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

中国知网　https://

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

中国知网 https://www.cnki.net

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的确定通常遵循"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.

中国知网 https://www.cnki.net

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

中国知网 https://www.cnki.net

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).

中国知网 https://www.cnki.net

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.

中国知网 https://www.cnki.net