

# 美国证券虚假陈述的“协助、教唆”民事责任及其借鉴

——以美国联邦最高法院的判例为分析对象

耿利航

(山东大学法学院教授 山东 济南 250100)

**摘要:**隐藏在公司虚假陈述背后协助、教唆造假的中介机构以及其他市场利益关联人,虽然不是显名的虚假陈述人,但却是虚假材料的共谋者,应当承担相应的民事责任。然而,如果一概简单判定任何参与协助造假者与公司或公司内部人一起承担连带赔偿责任,将带来行为人不当行为与责任大小极不匹配的“严苛”和不公平责任问题。在我国将来可能的证券市场民事欺诈诉讼中,司法机关应当充分借鉴美国的司法经验,谨慎地扩展共同侵权的责任范围。可能的进路是将被告限定为对虚假信息披露有着最主要影响或控制的中介机构,相关责任人应当按参与和过错程度承担相应的比例责任。

**关键词:**证券法 中介机构 虚假陈述 共同侵权 协助、教唆责任

## 一、问题的提出

当下,在证券市场上与中介机构等为特定交易出具虚假验证报告相比,中介机构等公司外部人参与、协助公司欺诈是更为常见和普遍的现象,对证券市场的影响和伤害尤甚。公司欺诈的协助或参与人虽然本身不是虚假陈述的“直接”陈述人,没有“签字画押”对投资者“说谎”,但他们是隐藏在发行人背后欺诈的实际策划、执行或完成者,并从中获取非法利益。没有他们的“协助”,发行人自己很难单独实施或不可能“圆满”地规避法律、实施欺诈,投资者自然不会轻易上当。这些协助、参与造假人如果逃脱惩罚,不仅有悖正义,也无法遏制此类共同造假行为的发生。

2005年修订后的《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)第69、173条分别规定了发行人和中介机构以及相关责任人员虚假陈述的民事责任。按照《证券法》第69、173条的表述,会计师、律师、保荐人等中介机构是在证券法规定的其对公司信息核查、验证义务范围内分别对以其名义对外出具或签署的审计报告、法律意见书、保荐材料等信息披露文件中存在的虚假陈述承担过错推定的连带赔偿责任。在这里,中介机构是对“自己”做出、“显名”的信息披露文件承担连带赔偿责任。然而,那些公司虚假陈述的“显名”的参与、协助者应当承担怎样的民事责任,责任的范围是什么?《证券法》未作规定。最高人民法院2003年发布的《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》(以下简称《若干规定》)也只在第六节“共同侵权责任”中概括地规定了包括“教唆、帮助”责任在内的共同侵权责任;中国证券监督

基金项目:教育部人文社会科学研究基金资助项目(08JC820047)

管理委员会(以下简称中国证监会)2011年4月29日发布的《信息披露违法行为行政责任认定规则》(以下简称《认定规则》)第17条在《证券法》的相关规定外专门规定了“组织、参与、实施者”的信息披露违法行为的行政责任,没有规定民事责任。

而在美国,从20世纪60年代美国法院经由普通侵权法中的“协助、教唆”责任确立了证券虚假陈述参与人的“协助、教唆”责任以来,让证券虚假陈述参与者承担“协助、教唆”责任始终是美国证券法学者和法院激烈争议、意见大相径庭的难题。美国联邦最高法院曾为此先后做出了两个重要判决,每次判决都被视为美国证券民事诉讼发展史中的最重大事项:1994年的“中央银行案”<sup>①</sup>被称为是“美国联邦最高法院在证券民事诉讼领域最有影响力的案件……法院在解释10b-5规则历史过程中最具有戏剧性的事例”;<sup>②</sup>2008年的“斯通里奇案”<sup>③</sup>甚至在联邦最高法院有关判决尚未最后给出之前,就已经被看做将成为“法院十年来最重要的证券法判例”,是证券律师的“罗伊案”。<sup>④</sup>而与此相对的是,我国证券法学界对中介机构实施证券欺诈的“协助、教唆”责任问题鲜有论述。<sup>⑤</sup>因此,分析和解读美国联邦最高法院的判例,揭示其背后的政策依据,对我国的立法和司法实践具有重要的借鉴意义。

## 二、美国联邦最高法院的判例实践

### (一)“布瑞南案”:“协助、教唆”责任的确立

10b-5规则是美国证券交易委员会1942年为配合实施美国《1934年证券交易法》10b条款制定的一个反欺诈条款。10b-5规则已经远远超出规则制定者的当初设想,在20世纪70年代之前已经被美国法院扩展适用于各类欺诈、不公平交易案件,是美国证券法上应用最广泛、最重要的反欺诈条款。<sup>⑥</sup>“协助、教唆”责任就是10b-5规则扩展适用的产物。

1966年“布瑞南案”是美国法院认定“协助、教唆”责任的基础判例。在该案中,被告作为经纪人向客户故意隐瞒了发行人即将破产的事实。法官借用了美国侵权法上“共同侵权人”规定,即“假如行为人知道其他行为人的行为对第三人构成义务的违反,但给予足够帮助的话,该人与其他行为人应当对第三人共同承担侵权责任”。法官认为,任何故意或因放任行为帮助或教唆他人从事违法、违规的行为,视为与他人一样违反了10b-5规则,应承担“协助、教唆”责任。这个“协助、教唆”责任与发行人的虚假陈述“主要”责任相对,是“次要”或“第二位”责任,又称衍生责任。

“布瑞南案”将侵权法中的“协助、教唆”概念引入了10b-5规则,成为在10b-5规则下投资者对于中介机构或第三人参与虚假陈述行为存在默示诉权的一个标准解释。此后至美国联邦最高法院对“中央银行案”做出判决前的近30年里,几乎所有的美国法院都接受了该规则。根据联邦最高法院的大多数判决,“协助、教唆”责任的构成要件有三个:(1)存在一个在10b-5规则下的主要责任人;(2)协助或教唆者知道不法行为的存在或对不法行为是否存在持放任的态度;(3)协助或教唆者对主要责任人的不法行为提供了实质帮助。<sup>⑦</sup>在审判实践中,多数法院倾向于对“放任”、“实质帮助”进行宽泛解释,以最大限度扩展中介机构等对投资者的责任。有时只要存在一个发行人的“主要”违法行为,即使是提供简单咨询服务的中介机构都很难逃脱责任;有时就连那些最有经验的证券律师们都可能想不到自己的行为已为投资者创设了在10b-5规则下的诉权。<sup>⑧</sup>

### (二)“中央银行案”:对“协助、教唆”责任的限制

在“中央银行案”中,发行人为科罗拉多州某一地区的公共设施发展商,该发行人于1986年发行债券用以发展某一地区的住宅业,被告丹佛中央银行为债券的发行和托管人。发行人以一地产作为债券偿付的抵押,并承诺该抵押物的价值在任何时候都不低于债券面值的160%。1988年为再次发行债券,发行人向丹佛中央银行提供了该地块的最新评估报告,评估报告认为地价与1986年相比没有变化。但是,丹佛中央银行从他人处得知,该地块地价自1986年就开始减值,已不能满足最低担保条件,发行人评估报告提供的数据和信息是过时的。丹佛中央银行内部评估人员对评估报告进行审核后也认为报告可能过于乐观,并建议聘请独立的评估师重新进行地价评估,但丹佛中央银行最后没有对该地块重新评估。后来因发

行人无法偿还1988年发行的债券,原告将丹佛中央银行告上法庭,要求银行为其协助或教唆行为承担责任。初审法院法官认为丹佛中央银行的行为不构成协助或教唆行为。上诉法院法官推翻初审法院法官的判决,认为在对评估报告存在重大疑问的情况下,银行发售债券前没有进行独立评估的行为给发行人欺诈提供了实质性的帮助。被告不服,上诉至联邦最高法院。几乎出乎所有人意料,联邦最高法院以5票赞成、4票反对的表决意见推翻了下级法院几十年来一贯的做法,认为在10b条款下根本不存在所谓的中介机构或他人的“协助、教唆”责任。

在这个案件中,联邦最高法院采用了严格的“文本解释”方法,并强调“文本解释”是最好的对10b条款进行解释的方式。联邦最高法院承认10b-5规则存在默示诉权,但认为应该对这个默示诉权的适用范围进行限定,默示诉权的适用范围需要根据国会制定《1934年证券交易法》10b条款时的真实意图进行推断,即假设国会在愿意赋予10b条款“明示”诉权情况下所可能采取的态度。联邦最高法院认为,如果国会当初有意对协助和教唆行为施加责任,它会在立法中明文加以规定,但在法律文本中却根本找不出这样的用语。《1934年证券交易法》10b条款从来没有规定过所谓的协助、教唆责任,法院不应该超越成文法的文本规定去赋予原告诉权。

鉴于此案的重要性,美国证券交易委员会作为法庭之友参加了审判,并支持上诉法院的认定。美国证券交易委员会认为,认定存在“协助、教唆”的责任有助于阻吓那些明知并积极参与虚假陈述的行为人以及更充分补偿投资者的损失。联邦最高法院反驳道:虽然将10b-5规则的适用范围扩展至协助或教唆人毫无疑问会使民事损害的补偿更加充分,但扩展责任范围并不意味着立法的目标会更好实现,对“协助、教唆”者课以第二位的责任所带来的成本可能有损交易的公平和证券市场的效率。

在对10b条款进行“文本解释”分析后,联邦最高法院话题一转,对否认“协助、教唆”责任背后隐含的政策判断进行了阐述:首先,认定“协助、教唆”责任的规则是不清晰的,不确定性将导致在证券市场上为公司提供服务的专业人士的责任建立在个案和几乎没有任何可预见性的规则之上。这样一个变动的、以个案情况不同而处理结果不同的规则在商业交易中不是一个令人满意的责任规则。其次,10b-5规则下的诉讼在范围和程度上都表现出一般诉讼所不具有的滥诉倾向,迫使被告花费大量的金钱进行诉前防御或进行诉讼和解谈判。这种不确定性和过分的诉讼威胁已经产生了不利的后果,如新的小公司将发现寻求专业人员的建议很困难。专业人员将会担心这些小公司会无法生存下去,而公司经营失败很可能引发由此产生的针对专业人员的诉讼。最后,因诉讼或和解而产生的巨大成本会转移到发行人的身上,而这些成本最终将由证券市场和投资者负担。

虽然联邦最高法院在“中央银行案”中否认了10b条款项下存在“协助、教唆”责任,但这并不意味着中介机构以后可以高枕无忧。“中央银行案”判决书特别但书:“中央银行案件的判决只是说明了立法的原意,但第二位的责任的不存在并不意味着否认中介机构可能在10b条款或10b-5规则下所应承担的主要责任。相反,任何个人或组织,包括律师、会计师、投资银行,如果使用了操纵手段或者做出了导致投资者信赖的、对重大事实的误导或遗漏的陈述,如果满足其他10b-5规则条件,他们的行为仍将构成对10b-5规则的违反,应当承担主要责任。”<sup>⑩</sup>

联邦最高法院的这个“但书”为下级法院追究中介机构责任打开了一个口子。在“中央银行案”中,由于原告并没有主张追究被告的主要侵权责任,联邦最高法院也就顺势回避了参与或协助他人欺诈的中介机构何种行为构成其所称的“主要”违法行为的问题。

### (三)“斯通里奇案”:对“协助、教唆”责任进一步的限制

#### 1. “中央银行案”后下级法院判例的发展

“中央银行案”后,美国大多数法院遵循联邦第二巡回法院的做法,对“中央银行案”进行了狭义解释,采取了“明线标准”。<sup>⑪</sup>这些法院认为中介机构只对其在文件中签字的文件负责,无论其在虚假陈述中的作用多么重要。联邦第二巡回法院在“夏皮罗案”<sup>⑫</sup>中总结道:“假如中央银行案有任何实质性的涵义,那就是被告如果在10b-5规则下承担民事责任,他必须事实上做出了虚假或误导的陈述。任何不满足这样要

求的行为仅仅是一种‘协助和教唆’。无论这种协助和教唆有多么‘实质’，都不足以构成在 10b 条款下的责任。”在“肯德尔案”<sup>③</sup>中，被告是一家会计师事务所，只负责发行人下属的两个子公司的审计工作。但是，它曾对发行人提供了关于整个公司的税收和如何合并报表的大量建议。法院认为，尽管被告为发行人提供了若干建议，但并不是被告提供了让公众信赖的信息，被告的行为最多是对发行人不法行为的协助行为。根据“中央银行案”判决的精神，这是不得被起诉的行为。

而以联邦第九巡回法院为首的一些法院则持宽松态度。在“软件工具公司案”<sup>④</sup>中，联邦第九巡回法院认定包括一家会计师事务所在内的起草、讨论、编辑向美国证券交易委员会申报含有不实陈述的发行人文件的所有参与人均应承担主要责任。法院认为，如果发行人进行虚假陈述，而第二位的行为人“实质性参与”虚假陈述，在起草和编写文件时起了重要作用，发行人的虚假陈述就应归因于那些参与者。如果会计师等明知并卷入造假，仅仅因为虚假陈述是以其雇主的名义做出就免除责任是愚蠢的。在“ZZZZ 贝斯特公司案”<sup>⑤</sup>中，法院也认为，如果被告“足够广泛”地或实质性地参与制作虚假信息，那么由第三方做出的虚假陈述就可以归于会计师事务所自身的行为，发行人做出的虚假信息披露与会计师事务所自己做出的虚假披露并无二致，被告应当承担在 10b-5 规则下的主要责任。

联邦第九巡回法院等判断中介机构的行为是否构成“主要”责任的“实质性参与”标准其实与“中央银行案”前法院采纳的“提供实质性帮助”没有什么差别，不过是为了回避“中央银行案”的判决，将“协助、教唆”责任换上“主要”责任的标签罢了。<sup>⑥</sup>“实质性参与”标准还存在联邦最高法院在“中央银行案”附带意见中所曾指出的因果关系要件缺乏问题：被告之所以对原告承担责任，是因为被告对外的表达被原告接收并信赖，是信赖造成了投资者的损失。而“协助、教唆”责任将使被告对没有证据显示原告对被告行为有所依赖情况下承担责任。其他大部分法院采用明线规则的一个主要理由正在于此。正如联邦第二巡回法院在“赖特案”<sup>⑦</sup>中所指出的，第二位的行为者如果要承担主要责任，必须是自己做出了实质性的虚假或有遗漏的陈述，该种向公众发布的误导性陈述必须能够归因于该特定行为人。这个要求是为了不减少在 10b 条款下应当满足的“信赖”要件。

市场的失败总是伴随着立法或司法的改变。21 世纪初，美国安然、世通等大公司的相继破产，中介机构和金融机构在公司丑闻中所起的作用再次引起人们注意：“我们的中介机构在哪里？有这么多天才的职业人士的介入，为什么没有至少一个人……发出警告制止本案的欺诈事件的发生？”<sup>⑧</sup>而对待中介机构失信的一个模式化的处理方式是：修改责任条款，或者加大惩罚力度，或者削减抗辩，或者创造新的诉讼理由，对有关人员提出更高的责任要求。

安然公司欺诈手段虽然技术复杂，但本质上是采用与其设立的各种特殊目的公司以及美林证券、花旗银行等华尔街金融机构进行大量关联交易的方式，隐藏潜在负债或风险，虚增利润。世通等其他公司造假的手段大同小异。在其后引发的大量证券欺诈集团诉讼中，考虑到大部分联邦巡回法院遵循“明线标准”，原告律师提出了一个新的诉讼理由：《1934 年证券交易法》10b 条款的表达为“任何人，直接或间接……利用或使用任何操纵性、欺骗性手段或计谋……均为非法”。因此，即使不在对外披露文件上“显名”，金融机构、中介机构等的行为至少也构成“间接”地“使用谋略”促进欺诈，应承担“主要”欺诈责任。原告律师的策略在安然系列案件中的投资者针对美林证券等被告的诉讼中取得了初步胜利，初审法官支持了所谓的“谋略”责任，认为被告行为本身就构成 10b 条款禁止的“欺诈谋略”行为，应当承担首要责任。<sup>⑨</sup>其他地区初审法院也纷纷效法。<sup>⑩</sup>

在“辛普森案”<sup>⑪</sup>中，时代华纳公司等协助发行人通过虚假交易夸大利润。作为上诉审法院的联邦第九巡回法院虽然驳回了原告的诉讼，但同样认可了“欺诈谋略”责任的存在：如果被告参与交易的“本质”目的和主要后果是为制造虚假交易或事实表象欺诈投资者，这种交易就是非法交易，非属正常的商业来往，将直接构成“欺诈谋略”责任。

## 2. “斯通里奇案”对因果关系的严格要求

在“斯通里奇案”中，被告查特通信公司是美国最大的有线电视运营商之一，两家器材供货商也被列为

被告。发行人查特通信公司与两个供货商签订虚假合同,供货商假意提高供货价格(每件提高20美元),随后将价格增加的部分作为广告费返还发行人作为其广告收入,查特通信公司用自己的钱虚增利润1700万美元。欺诈案曝光后,受损投资者斯通里奇投资公司提起诉讼,诉称供货商应负“欺诈谋略”主要责任。地区法院驳回原告诉讼请求,认为被告行为不构成欺诈。原告上诉,联邦第八巡回法院援引“中央银行案”的判决,支持初审法院的意见。原告继续上诉,联邦最高法院决定调卷审查。该案索赔金额不大,但实际上却是其他大规模诉讼案件的预演和试金石。2006年前后,大量因公司丑闻引发的巨额索赔诉讼案件进入上诉审程序只是时间的问题。“欺诈谋略”责任如果得到巡回法院的广泛支持,必然使“中央银行案”判决确立的对“协助、教唆”责任的限制规则归于无效。这迫使联邦最高法院重新表态。2008年1月,联邦最高法院以5票赞成、3票反对的表决意见维持原判。与在“中央银行案”中法院只论述对《1934年证券交易法》如何解释不同,联邦最高法院承认了本案被告行为具有欺诈性。但是,随后法院特别对只在“中央银行案”附带意见中说明的因果关系问题作了强调。法院指出,在10b-5规则下,被告的欺诈行为必须与原告的损失之间有因果联系,而本案原告未能提出足够证据证明自己对被告的行为有了特别依赖,因此无法证明被告行为与原告的损失之间有因果关系。诉讼中,原告主张,被告的行为是公司的欺诈行为得以实施的必要前提,与原告之间的损失可以推定存在因果关系。法院则认为,被告的正常商业交易行为与公司的虚假陈述的因果关系太为“遥远”。<sup>②</sup>

联邦最高法院接着重新发表了类似“中央银行案”判决中的政策性意见:如果认同原告意见,将有违1995年《私人证券诉讼改革法》遏制滥诉的立法意图,并与2002年《萨班斯法案》对公司的负面影响叠加。这不仅会增加上市公司商业交易对手的诉讼风险和成本,阻碍外国公司与美国公司的生意往来,而且美国公司可能会因担心诉讼而到境外上市,削弱美国资本市场。联邦最高法院同样对证券立法进行了狭义“文本解释”,认为如果国会认同发行人外的“协助、教唆”或类似责任,国会将在证券立法中明文加以规定,但即使《萨班斯法案》也没有增加“协助、教唆”责任的私人诉权。概言之,是国会而非法院才是解释或修订证券法的合适主体。

### 三、对美国联邦最高法院判例政策依据的解读

美国联邦最高法院在“斯通里奇案”中所进行的信赖因果关系论证事实上非常牵强,已经偏离了美国法院长久以来已经确立的规则。在普通法上,如果一个会计师出具虚假财务报告,伙同委托人骗取银行贷款,当然要对银行的损失承担连带责任。<sup>③</sup>在证券市场上,美国联邦最高法院早已在“欺诈市场理论”下确立了10b-5规则的虚假陈述与投资者损失之间的“信赖推定”:投资者是因信赖“价格”买卖股票,即使他事实上没有阅读含有虚假信息的披露材料以及辨明虚假陈述人的身份。在“斯通里奇案”中,原告反复主张的逻辑也是被告的行为导致了虚假审计报告,审计报告误导了市场价格,投资者因信赖“价格”受损,损失与被告行为之间被推定有因果关系。“斯通里奇案”判决中的多数意见实际上是没有陈述理由而对发行人和参与欺诈的行为人进行区分,禁止了对欺诈参与人行为与投资者损失之间的因果关系推定,虽然欺诈参与人行为同样导致了虚假陈述和市场价格扭曲。正如史蒂文法官在审理“斯通里奇案”时发表不同意见所指出的,对于因果关系,原告只需证明如果没有被告的欺诈行为,公司就无法完成欺诈就已足够。因此,联邦最高法院所谓的对国会立法“目的”的解读,与其说有充分的依据,倒不如说是法官在已经形成的内心确信后对法律进行的“任意”解读。其背后展现的正是法律逻辑与政策的紧张关系,本质上是一个“政策”问题,而非“法律”问题。<sup>④</sup>具而言之有三:

1. 美国传统侵权法中的共同侵权规则根本不存在所谓的“主要违法者”和“次要违法者”的区分,法院只需考察行为人是否参与了欺诈。只要行为人参与了欺诈,就将与直接对外做出欺诈表示者承担共同侵权责任,作为一个整体对损害后果负责。连带责任本来的一个核心功能就是用来追究公开行动者之外的沉默和秘密行为人的责任的。<sup>⑤</sup>

然而,有别于普通共同侵权行为导致特定的人身、财产损失,虚假陈述是“言语”侵权,造成的是普通法

上的“纯粹经济损失”。鉴于虚假陈述在理论上可以无限传播,美国法院又允许推定虚假陈述与投资者信赖之间的因果关系,为投资者集团诉讼的提起扫清了障碍,这将导致有权请求赔偿的投资者范围几乎没有限制以及在一个案件中出现惊人的索赔请求的现象。在美国,证券欺诈集团诉讼中索赔额高达数亿美元属于正常现象,数十亿的索赔额都不罕见。此时,如果要求帮助和参与者与直接对外虚假陈述的发行人对外承担连带赔偿责任,不仅不公平,责任要求也远远高于帮助和参与者的过错程度。申言之,证券市场言语侵权的巨额赔偿凸显了普通侵权法无须考虑的“责任不成比例”问题。

“中央银行案”前后,就是那些支持让帮助和参与者承担“协助、教唆”责任的法官也都不愿意将责任无限制地扩展到所有与发行人信息披露有关的“间接”参与者,而只针对那些“明知”并提供“实质性帮助”的、“特别希望欺诈成功”的行为人。<sup>⑤</sup>这看起来公平合理,但实践中精确的区分却很难实现。例如,有的中介机构出了主意,有的起草了整个披露文件,有的修改了披露文件,有的对文件进行文字上的修饰,有的只是起草或修改了披露文件其中的一个部分,有的只是阅读后提出了口头意见,等等,如何区分这些行为的不同责任?哪一种行为是“实质性”的参与了不实信息的制作?“实质性帮助”标准是个模糊不清、需要在个案中明确的概念。在很多情况下,也许要一直等到法院做出最后判决,被告才知道自己的行为是否属于欺诈。<sup>⑥</sup>

在美国,集团诉讼规则允许一个“牵头”原告代表所有受损投资者就全部的索赔主张提起诉讼,除非投资者明示反对,即“明示退出、默示参加”。巨额的索赔将“有力”迫使其没有多少过错的被告放弃诉讼,采取和解方式息事宁人。通过和解,被告可以将自己的赔偿责任限定在一定数额或比例内,也有机会将责任大部分转嫁给保险机构。从审判心理学角度看,一个人的行为无论在事先如何谨慎,事后旁人总是可以找出需要改进或指责的地方的。对于被告行为是否“明知”以及是否实质地参与虚假陈述,被告如果坚持诉讼进行辩解,注定是一个代价高昂的冒险行动。法律规则的不确定、来势汹汹的民意以及法官对弱势群体的宽容,很难保证法院在规则适用中不会犯错误或同情受害的投资者。没有多少被告愿意冒着承担连带责任而因此“倾家荡产”的风险,来“赌博”法院会做出有利于被告的判决。

申言之,诉讼规则允许聚合的索赔请求越大,法律执行不精确程度就越被放大。此时给予原告的诉因越广泛,责任标准越模糊,原告或其律师就有更多机会“敲诈”那些本身没有多少过错但希望摆脱窘境和诉讼拖累的被告,从而导致对没有过错或过错轻微行为的过度惩罚,这正是美式集团诉讼所固有的负面特性。<sup>⑦</sup>例如,证券律师经常不可避免地会大范围涉足委托人的披露活动,通常要帮助发行人准备信息披露的文件,这也是律师的基本任务和职业规范的尽职要求。然而,如果律师勤勉工作的结果却可能招致巨额赔偿责任,仅仅是因为他提供了有意义的帮助,那么这将使专业人士远离发行人的行为,拒绝起草、复查或核实发行人的陈述。其结果是损害了发行人、投资者以及证券市场的共同利益。<sup>⑧</sup>

2. 作为美国最高的司法机关,联邦最高法院始终处于两难之中。一方面,法院不愿意看到“协助、教唆”责任在经济危机时发生“突变”式扩展。审理“斯通里奇案”的法官担心,如果照顾愤怒投资者的期望简单认可“欺诈谋略”的成立,该案恐怕日后将被同情投资者遭遇的下级法院解释到没有限制的程度。如此,不仅华尔街金融机构很难幸免责任,而且证券法上的责任将扩展到公司所有的包括海外的正常商业交易方。“欺诈谋略”比“实质性”标准更甚:只要被法院认定商业交易情况没有如实反映在发行人的披露材料上,均可能构成对 10b-5 规则的直接违反而承担主要责任。这必将导致任何与美国公众公司进行诚实商业交易的公司也要时刻担心和检查自己的交易是否被发行人不当利用。而美国此前的集团诉讼司法实践已经表明,证券欺诈集团诉讼经常不再是惩罚不当行为的私人执法工具,而在很大程度上成为律师谋利的手段,变成公众公司、中介机构的一种无法控制的巨大商业风险和“诉讼征税”。集团欺诈诉讼增加了美国证券市场的融资成本,对美国公司的竞争能力造成了影响。正因如此,美国联邦最高法院在“斯通里奇案”中无奈地指出,如果再将与公司正常商业交易方纳入 10b-5 规则责任范围之内,其间的利弊恐怕是美国国会而不是联邦最高法院才有权衡的事项。<sup>⑨</sup>另一方面,联邦最高法院又从来不愿意肯认联邦第二巡回法院等多数法院采纳的“明线规则”。虽然“明线规则”与“重大性”或“实质性参与”标准相比,好处是对诉

讼双方都提供了一个确定的准则,有助于避免诉讼敲诈,<sup>⑤</sup>但“明线规则”却免除了在披露文件上“显名”之外行为人为所欲为的市场欺诈行为。“中央银行案”中,联邦最高法院特意要求下级法院依照“主要责任”构成要件来判断协助、教唆人的责任;“斯通里奇案”中两家器材供货商对“欺诈”的贡献并不大。该案之所以存在巨大争议,其实是因为背后的针对安然等公司的诉讼。如果法院日后依照“斯通里奇案”免除了美林证券等如此恶意金融机构的民事责任,无异于免除明知他人将开枪射杀第三者却提供“架枪”服务的共同犯罪人的责任。即使支持“斯通里奇案”的法官自己也心中不安,感觉有违“正义和交易公平”。<sup>⑥</sup>因此,“斯通里奇案”同样没有关上诉讼之门。联邦最高法院并不否认被告的“行为”本身而非虚假陈述即可构成欺诈,法院只是说被告的协助造假行为与发行人虚假陈述的因果关系“太为遥远”。言外之意,某些案件中“不遥远”的因果关系也是存在的。无论是“中央银行案”还是“斯通里奇案”的判决虽然对下级法院有拘束力,但联邦最高法院的这两个判决是基于具体案情而做出的。那么,如果被告不是“斯通里奇案”中法院所强调的与发行人进行商业交易的公司,而是中介机构、金融服务者,因果关系的判断标准又有何不同呢?即使对于普通的商业行为,如果交易纯粹是为欺诈而为,且交易对公司影响重大,投资者是基于此交易的盈利预期进行股票买卖,因果关系是否仍然“遥远”呢?如此等等。学者、法院对“斯通里奇案”的解读和争论必然还会继续。<sup>⑦</sup>

3. 从上面的分析中我们可以清楚看到,美国法院和学者围绕“协助、教唆”民事责任的争议,并不在于“协助、教唆”者是否应当承担民事责任,无论是“中央银行案”还是“斯通里奇案”,联邦最高法院归根到底的纠结在于:由于连带责任制度的运作,即使虚假陈述参与人行为是错误的,但由此导致的责任与其行为以及获益程度相比也极不相称。<sup>⑧</sup>

早在确立“协助、教唆”规则的1966年“布瑞南案”中,发行人之外的被告默认发行人的欺诈行为而没有对投资者发出“警示”。审理该案的法院虽然引入了侵权法中的“协助、教唆”责任,并认为“沉默”也能构成“帮助”,但同时刻意将其与普通法规则相区别,将“协助、教唆”责任定义为“第二位”责任、“次要”责任,与“主要”责任相对应。法院如此做法的用意是:“协助、教唆”者只是提供帮助,与直接违反证券法规定的“主要”违法者相比,市场危害程度不同,两者的责任范围也应当不同。换言之,即使行为人应对“协助、教唆”的行为承担民事责任,承担的也应该是较小的、第二位的民事责任。然而,在实践中,“协助、教唆”责任虽然只是名义上“第二位”的责任,但如果发行人没有多少偿付能力,“协助、教唆”人依然要承担主要赔偿责任,其本质上还是一个连带责任。因为在法院看来,不论是“主要违法者”还是“次要违法者”,其承担责任的范围一样,理论上对两者关系的区分对审判没有实际意义。<sup>⑨</sup>

为区分和限制中介机构的责任,1995年美国国会通过了《私人证券诉讼改革法案》。该法案第21D(g)条增加规定了被告的比例责任原则:如因重大过失而非故意行为违反10b-5规则时,律师、会计师等中介机构可按照“公允份额”承担相应的比例责任。但是,该“比例责任”对于性质上属于“明知”的“教唆、协助”的违法行为不适用,这导致美国法院很难依此条款按照行为人参与虚假陈述的程度进行责任区分,虚假陈述参与人的赔偿责任仍旧是“要么全有、要么全无”的责任。中介机构等欺诈参与人欲想摆脱连带的巨额赔偿责任,只有矢口否认“协助、教唆”责任的成立;而法院如果认为连带责任对那些程度不深的欺诈参与人过于苛刻,也只能从提高“协助、教唆”责任认定标准上寻找出路(尽管事实上无法找到一个合适的明线标准),将民事责任对象限定在那些其参与行为最深、最恶劣、最应该承担如此巨额赔偿责任的被告。正如美国证券法权威学者兰格沃特教授所指出的:“斯通里奇案”的真正含义在于切断因果关系无限延伸的锁链,将欺诈行为与投资者损失因果关系过于牵强的情形排除在诉讼之外。被告的行为离欺诈越遥远,承担巨额赔偿责任就越不公平和无效率;相反,被告的行为离欺诈越近,被告因其地位或角色导致其对公众承担的潜在披露义务越多,被告就越应该承担赔偿责任。<sup>⑩</sup>

#### 四、对我国的借鉴

尽管《证券法》没有“协助、教唆”者承担民事责任的规定,如果有投资者提起诉讼,法院又愿意受理,



法官并不难找到判案依据：中介机构等“唆使、鼓动”或者“帮助”发行人造假的行为完全可以构成《最高人民法院关于贯彻执行〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的意见（试行）》第148条、《中华人民共和国侵权责任法》第9条上的“教唆、帮助”共同侵权责任。而且，“协助、教唆”行为本身显然也可以视为《证券法》第5条“禁止市场欺诈行为”的一种类型。

值得注意的是，《若干规定》在第六节“共同侵权责任”中已经概括地规定了包括“教唆、帮助”责任在内的连带侵权责任：其第27—28条规定，中介服务机构“知道或者应当知道发行人或者上市公司虚假陈述，而不予纠正或者不出具保留意见的”，以及发行人、证券承销商、上市推荐人相关负责人员“参与虚假陈述”、“知道或者应当知道虚假陈述而未明确表示反对的”或“其他应当负有责任的情形”，应对投资者承担连带赔偿责任。至少从文本字面上看，《若干规定》的上述规定给了我国投资者比美国1966年“布瑞南案”诉由还要多的诉由：其一，中介机构不仅不能“参与”发行人的虚假陈述，而且任何时候如果知道或“应当”知道发行人的虚假陈述行为（即使不属于中介机构有义务对发行人信息进行核查和发表独立意见的情形）都不能保持“沉默”，必须以某种方式向市场或监管机构揭露，否则构成欺诈；其二，该项连带责任归责基础为“知道或者应当知道”，属于过错责任，投资者无须证明中介机构“明知”或与发行人共谋；其三，投资者也无须证明中介机构的的行为构成了“实质性地参与”。

因此，笔者所研究的美国证券虚假陈述的“协助、教唆”民事责任并不纯粹是“美国”的，它在我国语境中同样具有非常现实的意义。在我国语境中，我们将同样面临如何认定和限制欺诈参与人责任的问题。美国联邦最高法院的判例至少为我国的证券立法和司法实践提供了以下的借鉴：

1. 正视证券集团诉讼程序限制放松后可能带来的责任严苛问题。<sup>⑤</sup>在我国证券市场，虽然在《若干规定》之后，各地人民法院已经先后受理和审理了红光实业、大庆联谊、银广夏等10余件虚假陈述案件，但由于集团诉讼程序的限制、诉讼费用、激励机制缺乏等重重限制，我国远未出现类似美国实践中的滥诉问题。我国实践中的问题不是滥诉而是民事赔偿和威慑不足。<sup>⑥</sup>然而，我国法院目前为保护投资者，取消诉讼前置程序、逐渐放松对集团诉讼的程序控制（如采纳人数不确定的代表诉讼）、降低民事诉讼法院收费标准等已经是一个确定的、进行中的总体趋势。日后若有想象力的律师提起如此诉讼，法院如果根据侵权法、证券法反欺诈条款以及《若干规定》中“共同侵权责任”的概括规定，简单判定任何参与、协助造假者与公司或公司内部人承担连带赔偿责任，那么类似美国证券法实践中的民事责任与不当行为不成比例的“苛刻”问题和滥诉现象会立即凸显出来。

2. 对市场欺诈参与人责任的研究纠缠于参与人是否应承担责任的理论论争没有实际意义，而应将重心放在被告具体责任认定标准上，更重要的是要注意将责任认定标准与法院所拟采纳的集团诉讼机制相结合。证券欺诈民事赔偿集团诉讼规则允许聚合的索赔请求越大或判决扩张力延伸得越远，集团诉讼成本越低，执法不精确和区分程度差的问题就越容易被放大。为责任公平和防止诉讼成为合法“敲诈”的工具，对原告诉因应严格控制，被告承担责任标准应该更高、区分更明晰，责任范围限制应更严格。<sup>⑦</sup>

3. 对于责任认定标准，美国法院的经验是将被告限定在对公司虚假信息披露有着最主要影响的与公司内部人“勾结”、“合谋”、恶意非常明显的中介机构，排除过失或一般性参与虚假陈述的中介机构以及其他市场交易主体的协助、教唆责任。参照我国的执法实践，我们还可以设计另外一条路径：欺诈参与人都应承担赔偿责任，但按照参与程度、过错大小承担相应的比例赔偿责任。

《认定规则》第17条规定了欺诈组织、参与者的行政责任：“董事、监事、高级管理人员之外的其他人员，确有证据证明其行为与信息披露违法行为具有直接因果关系，包括实际承担或者履行董事、监事或者高级管理人员的职责，组织、参与、实施了公司信息披露违法行为或者直接导致信息披露违法的，应当视情形认定其为直接负责的主管人员或者其他直接责任人员。”虽然该条所指的“其他人员”范围没有限制，“组织、参与、实施”也没有“实质参与”等责任限定语，属于“兜底式”的概括表述，看似严厉，但《认定规则》第19条在随后对“组织、参与、实施”者的行政责任进行了限定，中国证监会将从违法行为责任人员在信息披露违法行为发生过程中所起的作用、对违法行为的知情程度和态度、职务、具体职责及履行情况以及专业



背景等四方面具体分析、综合考虑区分认定责任人员的责任大小。《认定规则》第 19 条保证了中国证监会日后在执法实践中对参与造假行为的行政处罚强度与违法行为的事实、性质、情节以及社会危害程度大致相当。

1998 年《证券法》第 161 条和《若干规定》第 24 条,都曾规定专业中介服务机构及其直接责任人违反《证券法》第 161 条和第 202 条虚假陈述,给投资人造成损失的,就其负有责任的部分承担连带赔偿责任。<sup>⑩</sup>虽然 2005 年修订后的《证券法》在关于民事责任的第 69、173 条中均删除了“负有责任的部分”这一表述,但最高人民法院有权经适当的司法解释程序微调立法。按照参与欺诈责任人的参与、过错程度判定其应承担的比例赔偿责任,不同参与人的责任可以“罪当其罚”,避免了上述美国法院所面对的责任“要么全有、要么全无”、从而不得已放走一部分责任人的困境,更能够区分和更有效率地威慑不同程度、类型的欺诈参与行为,从而为证券市场的健康发展保驾护航。

注释:

①②⑨ See Robert A. Prentice, Locating That “Indistinct” and “Virtually Nonexistent” Line Between Primary and Secondary Liability under Section 10b, 75 N. C. L. Rev. , 1997.

③④⑩ See Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific—Atlanta, Inc. , 552 U. S. 148 (2008).

④ See Barbara Black, Stoneridge Investment Partners v. Scientific—Atlanta (8th Cir. 2006), What Makes It the Most Important Securities Case in A Decade? <http://ssrn.com/abstract=1020102>, 2011-04-12.

⑤ 在中国知网上,分别输入“协助、教唆”责任以及“aiding—abetting liability”进行关键词查询,没有发现一篇符合搜索条件的论文。在资料整理过程中,笔者只发现北京大学郭雳博士的一篇论文对美国联邦最高法院包括“斯通里奇案”在内的新近虚假陈述案件进行了总体意义上的描述和评论。参见郭雳:《证券欺诈法律责任的边界——新近美国最高法院虚假陈述判例研究》,《中外法学》2010 年第 4 期。

⑥ See Brennan v. Midwestern United Life Insurance Co. 259 F. Supp 673, 675 (N. D. Ind. 1966).

⑦ See Donald C. Langevoort, Rule 10b—5 As an Adaptive Organism, 61 Fordham L. Rev. , 1993.

⑧ See David S. Ruder, The Future of Aiding and Abetting and Rule 10b—5 After Central Bank of Denver, 49 Bus. Law. 1479, 1480 (1994).

⑩ Central Bank of Denver, N. A. v. First Interstate Bank of Denver, N. A. , 511 U. S. 164 (1994).

⑪⑫⑬ See Jill E. Fisch, The Scope of Private Securities Litigation; In Search of Liability Standards for Secondary Defendants, 99 Colum. L. Rev. 1293 (1999).

⑭ See Shapiro v. Cantor, 123 F. 3d 717, 720 (2d Cir. 1997) .

⑮ See In re Kendall Square Research Corp. Sec. Litig. , 868 F. Supp. 26, 28 (D. Mass. 1994).

⑯ See In re Software Toolworks Inc. Securities Litigation, 38 F. 3d 1078 (9th Cir. 1994).

⑰ See re ZZZZ Best Sec. Litig. , 864 F. Supp. 960 (C. D. Cal. 1994).

⑱ See Wright v. Ernst & Young L. L. P. , 152 F. 3d 169 (2d Cir. 1998) .

⑲ Donald C. Langevoort, Where Were the Lawyers, A Behavior Inquiry Into Lawyers’ Responsibility For Clients, Fraud, 46 Vand. L. Rev. , 1993. 例如,在 20 世纪 80 年代,美国林肯储蓄协会向投资者发行了几百万美元的垃圾债券,这些债券后来被证实一文不值,于是引发了席卷全国的小型储贷社危机。这个著名的银行欺诈案涉及美国一家最有名的律师事务所。在判决书中,斯波金法官提出了本文中著名的论断。该律师事务所后来与政府达成和解协议,交了 4 100 万美元的罚金。

⑳ See In re Enron Corp. Sec. , Derivative & “Erisa” Litig. , 529 F. Supp. 2d 644 (S. D. Tex. 2006).

㉑ See Scott Siamas, Primary Securities Fraud Liability for Secondary Actors; Revisiting Central Bank of Denver in the Wake of Enron, WorldCom, and Arthur Andersen, 37 U. C. Davis L. Rev. 2004.

㉒ See Simpson v. AOL Time Warner Inc. , 452 F. 3d 1040, 1043 (9th Cir. 2006) ; Sarah S. Gold & Richard L. Spinogatti, Corporate and Securities Litigation Secondary Actor Liability Under Rule 10b—5, 235 N. Y. L. J. 2006.

㉓⑳ See Robert A. Prentice, Scheme Liability; Does It Have a Future After Stoneridge? 2009 Wis. L. Rev. , 2009.

㉔ 美国联邦最高法院依照其政策目的在不同类型案件中对国会意图进行不同解释在其 1997 年针对内幕交易的“美国诉哈根案”中表现得最为明显。在该案中,被告提出 10b 条款以及 10b—5 规则制定之初的意图只针对虚假陈述行为,根本未曾考虑过对内幕交易的禁止。法院此时则采用了依据《1934 年证券交易法》的基本宗旨而不是依据法律条文本身对法律进行解释的方法。联邦最高法院指出:“‘盗用理论’旨在防止那些对公司股东并不承担诚信责任或其他义务的公司‘外部人’滥用其获得的公司机密信息,以维护证券市场的统一……‘盗用理论’非常符合证券交易法的一个令人鼓舞的立法目的:保持诚实的证券市场和维护投资者信心……当有关个人法定权利的法律结构在发展中缺乏国会明确意图的指引,法律结构的外延不应该被禁锢,根据本案的情况,根据政策判断来决定这个诉由的外延应当有多大是适

宜的。”See *United States v. O’ Hagan*, 521 U. S. 642 (1997), <http://supreme.justia.com/us/521/642/case.html>, 2011-07-13.

②See Robert A. Prentice, *Scheme Liability, Federal Securities Fraud, and John Wayne’s I-POD*, <http://ssrn.com/abstract=1014658>, 2011-05-03.

③See *Abell v. Potomac Ins. Co.*, 858 F.2d 1104, 1126-27 (5th Cir. 1988); Donald C. Langevoort, *Reading Stoneridge Carefully: A Duty-Based Approach to Reliance and Third-Party Liability Under Rule 10b-5*, 158 U. Pa. L. Rev. 2010.

④See Ralph K. Winter, *Paying Lawyers, Empowering Prosecutors, and Protecting Managers: Raising the Cost of Capital in America*, 42 *Duke L.J.*, 1993.

⑤早在 1975 年的“蓝齿票据公司案”中，联邦最高法院就首次表达了对“伤脑筋的诉讼行为”的忧虑，自始在其后一系列案件中对 10b-5 规则下的民事诉讼进行控制。在该案中，法院将在 10b-5 规则下提起民事诉讼的原告范围限制在实际从事证券交易的投资者。参见耿利航：《集团诉讼与司法局限性》，《法学研究》2006 年第 3 期。

⑥See *Anixter v. Home-Stake Production Co.*, 77 F.3d 1215, 1226 (10th Cir. 1996).

⑦See Harvard Law Review Editors, *The Supreme Court Leading Cases*, 122 *Harv. L. Rev.* 2008.

⑧See Franklin A. Gevurtz, *Law Upside Down: A Critical Essay on Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc.*, 103 *NW. U.L. Rev.*, 2009.

⑨See *Concerning Litigation Under the Federal Securities Laws Before the Subcomm. on Telecomm. and Finance, House Comm. on Energy and Commerce*, 1994 WL 381905, pp. 8-9.

⑩例如，在美国“安然案”中，初审法院判文森和埃尔金斯律师事务所承担责任。法院认为，该律师事务所为安然公司设立非法企业和账外特殊目的实体进行了合谋，律师提供的意见、建议和文件共同构成了欺诈性交易的关键部分，因此“正是文森和埃尔金斯律师事务所实施了作为被指控的庞氏骗局核心的这些欺诈手段和谋划。”而另外一家履行日常法律服务的律师事务所虽然也接触过不实材料，但被免除了责任。法院认为该律师事务所并未帮助谋划、起草作为欺诈核心的文件。See Donald C. Langevoort, *Reading Stoneridge Carefully: A Duty-Based Approach to Reliance and Third-Party Liability Under Rule 10b-5*, 158 U. Pa. L. Rev., 2010.

⑪虽然迫于压力接受证券欺诈民事诉讼，但最高人民法院在《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》或明或暗地施加了两个程序限制：一是前置程序，对虚假陈述行为人提起民事赔偿诉讼的投资者，除满足《中华人民共和国民事诉讼法》第 108 条规定的起诉条件外，还必须持有“有关机关的行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书”。二是证券民事赔偿案件的原告只能选择单独诉讼或共同诉讼（人数确定的代表诉讼）方式来提起诉讼。而《中华人民共和国民事诉讼法》中不但规定了人数确定的代表诉讼，其第 55 条还规定了人数不确定的代表诉讼，“诉讼标的是同一种类、当事人一方人数众多在起诉时尚未确定的，人民法院可以发出公告，说明案件情况和诉讼请求，通知权利人在一定时期内向人民法院登记……人民法院做出的判决、裁定，对参加登记的全体权利人发生效力。未参加登记的权利人在诉讼时效期间内提起诉讼的，适用该判决、裁定”。《中华人民共和国民事诉讼法》规定的这种“人数不确定”的代表诉讼本质上是采用了“申报加入”制度，在人数不确定的情况下，通过登记适用前判使群体成员确定下来。与美国 1966 年修订后的《民事诉讼法》关于集团诉讼规则的第 23 条(b)(3)中的“申报排除”相比，我国民事诉讼法上“人数不确定”代表诉讼的判决扩张力已经非常有限。虽然证券民事诉讼是典型的人数不确定诉讼，但最高人民法院最后却仍然选择了没有任何判决扩张力的“人数确定的代表诉讼”。也就是说，没有参与本次诉讼的其他投资者其后无法适用前判，必须自己花费成本起诉走全部另外一个诉讼程序。最高人民法院此举显而易见是希望通过控制群体诉讼中的原告人数降低每次诉讼赔偿总金额，增加投资者诉讼成本，以达到减少诉讼的目的。

⑫参见《借鉴美国经验探索在证券欺诈案中引入集体诉讼制度》，[http://WWW.cscc.gov.cn/pub/guangdong/ztlz/yjbg/201009/t20100906\\_184416.htm](http://WWW.cscc.gov.cn/pub/guangdong/ztlz/yjbg/201009/t20100906_184416.htm), 2010-07-13。

⑬See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Mass. Harvard University Press, 1991, pp. 283-286.

⑭在大庆联谊证券欺诈民事诉讼案中，法院终审判决被告大庆联谊公司赔偿原告陈丽华等 23 人实际损失 425 388.30 元，被告申银证券公司对原告实际损失中的 242 349.00 元承担连带赔偿责任。参见《陈丽华等 23 名投资人诉大庆联谊公司、申银证券公司虚假陈述侵权赔偿纠纷案》，[http://WWW.lawon.cn/flpc/detail.do?m=find\\_by\\_id&id=73203](http://WWW.lawon.cn/flpc/detail.do?m=find_by_id&id=73203), 2011-06-24。

责任编辑 翟中翰