【标题】证券欺诈法律责任的边界

【副标题】 新近美国最高法院虚假陈述判例研究

【作者】 郭雳

【期刊名称】《中外法学》

【期刊年份】 2010 年

【期号】 4

【页码】 630

【全文】

我国《证券法》规定有证券欺诈行为的法律责任。除了第 231 条概括性地指向刑事责任外，民事和行政法律责任是其重点。针对信息披露欺诈，民事责任体系主要涵盖四类主体：①发行人、上市公司。有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，其就应承担赔偿责任，无论主观上有无过错。②发行人、上市公司的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司，则采推定过错责任，即与前者承担连带赔偿责任，但能证明自己没有过错的除外。③会计师事务所等证券服务机构，对其所制作、出具文件中的虚假陈述，第 173 条规定了类似的推定过错责任。④发行人、上市公司的控股股东、实际控制人。如其被证明有过错的，承担连带赔偿责任{1}行政责任方面则包括：对相应义务人及其直接责任人，责令改正、给予警告，并处罚款；其控股股东、实际控制人指使从事该行为的，依前述处罚。{2}

最高人民法院在现行《证券法》颁行前的 2003 年，出台过相关司法解释（“虚假陈述司法解释”）,{3}适用于民事赔偿责任案件。其中第 7 条规定的案件被告—虚假陈述行为人中，除了上述主体，还兜底性地包括了“其他作出虚假陈述的机构或者自然人”。然而，现实的复杂性往往超越法律条文的预设。仅以上市公司虚假陈述为例，用以推高股价的不实赢利或收入，一般都源于公司的商业交易安排，那么知情甚至是参与的交易对方应否也被要求承担证券欺诈责任？其承担责任是否亦以作出虚假陈述为前提？是也要承担首要责任，还是协助教唆的次要责任？那么，受害的投资者是否对其享有直接诉权？起诉成立所须满足的条件怎样？责任大小程度如何？

事实上，美国法律界近些年来就此一直争论激烈。联邦最高法院最新的几则重要判例不仅直接针对这些疑问，更为美国证券欺诈法律的整体趋势揭示出若干走向，可为我国借鉴。本文尝试以责任主体问题为主干，以时间脉络为线索，集中地诠释美国各法律规则的互动变迁及其内在关联。以下首先介绍美国相关法律的基本

架构，其次重点解读围绕核心判例—Cen-tral Bank 案、Stoneridge 案的论争，揭示其背后深刻的法律和政策根源，接下来剖析学术和实务界的立场与观点，从更广阔的视界展开认识，最后得到作者对美国证券欺诈责任体系今后发展的判断及对我国的启示：对于控制证券欺诈，应采取怎样的基本态度。

一、美国证券欺诈责任的基本进路

美国证券法分为联邦和州两个层次，以前者为主。同时，其证券执法活动也呈现“公私双轨”，虽然美国证交会（Securities and Exchange Commission, SEC）设有行政审裁程序（Adminis-trative Proceeding），并且在很多情况下也可以由其向法院起诉，追究违法者的责任，但是由受损投资者直接发动的私人民事诉讼却往往更受重视和称道。{4}针对二级市场上的欺诈，{5}联邦证券法的核心应对是其 1934 年《证券交易法》（ Securities Exchange Act）第 10（b）条。{6}该条概括性地规定“任何人直接或间接所为，与任何证券买卖相关、违反证交会所拟规章采用操控性（manipulative）或欺骗性（deceptive）手段的”活动为非法。{7}

根据授权，SEC 在 1942 年结合第 10（b）条和 1933 年《证券法》第 17（a）条，制定了著名的规则（Rule） 10b-5 并一直实施至今。{8}规则 10b-5 规定的“任何人直接或间接所为”非法行径共分三款：（a）采用任何手段、图谋或伎俩进行欺诈；（b）对某重大事实做任何虚假的陈述，或不就某重大事实做出能使其所为陈述在当时情况下不具有误导性的必要说明；或者（c）参与任何与证券买卖相关、会或将会欺诈或欺骗他人的行动、操作或举措。{9}该规则尽管最初貌不惊人且难免拼凑之嫌，却凭借其全面性和扩张性，逐渐成为美国对抗证券欺诈的头号利器。{10}

规则 10b-5 本意被用于 SEC 自身的执法（如行政审裁程序），或者由 SEC 向法院提起的诉讼。1946 年联邦地区法院首次接受其他主体以违反该规则为由提起的民事诉讼，认定第 10（b）条及规则 10b-5 项下存在着默示的私人民事诉权。{11} 1971 年联邦最高法院判例在未加解释的情况下采纳了下级法院的上述主张，确立了该默示的私人民事诉权。{12}在此前后，这类民事诉讼非常活跃，应用范围不断扩大。到 1975 年联邦最高法院突然转向首次收紧这项诉权，在规则解释与原告资格等方面增设了新的限制。{13}尽管如此，规则 10b-5 仍然成为美国证券法下最具综合性的反欺诈武器，涵盖了虚假陈述、内幕交易、{14}操纵市场、券商欺诈客户等几乎所有欺骗行为。{15}

通过相关判例，该法条和规则中的细节被不断勾勒出来。例如，上述“操控性手段”被界定为“洗售、对倒、操纵价格等意在人为影响市场交易误导投资者”的活动。{16}又如，事实“重大性”（ materiality）的判断标准被确定为“理性的投资者在做决定时有实质可能性认为是重要的”。{17}同时，美国国会也相继制定了一系列相关新法，例如内幕交易领域 1984 年颁布的《内幕交易制裁法》和 1988 年《（反）内幕交易和证券欺诈执行法》。私人民事诉权的诉因（ cause of action）要素则主要包括：{18}①事实重大性；②被告方故意（scienter）；③原告方信赖（ reliance）；④因果关系（causation）。{19}《布莱克法律词典》将拉丁文“scienter”定义为“有意欺骗、操控、欺诈的一种精神状态”，{20}判例则表明其在证券欺诈领域涵盖了明知（know）和能够合理预见却轻率放任（recklessness），判

断关键在于是否知情（awareness or appreciation）而非动机或意图（motive or purpose）。{21}

在虚假陈述领域，规则 10b-5 下私人诉权的被告范围也非常之广，因为法条和规则两者都指向“任何人”。除了做出虚假陈述的公司本身首当其冲，责任主体还包括了公司内部的董事、高管，以及公司外部的券商、律师和会计师等。{22}公司的控制人（control person）也可能成为被告，这种情况下原告需要诉称：①受控主体做出虚假陈述；②存在控制关系；③控制人在某种意义上可归责地参与了受控主体的欺诈。{23}那么接下来，不存在控制关系但知情甚至参与了欺诈阴谋的商业交易对方，能否因上市公司相关的虚假陈述，而依据规则 10b 一面临私人民事诉讼？实践中，上当受损的投资者先后以“协助教唆（aid and abet）的次要责任（secondaryliability）”和欺诈“首要责任（primary liability）”为由兴诉，但两次都不同程度地在联邦最高法院遇阻。

二、Central Bank 案前因后果及立法互动

正如联邦最高法院前任首席大法官伦奎斯特所言：规则 10b-5 私人民事诉权是司法实践的产物。{24}到上世纪九十年代初，许多联邦地区法院和巡回法院都尝试以“协助教唆的次要责任”来追究牵涉公司证券欺诈的商业交易对方，直到 1994 年联邦最高法院对 Central Bank 案的终审出台。{25} Central Bank 案的原告是某开发债券的购买者，欺诈曝光后除以规则 lOb-5 首要责任起诉债券发行人、承销商等，还依“协助教唆的次要责任”起诉此案被告—作为债券受托人（indenture trustee）的 Central Bank。{26}起诉事实是，Central Bank 已发现用以担保债券的土地评估虚高，于是聘请了独立审计但随后又推迟了审计，不久欺诈事发债券出现违约。

经过 5 比 4 的激烈辩论，联邦最高法院判定：原告不得依第 10（b）条主张协助教唆责任的私人诉权。{27}肯尼迪大法官撰写的多数意见判词没有太多地讨论案件事实，而着重从《证券交易法》条文及立法史，论证了上述法律结论：《证券交易法》下没有所谓协助教唆责任，第 10（b）条更无法支持该默示私人诉权；国会立法没有为侵权创设一个概括性的协助教唆责任，刑事领域虽有此概括性责任，但不能跨界援用于民事诉讼。对 SEC 支持协助教唆责任私人诉权的主张，判词予以否定，认为相反对此应由 SEC 来执法，包括自身提起诉讼。不过，该判决中也留下了伏笔：针对此类被告，私人民事诉权之门并未完全关闭，假如规则 10b-5 诉因下全部要素都能满足，则可起诉追究其首要责任。

尽管 Central Bank 案判词避谈政策性考量，但后者并不隐秘：当时美国法律界对证券私人民事诉讼泛滥的整体担忧。从八十年代中起，就有学者不断指出：{28}以规则 10b-5 为代表的私人诉权（特别是集团诉讼，class action）固然有助于保护投资者，但大肆滋生的扰诉（strikesuit）、滥诉（frivolous suit）却在将状况推向反面；{29}工商界已难堪其负，无论判决还是和解，社会效益都很可能失大于得。{30}该案判决一年后，美国国会通过了《私人证券诉讼改革法》（PSLRA），联邦最高法院的意图得到了充分呼应。该法旨在限制：不问事实对任何股价显著波动兴诉；无端地扩大被告范围；滥用证据开示程序（discovery process）逼迫和解牟利；集团诉讼诉棍律师操控。{31}实体方面，该法变动不多：确认了因果关系原

则；限定了欺诈市场下的最高赔偿；为预测性披露提供了安全港规则；规定了轻率放任情况下有例外的比例责任。同时，该法重点从诉讼程序方面限制集团诉讼律师、提高原告起诉证明义务、中止证据开示程序，还试图通过强化审计师外部监督来弥补对私人诉讼的削弱。{32}值得注意的是，该法还特别修订了《证券交易法》第 20（e）条，进一步明确了 SEC 对“明知”之协助教唆责任人的执法权，包括由其提起诉讼。{33}

《私人证券诉讼改革法》实施后虽收到一定预期效果，但评价参差。{34}鉴于新增的诉讼限制，一些原告于是转向州法院起诉，通过其他系统寻求证券法救济。{35}为抑制该倾向及由此带来的司法不一致，国会不得不在 1998 年制定《证券诉讼统一标准法》（SLUSA），以排除各州法院在大多数情况下的管辖权。{36}另一些原告则在律师指导下选择退出集团诉讼而单独起诉。{37}《私人证券诉讼改革法》设置的诉讼障碍及其替代安排—审计师外部监督的明显失效，间接催生了本世纪初安然、世通等一系列证券欺诈丑闻，迫使国会于 2002 年迅速通过《公众公司会计改革和投资者保护法》（SOX 法案），从内外部审计、公司及高管义务、信息披露、欺诈责任和刑罚等方面陡然加强监管。{38} SOX 法案同样备受争议，批评者指其属仓促过激反应，{39}不当增添了上市公司的合规成本和诉讼风险，削弱了美国资本市场在全球的竞争力。{40}

在此背景下，欺诈案件的当事人和法院也在持续思考自己的对策与立场。针对商业交易对方参与公司欺诈阴谋的案件，考虑到 Central Bank 案判词留下的伏笔，联邦第九巡回法院依托规则 10b-5（a）和（c）项，发展出“共谋责任”（scheme liability）理论，认为如上述被告行为的“主要目的和效果”在于支持阴谋假象，则可被诉以首要责任；在原告信赖举证上，由于阴谋是一个整体，“欺诈市场”原则可以适用。该理论和标准也获得了 SEC 的认同。{41}另一方面，其他巡回法院如第二、{42}第五巡回法院则持比较保守立场，{43}严格解读 Central Bank 案判决，继续驳回投资者基于首要责任的私人诉讼。司法处理上的分裂要求联邦最高法院再度出手表态。

三、围绕 Stoneridge 案的激烈争论

联邦第八巡回法院审理的 Stoneridge 案恰好提供了机会。该案被告是某上市公司发行人的供货商，双方商定：先由被告以其他借口提高供货价，随后将增加部分作为广告费返还后者，以记录为其收入和现金流并虚列成本，帮助达到市场分析师预期，误导审计师并发布虚假财报，抬高股价。欺诈曝光后，受损的上市公司投资者作为原告，以首要责任提起私人民事集团诉讼。相比 Central Bank 案，此案中被告参与欺诈阴谋更深：起草了貌似正常的买卖合同，编造了供货价提高的理由，甚至倒签了有关文件的日期。不过，调查未发现被告从中获取直接金钱利益，其也没有对外界进行任何信息披露。持较保守立场的联邦第八巡回法院援引 CentralBank 案，二审支持地区法院驳回起诉的判决。{44}原告以包括主张适用“共谋责任”理论上诉，联邦最高法院决定调卷终审。

审理过程中，该案备受全美关注。不同机构、个人共向联邦最高法院呈递了 31 份“法庭之友”（amicus curiae）意见，投资者团体、SEC 支持原告，{45}财政

部、检察署、布什总统本人表示声援被告，争议空前。2008 年 1 月，联邦最高法院以 5 比 3 终审维持原判，{46}再度由肯尼迪大法官撰写的多数意见判词在重申 Central Bank 案立场之余，认定类似被告的供货商等不承担第 10（b）条下的首要责任，但其理由一波三折、耐人寻味：①被告行为（conduct）本身即可构成“欺骗性”，但原告要满足第 10（b）条私人民事诉权诉因的全部要素也只能针对其本身。②信赖要素没能满足：因为被告没有做过信息披露，也没有义务这样做；不认同联邦第九巡回法院的“阴谋整体论”，因此原告无法借助于广为人知的“欺诈市场”原则，{47}因果链条于是太过牵强。③普通法下的欺诈不能在此借用于联邦证券法下的欺诈。{48}

有别于 Central Bank 案侧重推敲《证券交易法》条文原意，Stoneridge 案判词则大谈政策性考量。其声称如允许原告兴诉，可能带来三种不良后果：①加剧《私人证券诉讼改革法》意图遏制的滥诉、缠诉之忧；②增加上市公司商业交易对手的诉讼风险和成本，特别是会恫吓外国公司以致减少与美国生意往来；③国内外公司可能更有动机移至境外上市，削弱美国资本市场。后两项将与 SOX 法案负面影响产生叠加效应，雪上加霜。同时，判词也从宪政层面提出了更深刻的缘由：①联邦和州的分权。联邦证券法的适用不应过多地介入普通的商业交易，后者传统上一直主要是州法的领地。{49}②立法、司法、行政的分立。默示诉权的有无不能超越其来源法条，国会而非法院才是解释或调整《证券交易法》、《私人证券诉讼改革法》等的合适主体。{50}

判词指出：Central Bank 案后，国会制定《私人证券诉讼改革法》时并没有增加协助教唆责任的私人诉权，而是明确了 SEC 的执法权，其意图不难领会。笔者分析，Stoneridge 案一方面要防止该诉借道首要责任之诉还魂；另一方面，判决对于原告投资者也不失安抚，对被告亦是规诫：①SEC 仍有权开展追诉和处罚；②一些州法规定有协助教唆责任，也存在商法上的相关责任，原告可以在联邦证券法之外寻求救济；③“行为本身即可构成欺骗性”的结论，对于投资者诉讼整体都将是个利好；④包括信赖在内的要素讨论，本质上是事实而非法律之争，从这个角度理解，这类私人诉讼之门并未完全关死，原告仍有文章可做。事实上，诉因要素怎样被纳入全面考察、金融与普通工商业如何分野、其他外部人可在多大程度上借此阻击诉讼，正是此案新生的三大悬疑。

判决出台后，工商界普遍欢迎，SEC 整体失望，但也有部分委员表达支持。{51}《哈佛法律评论》的案件述评同意其裁决，但批评其推理，认为本应从法律上直截了当地予以否定，而不是将关键点引向信赖与否等高度事实之争。{52}与此同时，不少学者对判决持保留态度，希望国会能够尽快通过立法澄清。{53}还有论文驳斥 Stoneridge 案无视先前判例，政策性考量难以令人信服且将适得其反。{54}延续的众说纷纭表明尘埃依旧难定。

四、学理、政策上的分歧和倾向

Stoneridge 案被称作美国联邦最高法院二十年来最重要的证券法判例，但它并非孤立存在，近年来就私人诉因要素的其他判决事实上与其互为呼应。因果关系方面，2005 年联邦最高法院 Dura 案判决全票否定了第九巡回法院的“股价虚胀

（price inflation）”理论，认定原告必须举证虚假陈述与股价之后的回落之间存在因果关系。{55}被告故意方面，2007 年 Tellabs 案 8 比 1 判决为《私人证券诉讼改革法》中规定的“故意推定”（inference of scienter）澄清标准，要求原告举证必须达到“非常令人信服”（ cogent and compelling）的程度，即采取严格标准。{56}上述三则判例都详论了《私人证券诉讼改革法》，一再表达对滥诉的持续警惕。考虑到目前联邦最高大法官中保守派居微弱多数的格局，{57}这种限制证券私人诉讼的趋势恐怕还将延续，至少在国会出台相反法律之前如此。

法官的态度也折射出学界的分歧。例如在 Dura 案终审前，证券法领域的两位权威，同在哥伦比亚大学法学院任教的福克斯和科菲教授，就各执一词、大打笔仗。福克斯教授支持第九巡回法院的自由倾向，{58}甚至主张取消将损害因果关系作为要素；科菲教授则反对就私人诉权要素做此扩张解释，建议联邦最高法院予以否定。{59}笔者观察，整体上近年来美国证券公司法学界的两大思潮驱动着联邦最高法院乃至国会的上述走向：执法主体上强调公共执法者（如 SEC）的作用，执法对象上回归并着重打击最主要、直接的欺诈者。

美国证券执法领域向来是两条腿走路，公私并举，私人民事诉讼的案件金额往往超过 SEC、州证券监管机构的执法金额。{60}然而随着《私人证券诉讼改革法》对前者限制的增加，以及 SOX 法案等对 SEC 公共执法的加强，两者之间显现此消彼长，且该循环呈自我实现的强化。私人证券集团诉讼的案件数量曾从 2004 年的 239 起显著下降到 2006 年的 119 起。SEC 前任委员、斯坦福大学著名法学教授格伦菲斯特在 2007 年初乐观地宣称：SOX 法案被证明有效，证券欺诈确已大为减少；SEC 的执法在阻却（deter）欺诈上更有力，私人集团诉讼或许将退出舞台。{61}此外，对于集团诉讼头号律所 Milberg、曾经的“安然案斗士”律师 Lerach 等的刑事追诉也提供了某种佐证。{62}不过，随后到来的金融危机、经济刺激和股市反转，又令私人证券集团呈现出由高到低的又一轮涨落，2007 、 2008 、 2009 三年的诉案量分别是 177、223 和 178 起。断言成败恐为时尚早，两种执法方式互为补充、不应偏废的主张则更加响亮。

无论如何，现行美国式证券集团诉讼都必须改革。技术上的调整之外，更重要的是反思追诉打击的目标。过往的演进几乎是不断拓展可诉的范围，驱动原告对有“更深口袋”对象的追逐；律师滥用诉讼机制的弊端，逼迫公司做不负责任的和解，从中谋利；公司内部则利用保险机制转嫁责任，欺诈原凶往往得不到惩罚，委托代理问题实际上被加剧了。从这个角度而言，笔者赞同联邦最高法院 Stoneridge 等案的结论：将商业交易对方拉入，很可能只会助长投资者虚幻的安全感；网并非越大越好，板子应打在为恶最甚者身上—主谋虚假陈述公司的董事、高管。不少美国学者表达了类似的主张：目前的私人诉讼补偿投资者的效果不彰、成本高昂，阻却欺诈者的作用甚微；{63}应限制公司本身成为诉讼被告，董事、高管的责任应被突出，防止被转嫁。{64}同时公共执法方面，SEC、司法部也已开始规定可疑公司自查程序，从而加重其董事、高管的法律责任。

公共执法者的态度其实颇耐人玩味。尽管被学术界寄予很高的期望，SEC 却似乎表现得煞为矜持。在前述几起案件中，SEC 都曾表态支持原告私人诉讼。虽

然安然事件后，SEC 的规模扩张了约三分之二，但面对空前经济逆流浮现的欺诈潮仍显得力有不逮，特别是近来饱受监管松弛的指摘，其所提的指控在 2008 年创下 1991 年来新低，{65}麦道夫“庞兹骗局”更令它蒙羞。意识到私人、SEC 所表达的及事实上的局限，有学者提出了兼采公私之长的合作思路：由 SEC 对拟提起的私人诉讼进行过滤，{66}竟与我国争议颇多的“处罚前置要求”暗合。必须指出的是，随着 2009 年民主党人主导政府、国会，一方面公共监管干预的力度还将加强，另一方面，国会则或将检讨《私人证券诉讼改革法》以来的立场，出台新法。联邦最高法院既已表达对国会态度的尊重，同时其法官党派构成也可能在未来几年出现变化。美国证券欺诈法律的走向变数仍多，值得继续关注。

五、结论

归根到底，商业交易由人安排，公司事务最终是自然人来决策和执行。法律责任体系的设计，主要基于两个目标：填补投资者损害和惩戒阻却违法者，对前一目标的追求不应无节制地凌驾于后一目标。而从惩戒阻却违法者着眼，遏制证券欺诈的关键应是将责任主要配置给其最有可能的实施和受益者—公司董事和高管，这些人往往正是违法行为的主谋和最大受益者。此外目前在我国，大股东、实际控制人的问题也很突出，必须严惩。无论如何，被告范围不宜过分扩张、链条并非越长越好，否则不仅在技术上容易引起因果关系认定上的瑕疵，更有可能会助长虚幻的安全感，诱发轻率的投资交易，到头来加重失望。

上述美国案例表明，规则 10b-5 中所囊括的“任何人”在实践中并未被机械地理解和套用。相反，以联邦最高法院为首的司法者认识到：将某些外部相关人纳入责任体系必要且可行，但其边界与程度绝不是无限。主体方面进行适当的切断关联之外，在因果关系、故意推定等责任要素上，也通过举证分配、程度设定等予以限制。{67}回溯历史，规则 10b-5 下的私人民事诉权源于联邦最高法院的确认，三十多年后其扩张又恰受到后者的节制。大法官们在有所作为的同时也不失对国会立法者的尊重，这也凸现出权力制衡下职责的边界。

与此同时我国也需理解，证券法无法提供所有的救济，投资者利益保护仍须以分散风险作为前提。目前虚假陈述司法解释的制度设计、责任层次基本合理，应在总结近几年实施经验的基础上将受案范围尽早扩展到内幕交易、操纵市场等其他欺诈行为，以落实《证券法》规定的民事责任。和美国情况不同，目前我国的私人民事诉讼应该得到鼓励，其可以为公共执法提供更多的补充和配合。{68}各国其实都在探索两者之间的协调，尽管开始于几近相反的起点，但“公私协同”的证券执法新思维理应得到类似的重视，中美两国在今后料将呈现越来越多的趋同。

【参考文献】{1}《证券法》第 69 条。另可参见周正庆、李飞、桂敏杰主编：《新证券法条文解析》，人民法院出版社 2006 年版，页 172-174。
{2}《证券法》第 193 条、第 223 条。
{3}《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》（法释[2003] 2 号，自 2003 年 2 月 1 日起施行）。

{4}See James D. Cox, Robert W. Hillman＆Donald C. Langevoort, Securities Regulation: Cases and Mate-rials, Aspen Publishers （3 d Ed.，2001），pp. 799-800.
{5}相应地，针对一级市场上发行人欺诈的条文主要见于 1933 年《证券法》第 11 条、第 12（a）条和第 17（a）条。同时鉴于该命题范围，本文不再具体分析“州际商业媒介或通讯”、“全国性证券交易所设施”等美国法律联结要素，以及各州层面证券法。
{6}其他条文包括应用较少的《证券交易法》第 9 条、第 10（a）条。See Ernst＆Ernst v. Hochfelder, 425U. S. 185（1976）.
{7}15 U. S. C. § 78j（b）.
{8}See Milton Freeman, 22 Bus. Lawyer 922（1967）.
{9}17 C. F. R.§240. 10b-5. See also, SEC Securities Exchange Act Release No. 3230（1942）.
{10}See Marc I. Steinberg, Securities Regulation, Matthew Bender＆Co. （3rd Ed.，1998），pp. 509-511 .
{11}Kardonv·National Gypsum Co.，69 F. Supp. 512（E. D. Pa. 1946）.
{12}Superintendent of Ins. of N. Y. v. Bankers Life＆Casualty Co.，404 U. S. 6, 13. n. 9（1971）.
{13}See Daniel A. McLaughlin, Liability under Rules l0b-5 （a）＆（c），31 Del. J. Corp. L. 631 （2006）.
{14}关于内幕交易方面的讨论，可参见 Stephen M. Bainbridge, An Overview of US Insider Trading Law:Lessons for the EU?，European Company Law（March 2005），p. 22。
{15}See Larry Soderquist＆Theresa Gabaldon, Securities Law（Foundation Press），p. 135（1998）.
{16} See Alan R. Bromberg＆Lewis D. Lowenfels, Bromberg and Lowenfels on Securities Fraud＆Commodi-ties Fraud§6:58 （2d ed.，West Press, 2008）.
{17}TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.，426 U. S. 438，449（1976）.
{18}See James D. Cox, et a1, supra note 4, pp. 701-97，（2001）.
{19}相比之下，基于 1933 年《证券法》第 11 条、第 12（a）条起诉的诉因中，就不必包括后三项要素。对这些要素的进一步讨论，见下文。
{20}See Black's Law Dictionary （8th ed.，West Press），p. 1373 （2004）.
{21}See Donald C. Langevoort, Reflections on Scienter, 10 Lewis＆Clark L. Rev. 1，6（2006）.
{22}当然这些主体承担责任的可能性和程度存在差异，例如统计表明外部董事较少最终承担赔偿责任。See Bernard Black, et al.，Outside Director Liability, 58 Stan. L. Rev. 1055，1068 （2006）.
{23}In re Scottish Re Group Sec. Litig.，524 F. Supp. 2d 370，386（S. D. N. Y. 2007）.
{24}Blue Chip Stampsv．Manor Drug Stores, 421 U. S. 723，737（1975）.

{25}See Nicholas Fortune Schanbaum, Scheme Liability: Rule 10b-5（a） and Secondary Actor Liability after Central Bank, 26 Rev. Litig.183，190-92 （2007） .
{26}Cent. Bank of Denver, N. A. v. First Interstate Bank of Denver, N. A.，511 U.S. 164 （1994） . 简洁起见，文中原被告依一审状态，下同。
{27}伦奎斯特、肯尼迪、奥康纳、斯卡利亚、托马斯大法官支持，斯蒂文斯、布莱克曼、苏特、金斯伯格大法官反对。
{28}See David Rosenberg, et al, A Model in Which Suits Are Brought for Their Nuisance Value, 5 Intl Rev . L.＆Econ. 3，3-4（1985） .
{29}See James Bohn＆Stephen Choi, Fraud in the New-Issues Market: Empirical Evidence on SecuritiesClass Actions, 144 U. Pa. L. Rev. 903，979（1996） .
{30}See Janet C. Alexander, Do the Merits Matters? A Study of Settlements in Securities Class Actions, 43Stan. L. Rev. 497（1991） .
{31}US H. R. Rep. No. 369, p. 31（1995） .
{32}See Stephen Choi, The Evidence on Securities Class Actions, 57 Vand. L. Rev.1465 ，1468-76（2004） .
{33}Private Securities Litigation Reform Act§104： Authority of Commission to prosecute aiding and abet-ting.
{34}See Michael Perino, Did the Private Securities Litigation Reform Act Work?，2003 U. lll. L. Rev. 913（2003） .
{35}See Michael Perino, Fraud and Federalism： Preempting Private State Securities Fraud Causes of Ac-tion, 50 Stan. L. Rev. 273（1998） .
{36}See Adam Pritchard＆David Levine, The Securities Litigation Uniform Standard Act of 1998，54 Bus.Lawyer 1（1998） .
{37}See Lorraine Woellert, Fractured Class Actions: “Opt-outs” Are a Growing Headache for Companies,Bus. Wk.（Feb. 27 . 2006）.
{38}See John Coffee, What Caused Enron?： A Capsule Social and Economic History of the 1990s，89 Cor-nell L. Rev. 269 （2004） .
{39}See Roberta Romano, The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance, 114Yale L. J. 1521，1549-68 （2005） .
{40}See generally, Henry Butler＆Larry Ribstein, The Sarbanes-Oxley Debacle（AEI Press，2006） .
{41}Simpson v. AOL Time Warner, Inc.，452 F. 3d 1040 （9th Cir. 2006） .
{42}Wright v. Ernst＆Ernst, L. L. P.，152 F. 3d 169，175 （2d Cir. 1998） .
{43}Regents of the University of Californiav . Credit Suisse First Boston（USA），Inc.，482 F. 3 d 372 （5thCir. 2007） .
{44}In re Charter Communications, Inc.，443 F. 3d 987 （ 8th Cir. 2006），cert. granted sub nom.
{45}SEC 内部同样争论激烈，五位时任委员中三人支持，两人反对。参见下文及注释。
{46}肯尼迪、罗伯茨、斯卡利亚、托马斯、阿利托大法官支持，斯蒂文斯（撰写

少数派意见）、苏特、金斯伯格大法官反对；布莱尔大法官没有参与该案合议和判决。

{47}Basic Inc. v. Levinson, 485 U. S. 224，243（1988）.

{48}Stoneridge Investment Partners，LLC v. Scientific-Atlanta，Inc.，128 S. Ct. 761（2008）.

{49}Marine Bank v. Weaver, 455 U. S. 551，556（1982）.

{50}Alexanderv．Sandoval, 532 U.S. 275，286-287（2001）.

{51}见时任 SEC 委员阿特金斯（Paul Atkins）的讲演，http://www. see. gov/news/speech/2008/spch011808psa. htm，最后访问日期：2010 年 5 月 6 日。

{52}See Harvard Law Review Editors, The Supreme Court Leading Cases, 122 Harv. L. Rev. 276，494（2008）.

{53}See Barbara Black，Stoneridge: Reliance on Deceptive Conduct and the Future of Securities FraudClass Actions，36 No. 2 SECRLJ 1（2008）.

{54}See Seth Gomm，See No Evil, Hear No Evil, Speak No Evil, 61 Ark. L. Rev. 453，484-85（2008）.

{55}Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo，544 U.S. 336（2005）.

{56}Tellabs, Inc.v·Makor Issues and Rights, Ltd.，127 S. Ct. 2499（2007）．斯蒂文斯大法官持反对意见。

{57}如前文所释，保守派和自由派大法官间的分歧在 Central Bank 案、Stoneridge 案中都体现得相当清晰。

{58}See Merritt B. Fox, Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions, 60（2）Bus. Lawyer 507（2005）.

{59}See John C. Coffee, Jr.，Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject PhantomLosses and Reverse Broudo, 60（2）Bus. Lawyer 533（2005）.

{60}See Howell E. Jackson, Variation in the Intensity of Financial Regulation: Preliminary Evidence andPotential Implications, 24 Yale J. on Reg. 253 (2007)

{61}See Joseph Grundfest, The Class-Action Market, The Wall Street Journal（Feb. 7，2007）.

{62}See Peter Lattman, Closing Argument: Mr. Lerach Mulls Life Behind Bars，The Wall Street Journal（Feb. 12，2008）.

{63}See Donald C. Langevoort, On Leaving Executives “Naked, Homeless and Without Wheels”：CorporateFraud, Equitable Remedies，and the Debate Over Entity Versus Individual Liability, 42 Wake Forest L. Rev. 627（2007）.

{64}See John C. Coffee, Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementa-tion, 106 Colum. L. Rev. 1534（2006）.

{65}See Eric Lichtblau, Federal Cases of Stock Fraud Drop Sharply, The New York Times（Dec. 25，2008）.

{66}See Amanda M. Rose, Reforming Securities Litigation Reform: Restructuring the Relationship betweenPublic and Private Enforcement of Rule 10b-5，108 Colum. L.

Rev. 1301 （2008） .

{67}我国的一个类似例子是《最高人民法院关于审理涉及会计师事务所在审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》（法释{2007}12 号）中就审计责任对虚假陈述司法解释相关规定的修正。

{68}参见郭雳："美国证券集团诉讼的制度反思"，《北大法律评论》第 10 卷第 2 辑，北京大学出版社 2009 年版．页 445-446。