

美国证券法上针对虚假陈述的 民事赔偿机制

——兼论一般性反欺诈条款制度的确立

汤欣*

摘要:美国证券法上针对虚假陈述的民事赔偿机制中,10b-5规则的模糊内涵使得法院能够适应个案中的特别事实,秉持保护投资者的证券法基本原则做出适当的判决,并在常年的审判实践中逐渐总结出一套充满弹性而又有一定传承性的判例体系。相比之下法律上的若干明示诉权条款,均有其在适用上的局限,或因为造成了原告在起诉方面的实际负担,反而在实践中较受冷落。法律从制定面到执行面的差距颇值研究者玩味。

关键词:证券法 虚假陈述 民事赔偿 一般性反欺诈条款

理论上证券民事责任制度是补充行政执法、自律性处分措施和刑事责任的机制,但在美国证券市场的实践中,民事赔偿事实上在证券执法中占据了最为重要的地位。据 Jackson 教授的统计,在 2000

* 清华大学法学院副教授。

年至2002年的三年中,美国证券集团诉讼的和解金额超过了所有政府执法的金额。^① 美国证券法上的民事责任条款分为明示责任(*express right of action*)和默示责任(*implied right of action*)两大类,前者是指法律明确规定违法行为中的行为人应当对受害投资者承担民事赔偿责任,如《1933年证券法》项下第11节、第12(a)(2)节,《1934年证券交易法》第18节等;后者则是简单的禁止性欺诈条款,后来由联邦法院解释为包含对受害投资者承担赔偿责任的依据,如《1934年证券交易法》项下的10b-5规则、14a-9规则等。饶有兴趣的是,虽然明示责任条款已经涵盖方方面面的内容,似乎足以使证券市场上因欺诈行为而受害的投资者获得充分的赔偿依据,但实践中默示责任在美国证券法上的地位却远为显赫,其中尤以10b-5规则作为“一般性反欺诈条款”(Catch-all Anti-fraud Provision),在民事责任法律依据中扮演了至为重要的角色。

以下部分将介绍美国证券法上主要的明示责任和默示责任条款,对比作为一般性反欺诈条款的10b-5规则,分析其各自的责任要件和局限性。分析结果表明,正是明示责任条款在适用方面的局限和不便,才使得充满弹性的10b-5规则在美国证券市场的发展史上备受法院的青睐,终于发展成为“繁茂的判例法大树”,其成长历程绝非偶然。^②

一、《1933年证券法》第11节

当包含招股说明书在内的注册申报文件(*registration statement*)包含虚假记载或者重大遗漏时,美国《1933年证券法》第11(a)节为相关证券的投资者提供了一个明示的民事责任救济条款(*an express right*

^① 事实上也远高于少数集团诉讼判决中最后判罚的金额总和, See Howell E. Jackson, *Variation In the Intensity of Financial Regulation: Preliminary Evidence and Potential Implications*, *Yale Journal on Regulation* (Summer 2007), 24 *Yale J. on Reg.* 253, 281.

^② “The existence of this implied remedy is simply beyond peradventure.” See, *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U. S. 375, 380 (1983).

of action for damages),可供他们起诉寻求损害赔偿。^③第11节是《1933年证券法》中最为重要的民事法律责任条款。

(一)原告资格

根据《1933年证券法》第11节的规定,除非其在买受证券时已经知悉虚假陈述的存在,否则“任何取得相关证券的人”均可就虚假陈述提起索赔之诉。审判实践中,无论原告是在一级市场上直接从发行人处认购证券,还是在发行之后的二级市场上买到辗转流通的证券,只要能够证明相关证券可以追溯(trace)至被指称含有虚假陈述的注册申报文件,其均可获得索赔资格。^④

(二)被告范围

除相关证券的发行人外,第11节(a)段中还列举了应当对相关注册申报文件承担责任的机构和个人,其中包含:

1. 注册申报文件的签署人,可能包括:A. 发行人,B. 发行人主要的高级管理人员,C. 主要的财务主管,D. 主要的会计主管,E. 大多数董事或担任相当职务的人士;^⑤

2. 每一位董事及其他担任类似角色的人士;

3. 每一位在注册申报文件中披露即将担任董事职务的人士;

4. 每一位以专业身份准备、检验、确证注册申报文件相关部分,并列名于该注册申报文件之上的会计师、工程师、评估师或其他专业人士;

5. 相关证券的每一位承销商。

以上被告虽然不包含未在注册申报文件上签章的大额持股的发行人股东,但根据《1933年证券法》第15节的规定,发行人的控制人(controlling person)仍要承担相应的赔偿责任,除非其不知晓、也无合理

^③ 第11节的救济范围仅限于注册申报文件中的陈述,而不包含对口头陈述或其他书面文件中的虚假陈述的救济。Thomas Lee Hazen, *Civil Liabilities to Private Parties under Sections 11 and 12 of the 1933 Act, Fundamentals of Securities Law, ALI - ABA Course of Study (June 21 - 22, 2007)*, at 577.

^④ See, e. g., *Salomon Smith Barney v. Asset Securitization Corp.*, No. 98 Civ. 4186, 1999 WL 1095605, at *3 (S. D. N. Y. Dec. 3, 1999).

^⑤ 此处的列举系根据《1933年证券法》第6(a)节的规定。

的理由相信存在被指控的事实。^⑥

(三) 信赖

依据普通法,对虚假陈述提起诉讼的原告需要证明其对于相关陈述的信赖(reliance),为便利证券投资者起诉索赔,第11节在相当程度上豁免了上述举证要求。除非原告是在相关注册申报文件生效12个月以后才购入证券,且被告发行人在此期间内已经发布了“收益表”(earning statement),否则原告无须证明信赖,而只需证明存在重大性的虚假记载或者遗漏。而且即使上述12个月期间已过,虽然原告应当证明信赖的存在,但仍然无须证明其真正阅读过相关注册申报文件。

(四) “追溯”的要求

为保证被告承担赔偿责任的合理性,第11节项下的原告可以是在发行市场上购入证券,也可以是在二级市场上买入的投资者,但尤其在后一情形下,原告应当证明相关证券可以追溯至其指称含有虚假陈述的注册申报文件,按照法律条文的本来语义,法院通常严格执行此项规定。^⑦

(五) 被告的抗辩事由

注册申报文件中存在不实陈述并不必然使得被告承担严格责任,第11(b)(3)节规定了被告的抗辩事由,即后者已经尽到相当程度的谨慎和注意(due diligence,又译为“合理尽责”)。为确定这些事由,该节技术性地把潜在的责任人分为发行人(承担严格责任)、专家(experts)和非专家(non-experts)三类,而需要承担责任的注册申报文件内容则划分为“专家化了的部分”(expertised portions)和“未经专家

^⑥ See L. Lowenfels & A. Bromberg, Controlling Person Liability Under Section 20(a) of the Securities Exchange Act and Section 15 of the Securities Act (November 1997), Business Lawyer, 53 Bus. L. 1.

^⑦ 在 *In re Quarterdeck Office Systems, Inc. Securities Litigation* 一案中,原告起诉公司的招股说明书存在虚假陈述,其承认未在公司的初次公开发行过程中买入证券,但指出在当时市场上交易的全部公司股票中,有高达97%的比例是在该招股说明书项下发行的,换言之,原告有至少97%的可能性是买到了初次公开发行的股票。即便如此,法院仍然判定“追溯”要求并未获得满足,上述事实不足以支持原告具有依据第11节提起集团诉讼的资格。

化的部分”(non-expertised portions)。该节的规定简单列表如下:^⑧

| | 专家化了的部分内容 | 未经专家化的部分内容 |
|----------------------|---|---------------------------------|
| 发行人(严格责任) | 无抗辩事由 | |
| 专家(承担较重的合理 尽责义务) | (对其负责的部分内容) 进行调查,在合理的基础 上确定地相信该部分内 容的真实性 | 进行一般审查 |
| 非专家(承担较轻的合 理尽责义务) | 无须进行调查,只需证明 没有理由或合理的基础 相信存在虚假陈述 | 进行调查,在合理的基础 上信任该部分内容的真 实性 |

但何种程度的谨慎和注意才能构成法律所要求的合理尽责?至今为止最为重要的经典案例是纽约联邦地方法院在1968年裁判的 *Escott v. BarChris Construction Corp.* 一案。^⑨ 该案判决分别分析了各个被告是否尽到合理尽责,并为他们建立了一套弹性的阶梯式(sliding scale)注意义务标准。判决指出,在注册申报文件上签名的公司内部人士(尤其是主要的高级管理人员)应当负有最高程度的注意义务;而作为专家签署文件的专业人士(如会计师事务所及注册会计师),则应视情况而负担相应的注意义务。^⑩

在 *BarChris* 案之后,美国法院一直未就《1933年证券法》第11节项下规定的注意义务进一步规定明确的标准,而是就潜在被告的信息掌握状况、专业性、与发行人的关系以及在证券发行和注册申报材料准备工作中的实际参与程度,维持了该案中确定的弹性的阶梯式注意义务标准。为表明在相关问题的立场上,美国证监会(SEC)还颁布了176规则(Rule 176),规定:“在决定某人(发行人除外)的行为是否构成合理的调

^⑧ 参见 Thomas Lee Hazen, *Civil Liabilities to Private Parties Under Sections 11 and 12 of the 1933 Act, Fundamentals of Securities Law, ALI - ABA Course of Study (June 21 - 22, 2007)*, at 578 - 79.

^⑨ 283 F. Supp. 643 (S. D. N. Y. 1968).

^⑩ Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation (4th Edition)*, West Group (2002), at 359.

查或合理的信任,并满足第 11(c)节的要求时,相关的考察因素包括:(a)发行人的种类;(b)所发行证券的类型;(c)相关人士的种类;(d)相关人士担任的职位;(e)当相关人士是公司董事或拟任董事时,其与发行人有无其他关系;(f)对发行人高级管理人员、雇员和其他负责人的信任;(g)当相关人士是承销商时,承销安排的种类、该承销商的具体角色、对相关信息的了解程度;(h)相关人士是否对注册申报文件中的事实或文件负有责任”。^① SEC 的规定事实上重申了法院对被告行为的可归责性的弹性立场,并沿袭了普通法上对过失责任的归责态度,即强调逐案认定、就事论事的分析方式。

(六) 损害赔偿范围

第 11(e)节以法定的方式明确规定了被告承担损害赔偿责任的范围。按照该节的规定,被告因虚假陈述而承担的损害赔偿金额,应为原告购买相关证券所支付的价金与下列价金之间的差额:(1)原告在起诉前已经出售证券的,其实际出售的价格;(2)原告起诉前与诉讼中一直未出售证券的,起诉时该证券的价值(value);(3)原告在起诉后未出售证券,但在判决前出售的,如其卖价高于起诉时该证券的价值(即损害金额减少),以实际出售的价格为准,如卖价低于起诉时的价值(即损害金额增加),则以起诉时的价值为准。第 11(e)节同时规定,如果被告能够证明原告所受损害(即相关证券的价值减损)中,有一部分系由虚假陈述之外的因素所造成,则此部分损害应从被告负担的赔偿额中扣除。进而言之,如果相关证券的价值减损由被告证明全由虚假陈述之外的市场因素或意外事件所引起,则被告就没有第 11 节项下的赔偿责任。^②并且承销商原则上仅在其负责承销部分的证券总价范围内承担赔偿责任。除上述法定的赔偿公式外,本节打破了原被告双方各自负担律师费的“美国规则”(American rule),规定法院有权酌情要求本节项下诉讼中的败诉方支付胜诉方的诉讼费用和“合理的”律师费,再次凸显了立法对

^① Rule 176: Circumstances Affecting the Determination of What Constitutes Reasonable Investigation and Reasonable Grounds for Belief Under Section 11 of the Securities Act (47 FR 11433, Mar. 16, 1982).

^② E. g., *Akerman v. Oryx Communications, Inc.*, 609 F. Supp. 363 (S. D. N. Y. 1984).

于原告提起本条项下诉讼的谨慎立场。

(七) 连带责任

根据第 11(f)(1) 节的规定,被告应就损害赔偿承担连带责任,而任一被告承担超出其所应负担比例的责任后,均可向其他有责任的被告进行追索。但根据《1995 年私人证券诉讼改革法》对第 11(f)(2) 节的修改,外部董事(outside directors)除非明知存在违法行为,否则即无须与其他被告一同承担连带赔偿责任。换言之,外部董事原则上仅需要就其应当负责的部分对损害赔偿总额承担比例责任。而法院的审判实践中,外部董事的上述责任通常会被免除。^⑬

(八) 与 10b-5 规则的关系

第 11 节允许在注册登记文件中出现虚假不实陈述时,相关证券的买受人可以起诉明文列举的当事人,并对这些在证券发行过程中担负直接责任的被告规定了较为严厉的责任。虽然依据第 11 节起诉的原告举证责任的负担较轻,但该节不适用于《1933 年证券法》中的豁免证券(如政府及特定银行发行的证券)和豁免交易(如若干小额发行和私人交易),只限证券的“买受人”(而不包含出让人)有权起诉,起诉的依据只能是证券发行的注册登记文件(而不包含发行人可能发布的定期报告、临时报告或其他信息披露文件),起诉对象有限(一些个人虽然参与准备发行申报文件甚至参与了欺诈行为,但却不在第 11 节规定的被告范围之内,这些人士包括法条列举范围之外的公司管理人员、未作为“专家”参与工作的律师、参加审计工作但未明确具名的会计师等)。相比之下,10b-5 规则虽然对构成责任的被告主观心理状态要求较高(必须属于“明知”),但该规则是所谓“一般性”(catch-all)反欺诈条款,允许“任何证券”的买受人或出让人,对使用“任何策略、计谋或技巧进行欺诈”的“任何人”提起损害赔偿之诉。正因为上述差异,实践中,10b-5

^⑬ See Bernard Black, Brian Cheffins and Michael Klausner, *Outside Director Liability*, *Stanford Law Review* (February, 2006), 58 *Stan. L. Rev.* 1055.

规则的适用更为普遍。^⑭另一方面,第11节和10b-5规则意在规范不同形态的违法行为,其适用具有互补性而非相互排斥。按照美国最高法院在Huddleston案中的判决,即便是针对注册登记文件中出现的虚假不实陈述,也有10b-5规则的适用余地。这些违法行为虽然已有第11节项下的责任,但“使上述违法行为免于承担10b-5规则项下的责任,会与1933年法的基本目的(即为注册证券的买受人提供更多的保护)发生冲突”……也会“使10b-5规则的适用范围遭受不合理的限制”。^⑮其实早在该案判决之前,Michael Dooley教授就已经断言,“10b-5规则已经替代1933年法,成为决定承销商责任的主要法规了”。^⑯

二、《1933年证券法》第12(a)(2)节

第12(a)(2)节规定,通过含有虚假记载或重大遗漏的招股说明书或口头陈述来要约出售或出售证券者,除非能够证明其对于上述虚假记载或重大遗漏并不知情,并且即便加以合理的注意也不可能知情,即应当对善意地买受证券的原告支付的对价及其利息、对原告所遭受的损失(如果原告已经不再持有该证券),承担相应的损害赔偿责任。

(一) 责任主体

根据第12节的本来规定,证券的买受人只能起诉将证券出售给他

^⑭ 根据斯坦福大学法学院集团诉讼统计中心(Securities Class Action Clearinghouse)最近的汇总资料,自2005年以来美国依据10b-5规则(Rule 10b-5)提起的集团诉讼案件数量逐年减少,但在2009年全年中依据该规则提起的诉讼在全部集团诉讼中的比例仍然高达66%;相比之下,依据《1933年证券法》第11节(Section 11, Securities Act of 1933)提起的集团诉讼当年占全部该类诉讼的比例为26%,依据《1933年证券法》第12(2)节(Section 12(2), Securities Act of 1933)提起的集团诉讼比例为24%。显示10b-5规则仍然是美国所有集团诉讼中最为主要的请求权基础规范。See, Securities Class Action Clearinghouse, Stanford Law School, 2009 Filings: A Year in Review. (http://securities.stanford.edu/clearinghouse_research/2009_YIR/Cornerstone_Research_Filings_2009_YIR.pdf), at 26. 最后登录日期为2010年2月1日。

^⑮ Herman & MacLean v. Huddleston, 459 U. S. 375, 381-387 (1983).

^⑯ Michael P. Dooley, The Effects of Civil Liability on Investment Banking and the New Issues Market (1972), Virginia Law Review, 58 Va. L. Rev. 776, 833.

的人,因此如果发行人将证券发售给承销商,再由后者把证券转售给投资公众,则发行人将不会成为本条项下的被告。但美国最高法院在 *Pinter v. Dahl* 一案中将“出售”一词进行了宽泛的定义,不仅真正的证券卖方,而且为了自己或者证券所有者的利益而成功地招募(solicit)证券投资的人,都可能成为本条项下的责任人。^⑰

(二)“信赖”和因果关系

原告无需证明对于不实陈述的信赖,甚至不需要证明真正读过含有不实陈述的文件。原告也不需要证明不实陈述对于其投资决定具有决定性的影响(decisive effect),但至少应说明两者之间具有某种联系。

(三)抗辩事由

证券的卖方可以通过证明其不知,并且即便在具有合理的谨慎时也不可能知晓相关材料中包含不实陈述而获得免责。

1995年美国最高法院在 *Gustafson v. Alloyd Corp.* 一案^⑱中作出重要判决,指出第12(a)(2)节的规定不仅不适用于二级市场上的交易,也不适用于一级市场上的非公开发行,其适用范围只局限于证券的公开发行人所使用的正式招股说明书或相关的口头陈述,从而颠覆了此前60年的传统观点。^⑲本案判决之后,整部1933年法中不再有任何条文可以针对非公开发行材料中的不实陈述进行规范,如果出现此种不实陈述,原告只有求助于10b-5规则。^⑳同在1995年的《私人证券诉讼改革法》对第12(a)(2)节作出两项重大修改:其一,允许被告从“损失上的因果关系”角度提出抗辩,即通过举证证明原告的损失系由于不实陈述以外的原因引起而得以免责。其二,为招股说明书中所包含的预测性信息设定“安全港”(safe harbor):(1)除非确知(has actual knowledge)预测中存在不实陈述,否则被告无需承担赔偿责任;(2)被告也可以通过在预测中列示“有实质性意义的警示语言”(meaningful cautionary language)而获得免责。

第12(a)(2)节只适用于单纯的证券出售过程,而且由于上述

^⑰ *Pinter v. Dahl*, 486 U. S. 622 (1988).

^⑱ *Gustafson v. Alloyd Corp.*, 513 U. S. 561 (1995).

^⑲ See, e. g., *Franklin v. Levy*, 551 F.2d 521 (2d Cir. 1977).

^⑳ See *Glamorgan v. Ratner's* 1995 WL 406167 (S. D. N. Y.).

Gustafson 一案的判决进一步限制了其适用范围,相比作为一般性反欺诈条款的 10b-5 规则,其实践运用并不广泛。

三、《1934 年证券交易法》下的 14a-9 规则

对于《1934 年证券交易法》下的注册公司(registered company)而言,为股东大会征集投票权非常重要,^①而公司在征集投票权时应当进行广泛的信息披露。^②公司如果在上述投票权征集书(proxy statement)中进行虚假不实陈述,不仅有可能面临《1934 年证券交易法》第 18 节的法律责任(后详),而且也可能面临依据同法第 14 节和 14a-9 规则的起诉。第 14 节是对 SEC 规范投票权征集书的授权条款,而 14a-9 规则规定,以“包含欺诈、对重大事实的误导性陈述或重大遗漏”的投票权征集书或其他信息披露材料来征集投票权即属违法。虽然第 14 节或 14a-9 规则均未规定民事责任条款,但美国最高法院在 1964 年的重要案例 J. I. Case v. Borak^③中承认,受到投票权征集书欺诈的投资者在 14a-9 规则下有权起诉要求损害赔偿。^④

14a-9 规则下的民事责任需要满足以下要件:

^① 美国实践中极少有公众公司的股东亲自出席股东大会,绝大多数股东均会授予投票权、通过代理人在股东大会上投票。See David G. Epstein, et al. *Business Structure*, Thomson/West (2007), at 220.

^② 《1934 年证券交易法》项下的 14A 表格对此有具体的规定。尤其当征集的投票权将在公司年度股东大会上用作选举董事时,征集书要求附有公司的年度报告,其中需要载有公司以往两个会计年度的可比财务数据及其他具体信息。

^③ 377 U.S. 426 (1964)。在该案中,系争公司的股东诉称,公司以含有虚假不实内容的投票权征集书征集投票权,并在股东大会上通过了公司合并及其他议案。

^④ 最高法院在本案中承认原告在《1934 年证券交易法》第 14 节项下具有隐含诉权(implied right of action),原因是第 14(a)节具有“宽泛的救济宗旨”(broad remedial purposes),而根据同法第 27 节,联邦法院有权强制执行《1934 年证券交易法》项下的所有责任条款。最高法院此后的判决对上述两项判决依据都进行了检讨,但迄今没有改写本案的判决本身,所以第 14 节仍然被认为是一项具有隐含诉权的证券交易法条款。See Thomson Lee Hazen & David L. Ratner, *Securities Regulation In A Nutshell*, 9th Edition (2006), at 119.

(一)“重大性”

只有在投票权征集书中就重大事实作虚假记载或遗漏才会产生民事责任,而美国最高法院在“重大性”的认定上采取了渐趋严格的标准。在 Mills 一案中,^⑤法院认定一项事实“可能被理性的股东认为重要”就具有重大性;而在 TSC v. Northway 一案中,^⑥法院则指出“当理性的股东有很大的可能性会认为,一项遗漏的事实在他决定如何投票时具有重要意义时,该事实(才)具有重大性。换言之,所遗漏的事实必须有很大的可能性会被理性的股东认为,其披露会显著影响已被公开的信息‘综合体’(total mix)”。但一项隐含在结论性或数量性词汇中的陈述也可能被认为具有重大性,如果其“以明示或暗示的方式进行欺诈或误导”。^⑦

(二)主观心理状态

与 10b-5 规则责任要求“明知”不同,构成 14a-9 规则项下的民事责任无需具有故意或者重大过失,在拟订投票权征集书时的一般疏忽即会给行为人带来责任。^⑧

(三)因果关系

在证明系争交易在股东大会上获得批准是由于公司进行虚假不实陈述时,适用 14a-9 规则可能面临的一个特殊问题是,当参加投票的大多数股东事实上了解不实陈述背后的真实情况时,如何证明该项陈述与股东大会批准之间的因果关系?最高法院认定,只要并不了解情况的股东参与投票对系争交易获得批准是必不可少的,则原告只需证明不实陈述具有“重大性”,而无须证明其对表决结果确实具有决定性的影响。

(四)救济措施

如果发现投票权征集书中含有不实陈述,坐等股东投票以后再废弃(set aside)系争交易显得不切实际,要求被告必须在表决之前公告更正后的真实信息则是合理的救济方法。^⑨ 在一些案例中,法院可能在事后

^⑤ Mills v. Electric Auto-Lite Co., 396 U. S. 375 (1970).

^⑥ 426 U. S. 438 (1976).

^⑦ Virginia Bankshares v. Sandberg, 501 U. S. 1083 (1991).

^⑧ Gerstle v. Gamble-Skogmo, 478 F. 2d 1281 (2d Cir. 1973).

^⑨ Berkman v. Rust Craft, 454 F. Supp. 787 (S. D. N. Y. 1978).

给予原告衡平法上的救济,比如命令重新进行董事的选举。^⑨但如果案件涉及公司合并,则除非符合所有股东的最佳利益,否则法院不会废弃已经完成的合并。^⑩

无论如何,14a-9 规则只适用于在征集股东大会投票权过程中的不实陈述,其重要性与适用范围宽泛的 10b-5 规则不能同日而语。

四、《1934 年证券交易法》第 18(a) 节

第 18(a) 节是《1934 年证券交易法》下的明示责任条款,规定任何人如对根据《证券交易法》向 SEC 报备的文件中的虚假记载或重大遗漏负有责任,则应对善意信赖其信息披露的投资者进行赔偿。依据本节可以获得赔偿的投资者,必须阅读过含有不实陈述的报备文件、确实信赖其中的表述并因此遭受损失。法院判决指出,构成第 18(a) 节项下的责任应当通过所谓“目睹测试”(“eyeball” test),即原告应当证明其对于系争的向 SEC 报备的文件(或其副本)确有了解并真正信赖,仅仅读过被告准备的其他文件中记载的类似信息不足以构成诉由。^⑪同时,在 10b-5 规则案例中广泛使用的“欺诈市场理论”(“Fraud on the market” theory)也不能运用在第 18(a) 节的诉讼中。^⑫

在美国证券法实践中,第 18(a) 节并没有成为投资者就不实陈述请求损害赔偿的重要法律依据,原因是其规定中有若干条件和限制,束缚了原告的索赔权。具体而言:(1) 本节规定只适用于向 SEC 报备的文件,但此类文件并未涵盖所有应由发行人披露的信息,举例而言,只作为投票权征集书附件向股东寄送,而不向 SEC 报备的年度报告如果出现不实陈述,即不能依照本节规定索赔;^⑬(2) 本节项下的原告必须证明其买卖证券时信赖(in reliance on)被告报备的资料;^⑭(3) 在计算损害赔偿额

^⑨ Gladwin v. Medfield, 540 F.2d 1266 (5th Cir. 1976).

^⑩ Mills v. Electric Auto-Lite Co., 552 F.2d 1239 (7th Cir. 1977).

^⑪ See, e.g., Ross v. A. H. Robins Co., 607 F.2d 545, 552 (2d Cir. 1979).

^⑫ Hazen (2002), supra note 10, at 662.

^⑬ Hazen (2002), supra note 10, at 663.

时,原告必须证明其买卖证券的价格确实受到了不实陈述的影响;(4)被告可以反证其为善意、且不知晓报备文件中含有不实陈述,从而获得免责;(5)法院有权要求原告提出诉讼担保,并有权要求任何一方当事人承担对方包括律师费在内的诉讼费用,由此对原告形成了巨大的负担和风险。出于对第 18(a) 节所提供的救济不够满意,因不实陈述而受到损失的投资者纷纷转向《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》下的隐含诉权条款,尤其是 10b-5 规则。^⑤

五、《1934 年证券交易法》下的 10b-5 规则

(一)《1934 年证券交易法》第 10b 节和 10b-5 规则

作为 10b-5 规则母法的《1934 年证券交易法》第 10b 节本身即是一项一般性条款(catch-all provision),^⑥授权 SEC 打击同法第 9 节及第 10(a) 节覆盖范围之外的违法行为。第 10b 节规定任何人运用跨州邮件或者其他工具从事下述行为均属违法:“与证券的买卖相关,使用或运用……任何操纵性或欺骗性策略或计谋,并违反证交会因公共利益或保护投资者的必要或需要而制订的规章或规则”。为了填补法律适用上的空白,SEC 于 1942 年在仓促之间订立了《证券交易法》10b-5 规则,^⑦规定任何人从事下列与证券买卖相关的行为均属违法:“(a) 采用任何策略、计谋或技巧进行欺诈;(b) 对重大性事实进行虚假记载或遗漏某项重大性事实;(c) 参与任何行为、实践或商事行为而形成对任何人的欺

^⑤ See Larry D. Soderquist & Theresa A. Gabaldon, *Securities Regulation*, 6th Edition, Foundation Press (2006), at 335.

^⑥ See *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U. S. 185, 203 (1976).

^⑦ See Remarks of Milton Freeman, 22 *Bus. Lawyer* 922 (1967).

诈或欺骗”。^③

10b-5 规则本来只是单纯的禁止性条款,并没有附随的民事责任,但自 1946 年以后,联邦法院纷纷确认该规则项下包含所谓“隐含的私人诉权”(implied private right of action),依据是普通法上的侵权法规则认为,当被告违反以保护他人为目的的法律时,该法律所保护的對象即对被告享有损害赔偿请求权。^④ 美国最高法院最终在 1971 年确认了此项认定。^⑤ 在其诞生以后的岁月中,针对各种各样的证券违法行为,10b-5 规则曾在难以计数的 SEC 行政处罚和民事诉讼案件中作为法律依据。尤其在 20 世纪 60 年代和 70 年代早期,众多联邦地方法院和巡回上诉法院倾向于对 10b-5 规则及证券法中的其他反欺诈条款进行扩张性的解释,彼时 10b-5 规则的适用范围既包含过失性的也包含故意的虚假不实陈述,既包含公司管理层未尽到勤勉谨慎的责任,也包含公司董事、承销商、会计师和律师等未能防止他人的不当行为。在请求损害赔偿的民事案件中,法院一度乐于为原告承认默示的诉权,即便其遭受的损失与被告的行为之间的关系遥远;甚至有时原告并未遭受任何损失,但只要案件的判决有利于为遵纪守法起到示范作用,法院也会判令被告承担赔偿责任。为此,从地方法院到最高法院,法庭都竞相对构成 10b-5 规则责任的“欺诈”、“买受或出售”、“联系”等要素进行扩张性的解释。直到 1975 年,美国最高法院的态度发生逆转,开始对 10b-5

^③ 10b-5 规则原文如下:“It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails, or of any facility of any national securities exchange,

“(a) to employ any device, scheme, or artifice to defraud,

“(b) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of circumstances under which they were made, not misleading, or

“(c) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,

“in connection with the purchase or sale of any security.”

^④ Kardon v. National Gypsum, 69 F. Supp. 512 (E. D. Pa. 1946).

^⑤ Superintendent v. Bankers Life, 404 U. S. 6 (1971).

规则及联邦证券法项下的其他反欺诈性条款进行限缩性的解释,^④才使默示诉权制度的热度有所降温。但美国最高法院在最近十年的若干重要案例中,似乎又有意对10b-5规则的适用范围进行微调,重新采取较为宽松的态度。^⑤ 直到目前为止,10b-5规则仍然是美国证券法中最为重要的反欺诈法律规范。^⑥

(二) 构成10b-5规则责任的诸要件

10b-5规则中包含3项内容,(a)项及(c)项指向“欺诈”和“欺骗”,(b)项则针对“虚假记载”及“遗漏”。一般认为,(c)项所规制的范围最为宽泛,其责任的构成要素包含:(1)“有关”;(2)“任何证券的”;(3)“买卖”;(4)“对任何人士的”;(5)“欺诈”或“欺骗”。逐一分析如下:

1. “欺诈”或“欺骗”(Fraud or Deceit)

10b-5规则是一个反欺诈条款,其作为SEC规则的法律依据,是《1934年证券交易法》第10(b)节授权美国证交会对于“欺骗性策略或计谋”进行打击的规定。如前所述,该规则的(a)项及(c)项均指向“欺诈”和“欺骗”。因循普通法对于“欺诈”的理解,^⑦美国最高法院判决除非证明被告具有“明知”(scienter),否则不能令其承担10b-5规则项下

^④ 如美国联邦法院多次表示不再固守经典案例 Superintendent of Insurance 和 Borak 中,其倾向于设立和扩张解释默示法律责任的立场,转而表明这些案例中的判决属于“偏离正轨”(aberrations)。See Blue Chip v. Manor, 421 U. S. 723, 730 (1975); Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U. S. 185, 203 (1976); Cannon v. University of Chicago, 441 U. S. 677, 692 n. 13, 735-36 (1979).

^⑤ See e. g., United States v. O'Hagan, 521 U. S. 642 (1997), Wharf Holdings v. United Int'l Holdings, Inc., 532 U. S. 588 (2001), SEC v. Zandford, 535 U. S. 813 (2002). 尤其在后两个判例中,美国联邦法院坚持对确定10b-5规则责任中的“(与证券买卖)有关”要素进行宽松的认定,从而表明其对10b-5规则项下的默示责任法律制度并不敌视。See, Thomas Lee Hazen, Civil Liabilities to Private Parties Under 1934 Act, American Law Institute-American Bar Association Continuing Legal Education, ALI-ABA Course of Study (June 21-22, 2007), pp. 563-564.

^⑥ 到2006年,已有超过10000件的联邦案件引用10b-5规则。See Soderquist & Cabaldon (2006), supra note 35, at 416, FN 8.

^⑦ See Louis Loss and Joel Seligman, Fundamentals of Securities Regulation, 4th edition (2001), at 846-855, 1108-1109.

的行政或者民事责任。^{④⑤} 而此处的“明知”，既包含“故意”(willfulness)，也包含“重大过失”(recklessness)。^{④⑥}

2. “对任何人士”(Upon Any Person)

按照《1934年证券交易法》的规定，SEC在第10(b)条项下的规章制度制定权需要在“保护投资者利益”的原则下实施，10b-5规则能否用于保护投资者之外的其他人则存在疑问。在第五巡回上诉法院审理的 *Hooper v. Mountain States* 一案中，^{④⑦}被告诱使系争公司发行股票，但只支付了不足的对价。被告辩称股票的发行并非“出售”，而系争公司也不是“投资者”。法院同时驳回了这两项见解，称股票发行当然构成“出售”，而公司损失了具有经济价值的股票，其弱势地位与投资者并无二致。由于实践中常有代表诉讼涉及少数股东起诉公司经理层或控股股东，指称后者欺诈公司向其发行股票，而支付的对价相较股票的真实价值远为不足，本案的判决十分重要。

3. “有关”(In Connection With)

构成10b-5规则项下的责任要求被告的欺诈行为与证券的买卖“有关”，但却未必要求证券买卖是欺诈行为的直接结果。在著名的 *Superintendent of Insurance v. Bankers Life* 一案中，^{④⑧}被告取得了一家保险公司的控制权，操纵后者出售了公司自有的证券，然后挪用了出售所得。本案原本可以适用《公司法》的规定，但美国最高法院改写了上诉法院的判决，认为“因为(本案中)存在证券的‘出售’，而欺诈的运用与此‘有关’，所以(原告)享有在10b-5规则项下的救济，而不问州法中

^{④⑤} *Ernst and Ernst v. Hochfelder*, 425 U. S. 185 (1976); *Aaron v. SEC*, 446 U. S. 680 (1980); *Aaron v. SEC*, 446 U. S. 680 (1980).

^{④⑥} See e. g., *Sanders v. John Nuveen*, 554 F. 2d 790 (7th Cir. 1977).

^{④⑦} 282 F. 2d 195 (5th Cir. 1960).

^{④⑧} 404 U. S. 6 (1971).

有无救济”。^④ 在另外一件重要的案件 SEC v. Texas Gulf Sulphur 中,^⑤ 被告公司隐瞒了其已经发现大油田的事实,但其本身并未在该项虚假不实陈述当时买进或卖出证券。法院判决被告的行为构成 10b-5 规则项下的责任,因为隐瞒事实的行为与公众投资者买卖公司股票的行为“有关”。该案判决后来成为起诉被告公司虚假不实陈述、要求损害赔偿的重要法源。到目前为止,美国各联邦法院仍然倾向于扩张性地解释“有关”要件,如从股票账户中挪用现金即可能导致 10b-5 诉讼,即使挪用行为并不与任何真正的证券买卖行为发生关联。^⑥

4. “(证券)买卖”(Purchase or Sale)

10b-5 规则诉讼中的原告应当是系争证券交易中的买方或者卖方,即只有实际参与了系争证券买卖的投资者才有权提起诉讼。最高法院在一个非常特殊的案例 Blue Chip v. Manor 中坚定地重申了这一观点,^⑦理由是,应当将诉权限制在真正的证券交易者手中,以此来防止可能出现的滥诉现象。在证券的日常交易过程中,是否存在“买卖”容易判断,但在公司并购的场合,情况可能就比较复杂。美国最高法院在解释 10b-5 规则时指出,吸收合并(merger)涉及消亡公司“出售”自己的股份而存续公司“买入”该笔股份,因此有该规则的适用。^⑧ 而其他的重组案例是否涉及股票“买卖”则因事而异,如在 International Controls v. Vesco 一案中,^⑨法院判决公司分割(spin-off)子公司构成“出售”;而在 In

^④ 该案判决之后,一些下级法院认为最高法院的判决过于激进,因而对该案判决采取了限缩性的解释方法,指出若要构成 10b-5 规则项下的责任,被指控的欺诈行为必须影响到相关的证券交易本身,而不能仅仅因为证券交易的价金被挪用。See *In re Investors Funding*, 523 F. Supp. 563 (S. D. N. Y. 1980). 尤其当欺诈行为与证券买卖之间的时间间隔较长或者因果关系遥远时,10b-5 规则更是不宜适用。See *Ketchum v. Green*, 557 F.2d 1022 (3d Cir. 1977); *Rochelle v. Marine Midland*, 535 F.2d 523 (9th Cir. 1976).

^⑤ 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968).

^⑥ See, e. g., *SEC v. Zandford*, 535 U. S. 813 (2002).

^⑦ 421 U. S. 723 (1975). 在此一事实背景极为特殊的案例中,原告本来已经获得以优惠价格购买被告公司所发行证券的难得机会,但被告故意就公司经营前景作出消极的不实陈述,诱使原告没有行使其权利。判决中的多数派意见认为原告毕竟没有进行证券的买卖,因此并不具有 10b-5 规则项下的诉权。

^⑧ *SEC v. National Securities*, 393 U. S. 453 (1969).

^⑨ 490 F.2d 1334 (2d Cir. 1974).

re Penn Central, 494 F. 2d 528 一案中,⁵⁵以存续公司的股票交换新设的控股公司的股票则不属于“出售”。

5. “任何证券”(Of Any Security)

10b-5 规则适用的证券范围相当广泛,包含上市交易的证券和未上市交易的证券,包含公开发行公司的证券和封闭公司的证券,包含股票也包含“豁免证券”(exempted securities),后者即联邦政府、州政府和地方政府所发行的证券。

6. “因果关系”

为赢得 10b-5 规则项下的民事诉讼,原告必须证明“交易上的因果关系”(transaction causation)和“损害上的因果关系”(loss causation)。前者是指欺诈行为诱使原告进行了相关证券的交易,一般认为其内涵相当于“信赖”;后者则是指,正是此项交易行为导致了原告的损失。⁵⁶而近年来法院则走得更远,要求原告证明其损失直接由被告的不实陈述所造成。美国国会肯定了这一发展,在 1995 年修改《证券交易法》时增列第 21D(b)(4) 节,规定原告应就“正是被告的虚假陈述导致了原告的损害”进行举证。

(三) 10b-5 规则与发行人的虚假不实陈述

如前所述,10b-5 规则的适用范围并不限于证券交易市场,即使发行人并未同时买卖其所发行的证券,单纯发布虚假不实陈述也会使其承担该规则项下的责任。根据美国联邦法院的判决,⁵⁷只要证明被告进行了欺诈并具有“明知”(scienter)的心理状态,则证券的买方就有权依据 10b-5 规则对发行申报文件中存在的虚假不实陈述提起诉讼,即便传统上此类不实陈述是《1933 年证券法》第 11 节所规制的范围。

根据 10b-5 规则,对发行人的虚假不实陈述要求损害赔偿救济,需要证明以下要件:

1. “明知”。只有明知在其所发布的报告或公告中存在虚假不实陈

⁵⁵ 494 F. 2d 528 (3d Cir, 1974).

⁵⁶ 在最近的重要案例 Dura 中,美国联邦法院运用“损害上的因果关系”理论,判决在虚假陈述日之后购入股票、并在虚假陈述被揭露或更正之前卖出股票的投资者无权获得赔偿。See Dura Pharmaceuticals, Inc., v. Broudo, 544 U. S. 336 (2005).

⁵⁷ Herman & MacLean v. Huddleston, 459 U. S. 375 (1983).

述的被告,才需要对在更正性的信息公开之前买入或卖出证券的投资者承担民事赔偿责任。

2. “信赖”。如果法律要求原告真正阅读过含有虚假不实陈述的信息公开文件,并证明其因信赖该文件而买卖证券并因此遭受损失,将会成为原告请求民事赔偿时难以逾越的举证障碍。第九巡回上诉法院在1975年的一项判决中,^⑤大胆地指出了发布不实陈述本身即构成“对市场的欺诈”(fraud on the market),根据此项理论,原告无需证明其真正信赖被告的不实陈述,而只要证明其买卖证券的价格受到不实陈述的影响,即可获得赔偿。美国最高法院则于1988年,在富有争议的 Basic v. Levinson 一案中,^⑥支持了欺诈市场理论的合理性,并指出被告可以提出反证——如原告的投资损失与被告的不实陈述之间并无因果关系、相关证券的交易市场不具备效率性等——来推翻欺诈市场理论的成立。在该案判决之后,证券市场的不实陈述民事法律责任制度获得了长足的发展。

3. 损害赔偿范围。计算原告因不实陈述而受到的损失同样是民事赔偿案件审理中的难题。由于在二级市场上的不实陈述个案中,被告通常不会参加相关证券的买卖,因此“退赔”原告损失的方法不尽合理,法院因此常常使用“真实损失法”(“out of pocket” measures)来计算被告应当承担的损害赔偿数额,即计算真正由不实陈述所引致的原告损失。^⑦

(四)与其他民事责任条款的关系

既然 10b-5 规则是一项所谓“一般性反欺诈条款”,则依据其起诉的违法行为可能会同时触犯了其他较为具体的法律规范。在此种情况发生时,法院通常持有宽松的态度,认为 10b-5 规则可以适用于下列情形中的不实陈述:投票权征集书(属于《1934 年证券交易法》第 14a-9 规则的适用范围)、发行注册文件(属于《1933 年证券法》第 11 节的适用

^⑤ Blackie v. Barrack, 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975).

^⑥ 485 U.S. 224 (1988). 参加本案庭审的最高法院大法官以 4-2 的多数通过本案判决,但有 3 位大法官未能参加审理。

^⑦ Huddleston v. Herman, 640 F.2d 534 (5th Cir. 1981); Green v. Occidental, 541 F.2d 1335 (9th Cir. 1976) (Sneed, J., concurring).

范围)、定期报告和临时性报告(属于《1934年证券交易法》第18节的适用范围)。^①事实上,比较《1933年证券法》下的明示责任条款,10b-5规则在若干方面为原告提供了较为有利的起诉条件。如在实体法方面,上述第11节、第12(a)(2)节和第15节允许原告就不实陈述起诉索赔,但均用列举方式规定了范围有限的被告;相比之下,10b-5规则禁止“任何人”从事证券欺诈行为,因此在潜在的责任主体方面没有任何限制。在程序法方面,10b-5规则更是提供了两项重要的有利条件:其一,《1933年证券法》下的明示责任条款授权法院要求原告提供担保,而且规定法院有权要求败诉方赔偿胜诉方的律师费用,实践中可能挫伤原告依法提起诉讼的热情,而根据10b-5规则进行审理时,法院并没有上述权力;其二,相比明示责任条款,传统10b-5规则项下的诉讼时效较长,能够提供给原告更为充分的准备时间。作为“交换”,10b-5规则要求原告满足一系列的“要件”,才能最终获得胜诉判决。^②

六、小结:10b-5规则——绿树长青的一般性反欺诈条款

10b-5规则体系被称为证券法领域的“联邦普通法”(federal common law),^③虽然理论上法院只能在具体案例中诠释法律和SEC规则,但由于第10(b)节和10b-5规则事实上并没有具体内容,所以给予了法院自由发挥的较大空间,使得其判例法体系体现出明显的“法官造法”特点。^④10b-5规则的模糊内涵使得法院能够适应个案中的特别事实,秉持保护投资者的证券法基本原则作出适当的判决,并在常年的审判实践中逐渐总结出一套充满弹性而又有一定传承性的判例体系。相

^① Hazen & Ratner(2006), *supra* note 24, at 160.

^② Barbara Bader Aldave, 'Neither Unusual Nor Unfortunate': the Overlap of Rule 10b-5 with the Express Liability Sections of the Securities Acts, *Texas Law Review* (1982), 60 *Tex. L. Rev.* 719, 747.

^③ Friendly, In Praise of Erie — and of the New Federal Common Law, *New York University Law Review* (1964), 39 *N. Y. U. L. Rev.* 383.

^④ Loss & Seligman (2001), *supra* note 44, at 877.

比之下,前述美国证券法上的若干明示诉权条款,如《1933年证券法》第11节、第12(a)(2)节以及《1934年证券交易法》第18(a)节,均有其在适用上的局限,或因为造成了原告在起诉方面的实际负担,反而在实践中较受冷落。

10b-5规则在美国证券法体系中作为主要的反欺诈规则具有神话般的地位,美国最高法院前首席法官伦奎斯特曾盛赞其为“合抱之木,生于毫末”(judicial oak which has grown from little more than a legislative acorn),^⑤潘特教授称之为中世纪术士的“万能溶剂”(universal solvent),^⑥罗斯教授则形容其为“血统可疑但却迅捷如风的宝马良驹”(a horse of dubious pedigree but very fleet of foot)。^⑦令人难以置信的是,10b-5规则的拟订相当简单,其起草者根本没有想到该规则有朝一日会成为民事诉讼的有力武器,正是在美国联邦法院的热情演绎、SEC的大力助推和学者的鼓吹之下,该规则及其判例法体系终于发展到今天的规模。^⑧

虽然亦有学者对美国证券法注重一般性反欺诈条款的立法思路提出批评,主张10b-5规则的成长就是对法律中的空白条款赋予实际意义的过程,这其中法官造法的反复无常导致证券法中诉权制度的难以预测和内部矛盾;而1995年的《私人证券诉讼改革法》(The Private Securities Litigation Reform Act of 1995)中,对于《证券交易法》项下默示诉权制度的修剪仅限于程序性的旁枝,未能触及实质性问题。该学者进一步指出,应当整体抛弃一般性的证券反欺诈条款,转而依据证券法上

⑤ Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U. S. 723, 737 (1975). 全句可译为“立法上的小小种子,却长成司法(判例)上的参天大树”。

⑥ Painter, The Use of Rule 10b-5 in Derivative Actions in Emerging Federal Securities Law: Potential Liability, at 37 (V. Nordin ed. 1969). Painter教授用“万能溶剂”来形容10b-5规则对于证券违法行为仿佛有无坚不摧的力量。

⑦ Loss & Seligman (2001), supra note 44, at 875. Loss此处使用“血统可疑”(of dubious pedigree)一词,暗指10b-5规则在匆忙拟就时事实上嫁接了《1933年证券法》第17(a)(1)节和《1934年证券交易法》第10(a)节中的立法语句。

⑧ Loss & Seligman (2001), supra note 44, at 877.

已有的明示诉权条款中的基本原则来制定明确的诉权规则。^⑨ 但显而易见,美国国会并未采纳此种主张,不但一再默许 10b-5 规则作为判例法制度的基本性质和关键作用,而且在最近的立法中重申,一般性证券反欺诈条款仍然有其存在的重要价值。

美国国会在 2002 年的《公众公司会计改革法》(Sarbanes - Oxley Act of 2002, 简称 SOX 法)中设置第 807(a)节,^⑩作为全新的、证券法上反欺诈的一般性条款:

“任何人如有意实施,或意图实施,一项阴谋或骗术——

(1) 以欺诈任何他人并与(依据《1934 年证券交易法》所登记的或者依照同法具有报告义务的发行人所发行的)任何证券相关;或者

(2) 通过虚伪或欺骗性的伪装、陈述或承诺,取得任何金钱或财产并与(依据《1934 年证券交易法》所登记的或者依照同法具有报告义务的发行人所发行的)任何证券的买卖相关,均应依照本节的规定处以罚款,或处或并处不超过 25 年的拘禁。”^⑪

本节条款并未指向任何具体的违法行为,而是笼统地为证券市场上的所有欺诈行为规定了严厉的法律责任,显而易见是《1934 年证券交易法》第 10(b)节和 10b-5 规则的“升级版”。而本节是否包含隐含诉权,

^⑨ See Edward A. Fallone, Section 10(b) and the Vagaries of Federal Common Law: The Merits of Codifying the Private Cause of Action Under A Structuralist Approach, University of Illinois Law Review (1997), 1997 U. Ill. L. Rev. 71.

^⑩ 18 U. S. C. § 1348.

^⑪ 原文如下:

“ § 1348. Securities fraud

“Whoever knowingly executes, or attempts to execute, a scheme or artifice—

“(1) to defraud any person in connection with any security of an issuer with a class of securities registered under section 12 of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U. S. C. 781) or that is required to file reports under section 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 [15 U. S. C. 78o(d)]; or

“(2) to obtain, by means of false or fraudulent pretenses, representations, or promises, any money or property in connection with the purchase or sale of any security of an issuer with a class of securities registered under section 12 of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U. S. C. 781) or that is required to file reports under section 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 [15 U. S. C. 78o(d)]; shall be fined under this title, or imprisoned not more than 25 years, or both.”

即允许受害投资者据此提起民事诉讼,目前并无定论。但有力的学说认为,SOX 法第 303 节规定,凡违反 SEC 所制定的规则,为制作具有不实陈述的财务报表而欺诈性地影响审计工作均为违法,但第 303 节同时也明确揭示其本身并不包含隐含诉权。从条文比较和文义解释的角度而言,如果美国国会立法时也希望第 807(a) 节项下不包含隐含诉权,其一定会给予明文提示;换言之,第 807(a) 节项下并无类似表示,则其项下应该包含隐含诉权。^⑦

把新版一般性反欺诈条款即 SOX 法第 807(a) 节与 10b-5 规则相互对比,可能对解释法律适用方面的具体问题有所帮助:首先,前者把“实施”(execute)和“意图实施”(attempts to execute)等量齐观地加以规定,明显比 10b-5 规则责任更为严厉。其次,前者规定中的“有意”(knowingly)如何界定?鉴于 10b-5 规则责任只要“重大过失”的心理状态即可构成,可以猜测具有“重大过失”也可能足以导致第 807(a) 节项下的责任。最后,构成第 807(a)(1) 节项下责任的违法行为只需要“与证券”相关,而不同于构成 10b-5 责任需要“与证券买卖”相关,因为涉及证券发行人的欺诈活动总会或多或少地“与证券(买卖)”发生关联,国会在此似乎默许了对本节规定进行扩张性的解释,甚至有可能希望第 807(a) 节的涵盖范围超过 10b-5 规则!^⑧

从 SOX 法第 807(a) 节的立法可知,美国国会似乎并未放弃对证券法上的一般性反欺诈条款的厚望,而且希望其继续发扬光大,以帮助实现证券法保护证券市场投资者的立法初衷。

综上所述,美国证券法本来对证券欺诈行为设有多个责任条款,但法院却另辟蹊径,开创了以 10b-5 规则为核心的判例法体系。其中可能给我国证券民事赔偿制度建设的启示是,当现有法律条文适用范围狭

^⑦ Soderquist & Gabaldon (2006), *supra* note 35, at 517-518. 赞同此论者如 Robert F. Serio & Matthew S. Kahn, *Private Rights of Action May Emerge from Sarbanes - Oxley Act*, *Corp. Couns. Wkly.*, Apr. 19, 2006, at 128; 持怀疑论者如 Larry Cata Backer, *Surveillance and Control: Privatizing and Nationalizing Corporate Monitoring after Sarbanes - Oxley*, *Michigan State Law Review* (2004), 2004 *Mich. St. L. Rev.* 327, 394.

^⑧ See Carol B. Swanson, *Insider Trading Madness: Rule 10b5-1 and the Death of Scienter*, *University of Kansas Law Review* (November, 2003), 52 *U. Kan. L. Rev.* 147, 167-168.

窄、行文不尽周延、救济途径有限,从而事实上对证券民事诉讼实践形成掣肘时,应当允许法院在一定范围内发挥创造精神,在法律原则的基础上针对个案案情形成公正的判决,以切实实现证券法保护投资者权益的立法宗旨。就此而言,法律上即应当允许建立一般性反欺诈条款机制,以为法院判决提供除现有具体法律条文之外的弹性司法空间。