资者持股高度分散,即便此类投资者能在不同案件中分别扮演原告与被告的角色以期达至收支平衡,但由于高昂诉讼成本的存在,其最终面临的仍是系统性亏损。^① 故而从补偿视角出发,只有律师能从集团诉讼中获益,投资者则面临的不仅是“零和博弈”,而是扣除律师费等诉讼成本后的“负和博弈”困境。^②

2024年的统计数据印证了美国证券集团诉讼在补偿功能上的缺陷。首先,投资者的实际获赔比例较低。2015—2024年,据第三方机构统计,10b-5规则诉讼中位和解金额占该机构所估算原告损失的7.3%,^③仅涉及1933年《证券法》的诉讼中位和解金额占法定损失估算额的比例亦仅有7.9%,^④对后者而言,投资者每遭受1美元的损失,通过集团诉讼获得的补偿不足8美分。其次,高昂的诉讼成本进一步稀释了本就有限的和解资金,印证了前述“负和博弈”情形的严峻。2024年美国证券集团诉讼的和解总金额中,原告律师费用及相关开支的总额占比高达27.3%(约11亿美元)。^⑤ 这意味着在循环补偿的过程中,超过四分之一的和解赔偿金消耗在诉讼成本中,印证了Coffee教授所指出的投资者“系统性亏损”。最后,和解金额分布呈现显著的头部效应。仅7起和解金额在1亿美元及以上的“巨额案件”(mega settlements)就占据了全部和解金额的54%,而中位和解额仅为约1400万美元,^⑥这说明少数巨额案件的和解金额并不具有普遍代表性,无法反映多数案件的真实和解金额与投资者获得补偿的水平。

(三) 小结

前述研究表明,受制于“循环赔偿”的困境以及高昂的诉讼成本,证券集团诉讼的补偿功能在美国学界与实务界已遭到广泛质疑。而在威慑功能的实现层面,尽管长期面临争议,仍有新近实证研究表明,集团诉讼对公司治理产生了积极影响:集团诉

^① Coffee, John C. Coffee, Jr., *Entrepreneurial Litigation: Its Rise, Fall, and Future*, Harvard University Press, 2015, p.142. (“Thus, on our assumed facts, CalPension loses in half the cases and settles, receiving a partial recovery, in the other half, so that on balance it is systematically losing.”)

^② See Coffee, John C. Coffee, Jr., *Entrepreneurial Litigation: Its Rise, Fall, and Future*, Harvard University Press, 2015, p.141-143.

^③ See Cornerstone Research, *Securities Class Action Settlements: 2024 Review & Analysis*, 2025, p.7, available at: <https://securities.stanford.edu/research-reports/1996-2024/Securities-Class-Action-Settlements-2024-Review-and-Analysis.pdf>.

^④ Ibid., p.8.

^⑤ See NERA Economic Consulting, *Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2024 Full-Year Review*, 2025, p.29, available at: <https://www.nera.com/insights/publications/2025/recent-trends-in-securities-class-action-litigation--2024-full-y.html?lang=en>.

^⑥ See Cornerstone Research, *Securities Class Action Settlements: 2024 Review & Analysis*, 2025, p.1.

讼风险不仅显著提升了上市公司自愿信息披露的质量,还能阻断某些不当财务行为的传染效应。此外,市场反馈表明,投资者认可集团诉讼的治理价值,并认为其在遏制管理层机会主义行为方面产生的治理收益足以抵消高昂的诉讼成本。

五、结 语

在证券集团诉讼饱受争议的语境下,有美国学者主张,由于 10b-5 规则项下的默示私人诉权系依附于 SEC 的监管规则而生,SEC 理应享有对其进行限制、重新界定甚至取消 (disimply) 的权力。^① 此外,由于监管机构在专业知识、决策灵活程度方面相较于法院具有显著的比较优势,并能够超越个案维度,从全局视角权衡私人执法的成本与收益,^②SEC 亦有能力肩负私人诉讼“守门人”的职责。

然而从局外人角度,本文作者倾向于认为,即便确有必要进一步赋予 SEC“守门人”权力,亦应秉持分类而治的审慎策略:一方面,针对近年来泛滥的事件驱动型诉讼,为防止原告律师发起勒索型诉讼迫使被告公司达成巨额和解,SEC 可以提高此类私人诉讼的起诉门槛,在价格影响和损失因果关系的证明责任上提出更加精细的要求以过滤投机型诉讼。另一方面,对于传统的财务造假等证券欺诈案件,鉴于私人诉讼仍具有公共执法难以替代的威慑功能,SEC 不宜过多进行干预,在精准打击勒索型、投机型滥诉的同时,唯有保留具有实质威慑价值的私人诉讼,方能增强证券集团诉讼的制度正当性基础。

(责任编辑:沙 含 王昕宸)

^① E.g., Joseph A. Grundfest, *Disimplying Private Rights of Action under the Federal Securities Laws: The Commission's Authority*, 107 Harvard Law Review 961, 965-966 (1994).

^② David Freeman Engstrom, *Agencies as Litigation Gatekeepers*, 123 Yale Law Journal 616, 619 (2013).