

# 美国证券集团诉讼制度沿革和发展

——以美国联邦最高法院判例为分析视角

耿利航\* 刁忠\*\*

**摘要：**美国证券集团诉讼制度历经近百年演变，其发展脉络呈现出显著的“危机驱动立法、问题倒逼改革”特征，并在保护投资者与防范滥诉之间持续进行动态平衡。本文以美国联邦最高法院的典型判例为核心视角，系统梳理该制度的历史沿革与严格化趋势。美国集团诉讼制度演进经历了早期司法确认私人诉权、20世纪70年代诉权扩张与收缩的摇摆、80年代末引入欺诈市场理论确立带来的诉讼激增，以及90年代《私人证券诉讼改革法》(PSLRA)等立法干预以遏制滥诉等关键阶段。进入21世纪后，最高法院的判例进一步体现出“精细化收缩”的特点：一方面，通过限缩被告范围与可诉行为类型，在实体规则上重申10b-5条款的“反欺诈”本位；另一方面，借助集团认证程序，围绕“价格影响”的证明抬高诉讼程序门槛，实现“柔性限缩”集团诉讼的适用空间。当前，该制度面临有效市场假说受到挑战、ESG等新型披露引发的诉讼边界问题，以及SEC执法与私人诉讼关系调整等多重未来走向。本文旨在通过深入分析美国制度的内在张力与改革逻辑，为正处于实践初期的“中国特色证券集体诉讼制度”提供镜鉴，提示我国在制度构建中应注重合理划分信息披露监管与民事欺诈责任边界，并有效发挥公共机构在诉讼筛选与监督中的独特作用。

**关键词：**证券集团诉讼 欺诈市场理论 最高法院判例

---

\* 中国政法大学民商经济法学院教授、博士生导师。

\*\* 中国政法大学法律专业博士研究生。

## 引言

作为全球资本市场投资者保护体系的标志性机制,美国证券集团诉讼制度形成与演变深度契合美国金融监管“危机响应—规则迭代”的发展逻辑。自20世纪初确立以来,它历经了从制度确立到快速发展,再到严格规范的演变历程。

证券欺诈领域,集团诉讼机制以“聚沙成塔”的方式,不仅降低了法院司法资源的消耗,更通过“威慑效应”促使上市公司提升信息披露质量,有效解决了分散投资者维权成本高、举证困难等问题,成为维护证券市场秩序的重要法律工具。

然而,随着该制度长期运行实践,美国证券集团诉讼逐渐面临一些问题:一方面,诉讼数量的激增给企业带来了沉重的经营负担;另一方面,“制度异化”问题愈发显著,出现了“职业原告”和律师过度操控诉讼等滥用现象,部分“骚扰性诉讼”迫使企业支付和解金,这违背了制度的初衷,削弱了制度的公正性。<sup>①</sup>

为此,美国国会和司法系统通过立法改革、司法解释等多种方式,持续调整和完善这一制度。2025年9月,美国证券交易委员会(SEC)宣布了一项重大政策变革,允许上市公司禁止股东发起集体诉讼,在发行文件或章程中约定仲裁解决争议。<sup>②</sup>这一被称为“让IPO再次伟大”的改革措施,标志着美国证券集团诉讼制度进入了全新的发展阶段。

本文以美国联邦最高法院的新近判例为切入点,系统梳理美国证券集团诉讼的制度沿革,深入剖析其现状特征,并对未来发展趋势进行前瞻性探讨,为我国证券集体诉讼制度的进一步完善提供有益借鉴。

### 一、美国证券集团诉讼制度的历史沿革

#### (一) 20世纪30年代:法院通过司法实践确立的私人诉权

美国证券集团诉讼制度的历史可追溯至1929年股市大崩盘后的立法改革。这场前所未有的金融危机使美国国会意识到,必须构建强有力的证券监管体系。1933

---

<sup>①</sup> Janet Cooper Alexander, Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Actions, 43 STAN. L. REV. 497 (1991).

<sup>②</sup> U.S. Securities and Exchange Commission, Policy Statement on Securities Dispute Resolution Mechanisms (Sept. 17, 2025).

年《证券法》和1934年《证券交易法》先后出台,不仅要赋予政府监管机构执法权,还要为投资者提供有效的民事救济途径。

依据1933年《证券法》第11节(a)款、第12节(2)款以及1934年《证券交易法》第18节(a)款的规定,投资者若因误导性陈述遭受损失,可提起私人赔偿诉讼。1934年《证券交易法》第10(b)条禁止证券欺诈,但并未提及投资者私人民事诉权。<sup>①</sup>1942年,SEC颁布了第10(b)条下的实施规则——Rule 10b-5(以下称10b-5),其初衷是打击证券欺诈,仍未明确赋予私人救济权利。1946年,联邦地区法院在Kardon v. National Gypsum一案中开创先例,确认违反10b-5可作为提起私人损害赔偿诉讼的依据,在司法层面默认了10b-5下的私人诉权。<sup>②</sup>这一司法创新在当时看似微不足道,但日后却让10b-5迅速从简短的规则条文发展成为证券欺诈领域的重要法律基石,“从一粒小小的橡树种子在平地长成参天司法橡树”。<sup>③</sup>

1933年《证券法》第11条为注册声明中的虚假陈述设定了严格责任制度,理论上对投资者更为有利,但实际适用中存在明显局限:一是适用范围较窄,仅适用于IPO等证券公开发行阶段;二是要求原告购买的是“涉案证券”,无法满足现代证券市场二级交易者的追索需求;三是赔偿责任设有上限,公司及承销商等被告的合计赔偿责任,原则上以该次发行所募集的对价总额为上限,而非投资者在二级市场上的市值损失之和。这种责任限制(cap on liability)机制,降低了该条款对集体诉讼律师的吸引力。相比之下,10b-5虽要求证明“主观欺诈意图”(scienter),但责任范围覆盖更广、惩罚力度更大,更易形成高额赔偿和集体诉讼规模效应,因此在实务中更具吸引力,成为投资者维权的主要工具。

## (二) 1960—1970年:法院在投资者诉权的扩张与限缩之间摇摆

在1960至1970年,美国法院在证券欺诈私权诉讼领域经历了从强化对投资者的保护到适度收紧标准的政策摇摆。1964年的J.I. Case Co. v. Borak案,是美国联邦最高法院首次在联邦证券法领域认可默示私人诉权的案例。<sup>④</sup>该案件涉及1934年证券交易法§14(a)(有关代理征集的规定),尽管此条文并未明确股东可提起私人诉讼,但最高法院认为该法的主要目的之一是保护投资者,“这显然意味着在必要时应提供司法救济”。对于10b-5,其默认私人诉权主要由下级法院发展而来,最高法院长

<sup>①</sup> Securities Exchange Act of 1934, § 10(b), 15 U.S.C. § 78j(b).

<sup>②</sup> Kardon v. National Gypsum Co., 69 F. Supp. 512 (E.D. Pa. 1946).

<sup>③</sup> Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975).

<sup>④</sup> J.I. Case Co. v. Borak, 377 U.S. 426 (1964).

期末对这一问题作出裁定。直至1971年,在 *Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co.* 案中,美国联邦最高法院最终承认了 10b-5 的默示诉权。<sup>①</sup> 1972 年的 *Affiliated Ute Citizens v. United States* 案进一步降低了欺诈诉讼的提起障碍: 如果虚假陈诉类型是未披露,不要求原告对信赖作积极证明(被告保持沉默,原告就很难证明自己到底信赖了什么),只要被告隐瞒的事实具有重要性即可满足信赖要件。<sup>②</sup> 该案是 20 世纪 70 年代法院扩张投资者诉权的重要标志。

需要指出的是,20 世纪 60 年代以前,美国集体诉讼程序尚未充分发展,证券欺诈受害者主要依赖个别诉讼寻求救济。然而,联邦民事诉讼规则于 1966 年修订了第 23 条,确立了现代集团诉讼制度的框架,引用“选择退出”(opt-out)的机制。当共同法律和事实问题占主导、且集团诉讼优于其他救济途径时,可将众多小额投资者诉求合并为集体案件。这一程序设计大大提高了小额分散投资者诉诸司法的可行性,弥补了单个投资者诉讼不经济的缺憾,使证券欺诈受害者能够通过集体诉讼分摊诉讼成本。<sup>③</sup> 随着第 23 条的实施,美国证券市场进入了私权救济和证券虚假陈述集团诉讼并行发展的新阶段,私人证券诉讼被视为 SEC 执法的重要补充机制,成为向投资者提供赔偿并威慑证券欺诈行为的关键协同工具。

然而,证券集体诉讼数量的急剧增加,也引发了社会对于滥诉和过度诉讼的担忧。在集体诉讼中,律师的利益与原告利益可能出现冲突,导致诉讼变成“律师驱动”而非“当事人驱动”的模式。即使案件没有多少理由,原告律师也争先恐后提出集团诉讼,目的是利用集团诉讼高额的潜在赔偿,以及被告对声誉风险的顾虑,迫使公司以高昂成本达成和解,使集团诉讼演变成合法“勒索”。同时集团诉讼可能致使证券欺诈诉讼异化为某种形式的“投资者保险”,而“赏金猎人”式的执法方式可能会造成过度威慑,违背过罚得当的有效执法政策。<sup>④</sup> 有些学者和法官还认为,法院不应创设未经明确法律授权的私人诉权,否则便构成司法越权,违背了美国三权分立原则。<sup>⑤</sup>

在压力之下,自 20 世纪 70 年代中期起,联邦最高法院开始对之前日趋扩张的诉权

---

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

② *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128, 153-54 (1972).

③ 参见耿利航:《群体诉讼与司法局限性——以证券欺诈民事集团诉讼为例》,载《法学研究》2006 年第 3 期。

④ John C. Coffee, *Understanding the Plaintiff's Attorney: The Implications of Economic Theory for Private Enforcement of Law Through Class and Derivative Actions*, 86 Colum. L. Rev. 669, 679 (1986).

⑤ James Bohn & Stephen Choi, *Fraud in the New-Issues Market: Empirical Evidence on Securities Class Actions*, 144 U. Pa. L. Rev. 903 (1996).

进行审慎限制,以遏制证券诉讼可能产生的副作用。在 1975 年的 *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores* 案中,<sup>①</sup>最高法院首次对 10b-5 诉讼的适格原告作出严格限定,确立了“购买者—出售者”规则:只有在证券欺诈发生期间实际买入或卖出该证券的投资者,才有资格依据 10b-5 提起民事索赔。这一规则源于第二巡回上诉法院 1952 年的 *Birnbaum v. Newport Steel Corp.* 判例,<sup>②</sup>二十年后才被最高法院正式采纳,其目的旨在排除那些既未买入也未卖出、仅因股票价格波动而声称受损的投机性原告。最高法院明确指出,限定原告诉权范围能够降低证券集团诉讼的滥诉风险。因为经验显示,许多 10b-5 诉讼都伴随着相当程度的“诉讼勒索”隐患,进而“阻碍正常的商业活动”。

同一时期的其他判例也体现了最高法院对 10b-5 集团诉讼扩张的谨慎态度。在 1976 年的 *Ernst & Ernst v. Hochfelder* 案中,<sup>③</sup>最高法院判定 10b-5 要求原告证明被告具有主观欺诈意图 (*scienter*),仅有过失 (疏忽) 不足以产生 10b-5 项下的民事责任。这一要求阻止了投资者以简单过失为由起诉公司,防止证券欺诈责任走向无过错赔偿。1977 年的 *Santa Fe Industries v. Green* 案则明确规定,公司管理层在公司合并等重大事项中的不诚信行为 (如并购对价过低、未履行合理程序等),若不涉及虚假陈述或欺诈,则不受 10b-5 规范。<sup>④</sup> 这一裁决避免了股东将公司治理纠纷向联邦证券欺诈诉讼逃逸。

### (三) 20 世纪 80 年代末: Basic 案确立“市场欺诈”理论引发制度突变

经历了 20 世纪 70 年代中期的一系列限制后,证券欺诈集团诉讼在 80 年代末迎来了新的转折点。1988 年,联邦最高法院在 *Basic Inc. v. Levinson* 案中正式确立了“欺诈市场理论” (*fraud-on-the-market theory*),极大地改变了 10b-5 集体诉讼的游戏规则。<sup>⑤</sup>

被告 Basic 公司在 20 世纪 70 年代末,多次公开否认正在进行并购谈判,但实际上公司高管已在秘密洽谈出售事宜。部分股东信以为真,在低价时抛售股票。随后公司并购消息得到证实、股价上涨,这些卖出股票的投资者声称因信赖 Basic 公司的不实声明而蒙受损失,于是提起诉讼。<sup>⑥</sup> 按照传统规则,原告必须证明自己在交易时

① *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975).

② *Birnbaum v. Newport Steel Corp.*, 193 F.2d 461 (2d Cir. 1952).

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

④ *Santa Fe Industries v. Green*, 430 U.S. 462 (1977).

⑤ *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

⑥ *Id.* at 227-31.

直接信赖了被告的虚假陈述,这在分散的公开市场交易情况下几乎难以逐一证明。正因如此,Basic案为最高法院提供了契机,以解决集团诉讼中交易依赖(reliance)这一核心要素的证明难题。<sup>①</sup>

最高法院在Basic案中正式采纳了下级法院既往的欺诈市场理论:在有效率的证券市场中,公开的重大虚假信息会反映到股票价格上,投资者在该价格下买卖股票,可以被推定为依赖了包含虚假信息的市场价格。这一推定可以被被告举证推翻,方式是证明所涉虚假信息并未对股票市场价格产生影响(即“切断”虚假陈述与价格变动之间的因果联系)。但在推翻前,依赖要件对整个投资者群体视为统一满足,使投资者信赖成为一个共同问题而非个别问题。Basic案的确立为证券欺诈集团诉讼彻底打开了大门,几乎彻底消除了公开市场证券欺诈案中集团诉讼面临的障碍——个体依赖的证明。正如判决多数意见所指出的,若仍要求逐一证明投资者的实际信赖,将“事实上阻止”此类集体诉讼的进行,令多数受害者无法获得救济。

Basic案之后,证券欺诈集团诉讼立即呈现爆发式增长。据统计,在Basic确立后的短短几年内,引用欺诈市场推定提起的诉讼数量猛增,到1991年时较之前增长了三倍。进入90年代后期,证券集体诉讼的年度提起数量不断攀升,2001年达到历史峰值,一年内联邦法院新提起的证券集体诉讼高达498件。<sup>②</sup>

然而,Basic案所释放的集体诉讼“洪流”亦加剧了法律政策层面的忧虑。异议大法官怀特(White)对该案提出了尖锐批评,认为这将使10b-5私权诉讼演变为一种“投资者保险”制度,削弱了证券交易的风险自担原则。学界进一步指出证券欺诈集体诉讼存在循环赔偿(circularity)的问题:公司因虚假陈述赔偿的巨额金钱最终来自公众投资者,实际上是原被告不同投资者群体之间财富的无效转移,也很难起到有效惩戒管理层的作用。由于上市公司股东高度分散且投资组合多元化,多数投资者作为原告获得的赔偿,很可能与其作为公司股东承担的损失大概率相互抵消,存在明显的“自我赔付”特征,证券集体诉讼其主要后果往往只是耗费巨额交易成本的财富再分配。而且集体诉讼的泛滥可能导致公司过度规避风险行为和信息披露“冗余”,增加资本市场运作成本。<sup>③</sup> 这些批评为20世纪90年代中期美国国会介入证券集体诉

<sup>①</sup> Basic, 485 U.S. at 241-42.

<sup>②</sup> Note, Congress, the Supreme Court, and the Rise of Securities-Fraud Class Actions, 132 Harv. L. Rev. 1067 (2019).

<sup>③</sup> 参见耿利航:《群体诉讼与司法局限性——以证券欺诈民事集团诉讼为例》,载《法学研究》2006年第3期。

讼规则改革提供了动力。

#### （四）20 世纪 90 年代：PSLRA 与 SLUSA 立法干预遏制滥诉

鉴于 Basic 案之后证券集体诉讼数量激增及滥诉问题凸显,美国国会于 1995 年通过了具有里程碑意义的《私人证券诉讼改革法》(Private Securities Litigation Reform Act,简称 PSLRA)。<sup>①</sup> PSLRA 的立法背景体现了国会的政策考量:一方面,认可私人证券诉讼是受欺诈投资者请求赔偿损失不可或缺的工具;另一方面也注意到集团诉讼在实践中存在诸多滥用现象,甚至对整个美国经济的健康造成危害。

PSLRA 通过一系列程序和实质改革来达成上述目标,核心措施包括以下四项:

1. 提高了欺诈诉讼的起诉门槛:要求原告在起诉时,针对每一项被指控的虚假陈述需提供具体的事实细节(particularized allegations),并充分举证以支持对被告“具有欺诈意图”的强烈推断(strong inference)。这一“强烈推断”标准明显高于一般民事诉讼的合理性(plausibility)标准,旨在过滤掉那些依据臆测或捕风捉影提起的诉讼。同时,法律明确要求原告证明“损失因果关系”,此要件后为最高法院 2005 年在 Dura Pharmaceuticals 案进一步强化,以防赔偿范围不当扩大。<sup>②</sup>

2. 设立证据开示程序自动暂停机制(discovery stay):一旦被告针对起诉提出撤诉动议,在法庭对该动议作出裁定前,案件实体证据开示程序将被中止。这一规定防止原告利用诉讼作为“钓鱼”手段,即通过发现程序搜集被告的不利证据。

3. 引入“安全港”条款:<sup>③</sup>对于公司对未来业绩的预测性陈述。若公司同时提供了有意义的风险因素警示(cautionary statements),不会因事后未能实现而引发证券欺诈责任,以鼓励公司公开预测和披露未来计划。

4. 改革了集团诉讼首席原告和律师的遴选机制:法院应在所有潜在原告中选任最能公平有效代表全体投资者利益的首席原告,而非依据“先起诉者为首”原则。<sup>④</sup>立法意图鼓励机构投资者(如养老金基金等)出任首席原告,并试图通过机构投资者来加强对律师的制衡,减少滥诉和不当和解的发生。

PSLRA 实施后,联邦法院对证券欺诈集团诉讼的监管力度大幅增强,部分原告律师为规避 PSLRA 严格的联邦诉讼标准,一些诉讼被以州法欺诈为由在州法院提起。

<sup>①</sup> Private Securities Litigation Reform Act of 1995, Pub. L. No. 104 - 67, 109 Stat. 737 (codified as amended in scattered sections of 15 U.S.C.).

<sup>②</sup> Dura Pharms., Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 342 - 48 (2005).

<sup>③</sup> 15 U.S.C. § 78u - 5(c).

<sup>④</sup> 15 U.S.C. § 78u - 4(a)(3)(B).

这一趋势削弱了联邦改革的实际成效。<sup>①</sup> 针对此新情况,国会于1998年进一步通过了《证券诉讼统一标准法》(Securities Litigation Uniform Standards Act, SLUSA)。<sup>②</sup> SLUSA的核心在于在全国范围内统一证券欺诈集体诉讼标准,防止联邦改革因各州法体系各自为政而落空。

PSLRA和SLUSA这两部立法共同构建了20世纪90年代中期应对证券集体诉讼滥诉问题的主要制度性回应。从实际效果来看,PSLRA等举措的确在一定程度上抑制了轻率提起诉讼的冲动。在最初几年,证券集体诉讼的提起数量有所减少,诉讼质量有所提高。然而,后续实践显示,改革成效并未达到预期,程序性限制难不倒精明的律师。在后PSLRA时期,集体诉讼数量依旧居高不下,立法者提高了集团诉讼程序门槛,反而促使原告律师更加主动采用“组合化诉讼策略”,提出更多案件以分散风险、谋求预期收益。实证研究发现,是否出现机构首席原告,并不会显著影响“小额和解”发生的概率。<sup>③</sup>

#### (五) 2000年以后:联邦最高法院通过判例限缩实体规则

2000年以来,最高法院持续通过对法条进行严格文本解释的方法,持续收窄10b-5下的私人诉权,这体现为两个相互呼应的路径:一是直接限缩被告范围与可诉行为类型,二是在集团认证阶段抬高门槛,从而避免将该条款成为‘一般性信息披露责任条款’,将其限定为“反欺诈条款”。

#### 1. 被告范围(Central Bank案<sup>④</sup>和Stoneridge案<sup>⑤</sup>)

1994年的Central Bank案具有“立场转向”意义,在方法论层面,自该案之后,最高法院多次反复强调,10b-5条款的私人诉权是“司法创设”(judicially implied),因此必须审慎适用,不应再像过去那样以“实现立法目的”为由随意扩张。最高法院以文本主义方法,裁定10b-5的默示私人诉权不包含对协助和教唆欺诈者(aiding and abetting)的追责。法院认为,既然国会未在第10(b)条中明文规定帮助犯责任,法院便无权自行“补写”。在2008年的Stoneridge案中,最高法院延续并强化了这一限制。原告试图以“合谋欺诈”(scheme liability)为理论,将为发行人提供虚假交易材料的设

<sup>①</sup> Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation* § 12.28 (7th ed. 2016).

<sup>②</sup> Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998, Pub. L. No. 105-353, 112 Stat. 3227.

<sup>③</sup> James D. Cox et al., *There Are Plaintiffs: An Empirical Analysis of Securities Class Action Settlements*, 61 *Vand. L. Rev.* 355 (2008).

<sup>④</sup> *Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A.*, 511 U.S. 164 (1994).

<sup>⑤</sup> *Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc.*, 552 U.S. 148 (2008).

备供应商纳入 10b-5 集体诉讼的被告范围。最高法院明确予以拒绝：这些交易对于市场公众而言属于“幕后安排”，未向市场公众直接披露，投资者并未直接依赖其行为或陈述，至多构成对发行人虚假陈述的帮助和教唆<sup>①</sup>，而根据 Central Bank 案的既有立场，10b-5 所隐含的私人诉权并不涵盖帮助犯责任。

这两起案件之后，原告在 10b-5 诉讼中只能起诉“直接违反者”（primary violators），不能再单纯以“协助发行人造假”或“合谋欺诈”为由追究外围第三方 10b-5 民事责任。对于律所、会计师事务所、供应商、设备商等“深口袋”第三方而言，这意味着集体诉讼的直接威胁大幅降低。原告若要将这些主体纳入诉讼，必须证明其本身承担披露义务向市场发表了虚假陈述，与投资者之间存在直接依赖关系。<sup>②</sup>

## 2. 虚假陈述案件可诉类型

### （1）Slack 案（2023）<sup>③</sup>

该案中，被告采用“直接挂牌（direct listing）”的方式上市，发行后同时流通的股票有新发行的新股也有公司老股。原告在挂牌首日及随后数月陆续买入股票，争议焦点在于：1933 年《证券法》第 11 条中所称的此类发行证券，是否非得明确“追溯到发行的新股（原告无法区分其买卖的股份是新发行股份还是老股）”。

最高法院重申该第 11 条严格责任仅限于“该注册声明下所注册发行的证券”，并强调了“追溯”要件。<sup>④</sup> 法院指出，该条文多处明言“该注册声明下所注册发行的证券”，而且第 11 条的损害赔偿上限是以“注册发行证券的对价”为基准，这都表明立法意图是将严格责任限定在特定注册证券上，而非扩展到所有“与该注册声明存在某种关联”的流通股票。Slack 案判决的直接结果是，使得此类直接挂牌模式下的大规模第 11 条集团诉讼几乎无法成立。

在最高法院看来，这种“狭义责任”是基于“1933 年法与 1934 年法分工”的整体结构考量：前者以有限范围内的严格责任换取简化的证明负担；后者则允许针对更广泛的证券（包括未注册股）提起 10b-5 诉讼，但需满足更高的主观要件和依赖证明。法院在判决中明确表示，是否要针对直接上市等新型发行方式放宽第 11 条的追溯要求，属于立法决策，法院所能做的仅仅是适用现有条文。

<sup>①</sup> Robert A. Prentice, *Schemie Liability: Does It Have a Future After Stoneridge?* 2009 Wis. 1. Rev., 2009.

<sup>②</sup> 该案有关评述，参见耿利航：《美国证券虚假陈述的“协助、教唆”民事责任及其借鉴——以美国联邦最高法院的判例为分析对象》，载《法商研究》2011 年第 5 期。

<sup>③</sup> Slack Technologies, LLC v. Pirani, 598 U.S. 759 (2023).

<sup>④</sup> Id., 143 S. Ct. at 1802.

(2) Macquarie 案(2024)<sup>①</sup>

该案为最高法院近期做出的重要判决。被告从事大型液体储罐业务,主要储存包括石油、生物燃料、化工品等多种大宗商品,其中相当一部分是含硫量接近3%的6号燃油(No. 6 fuel oil)。2016年国际海事组织(IMO)通过“IMO 2020”规则,自2020年起将船用燃油含硫上限大幅降至0.5%,这在客观上对6号燃油的需求造成了结构性不利影响。MIC在2016年之后的公开募股文件和周期性信息披露中,并未说明该规则对6号燃油仓储业务的潜在影响。而依据SEC披露规则,被告负有在MD&A中披露“已知趋势或不确定性”的义务。该案争点是:单纯违反披露规制中的披露义务,是否在10b-5下可诉。

最高法院一致裁定,纯粹的未披露(pure omission)若不使既有陈述成为“半真半假”的误导信息,则不构成可诉的证券欺诈。法院再次进行了严格的文义分析,指出10b-5文本仅禁止两类行为,即“作出关于重大事实的不实陈述”以及“遗漏某一重大事实,而该事实会使‘已作出的陈述’具有误导性”,后者针对的是半真半假的陈述(half-truths)——只陈述部分真实信息、隐瞒关键限定条件,而非对某一议题完全沉默的纯粹不披露(pure omission)。

法院进一步称,1933年《证券法》第11条明确将“遗漏法律要求必须披露的重大事实”列为责任构成要件,显然涵盖了纯粹不披露的情况,而10b-5并未照搬似表述。因此,10b-5本质是反欺诈条款,而非一般性的信息披露合规条款。

(六) 联邦最高法院对集团诉讼认证程序的限制

进入21世纪后,最高法院在限制证券集团诉讼的另一重要举措,是借助集团认证这一工具来排除滥诉。在美国证券虚假陈述诉讼中,“集团认证”是决定案件走向的关键环节——证券虚假陈述案件几乎均需以Rule 23集团诉讼形式提起,认证阶段的结果实质上决定10b-5案件的“生死”。<sup>②</sup> 尽管法院否定集团认证仅意味着“不许以集团方式进行诉讼”,并非直接“驳回起诉”,原告理论上可以个人名义继续诉讼,但现实中存在“丧钟效应”(death knell):对于绝大多数小额散户投资者而言,损失几千至数万美元的情况下,极少有人愿意独自承担持续数年的诉讼时间与费用成本。因此,在美国司法实践中,集团认证被否决常被视为原告“实质上的败诉”——案件虽

<sup>①</sup> Macquarie Infrastructure Corp. v. Moab Partners, L.P., 601 U.S. 257 (2024).

<sup>②</sup> Stephen J. Choi & A.C. Pritchard, Securities Regulation: Cases and Analysis 537 (4th ed. 2015).

未在法律上终结,但实际上难以再启动。<sup>①</sup>

### 1. Halliburton I 案(2011)<sup>②</sup>

Halliburton I 核心争议是在申请集团认证阶段,原告是否需要证明损失因果关系。第五巡回上诉法院曾认为,原告在该阶段必须证明其损失是由虚假陈述引发的股价下跌所导致,才能够适用 Basic 案的依赖推定。最高法院对此作出了一致否决,明确指出损失因果关系并非集体认证的前提条件。法院着重强调,损失因果关系属于诉讼的实质要件,应留待案件实体审理时进行评判。Halliburton I 案维护了 Basic 框架下相对宽松的集体认证标准,阻止法院将本应在审判阶段解决的问题提前至集团认证阶段。

### 2. Amgen 案(2013)<sup>③</sup>

Amgen 案争议焦点类似,探讨的是重大性要件是否需在集团认证阶段予以证明。被告认为,倘若某一虚假陈述并非重大,那么对所有投资者都不会产生影响,依赖推定不应适用,所以在认证阶段应强制要求原告先行证明重大性成立。最高法院以 6 比 3 的结果作出裁决,驳回了被告的观点。

多数意见对依赖与重大性这两项要素作出区分:依赖关系到共同问题能否占据优势,是集体认证的关键所在;而重大性属于案件实体问题,其是否成立并不影响共同问题的存在,仅影响诉讼最终能否胜诉。多数意见同样认为,重大性证据应在案件实体审理过程中进行评判,而非在认证时提前裁断。即便原告最后无法证明虚假陈述具有重大性败诉,但不妨碍先行认证集体诉讼。

### 3. Halliburton II 案(2014)<sup>④</sup>

Basic 案当时在 1988 年作出判决时,就并非一项毫无争议、九人一致的“铁板一块”先例。由于 Rehnquist 首席大法官等未参与审理,该案实际上由六名大法官作出裁决,最终仅以 4:2 的票数形成多数意见,长期遭到保守派大法官出于滥诉忧虑的持续质疑。在 Amgen 案中,大法官之间的争议已经白热化。即使是同意该意见的大法官在书面意见中也表示说,鉴于最新证据显示该推定可能建立在错误的经济前提之上,对 Basic 推定进行重新审视或许是适宜的。多数意见在脚注中也特别说明:

<sup>①</sup> 参见耿利航:《欺诈市场理论反思》,载《法学研究》2020 年第 6 期。

<sup>②</sup> Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 563 U.S. 804 (2011).

<sup>③</sup> Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 568 U.S. 455 (2013).

<sup>④</sup> Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258 (2014).

“本案当事人均未请求本院重新审视 Basic 案确立的欺诈市场推定,我们亦不就此发表意见。”

正是在这一信号的鼓舞下,被告 Halliburton 公司在随后提起的 Halliburton II 案中调整了上诉策略,将争点明确界定为:最高法院是否应当“推翻或实质性修改 Basic 案所确立的欺诈市场推定;以及即便不推翻 Basic,是否至少应允许被告在集团认证阶段提出‘缺乏价格影响’的证据直接反驳该推定,从而阻断集团成立”。最高法院在受理 Halliburton II 案时也直言不讳地指出,“我们接受了 Halliburton 的邀请,重新审视我们在 Basic 案中采纳的依赖推定”。

最高法院最终以 6:3 的多数选择维持 Basic 先例,从而避免对 10b-5 集体诉讼基础结构作过于激进的否定。FOMT 惊险过关维持先例是判决的主要理由,多数意见简单称,被告并未提出废止 FOMT 的特殊正当化事由,对于集团诉讼取舍的系统性权衡更应交给国会。同时,法院又通过程序性设计回应了原告部分诉请,明确被告可以通过事件研究、专家证言等证据证明特定虚假陈述没有对市场价格产生可观测的影响,从而切断 Basic 的依赖推定,进而否定集团认证。Halliburton II 案不愿用推翻 Basic 的方式对 10b-5 集体诉讼“底层结构”动大手术,但也通过把价格影响前置到认证阶段,来削弱“几乎不可反驳的推定”所带来的被告诉讼和解压力。

#### 4. Goldman 案(2021)<sup>①</sup>

从时间轴来看,Goldman 案发生于 Basic - Amgen - Halliburton 案之后,是最高法院围绕欺诈市场理论(fraud-on-the-market)结构进一步“纠偏”的关键案件。该案件本身源于高盛 ABACUS 合成 CDO 利益冲突丑闻,但股东集体诉讼并未围绕具体交易披露错误展开,而是抓住高盛多年来在年报、10-K 文件中反复出现的一组高度笼统的“企业文化”“合规宣示”。原告主张,在公司实际存在严重利益冲突的情况下,这些笼统表述实际上构成虚假陈述,长期维持了股价虚高。

在集团认证阶段,原告依据 Basic 案的市场欺诈推定主张共同依赖,被告则完全按照 Halliburton II 案的框架,主打“价格影响”这一策略:被告并非否认股价在信息公开前大幅下跌,而是强调跌幅完全可归因于 2010 年之后 SEC 对相关 CDO 票据欺诈的起诉、刑事调查所带来的具体利空信息,而非对几年前那些“诚信口号”认知的纠正。此外,由于这些表述本身极为笼统(generic),类似广告语,理性投资者和市场不太

---

<sup>①</sup> Goldman Sachs Group, Inc. v. Arkansas Teacher Retirement System, 594 U.S., 141 S. Ct. 1951 (2021).

可能据此调整估值,因此就涉案的笼统陈述本身而言,并不存在可识别的价格影响。

下级法院在几轮交锋中,一度承认被告可以提出无价格影响抗辩,但当高盛提出诸如“被诉陈述过于空泛”“价格影响是因新增利空”等证据时,法院又认为这些问题更像是重大性(materiality)或损失因果(loss causation)的实体争议点。按照 Amgen 案、Halliburton I 案的逻辑,不宜在集团认证阶段进行实质审查。

Goldman 案再次对集团认证阶段“如何审查价格影响”作出了两点精细化调整:

其一,在证据范围方面,法院明确要求下级法院在集团认证阶段必须对“一切与价格影响有关的证据”持开放态度,即便这些证据同时也与重大性或损失因果关系等要件密切相关。被告不仅可以提出传统意义上的统计事件研究,还可以系统性地利用陈述具体程度、信息结构错配、其他同时存在的利空消息等“替代解释”价格影响的形成,对于一项“公司高度重视合规”的空泛陈述,被告有理由在认证阶段就以此质疑 Basic 案推定的适用。

其二,在证明责任分配方面,多数意见一方面明确,在集团认证阶段,被告负有“以优势证据证明无价格影响”的最终说服责任,但另一方面,法院又有意淡化这一责任的影响,强调在实际案件中,法官会对证据进行全面判断,只有在双方证据势均力敌的极少数情况下,责任分配才会起到决定性作用。

案发发回重审后,第二巡回法院在 2023 年的 *Arkansas Teacher v. Goldman Sachs* 判决中,<sup>①</sup>一方面承认高盛的通用表述极为空泛,很难认定市场曾因这些口号形成实质性定价;另一方面强调,2010 年股价的大幅下跌可以通过 SEC 执法、DOJ 调查等具体消息得到充分解释,法院最终认定被告已以优势证据证明涉案陈述未对价格产生可识别的影响,撤销了集团认证。

Goldman 案虽未动摇 Basic 的名义地位,但在两个关键方面明显倾向于被告:其一,通过放宽交叉证据的准入标准,将除价格影响之外的案件具体情节等纳入价格影响分析的核心范畴;其二,通过发回重审后的重申路径,向下级法院明确传达了一个信号——对于仅基于“企业文化口号”“合规宣示”“ESG 愿景”的价格维持类虚假诉讼,若原告无法提供更直接的市场反应证据,仅依据事后丑闻与先前空泛陈述之间的主题关联,通常难以通过集团认证这一关卡。<sup>②</sup>

图 1 为美国证券集团诉讼制度历史沿革的时间表和代表性事件。

<sup>①</sup> *Arkansas Teacher Retirement System v. Goldman Sachs Group, Inc.*, 77 F.4th 74, 88-90 (2d Cir. 2023).

<sup>②</sup> *Matthew C. Turk, The Securities Fraud Class Action After Goldman Sachs*, 59 *Am. Bus. L.J.* 281 (2022).

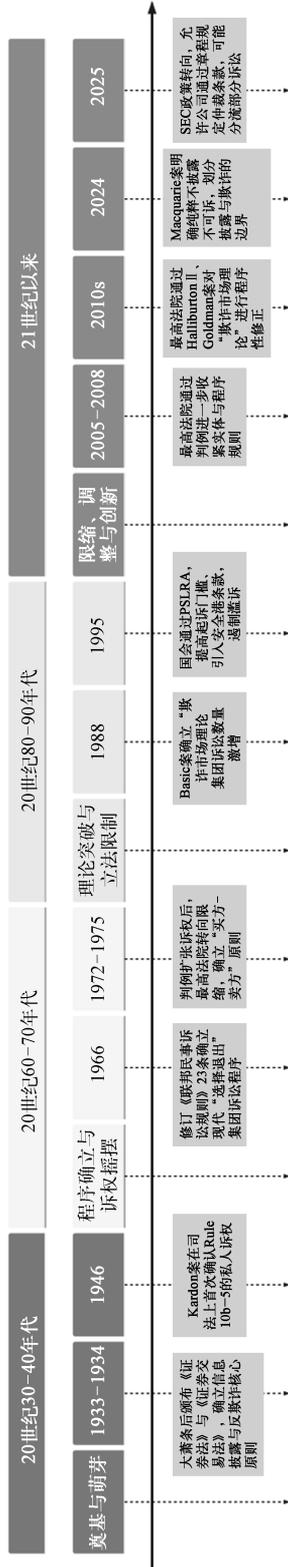


图1 美国证券集团诉讼制度历史沿革

## 二、美国证券集团诉讼未来发展方向

美国证券虚假陈述集体诉讼制度的发展历程,映射出多重政策目标之间的张力<sup>①</sup>:市场效率理论在法律层面的运用、强制信息披露制度的功能定位、SEC 公权执法与私权诉讼的互补关系,以及当代兴起的环境、社会和公司治理(ESG)议题给现行框架带来的新挑战等。对这些维度进行考察,有助于理解当前制度的转型方向以及未来可能的改革路径。

(一)作为证券集团诉讼的支撑机制,Basic 案所确立的“欺诈市场理论”本质上是一种证明结构的制度化安排:法院以“陈述通常会影​​响价格”这一抽象前提,作为信赖要件的替代证明路径,从而避免在 10b-5 集体诉讼中,对每一位成员逐一开展主观信赖的证明与反证。有效市场假说(EMH)在此更多地扮演“方法论背书”的角色——它支撑的是“价格可作为公开信息汇聚载体”这一推断,而不要求司法裁判对市场是否“绝对有效”作出哲学式或经济学式的裁断。

问题在于,真实市场并非呈现同质的“全有或全无”结构:市场效率具有层次性与情境性,不同股票、不同交易场所和不同信息类型的吸收速度与充分程度,可能存在显著差异;行为金融学所揭示的噪声交易、非理性偏差与短期错价现象,也进一步削弱了将“价格=真实价值”作为强前提的可信度。

更重要的是,如今随着交易机制与信息扩散结构的演变(如算法交易、碎片化流动性、社交媒体驱动的信息冲击等),法院在个案中既要判定“市场是否足够高效”,又要判定“特定陈述是否产生价格影响”,而后者往往需要依靠事件研究等高技术性证据。这使得欺诈市场推定的适用,逐渐从“宏观假设”转向由“证据技术”驱动。

在这一背景下,最高法院在 Goldman 案中所展现的司法策略,与其说是对 Basic 理论基础的重新建构,不如说是一条避免宏大理论承诺的“去理论化”路径。最高法院对既有市场欺诈存废之争已经有一种“厌倦”,通过越来越开放的标准,把大量实质分流、强弱筛选交给下级法院完成。Goldman 案强调,在类认证阶段评估 price impact 时,法院应当对“所有具有证明力的证据”持开放态度,即便该证据与重大性等实体问题存在重叠。在此框架下,陈述是否过于笼统(generic)以及其与后续纠正披露之间

<sup>①</sup> Note, Congress, the Supreme Court, and the Rise of Securities-Fraud Class Actions, 132 Harv. L. Rev. 1067 (2019).

的内容匹配程度,均可作为反驳价格影响的重要定性证据,由此产生的共同结果是:证券欺诈集体诉讼的可认证性,更依赖联邦地区法院的“把关式裁量”,认证结果对个别法官的证据直觉与审查强度更为敏感,从而可能加大了不同法院差异并降低了案件整体可预测性。<sup>①</sup>

(二) 这些判决从单个来看,是一个个达成狭窄共识的技术性裁决,其意义只有置于最高法院近二十年来持续“精细化收缩”10b-5 诉讼空间的判例链条中才能充分彰显,体现了法院在长期处理大量证券诉讼后所表现出的某种审慎与收缩倾向,即在不推翻既有制度框架的前提下,进入 10b-5 追究责任的范畴,不仅需要行为类型在结构特征上符合谎言或半真半假的特点,并且在重大性、交易依赖损失因果等维度逐一通过诉讼“闸门”,以减轻滥诉对市场的冲击以及对司法资源的占用。

从规范层面来看,这一轮判例演进所传递出的另外一个共同信号,是最高法院试图将 10b-5 重新“定位”为一项针对欺诈的专业条款,而非 SEC 披露体系的“一般执行机关”。在 Goldman 案下,真正能得到保护的,主要是那些围绕具体财务指标和具体业务事实的错误或遗漏。对于抽象的道德宣誓、合规口号所确立的价格影响。而 Macquarie 案则更清晰划分了“反欺诈条款”与“信息披露规则”的边界。违反监管性披露义务不再自动转化为私人诉讼。

Goldman 案和 Macquarie 案也许不经意地对 ESG 诉讼埋下了伏笔。现代 ESG(环境、社会、公司治理)诉讼的挑战正成为证券虚假陈述领域的新热点。随着投资者对企业的可持续发展、社会责任和治理结构愈发关注,公司披露的 ESG 信息正从边缘走向主流,被纳入投资决策的考量范围。例如,上市公司可能会公开宣称其产品环保、供应链公平、内部控制严格等,以迎合投资者的 ESG 偏好。然而,一旦这些宣示被证实夸大失实(即所谓的“漂绿”或“漂红”现象),就可能引发证券欺诈诉讼。当前,ESG 相关诉讼仍处于增长的初期阶段,但随着 ESG 信息在公司报告中的地位愈发重要,未来此类法律风险预计将大幅上升。<sup>②</sup>

未来,法院或许会对 ESG 类言论进行分类处理:对于具体可验证的虚假 ESG 披露(如谎报排放数据、伪造多元化统计),依然严格追究责任;对于口号式、主观性表述,则可能更易认定为非重大、不具有价格影响,从而排除在欺诈责任之外。这实际上形成了 ESG 信息披露的“双层标准”:一层是对可量化 ESG 指标的真实性要求,一

<sup>①</sup> Matthew C. Turk, *The Securities Fraud Class Action After Goldman Sachs*, 59 Am. Bus. L.J. 281, 285 (2022).

<sup>②</sup> James J. Park, *ESG Securities Fraud*, 58 Wake Forest L. Rev. 1149 (2023).

层是对定性 ESG 表述的宽容度把握。

(三) 证券虚假陈述集体诉讼与美国强制性信息披露制度的功能息息相关。在 SEC 执法资源有限、执法选择具有裁量性的背景下,私权诉讼能够覆盖监管遗漏的领域。然而,这一补偿功能也存在局限与副作用。如果证券欺诈诉讼的赔偿往往最终由公司(即全体股东)承担,使得信息披露违规的真正责任主体(管理层个人)缺乏直接的经济惩罚。从功能优化的角度来看,只有当违规者个人面临现实的财务或法律后果时,信息披露制度的威慑功能才能得到更充分的发挥。

针对上述问题,早有学者提出未来改革的一大方向在于强化对违规高管个人的责任追究。相比之下,公共执法在这方面具有独特优势:SEC 等监管机构可以对直接责任人施加民事罚款、实行业禁入,甚至移送刑事追诉,从而对造假者本人形成更有力的惩戒和威慑。在集体诉讼领域,或许可以探索相关机制来提高对高管个人的追责力度。例如,在和解协议中要求特定高管承担部分赔付责任,或者推动公司在获得赔付后对失职管理层提起衍生诉讼进行追偿。<sup>①</sup>

(四) 在美国证券法治体系下,以 SEC 为代表公共执法与私人集体诉讼之间的关系,是一组既相互合作又存在张力的关键制度组合。美国的经验显示,公私协同并举能够提升整体监管效能。一方面,SEC 等监管机构具备专业资源,能够针对证券违法行为制定规则、实施实时监控、启动调查并采取强制措施,及时制止正在发生的欺诈行为,并惩戒相关责任人;另一方面,私人投资者提起的诉讼能够在事后为受损者提供补偿,还能通过调查取证过程挖掘分散且隐蔽的违规线索,揭露可能被遗漏的欺诈行为。

然而,公共执法与私人诉讼之间也存在一定的竞争与摩擦。大量重复或平行的处罚和诉讼给公司带来了过重的负担,监管者也可能因担心民事赔偿过高影响市场稳定而消极执法。因此,当某些证券违法行为有时需要确定某一领域是否由联邦证券法的监管体系“独占”,从而排除私人提起的诉讼。例如,Stoneridge 案中,最高法院拒绝承认对协助欺诈的次要第三方提起私人诉讼,其核心政策的部分理由在于 SEC 有权追究此类次要行为人,不宜让私人诉讼“越界”。Macquarie 则将反欺诈条款与信息披露规则的功能边界划分得更为清晰。

在探索公私执法优化组合的过程中,有学者提出了更具创新性的构想。<sup>②</sup> 例如,

---

<sup>①</sup> Jennifer H. Arlen & William J. Carney, Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence, 1992 U. Ill. L. Rev. 691; William W. Bratton & Michael L. Wachter, The Political Economy of Fraud on the Market, 160 U. Pa. L. Rev. 69.

<sup>②</sup> James J. Park, The SEC as an Entrepreneurial Enforcer, 119 Nw. U. L. Rev. 689 (2024).

有观点主张 SEC 一定程度的预先介入集体诉讼的权力,让 SEC 在大规模证券集体诉讼立案前进行评估,把控案件的实质依据。如果美国证券交易委员会(SEC)认为某起集体诉讼缺乏依据或不符合公共利益,可以阻止其进行;反之,若案件重大且超出私人能力范围,SEC 可以选择先行介入执法,或与私人诉讼并行处理。

2025 年 9 月 17 日,SEC 宣布了一项震撼资本市场的政策变革,发行人章程/细则里即便写入“联邦证券法争议一律强制仲裁”,SEC 也不会再以此为由拒绝或拖延注册声明生效,从而为发行人通过强制仲裁规避联邦法院证券集体诉讼打开了制度闸门,并可能大幅日后压缩 10b-5 集体诉讼的适用空间。SEC 主席保罗·阿特金斯在宣布这一政策时明确表示,改革的目的是为了减轻企业的合规负担,“让 IPO 再次伟大”。<sup>①</sup> 然而,该声明同时受制于州公司法、机构投资者治理压力、仲裁成本结构以及联邦监管政策的高度不确定性,美国证券集体诉讼制度在总体上更可能经历的是边缘化和分化,而非在短期内整体消亡。<sup>②</sup>

### 三、结 语

美国证券虚假陈述集团诉讼制度在近一个世纪的发展历程中,始终致力于在保护投资者与防范滥诉这两大目标之间寻求平衡,其制度历经扩张与收缩的交替演变:从 20 世纪 70 年代确立依赖推定、开启集体诉讼新纪元,到 90 年代立法和司法接连采取行动,为诉讼设定门槛、去粗取精,再到当下通过对细节规则的调整实现“柔性限缩”。这种具有策略性的平衡,使得美国证券集体诉讼制度能够在内在张力中不断演进:既维持了对投资者的救济功能,保障了市场信心,也逐步减轻了滥诉对企业创新和市场活力造成的过度拖累。

从美国最高法院的视角来看,证券虚假陈述集团诉讼之所以需要持续进行“限缩”和“精细化”,是对一系列制度性问题的回应:起诉门槛过低以及“敲诈式和解”所反映出的律师代理成本问题,披露监管被全面“侵权化”的潜在风险,以及 10b-5 默示诉权在权力分立结构中呈现出的日益“失控”的扩张趋势。然而,这种通过判例不断“切割边缘”的改革路径本身,也引发了新的矛盾:高度碎片化、技术化的构成要

---

<sup>①</sup> U.S. Securities and Exchange Commission, Policy Statement on Securities Dispute Resolution Mechanisms (Sept. 17, 2025).

<sup>②</sup> Roy Shapira, Mandatory Arbitration and the Market for Reputation, 99 B.U. L. Rev. 873 (2019).

件增加了合规与诉讼成本,但未必能真正降低案件总量。在筛除部分机会主义诉讼的同时,也有可能将一部分实质欺诈行为排除在救济范围之外。

如果将美国最高法院对证券虚假陈述集团诉讼的持续限缩视为对既有制度“失衡状态”的纠正,那么对于中国而言,更为关键的问题并非简单地追问“是否要推行集团诉讼”“是否会出现滥诉”,而是如何在制度尚处于发展阶段时,预先通过结构性设计来避免美国已经暴露出来的那些矛盾。换言之,中国与其承袭美国式的“数量恐惧”,不如直接借鉴其“结构治理”的经验。

美国改革之所以高度聚焦“律师驱动的机会主义诉讼”,与美国完全市场化的律师报酬结构以及自由竞争的原告律所市场密切相关。中国的起点有所不同,中证中小投资者服务中心等投资者保护机构以及特别代表人诉讼机制,在客观上发挥了一定的“资格筛选”与“公共代理人”作用。从这方面来看,中国若简单照搬美国 PSLRA 式的高门槛,很可能在尚未出现系统性滥诉之前,就先进一步压缩原本就不足的民事救济空间,形成“防滥诉—反而失诉”的悖论。更为可取的路径是,在现有代表人诉讼框架内,明确机构投资者、专门保护机构在案件选择和诉讼策略中的“受托人角色”,通过内部治理来遏制机会主义起诉,而非一味地用程序门槛将原告拒之门外。

对于正在快速推动数字经济、绿色金融和新质生产力发展的中国而言,更为理性的选择是,在设计证券虚假陈述责任体系时,应当有意识地对“监管性披露义务”与“民事欺诈责任”进行功能分层,避免所有信息披露问题都被集团诉讼“侵权化”,同时又不至于完全切断民事救济与威慑机制,尤其是在 AI、ESG、数据安全等高风险、高不确定性领域,应合理设定证券信息披露与民事责任的边界。

(责任编辑:王昕宸 沙 含)