1934 年《证券交易法》先后出台，不仅要赋予
有效的民事救济途径。

《证券法》第 11 节(a)款、第 12 节(2)款以及 19
规定，投资者若因误导性陈述遭受损失，可提起私
第 10(b)条禁止证券欺诈，但并未提及投资者私人民事
10(b)条下的实施规则——Rule 10b－5(以下称 10b－
仍未明确赋予私人救济权利。1946 年，联邦地区法院在
案中开创先例，确认违反 10b－5 可作为提起私人损害赔
了 10b－5 下的私人诉权。[②] 这一司法创新在当时看
迅速从简短的规则条文发展成为证券欺诈领域的重

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

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,[①]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,[②]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,[③]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

中国知

“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预测的

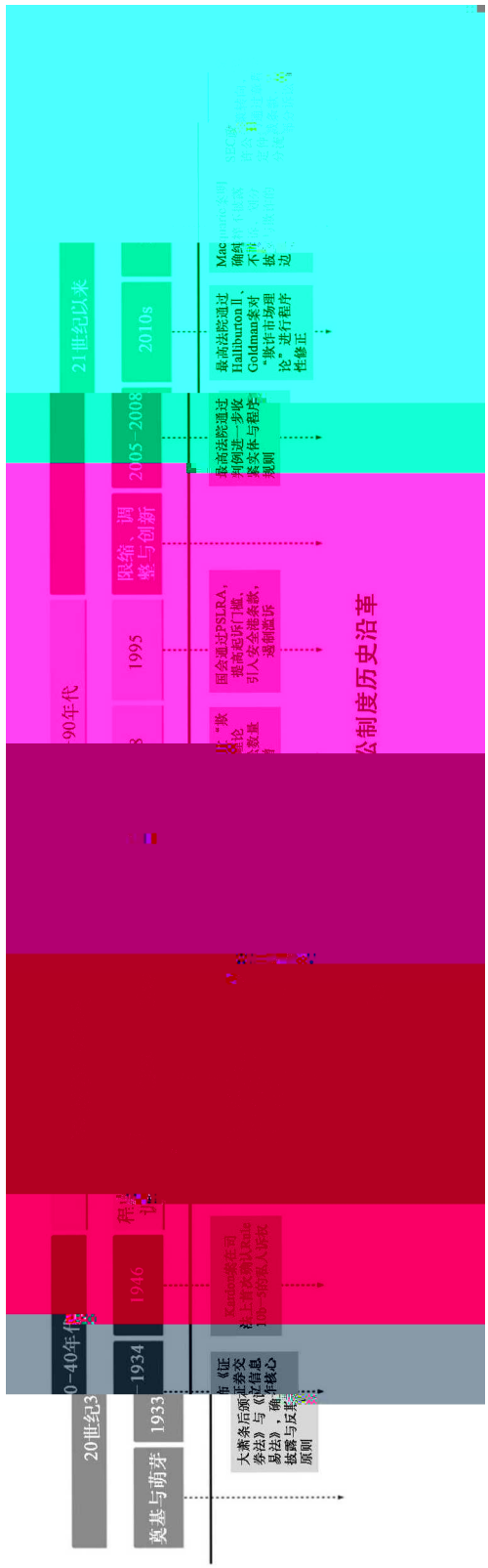
[redacted]

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。

[redacted]

从时间轴来看,Goldman 案发生于 Basic－Amgen－Halliburton 案之后,是最高法

中国知


美国证券监管制度历史沿革
奠基与萌芽
20世纪3
1933
1934
0-40年代
1946
90年代
1995
2005-2008
2010s
21世纪以来

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、实施行业禁入，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。①

（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。② 例如，

① 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.

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

中国知网 https://www.cnki.net

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

[redacted]

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

中国知网 https://www.cnki.net