

证券欺诈集团诉讼中的损失因果 关系与风险实现理论*

[美]理查德·布斯**

林少伟 洪喜琪***译

摘要:在 SEC 10b-5 规则引发的证券欺诈诉讼中,多数法院认为投资者可就公司未披露风险而遭受的损失获得赔偿,但这一风险实现理论会导致投资者获得超额赔偿,进而鼓励滥诉并降低公司自愿性披露的意愿。深水地平线石油爆炸及泄漏事件引发的证券诉讼佐证了这一观点,如果原告获赔金额为事发前的溢价,意味着原告财务状况和在风险被揭示的情况下购买股票时相同。但公司股票价格下跌的主要原因并非发生爆炸及泄漏事件,而是清污、和解等费用流出的预期,被告公司对上述间接损失进行赔偿会导致明显超额,因为这部分损失是非系统性、可分散。此外,因为公司在此类案件是索赔方而不是支付方,应该以代表公司的股东代表诉讼进行,而不是代表个人投资者利益的集团

* 本文是“西南政法大学阐释党的十九届四中全会精神理论研究专项(编号:2020XZYB-10)”以及“智能司法研究重庆市2011协同创新(编号:ZNSF2020Y02)”阶段性成果。

** 美国维拉诺瓦大学查尔斯·威吉法学院教授。

*** 译者分别为西南政法大学民商法学院教授和博士研究生。

诉讼。

关键词: 证券欺诈集团诉讼 SEC 10b-5 规则 损失因果关系
代表诉讼

引言

根据 SEC 10b-5 规则,提起证券欺诈诉讼时,原告必须证明其所诉请的损失由虚假陈述所造成。正如美国联邦最高法院裁判所指出,投资者仅证明其购买了因虚假陈述而价格虚高的股票是不足够的,原告还必须进一步证明市场价格会对被隐瞒的真相做出负面反应。^[1]

通常情况下,损失因果关系(loss causation)是通过一个与股票价格下跌密切相关的纠正性披露(corrective disclosure)来证明的。但是,大多数巡回法院已经裁定或至少认可,一个揭露被告公司先前所作陈述为虚假陈述的事件之发生可以作为纠正性披露的

[1] See *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U. S. 336 (2005). 可以说,这是一个合理的要求,如果无法证明市场知晓真相时股价会下跌,那么人们很难证明其所购买的股票是溢价的。该证明规则在起诉阶段的要求是,原告应当明确说明价格是如何虚高的。在具体规则缺失的情况下,法院可能会省略因果关系证明的程序步骤。另外,消极消息或积极消息的隐瞒都可能会引起证券欺诈诉讼。前者情形下,原告包括在虚假陈述发生期间购入股票的投资者,而在后者情形下,原告包括在虚假陈述期间抛售股票的投资者。尽管有(卖方投资者起诉的)积极消息相关的典型例子,但绝大多数的证券欺诈集团诉讼(SFCA)都与(买方投资者起诉的)隐瞒消极消息相关。因此,此处讨论的是隐瞒消极消息相关的案例。

替代。^[2] 换言之,损失因果关系可以由公司通过虚假陈述所隐瞒的风险之实现(the materialization of a risk)来证明。

应当予以重视的是,如果某个事件成功揭示了先前的陈述是虚假陈述,那么在该虚假陈述指涉的风险实现时,法院通常会判定投资者可以追回全部损失,以免被告公司通过拒绝纠正先前的虚假陈述逃避责任。^[3] 因此,投资者可以在纠正性事件(corrective event)发生之后追回

[2] See *Lentell v. Merrill Lynch Corp.*, 396 F. 3d 161 (2d Cir. 2005) (肯认); *In re Omnicom Grp., Inc. Sec. Litig.*, 597 F. 3d 501, 513 (2d Cir. 2010) (适用); *In re Vivendi Universal, S. A., Sec. Litig.*, 838 F. 3d 223 (2d Cir. 2016) (适用); *McCabe v. Ernst & Young, LLP*, 494 F. 3d 418, 428 - 29 (3d Cir. 2007) (肯认); *Teachers Retirement System of Louisiana v. Hunter*, 477 F. 3d 162 (4th Cir. 2007) (肯认); *Katyle v. Penn Nat'l Gaming, Inc.*, 637 F. 3d 462, 471 (4th Cir. 2011) (肯认); *Singer v. Reali*, 883 F. 3d 425 (4th Cir. 2018) (肯认); *Ludlow v. BP PLC*, 800 F. 3d 674, 678 (5th Cir. 2015) (明确肯认); *Ohio Public Employees Retirement System v. Federal Home Loan Mortgage Corp.*, 830 F. 3d 376 (6th Cir. 2016) (适用); *Ray v. Citigroup Global Mkts.*, 482 F. 3d 991, 995 (7th Cir. 2007) (肯认); *Schaff v. Residential Funding Corp.*, 517 F. 3d 544 (8th Cir. 2008) (适用); *Nuveen MHIO Fund v. City of Alameda*, 730 F. 3d 1111, 1120 (9th Cir. 2013) (肯认); *In Re Williams Securities Litigation - WCG Subclass*, 558 F. 3d 1130 (10th Cir. 2009) (肯认); *Nakkhumpun v. Taylor*, 782 F. 3d 1142, 1156 (10th Cir. 2015) (适用); *In re Harman Int'l Indus., Inc. Sec. Litig.*, 791 F. 3d 90, 110 (D. C. Cir. 2015) (肯认). See also *Mass. Ret. Sys. v. CVS Caremark Corp.*, 716 F. 3d 229, 240 (1st Cir. 2013) (讨论到); *Lormand v. US Unwired, Inc.*, 565 F. 3d 228, 264 (note 32) (5th Cir. 2009) (讨论到); *Hubbard v. BankAtlantic Corp.*, 688 F. 3d 713, 726 (note 25) (11th Cir. 2012) (讨论到). 风险实现理论几乎没有引发议论。但是可参见 Robert N. Rapp, *Plausible Cause: Exploring the Limits of Loss Causation In Pleading and Proving Market Fraud Claims Under Securities Exchange Act § 10(b) and SEC Rule 10b - 5*, 41 Ohio N. L. Rev. 389 (2015); Dorothy Spenner, et al., *Materialization of Risk in Securities Class Actions*, <https://www.law360.com/articles/927937>.

[3] See *In re Vivendi Universal, S. A., Sec. Litig.*, 838 F. 3d 223, 260 - 63 (2d Cir. 2016) (讨论被告公司拒绝纠正的可能性)。

购买价格与股票结算价格之间的差额。^[4] 例如,在深水地平线石油爆炸及泄漏事件之后提起的证券诉讼中,原告认为英国石油公司(钻井平台的运营方)对其生产过程中的安全措施进行了虚假陈述,致使市场低估了其业务中固有的安全风险。当石油爆炸及泄漏发生时,市场知悉英国石油公司隐瞒了其生产安全风险,进而引致股票价格下跌,原告遂起诉要求赔偿损失。^[5]

深水地平线石油泄漏案较充分地说明了向投资者赔偿全部损失的做法是一种超额赔偿行为:假设这些风险指控属实,而英国石油公司没有对其安全措施进行虚假陈述,那么该公司股票的事前市场价格会低于其实际价格以反映出被隐藏的额外风险。如果原告知悉该风险而支付较低的股票价格,则其无权就爆炸及泄漏事件的发生提起损害赔偿诉讼。是故,如果原告获赔的金额等同于事发前的溢价部分,则他们的财务状况将与在风险事实被揭露的情况下购买股票时相同。但很大程度上讲,股票价格的下跌并不是因为发生石油爆炸及泄漏事故(风险揭示事件)而直接造成的。而是在事故发生后,公司需要支付清理污染物、修理、罚款以及与相关受害群体和解(settlements)等相关的费用,这产生了资本流出(cash outflows)之预期,同时,公司的资本成本也可

[4] 换言之,损失的认定方法和损失因果关系的证明是不同的概念。See, e. g., *In re BP PLC Securities Litigation*, 2014 U. S. Dist. LEXIS 69900 (S. D. Tex.), MDL No. 10 - md - 2185, Civil Action No. 4:10 - md - 2185 (May 20, 2014) at *66 - 67 (note 4), citing *Dura Pharmaceuticals*, 544 U. S. at 342 - 43. 事实上,损失因果关系可以通过事件研究法来证明。在一项事件研究中,学者们发现,当虚假陈述的真相曝光时,该公司当日股价的波动要较其正常股价的波动偏离约两个标准差。这种现象是不寻常的。我们可以从统计学上确信,该公司的股价受到了与其相关的特定事件影响而产生了较大的差值,比如说一项早先有关公司前景的披露被曝光为是虚假陈述。See Jill E. Fisch, Jonah B. Gelbach & Jonathan Klick, *The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation*, 96 Tex. L. Rev. 553 (2018). 但是,尽管他们采用了事件研究法来进行损失因果关系的证明,该研究法也并未暗示投资者只能对超过两个标准差的损失部分请求赔偿。See *id.*

[5] See *Ludlow v. BP PLC*, 800 F. 3d 674, 678 (5th Cir. 2015).

能有所增加。以上这些才是致使股票价格下跌的主要原因。^[6]就上述间接损失(consequential losses)对投资者进行赔偿是一种超额赔偿。此外,假使这些间接损失是可诉的,则它们也只构成公司提起诉讼的基础,应当通过下文所讨论的代表诉讼来予以追究。

以上观点的重要性是不言而喻的:它预示着我们所认知的许多证券诉讼不应由投资者通过集团诉讼直接提起,而应采用代表诉讼来解决。换言之,集团诉讼案件应当比代表诉讼案件更少而非更多。吊诡的是,就上述间接损失而言,投资者仅能根据 SEC 10b-5 规则提起证券欺诈集团诉讼以行使损害赔偿请求权。

一、损失因果关系与诉讼特征

根据 SEC 10b-5 规则,投资者只能针对虚假陈述实际造成的损失进行索赔。^[7]这似乎表明,集团诉讼中的原告最多可以获赔爆炸事故发生前的股票溢价(price inflation),而不是爆炸事件本身所造成的更大损失。由此可见,股票溢价应与虚假陈述所致之损失相称。

除此之外,超出股票溢价的间接损失要么是不可预知的事故所致,要么因英国石油公司无法采用或遵循最佳安全操作规范而生。如果是

[6] 赔偿这些额外损失的一个有效前提是投资者原本不会购买这些股票。但这与“市场欺诈假说”(FOTM)背道而驰,“市场欺诈假说”假定投资者都是价格接受者(信赖推定)。我们允许集团诉讼个别成员通过证明如果他们知道真相就不会购买股票来放弃这一信赖推定。但是,这样做将阻碍集团诉讼资格之确认(class certification)。实际上,拉德洛法院(the Ludlow court)在英国石油公司案中正是基于该原因而拒绝对集团诉讼资格进行确认。See *Ludlow v. BP PLC*, 800 F. 3d 674 (5th Cir. 2015), 引用了 *Comcast Corp. v. Behrend*, 569 U. S. 27 (2013) (要求损失认定方法要统一适用于整个集团诉讼)。拉德洛法院认为,某些集团诉讼成员原本不会购买股票,同时,他们希望放弃市场欺诈假说中的信赖推定,即使这样做会排除集团诉讼资格。目前的观点是,如果市场知道企业固有风险的真相,则投资者最多可以起诉要求赔偿购买时市场价格的溢价部分。该诉请明显满足集团诉讼的要求。除存在损失认定问题之外,拉德洛法院对市场欺诈假说提出了在以下两个方面疑问:(1)考虑某些投资者可能决定不购买的可能性(而不是假定所有投资者都信任市场);(2)将投资者的风险偏好视为是不受股票价格影响的因素。这些问题将在下面进一步讨论。

[7] See *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U. S. 336 (2005)。

前者,则投资者无权请求赔偿。但若为后者,则投资者应当提起股东代表诉讼,进而公司可出于保护全体股东利益的目的向个别过失者追究责任。〔8〕

事实上,如果间接损失均是由于未能遵循最佳安全操作规范而造成的,那么股票溢价的损失亦应当通过股东代表诉讼寻求救济,因为如果公司遵循了其所公示的最佳安全操作规范,则该溢价就不会产生。〔9〕如此说来,对股票溢价所造成损失的索赔可以视为衍生自对公司损失的索赔。循此路径思考,应认定此类索赔需以代表诉讼而非集团诉讼的形式进行。因为集团诉讼本身并不是一个可以普遍适用的手段,原告只能在不存在更有效的纠纷解决机制的情况下才可以使用。〔10〕也就

〔8〕 See *In re Caremark Intl Inc. Derivative Litigation*, 698 A. 2d 959 (Del. Ch. 1996). See also *Stone v. Ritter*, 911 A. 2d 362, 369 (Del. 2006) (赞同 *Caremark* 规则)。根据 *Caremark* 规则,不采用或不遵循最佳操作规范的行为是可诉的,但在典型案件中,大部分间接损失很可能直接来自罚款和其他法定费用,以及由于信赖丧失而导致的公司资本成本增加。此类索赔通常比 *Caremark* 规则下的索赔更容易诉请和证明。See *Malone v. Brincat*, 722 A. 2d 5 (Del. 1998) (原告股东可以通过举证董事未直接告知或通过公开声明的方式故意向股东隐瞒有关公司事务的信息,从而证明董事违反了信义义务); *In re info USA, Inc. Shareholders Litigation*, 953 A. 2d 963, 990 (Del. Ch. 2007) (如果可以证明董事在明知信息是欺骗性的或不完整的情况下仍然披露了信息,则可以证成董事违反了信义义务。因为即使股东并没有将知情权付诸行动,股东也有权从董事那里得到完全坦率和真诚的信息披露); *Pfeiffer v. Toll*, 989 A. 2d 683 (Del. Ch. 2010), *Kahn v. Kolberg Kravis Roberts & Co. LP* 案基于其他理由废除了该规则, 23 A. 3d 831 (Del. 2011) (该案释明了代表诉讼和直接诉讼之间的区别,前者基于证券欺诈和董事内幕交易行为造成的公司财产损失而起诉,后者基于股东损失而提起的损害赔偿或非法所得索赔)。

〔9〕 诚然,这里有些细微差异。如果英国石油公司负担遵循最佳操作规范产生的可能费用,那么公司的利润可能会有所下降。因此,假定被告确实进行了虚假陈述,则爆炸和泄漏事件发生之前的市场价格确实比原本应当的市场价格略高。另外,市场可能已经察觉到股票价格已高得失真。

〔10〕 FRCP 第 23(b)(3) 条款规定,以下情形才可以通过集团诉讼要求损害赔偿:“法院认为,投资者共同的法律或事实问题远多于仅影响个别投资者的问题,则集团诉讼应当优于其他可行的救济方法,以公平、有效地裁决争议。”(强调)从技术上讲,代表诉讼是集团诉讼的一种变式。可以理解为股东通过集团诉讼方式敦促公司起诉不法行为。因此,根据 FRCP 第 23(b)(2) 条款,代表诉讼可以归为禁令救济诉讼。实际上,在 1966 年之前,代表诉讼与集团诉讼适用相同的规则。但是,1966 年的 FRCP 修正案制定了第 23.1 条款,该条款当前规制着代表诉讼。Cf. *Wal - Mart Stores, Inc. v. Dukes*, 564 U. S. 338 (2011) [强调第 23(b)(2) 和 (3) 条款下集团诉讼的区别]。

是说,代表诉讼在诉讼形式上具有适用优先性。^[11]

概言之,风险实现理论的核心观点是揭示风险的事件具有偶发性,即可能发生,也可能不会发生。在风险的实现可以证明损失因果关系的观点下,纠正性事件往往会基于事件本身而产生进一步的间接损失。换言之,股票价格的浮动不仅反映了对先前虚假陈述所造成的错误价格的纠正,还反映了事件本身引致的间接损失(尽管该事件可能不会发生)。^[12]

做更进一步的讨论的话,风险实现理论的适用可能是十分困难的。因为纠正性事件往往是有待解释的:原告必须证明该事件的发生确实揭示了被告先前的陈述是虚假的,而非仅仅在错综复杂信息流市场中增添了一条新信息。例如,在 Vivendi 证券诉讼案件中,原告辩称出售 5500 万股库存股票(除其他事项外)的事实证明了该公司有流动性欠缺之虞,并且需要额外资本,即便公司此前公开否认存在此类问题。但是,除此之外,某些(或大部分)股价的跌损毫无疑问是由于出售额外股份造成的股权稀释。^[13] 另外,法律明确规定投资者只能就虚假陈述造成的损失索要赔偿,因其他原因造成的损失并未囊括在内。^[14]

上述论证证成了在风险实现案件的研究中修正风险实现理论的必要性,即间接损失应当从风险实现事件的总价格效应(aggregate price effect)中予以扣除。^[15] 具言之,原告必须证明该事件本身的揭示效果

[11] 此外,如果价格下跌是公司真实披露后发生的事故引致的,那这是投资者应当承担的情形,投资者可以通过持有多元化证券投资组合来消减这一风险。因此,如果以代表诉讼模式提起诉讼,则不会在投资者保护方面产生消极影响。

[12] 我们可以设想出一个不符合这种特征的反例,例如虚假陈述与确定发生的某个事件相关。但事实却是,适用风险实现理论的每个案例(至少在上诉时)都涉及一件可能会或可能不会发生的事件。如果该事件是偶发性事件,则损失将包括股票溢价和间接损失。但是,如果某个事件是肯定会发生的,那么这是事实而不是风险,应该予以披露。

[13] *In re Vivendi Universal, S. A., Securities Litigation*, 838 F. 3d 223, 262 – 63 (2d Cir. 2016). 另一非常相似的情况,参见 *In re Time Warner Securities Litigation*, 9 F. 3d 259 (2d Cir. 1993)。

[14] See *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U. S. 336 (2005)。

[15] 关于证券欺诈诉讼中事件研究的事实要求,参见 Jill E. Fisch, Jonah B. Gelbach & Jonathan Klick, *The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation*, 96 Tex. L. Rev. 553 (2018)。

就足以造成了统计学上显著的股价差异。在 Vivendi 一案中,将被告出售库存股的价格效应与其他公司出售库存股的价格效应相比较,可以一窥虚假陈述对股票价格的影响。但这种情形实属罕见,通常情况下,股票溢价的部分和风险实现造成的损失是难以厘清的。^[16]

实际上,在某些情况下,一个事件造成的间接损失还可能是股票价格波动的全部原因。例如,在深水地平线案中,由于石油泄漏,英国石油公司的市值下降了约 600 亿美元,而与泄漏相关的费用也约为 600 亿美元。换言之,事件本身产生的损失可以解释为投资者遭受的全部损失,这表明投资者并没有因溢价购买股票而遭受额外损失。因此,根据美国联邦证券法,投资者不享有任何赔偿请求权。^[17]

认识到可诉的股票溢价损失和不可诉的间接损失之间的区别之后,另一个复杂问题又出现了,即事件研究法(event study)可能无法证明损失因果关系,这同样也是法院裁判中面临的实务难题。^[18] 例如,在类似英国石油公司案的情形中,法院可能无法确定市场是对被指控的失实陈述作出了反应,还是对事件本身造成的可能损害作出了反应。事实上,由于深水地平线石油爆炸及泄漏,英国石油公司迅速失去了约 600 亿美元的市值。而该公司最后报告也只表明,与该事件有关的总损失约为 600 亿美元。因此,人们可能会质疑,所谓的对安全操作规范相关虚假陈述的纠正是否是有效用的。这个问题与公认存在的多种信息(包括积极信息和消极信息)同时披露的效应区分问题具有相似性。^[19] 但是,在风险实现理论情境下,这个问题愈加复杂,因为揭示事件的产生本身也包含了积极和消极两种信息。如此一来,新风险的披

[16] See id. at 556,614 - 617. See also *Sherman v. Bear Stearns Cos.* (In re Bear Stearns Cos., Sec., Derivative, & ERISA Litig.), No. 09 Civ. 8161 (RWS), 2016 U. S. Dist. LEXIS 97784, at *28 (S. D. N. Y. 2016) (讨论了事件研究中的干扰项)。

[17] 此外,如果市场价格下降的数额没有超过事件本身衍生的直接成本,则该公司本身可能并不主张支持代表诉讼;如果市场认为存在可诉的不当行为,比如可能会被罚款或有值得提起的诉讼,那么市场价格想必也会对此予以回应。

[18] See Jill E. Fisch, Jonah B. Gelbach & Jonathan Klick, *The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation*, 96 Tex. L. Rev. 553 (2018).

[19] See Barbara A. Bliss, Frank Partnoy & Michael Furchtgott, *Information Bundling and Securities Litigation*, San Diego Legal Studies, Paper No. 16 - 219 (November 26, 2016).

露对价格的影响大概就是其风险实现所产生的影响。亦即,如果坏事已然发生,那对于坏事可能发生的担心也就无关紧要了。

最后,对于间接损失的诉求几乎可以确定应以代表诉讼的形式提起以填补公司的损失。从逻辑上讲,风险只有两种,可以通过某种方式控制(或降低)的风险(非系统性风险),以及完全不受公司控制的风险(系统性风险)。如果案件所涉及的风险是公司无法控制的——该事件确实是偶发性事故——则该诉讼应被驳回,或者至少会以原告失败而告终。^[20] 另外,如果诉讼是基于公司具有某些控制的事件(至少就其对公司的影响方面而言)提起的,并且公司虚假陈述了其风险控制或冲抵风险所做的措施,这样的索赔应予肯定。^[21] 但这一索赔的请求明显是衍生自公司损失的诉请。理论上讲,任何此类索赔所涉及的虚假陈述都与公司已采取或计划采取的某些可确信的行动相关,但最终公司并未采取所述行动或根本不计划采取该行动。如果这些行动不可确信,那便很难相信市场也会相应地做出反应并抬高股价。实际上,市场反应往往是截然相反的。但是,如果这些行动可确信,则可以预期的是,基于公司采取该行动策略可能获得的净收益,市场会相应地抬高

[20] 可以肯定的是,一家公司在知道某种风险确实存在的情况下仍可能会隐瞒称风险不存在,这种猜测是有说服力的。但是,如果风险是公司无法控制的,则它似乎不太可能是公司特有的风险,或者公司并未比投资者更了解该风险,此种情况下损失是不可诉的。See *Wielgos v. Commonwealth Edison Co.*, 892 F. 2d 509 (7th Cir. 1989) (监管政策中变化的风险)。从充要条件的角度看,该事件的发生必须是公司可预见到的才可能是可控的,而反过来说,尽管该事件的发生可能是可预见的,它仍可能是不可控的。但是,在适用风险实现理论时,法院通常仅要求可预见性,而不要求可控性或可管理性。See *Lentell v. Merrill Lynch Corp.*, 396 F. 3d 161 (2d Cir. 2005)。到目前为止,人们可能一直在思考这个问题。

[21] 例如,即使该公司可能无法为该事件发生与否采取措施,但是它可以为该风险设置保险。当然,即使公司可以设置保险,其也可能选择不作为。See *Reducing Risk Doesn't Pay Off*, *Wall Street Journal*, March 15, 1999, at A18 [该文讨论了盈利保险问题,并注意到霍姆斯特克矿业(Homestake Mining)不进行与黄金价格相关的套期保值,而是告知投资者他们可以单独进行保值]。Cf. *Litwin v. Allen*, 25 N. Y. S. 2d 667 (Sup. Ct. 1940); *Brane v. Roth*, 590 N. E. 2d 587 (Ind. App. 1992) (两者都涉及对冲失败)。这就提出了另一个问题,即公司是否必须披露其决策。根据 SEC 10b-5 规则,这取决于公司是否选择就该决策进行披露。See *In re Time Warner Securities Litigation*, 9 F. 3d 259 (2d Cir. 1993)。换句话说,如果没有明确的公开要求,公司可以保持沉默。

股价。因此,市场预期的收益(这一造成股票溢价的关键因素)也是一项可以通过代表诉讼获得赔偿的派生损失,因为这是公司声称要采取或已采取的行动策略,是可可信的且已被公司所披露。

同时,对是否构成虚假陈述的认定还取决于该陈述是否是主观故意(scienter)做出的,以及该陈述是否可被认定为虚假陈述。如果管理层确实(并合理地)认为其策略和程序足以完成某项任务,那么就此所做出的陈述就不构成虚假陈述。^[22]至少,不能说该错误陈述是出于主观故意而做出的。^[23]即使他们所采取的策略或程序在事后看来并不充分,也不影响具体认定,因为那只是后见之明罢了。^[24]

上述论证意味着我们所认知的许多证券诉讼不应由投资者通过集团诉讼直接提起,而应采用代表诉讼来解决纠纷。换言之,集团诉讼案件应当比代表诉讼案件更少而非更多。故很难理解为何就间接损失所提出的损害赔偿仅能根据 SEC 10b - 5 规则提起证券欺诈集团诉讼。^[25]

[22] Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg, 501 U. S. 1083 (1991) (代理欺诈); Omnicare, Inc. v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund, 135 S. Ct. 1318, 191 L. Ed. 2d 253 (2015) (1933 Act). 两个案件都判决了披露者对于在其职权范围内的事项所做出的意见表述(statement of opinion)可能会被认定为是对事实的表述(statement of fact)。但是,凡是披露者出于真诚善意而表述的意见(opinion),即使是他所认定的观点是错误的,也不会构成虚假陈述。

[23] 因此,如果英国石油公司认为它遵循的是最佳操作规范,但实际效果又不佳,那么即使发现英国石油公司对具体情况进行了虚假陈述,也不得根据 SEC 10b - 5 规则提起任何诉讼。但是,如果此案要予以撤诉处理,则只可能是因为缺乏主观故意(scienter)而撤诉。另外,法院会因为内容不真实而判定某一陈述是虚假陈述(即使是事后角度),这是常理之中的。除此之外,这些陈述也带有主观故意,即披露者意图让目标听众相信陈述是真实的。不管如何,证券欺诈需要欺骗这一主观构成要件。See Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U. S. 462 (1977)。简而言之,不能割裂看待证券欺诈诉讼的各个构成因素。

[24] See, e. g., In re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation, 964 A. 2d 106 (Del. Ch. 2009); In re The Goldman Sachs Group, Inc. Shareholder Litigation, C. A. No. 5215 - VCG, 2011 Del. Ch. Lexis 151 (October 12, 2011). See generally Joy v. North, 692 F. 2d 880 (2d Cir. 1982) (总体上讨论商业判断规则的合理性,尤其重点探讨了后见之明偏误)。

[25] 需要明确的是,此处的论点不适用于根据 1933 年法令提出的诉讼,该法下救济的主要手段是交出令。

二、欺诈与管理不当

前述分析表明,风险实现理论允许原告将违反信义义务的诉讼转换为联邦证券欺诈集团诉讼。例如,在 Ohio Public Employees Retirement System (OPERS) v. Federal Home Loan Mortgage Corp. (Freddie Mac)案中,原告声称 Freddie Mac 对其风险管理相关的操作及程序进行了虚假陈述,或者隐瞒了获取抵押贷款方面的有关内容。^[26] 本案中,法院裁定原告充分证明了损失因果关系,部分说明如下:

Freddie Mac 提出,即使法院认可风险实现理论,OPERS 仍未能充分证明损失因果关系。首先,正如地方法院所述, Freddie Mac 的季度和年度披露文件中确实有所承担风险的相关陈述。然而,如果 OPERS 关于 Freddie Mac 内部系统管理不当的指控是可确信的,则这些陈述是毫无意义的——所有合理的指控都必须到达这个程度。Freddie Mac 的财务报告强调,严格的承销要求和质量控制标准是信用风险管理的重点领域。而 OPERS 则坚持认为, Freddie Mac 一直以来都不重视内部控制,具体表现包括人为抬高房地产价值以降低贷款对价值比率(loan-to-value ratios)、对其他不合格贷款过度使用例外规则、购买风险越来越高的产品,并依赖过时的评估软件和欺诈探测手段。^[27] (引用省略)

上述裁决部分引人注目的是,法院完全没有注意到这样一个问题,即是否应该将原告这一诉请视为仅仅是管理不当之诉。人们着重关注的是所谓的公司风险管理体系及其运行方面的虚假陈述,但其实,该问

[26] Ohio Public Employees Retirement System (OPERS) v. Federal Home Loan Mortgage Corp., 830 F.3d 376 (6th Cir. 2016).

[27] OPERS, 830 F.3d at 385-86.

题的本质仍在于判定公司管理人员是否真的相信前述体系及其具体实践是充分可靠的,而根据相关事实,显然他们并不如此以为。

众所周知,作为反欺诈条款,SEC 10b-5 规则要求欺诈故意这一构成要件,并且不能将管理不当或违反信义义务作为诉请的唯一理由。^[28] 当然,法院亦裁定,在虚假陈述可被证实确认的情况下,此类诉请也是可以提起的。^[29] 然而,一个理性的法律人也难以相信,仅仅因为未披露管理层可能存在违反信义义务的行为,某公司就会被认定为是在进行信息欺瞒行为。^[30]

与公司未披露其内部存在未遵循最佳规范的行为相比,将未遵循最佳规范作为诉请理由似乎更为直接,但深究此二者的区别是无意义的。根据 FRCP 的 23(b)(3) 条款,有关损害赔偿的集团诉讼比其他争议解决渠道的要求更高。换言之,可通过集团诉讼以外的方式进行裁决的任何争议均须通过集团诉讼以外的方式进行裁决。倘若要在集团诉讼和代表诉讼之间选择一种方式提起诉讼,答案毫无疑问为后者。

然而,选择代表诉讼作为救济方式的重要性却难以受到重视。如果以集团诉讼方式起诉,则投资者将从公司获得赔偿——非投资者股东则承担此笔费用,因为公司价值因支付赔偿而有所降低。事实上,通过回音效应(echo effect)(指负面信息在封闭的市场中会被进一步放大),公司股价会受到需要支付赔偿的预期影响而较本应产生的公允价格进一步下跌。简而言之,集团诉讼无助于公司,反而可能雪上加霜。^[31]

[28] See *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U. S. 462 (1977).

[29] See *Suez Equity Investors, L. P. v. Toronto - Dominion Bank*, 250 F. 3d 87, 99 (2d Cir. 2001).

[30] See *Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg*, 501 U. S. 1083, 1100 (note 9) (1991) 引用 Gelb, Rule 10b-5 and Santa Fe — Herein of Sue Facts, Shame Facts, and Other Matters, 87 W. Va. L. Rev. 189, 198, and n. 52 (1985), quoting Borden, “Sue Fact” Rule Mandates Disclosure to Avoid Litigation in State Courts, 10 SEC ’82, pp. 201, 204-205 (1982). Cf. *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*, 493 A. 2d 929 (Del. 1985) (现金并购中的控股股东不必为了符合整个公平标准而披露保留价格)。

[31] 有关该问题的详细讨论以及学者对此的不同回应,参见 Richard A. Booth, *Sense and Nonsense About Securities Litigation*, 21 U. Penn. J. Bus. L. 1 (2018)。

相比之下,如果以代表诉讼提起索赔,则公司将获得赔偿并且所有股东都会按比例受益。^[32]事实上,因为公司在诉讼中可以挽回损失,代表诉讼很可能会缓和市场对风险事件实现的过激反应;如果市场有对公司挽回损失的合理预期,那么股价下跌的幅度可能相对较低。^[33]

许多学者认为,证券欺诈集团诉讼中判令被告承担与其过错不相当的过高责任可能会造成过度威慑的现象,并消磨公司进行自愿性披露的意愿。^[34]同时,在集团诉讼中,原告实际获赔的赔偿数额是微不足道的。^[35]因此,该诉讼方式对投资者的救济力度是不够的,甚至还不当阻塞公司向市场传递信息的通道,没有比这更糟糕的后果了。但是,通过明晰第 23 条款的要求,在风险实现案件中以代表诉讼方式提

[32] 该区别类似于橄榄球中的抄截回攻达阵:对方触地得 6 分加上本方因被抄截损失了得到 6 分的机会,这产生 12 分的潜在分差。即使我们知道公司的保险公司会支付所有和解金,预期获得的赔偿总额也应当视为公司财产,并按照股东出资比例进行分配。See *Smith v. Waste Mgmt., Inc.*, 407 F. 3d 381, 386 (5th Cir. 2005) (因为存在一份全体利益相关者与被告达成的和解协议,法院依一事不再理原则对原告个人诉讼不再受理)。

[33] See *Cf. Kamin v. American Express Co.*, 86 Misc. 2d 809 (N. Y. Sup. Ct. 1976) (这彰显这样一种可能,即股票价格反映公司可获得的预期税收利益)。

[34] See, e. g., *John C. Coffee & Jr., Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 Colum. L. Rev. 1534 (2006); *Amanda M. Rose, Reforming Securities Litigation Reform: Restructuring the Relationship Between Public and Private Enforcement of Rule 10b - 5*, 108 Colum. L. Rev. 1301 (2008). See also *Wielgos v. Commonwealth Edison Co.*, 892 F. 2d 509 (7th Cir. 1989) (文章讨论了 SEC 的第 175 条款如何起到鼓励自愿披露的作用,以及为何如此重要)。尽管许多学者已经注意到了过度威慑的问题,但它几乎总是止于想象的讨论中。因此,本文的一个重要贡献是勾勒出可以衡量过度补偿的指标。

[35] 在某些情况下,可供分配的救济数额非常小,以致从经济效益来看,如此救济并不划算。这种情况下,救济资金可以根据信托法下的类似(cy pres)原则分配给与集团利益不相冲突的替代接收者。在某些案例中,损失赔偿有时会依次重新分配。See, e. g., *Gaos v. Holyoak (In re Google Referrer Header Privacy Litig.)*, 869 F. 3d 737 (9th Cir. 2017), cert. granted, *Frank v. Gaos*, 138 S. Ct. 1697, 200 L. Ed. 2d 948, 2018 U. S. Lexis 2658 (Apr. 30, 2018)。

起索赔,解决上述难题就变得相对简单。^[36]

三、扩展分析

尽管在必须应用风险实现理论的案例中可以很容易地区分出股票溢价与间接损失之间的差异,但在纠正性披露以陈述形式出现的某些经典案例中,此二者并非泾渭分明。

例如,在 *Schleicher v. Wendt* 案中,被告公司未对投资者披露一项总价值达 9 亿美元的带担保或有负债(contingent liabilities)。^[37] 随后,当公司对外披露声称担保条件已经触发之时,投资者方才知晓担保情形并纷纷要求公司予以赔偿。

乍一看,*Schleicher* 案似乎是典型的证券欺诈诉讼:该公司隐瞒了担保的有关情况,在担保条件被触发时才予以纠正。但通过进一步分析,即使在此情况下,一般人也可以区分股票溢价和间接损失。如果公司在担保条件被触发之前就已经披露了担保的存在,那么对股票价格

[36] 可以肯定的是,代表诉讼受制于各种复杂的程序性问题,包括公司可能控制诉讼的入口并想方设法进行撤诉。See *Zapata Corp. v. Maldonado*, 430 A. 2d 779 (Del. 1981). 而集团诉讼也有其特殊的复杂程序性问题,尤其是在证券欺诈背景下,1995 年的《私人证券诉讼改革法案》为以集团诉讼模式提起的证券欺诈诉讼设置了许多限制程序。此外,鉴于代表诉讼几乎都是针对一个或多个公司官员违反了信托义务而提起的,因此,原告必须克服商业判断规则以及可推定的特许章程条款可能设置的障碍。但是,如果可证实被告的行为具有主观故意,那么这些障碍都不在话下。See *In re Goldman Sachs Group, Inc. Shareholder Litigation*, 2011 Del. Ch. LEXIS 151, 2011 WL 4826104, CA No. 5215 - VCG (October 12, 2011), *aff'd*, *SEPTA v. Blankefein*, 44 A. 3d 922 (Del. 2012). 根据 10b-5 规则,主观故意也是提起诉讼的要件,州法律应当在联邦法律允许的任何情况下提供救济措施。因此,在保护范围方面没有差距。但是,由于州法律即使在没有失实陈述的情况下,也会基于管理不当而提出索赔,因而州法律比联邦法律提供了更为周延的救济措施。另外,州法律在主观要件方面与联邦法律的规定不同,州法律未将疏忽大意的过失囊括到主观要件里面。See *McPadden v. Sidhu*, 964 A. 2d 1262, 1263 (Del. Ch. 2008).

[37] *Schleicher v. Wendt*, 618 F. 3d 679 (7th Cir. 2010).

的影响肯定会较小。^[38]

值得注意的是,普通的证券欺诈案件中虚假陈述往往涉及某些客观事实,全部损失的某些部分是否属于间接损失是难以分辨的。但是,即使在此情形下,计算损失时仍然可能需要注意排除纠正性披露所带来的不利影响。

以上对风险实现理论的分析意在言明,在 10b-5 规则下因证券欺诈而产生的损害赔偿金额应仅限于股票溢价的部分,任何其他损失应被视为是衍生的(derivative)。也就是说,这种损失认定方法要求将股票溢价部分从间接损失中排除掉。但此方法在可操作性上面临诘难。相较之下,允许投资者针对两种类型的损失直接(单独)要求赔偿显然更为可行,其省去了区分损害赔偿诉讼方式的麻烦,这可能也是法院认为投资者可以收回购买价与纠正事件发生后股票结算价格之间全部差额的原因之一。然而,这并非窃取公司诉权和将债务转嫁给公司的正当理由。^[39]

如上所述,在大多数风险实现案例中不必对损失类别予以细分,因为股票溢价通常可以被归纳为衍生的——虚高的价格可能反映了基于错误认知的股票估值,即公司进行了适当的管理,虚高的价格等于公司应当具备的价值。^[40]该逻辑最终适用于普通的证券欺诈案件。投资者只关心未来,他们不关心过去甚至现在,除非它指示了将来可能发生

[38] *Schleiche* 案例也值得研究,因为被告试图利用风险实现理论来驳斥损失因果关系。他们主张,应当对债务的支付与担保的存在予以区分:实际上损失产生的导火索是触发担保的事件和支付债务的行为,即风险的实现,而担保本身的存在并非损失产生的原因。据此,无怪乎伊斯特布鲁克(Easterbrook)法官会以“不是法律原则或事实上的任何特殊事实”来驳斥风险实现理论。*Schleicher*, 618 F. 3d at 683. 另外,伊斯特布鲁克法官还强调:“欺诈取决于信息披露时的事件状态,而不取决于后来发生的事情。”*Schleicher*, 618 F. 3d 684. *Accord In re Vivendi Universal, S. A., Sec. Litig.*, 838 F. 3d 223, 262-63 (2d Cir. 2016). 因此,伊斯特布鲁克法官似乎是有意识地区分了股票溢价与间接损失。

[39] 这里可能存在类似橄榄球中抄截回攻达阵的现象。除了存在不正当性外,法院在风险实现案件中也秉持谨慎的态度,就是为了将损失责任范围限制在虚假陈述所隐瞒的风险事件内。See *Lentell v. Merrill Lynch Corp.*, 396 F. 3d 161, 173 (2d Cir. 2005). 但是,如果索赔只针对股票溢价,则无须考量这一问题。

[40] See text at notes 15 and 16 *supra*.

的事情。^[41] 因此,可诉的虚假陈述几乎总是与某些风险因素相关,即可能发生或可能不会发生的事件概然性,而不是虚假陈述发生时可以确定的客观事实。由此可见,投资者的损失本质而言几乎都是衍生性的,包括上述提及的股票溢价带来的损失。

最后,也许有人会认为计算损失数额是不必要的,因为绝大多数案件均以和解告终。但是,台面之下的“讨价还价”通常都会把诉讼中可能出现的裁判结果纳入考量范畴。因此,潜在的裁判结果是很重要的,因为它决定了各方在和解谈判中所处的地位,这与前文所述之过度赔偿和过度威慑问题完全不同。但最为重要的是,损害赔偿款最终流向公司还是个人投资者是截然不同的。

四、交易因果关系与损失因果关系之界分

除了上文讨论的损失因果关系和损失认定方法的问题外,第五巡回法院在英国石油公司案中对市场欺诈假说(fraud-on-the-market)提出两点质疑:(1)存在某些投资者原本就不会购买股票的情形(而不是假设所有投资者都信任市场);(2)将投资者对风险的偏好视为价格以外的其他影响因素。

关于第一点,第五巡回法院认为,在某些投资者如果知道真相就选择不购买英国石油公司股票的情形下,投资者不可以提起集团诉讼。法院认为,某些投资者即使知道被虚假陈述所隐藏的真相也仍然会购买该公司的股票(只是以一个较低的价格),而某些投资者则会直接拒绝购买。前者只要求赔偿等于股票溢价部分的损失金额,而后者则要求赔偿所遭受的全部损失。因这两类投资者难以分辨,集团诉讼难以进行。^[42]

问题在于,第五巡回法院所采用的论点太过笼统了。它所采用的论点适用于所有的虚假陈述案件,即某些投资者即使知道真相也会购

[41] See *Wielgos v. Commonwealth Edison Co.*, 892 F.2d 509(7th Cir. 1989).

[42] See *Ludlow v. BP PLC*, 800 F.3d 674,689-91(5th Cir. 2015).

买股票,而某些投资者则不会。英国石油公司案同样适用该论点。

然而,第五巡回法院却认为英国石油公司案具有特殊性,因为本案中存在揭示真相的事件,风险实现理论得以适用。但即便如此,法院最终还是认为不管真相是如何被揭示的,上文提到的两类投资者的假设及论点依然能适用。^[43] 例如,如果公司报告的收益低于预期,某些投资者可能仍会购买(尽管以较低的价格),而另一些投资者则完全不会购买。

关键是,市场欺诈假说不考虑投资者的一切个人动机。所有投资者都被假定为是信任市场中的股票价格而进行交易的。它遵循的逻辑是无论投资者在购买股票时其个人所获知的信息是什么,他们都会依照市场中所呈现的价格买入,只是他们在买入时的市场价格各不相同罢了。否则,市场欺诈假说根本无法成立,每个投资者对虚假信息的信赖都需要作为个案讨论。

前文已述,针对市场欺诈假说所做的阐释大有裨益。如果我们假设所有投资者都将购买股票(即便价格不同),那么间接损失的认定问题就不复存在了。由是,第五巡回法院认可风险实现原则并错误适用市场欺诈假设的做法,生动地揭示了主流损失认定方法中的弊端所在。

上述论证中还存在一个令人困扰的假设,即市场欺诈假说是无法

[43] 我们不禁思考,如果将索赔限制在购买股票时支付的溢价上,法院是否会利用原告的贪婪来拒绝集团诉讼的确认。鉴于判令被告承担间接损失的先例有很多,法院似乎没有意识到这里可能存在一种更温和的诉讼。但是,假使法院确实就“集团”的定义问题找到了相应的解决方案,那么司法难题就变成了法院是否有义务使用英国石油公司案中原告提出的损失相关理论来解决纠纷。在两个当事人展开个人诉讼的情形中,法院无须肩负这样的职责:对抗制法庭的核心规则是律师为他们的客户寻找并利用经典案件来进行法庭对抗。但是在集团诉讼情景下,规则可能有所不同。有代表性的原告和律师都是受托人。法院有责任确保该代表原告相对于集团而言有足够的代表性。See FRCP Rule 23(a)(4) (要求代表方公平合理地保护集体利益)。最高法院裁判,按照第23(c)条款的规定,证明一项诉讼为集团诉讼,初审法院必须确认该案件满足第23条款中规定的条件。See *Comcast Corp. v. Behrend*, 569 U. S. 27 (2013)。此外,第23(d)条款赋予审判法院广泛的权力,以确保在整个诉讼中案件始终满足这些条件。第23(e)条款规定法院有权对以下事项予以批准:包括任何和解、自愿撤诉,或者任何诉请、纠纷的调解,或者集体资格的辩护。See Generally Richard A. Booth, *Who Owns a Class Action?* 58 Vill. L. Rev. Online; Tolle Lege 21 (2013)。

被推翻的。但事实未必如此,我们的任何理论和假说都存在被推翻的可能性,即使现在我们还尚未了解任何它可能被推翻的情形。市场欺诈假说的推定在未来某一时间点被推翻的可能性是存在的。

联邦最高法院在 *Halliburton II* 案中判定,市场欺诈假说推定是可以由被告推翻的。本案中被告证明了市场价格不受指控的虚假陈述影响。^[44] 尽管该判决似乎与损失因果关系的关联性更强,而非与交易因果关系(信赖关系)相关,但其与联邦最高法院在 *Basic* 案中给出的两个例子之一(做市商知道真相并据此调整价格)却是完全一致的。然而,这并没有改变 *Basic* 案作为解决损失因果关系认定的基石案件之实。这在侧面上也印证了即便是在联邦最高法院,在此两者的区分问题上仍存困惑。^[45]

第二巡回法院在 *Lentell v. Merrill Lynch Corp.* 案中犯了类似的小错误,该案件被许多人视为诠释风险实现理论的代表性案件。^[46] 原告是购买了两只由美林证券(*Merrill Lynch*)承销的互联网股票的投资者,被告是伦泰尔公司(*Lentell*),相关损失是肇因于2001年互联网泡沫的全面破灭。案件的争议焦点是,原告认为美林证券的明星分析师亨利·布洛杰特(*Henry Blodget*)提出的建议造成了两只股票(及其他股票)价格的虚高。第二巡回法院认为原告未能证明损失因果关系从而驳回了诉请,法院指出:

损失因果关系是被诉的不当行为与原告最终遭受的经济

[44] *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 134 S. Ct. 2398, 189 L. Ed. 2d 339 (2014) (*Halliburton II*). 该案例表明,法院认为信赖推定规则的适用对象是交易因果关系而不包括损失因果关系。See *Ludlow*, 800 F. 3d at 691: 市场欺诈假说没有就损失因果关系提供任何推定,即不能证成虚假陈述造成了损失。本案中,经济损失取决于原告对风险承受能力的态度,损失因果关系不能由推定规则证成,也不能在集团范围内找到,故而损失也难以被界定。

[45] *Basic* 案中提到的另一个例子(投资者可能被迫出售股票)也有问题,但是问题是基于其他原因,即有观点认为,被迫出售股票的投资者不相信市场设定的价格是公允的,该观点显然不合理。如下所述,市场欺诈假定要求我们忽略投资者的交易动机,这是理性的监管政策应重点关注的,因为市场价格是许多价值要素相互竞争下的结果。

[46] *Lentell v. Merrill Lynch Corp.*, 396 F. 3d 161 (2d Cir. 2005).

损害之间的因果关系……我们已根据侵权行为法中近因的概念解释了损失因果关系,即原告遭受的损失必须是任何某一不实陈述或重大遗漏的可预见后果。但是围绕侵权法所作的类比分析存有罅漏。普通法中可预见的损失是由被告的过错直接造成的,但一般来说,股价的下跌难以被认为是虚假陈述或遗漏行为本身“造成”的,而是被隐瞒或被遗漏的真实情况所致。也即,如果造成损失的风险在失望的投资者所指控的不实陈述和遗漏披露掩盖的风险范围之内,则虚假陈述或遗漏披露是投资损失的“直接原因”。参见 *AUSA Life Ins. Co. v. Ernst & Young*, 206 F. 3d 202, 238 (2d Cir. 2000) (Winter, J., 不同意)。因此,为了证成损失因果关系,“原告必须指控……被虚假陈述或被遗漏披露的事项本身是造成实际损失的原因”,即虚假陈述或遗漏披露对市场隐瞒了某些信息,真正披露时会对证券价值产生不利的影响。否则,有关损失是不可预见的……我们认为,上述段落中提出的诉求原则上既要求损失是可预见的,也要求损失是由被隐藏风险的实现造成的……仅仅指称被告的失实陈述和遗漏披露在证券购买价格与其“真实投资价值”之间造成“购买时价值差异”是不足的。“无非就是交易因果关系的指控”虽能解释了为何进行一项特定投资,但没有说明欺诈行为与投资损失之间的关系。^[47]

应当明确,上文所述之错误指称损失因果关系和交易因果关系之间差异的误认。前述论证可见,(实际上)没有道理认为投资者购买股票是因为其市场价格的上涨,原因是市场价格相对较高这一事实很难成为购买的理由。市场价格上涨的事实仅是相关因素,因为它是投资者提起损害赔偿请求的基础,该损失是所支付的股票溢价和纠正性披

[47] *Lentell*, 396 F. 3d at 172-74. 请注意,与侵权行为比喻有关的第一条带下划线的段落,并指出投资者的损失实际上并非由虚假陈述造成,这与本文的中心论点完全不一致。换句话说,这是完全错误的。See text at notes 5-12 *supra*.

露(或风险事件实现)发生后股票结算价格(较低)之间的差价。

具有讽刺意味的是,英国石油公司案的审判法院是为数不多的几个观点正确的法院之一,该法院认为:

原告在购买股票时所支付的溢价对于确定损失因果关系是必要的,但其本身还不足以证成损失因果关系。价格持续上涨期间(投资者)仍然能快速抛掉股票,这意味着原告没有遭受损失。另外,经过很长一段时间后(投资者)亏本出售股票,其间的价格差异诱因存在多种可能,例如“经济环境变化、投资者期望变化、特殊行业或公司的新消息、条件或其他事件”^[48]。

尽管这一观点看似浅显易懂,但 *Lentell* 案给联邦最高法院在几个月后才作出的 *Dura Pharmaceuticals* 案的判决开了先例。在后一案件中法院判定仅凭股票溢价不足以证成损失因果关系。奇怪的是,尽管联邦最高法院可能在很大程度上参考了上述段落中其所需的内容,但 *Dura Pharmaceuticals* 一案在损失因果关系问题上并未引用 *Lentell* 案。可能原因在于,将股票溢价视为对交易因果关系而非损失因果关系的证成这一判定规则的适用引发了法官的隐忧。他们担心会产生意想不到的后果,但又无法表达其具体担忧所在,一如 1988 年怀特(White)大法官对 *Basic* 案裁判隐忧之表达。不能说联邦最高法院不同意 *Lentell* 案确定的规则,*Lentell* 案的影响已经很清楚了。

[48] *In re BP PLC Securities Litigation*, 2014 U. S. Dist. LEXIS 69900 (S. D. Tex.), MDL No. 10 - md - 2185, Civil Action No. 4; 10 - md - 2185 (May 20, 2014) at * 66 - 67 (note 4), citing *Dura Pharmaceuticals*, 544 U. S. at 342 - 43. 法院还认为,损失因果关系与证券欺诈诉讼的原告可以追回的损失额之间具有关联性,但从概念层面上讲两者迥然不同。See *Robbins v. Koger Props., Inc.*, 116 F. 3d 1441, 1447 n. 5 (11th Cir. 1997). 例如,在 *Dura* 案中,法院对为什么需要根据第 10(b) 条款对事件本身造成的损失进行救济展开了释义,但是没有就欺诈引致的损失认定方法予以指示。See *Perlmutter v. Intuitive Surgical, Inc.*, No. 10 - CV - 03451 - LHK, 2011 U. S. Dist. LEXIS 16813, 2011 WL 566814, at * 5 (N. D. Cal. Feb. 15, 2011). (尽管联邦最高法院在 *Dura* 案中明确地将总体投资损失与欺诈造成的损失区分开来,但联邦最高法院在该案中并未得出一个辨别两者的有效方法。) *Id.* at * 67 (note 5).

关于第五巡回法院在英国石油公司案中提出的第二点问题:风险是价格以外的其他因素。法院认为:

此外,市场欺诈假说的推定是可辩驳的,而原告自身的举证说明已足以推翻这一推论。在 Basic 案中,法院假定投资者信赖是因为(a)有效市场中的所有信息都被转化为了证券定价,并且(b)投资者通常仅根据证券价格做出投资决策。也就是说,如果投资者依凭价格做出投资决策,则其购买任何特定股票时必定会信赖价格中包含的所有信息或错误信息。但是原告认为,他们还信赖了价格以外的其他东西:风险。他们声称如果集团成员知道在墨西哥湾(Gulf)发生事故的真正风险(而不是只观察到受该风险影响的股票价格),他们可能已经抛售了英国石油公司的股票,亦即原告认为他们的投资决策除了基于价格之外,很大程度上还会考虑其他因素。因此,原告的论证削弱了 Basic 案中推定信赖的正当性基础。^[49]

表面上看,法院的观点是正确的,原告的诉求与市场欺诈假说不一致,因该诉求的论证基于各色各样的投资者动机问题(可能冀以实现损害赔偿数额的最大化)。但实际上,如果法院能够回应释明市场价格已然包罗投资者的所有风险偏好的话,就再好不过了。在一个非扭曲市场中,股价完全由风险(或回报)决定。换言之,对于任何程度的风险,市场皆设置了相匹配的回报率,反之亦然。股价是风险的表现,就像物质是能量的载体一样。^[50]

可以确信,不同类型的投资者在风险认知上有天渊之别。但是,这些不同认知的相互碰撞最终产生了有效的市场定价。亦即,市场价格是市场中诸多参与者交易行为的产物,这些交易者包括指数投资者(index investors)、选股者(stock pickers)、介于两者之间的个人投资者,

[49] Ludlow, 800 F. 3d at 691.

[50] 资本资产定价模型(CAPM)是几乎所有金融经济学家都不可避免要遵循的公式,在该模型下,股票价格就只是风险和收益的函数公式计算而已。See Richard A. Booth, *An Introduction to Business Valuation*.

以及战略投资者(strategic investors)、空头者(short sellers)和其他任何种类的投资者。^[51]

在 *Schleicher v. Wendt* 案中,伊斯特布鲁克(Easterbrook)法官提出了相同的观点:

即使集团成员中包括了空头者(许多投资者在交易中多空偏好不定)也是无关紧要的。投资者购买股票(做多)是因为他认为当前股票价格较低并预测后期价格会上涨;反之,投资者也会因股价居于高位而有下跌预期,进而做空股票(在一个早先的时间段卖出股票并在未来的某一时间点买入股票以完成交割)。做空与做多实际上是一体两面的镜像行为。如果多头者(long)可以参加集团诉讼,那么空头者(short)也可以参加。多头者和空头者都受到左右其支付或接受价格的信息之影响。可以发现,空头者并没有遭受可诉的损失(空头者所得应当减去多头者的损失,剩余净值才应视为损失),但这并不意味着集团诉讼有缺陷。……被告方一方面坚称空头者不信赖市场价格,同时质疑作为市场欺诈假说基础的有效资本市场假说(efficient capital market hypothesis)……在有效资本市场假说统摄的任何情景下,空头者都扮演着保持价格与信息相互匹配和一致的角色。无论投资者是否知悉并信赖虚假陈述,即便最终价格本身可能并不准确,此一偏差亦并不能掩盖虚假陈述对最终股价的影响及造成损失的事实。^[52]

有观点认为,市场欺诈假定仅适用于特定的投资者,即不对市场上的信息做出独立研究或拒绝遵循任何明确交易策略的投资者,这种观点是荒谬的。反之,在信赖特定策略的投资者不具有赔偿请求权这种观

[51] 实际上,套利定价理论(APT)是一个均衡模型,通过多个因素相互作用来影响证券价格。Fama - French 三要素模型也是 APT 的另一种简单化模型。See *id.* at xxx. See generally Richard A. Booth, *Sense and Nonsense About Securities Litigation*, 21 U. Penn. J. Bus. L. 1 (2018).

[52] See *Schleicher v. Wendt*, 618 F. 3d 679, 684 - 85 (7th Cir. 2010).

点的指引下,我们必须仔细审查诉讼提起方的动机,以便对证券欺诈集团诉讼进行确认。可见,以上论述推翻了市场欺诈假说中的信赖推定。

每个交易者都依赖市场来准确反映任何特定时刻的集体投资者意见(至少作为背景信息)。然而,每个交易者也都知晓市场价格会发生变化。否则,交易者将不会进行交易。因此,交易者认为市场价格会发生变化并不意味着交易者不信任市场,或甚至以为市场是错误的。

无论如何,至少有一个法院认为市场欺诈假说的信赖推定是可以推翻的。在 *GAMCO Investors, Inc. v. Vivendi Universal, S. A.* 案中,第二巡回法院肯定了初审法院的裁判,该裁判推翻了所谓的价值投资者的信赖推定。该投资者采用了一种自行估算股票价值的策略(每个价值投资者都有自己独家的投资计算模型)并在该公式下以低于其股票价值的价格购买股票,押赌市场价格在未来会上涨。^[53] 第二巡回法院指出,初审法院判决的依据不是投资者认为市场定价错误(或投资者知道欺诈的事实),而是基于一种更狭隘的理论,即纵然投资明知所指控欺诈行为的存在,依旧会选择购买股票(被告以大量证据证明)。^[54]

在释明其理由时,第二巡回法院几乎肯认了以下基本观点,即股票溢价是认定投资者损失的唯一方法:

地区法院认为事实足以证明……GAMCO [可能]会购买……即使它知道 Vivendi 在资产流动性方面进行了虚假陈述。然而……法院的观点等同于认可在 Vivendi 充分披露其流动性问题的情况下,Vivendi 的股票对 GAMCO 更具有投资吸引力。GAMCO 表示异议……[尤其是]地区法院注意到实际情况恰恰相反,即 Vivendi 没有进行任何欺诈……Vivendi 的[股票]价格较低的原因是股票价格会随着真相的曝光而

[53] See *GAMCO Investors, Inc. v. Vivendi Universal, S. A.*, 838 F. 3d 214 (2d Cir. 2016).

[54] See *GAMCO*, 838 F. 3d at 218, citing *Halliburton*, 134 S. Ct. at 2408 (该案提出,被告可能会通过以下举证来反驳信赖推定,即证明原告即使知晓股票价格受到了欺诈的影响,其依旧会买入或卖出相关股票); *Kline v. Wolf*, 702 F. 2d 400, 403 (2d Cir. 1983) (法院在该案中指出,以下举证可以推翻信赖推定,包括证明原告实质上并未信赖市场的统一性,或者证明即使原告知晓被指控的虚假陈述,他们仍然会购买股票)。

下跌,故[GAMCO]会将 Vivendi 视为更具吸引力的投资。GAMCO 并未反对以下假设:如果 Vivendi 向市场充分披露其资产流动性问题,那么市场很可能会将这些问题的价值内化,股票价格会下跌,GAMCO 估测的真实价格与市场价格之间的差值会更大。如果完全不存在欺诈,GAMCO 也承认它可能会以较低的价格购买了股票。相反,GAMCO 质疑的是……如果其知道 Vivendi 的许多陈述都是欺诈性的,它是否[还会以相同的价格购买股票]。尽管我们观察到 GAMCO 对适当性调查的论证是富有建设性的,但我们不应轻易认可其观点。假使(arguendo)采纳 GAMCO 所倾向的这种观点,地方法院的结论,即披露 Vivendi 的资产流动性问题不会改变 GAMCO 的购买决策,也不存在明显的判断失误。^[55]

尽管上述论述有些杂乱,但其表达的观点是明确的:如果没有欺诈发生而 GAMCO(和市场)知道事情的真相的话,GAMCO 将以更低的价格购买到股票。因此,值得深究的不是 GAMCO 在明知股票溢价的情形下是否还会购买股票,而是如果 GAMCO(和市场)知道了真相,股票价格是否会上涨。^[56] GAMCO 会购买股票已然盖棺定论。^[57]

[55] GAMCO 838 F.3d at 218.

[56] 人们不禁思索,如果 GAMCO 在拥有重大内幕信息的前提下知道了股票价格被高估的情况,那么他们会怎么做。GAMCO 是会支付高涨的价格还是等待市场价格下跌以便以更好的价格购买?(应当注意法律明确规定不能基于内幕信息进行交易。此时无须卖空,只需要耐心等待。)该问题似乎是自问自答。另外,GAMCO 明白等待会付出许多成本,在此情境下它对购买该股票依旧怀有如此大的渴求,这是令人难以置信的。在现实世界中,比较可能的情形是 GAMCO 对股票价格虚高的情况并不知情,并认为现在的市场价格是合理的。还有一种可能的情形是,GAMCO 已经知道了真相(或调查清楚了),并假设市场上的许多主体也已知晓相关事实,故而市场价格已经进行了相应的调整。正如某经济学家所比喻的,他在人行道上看到一张 20 美元的钞票却没有捡起来,因为他认为一定也有人这样做了。

[57] 毫无疑问,若上诉法院一方面质疑初审法院采用了错误的标准(提出了错误的问题),但另一方面,上诉法院又认为初审法院实际上作出了正确的回应,那这显然是自相矛盾的奇怪说辞。同时,如果该上诉法院提出另一种有效的解决方法却没有付诸任何行动,这似乎表明法院认为在这种情况下被告有过错但同时也没有造成伤害,因此是可免责的,这种操作也令人疑惑。

除了 GAMCO 案中法院阐述的观点外,终极问题是真相是否会影响价格。与该问题相关的是损失因果关系而不是交易因果关系(以及信赖推定)。诚然,正如法院在 GAMCO 案中所指出的,联邦最高法院已经注意到,被告可以通过证明在知道该股票价格不实的情况下原告仍会交易该股票来反驳信赖推定。^[58] 结合上下文将有助于理解该段含义,法院的意思是:

……Basic 案强调,信赖推定是可以反驳的而不是结论性的。具言之,“任何割裂被指控的虚假陈述与原告交易价格之间关联的事实都足以推翻信赖推定,包括原告所接受(或支付)的价格或公平市场价格”。举例来说,如果被告可以证明,无论何种原因,所谓的虚假陈述都不会影响市场价格,或者证明即使原告知道股票因虚假陈述而发生定价错误,但他仍会进行股票交易,则信赖推定规则将不予适用。在这两种情况下,原告都必须证明他直接信赖了被告的虚假陈述而买卖了股票,才能适用信赖推定。^[59]

显然,法院在判断市场欺诈假说推定的推翻问题时,同时考虑了损失因果关系和交易因果关系(信赖关系),即使推定本身仅涉及信赖。在 Halliburton II 案中法院认为,被告在集团确认阶段(而不必等到案情进入实质审判阶段)被允许向法院提供证据以表明原告的股票交易未受到价格冲击的影响。此外,法院在 Halliburton II 案中还提出或至少不完全反对该论点,即在市场操纵情形下根本不需要证明信赖。^[60]

无论第二巡回法院在 GAMCO 案中的判决要旨几何,依据其论点得出的结论都太过激进了。若循此观点,我们就会得出一个不合常理的结论:即使是完全信任市场并且未进行任何市场研究的指数投资基

[58] Halliburton II, 134 S. Ct. at 2408.

[59] Ibid.

[60] See Halliburton II, 134 S. Ct. at 2409. 该案提出, GAMCO 案似乎是唯一推翻 FOTM 原则信赖推定的案例,其依据是被告证明了原告(或称集团成员)实际上并不信赖市场的统一性。无论如何, GAMCO 案中法院未引用其他案件作为相关判例。

金,市场欺诈假设的推定也无法作用于他们身上。然而,可以确定的是,指数投资者恰恰正是市场欺诈假定所要保护的主体。^[61] 指数基金投资的本质要义是要求投资者高买跌卖,以保持其投资组合相对于市值的平衡。该策略与 GAMCO 案所涉策略相左,前者明确建构在“市场是正确的”之假设基础上,而不是基于“市场是错误的”之观点上。尽管如此,对于一个虔诚的指数投资者而言,即使他认为股票价格是虚高的,也仍会毫不犹豫地买入该股票。

如果按照本文所述将集团诉讼转换为代表诉讼,则显然不再需要市场欺诈假说的推定原则。因此,前文关于法院如何错误地适用市场欺诈假说的讨论其实都是无关紧要的,也不是本文的重点,修正或者完善对有效市场假说的理解并非本文的意图。相反,本文的研究重点在于厘清市场欺诈假定的解释过程中常被混淆的损失因果关系和交易因果关系之区别,从而证成以下论点:投资者的损失应仅限于其购买股票所支付的溢价,而这一损失通常更适合通过代表诉讼予以追回。此外,实事求是地讲,市场欺诈假说短期内也不大容易被推翻。最有可能是由法院和当事人推翻,前提是他们在证券欺诈集团诉讼中能够较为清晰地阐明诉讼请求指向的损失类别。

五、结语

风险实现理论的出现助推了投资者在证券欺诈诉讼中的损失认定工作,并改进了传统的损失认定方法。多数情况下,纠正性披露后的股票价格下跌通常既包括投资者购买股票时的溢价部分,也包括隐匿的风险实现时引致的更大损失。如果投资者获赔的金额等于其为股票支付的溢价的话,那么他们的利益就得到了保全,因为此时他们被恢复到

[61] 正如笔者在上文所述,指数投资者均反对提起证券欺诈集团诉讼(SFCA),但同时他们又不能选择退出集团诉讼,因为他们要通过集团诉讼在损害赔偿救济中获取各自的相应份额。同时他们也致力于通过推动选股者(stock - pickers)提起诉讼来收回自身的损失。See Richard A. Booth, *Index Funds and Securities Fraud Litigation*, 64 S. C. L. Rev 265 (2012).

了一个等同于以公平的价格购买了股票的状态。但是,如果他们还获赔了风险实现导致的损失,则构成超额赔偿,这将鼓励滥诉并降低公司进行自愿性披露的意愿。另外,如果投资者对风险实现造成的损失提起诉讼,则诉讼方式须是代表诉讼,因为该诉讼形式以某种可诉的管理不当为基础。风险揭示事件本身是一项潜在的非系统性风险,可由投资者通过分散投资策略消除。但是,可诉的管理不当行为导致的损失是公司的损失,所有股东应按比例承担。故以下观点的重要性显而易见:上述论证意味着,为世人所熟知的众多证券诉讼应当以代表诉讼提起而非由股东为维护个人利益而直接提起。本文证立了一个有争议性的观点,即根据 SEC 10b-5 规则提出的大多数(存有例外)证券欺诈集团诉讼应当以代表诉讼方式提出。

(编辑:姜沅伯)