

何谓证券欺诈?

[美] 塞缪尔·W. 布尔* 著
李敬宜** 译 郑 彧*** 校

摘要: 10b-5 规则在美国行政法中极具威力并且影响深远,人们都已忽视了其概念内涵的模糊性。该规则在立法、解释及执行中,失去了与“欺诈”本应具备的充分关联。当证券欺诈与早已成熟的欺诈概念失去对应,其将产生不小代价。为此,本文旨在实现以下三个目的:第一,厘清证券欺诈与欺诈之间的关联,以期在法律改革时能将救济手段更加精确地匹配证券监管目的;第二,清晰地划定民事与刑事责任的界限;第三,向法律界和公众对于市场行为是否属于“欺诈”提供一种更佳的定义理解。

* 杜克大学法学院教授。汤姆·贝克(Tom Baker)、萨拉·孙·比厄(Sara Sun Beale)、斯图尔特·本杰明(Stuart Benjamin)、本·德波特(Ben Depoorter)、丽莎·克恩·格里芬(Lisa Kern Griffin)、金·克拉维茨(Kim Krawiec)、丹·马克尔(Dan Markel)、詹姆斯·帕克(James Park)以及杜克大学法学院、威拉米特大学法学院、圣母大学法学院和佛罗里达州立大学法学院研讨会的与会者提出了许多有益的问题和意见,在此一并致谢。非常感谢卡尔文·温德(Calvin Winder)在研究方面提供的卓越帮助。

** 华东政法大学 2023 级经济学法学博士研究生。

*** 华东政法大学国际金融法律学院教授,法学博士。

关键词：证券欺诈 虚假陈述 过错认定 10b-5 规则

引言

美国证券交易委员会(SEC)近期对于备受尊崇的投资银行高盛所提起的执法行动备受公众关注。诉状刚被提交,头条新闻就大肆渲染“美国指控高盛欺诈”。^[1] 该案的背景是:高盛将一款与抵押贷款证券表现挂钩的衍生品售予一家德国银行,但隐瞒了该资产池的瑕疵。SEC认为高盛不仅夸大了一家声誉良好的独立公司对于标的证券筛选的作用,并且还未披露允许一位对这些证券进行做空的市场参与者参与筛选,从而故意混淆了事实。^[2] 由此,被贴上泡沫时代贪婪标签的高盛是否构成了欺诈便成为公众所津津乐道的话题。高盛的银行家们是否应该因利用投资者不知情而兜售明知与市场行情相左且必将崩盘的产品,并从中获利的行为受到谴责?^[3] 尽管 SEC 起诉的交易以高盛的体量

[1] 比如以下报道: Francesco Guerrera & Henny Sender, Goldman Sachs Splash, FIN. TIMES, Apr. 17, 2010, at 1; Louise Story & Gretchen Morgenson, S.E.C. Accuses Goldman of Fraud in Housing Deal, N.Y. TIMES, Apr. 17, 2010, at A1; Gregory Zuckerman, Susanne Craig & Serena Ng, U.S. Charges Goldman Sachs with Fraud, WALL ST. J., Apr. 17, 2010, at al.

[2] Complaint at 7-11, SEC v. Goldman Sachs & Co., No. 10-CV-3229 (S.D.N.Y. Apr. 16, 2010).

[3] See, e.g., Editorial, After Goldman, N.Y. TIMES, Apr. 22, 2010, at A28(将高盛公司的行为定性为市场上的赌博); Paul Krugman, Op-Ed., Looters in Loafers, N.Y. TIMES, Apr. 19, 2010, at A23(“如今证券交易委员指控高盛制造并销售故意设计失败的证券,以便让重要客户从此这样失败的证券中赚钱。这便是我指的掠夺”); John Carney, Goldman Sachs Girds for Battle with the SEC over Fraud Case, CNBC.COM(May 26, 2010, 4:00 PM ET), http://www.cnbc.com/id/37362236/Goldman_Sachs_Girds_for_Battle_With_the_SEC_Over_Fraud_Case(高盛的关键问题在于证券交易委员会的欺诈指控。一位熟悉此事的人士说,该公司不愿意同意任何表面上认定高盛欺诈的和解方案。不过,该人士表示,高盛可能对于在营销该交易时因疏忽而遗漏了一项重要事实的指控愿意达成和解); Abigail Field, Deconstructing Goldman Sachs's Fraud Defense, DAILY FIN.(Apr. 19, 2010, 1:45 PM), <http://www.dailyfinance.com/story/investing/deconstructing-goldman-sachss-fraud-defense/19444284>(evaluating the merits of the SEC's complaint and Goldman's defense); Tom (转下页)

标准而言金额并不算大,但其结构设计却直指一个更为宏大的问题:全球性的银行对于造成这样一个在实践中被认为会自生自灭的抵押贷款衍生品市场的泡沫应当承担何种责任?[4]

高盛是否构成欺诈?这似乎是一个亟须回答的重要问题。[5]事实上,鉴于诉讼所涉及的损害赔偿金额对高盛并不会造成严重威胁,[6]这一执法行动除了让公众知晓高盛是否构成欺诈外,似乎并未服务于更多的公众目标,比如告知公众(诸如高盛这类的)机构怎样才算称职,以及指引其他机构及其管理者了解(公众)对于他们的期待,公众始终未得到过这类问题的答案。

造成这一空白的很大一部分原因在于 SEC 执法行动的程序惯例和经济逻辑。如同高盛案一样,这些案件几乎都从未进入实质审判程序并以和解收场,且涉嫌欺诈一方几乎总是“既不承认也不否认”SEC

(接上页) Granahan, In Defense of Goldman Sachs, Fox Bus. (Apr. 21, 2010), <http://www.foxbusiness.com/markets/2010/04/21/defense-goldman-sachs> (质疑高盛出售资产是否真的应该仅仅因为第三方认为资产不可靠而被贴上欺诈的标签)。

[4] 前注[2], at 1. See generally MICHAEL LEWIS, THE BIO SHORT: INSIDE THE DOOMSDAY MACHINE 6-10, 14-15 (2010) (“所有这些次级贷款公司都在飞速发展,并使用了不明智的会计方法,以至于它们可以掩盖了它们并没有真正的盈利,只有虚幻的、由会计驱动的盈利的事实”。

[5] 关于高盛对与抵押贷款有关的证券场所引发的灾难的责任性质的争论仍在继续。See, e. g., WILLIAM D. COHAN, MONEY AND POWER: HOW GOLDMAN SACHS CAME TO RULE THE WORLD 1-24 (2011) (毫无疑问,高盛先是做出“大空头”的决定,然后又减记其抵押贷款投资组合的价值,这两个决定加剧了其他公司的痛苦); Louis Story & Gretchen Morgenson, S. E. C. Case Stands Out Because It Stands Alone, N. Y. TIMES, May 31, 2011, at A1 (图尔(Tourre)先生一个人如何成为抵押贷款证券欺诈案的代表者,引发了前检察官和国会官员对政府调查华尔街在抵押贷款危机中所扮演角色的积极性和彻底性的质疑); Matt Taibbi, The People v. Goldman Sachs, ROLLING STONE, May 26, 2011, at 41 (调查人员收集到的大量针对高盛的证据——明目张胆的严重欺诈细节,其数量之多,几乎是对无动于衷的司法部的一种讽刺和挑战,是自 2008 年股灾以来华尔街贵族逍遥法外和免于起诉的最重要象征)。

[6] 根据高盛集团新闻稿,高盛 2010 年的营业收入为 39.16 亿美元。Press Release, Goldman Sachs Grp., Inc., 高盛报告 2010 年普通股每股收益 13.18 美元, at 1 (Jan. 19, 2011), available at <http://www2.goldmansachs.com/media-relations/press-releases/current/pdfs/2010-q4-earnings.pdf>。

的指控。^[7] 由于高盛案的事实从未得到详细的阐述,而且高盛也没有承认任何不当行为,于是除了 SEC 的账面上增加了 5.5 亿美元的罚款外,这场轰轰烈烈的“美国指控高盛欺诈”大案件就这样烟消云散了,几乎没有留下发生过的痕迹。^[8]

但是,在高盛案中对于“是否构成欺诈”问题无解的实际原因可能比表面上的更为复杂。即使案件可以进入庭审并作出最终判决,可能仍然会没有清晰的答案。这种不确定并非 SEC 的过错,而是有关证券欺诈法律本身的原因所致。因为这些法律从一开始就没有考虑证券欺诈“到底有没有欺诈”的问题。(这里最为明显的表现是)即使卖方仅仅是在买方购买时对于出售证券的性质或者对于证券的选择不被误导而未能尽到应有的注意义务,法律也允许针对类似于高盛的案件以证券欺诈之名提起诉讼和进行抗辩。^[9] 法律还进一步允许原告(包括私人原告)以卖方“鲁莽(recklessness)”为由提出欺诈指控,并且实质上允许原告以重大过失的标准来认定买方是否受到了误导。仅从联邦上诉法院对此类问题判决的字面意义上看,即使卖方仅是鲁莽行事,法律似乎也支持在高盛这类的案件中的刑事定罪。^[10] 最后,法律留下了一个未解的谜团:一般不构成欺诈的那些行为在何时、又以什么样的特殊联系能

[7] Samuel W. Buell, Potentially Perverse Effects of Corporate Civil Liability, in PROSECUTORS IN THE BOARDROOM: USING CRIMINAL LAW TO REGULATE CORPORATE CONDUCT 87, 89 (Anthony S. Barkow & Rachel E. Barkow eds., 2011). 在此,我不再赘述其中不足之处。

[8] Consent of Defendant Goldman, Sachs & Co. at 1-2, SEC v. Goldman Sachs & Co., No. 10-CV-3229 (S.D.N.Y. July 14, 2010) (高盛不承认即否认投诉指控的情况,对营销材料中披露了不完整信息表示“遗憾”); Sewell Chan & Louise Story, Goldman Pays \$550 Million To Settle Fraud Case, N.Y. TIMES, July 15, 2010, at A1; Press Release, SEC, Goldman Sachs To Pay Record \$550 Million To Settle SEC Charges Related to Subprime Market CDO (July 15, 2010), available at <http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-123.htm>.

[9] 参见后注[120]~[141]对应的正文。尽管这不是一起证券欺诈案,但美国司法部(DOJ)根据《虚假索赔法》(False Claims Act, 31 U.S.C. § 3729-3733 (2006))起诉德意志银行与抵押贷款市场崩溃有关的民事案件却引起了同样的关注。起诉书指控德意志银行在抵押贷款市场上一再撒谎,但其法律理论是基于过失和重大过失的主张。United States v. Deutsche Bank AG, No. 11 Civ. 2976 (S.D.N.Y. May 8, 2011).

[10] 参见后注[154]~[174]对应的正文。

够被转化成特定的欺诈行为。^[11]

从学理上讲,这个问题核心在于“义务”层面的不透明及模糊性,以及过错规则的过度宽松。这些理论的缺陷又引申出更深层的疑问:证券欺诈的法律是否必须与“欺诈”这一概念本身保持必然联系?倘若认为欺诈是一个具有承载道德意义的概念,其核心在于行为人试图欺骗他人,那么势必存在以下两个约束性条件:其一,不存在“无过错欺诈”或者“一般过失的欺诈”,甚至可以说“鲁莽型的欺诈”也不存在;其二,任何责任的认定必须同时考虑行为人在陈述的虚假性或行为的误导性方面的过错程度,包括其在做出陈述或行为时的目的。循此线索,欺诈应是一种类似于谋杀或诽谤一样的特定类型的不法行为,对其违法者有着某种特定形态的责任。相反,如果认为欺诈是一个以受害者为中心的概念,核心在于受害人因行为人的言论或行为而遭受损害,那么对其承担责任的约束条件就少了许多。欺诈可以基于疏忽的陈述或行为,也可以基于行为人已尽合理注意但依旧造成损害的陈述或行为。此时就无需对行为人的意图进行探究。在这一思路下,欺诈更像是一类诸如与人身或者财产权相关的法律行为,责任的触发无需伴随着道德意义上的可谴责性。对此,许多法律体系在处理传统法律概念下的“欺诈”时会选择前述两种解释论中的其中一种路径,^[12]然而,有关证券欺诈的法律却试图两者兼顾。

证券领域的欺诈规制看似选择了第一种解释论(译者注:即需要以欺诈的主观意思为要件),不仅表现在私人救济领域,也在行政的民事罚金和刑事的公权制裁(包括罚款、监禁、禁令等形式)中有所体现。^[13]此外,根据证券欺诈法律的立法及行政史(译者注:在美国,所谓行政史

[11] 参见后注[117]~[119]对应的正文。

[12] Compare, e.g., *United States v. Diggs*, 613 F.2d 988, 997 (D.C. Cir. 1979) (指出在对电信欺诈进行刑事起诉时,欺诈意图的证明至关重要), with, e.g., RESTATEMENT (SECOND) OF CONTRACTS § 164 (1981) (规定诱使同意的虚假陈述如果具有欺诈性或实质性,则合同无效)。

[13] See Securities Exchange Act of 1934 § § 21B, 32, 15 U.S.C. § § 78u-2, 78ff (2006) (规定违反证券交易委员会规则的民事和刑事处罚); *Dearlove v. SEC*, 573 F.3d 801, 837 (D.C. Cir. 2009) (裁定一名会计师因其在审计财务报表期间的不合理行为应被禁止在证交会执业)。

主要指有关行政机关重大事件的一种叙事史般的档案记录)、司法解释以及执法公职人员的解读均可表明证券欺诈法律应指向市场上的欺骗与不当行为。^[14] 然而,从证券欺诈的法条本身、(作为下位法的)规则和自身原则来看,又似乎更支持有关欺诈的第二种解释论路径(译者注:即产生损害结果即违法)。因为这些法条、规则和原则事实上允许对一般过失或者最多是具有侵权性的鲁莽行为施加可被适用的惩罚。虽然在某些情形下也需要“意图”这一主观要件,但是其意义已经削弱至无需分辨。证券欺诈的起源还被模糊地认为根植于普通法上的欺诈,而且同时采用成文法与衡平法下的规则,这就可能意味着对于“欺诈”的法律概念存在着最为灵活且宽泛的解释。

关于证券欺诈法律的目的与本质的双面性和有时的矛盾性至少从三个方面不利于公共利益:首先,一个庞大的制裁系统在运作过程中未就其应服务于以下哪种可能目标做出任何承诺:强制性披露、提高披露准确性或威慑谎言和欺骗。倘若责任体系连可衡量结果的目标都没有确定时,那又如何让人评判它是否产生了接近最优的结果?^[15] 令人吃惊的是,有关证券欺诈的当代主要文献在很大程度上是从实证和制度设计的角度关注结果的最佳性,并没有探讨“证券欺诈是什么”这个问题。^[16] 其次,证券欺诈法律并没有对于公众争论的有关金融不端行

[14] See, e.g., *Chem. Bank v. Arthur Andersen & Co.*, 726 F.2d 930, 943 (2d Cir. 1984) (Friendly, J.) (确定证券监管的目的是防止欺骗和弄虚作假); Recent Press Releases, SEC, <http://www.sec.gov/news/press.shtml> (last modified Nov. 10, 2011) (通告证券交易委员会对通过欺骗或内幕消息在市场上获得不公平优势的人提起的各项起诉)。

[15] See Joseph Raz, *Responsibility and the Negligence Standard* 15 - 16 (Columbia Law Sch. Pub. Law & Legal Theory Working Paper Grp., Paper No. 09 - 207, 2009), available at <http://ssrn.com/abstract=1436022> (认为如果不首先解决规范问题,就无法衡量效率)。

[16] See, e.g., Lynn Bai, James D. Cox & Randall S. Thomas, *Lying and Getting Caught: An Empirical Study of the Effect of Securities Class Action Settlements on Targeted Firms*, 158 U. PA. L. REV. 1877, 1912 - 14 (2010) (研究集体诉讼和解对公司运营效率的影响); Stephen J. Choi, Karen K. Nelson & AC. Pritchard, *The Screening Effect of the Private Securities Litigation Reform Act*, 6 J. EMPIRICAL LEGAL STUD. 35, 35 - 37 (2009) (分析了1995年《私人证券诉讼改革法》(PSLRA) Pub. L. 104 - 67, 109 Stat. 737 (经修订后编入《美国法典》第15和18编的零散章节), 解(转下页)

为进行似乎有必要的调研。当政治家们抨击类似高盛案的事例时,他们可能仅仅在意损害和损失:“诅咒那些贪婪的银行家,他们应该为普通投资者因他们的贪婪挥霍而遭受的苦难付出代价!”^[17]在讨论中,这种情绪确实存在。^[18]但人们也会愤怒地质疑:大机构在“把市场搅乱并让公众埋单”之外是否进行了更为恶劣的事情。当政府将“欺诈”的概念引入讨论时,公众想要知道高盛是否存在类似于故意欺骗的行为?此种应受谴责的意图在 SEC 针对高盛起诉书的事实陈述部分被强烈暗示,但这原本既不是 SEC 必须就诉请的事实进行举证的内容,SEC 也不需要通过证明此点来赢得陪审团的裁决或上诉胜利。对此,有人可能认为关于金融市场不端行为的公共讨论与证券欺诈法律本身及其专业化执法和司法裁判是完全不同的事情,但是这种观点忽视了信息、认知和个案对于管理者行为^[19]有着显著影响的大量证据,同时也忘记了维护难以界定的“投资者信心”是监管的首要职责这种惯

(接上页)决了索赔琐碎问题); John C. Coffee, Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 COLUM. L. REV. 1534, 1538 (2006) (认为要最有效地遏制证券欺诈,应向应受惩罚的行为人,而不是无辜的股东,施以重大的经济赔偿); Amanda M. Rose, *The Multienforcer Approach to Securities Fraud Deterrence: A Critical Analysis*, 158 U. PA. L. REV. 2173, 2176 (2010) (建议将执行证券欺诈条款的权力并入证券交易委员会)。

[17] 当然,在高盛案中的受害者只是系统性的“小人物”,但就交易本身而言,受骗的买家并无“小人物”之说。

[18] 即使是相对知情的公众讨论参与者也会表现出这种倾向。See, e.g., Andrew Ross Sorkin, *Pulling Back the Curtain on Inquiries*, N.Y. nMES, Dec. 7, 2010, at B1 (猜测为什么奥巴马任内的司法部在最近的刑事调查中大量追捕小型欺诈者,却对大型公司的领导人基本不闻不问,但却没有考虑到检察官可能缺乏足够的刑事罪证来予以证明)。要了解我所说的“大鱼”,只需浏览一下网上例如索金(Sorkin)发表在专栏的评论即可。See *Readers' Comments: Pulling Back the Curtain on Fraud Inquiries*, N. Y. TIMES, <http://community.nytimes.com/comments/dealbook.nytimes.com/2010/12/06/pulling-back-the-curtain-on-fraud-inquiries/?sort=oldest> (last visited Nov. 9, 2011). Another such source is Charles Ferguson's Oscar-winning film, *INSIDE JOB* (Sony Pictures Classics 2010)。

[19] See Jodi L. Short & Michael W. Toffel, *Making Self-Regulation More Than Merely Symbolic: The Critical Role of the Legal Environment*, 55 ADMIN. SCI. Q. 361, 361 (2010) (“我们发现,当组织(及其竞争对手)受到严厉的监管时,以及在有明确的制裁威胁的情况下采取自律监管时,它们更有可能履行自律监管的承诺”)。

常说法。^[20] 尽管在某些案件存在过度制裁的情况,但证券欺诈仍很可能存在执法不足的情形。由于执法资源的有限,公众对于执法的认知与执法所付出的成本同等重要。一旦证券欺诈法律无法塑造一个向公众指明“谁应该承担责任且为何受罚”的司法程序时,它就浪费了宝贵的资源。最后,作为一项课以民事责任和刑事责任的制度,除了考虑效率以外,证券欺诈法律更应在合法和公平原则的基础上选择以下两种立场之一:要么认同民事责任和刑事责任在构成要件上近似完全的重叠,刑事制裁适用于任何可赔偿的行为,但这有异于普通法系的传统;或者更为合理的是,将刑事制裁适用于严重的不端行为,在这种情况下,需要明确足以产生刑事责任的过错和损害条件。现行的证券欺诈法律未能厘清何种行为会触发刑事责任,本源就在于未对欺诈做出理论上的选择。

本文的写作目的在于相信一旦阐明了证券欺诈与欺诈概念之间的关系,就可以解决上述三大问题,这些问题既存在于证券欺诈法律中,也存在于围绕市场欺诈的公开披露中。由此需要一些新的理论来维系这个依旧强势但日渐陈旧的法律体系。在此背景下,几个易于实现的措施是可以看到显著成果的:重新起草有关证券欺诈的成文法和规则,将“根本性欺诈”的诉由从“虚假陈述”的诉由之中区分出来,将对刑事欺诈的指控与对民事责任的指控区分开来;在法律得以修订之前,改进证券欺诈领域的司法判决以表明上述区别。

为此,本文第一部分将考察欺诈概念的不同定义方式,以及在这些不同方式下进行选择时的考量因素,其中将特别关注有关“主观意图”在欺诈认定中的关键作用;本文第二部分会详述在规则 10b-5^[21] 及相关规定下的诉因,并将其与欺诈的各种概念相比较,得出的结论是证券欺诈的概念仍然并不清晰;本文第三部分将分析未能区分和强化欺诈与证券欺诈之间区别的利害关系,由此在规范层面产生的弊端,并提出改革法律、提升金融市场欺诈的公众讨论的路径建议。

[20] See, e.g., SEC v. Zandford, 535 U.S. 813, 819 (2002) (国会通过该法案的目的之一是“在 1929 年市场崩溃之后,确保证券市场的诚信,从而增强投资者的信心”——引自 United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 658 (1997)).

[21] 17 C.F.R. § 240.10b-5 (2011).

一、什么是欺诈?

研究证券欺诈与欺诈之间的关系有必要先从“欺诈”的概念入手。本部分将首先解释何为“欺诈”,它与其他一些令人费解的法律概念一样很难准确界定。庆幸的是,并不需要从头至尾完全地理解欺诈这一概念,只需要在几个维度上理解其含义即可。本部分将首先列举这些维度,进而解释主观状态在欺诈中的核心作用。因为主观状态是法理上判定某一特定欺诈概念的主要工具。而在第二部分,本文将阐述证券欺诈法律是如何依赖于多重、冲突且不完整的欺诈概念。

(一) 问题的难点及其重要性

应当如何定义“欺诈”的法社会学概念?这个问题很难,正如其他文献中更为具体的细节探究,欺诈是一个随其所针对的行为而不断演进的法律概念。^[22]只有在非常共相的层面,欺诈才可能有着固定的含义。如果试图将欺诈的定义与具体行为描述相对应,那么新的行为将无法避免地会被创设或者出现,这种“开放性”的可能会使得原有定义变得错误或者不全面。由于欺诈涉及的不当行为会被不断更新,且这些行为通常处于经济、技术和工业等迅速更迭的领域中,因此欺诈的定义需要具备灵活性。

由此,欺诈行为的社会现实对法律制度产生了巨大的压力,以至于需要对欺诈采取开放性的规则,但这又造成这些规则极易遭受“无可忍受的模糊不清”的批判。欺诈与过失在某种程度上存在相似之处,二者均被设计为对于“错误”的万能型概念。普通法的司法体系能以事后处理案件(而非事先概念定义)的方式根据需要对欺诈的定义进行界定,

[22] See Samuel W. Buell, *Novel Criminal Fraud*, 81 N.Y.U. L. REV. 1971, 1972 (2006) (欺诈法的不稳定性是结构性的)对这一观点有许多司法表述,可以追溯到几个世纪以前。以下是一个或许极端但并非不是典型的版本:“欺诈像万花筒一样,是无限的,可以随意采取无穷无尽的形式。如果法院硬性给欺诈下定义,就会束缚自己的手脚,他们的管辖权就会立即被定义之外的新阴谋狡猾地规避。”——*Stonemets v. Head*, 154 S.W. 108, 114 (Mo. 1913).

并可随着时间的推移丰富定义的内容。但欺诈是比过失更具有道德内涵的概念,具有更强的规范诉求。欺诈是一种应受谴责和惩罚的行为,而不仅仅是补偿。因此,欺诈很难事先对模糊行为进行界定,反而留有巨大的定性鸿沟需要在事后用具体的行为来填平。

欺诈的定义需要在社会需求和不可避免的人类进步与自由权益之间取得可接受的平衡。如果定义过于狭窄,会迅速出现明显是欺诈但未被(欺诈概念)涵盖在内的情形;而如果定义过于宽泛,就无法解决被告认为受到了不公平制裁的抗辩。因此无论偏向哪一端,欺诈法的可信度都会受损。如果法律无法惩罚公众公认的欺诈行为,法律及其执法者将因对创新性掠夺行为束手无策而受到谴责。而如果欺诈法律在甄别与制裁对象上缺乏原则、不可预测,那么规制欺诈的道德正当性也会受到挑战,法律不仅无法制裁那些应受制裁者,反而沦为了服务于政治、经济或其他狭隘利益的工具。

欺诈的概念与定义问题虽然困难但却非常重要,因为其在监管体系中被广泛运用且在公开披露中被频繁提及。欺诈是现代公司与金融市场中对行为人施加的最严重、成本最高、最具污名性且最具惩罚性的一种责任形式。^[23] 欺诈遍布各个州和联邦司法管辖区,几乎涉及所有形式的民事和刑事制裁,并几乎涵盖了金融工程和经济交易的各个领域。倘若欺诈的定义在法律上是不明确的,那么在市场出现问题时,决策者和广大公众很难清楚发生了具有什么法律意义的事件,更遑论知道应当如何应对。

(二) 欺诈的几个维度

为解决定义问题,可采取的策略之一是从一体六个维度来剖析欺诈概念。^[24] 任何相对完整并具有功能性的欺诈定义,都需要满足这六个维度中的多数或者全部:

[23] See Jonathan M. Karpoff, D. Scott Lee & Gerald S. Martin, *The Legal Penalties for Financial Misrepresentation* 8 (May 2, 2007) (unpublished manuscript) (未公开发表的手稿), available at <http://ssrn.com/abstract=933333> (当怀疑存在刑事欺诈或意图时,证券交易委员会可将此事提交司法部进行平行刑事起诉。刑事处罚包括罚款和各种形式的缓刑或监禁……)。

[24] 遗憾的是,这些方面有六个,用图形表示超出了我的能力范围。

1. 行为

欺诈可以局限于虚假陈述——无论是直接的虚假陈述还是因为仅进行部分披露而具有误导性的不完整陈述。欺诈也可以包括未披露和具有误导性影响的行为。例如,行为人谎称产品没有任何缺陷,或者隐瞒已知的缺陷。^[25]

2. 过错

欺诈可要求行为人具有明确的欺骗的意图且明知其言行足以误导他人。这种认识既可能是一般的明知(knowledge),也可能是一种故意视而不见的放任(willful blindness),又或者是某种形式的鲁莽(recklessness)。欺诈行为也可扩展至因重大过失(gross negligence)、一般过失(negligence),甚至未尽注意义务导致他人被误导的情形。例如,卖家可能谎称产品没有缺陷来诱导犹豫的买家购买其产品,又或者是卖方针对买方有关产品是否存在缺陷的提问时,在原本经过检查可发现产品缺陷的情况下未经检查而贸然回复确认不存在缺陷。

3. 情形

欺诈的认定可因主体之间关系紧密程度的类型而有所不同。比起平等交易情形下的行为人而言,负有信义义务和类似特殊义务的行为人可能需要承担欺诈责任的情形会更多,并且其承担责任的条件也会更为宽松。例如在普通市场下的平等交易中,卖家隐瞒已知缺陷以引诱买家购买可能并不构成欺诈;但在对卖方负有更高义务或者被买方寄予更多期待的特定关系中,同样的隐瞒以引诱购买更容易被认定为欺诈。

4. 制裁

欺诈责任在侵权和合同损害赔偿方面可仅限于金钱赔偿;欺诈也可能触发衡平法的救济甚至刑罚。例如,如果故意虚报上市公司财务状

[25] 欺诈可以通过真实的陈述来实施,但这种陈述具有误导性,因为它遗漏了为使所陈述的事实不具有误导性所必需的其他事实(部分遗漏的欺诈类型)。RESTATEMENT (SECOND) OF TORTS § 529 (1976)。欺诈可以通过沉默实施(完全遗漏或不披露的欺诈类型)W. PAGE KEETON, DAN B. DOBBS, ROBERT E. KEETON & DAYID G. OWEN, PROSSER AND KEETON ON THE LAW OF TORTS § 106, at 736 - 37 (5th ed. 1984)。或者,欺诈可以通过行动而非言语或陈述实施(行为欺诈类型)。RESTATEMENT (SECOND) OF TORTS § 525 cmt. b.

况,可能被责令向受害股东赔偿,也可能被禁止担任上市公司高管,甚至被课以刑罚。

5. 损害

欺诈可要求侵害或剥夺某种可量化的经济利益,亦可扩展至其他非经济利益的剥夺,例如选择信赖某个专家而非其他专家,是否与他人建立某种社交关系。例如,谎称富有以诱使他人托付个人储蓄投资;谎称自己的医术高明以取得病患信任;亦可夸大财富以诱使他人开始一段感情。

6. 范围

欺诈可局限于私人经济往来,亦可涵盖公共部门行使政府职能的情形,包括公职人员对选民的欺骗,也包括公民对政府职能的欺骗(译者注:这种范围在后文中是以“公共—私人”关系指代)。例如,公职人员可能会谎称竞选资金的来源以谋取连任。个人可伪造文件,诱使政府放弃对其违法行为的调查。

以上维度应该是综合考虑而非二元对立,对于欺诈的特定界定可能来自其在各个维度中的不同定位。然而,一旦将欺诈的概念在多数维度上定位得更广泛、更宽松、更包容,那么欺诈就越不像一个责任式的概念,而更多地用以界定谁侵犯了他人权益或者损害到公共事宜。定位于这些维度的极端时,欺诈更像一种为了进行法律补偿、损失转化或者行为定价的标签。最宽泛的欺诈概念将涵盖如同陈述一样的行为和疏忽,不仅包括所有误导性的行为,还包括过失甚至已尽合理注意的行为;这样的定义方式在特殊关系中对于行为人会施加要求更多的披露义务和注意义务,允许包括民事和刑事在内的一切制裁手段,延伸至对于经济利益或者非经济利益的剥夺,并且对于个人与政府在公共和政治职能领域的各种互动也可适用。^[26]

[26] Competing Theories of Blackmail: An Empirical Research Critique of Criminal Law Theory, 89 TEX. L. REV. 291, 313 - 22 (2010); Paul H. Robinson & John M. Darley, Objectivist Versus Subjectivist Views of Criminality: A Study in the Role of Social Science in Criminal Law Theory, 18 OXFORD J. LEGAL STUD. 409, 417 - 21 (1998); and Paul H. Robinson & John M. Darley, Testing Competing Theories of Justification, 76 N.C. L. REV. 1095, 1108 - 15 (1998). 关于这种方法的(转下页)

又如本文第二部分所述,证券欺诈法律在以上几个维度都缺乏清晰的界定。就欺诈法的表述、目的及监管功能而言,欺诈被视为一种特定且有意义的行为。但就其法条规定与原则而言,在六个维度中的五个方面都始终倾向于扩张性认定,唯一例外是第6个维度上的“公共—私人”关系。^[27] 在证券监管中,“公共—私人”关系与欺诈并不相关:政

(接上页)争论,参见 Donald Braman, Dan M. Kahan & David Hoffman, Reply, A Core of Agreement, 77 U. CHI. L. REV. 1655, 1655-60 (2010); Donald Braman, Dan M. Kahan & David A. Hoffman, Some Realism About Punishment Naturalism, 77 U. CHI. L. REV. 1531, 1532-38 (2010); and Paul H. Robinson, Owen D. Jones & Robert Kurzban, Response, Realism, Punishment, and Reform, 77 U. CHI. L. REV. 1611, 1611-15 (2010)。第二种途径是从法律行为的结果以及促使法律行为的因素的角度来描述欺诈行为。William J. Stuntz, The Pathological Politics of Criminal Law, 100 MICH. L. REV. 505, 506-11, 517-19, 546-49 (2001)。例如,欺诈可能是由在政治经济中缺乏足够权力的人造成的巨大经济损失,这些人无法说服立法者和执法者避开对他们的制裁。See Vikramaditya S. Khanna, Corporate Crime Legislation: A Political Economy Analysis, 82 WASH. U. L.Q. 95, 97-98 (2004) (“总体而言,我的分析表明,包括许多公司和管理层在内的大多数重要参与者都有理由支持某些公司犯罪立法。这是因为它有助于避免或减轻新形式的公司民事责任和管理者刑事责任等立法和司法替代方案,而这些方案将使公司利益付出更大的代价”。在一个可能矛盾的发现中,欺诈可能被定义为允许对那些对执法者的职业生涯带来最大利益的个人进行制裁);See, e.g., Edward L. Glaeser, Daniel P. Kessler & Anne Morrison Piehl, What Do Prosecutors Maximize? An Analysis of the Federalization of Drug Crimes, 2 AM. L. & ECON. REV. 259, 261 (2000)(指出检察官可能为了促进他们自己的职业生涯而起诉高知名度的个人); Daniel C. Richman & William J. Stuntz, Al Capone's Revenge: An Essay on the Political Economy of Pretextual Prosecution, 105 COLUM. L. REV. 583, 607 n.78 (2005) (“有一些证据表明,联邦检察官在案件选择决策中确实追求这样的职业目标”。

[27] 公共欺诈一直是联邦欺诈监管其他领域激烈争议的话题。See, e.g., McNally v. United States, 483 U.S. 350, 352-61 (1987)(推翻电信诈骗定罪,因为该法规并不禁止欺骗公众享有诚实政府的权利); United States v. Weyhrauch, 548 F.3d 1237, 1239 (9th Cir. 2008)(裁定联邦诚信服务邮件欺诈法不要求所涉行为也违反适用的州的法律);撤销,130 S. Ct. 2971 (2010); United States v. Margiotta, 688 F.2d 108, 113 (2d Cir. 1982)(确认一名政治领导人因违反对社区的信托责任而被判定犯有邮件欺诈罪,尽管该政治领导人并未担任正式公职); Abraham S. Goldstein, Conspiracy To Defraud the United States, 68 YALE L.J. 405,417 (1959) (“对涉及联邦欺诈罪要求被告入‘欺骗美国’的案例进行详细研究后会发现,……这个短语并没有固定的含义。相反,它具有多重含义,有些取代了先前的含义,有些则与先前的并存”)。(quoting Act of Mar. 2, 1867, ch. 169, § 30, 14 Stat. 471, 484)。The question of what kinds of offender objectives and victim interests mark out the (转下页)

府及其代理人既不会成为证券欺诈的施害者，也不会成为受害者。

在论及证券欺诈法律之前，有必要先对前述第2个维度的“过错”要件进行深入判断，因为它虽然与其他维度有所重合，但却最为重要。因为是否具备主观状态是对于欺诈行为的性质进行法律界定的首要因素，所以必须对欺诈中的主观概念的意义给予准确的解释。^[28]

（三）主观状态与欺诈的关系

1. “根本性欺诈”与“虚假陈述”的异同

总体而言，主观状态对于任何欺诈概念的核心地位显而易见。就此，存在以下两种现有观点，本文将尽量客观描述以避免有所偏颇，因为每一种观点都可能兼容于多种的学术流派和监管模式。

观点 A：欺诈是对他人作出的具有道德过错的行为，其最为恰当的

（接上页）boundary of fraud is implicated in the recent controversy over the federal honest-services fraud statute, 18 U.S.C. § 1346 (2006). 在最近关于联邦诚信服务欺诈法案, 18 U.S.C. § 1346 (2006) 的争议中, 涉及什么样的犯罪目标和受害人利益构成欺诈边界的问题。See *Skilling v. United States*, 130 S. Ct. 2896, 2931 - 34 (2010) (裁定诚信服务法仅限于贿赂和回扣); Samuel W. Buell, *The Court's Fraud Dud*, 6 DUKE J. CONST. L. & PUB. POL'Y 31, 31 - 33 (2010) (讨论最高法院在 2009 年 10 月的三起邮件欺诈案件中未能在概念上发展其欺诈法理的情况)。

[28] 另有人批评了在证券欺诈中承担法律责任所需的主观状态的法律现状。52 *Bus. LAW.* 35 (1996); Elaine E. Bucklo, 最高法院试图界定 10b-5 规则中的主观故意: *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 29 *STAN. L. REV.* 213 (1977); James D. Cox, *Ernst & Ernst v. Hochfelder: A Critique and an Evaluation of Its Impact upon the Scheme of the Federal Securities Laws*, 28 *HASTINGS L.J.* 569 (1977); Louis Haimoff, *Holmes Looks at Hochfelder and Job - 5*, 32 *Bus. LAW.* 147 (1976); Kevin R. Johnson, *Liability for Reckless Misrepresentations and Omissions Under Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934*, 59 *U. CIN. L. REV.* 667 (1991); William H. Kuehnle, *On Scienter, Knowledge, and Recklessness Under the Federal Securities Laws*, 34 *Haus. L. REV.* 121 (1997); Paul S. Milich, *Securities Fraud Under Section 10(b) and Rule 10b-5: Scienter, Recklessness, and the Good Faith Defense*, 11 *J. CORP. L.* 179 (1986); Margaret V. Sachs, *Harmonizing Civil and Criminal Enforcement of Federal Regulatory Statutes: The Case of the Securities Exchange Act of 1934*, 2001 *U. ILL. L. REV.* 1025; Michael L. Seigel, *Bringing Coherence to Mens Rea Analysis for Securities-Related Offenses*, 2006 *WIS. L. REV.* 1563; John L. Ruppert, Note, *The Supreme Court's Trimming of the Section 10(b) Tree: The Cultivation of a New Securities Law Perspective*, 3 *J. CORP. L.* 112 (1977)。这些著作均未对欺诈和证券欺诈的概念进行全面分析,也未将其作为在刑事、监管和私人民事责任领域重构和改革该理论的路径。

表现就是需要存在“故意欺骗”的行为。之所以必须包含欺骗,是因为欺诈不同于抢劫、偷窃、殴打、入室行窃、敲诈勒索等那些被认为更具典型的不法行为,欺诈只是以间接手段达成不能直接做到的事。不同于武力胁迫行为,欺诈的目的是使受害者自愿做出或放弃某些事情,而不是因为受到欺诈者的误导,受害者原本不会如此行动。

欺诈是个相对现代化的概念,是社会发展在两个方向上的产物:一方面,社会日益承认个人对其财产和类似个人利益享有不容侵犯的完整权利;另一方面,个人愈发确信社会不会容许以暴力或类似手段侵占他人利益的行为。禁止武力及胁迫的法律规范催生了欺诈行为,欺诈行为催生了反欺诈的法律规范,反欺诈法及其执行催生了新的欺诈技术,如此循环。^[29]

在此观点下,“目的”对于欺诈的概念是必要的,因为对于欺骗的最佳界定是要求行为人具有欺骗对方的意图。^[30] 尽管一些观点认为,无意中使他人误解导致欺骗结果的情况也算欺骗,但这种观点使得“欺骗”一词变得失去描述性和意义,^[31] 所以虽然并无实证数据支撑,但本文相信这种观点并不太符合该术语的常规用法。

说话不实就是撒谎。大多数人都认为,“撒谎”的最佳定义不包括在不知情的情况下说假话。^[32] 欺骗比撒谎在道德上更为严重,因为它涉及通过语言或行为,故意改变他人的心理进程^[33]: 欺骗是已经成功(实现)

[29] 该等现象在前注[22]的 BUELL 的文中第 1977~1996 页有着更为细节的描述。

[30] STUART P. GREEN, LYING, CHEATING, AND STEALING: A MORAL THEORY OF WHITE-COLLAR CRIME 76-79 (2006); James Edwin Mahon, The Definition of Lying and Deception, STAN. ENCYCLOPEDIA OF PHIL. (Feb. 21, 2008), <http://plato.stanford.edu/entries/lying-definition>.

[31] Mahon 文,前注[30]。

[32] 参见前注; see also John Morris, Can Computers Ever Lie?, 14 PHIL. F. 389, 390 (1976) (“当我们说某人说谎时,我们至少是指:其断言某事,声称(暗示或明示)这是真的,并以此保证自己对真实性的相信;事实上,他自己认为这是不真实的;最后,他希望他的听众会被他所说的话所欺骗,并相信这是真的”)。

[33] See James Edwin Mahon, A Definition of Deceiving, 21 INT'L J. APPLIED PHIL. 181, 181 (2007) (“说谎行为是否发生,并不取决于是否在另一个人身上产生了某种特定的效果。例如,是否使另一个人相信说谎者所说的是真的……”)。

了的动词。^[34] 在其他条件相同的情况下,欺骗比谎言更严重地侵犯了他人的自主权。因此,“目的”是赋予欺骗概念应有的道德内涵的必要条件。如果欺诈需要欺骗,欺骗需要目的,那么欺诈也需要目的。当然,有目的的欺骗并不足以将不法行为定义为欺诈。如果一个人只是为了取乐或者满足病态嗜好而四处故意欺骗,即使他被视为一个病态的骗子且在道德上具有过错,其也不会被认定为欺诈。^[35] 因为就欺诈而言,欺骗还需为了达到目的,如果行为人心中没有这样一个目标,那么就不存在欺诈。

观点 B: 欺诈是有关成本和效率的问题。^[36] 或者说,充其量是一个受害者有权获得法律救济和恢复原状(其应有状态)的问题。^[37] 核心并非相关行为人的想法和行为,而是在那些交易中受害者的境遇。在此框架下,有目的的欺骗不是(欺诈的)必要条件。行为人只需要以特定的方式造成他人损失即可,换句话说受害者因为行为人的行为、表达或未表达而产生误解,从而遭受了损失。

不过,这类欺诈的概念涉及的不仅仅是“成本原本可以由造成损失的行为人有效地避免”,因为它无法将欺诈与诸如侵权之类更为宽泛的概念区分开来。成本必须是来源于受害者被误导而产生的。欺诈是一种因为被他人误导而遭受损失的人有权提起诉讼的特殊的“损失因果关系”^[38]。在此视角下,这一法律制度的合理性来源于社会福利的考量。比如在欺诈行为

[34] 参见前注[33]第190页。

[35] See Roderick M. Chisholm & Thomas D. Feehan, *The Intent To Deceive*, 74 J. PHIL. 143, 146-48, 159 (1977) (区分谎言和恶意,前者是“努力使某人相信虚假事实”,后者是“努力使某人不相信真实事实”。

[36] E.g., Richard A. Posner, *Utilitarianism, Economics, and Legal Theory*, 8 J. LEGAL STUD. 103, 137-38 (1979)。

[37] See John C.P. Goldberg, *The Constitutional Status of Tort Law: Due Process and the Right to a Law for the Redress of Wrongs*, 115 YALE L.J. 524, 530 (2005) (“尽管现代学者普遍倾向于将侵权法视为实现公共目标(如分散损失或有效采取预防措施)的工具,但最好还是将其理解为一种救济法”); John C.P. Goldberg & Benjamin C. Zipursky, *Torts as Wrongs*, 88 TEX. L. REV. 917, 918 (2010) (声称侵权法的重点是“过错和追索”,而不是事故损失的分配)。

[38] 要注意的是,按照观点 B, 欺诈法不一定要局限于民事救济措施。与联邦欺诈法不同,刑事责任可以要求证明对受害人造成了损害。或者具有共谋或企图或计划造成某类损失或收益的证据。

不受制裁的环境中,市场主体需要承担防御性措施的成本、退出市场的代价以及其他可能的行为所付出的代价;又或者从矫正正义的合理性上看,(对于欺诈进行规制)在于其保障了个人在某些环境下免受错误信息的干扰而做出自主选择的权利。^[39]

与观点 A 情形相似的案件无疑是构成欺诈。尽管法律有时使用“虚假陈述”一词来描述基于观点 B 情形下的案件^[40],但在其他场合这种情形也会被称为欺诈。为此,本文用“根本性欺诈”(core fraud)来指代观点 A 的情形以示区别。^[41]“根本性欺诈”在构成要件上必须满足虚假陈述的全部要素,并且额外包含一个在法律上非常重要的因素:行为人的主观状态、过错、可责性或道德上的可谴责性。

侵权法并非总会将虚假陈述与根本性欺诈区分开来。有观点主张,受害人在以欺诈为由提起侵权之诉中,无需证明行为人具有欺骗目的或者存在特定目标。^[42]然而,“欺诈”一词被称为“侵权法中产生诸多问题的根源”^[43]和一个“含糊不清到几乎每个案件都需要进行定义的术语”^[44]。在美国法律中,也被称为“欺骗”和“虚假陈述”的“欺诈侵权”是一个涵盖多种诉因的统称概念。^[45]《侵权法重述(第二版)》(以下简

[39] See John C.P. Goldberg, Anthony J. Sebok & Benjamin C. Zipursky, *The Place of Reliance in Fraud*, 48 ARIZ. L. REV. 1001, 1011 (2006) (“一直以来被称为‘欺诈’或‘欺骗’的不法行为的核心是干扰受害者特定利益,即干扰受害者在特定环境中做出某种选择而不受某种形式的错误信息影响的利益”).

[40] See, e.g., *Quail Hill, LLC v. Cnty. of Richland*, 692 S.E.2d 499, 508 (S.C. 2010); see also RESTATEMENT (SECOND) OF CONTRACTS § § 159, 162 (1981) (将虚假陈述与欺诈区分开来,规定欺诈需要有意图,而虚假陈述则不需要有意图).

[41] 参见 Goldberg et al.文,前注[39],第 1005 页(“被误导是欺诈侵权诉讼的核心”).

[42] See, e.g., *Nielsen v. Adams*, 388 N.W.2d 840, 846 (Neb. 1986) (“被告欺骗的事实本身就成立了恶意,即使被告可能没有意识到这种欺骗。因此,如果我们在以前的案例中将‘欺骗意图’作为欺诈性失实陈述或欺骗的诉因的一个必要要素,那么我们现在明确否定这种观点……”) *Kincaid v. SouthTrust Bank*, 221 S.W.3d 32, 39-40 (Tenn Ct.App.2006) (推定欺诈本质上是故意要件的欺诈,无论是目的上的不诚实还是欺骗意图都不是推定欺诈的基本要素).

[43] 参见 Goldberg et al.文,前注[39]第 1003 页。

[44] KEETON ET AL.文,前注[25],第 105 章节,第 727 页。

[45] 前注第 105 章节,第 726 页; see also Leon Green, *Deceit*, 16 VA. L. REV. 749, 750-58 (1930) (讨论美国普通侵权法如何从需要欺骗意图的“实际欺诈”变为仅仅造成损失的“无过错虚假陈述”理论).

称“《重述》”)对“虚假陈述”这一侵权行为的定义中涵盖了他人因信赖由别人提供的虚假信息而产生损失的情形。^[46]“虚假陈述”的子集是欺诈性虚假陈述。^[47]在陈述做出时存在故意(即明知或认识到了虚假性)或者陈述人在做出陈述时缺少其在陈述中明示或暗示的那些背景信息,则该虚假陈述具有欺诈性。^[48]为此,会有观点认为《重述》似乎是将“对虚假性的认知”而非“欺骗意图”视为欺诈性虚假陈述这一侵权行为的要件。可事实上《重述》还规定了对于进行了欺诈性虚假陈述的行为人而言,只有在“意在诱使他人因信赖该等虚假陈述而作为或不作为”时才应当承担责任。^[49]因此,欺诈行为没有意图和目标就不成立。^[50]只有“过失虚假陈述”这一独立类型的侵权才可能在没有此等意图的情况下成立。^[51]

2. 目的与认知的比较

如前所述,观点 A 所阐述的根本性欺诈概念与观点 B 所阐述的虚假陈述概念之间存在基本的结构性差异。根本性欺诈必然是目的导向性行为,而虚假陈述则未必如此。目的和动机不可混为一谈:目的是行为人想要达成的客观结果,动机是其之所以想达成该结果的理由。根本性欺诈要求具备欺骗的目的,即行为人形成了通过欺骗诱导他人行动的意图并且实施了意图。至于行为人的动机是单纯逐利、情感冲动、利己或利他则在所不问。^[52]而虚假陈述首先并不涉及主观状态的问题,其

[46] RESTATEMENT (SECOND) OF TORTS § 525 (1976).

[47] 参见前注。

[48] 参见前注第 526 章节。

[49] 参见前注第 525 章节。

[50] 普罗瑟(Prosser)列出欺骗的侵权行为要件为:(1)虚假陈述;(2)知道或相信陈述的虚假性(或缺乏足够信息以做出该陈述)(“主观故意”);(3)具有诱使原告依赖陈述而采取或不采取行动意图;(4)有合理理由信赖;(5)损害。KEETON ET AL.,注[25],第 105 章,第 728 页。我相信大家都会理解,诱使他们根据虚假陈述行事的意图与欺骗意图是一回事,那么普罗瑟就是将欺骗侵权行为定义为根本性欺诈行为。但是参见 Green,注[45],第 762 页(声称使受害人根据虚假陈述采取行动的目的与欺诈、欺骗或伤害的目的完全不同)。

[51] RESTATEMENT (SECOND) OF TORTS § 552.

[52] KEETON ET AL.文,注[25],第 107 章,第 741 页。唐纳德·兰格沃特(Donald Langevoort)教授指出,证券欺诈只要求陈述者意识到虚假性,因为陈述者的动机与知情与否无关,也不应当与之相关。Donald C. Langevoort, Reflections on (转下页)

仅要求行为人的言论或行为引导他人产生误解。^[53]然而,要认定行为人有过错,即使最终不需要实际的主观状态,法律亦会考量其心路历程,但核心在于这种针对过错的调查对象并非指向行为人(内心所具有)的目的,而是陈述或行为是否存在虚假或者具有误导性。^[54]这就涉及有关“认知状态”(或是否有认知)的问题。可能的状态或过错程度包括:完全知晓(knowledge,译者注:下文以“明知”指代)、知道大概率为假却无视相关的信息(willful blindness,译者注:下文以“放任”指代)、对重大可能性的有意识漠视(recklessness,译者注:下文以“鲁莽”指代)、缺乏对于存在重大偏差的认知(gross negligence,译者注:下文以“重大过失”指代,该等情形也包括特定情形下的鲁莽)、由于未尽合理注意而缺乏认知(negligence,译者注:下文以“一般过失”指代)和即使已经尽力注意但仍缺乏认知的情形(严格责任)。对于基于虚假陈述的欺诈概念,只需关注行为人是否意识到其陈述的虚假性以及行为的误导性。而对于基于根本性欺诈的概念,则必须追问行为人在进行虚假陈述或误导性行为时是否具有诱导他人作为或不作为的目的。

然而尚待回答的问题是:在根本性欺诈的框架下,是否还有必要探究行为人对陈述虚假性或行为误导程度的过错。答案是可能还需要,原因有以下两点。其一,欺骗的目的加上具有误导性的陈述或行为,通常意味着行为人在某种程度上已经认识到其陈述的虚假性或其行为的误

(接上页) Scierter (and the Securities Fraud Case Against Martha Stewart That Never Happened), 10 LEWIS & CLARK L. REV. 1, 5-10 (2006). 兰格沃特似乎忽略了目的或目标问题是如何介于行为人的单纯意识与行为动机或理由之间的。欺骗的目的可以服务于许多潜在的动机。区别在于行为人眼前利益与长远利益之分。

[53] See, e.g., *Game On Ventures, Inc. v. Gen. RV Ctr., Inc.*, 587 F. Supp. 2d 831, 838 (E.D. Mich. 2008) (“与欺诈性虚假陈述和沉默欺诈不同,提出无过错虚假陈述索赔的原告无需证明被告有意欺骗原告并使其依赖虚假或误导性陈述”); *W. Side Fed. Sav. & Loan Ass'n of N.Y.C. v. Hirschfeld*, 476 N.Y.S.2d 292, 295 (App. Div. 1984) (“如果我们从欺诈中除去主观意图(scierter)这一要素,剩下的部分就构成了无过错虚假陈述的侵权行为”).

[54] Cf *United States v. Svoboda*, 347 F.3d 471, 478-79 (2d Cir. 2003) (在共同犯罪中阐明以下两要件的区别:第一是知道共谋的存在与目标,其与故意无视理论相关;第二是为达到共谋目标实现的意图要件,其与故意无视理论无关).

导倾向。但是这种认知所对应的具体表现方式却可能存在差异。比如可以是非常肯定地知道自己的陈述是虚假的,可以是比较确定(为假)但决定不去核实,也可以是知道存在虚假的风险却不管不顾等等。因此,根本性欺诈的概念可以既要求以欺骗为目的,又要求对陈述的虚假性达到实际确信的程 度;也可以只要求以欺骗为目的,对虚假性的认知仅要求“未尽合理注意”。其二,在根本性欺诈案件中,对目的的任何探究几乎必然面临举证问题。目的是无法直接观察的,但陈述是否虚假通常至少部分可证。事后从司法角度判定行为人是否有欺骗目的,几乎总要先考虑行为人对虚假性或误导性的认知程度,并据此推断:认知程度越高,就越有可能成立故意的欺骗意图。事实上,很多欺诈案件往往只基于(有关事实层面)存在虚假的指控,起诉方依靠论证和推理来最终获得判决。

从前述对目的和认识的讨论中可以得出两个结论:第一,任何关于欺诈的概念都必须考虑行为人认识或过错层面的主观状态;第二,如果不把对虚假的认识问题与欺骗的目的问题区分开来,很容易造成根本性欺诈与虚假陈述之间的混淆。例如,如果法院一方面认定欺诈需要有欺骗意图,另一方面又将欺骗意图界定为对虚假陈述的故意,^[55]那么虚假陈述的标准将取代根本性欺诈标准。

对过错的认识状态长期以来一直都是一个争议点。参照威廉·普罗瑟教授关于侵权法的经典论述,其将欺诈侵权行为所需的意图称为“有意进行欺骗的意图”,并将其定义为“有意针对特定的人或特定类别的人,做出传达特定的含义陈述,使该陈述被相信并由此采取了特定的行动”。^[56] 但该等论述的进一步论述在于:“很显然,这种被法院称之为‘故意’的(欺骗)意图必须是相信或不相信该陈述真实性”。^[57] 更进一步而言,这种观点解释了如果陈述者声称知道一个他实际上并不知道的事实,法院将认定其具有对于自身所掌握的信息而非事实本身进行欺

[55] See, e.g., *In re Ikon Office Solutions, Inc.*, 277 F.3d 658, 667 (3d Cir. 2002).

[56] KEETON ET AL.文,注[25],第107章,第741页。

[57] 参见前注。

骗的意图。^[58]再看英国法官在被视为欺诈侵权奠基案的德里诉佩克案(Derry v. Peek)中的讨论^[59],举证的要点被表述得更清晰。赫舍尔法官认为:“若能证明虚假陈述系(1)故意的;或(2)陈述时不相信其为真;或(3)鲁莽地、不在意其真假性而做出虚假陈述时,即证明存在欺诈行为”。^[60]该段常被引为“鲁莽型欺诈”的概念,后文将详细讨论。^[61]

但在前述结论下赫舍尔法官的递进观点是:“第三种情况只是第二种情况的衍生,因为在此情况下做出陈述的人不可能真正相信他所陈述的事实是真实的”。^[62]他指出:“我认为证明欺诈的证据和构成欺诈的事实之间存在着某种混淆”。^[63]布拉姆维尔法官在德里(Derry)案中 also 指出:“在(同事)的所有判决中,我必须说,他们存在将‘不合理相信作为欺诈的证据’与‘不合理相信作为诉讼的理由’混为一谈”。^[64]

3. 认知的程度

一旦区分了目的和认知,就必须进一步界定:达到何种程度的主观状

[58] 参见前注第 107 章节,第 742 页。霍姆斯(Holmes)在论述欺诈时首先指出,行为人必须有意欺骗——用他的话说,就是有意让“他人相信”虚假陈述并“据此行事”。OLIVER WENDELL HOLMES, JR., THE COMMON LAW 90 (Am. Bar Ass'n Publ'g 2009) (1881)。但是,在一段晦涩的段落中,霍姆斯摒弃了主观状态观点,总结认为整个问题实际上为“一种外在的行为标准”,在这种标准下,客观上可能会误导人的陈述实际上就是带有欺骗意图的陈述(参见该文第 91~93 页)。霍姆斯认为欺诈侵权行为因此“比实际的道德欺诈范围更广泛”,因为“从道德基础出发,制定了社会中一般谨慎成员的欺诈行为的外部标准,并要求每个成员自担风险,避免欺诈的发生”(第 93 页)。霍姆斯对欺诈的概念似乎与第一部分 C 节 1 点的 B 观点中描述的概念相似。

[59] Derry v. Peek, (1889) 14 App. Cas. 337 (H.L.) (appeal taken from Eng.) (U.K.).

[60] 前注第 374 页 (Lord Herschell L.J.)。

[61] See, e.g., Sandberg v. Va. Bankshares, Inc., 979 F.2d 332, 346 & n.13 (4th Cir. 1992) (参考了德里(Derry)案的主张,即“故意无视陈述是否真正构成了故意的要求”。vacated, No. 91-1873(L), 1993 WL 524680 (4th Cir. Apr. 7, 1993); United Trade Assocs. Ltd. v. Dickens & Matson (USA) Ltd., 848 F. Supp. 751, 761 (E.D. Mich. 1994) (引用德里案,认为过失的虚假陈述足以证明欺诈); Conn. Nat'l Bank v. Giacomi, 10 Conn. L. Rptr. 66, 78 (Super. Ct. 1993) (过失地作出的陈述就是不诚实地作出的陈述)。

[62] Derry, 14 App. Cas. at 374 (Lord Herschell L.J.)。

[63] 参见前注第 369 页。

[64] 参见前注第 352 页 (Lord Bramwell L.J.)。

态或过错才能确立对虚假性或误导倾向的充分认知。一个完备的欺诈概念必须在此做出解释。各种欺诈法典通常将其称为“故意”(scienter)的问题。

“故意”是一个令人困惑的词,因为它最基础的意思——也是经常与之联系在一起的含义——是知晓。^[65]但至少在证券欺诈领域,这个术语被用来表示过错程度。“只有具备故意才可成立责任”这样的表述通常只是用来排除严格责任。^[66]在这种用法下,故意代表了在认知方面的所有可能:明知、放任、鲁莽、重大过失或一般过失。选择哪个含义取决于对欺诈制度功能的理解。如果制度聚焦于欺诈作为成本和损害问题的救济,那可能会更关注于欺诈所造成的最终结果而非目的方面,这样的制度就会对于过错有着较低的标准,甚至可能根本都不需要所谓的“故意”因素。对“故意”定义的选择可能取决于以下因素:损害成本与避免损害成本的权衡;制度是补偿性、惩罚性还是禁令性;监管对象是所有行为人还是特定行业;是否允许集体诉讼救济;以及该制度属于州法还是联邦法。

若制度聚焦于可责性和应受谴责性,重点在于欺骗行为所对应的责任,则其不仅需要对于欺骗的故意,而且往往还需要相当高度的认知。此时,“故意”一词定义的取舍既可能取决于对过失或鲁莽行为可追责性的一般立场,也可能取决于在欺诈语境下有关过失或鲁莽行为可责性的特定观点,甚至还包括对欺骗意图认定中可能产生的错误风险的评估——这种风险会随着适用于行为人对于其陈述虚假性的认知或者其行为误导的倾向性判断规则的变化而有所不同。

无论何种过错程度的标准都必须明确界定。尤其在鲁莽行为的

[65] 《布莱克法律词典(第9版)》将“故意”定义为使一个人对其作为或不作为的法律后果承担法律责任的认知;故意而为的行为事实是承担民事损害赔偿或刑事处罚的理由(参见该词典第1463页); see also 7 LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, SECURITIES REGULATION 3411 (3d rev. ed. 2003)(将普通法中的欺骗诉讼中的“故意”定义为明知其表达内容的虚假性)。

[66] “故意”的另一个定义是“意图欺骗、操纵或欺诈的心理状态”。BLACK'S LAW DICTIONARY,注[65],第1463页;也可参见 Loss & Seligman文,注[65],第3414页(故意被用来指“从明知虚假……到几近过失甚至无过错责任的不作为区间内的任何行为”)。

问题上,对于欺诈标准的界定尤为重要,因为欺诈法长期以来一直都未明确鲁莽型的欺诈是否存在或者是否应当存在。^[67] 有关鲁莽最为精准、要求最高并且也是最为常用的定义是《模范刑法典》中的定义,即行为人有意识地无视重大且不合理的风险,且这种漠视在程度上严重偏离了理性人在同样情境下的标准。^[68] 根据此等定义,鲁莽行为是对明知
的变体,即行为人实际上已经意识到了情境中蕴含的风险,只是并未达到“完全确信”该风险必然发生的程度。本文将其称为“有意无视”型鲁莽行为。^[69] 另一种众所周知的定义将鲁莽视为过失的一种加重形式。^[70] 在此类表述中,鲁莽一般不要求行为人实际、主观地无视风险,而是与过失一样,仅要求行为人未能注意到并采取措施应对风险;这里鲁莽与过失的区别仅在于行为人的未加注意程度已经超过了对于一般注意的要求,从而体现出高度的社会偏离性。^[71] 这种偏离或与风险的程度相关或与风险的性质相关,抑或是与程度与性质都有关,本文将其

[67] 参见后注[147]~[171]对应的正文。

[68] MODEL PENAL CODE § 2.02(2)(c) (1962).

[69] See James A. Henderson, Jr. & Aaron D. Twerski, *Intent and Recklessness in Tort: The Practical Craft of Restating Law*, 54 VAND. L. REV. 1133, 1144 (2001)(行为人不仅要知道(陈述不实)风险很大且很容易避免,还要主观上对可能的受害者的困境无情漠视,这样才算鲁莽)。

[70] See *United States v. Shortman*, 91 F.3d 80, 81 (9th Cir. 1996)(“重大过失被定义为对他人生命的罔顾”)。(quoting *United States v. Keith*, 605 F.2d 462, 463 (9th Cir. 1979)) (internal quotation marks omitted); *Bd. of Cnty. Comm'rs v. Liberty Grp.*, 965 F.2d 879, 884 (10th Cir. 1992)(重大过失与鲁莽行为之间仅为一线之隔,“鲁莽”与“重大过失”之间往往根本没有明确的区分,二者通常重合,具有相同的含义)(second and third alterations in original)(引用 KEETON ET AL. 文,注[25],第34章,第214页);*St. Onge v. Detroit & Mackinac Ry. Co.*, 321 N.W.2d 865, 867(Mich. Ct. App. 1982)(“重大过失”一词用于描述极端偏离一般谨慎标准的情况,其含义与“鲁莽”一词基本相同); RESTATEMENT (SECOND) OF TORTS § 500 (1964)(将“鲁莽地无视真实性”定义为“一个理性人能够根据已知的或有理由知道的事实,认识到他的行为不仅会给他他人造成不合理的人身伤害风险,而且这种风险远远大于该行为属于过失的风险”)

[71] 参见如 HOLMES 文,注[58],第92~93页(认为在欺诈案中,当“该陈述所需的信息远远不足,以至于一个谨慎的人做出该种陈述一定会被认为是漠视结果”时就可认定为鲁莽。并指出“如果一个人仅根据这些信息做出陈述,那么无论他的主观状态如何,即使他作出陈述时并无恶意,也要承担责任”)

称为“重大过失”型鲁莽行为。^[72]

赞同“有意无视”型的鲁莽的主要观点如下：当行为人明知该陈述为假，却仍使他人依赖于其已明知虚假的陈述做出对自身不利的行动，该等行为无论是否得逞都应受到谴责、应予赔偿和受到遏制；当行为人做出一个导致他人损失的陈述，并且行为人知道该等陈述可能虚假，此等行为与其确切地知道陈述为假的情况具有同等的可惩处性；^[73]当行为人明知可能毫无事实依据却仍以不容置疑的口气做出陈述，^[74]这其实也可以说实际上已经构成一种明知：因为其知道自己正在隐蔽性地向受众进行与其自身所确认的信息并不相符的陈述。^[75]当陈述本身毫无依据的风险已经很高的情形下，行为人仍继续进行陈述本身就属于严重背离常理，此等形式的鲁莽就是“重大且无正当理由”。但支持“重大过失”型鲁莽行为承担责任的理由则截然不同。该主张认为当他人可能因依赖某项陈述而受到损失时，行为人若对确保该等陈述的准确性未尽

[72] 虽然我认为在此没有必要，但我们可以更深入地探讨鲁莽的概念。金·费尔赞（Kim Ferzan）教授主张考虑第三种形式的鲁莽，她称之为“不透明的鲁莽”（opaque recklessness）。Kimberly Kessler Ferzan, *Opaque Recklessness*, 91 J. CRIM. L. & CRIMINOLOGY 597, 598-99 (2001)。根据费尔赞教授的观点，当行为人在某种意义上考虑到其行为的危险性（例如，开得太快是危险的），但却没有考虑到她可能要承担责任的具体风险（例如，如果我开得太快，我可能会撞死那个可能横穿马路的行人）时，她就是在做不透明的鲁莽行为。肯·西蒙斯（Ken Simons）教授认为，鲁莽有三个方面或三种类型：（1）“认知”鲁莽，涉及对风险的认识（一种“相信状态”）；（2）漠视鲁莽，涉及对风险的“不在意”（一种“意图状态”）；（3）重大过失意义上的鲁莽（一种行为标准，而不是一种心理状态）。Kenneth W. Simons, *Rethinking Mental States*, 72 B.U. L. REV. 463, 465 (1992)。

[73] 拉里·亚历山大（Larry Alexander）教授对这一论点提出了一个更打破常规的观点，他认为，就刑法的一般目的而言，鲁莽应被视为等同于故意和明知，因为根据定义，鲁莽同样涉及“对他人利益关心不够的基本道德败坏”。Larry Alexander, *Insufficient Concern: A Unified Conception of Criminal Culpability*, 88 CALIF. L. REV. 931, 931 (2000)。

[74] See *Derry v. Peek*, (1889) 14 App. Cas. 337, 368 (H.L.) (appeal taken from Eng.) (U.K.) (Lord Herschell L.J.) (“任何人做出一项陈述并希望对方能够根据该陈述行事时，一定会确保对方相信陈述的真实性，最起码自己是相信的。如果他并无此想法，他的可责性无异于他明知陈述是虚假的或他并不相信该陈述真实”）。

[75] 参见前注（指出一个对其陈述是否虚假不计后果的人与一个不相信其陈述属实的人应承担同样的法律责任）。

到审慎的注意,那此等行为就具有可责性。因此法律应当激励人们在认识到他人可能依赖自己的言论时保持更加的谨慎,那些依赖于他人不谨慎的言论而遭受损失的人理应获得赔偿。同时这种观点认为,这一原则只适用于严重疏忽大意的情况。同样的争论可以延伸至有关到底是基于明知、过失或严格责任为基础的过错模式,但基本观点其实已经具备:对欺诈的清晰界定都必须对行为人的“认知”问题进行判断,并且该等判断都摆脱不了一种对于认知在可适用的教义学方法上的精准分析。

4. 刑事层面的过错

如果欺诈的定义涵盖刑事制裁的适用,对于主观状态的问题会进一步地产生。其一,是否对法律上称之为单纯虚假陈述的行为进行刑事制裁?可能在处罚相对较轻或仅限于罚款的情形下,这种制裁可被接受。然而,美国的刑事欺诈制度通常会判处刑期较长的有期徒刑。^[76] 本文并不了解存在严谨的学术观点支持将单纯过失作为欺诈犯罪刑事责任的基础,并且美国绝大多数刑事制度至少坚持要求需证明存在有“欺诈的意图”。^[77] 其二,如何区分民事欺诈和刑事欺诈?刑事责任的正当性通常基于某些行为特别具有可责性或只能通过特别严厉的制裁手段才能产生威慑,而行为人主观状态的性质及其可能造成的损害程度则是衡量这些标准的两个主要依据,无论“惩罚论”或“后果论”的讨论都会着重考量主观状态和损害后果这两个因素。

在欺诈案件中,刑事责任与民事责任之间可能存在的区别,要么是因为行为人应受谴责的主观状态,要么是因为其造成或可能造成了特别严重或巨大的损失。尽管损害程度对于检察官的自由裁量以及法官和陪审团的决策具有重大影响,但将其体现在欺诈法律中却很困难。一般而言,多少和何种程度的损害足以使欺诈案件“真正成为刑事案件”?尽管可以在个案层面上存在强烈的直觉判断,但树立一个明确的标准却

[76] See, e.g., 18 U.S.C. § 1344 (2006) (规定证券或商品欺诈最高可判处 25 年监禁).

[77] See, e.g., *United States v. Jones*, 641 F.3d 706, 710 (6th Cir. 2011) (health-care fraud); *United States v. Warshak*, 631 F.3d 266, 312 (6th Cir. 2010) (bank fraud); *Cox v. State*, 964 P.2d 1235, 1236 (Wyo.1998) (check fraud).

并不容易。^[78]

从主观状态的视角出发更有利于区分民事欺诈和刑事欺诈。对欺诈处以刑事责任需要合理的理由,主观状态对于理解在某些欺诈案件中刑事处罚为什么是正当的是非常重要的。^[79]但本文并非要为欺诈的刑事责任提出论据。相反,本文将这种做法视为实定法(译者注:相对于一切天然自成的自然法,实定法包括人类自身所制订的规则,可以是成文法,也可能是通过判例所确立的一种规则)的一个既定特征进而研究构成(欺诈的刑事责任)的基本要素是什么。这些基本要素中包含了有别于欺诈民事责任要素的加重因素,而这种加重因素最直接体现于主观状态这一要素之中。

刑事欺诈的责任会要求怎样更高的过错程度?直白而言,应具有以欺骗为目的的欺诈意图。倘若这个观点成立,一则意味着欺诈的民事责任就无需有欺骗的目的,否则就无法区分这两种责任形式;二则意味着有欺骗的目的就足以成为承担刑事责任的理由。

采纳任何学说都不容易。前文已经介绍为何欺诈的概念要求在所有情形下(包括民事)都需要具备欺骗目的。但若仅因欺骗目的就施加刑事处罚的主张却又或许令人难以接受。(因为可以看到)市场上充斥着各种欺骗行为,有些常见到近乎无害,更多欺骗行为是以销售、广告和精明的谈判等其他标签出现。因此,欺骗的可责性与说谎的可责性一样,会因情境的不同而大相径庭。

那么是否应当认为刑事欺诈责任需要更为严格的过错程度标准?前已论及,作为实证法和规范正义的双重要求,这种更为严格的过错程度标准应当是“对自身行为的不当性具有认知”。^[80]换言之,行为人不仅有意欺骗他人,并且还必须明知其欺骗方式在该特定情境下是不妥的

[78] 《美国刑事处罚指南(2010)》用了一种相当简单粗暴的金融损失与罪责关系的衡量标准,参见前注 2B1.1,该标准已饱受诟病, see, e.g., Samuel W. Buell, *Reforming Punishment of Financial Reporting Fraud*, 28 CARDOZO L. REV. 1611, 1612 (2007)。

[79] 参见 Buell 文,注[22],第 2022~2036 页(解释行为人对其欺骗行为的不法性的认识如何能成为其因欺诈而受处罚的理由)。

[80] 参见前注。在证券刑事案件中,迈克尔·西格尔(Michael Seigel)教授主张采用类似的对过错具有认识的要求,不过西格尔将这一要求描述为仅能为被告提供“微弱的法律错误抗辩”。Seigel 文,注[28],第 1609~1610 页。

却仍故意为之。在简单的欺诈案件中,主观状态可以从行为人的行为中得以体现。所有人都知道操作一个价值数十亿美元的庞氏骗局不仅是欺诈,更是不法行为。毫无疑问,伯尼·麦道夫知道他的所作所为是错误的。^[81]然而,在更复杂的欺诈案件中,特别是涉及新型欺诈手法时,证明行为人“对自身行为的不当行为具有认知”往往只能依赖于间接证据。比如是否采取措施掩盖痕迹、防止他人看出行为的真实性质等,这些行为有时就是古已有之的“欺诈标签”的表现。^[82]

对于欺诈行为做出穷尽的阐释需要长达一本专著的篇幅,但至少目前已勾勒出理解欺诈的一般框架。接下来讨论更具体的问题:如何界定证券欺诈?

二、什么是证券欺诈?

规则 10b-5 是有关证券欺诈法律的主要条款,已经适用了将近 70 年。^[83] 它甚至可谓是美国行政法中最具影响力的法律条文。^[84] 但该

[81] 除非他有妄想症。也许许多明目张胆的欺诈者都是如此。但是,正如刑法的其他领域一样,妄想症如果没有达到法律上的精神错乱程度,并不能免除责任。

[82] 参见例如 Buell 文,注[22],第 1983 页(“自 17 世纪以来,‘有罪的标识’……一直是法律介入商业行为的一个重要特征”)。

[83] The SEC adopted Rule 10b-5 in 1942. 7 Loss & Seligman, 注[65],第 3407~3408 页。

[84] 这项规则引发了数千起诉讼,导致数十亿美元的资金易手。See Securities Class Action Clearinghouse, STANFORD LAW SCH., <http://securities.stanford.edu/settle.html> (last visited Nov. 9, 2011)(证券集体诉讼和解金额摘要)。它导致非常多的司法意见,包括 20 世纪一些最受尊敬的法学家的意见。截至 2011 年 11 月 9 日,在 Westlaw 中检索案件概要中出现“证券欺诈”一词的联邦上诉法院判决的意见共 1,589 条。See, e.g., Int'l Bhd. of Teamsters v. Daniel, 439 U.S. 551 (1979) (Powell, J.); Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976) (Powell, J.); Mallis v. Bankers Trust Co., 615 F.2d 68 (2d Cir. 1980) (Friendly, J.); United States v. Simon, 425 F.2d 796 (2d Cir. 1969) (Friendly, J.)。该规则还经常成为美国主要报纸的头条新闻。在 Westlaw 的《纽约时报》数据库中搜索 1980 年以来标题中包含“欺诈”和正文中包含“证券欺诈”的文章,截至 2011 年 11 月 9 日共搜索到 424 篇。在 Westlaw 的《华尔街日报》文摘数据库中搜索 1990 年以来摘要中出现“证券欺诈”一词的文章,截至 2011 年 11 月 9 日共搜索到 643 篇。该规则已将数百人(转下页)

规定在文本结构上不尽完善,而且几乎没有像样的行政史。^[85] 它就像一把“法律上的瑞士军刀”(译者注:形容其万能性),被用于惩罚、禁止、威慑、监管、罚款、剥夺资格、起诉、赔偿等,这也许可以理解为什么它的核心含义变得琐碎、混乱甚至自相矛盾。证券监管法律并非建立在单一的“欺诈”概念之上。“证券欺诈”是一个涵盖了多种诉因的总称,其中有些是根本性欺诈,有些只是虚假陈述。鉴于有关证券欺诈的资料非常丰富,在此对这一法律体系进行梳理似乎没有必要。但本文认为,律师和政策制定者未能注意到有关证券欺诈概念已经变得多么地困惑和没有边界。

为了明确问题的本质和严重程度,本部分将对证券欺诈法律的现状进行简要回顾。首先,解读法规和规则的结构;其次,总结司法中欺诈法规和规则的基本要求;再次,论证有关主观状态和过失的现行理论所存在的重大混淆;最后,在证券欺诈法的描述之中引入内幕交易法的讨论。

(接上页)送入监狱,有些人甚至被判入狱数十年。See, e. g., *United States v. Skilling*, 554 F.3d 529, 542 (5th Cir. 2009)(报告称地区法院因一项共谋罪、十二项欺诈罪、五项虚假陈述罪和一项内幕交易罪判处被告(安然公司前首席执行官)24年以上监禁), *affd in part, vacated in part, and remanded*, 130 S. Ct. 2896 (2010); *United States v. Rigas*, 583 F.3d 108, 113, 126 (2d Cir. 2009)(地区法院以银行欺诈罪分别判处阿德菲亚传播公司(Adelphia Communications, Corp.)前首席执行官约翰(John)和首席财务官迪莫西·里格斯(Timothy Rigas)12年和17年的刑期); *United States v. Ebberts*, 458 F.3d 110, 112, 130 (2d Cir. 2006)(对世界通信公司前首席执行官以共谋和证券欺诈罪判处25年徒刑)。联邦司法统计局(BJS)的数据显示,1994年至2008年间,有1,100多人因证券欺诈而受到刑事起诉。该数据可通过访问 <http://bjs.ojp.usdoj.gov/fjsrc/tsec.cfm>,并根据提示生成一份报告来获得,该报告显示了1994年至2008年间根据《美国法典》第15编第78j条(1934年《证券交易法》第10条)被起诉的被告总人数。当然,该规则也是大量文献的研究内容。截至2011年11月9日,有84篇标题中使用“证券欺诈”一词的论文发布在社会科学研究网(SSRN)上。在Westlaw期刊和法律评论(JLR)数据库中搜索标题中使用“证券欺诈”一词的文章,截至2011年11月9日共搜索到281篇。在HeinOnline Law Journal Library数据库中进行类似搜索,截至2011年11月9日共搜索到302篇。

[85] See 5B ARNOLD S. JACOBS, *DISCLOSURE AND REMEDIES UNDER THE SECURITIES LAWS* § 6:1-3, at 6-3 to -11 (2011) (描述了该法规和规则的立法和行政史); see also JOEL SELIGMAN, *THE TRANSFORMATION OF WALL STREET* 99 (3d ed. 2003) (《1934年证券交易法》是一个无法解决的“奇迹”。在大多数有争议的实质性问题,国会常常陷入僵局。立法者没有为新成立的委员会规定明确的,而是授权该机构研究争议或发布自己的规则)。

(一) 法规和监管体系的结构

当律师们谈论“证券欺诈”时,通常指的是违反《联邦法典》第 17 卷项下之规则 10b-5 的行为。出于三个原因,“证券欺诈”这个术语也被理解为《1933 年证券法》(以下简称《证券法》)第 17 条所指向的行为。^[86] 首先,第 17 条可供 SEC 在民事(罚金)的监管活动中使用,也可供司法部(DOJ)在刑事起诉中援引,但私人诉讼中的原告无法据此起诉。^[87] 其次,规则 10b-5 的反欺诈措辞直接源于《证券法》第 17 条的文本,只是略有不同。^[88] 第三,法院有时会将规则 10b-5 和《证券法》

[86] Securities Act of 1933, 15 U.S.C. § § 77a-77aa (2006);《证券法》第 17 条。

[87] 前述法案第 20 条及第 24 条; Maldonado v. Dominguez, 137 F.3d 1, 3 (1st Cir. 1998)。

[88] 5B JACOBS, 参见前注[85], § 6:3, at 6-11; 7 Loss & Seligman, 前注[65], 第 3408 页。两条禁令的措辞略有不同。全文如下,重要的不同点用斜体标出。《1933 年证券法》第 17 条规定,“直接或间接……提供或销售任何证券”均属违法行为:(1) 使用任何手段、计谋或诡计进行欺诈,或(2) 对重要事实作出任何不真实的陈述,或不陈述必要的重要事实,以使所做出的陈述在当时的情况下不具有误导性,从而获得金钱或财产;或(3) 从事对购买者构成或将构成欺诈或欺骗的各类交易、惯例或经营。《1933 年证券法》第 17 条。规则 10b-5 规定,“直接或间接”以及“与购买或销售任何证券有关”的行为均属违规:(a) 使用任何手段、计谋或诡计进行欺诈;(b) 对重要事实作出任何不真实的陈述,或不陈述必要的重要事实,以使所做出的陈述在当时的情况下不具有误导性;或(c) 从事对任何人构成或将构成欺诈或欺骗的各类行为、惯例或经营。17 C.F.R. § 240.10b-5 (2011); 因此,第 17 条的范围更广,可能适用于使用他人虚假陈述的人。See SEC v. Tambone, 597 F.3d 436, 442-48 (1st Cir. 2010) (en bane) (该案深入探讨了这一区别,并否定了“根据规则 10b-5 的第二项规定,仅在传播他人的虚假陈述方面发挥作用的人也应承担责任的观点)。遗憾的是,第 17 条的措辞以及规则 10b-5 的起源并没有为如何解释文本提供什么启示。国会似乎主要借鉴了纽约州的证券市场反欺诈条款——《马丁法》(Martin Act, N.Y. GEN. BUS. LAW § 352-c (McKinney 19%), 该法案借鉴了马里兰州的反欺诈法规,即 Act of Apr 16, 1920, ch. 552, 1920 Md. 1135 号法令,其文本渊源不明。See Federal Securities Act; Hearing on H.R. 4314 Before the H. Comm. on Interstate and Foreign Commerce, 73d Cong. passim (1933) (讨论各州的反欺诈法规,包括马里兰州和纽约州的反欺诈法规); Securities Act; Hearing on S. 875 Before the S. Comm. on Banking & Currency, 73d Cong. passim (1933) 在关于联邦证券法的辩论中讨论《马丁法》); Decatur H. Miller, A Prospectus on the Maryland Securities Act, 23 Mo. L. REV. 289, 293-94 (1963) (讨论马里兰州反欺诈法规的起源); Letter from George W. Hodges to Tracy Stagg (Apr. 25, 1921), reprinted in N.Y. STATE LIBRARY, BILL JACKET COLLECTION, ch. 649, at 6 (讨论纽约通过与马里兰州反欺诈法类似的反欺诈法的必要性); Letter from Arthur W. Loasby to Nathan L. Miller, Governor of N.Y. (Apr. 12, 1921), reprinted in N.Y. STATE LIBRARY, supra, ch. 649, at 3 (纽约的反欺诈法规“与马里兰州的法规非常接近”)。

第 17 条联系起来解释,但有时又强调二者之间也存在重要的区别。^[89]

从法条上看,证券欺诈制度的规则大体如下:《证券法》第 17 条禁止:(1) 欺诈的计谋或手段;(2) 虚假陈述或对真实情况具有误导性的遗漏;(3) 具有欺诈或欺骗性质的行为或做法。^[90]《1934 年证券交易法》(以下简称《证券交易法》)第 10 条^[91]禁止“任何操纵性或欺骗性手段或计谋”,禁止违反 SEC 针对此类行为所制定的任何规则。^[92]与第 17 条一样,规则 10b-5 是 SEC 根据第 10 条行使权力的主要依据,它禁止:(1) 欺诈的计谋或手段;(2) 虚假事实陈述或对真实情况具有误导性的遗漏;(3) 具有欺诈或欺骗性质的行为或做法。^[93]

就成文规范本身而言,证券欺诈法的范围极为广泛。该法的表述既包括“计谋”“欺诈”和“欺骗”等术语涵盖根本性欺诈行为,又通过“虚假陈述”和“产生等同于欺骗效果”的行为描述将仅需以损害结果作为认定标准的虚假陈述囊括其中。^[94]证券欺诈的诉因可以分为以下三个方面:(1) 起诉主体的性质;(2) 被诉违法的行为类型;以及(3) 所寻求的救济。私人原告只能根据规则 10b-5 提起诉讼,并且只能寻求损害赔偿。^[95]此类诉讼基于对于“欺诈计谋”“虚假陈述或遗漏”或“视为欺诈

[89] See, e.g., *Aaron v. SEC*, 446 U.S. 680, 687-700 (1980) (审查美国证券交易委员会在针对违反第 17 条或规则 10b-5 的行为寻求禁令时确定故意的责任,并认为确定违反规则 10b-5 和第 17(a)(1) 条规则的行为需要具有故意,但违反第 17(a)(2) 条或第 17(a)(3) 条规则的行为则不需要)。

[90] *United States v. Naftalin*, 441 U.S. 768, 774 (1979) (解释说第 17 条可能涉及三类不同的不当行为)。

[91] Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. § 78a-78oo (2006 & Supp. III 2009)。

[92] 前述法案第 10 条。

[93] 17 C.F.R. § 240.10b-5。

[94] See *In re Enron Corp. Sec. Derivative & “ERISA” Litig.*, 529 F. Supp. 2d 644, 678-90 (S.D. Tex. 2006) (讨论规则 10b-5 下基于虚假陈述的案件与基于未披露的案件之间的区别); *Swack v. Credit Suisse First Bos.*, 383 F. Supp. 2d 223, 238-39 (D. Mass. 2004) (讨论可能牵涉到规则 10b-5 的三个不同类别的行为)。

[95] *Superintendent of Ins. v. Bankers Life & Cas. Co.*, 404 U.S. 6, 13 n.9 (1971); *Kardon v. Nat'l Gypsum Co.*, 69 F. Supp. 512, 513-14 (E.D. Pa. 1946); see also *Maldonado v. Dominguez*, 137 F.2d 1, 6, 9-10 (1st Cir. 1998) (允许原告根据规则 10b-5 提出索赔,但驳回原告根据第 17 条提出的索赔,因为根据第 17 条,不存在默示的私人诉讼理由)。

的行为或做法”的指控,^[96]因此就有三类针对证券欺诈的私人诉因且均指向经济方面的赔偿。SEC 则可根据规则 10b-5 和《证券法》第 17 条采取行政措施或提起诉讼。^[97] SEC 可能会要求返还利润、罚款或禁令救济——通常包括禁止进一步违规和/或禁止担任公司高管或董事。^[98] 所有此类诉讼都可基于对“欺诈计谋”“虚假陈述或遗漏”或“视为欺诈的行为或做法”的指控。^[99] 加上 SEC 在行政法庭和地区法院之间可以有的选择,^[100] SEC 针对证券欺诈可以提起六种类型的诉讼,不同的过错类型会对应不同的救济方式。

只要案件涉及“有意图”的行为,司法部可根据规则 10b-5 和《证券法》第 17 条对证券欺诈提起刑事诉讼。^[101] 司法部可寻求典型的刑罚措施包括赔偿、罚款和/或监禁。^[102] 起诉可基于“欺诈计谋”“虚假陈述或遗漏”或“视为欺诈的行为或做法”的指控。因此,司法部可就证券欺诈提起三类刑事诉讼。照此统计,证券欺诈下共有 12 种可能的诉因。当

[96] See, e.g., *In re Am. Cont'l/Lincoln Sav. & Loan Sec. Litig.*, 140 F.R.D. 425, 428-29 (D. Ariz. 1992) (原告必须证明存在欺诈计谋、虚假陈述或遗漏,或者欺诈行为或做法,才能在规则 10b-5 中胜诉)。

[97] Securities Act of 1933 § 8, 15 U.S.C. § 77h-1 (2006); 该法第 20 条; Securities Exchange Act of 1934 § § 21A-21D.

[98] Securities Act of 1933 § 8.

[99] 参见前注[96]。

[100] 参见前注[97]。

[101] Securities Act of 1933 § 24; Securities Exchange Act of 1934 § 32. 自 2002 年以来,司法部还可以根据《美国法典》第 18 篇第 1348 节(2006 年)起诉证券欺诈行为,该节涵盖任何在知情的情况下实施或试图实施阴谋或诡计的人,其目的是:(1)就……发行人的任何证券(须根据《1934 年证券交易法》登记或报告)欺诈任何人;或(2)通过虚假或欺诈性借口、陈述或承诺,获取与购买或出售……发行人的任何证券(根据《1934 年证券交易法》必须注册或报告)有关的任何金钱或财产。参见前注[96],该条在案例法上并没有得到充分的延展。See *United States v. Mahaffy*, No. 05-CR-613, 2006 WL 2224518, at *10-19 (E.D.N.Y. Aug. 2, 2006) (解释说该法规以邮件和电信欺诈法规为模式,因此应作类似解释,并探讨了证券法第 15 条与该法规“与……有关”要求的相关性)。值得注意的是该法规并不包括与规则 10b-5 和第 17 条第二项(虚假陈述或遗漏)相平行的条款。我们可以而且也许应该认为,该法规只涵盖根本欺诈行为,并要求具有欺骗目的的证据。

[102] Securities Act of 1933 § 24; Securities Exchange Act of 1934 § 32; 18 U.S.C. § 3551 (2006). See generally 18 U.S.C. § § 3551-3586 (2006) (详细介绍了量刑程序和可能的惩罚)。

然,可以以其他方式对这些原因再行分类。实践中,起诉方往往会同时指控多种违规行为,并寻求多种形式的救济措施。此外,私人诉讼、SEC的行动和司法部的起诉通常会对同一件违规行为并行存在。^[103] 如此整理目的在于在证券欺诈这一看似单一的类别中更加清晰地区分可能涉及的不同类型的诉讼形式。

(二) 联邦法院认为的要素

前述法律和规则条款不能被孤立地解读。证券欺诈法律是联邦法律中“法官造法”最多的法律体系之一。就连已故首席大法官伦奎斯特(Rehnquist)这样一位标榜条文主义者,其对规则10b-5描述为“从几乎不起眼的立法橡子发展而来的一棵司法橡树”的观点也广为人知。^[104] 因此,需要在可辨别范围内结合司法规则分析前已提及的各项诉讼类型。

对于私人诉因,最高法院规定原告必须证明六个要素:(1)重大失实陈述(或遗漏);(2)认知,即不法心态;(3)与证券买卖有关;(4)合理信赖;(5)经济损失;(6)损失因果关系,即重大失实陈述与损失之间的因果关系。^[105] 但这并不完全准确。正如最高法院所承认,重大虚假陈述或遗漏并非规则10b-5所能规制的唯一行为。^[106] 要件(1)应被理解为包括“欺诈计谋”以及“视为欺诈的行为或做法”,也就是说,其含义更接近于“属

[103] 例如安然时间引发了刑事诉讼, e.g., *United States v. Skilling*, 638 F.3d 480, 481 (5th Cir. 2011); 一起集体诉讼, *Newby v. Enron Corp.*, 542 F.3d 463, 467 (5th Cir. 2008); 以及SEC的多项执法行动, see *Spotlight on Enron, SEC*, <http://www.sec.gov/spotlight/enron/htm> (last modified May 11, 2010)。

[104] *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723, 737 (1975)。

[105] *Dura Pharm., Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 341-42 (2005) (emphasis omitted)。

[106] See *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 227-30 (1980) (解释了在披露义务下保持沉默如何构成欺诈); *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128, 152-54 (1972) (解释不披露如何构成欺诈); see also *Santa Fe Indus., Inc. v. Green*, 430 U.S. 462, 472-74 (1977) (认为在并无欺骗的情况下,违反信托责任本身并不构成证券欺诈); *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180, 181-82 (1963) (认为注册投资顾问建议长期投资某证券,但却为自己的账户购买该证券后立即卖出获利即构成欺诈); *Regents of the Univ. of Cal. v. Credit Suisse First Bos. (USA), Inc.*, 482 F.3d 372, 383-85 (5th Cir. 2007) (深入讨论根据规则10b-5对不披露的欺诈行为进行索赔时,证明义务的必要性)。But see *United States v. Schiff*, 602 F.3d 152, 162-63 (3d Cir. 2010) (认为根据规则10b-5的披露义务并非源于公司高管与股东的一般信义义务关系)。

于规则 10b-5 中第(a)款第(1)项、第(2)项或第(3)项范围内的行为”。

SEC 监管措施的要素与这一框架有以下不同之处:几乎不再要求第(4)~(6)项的三个要素。当 SEC 指控存在证券欺诈时,它不是作为寻求损害赔偿的受害者,因此它不需要证明做了任何事情,也无需证明其依赖于被告的任何行为,更不需要证明遭受了任何损失。^[107] 法律本可以要求 SEC 代表受害者(如未参与诉讼的受害投资者)证明上述事情,但出于明显的原因法律并未如此规定。SEC 只在仅仅限于追回被告不当得利时才需要证明类似于“损害”的数额。^[108]

与私人诉讼中的原告相比,SEC 的举证责任在至少三个方面有所不同。SEC 既可以依据《证券法》第 17 条,也可以依据规则 10b-5 进行诉讼。根据最高法院的判决,^[109]与规则 10b-5 相比,《证券法》第 17 条下“认知”的成立标准更低。此外,依据证券欺诈的普通法渊源,SEC 还可以提起禁令救济措施,这更接近于衡平法措施,而非像私人损害赔偿基于法律而提起的诉讼。^[110] 最后,SEC 可以对“帮助和教唆”他人进行证券欺诈的人采取措施,但私人原告则不可以。^[111]

在其他方面,SEC 提起的证券欺诈的案件与私人诉讼的原告类似。SEC 提起诉讼必须基于行为违反了《证券法》第 17 条或规则 10b-5,且该行为需满足证券欺诈法上的“重大性”要求。^[112] SEC 必须证明对方有某种形式的主观认知,^[113]且被告的行为须与证券交易相关。^[114]

[107] See, e.g., SEC v. Rana Research, Inc., 8 F.3d 1358, 1363-64 (9th Cir. 1993)(解释称 SEC 不需要证明依赖即可以成立规则 10b-5 的诉因)。

[108] See Securities Exchange Act of 1934 § 21, 15 U.S.C. § 78u-2(b)(1)(2)(2006)。

[109] 参见前注[89]。

[110] See, e.g., 同上注, at 701-02 (允许 SEC 提起禁令救济诉讼)。

[111] Securities Exchange Act of 1934 § 20; Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., 128 S. Ct. 761, 769 (2008); Cent. Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U.S. 164, 191 (1994)。

[112] TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 445-47 (1976)。

[113] See, e.g., SEC v. Rana Research, Inc., 8 F.3d 1358, 1363-64 (9th Cir. 1993)(指出 SEC 必须证实故意才能根据规则 10b-5 提起诉讼)。

[114] See, e.g., SEC v. Tambone, 597 F.3d 436, 443 (1st Cir. 2010)(解释说 SEC 在第 10(b)条下的权力仅限于与买卖证券有关的行动);SEC v. Wolfson, 539 F.3d 1249, 1256 (10th Cir. 2008)(same); Geman v. SEC, 334 F.3d 1183, 1190-92 (10th Cir. 2003)(same); Rana Research, 8 F.3d at 1363-64 (same)。

最后,政府可以对证券欺诈提起刑事诉讼。司法部与 SEC 的定位很相似,除非希望被告被判向受害者支付赔偿,否则司法部不需要证明类似于信赖、损害赔偿或损失因果关系的事项。事实上,证券欺诈包括“未遂”责任。与电信欺诈法一样,司法部只需证明某人实施了欺诈“计划”,即使其未能成功。^[115] 但是,司法部仍然必须证明某种形式的违法行为,包括满足实质性要求,并且必须证明有认知。^[116] 当然,对于刑事指控必须达到“排除合理怀疑”标准,而不仅仅是“优势证据”标准。

当然,在进一步谈及主观状态问题之前,值得注意的是:在各种民事和刑事救济措施中,其实并没有明确在多大程度上仅凭未披露的事实和行为本身就可以构成证券欺诈。^[117] 法院明确指出,在某些受托关系和类似关系中,某些形式的未披露可能构成证券欺诈。^[118] 但是,法规、规则和判例并未提供确切的一般性规定或正当化依据来准确界定哪些情况可能触发更高的诚实义务。^[119]

(三)“故意”标准的混乱

行文至此,到了本文最为挑战却也是核心所在的问题。正如在前述第一部分中的阐述,欺诈在学理上不同概念之间的区别主要体现在主观

[115] E.g., *United States v. Frey*, 42 F.3d 795, 800 (3d Cir. 1994) (解释说(欺诈)成功不是构成欺诈的必要要件)。

[116] See, e.g., *United States v. Teyibo*, 877 F. Supp. 846, 861 (S.D.N.Y. 1995) (概述证券欺诈的要件)。

[117] 这是第一部分中讨论的行为(a)、背景(c)和伤害类型(e)这三个欺诈方面的交叉点。参见前注[24]~[27]间正文。

[118] 正如我将要讨论的,内幕交易法主要基于“披露或放弃”交易的要求。Compare *Santa Fe Indus., Inc. v. Green*, 430 U.S. 462, 472-74 (1977) (认为在没有某种形式的欺骗的情况下,违反信托义务本身并不构成《1934年证券交易法》规定的欺诈), with *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180, 192-95 (1963) (认为 SEC 提出禁令救济的诉讼中,根据《1940年投资顾问法》(31 U.S.C. § § 3729-3731 (2006)),受托人不披露不忠诚行为可构成欺诈,部分原因是在衡平法诉讼中,关于欺诈的普通法并不总是要求具有造成伤害或欺诈意图的证据)。

[119] See Donald C. Langevoort & G. Mitu Gulati, *The Muddled Duty To Disclose Under Rule 10b-5*, 57 VAND. L. REV. 1639, 1646-74 (2004) (指出“在基本义务问题上存在不一致的主要领域”); see also Gregory Klass, *Meaning, Purpose and Cause in the Law of Deception 2-3* (普通法倾向于将虚假陈述欺诈、隐瞒欺诈和不披露欺诈混为一谈,这是一个严重的错误,因为这三种欺诈实际上涉及不同的监管方法……)。

状态和过错的理解上。基于观点 A(译者注:即第一部分之“根本性欺诈”论)那种以法律责任为核心的欺诈概念,既要求有欺骗目的,又要求行为人在陈述的虚假性或其作为及不作为的误导性方面有某种程度的过错。而基于观点 B(译者注:即第一部分之“虚假陈述”论),虚假陈述并不要求有欺骗目的,可以根据法律所选择的规范立场,依据行为人对于虚假性陈述或行为人的误导性作为或不作为的不同过错程度来确立。最高法院关于证券欺诈需要“故意,例如对行为错误的意识”的表述,只是指出了在欺诈法上主观状态对于欺诈概念至关重要。^[120]

基于理论尚不完善的现实,本部分将尽力解释“故意”在每一类型证券欺诈诉讼的具体含义。

1. 私人诉讼

最高法院 1976 年的一项判决认定:在根据规则 10b-5 进行的证券欺诈私人诉讼中,原告必须证明(被告)的“故意”,即具有欺骗、操纵或欺诈的意图。^[121] 法院做出这一裁定的主要理由是,《证券交易法》第 10 条仅授权 SEC 制定针对“操纵性或欺骗性的手段或计谋”的规则。^[122] 这些字眼意味着策划、计谋等严重的过错行为。基于这种措辞,SEC 如果将规则 10b-5 应用于较轻的过错行为,将超越 SEC 的法定权限。

根据这一裁决,有人可能会认为规则 10b-5 采用的是“根本性欺诈”的概念。但事实并非如此。最高法院在判决的脚注中解释道:“在某些法律领域,鲁莽行为可被视为故意行为的一种形式,以对此类行为施加法律责任”。^[123] 最高法院明确表示,其并非在裁定鲁莽行为是否足以满足规则 10b-5 的“故意认知”要求。^[124] 30 多年来,最高法院未再次讨论过这个问题,因此联邦上诉法院在此期间普遍认为:根据规则

[120] *Dura Pharm., Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 341-42 (2004) (emphasis omitted).

[121] *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 193 (1976).

[122] 同前注第 197-201 页 (quoting Securities Exchange Act of 1934 § 10, 15 U.S.C. 78j (2006)) (internal quotation mark omitted).

[123] 参见前注第 193 页 n.12.

[124] 参见前注; see also *Aaron v. SEC*, 446 U.S. 680, 686 n.5 (1980) (同一问题不予讨论)。

10b-5 的规定,鲁莽行为可以认定为“故意”。^[125]

在现有法律框架下,证券欺诈的私人诉讼既可基于“根本性欺诈”,亦可基于“虚假陈述”。最高法院一方面认为规则 10b-5 要求具有欺骗意图,但另一方面却暗示鲁莽行为可能足以满足这样的要求;最高法院更加忽略了欺诈类案件所涉及的“欺骗目的”与“对陈述的虚假性的过错程度”这两种主观状态之间的区别,这导致上诉法院纷纷认为鲁莽行为可以满足“故意”的要求,但却又屡屡混淆以下区别:(1) 欺诈所涉及的“行为人的目的”和“对虚假性的过错”这两种主观状态;以及(2) “有意忽视的鲁莽行为”和“重大过失的鲁莽行为”这两种过失的表现形式。^[126] 正如我在第一部分之(三)的第3点所论述的,有意识但漠视的鲁莽是属于明知的范畴,而重大过失的鲁莽则是一种不涉及认知状态的过错。

还有一个更为复杂的变量因素。正如大量文献所记录的那样,集体诉讼在现代私人证券诉讼行业中占据主导地位,但几乎没有案件进入审判阶段。^[127] 因为集体诉讼的核心诉讼活动在于诉状的提交、驳回动议

[125] See, e.g., *Theoharous v. Fong*, 256 F.3d 1219, 1225 (11th Cir. 2001) 从重大过失的意义上定义鲁莽,即“极端偏离普通谨慎的标准”,并指出鲁莽足以构成故意行为 (quoting *Bryant v. Avado Brands, Inc.*, 187 F.3d 1271, 1282 n.18 (11th Cir. 1999)); *In re Phillips Petrol. Sec. Litig.*, 881 F.2d 1236, 1244 (3d Cir. 1989) “我们还认为,被告的鲁莽行为符合第 10(b) 条和规则 10b-5 的故意要求”。(citing *Healey v. Catalyst Recovery of Pa., Inc.*, 616 F.2d 641, 649 (3d Cir. 1980)); Joseph A. Grundfest & A.C. Pritchard, *Statutes with Multiple Personality Disorders: The Value of Ambiguity in Statutory Design and Interpretation*, 54 STAN. L. REV. 627, 651 (2002) (“自从 (*Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 197 (1976)) 案,每个处理过这一问题上的上诉法院都认为,鲁莽满足了第 10(b) 条的故意要求”。

[126] See, e.g., *United States v. Precision Med. Labs., Inc.*, 593 F.2d 434, 446 (2d Cir. 1978) (“罔顾所做陈述是否属实的鲁莽”和“有意识地避免了解真相的故意”这两个短语的意思基本相同”。Quoting *United States v. Sarantos*, 455 F.2d 877, 882 (2d Cir. 1972); *United States v. Hanlon*, 548 F.2d 1096, 1101-02 (2d Cir. 1977) (指出审判法院混淆了过失鲁莽和有意识回避的概念); *Slakoff v. United States*, 8 F.2d 9, 10 (3d Cir. 1925) (“如果他没有这样做,而是严重粗心大意,对陈述的真实性漠不关心,以至于可以得出他的行为具有欺诈性的结论,那么对他的定罪可以成立”。

[127] See STEPHANIE PLANCICH & SVETLANA STARYKH, *NERA ECON. CONSULTING, RECENT TRENDS IN SECURITIES CLASS ACTION LITIGATION: 2009 YEAR-END UPDATE 9-13* (2009) (提供关于私人证券集体诉讼的提起和和解(转下页))

的提出以及和解的谈判,这些程序都要受制于起诉要件与司法审查标准的约束。^[128] 为了减少证据薄弱或无根据的案件所带来的高昂成本,美国国会通过 1995 年《私人证券诉讼改革法案》(PSLRA)对《证券交易法》进行了修订,^[129]对故意因素提出了更高的起诉标准。^[130] 最高法院解释称,要满足该法定起诉标准,原告须陈述具体事实,该等事实能强有力地推断被告的行为具有法律所要求的故意程度,也就是说,这种推断“至少要与从起诉事实中得出的任何其他推断一样能够令人信服”。^[131]

最高法院在其案件的裁决中并没有重新讨论什么样的主观状态(如果有的话)足以构成“故意”的问题,尽管该判决令人困惑地将这一问题认定为构成“欺诈意图”推定所需的标准。^[132] 上诉法院则继续认为《私人证券诉讼改革法案》中新的起诉规则并没有改变既往“呈现鲁莽就足以(构成明知)”的既有规则。^[133]

(接上页)率的统计数据);James D. Cox & Randall S. Thomas, *Letting Billions Slip Through Your Fingers: Empirical Evidence and Legal Implications of the Failure of Financial Institutions To Participate in Securities Class Action Settlements*, 58 STAN. L. REV. 411, 418 (2005) (“和解是证券集体诉讼的终局……每年有数百起证券集体诉讼达成和解,但每年只有不到一到两起证券集体诉讼得到审理”).

[128] STEPHEN J. CHOI & A. C. PRITCHARD, *SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS* 238-40, 246-48, (2d ed. 2008); see also, e.g., *In re Synchronoss Sec. Litig.*, 705 F. Supp. 2d 367, 398-401 (D.N.J. 2010) (根据抗辩阶段所要求的举证标准,对故意是否成立进行了分析).

[129] *Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA) of 1995*, Pub. L. No. 104-67, 109 Stat. 737 (codified as amended in scattered sections of 15 and 18 U.S.C.).

[130] *Securities Exchange Act of 1934* § 21D, 15 U.S.C. 78u-4(b)(2) (2006).

[131] *Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd.*, 127 S. Ct. 2499, 2510 (2007).

[132] 参见前注第 2504 页。

[133] See *Greebel v. FTP Software, Inc.*, 194 F.3d 185, 199-201 (1st Cir. 1999) (“《私人证券诉讼改革法案》并未涉及故意的实质性定义”); *Phillips v. LCI Int'l, Inc.*, 190 F.3d 609, 620 (4th Cir. 1999) (“我们认为《私人证券诉讼改革法案》并没有改变……原告为证明故意而必须举出的证据种类……但……《私人证券诉讼改革法案》并不禁止通过申辩严重鲁莽的事实来指控故意的做法,而这是本巡回法院之前认可的标准……”); *In re Comshare, Inc. Sec. Litig.*, 183 F.3d 542, 549-52 (6th Cir. 1999) (“很明显,国会改变了适用于第 10(b)条和规则 10b-5 案件的抗辩要求,但没有改变主观要求”); *In re Advanta Corp. Sec. Litig.*, 180 F.3d 525, 532-35 (3d Cir. 1999) (“我们认为,《私人证券诉讼改革法案》旨在修改程序性要求,而实体法则不受影响”)。有趣的是,法院对基于被告实施欺诈的“动机和机会”(转下页)

这种矛盾又该如何解释？在现行法律下，私人诉讼中的原告可以在重大过失类型中以鲁莽为名提起证券欺诈之诉。也就是说，只要行为人进行了与事实不符的重要陈述，即使其并不知道该陈述不真实，但其不知道的原因是极其疏忽大意，即可认为行为人本应知道该陈述不真实，原告可以根据规则 10b-5 寻求损害赔偿。^[134]

本文并不确定在大多数证券欺诈集体诉讼（或者只是其中可观的一部分）中是否仅涉及此类行为。原告通常会提出多重的指控，既包括欺诈计谋，也包括进行虚假陈述和/或遗漏。既指控被告明知虚假性，也主张其鲁莽地无视虚假性风险。^[135] 由于这些案件几乎总是在简易判决乃至开庭审理前就已和解，因此很难精确统计仅凭鲁莽即可成立的案件比例。此外，有些法院认为“本应知道”的标准过低，鲁莽的要求是明知相

（接上页）的事实提出的抗辩是否足以构成故意，尚存在分歧。See, e.g., *Institutional Investors Grp. v. Avaya, Inc.*, 564 F.3d 242, 276-79 (3d Cir. 2009)（讨论了各巡回法院适用的三种不同标准，以确定原告是否根据《私人证券诉讼改革法案》充分构成了故意行为）。

[134] See, e.g., *Second Amended Complaint at 297, In re Fannie Mae Sec. Litig.*, No. 1:04-CV-1639 (D.D. C. Aug. 15, 2006)（“这些被告知道，或在合理谨慎的情况下本应知道，他们在损失期内关于公司财务报表、会计政策和实务以及内部财务控制的陈述存在重大虚假和误导”）；*Second Consolidated Amended Complaint at 7, In re Tommy Hilfiger Sec. Litig.*, No.1:04-CV-07678-RO (S.D.N.Y. Sept. 28, 2004)（“被告……明知或鲁莽地无视有关公司的虚假和误导性陈述，并确认或追认这些陈述，违反联邦证券法”）；see also 8 LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, *SECURITIES REGULATION* 3688-89 (3d rev. ed. 2004)（告诫人们不要把“鲁莽”定义为“极端偏离通常的谨慎标准”，以免过于接近于允许承担过失责任的程度（quoting *Sanders v. John Nuveen & Co.*, 554 F.2d 790, 793 (7th Cir. 1977)））；Milich 文，注[28]，第 180~181 页（批评法院允许“类似过失的标准”在过失的外衣下重新渗入证券欺诈法中）。甚至有一个主要案例也强调了鲁莽作为“与意图等同的功能”的重要性：“误导买方的危险必须是实际知道的或非常明显的，以至于任何有理智的人在法律上都会被视为知道……该定义是根据外部标准来衡量行为的，在特定情况下，外部标准的结论是，鲁莽者应承担其不作为的风险”。*Sundstrand Corp. v. Sun Chem. Corp.*, 553 F.2d 1033, 1045 (7th Cir. 1977)。

[135] See, e.g., *Corrected Second Consolidated Amended Class Action Complaint at A-55, In re Scholastic Corp. Sec. Litig.*, No. 99 CIV. 2447 JFK, 2000 WL 91939 (S.D.N.Y. Jan. 27, 2000), rev'd, 252 F.3d 63 (2d Cir. 2001)（指出“被告知道或鲁莽地不知道”某些报表的回报率正在上升）。

关陈述存在虚假的重大风险而故意无视。^[136] 而 PSLAR 有关“故意”的起诉证明标准意味着能够形成“强推定”的事实往往同时表明这种行为已经不仅仅是单纯的鲁莽行为。^[137]

问题在于规则 10b-5 及其相关理论允许对“根本性欺诈”以外的行为提起诉讼。最高法院认为,《证券交易法》第 10 条是“一项有关欺诈的兜底条款”。^[138] 但是,如果最高法院允许鲁莽行为即可构成“故意”,那么第 10 条所涵盖的“欺诈”就不再以行为人具有欺骗意图为必要。可这却与最高法院先前自己认定的《证券交易法》第 10 条中有关“操纵”和“欺骗”的措辞表述限定了规则 10b-5 适用范围的结论相互矛盾。^[139]

保险市场不仅意识甚至欢迎这种法律概念上的不一致性。出于道德风险、历史原因和其他原因,所有美国公司购买的董事和高级职员责任保险(D&O)通常都不承保业内所称的“真实欺诈”(即故意欺诈)。^[140] 同时,由于私人责任可以根据鲁莽行为来确定,而且几乎所有诉讼都能和解(即使是那些最终确实能够证明存在真实欺诈的案件中也是如此),这使得只要在不承认有真实欺诈的前提下保险公司均可支付证券欺诈责任的赔偿。这种情况使得现有的 D&O 保险市场维持着现状,并促使原告在诉讼及和解中大量援引鲁莽的指控。^[141] 或许这种状况对 D&O 保险市场有利,进而对每个人都有利——这些问题超出了本

[136] See, e.g., *Robin v. Arthur Young & Co.*, 915 F.2d 1120, 1127-28 (7th Cir. 1990) (认为原告关于被告“本应知道”相关事实的指控不足以在证券欺诈私人诉讼中指控被告鲁莽)。

[137] See *Tellabs*, 127 S. Ct. at 2504-05 (我们认为,关于故意的推论必须不仅仅是似是而非或合情合理的,还必须是有说服力的,至少与关于非欺诈意图的任何相反推论一样令人信服)。

[138] *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 234-35 (1980)。

[139] See *Cent. Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A.*, 511 U.S. 164, 173-74 (1994) (“与‘手段或计谋’连用的‘操纵性或欺骗性’一词强烈表明,第 10(b)条旨在禁止明知或故意的不当行为”)。

[140] *TOM BAKER & SEAN J. GRIFFITH, ENSURING CORPORATE MISCONDUCT: How LIABILITY INSURANCE UNDERMINES SHAREHOLDER LITIGATION* 186-87 (2010)。

[141] 参见前注第 88~187 页。

文的研究范围和能力——但至少从表面上看，这套机制只是权宜之计。

2. SEC 的行动

SEC 在“故意”问题上更令人琢磨不定。与私人原告不同，SEC 可以同时根据规则 10b-5 和《证券法》第 17 条提起诉讼。^[142] 由于这两个条款使用了几乎相同的表述，似乎选择哪一个作为请求权基础似乎并不重要。但最高法院却坚持二者的区分是非常重要的，因为至少就第 17 条的某一部分而言，“过失”足以满足故意要求。^[143]

最高法院的理由如下：规则 10b-5 的范围受到其上位法《证券交易法》第 10 条的限制，该条仅适用于“操纵性和欺骗性手段和计谋”。^[144] 但《证券法》第 17 条与规则 10b-5 不同，其本身就是法律的一部分，除了法条本身所表达的意思之外并不受到任何（上位法）的限制。由于《证券法》第 17 条三个条款中的第 2 款仅针对“事实的错误陈述”，而非其他两款中所提到的“欺诈”“操纵”或“计谋”，因此该款应被解释为对“因疏忽的误导行为”进行制裁。^[145] 在规则 10b-5 几乎是从第 17 条复制而来的背景下，最高法院的这个论点似乎并不能使这两个证券监管规定产生协调，这一情形特别值得引起注意。^[146]

这就会造成 SEC 可以在无需厘清被告究竟实施了真正的欺诈还是仅仅在涉及他人财产的重要事项上疏忽行事的前提下就直接提起执法诉讼。SEC 的指控书通常同时指控违反规则 10b-5 和《证券法》第 17 条的规定，措辞上也惯用“被告知道或应该知道”或“知道或理应知道”等模糊表述。^[147] 这些案件虽然不受私人诉讼特殊起诉规则的限制，但几乎也都达成了和解。而且，和解条款照例写明被告“既不承认也不否

[142] 参见前注[95]~[97]及其对应正文。

[143] *Aaron v. SEC*, 446 U.S. 680, 697 (1980).

[144] Securities Exchange Act of 1934 § 10, 15 U.S.C. § 78j (2006).

[145] *Aaron*, 446 U.S. at 691-97. 这种解读提出了一个问题：既然与之平行的规则 10b-5 的第二部分超越了证券交易委员会根据《1934 年证券交易法》第 10 条制定规则的权限，为什么法院没有认定其无效？

[146] 参见前注[88]及其对应正文。

[147] See, e.g., Complaint at 6, *SEC v. Noncek*, No. 09-CV-02387 (D.D.C. Dec. 15, 2009); Complaint at 6, *SEC v. Queri*, No. 08CV01367 (W.D. Pa. Sept. 30, 2008); Complaint at 2, *SEC v. Pliner*, No. 07-CV-00495 (D.D.C. Mar. 15, 2007).

认”SEC 指控的不法行为。^[148] 因此,公众几乎永远不会知道,而 SEC 也几乎永远不必将被告的行为定性为“根本性欺诈”还是仅仅是某种形式的“虚假陈述”。

回到前面讨论过的高盛案,SEC 指控高盛“过失地”违反了《证券法》第 17 条,并“明知或鲁莽地”违反了规则 10b-5。^[149] 随后,关于高盛是否存在重大欺诈行为的争论此起彼伏,^[150] 在没有进行审判或承认任何不法行为的情况下,案件达成和解。^[151] 高盛因涉及违反《证券法》第 17 条而受到一项永久性的禁令,但并未涉及是否违反规则 10b-5 的定性。高盛是否蓄意欺骗买方,是否隐瞒其挑选所售证券抵押产品的人员和方法? 或者说,高盛对买方是否会被误导仅是疏忽,还是严重疏忽? 买方是否被误导了? 这些问题都没有答案。不仅是因为案件已经和解,还因为法律允许 SEC 在不对这些问题做出回答的情况下进行调查和立案。^[152]

SEC 的执法部门经常对一些可能远超有目的性欺骗的欺诈行为行使制裁权。尽管 SEC 表示通过《证券法》第 17 条和规则 10b-5 对证券欺诈行为进行监管,^[153] 但它真正规制的或许是一些完全不同的行为,例

[148] 参见 Buell, 前注[7]第 89 页。

[149] 参见前注[2]第 21 页。

[150] 参见前注[1]~[5]。

[151] 高盛的答辩内容, Sachs & Co., 前注[8], 第 1 页。

[152] 《多德-弗兰克法案》使这一问题变得更加不清晰。它包括一项条款,授权 SEC 对“鲁莽地”协助和教唆他人违反证券欺诈行为的人提起诉讼。Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, § 9290, 124 Stat. 1376, 1862 (codified at 15 U.S.C. § 78t(e) (Supp. IV 2011)). 鲁莽的从属责任比鲁莽的欺诈更难以界定。除少数例外情况外,一个人不能在没有意图使他人犯罪成功的情况下帮助他人犯罪,这一点在刑法中早已明文规定。JOSHUA DRESSLER, UNDERSTANDING CRIMINAL LAW 477-82 (5th ed. 2009). 帮助他人完成特定事情是一种以目标为导向的行为。刑法并不赦免协助犯罪活动未遂的共犯。See MODEL PENAL CODE § 5.01(3) (1962) (对作为未成功完成计划罪行的人的共犯的人规定了未遂责任)。鲁莽的心理状态不足以构成共犯责任,例如说,一个人有意识地忽视了她的注意工作可能会帮助银行抢劫犯逃跑的风险,这是毫无道理的。她要么是在希望劫匪逃跑的情况下充当望风者,要么她根本就不是望风者。

[153] 例如,见 SEC 诉互联网外汇交易欺诈案, Litigation Release No. 16, 055, 69 SEC Docket 287 (Feb. 8, 1999); SEC 诉投资顾问欺诈案, Litigation Release No. 15, 988, 68 SEC Docket 1998 (Nov. 30, 1998)。

如给投资者造成损失的行为。这种执法可能是有益的,但无论是现在还是在《证券法》和《证券交易法》以及规则 10b - 5 诞生之初其实都没有充分讨论过按照这种方式执法的优点。

3. 刑事起诉

然而刑事诉讼中的情况更糟糕。因为刑事领域是一个对主观状态有法定规范的领域,因此理论上法律会更加明确。《证券交易法》第 32 条和《证券法》第 24 条均规定,任何“故意”(willfully)违反法案规定的人都可能被处以罚款和监禁。^[154] 这些条款似乎暗示了刑罚所需的更高主观状态要求。

但这些法律条款存在一个重大问题。《证券法》和《证券交易法》的起草者缺乏远见,采用了适用于所有法案行为规则和法规的一揽子刑事罪责标准。这两项法案及其相应的法规包含大量内容繁杂的条款,既包括琐碎的申报要求,也有对欺诈和市场操纵的严格禁止规定。^[155] 《证券交易法》的起草者似乎已经意识到了这个问题,在第 32 条中加入了被告若能证明自己对被控违反的规则并不知情,则不得被判处监禁的“安全港”规则。^[156]

司法实践对此也一直存在争议。“故意”并不等同于“知道自己违反了证券法”,这基于以下两点原因:其一,如果政府必须证明被告知道法律规定才能认定其故意违法,那么被告就没有必要进行法定部分的抗辩,只要通过证明并不了解相关规则即可避免入罪。^[157] 对于法律条文的解释应当尽量避免被曲解;^[158] 其二,一般来说,不知法不能成为包括欺诈在内的严重刑事犯罪的抗辩理由。^[159] 在金融产品快速更迭的大背

[154] Securities of Act of 1933 § 24, 15 U.S.C. § 77x (2006); Securities Exchange Act of 1934 § 32, 15 u.s.c. § 78ff (2006).

[155] Compare, e.g., 17 C.F.R. § 240.10b - 5 (2011), with, e.g., 17 C.F.R. § 230.164 (2011).

[156] 《1933 年证券法》没有类似的表述,这一点令人惊讶,因为《1933 年证券法》的规则往往比《1934 年证券交易法》的规则更为复杂。See Securities Act of 1933 § 24.

[157] United States v. Tarallo, 380 F.3d 1174, 1188 (9th Cir. 2004).

[158] TRW Inc. v. Andrews, 534 U.S. 19, 31 (2001).

[159] United States v. Reyes, 577 F.3d 1069, 1079 - 81 (9th Cir. 2009); Tarallo, 380 F.3d at 1185 - 88; United States v. Stockheimer, 157 F.3d 1082, 1088 - 89 (7th Cir. 1998); United States v. Hollis, 971 F.2d 1441, 1451 - 52 (10th Cir. 1992); United (转下页)

景下,如果被告被允许辩称他们不知道相关证券交易的欺诈行为是非法的,甚至不知道他们的行为在法律上构成证券欺诈,这将严重阻碍证券欺诈法律的发展。

最高法院从未明确证券欺诈罪所需的认知标准,而下级联邦法院的几十份意见却使得对于这个问题扑朔迷离。^[160] 根据不同的联邦法院在不同时间的判决,以下呈列出证券欺诈刑事定罪所可能需要的主观要件(按照认定要求标准由高到低的方式进行罗列):

(1) 有为之,即意识到自己正在做错误的事情,^[161] 但未必意识到已经违法;^[162]

(2) 有特定的欺诈意图,即具有误导目的;^[163]

(3) 有特定的欺诈意图,包括明知相关陈述的虚假性、放任虚假性、故意无视虚假性的风险;^[164]

(4) 有特定的欺诈意图,包括在“本应知道”或“必须知道”相关陈

(接上页) *States v. Kneuppel*, 293 F. Supp. 2d 199, 203 n.1 (E.D.N.Y. 2003). 然而,一些法院允许被告以不知道规则 10b-5 的存在为由提出变更抗辩,尽管据我所知,这种抗辩尚没有在任何案件中获得成功。See *United States v. Behrens*, 644 F.3d 754, 755 (8th Cir. 2011) (认为被告有权以他不知道规则 10b-5 为由进行辩护,并将案件发回地区法院重审,以确定他是否履行了举证责任); see also *Ratzlaf v. United States*, 510 U.S. 135, 149 (1994) (指出首先原则上“一般情况下不了解法律不能作为辩护理由”,但在特定情况下“国会可以颁布其他法令”,例如金融交易结构化监管犯罪); *Cheek v. United States*, 498 U.S. 192, 199-200 (1991) (在认定国会在包括不缴税在内的一些情况下设定了法律错误抗辩之前,该法院注意到了同样的原则)。Dan M. Kahan, *Ignorance of the Law Is an Excuse But Only for the Virtuous*, 96 MICH. L. REV. 127, 145-49 (1997) (*Cheek* 诉美国案(498 U.S. 192 (1991))中,仅违反没有道德规范支持的法律,且辩护理由为不知道法律有如此的规定)。

[160] 对许多此类案件的细节进行更深入的研究,参见 Seigel 文,注[28],第 1590~1598 页。

[161] *United States v. Kaiser*, 609 F.3d 556, 567-70 (2d Cir. 2010); *Reyes*, 577 F.3d at 1079-80; *United States v. Peltz*, 433 F.2d 48, 54-55 (2d Cir. 1970).

[162] *United States v. English*, 92 F.3d 909, 914-15 (9th Cir. 1996).

[163] *United States v. Piegrass*, 425 F.2d 194, 199-200 (9th Cir. 1970); *Rice v. United States*, 149 F.2d 601, 603 (10th Cir. 1945).

[164] *United States v. Gentile*, 530 F.2d 461, 469-70 (2d Cir. 1976); *United States v. Mackay*, 491 F.2d 616, 623 (10th Cir. 1973); *United States v. Amick*, 439 F.2d 351, 363-64 (7th Cir. 1971); *United States v. Benjamin*, 328 F.2d 854, 862-63 (2d Cir. 1964).

述存在虚假风险的情况下鲁莽行为；^[165]

(5) 特定的欺诈意图,包括了鲁莽行为,但对鲁莽行为的含义未作界定；^[166]

(6) 仅仅只是知道；^[167]

(7) 只是鲁莽行事,刑事和民事责任所要求的故意程度没有明显的区别；^[168]

(8) 仅仅是没有尽到应有的注意义务,但这个标准确实并不常见。^[169]

这些意见中有许多依据的是对联邦电信和银行欺诈法规进行解释的一系列案例。令人震惊的是,这些案例同样认为鲁莽可以“构成”特定的欺诈意图。^[170] 其中许多意见都忽略了第一部分所讨论的证明问题

[165] *United States v. DeSantis*, 134 F.3d 760, 764 (6th Cir. 1998); *United States v. Natelli*, 527 F.2d 311, 320-23 (2d Cir. 1975).

[166] *United States v. Tarallo*, 380 F.3d 1174, 1188-89 & n.5 (9th Cir. 2004); *United States v. Sawyer*, 799 F.2d 1494, 1501-02 (11th Cir. 1986); *United States v. Farris*, 614 F.2d 634, 638 (9th Cir. 1979); *United States v. Henderson*, 446 F.2d 960, 966 (8th Cir. 1971); *Elbel v. United States*, 364 F.2d 127, 133-34 (10th Cir. 1966); *United States v. Goyal*, No. CR 04-00201 MJJ, 2008 WL 755010, at *8 (N.D. Cal. Mar. 21, 2008); *United States v. Cen-Card Agency/C.C.A.C.*, 724 F. Supp. 313, 316-17 (D.N.J. 1989); *United States v. Koenig*, 388 F. Supp. 670, 711-12 (S.D. N.Y. 1974).

[167] *Koenig*, 388 F. Supp. at 711-12.

[168] *United States v. Gutstein*, No. 91-50704, 1992 WL 354151, at *1 (9th Cir. Nov. 30, 1992); *Williams v. United States*, No. 92-1110, 1992 WL 332029, at *3 (1st Cir. Nov. 13, 1992); *United States v. Boyer*, 694 F.2d 58, 59-60 (3d Cir. 1982); *Sparrow v. United States*, 402 F.2d 826, 828 (10th Cir. 1968); see also *United States v. Cham ay*, 537 F.2d 341, 348 (9th Cir. 1976) (指出除政府的举证责任外,规则 10b-5 在民事和刑事的法律内容上并无差别)。

[169] *United States v. Schaefer*, 299 F.2d 625, 629 (7th Cir. 1962); *Stone v. United States*, 113 F.2d 70, 75 (6th Cir. 1940); see also *United States v. Meyer*, 359 F.2d 837, 839 (7th Cir. 1966) (认为“如果被告本可以通过行使一个合理谨慎的人应有的谨慎程度来查明真实情况,则被告不能以善意抗辩而胜诉”。

[170] *United States v. Isaiiah*, 434 F.3d 513, 520-21 (6th Cir. 2006); *United States v. Munoz*, 233 F.3d 1117, 1135-36 (9th Cir. 2000); *United States v. Prows*, 118 F.3d 686, 692 (10th Cir. 1997); *United States v. Cochran*, 109 F.3d 660, 664-65 (10th Cir. 1997); *United States v. Coyle*, 63 F.3d 1239, 1243 (3d Cir. 1995); *United States v. Reddick*, 22 F.3d 1504, 1507-08 (10th Cir. 1994); *United States v. Gay*, 967 F.2d 322, 326-27 (9th Cir. 1992); *United States v. Mann*, 884 F.2d 532, 535-36 (转下页)

和构成要件之间的区别,没有明确说明行为人的鲁莽行为是仅仅证明其更有可能具有欺骗目的,还是完全构成了具有欺诈意图。^[171]

据笔者了解,法院几乎没有试图区分被告欺骗意图中“目的导向型”的主观状态与对陈述虚假性或其行为误导性“认知水平”状态的差

(接上页)(10th Cir. 1989); *United States v. Woods*, 877 F.2d 477, 480 (6th Cir. 1989); *United States v. Dick*, 744 F.2d 546, 551 (7th Cir. 1984); *United States v. Cusino*, 694 F.2d 185, 187 (9th Cir. 1982); *United States v. Frick*, 588 F.2d 531, 536 (5th Cir. 1979); *United States v. McDonald*, 576 F.2d 1350, 1358 - 59 (9th Cir. 1978); *United States v. Love*, 535 F.2d 1152, 1157 - 58 (9th Cir. 1976); *United States v. Reicen*, 497 F.2d 563, 571 (7th Cir. 1974); *United States v. Edwards*, 458 F.2d 875, 881 (5th Cir. 1972); *Gusow v. United States*, 347 F.2d 755, 756 (10th Cir. 1965); *Irwin v. United States*, 338 F.2d 770, 774 (9th Cir. 1964); *Babson v. United States*, 330 F.2d 662, 664 (9th Cir. 1964); *Bente! v. United States*, 13 F.2d 327, 329 (2d Cir. 1926); *Slakoff v. United States*, 8 F.2d 9, 10 (3d Cir. 1925); *Corliss v. United States*, 7 F.2d 455, 456 - 57 (8th Cir. 1925); *Kaplan v. United States*, 229 F.389, 389 (2d Cir. 1916); *United States v. Philip Morris USA, Inc.*, 449 F. Supp. 2d 1, 897 (D.D.C. 2006); *United States v. Epstein*, 152 F. Supp. 583, 588 - 89 (E.D. Pa. 1957). But see *United States v. Precision Med. Labs., Inc.*, 593 F.2d 434, 445 - 46 (2d Cir. 1978) (指出只有当鲁莽达到“有意识地避免了解真相”的程度时,才足以确立欺诈的主观状态)。这类案件的最低限度可能是这种表述:“为了定罪,陪审团不仅要认定在作出相关表述时存在‘鲁莽的漠视’,而且要认定相关陈述是在‘有意图欺诈’的情况下做出的。虽然这些定义有点循环,但它们公平地表达了这一概念”。*United States v. Cronn*, 717 F.2d 164, 170 (5th Cir. 1983); see also *United States v. Themy*, 624 F.2d 963, 965 (10th Cir. 1980) (“对为诱使他人采取行动而作出的陈述的真实性漠不关心等同于欺诈意图”的推论); *United States v. Quadro Corp.*, 928 F. Supp. 688, 696 (E.D. Tex. 1996) (指出电信欺诈的要件同时包括欺诈意图以及知道或罔顾事实的虚假性,但后来又指出“如果无法证明具体的意图,政府必须证明被告对事实作出了重大的虚假陈述,并且罔顾其真实性或虚假性”(quoting *Cen-Card Agency*, 724 F. Supp. at 316 - 17))。

[171] See, e.g., *Boyer*, 694 F.2d at 59 - 60; *United States v. Natelli*, 527 F.2d 311, 320 - 24 (2d Cir. 1975); *Henderson*, 446 F.2d at 966; *Elbel*, 364 F.2d at 133 - 34; *Stone*, 113 F.2d at 75; see also *Prows*, 118 F.3d at 692 (在电信欺诈案中,暗示可以从对虚假性的鲁莽推断出具体的欺诈意图); *United States v. Hoffman*, 918 F.2d 44, 46 - 47 (6th Cir. 1990) (认为在银行欺诈案中,鲁莽可以等同于具体的欺诈意图,因为它是意图的证据); *United States v. Welch*, 248 F. Supp. 2d 1061, 1070 - 71 (D. Utah 2001) (指出在电信欺诈案中,诈骗计划需要有意图,但无视真实性可以作为意图的证据); 8 *Loss & Seligman*, 注[134], 第 3676 - 3677 页 (认为鲁莽在故意主观状态中的重要性与日俱增,并已经被用来推断欺诈的意图)。

异。法院也极少区分鲁莽行为的不同形态。这些要素被混淆得令人困惑,以至于法院有时简单地说鲁莽行为即构成犯罪,这是荒谬的,并且对于刑事律师来说,这就像用指甲刮划黑板时(所产生的划痕声)那样令人皱眉反感。^[172]

尽管我很怀疑检察官们并非有意追诉此类有争议的案件,但结果却是:在美国,完全可能因为对自己的行为或言论是否可能误导他人并对其造成损害极其粗心大意而被判定构成证券欺诈罪并入狱服刑。这种可能性至少应当引发严肃的争议。对仅涉及一般过失、重大过失,甚至有意识地无视的鲁莽行为的金融犯罪判处长期徒刑的做法,与坚持“明知或故意”方可判处重大徒刑的白领犯罪和法定犯判例,形成了鲜明对比。^[173]

[172] 参见 8 Loss & Seligman, 前注[134], 第 3676~3677 页(指出在某些判例法中,欺诈意图“带有一种鲁莽的色彩”)。纽约州著名的反证券欺诈法规《马丁法》(*Martin Act*)在法律用语上甚至比联邦更为宽泛,是民事、监管和刑事责任的万能工具,并且在过错标准以及欺诈与失实陈述之间的区别方面造成了司法上的模糊地带。参与“任何欺诈、欺骗、隐瞒、压制、虚假伪装或虚构或假装的买卖”或做出“任何超出合理预期或现有情况不允许的关于未来的承诺或陈述”都是违反《马丁法》的轻罪。Martin Act § 1, N.Y. GEN. Bus. LAW § 352 - c(1) (McKinney 1996). 但是,只有当一个人“故意参与任何构成系统性持续行为过程的计谋,意图通过虚假或欺诈性伪装、陈述或承诺以欺骗十个或十个以上的人或从十个或十个以上的人那里获取财产”时,才会承担重罪责任。该法第 5 章节; see also, e.g., *People v. Landes*, 645 N.E.2d 716, 717-18 (N.Y. 1994) (指出《马丁法》涵盖的行为“在某些情况下,即使没有已知或故意的证据,也可能因欺骗或误导而构成犯罪”); *People v. Rachmani*, 525 N.E.2d 704, 707-08 (N.Y. 1988) (指出在禁令措施中,《马丁法案》对所有欺骗行为规定了严格的责任); *People v. Federated Radio Corp.*, 154 N.E. 655, 657 (N.Y. 1926) (《马丁法》涵盖了“所有违背普通诚信规则的欺骗行为”); *People v. Sala*, 695 N.Y.S.2d 169, 177 (App. Div. 1999) (指出根据《马丁法》,诈骗意图是重罪定罪的必要条件,但随后又指出,可以从知情情况推断出意图,而意图仅指“构成欺诈的故意行为”,其定义包括所有“欺骗性做法”)。 *People v. Tellier*, 155 N.Y.S.2d 245, 255 (Sup. Ct. 1956) (说明过失足以构成《马丁法》规定的民事责任); *People v. Photocolor Corp.*, 281 N.Y.S. 130, 137 (Sup. Ct. 1935) (指出“如果不属于法律欺诈,也足以援引《马丁法》的禁令措施”).

[173] See, e.g., *Staples v. United States*, 511 U.S. 600, 605 (1994) (我们必须根据普通法的背景规则来解释法规,普通法中对犯罪意图的要求是相当明确的 (citation omitted)). See generally Joseph E. Kennedy, *Making the Crime Fit the Punishment*, 51 EMORY L.J. 753 (2002) (表明最高法院是如何在监管犯罪领域,随着对这些犯罪的法定和准则处罚的增加,越来越多地要求证明更高水平的犯罪意图的).

对于理论现状而言,只能说这些认知标准上的区别在大多数案件中并不重要。有人可能会说,法院在谈论鲁莽时并非是指欺诈的构成要素,而是一个证据规则:检察官可以在证券欺诈案中指控被告对陈述的真实性漠不关心的态度,由此推论被告有意欺骗。但这一论断并非在所有案件中都成立,若将其普适化,就有可能在欺诈罪中将证据属性转变为构成要件,从而变得极其危险。

防止该种推论的唯一办法是向陪审团下达指示,但其效果存疑,且在证券欺诈案中也很难有这样的指示。陪审团需要被告知如下内容:如果你认为被告有意无视陈述虚假性的风险,你可以将这个事实作为证据来考虑是否她有特定的欺诈意图,但你必须在排除合理怀疑的情况下认定她有欺骗的目的,而不仅仅是由于其未考虑到受害人受到误导的风险。^[174]

(四) 内幕交易

在谈及规范层面之前,有必要先谈谈内幕交易这一特殊但普遍存在的问题。大多数内幕交易(的类型)并未体现在成文法的字面规定上。^[175] 根据对规则 10b-5 的司法实践活动,内幕交易被认为是一种证券欺诈行为。^[176] 因此,关于内幕交易的法律也很容易受到与欺诈概念相关的问题的影响。

内幕交易与证券欺诈之间的适配性向来难以处理。^[177] 许多学者认为应禁止内幕交易,但这种观点并非共识。^[178] 本文旨在加深对欺诈与

[174] 参见 Milich 文,前注[28],第 186~189 页(在证券欺诈的情况下,区分鲁莽的证据法(将鲁莽作为认定被告主观过错的一种方法)和非证据法(允许以客观鲁莽完全取代主观过错的认定)); Seigel 文,注[28],第 1605~1610 页(论证了在证券欺诈案中,将行为人的鲁莽作为证据事项与将其作为最终责任的实质性标准加以区分的重要性)。

[175] But see 17 C.F.R. § 240.10b5-1 to -2 (2011)(规定了内幕交易理论的一些内容,并规范了安全港条款)。

[176] 参见 CHOI & PRITCHARD 文,前注[128],第 354~366 页。

[177] See Thomas Lee Hazen, Identifying the Duty Prohibiting Outsider Trading on Material Nonpublic Information, 61 HASTINGS L.J. 881, 889 (2010) (“通过反欺诈规则来处理内幕交易,无异于试着将方楔契合于圆孔内(不合适)”。

[178] See United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 658 (1997) (“虽然在证券市场上信息不对称是不可避免的,但如果一个市场上基于被盗用的非公开信息的交易不受法律约束,投资者很可能会犹豫是否要将他们的资本投入这个市场”);(转下页)

证券欺诈之间关系的认识,不会讨论内幕交易是否应当被禁止。与本文相关的问题是,对内幕交易的限制如何与一般的反欺诈规则相适应,^[179]以及这些限制应该基于何种欺诈的概念。

正如第一部分第(一)节中对行为方面所进行解释,内幕交易属于未经披露的欺诈类型。买方/卖方利用了未被披露的内部信息做出交易决策,而相对交易方由于交易时不知道相关信息而被欺骗。^[180]禁止内幕交易的规定通常被简化为“披露或回避”原则,如果卖方/买方将其用于交易的特定内幕信息告诉交易对手,就不存在欺骗,也不存在欺诈行为。^[181]

说内幕交易属于不披露信息的欺诈类型并没有多大意义。将未披露视为欺诈的问题关键在于什么情况下的未披露行为是具有欺骗性的。

(接上页) See also *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 247 (1988) (Schlanger v. Four-Phase Sys. Inc., 555 F. Supp. 535, 538 (S.D.N.Y. 1982)) (internal quotation mark omitted). 回顾了支持和反对内幕交易禁令的标准论点,并补充了这些禁令可提高公司治理质量的论点。James D. Cox, *Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the “Chicago School”*, James D. Cox. 1986 DUKE L.J. 628. See also Kimberly D. Krawiec, *Fairness, Efficiency, and Insider Trading: Deconstructing the Coin of the Realm in the Information Age*, 95 Nw. U. L. REV. 443, 444 (2001) (“无论是法院、立法机构还是证券交易委员会……都没有明确或令人信服地阐明禁止内幕交易的规定意在推进何种社会政策……”); Henry G. Manne, *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog That Did Not Bark*, 31 J. CORP. L. 167, 167 (2005) (“该文从资本市场的效率、对个人投资者的损害以及高管薪酬的角度,简要地重新审视了关于内幕交易在公司制度中的作用的广泛讨论”); M. Todd Henderson, *Insider Trading and CEO Pay 3* (Univ. of Chi. Law Sch. Inst. for Law & Econ., Working Paper No. 521, 2010), available at <http://ssrn.com/abstract=1605170> (“在薪酬问题的讨论中还缺少一个主题——内部人通过将其股权转让为现金而获得的隐性报酬。该文提供了新的证据,证明隐性报酬中内部人交易部分占据很大规模……”)。

[179] 参见 Hazen 文,前注[177],第 887 页(“联邦证券法打击内幕交易的主要武器是一般反欺诈规则 10b-5 条款”)。

[180] See *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 230 (1980) (“根据第 10(b) 条,在买卖证券时的沉默行为可能会构成欺诈……但此种法律责任是以交易各方之间的信任关系所产生的披露责任为前提的”)。

[181] See *Cady, Roberts & Co.*, Exchange Act Release No. 6668, 40 SEC Docket 907, 911 (Nov. 8, 1961) (“如果……在这种情况下,在进行买卖之前披露信息是不适当的或不现实的,我们认为可以选择放弃交易”)。

经济交易中普遍存在着完全可以接收的信息不对称。“披露你所知道的一切”将是一个愚蠢且灾难性的规则。但是,如果说“有义务披露时必须披露”又过于笼统。法律义务的存在应当是为了推进特定目标而做出的规范性决策。内幕交易法律的核心难题在于披露义务的范围界定。^[182]若在交易前披露所有信息,范围过于广泛。在证券市场上,没有也不应该有信息平等权,勤勉的研究者应受到鼓励并获得回报。内幕交易法针对的是不公平、低效率或其他不可取的信息优势,而这类信息优势有时很难界定。^[183]当交易者通过研究获得优势时值得肯定,而当企业内部人员仅因看到了文件或列席会议就提前获知交易信息并以此牟利,则是不当的。由于本文无意解决禁止内幕交易的规范性争议,我在此不再深入探讨如何区分值得肯定及不当的信息优势问题。^[184]

当然,欺诈仍然需要欺骗的理论。涉及未披露的欺诈通常通过利用受害者的期望和假定来进行欺骗。受害者基于未披露即不存在的合理假定行事。例如,买方购买房屋时,假定如果房屋有缺陷则卖方会披露。就内幕交易而言,不披露信息之所以具有欺骗性,因为交易相对方会假定交易者不具备某种特定类型的信息优势,比如关于即将进行交易的企业的秘密。或者说,在流动性高、非面对面交易的正常场景下,交易方理所应当假设市场上并没有具有信息优势的交易者。这一理论显得有点自我循环论证的奇怪。为什么交易对手会假定卖方/买方不是基于其内

[182] See, e.g., *Chiarella*, 445 U.S. at 231-33(撤销对一家金融印刷公司员工因利用在工作中获得的信息购买股票的内幕交易定罪,因为这种理由会使这些人对整个市场负有责任)。

[183] See *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646,654 (1983)(“在内部交易案中……欺诈源于‘固有的不公平’,即某人利用了‘只为公司目的而非为任何人’的个人利益提供的信息”) (quoting *Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., Exchange Act Release No. 8459*, 43 SEC Docket 933,936 (Nov. 25, 1968))。

[184] See, e.g., *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642, 658-59 (1997)(“相对于掌握重要非公开信息的盗用信息者而言,投资者在信息方面的劣势源于谋划,而非运气;这是一种无法通过研究或技能克服的劣势”); Donna M. Nagy, *Insider Trading and the Gradual Demise of Fiduciary Principles*, 94 IOWA L. REV. 1315, 1331, 1373-78 (2009)(认为在盗用(信息)案件中,现行法律对于不正当获取并使用信息的个人或企业行为视为欺诈,由于使用被窃取或以其他以不公平优势方式不正当获取的信息,这种行为最好作为对交易对手的欺诈行为对待)。

幕地位所获得的非公开信息形式的信息优势进行交易呢？这是因为目前法律对证券市场的内幕交易有着严格的禁止规定，所以才会（假定）人们不能这样做。法律本身创造了将内幕交易视为欺诈的条件。

尽管存在着如此的奇怪循环，将内幕交易作为一种欺诈形式的论点还是具有一定的道理。欺诈是一个随社会和市场规范不断演变的概念。行为是否具有欺骗性取决于市场参与者对特定交易的合理预期。例如人们会期望律师或投资经理这类的角色披露信息，但不太会期望在二手车交易市场会有所披露。目前，禁止内幕交易的规则在美国已经根深蒂固，人们有理由假定在买卖证券时不会发生内幕交易，或者至少相信即使发生也是偶尔且非法的。从概念上讲，内幕交易也是一种有目的欺骗的根本性欺诈形式。如果行为人明知其掌握不当信息优势，仍以此交易并意图欺骗对方，则构成欺诈。如果只是过失地无视自己是否拥有不当信息优势，那么其或许是在误导交易对手，但从根本性欺诈意义上却并非欺诈。因此在内幕交易和证券欺诈的其他情况也有一些不正确的理解，就如最高法院在阐述这一规则时所指出的：

只有当内部人违反其对股东的信义义务，向受秘者披露重要的非公开信息，且受秘者知道或应当知道该等违反（信义义务）行为时，受秘者才对公司股东负有不得利用重大非公开信息进行交易的信义义务。^[185]

如果仅因大意不当使用了信息而误导交易对手，就可以构成内幕交易罪，那么内幕交易就不是一种根本性欺诈形式的法律错误，而是一种虚假陈述形式。^[186]

（五）证券欺诈尚无明确定义

通过对成文法的简要考察，我们得出的结论是证券欺诈作为一种侵权行为仍然没有被明确界定，其诉由可能导致私人民事责任、民事罚金（行政责任）或刑事责任，在成文法和衡平法上都有所体现；它可能会引起损害赔偿、罚款、返还、禁令或监禁；可通过行为、陈述、遗漏或“手段”和“计谋”实施，也可是基于疏忽、过失或故意。

[185] Dirks, 463 U.S. at 660 (emphasis added).

[186] In *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983), 最高法院在脚注中奇怪地补充说，必须有欺诈的目的，本案的问题不在于内部人或被窃取者是否有故意，而在于是否存在任何欺骗或欺诈行为。参见前注第 663 页 n.23。

证券欺诈法律的定义几乎在本文第一部分中涉及的每个欺诈方面都很宽泛:(1)行为可包括作为或不作为;(2)过失可包括各种形式的疏忽;(3)情形既包括普通交易也包括具有更高披露要求的信义义务关系;(4)制裁可包括各种形式的民事、衡平和刑事处罚;以及(5)损害指金钱损失,在SEC和司法部的案件中也可包括一些无形利益的损害。

因此,证券欺诈是一类法律诉因,而非一种特定形式的非法行为。事实上,并不能“实施证券欺诈”,只是可能犯下被法律视为“证券欺诈”的违法行为。证券欺诈不是基于单一的欺诈概念,而是基于多种可用的欺诈概念。以下第三部分将说明,倘若教义与公共讨论继续把这一“类别”当作“概念”将会造成一些成本,而这些成本完全可以通过法律改革而予以改善并应当被改善。

三、证券欺诈法律的完善

最后这一部分首先要阐明为什么论述该问题:证券欺诈并不是一个单一的违法行为,而是一个由多种原因行为组成的行为束,这些行为无法进行单独分析,其中只有一部分属于根本性欺诈行为。本文认为,现状潜在性地会带来严重的弊病,具体表现为法律制度与基本监管目的之间的脱节。理论上可能会对不该受到刑事制裁的行为人进行刑事制裁;以及在金融市场中公开制裁欺诈行为时失去相关信息的清晰度。接下来,本文将列出并简要评估一些温和的改革方案,这些方案包括修订有关证券欺诈的法规和监管制度,以及在改革措施未决时联邦司法机构在解释和适用现行法规和规则制度时可以采取的一系列有益举措。

(一) 现有规定的弊病

工具主义的分析方法原本就应是证券法律中的主导。证券监管或许始终是一项与金钱有关的事务,坚持理论概念的严谨性可能因此显得过时或无关紧要,但其实其具有重要的工具意义。对于证券欺诈的构成要件以及缺少有关证券欺诈是否属于欺诈的清晰度可能会产生三个方面的弊端。首先,这一庞大的制裁制度并没有与证券监管的目的牢牢挂钩。由于证券欺诈监管的目的不明确,因此不太可能实现甚至衡量(这

一制度)的最佳威慑力。其次,民事欺诈与刑事欺诈缺乏概念上的区分,导致有关主观状态的理论模糊不清。对证券欺诈行为的刑事制裁应只针对那些最应该受到制裁的人,以及那些行为需要受到最强力制裁威慑的人。最后,公众对金融欺诈的舆论与法律制度的相关规定之间存在重大脱节。这种脱节使得现有的公私监管体系很难回答关于“谁在金融市场上做了什么”等的重要公众问题,也很难为市场参与者说明可接受行为和不正当行为之间的区别。

举一个目前在此领域中讨论的具有代表性的案例。多年来,一些公司通过倒签至股价更低日期的方式授予员工期权激励。^[187] 这种期权的价值通常等于“期权授予日”和“期权售出日”公司股权市价之差。为了留档备份的要求,公司会选择市场价格比实际授予日期更低的过去的日期作为授予日期,这样公司就能提供从一开始就“有价值”的股票期权——也就是说,在员工开始努力提高公司业绩之前,期权就已经增值。而在理论上,原本期权的目的是用来鼓励员工帮助提高公司业绩。^[188]

因此,倒签股票期权日期是否构成证券欺诈? 如果构成,是否可以提起集体诉讼、SEC 执法行动、刑事起诉,抑或是以上三者都可以?^[189] 可能只有明确证券欺诈的本质以及证券欺诈与欺诈概念之间的关系,才能回答好这些问题。在倒签的这类案例中,因涉及伪造日期或篡改文件而认为倒签行为构成欺诈是一种根本性错误。合同生效日由当事人自

[187] David I. Walker, *Unpacking Backdating: Economic Analysis and Observations on the Stock Option Scandal*, 87 B.U. L.REV. 561, 567-70 (2007).

[188] 参见前注第 568 页(“为激励留任和创造长期价值,补偿性期权随着时间的推移而归属”)。

[189] 根据法院和行政部门的做法,至少到目前为止,答案是“以上皆是”。See *United States v. Reyes*, 577 F.3d 1069, 1083 (9th Cir. 2009)(维持对期权倒签的刑事定罪); *In re Juniper Networks, Inc. Sec. Litig.*, 264 F.R.D. 584, 594-95 (N.D. Cal. 2009)(通过了一项对质疑期权倒签的集体诉讼索赔进行认证的议案); *SEC v. Berry*, 580 F. Supp. 2d 911, 912-13 (N.D. Cal. 2008)(审查 SEC 对一名参与期权倒签计划的公司高管提起的强制执行); *Indictment at 23-40, United States v. Alexander*, No. 1:06-CR-00628-NGG-RER (E.D.N.Y. Sept. 20, 2006)(起诉一家公司的首席执行官与期权倒签有关的刑事犯罪); See generally Steven J. Mintz, *Wave of Lawsuits Follows Stock Options Backdating*, LITIG. NEWS, Jan. 2007, at 1 (介绍针对期权倒签行为的刑事和证交会执法措施)。

由约定,法律并不禁止。如果公司愿意,可以“以现金形式”授予期权,只要公司愿意,公司可以直接给员工发奖金,甚至发会跳舞的大象。

判断倒签期权是否属于欺诈行为需要对欺诈行为有清晰认识的人对实际情况进行仔细分析。当执法者和法院进行此类分析时,人们会希望证券欺诈法律为他们提供适当而有效的工具。若公司对外宣称“只按当日市价授予期权”却私下倒签并隐瞒倒签行为致使投资者被误导,这可能构成欺诈。此时,还需确认行为人须具备一定的主观过错。只有满足这些要件,倒签才可能被认定为证券欺诈,并触发民事、行政或刑事程序。

如果不明确证券欺诈的性质以及它与欺诈概念的关系,法律制裁的结果很可能会前后不一。例如,就倒签而言,可能在没有确定“投资者是否对倒签情况一无所知”或者“公司高管是否蓄意欺骗投资者关于员工的薪酬安排”等情况下就实施制裁。此外,参与了倒签行为的人即使其行为并未达到“蓄意欺骗”的加重主观状态,也可能面临更长的刑期风险。公众甚至政治精英们也可能会对以下问题感到困惑:作为一种金融行为,倒签行为的本质、倒签对公司治理的影响有多严重,以及它是否真的构成欺诈。

(二) 改革目标

1. 欺诈和证券监管的目的

并不令人意外的是,没有明确证券欺诈与欺诈之间关系的那些法院其实对于证券监管中反欺诈制度目的的说法也是模糊的。如果是以遏制证券市场上所有重大不实陈述和误导行为为目的,法律施加责任时可能会不考虑过错与否。但如果认为此种“压倒性”责任会造成过高的执法成本和潜在的误判成本,法律可能会把责任标准提高至过失。然而,如果是“遏制企图通过欺骗他人来谋取利润的行为人”为目的,则仅应对根本性欺诈施加责任。

讨论规则 10b-5 衍生的政策时,法院的观点都是一些陈词滥调。^[190] 《证券法》和《证券交易法》创建了一套旨在提高市场透明度

[190] See 5B JACOBS, 参见前注[85], § 6:4, at 6-13 (“规则 10b-5 项下的八项基本政策指向:(1) 维护自由的证券市场;(2) 平等获取信息;(3) 确保平等的谈判实力;(4) 披露;(5) 保护投资者;(6) 确保公平;(7) 建立投资者信心;(8) 遏制违规行为,同时赔偿受害者”)。这些构成了制裁欺诈行为的一套非常宽泛的司法规则。

并超越了普通法欺诈的补救制度,但关于责任范围的重要问题仍有待解决。^[191] 每当需要为 SEC 或原告扩大法律和规则的范围时,法院会引出“保护投资者”的宏大目标;而每当需要为被告缩小法律和规则的范围时,法院又会引出“遏制恶意诉讼”和“吸引资本”的理由。^[192] 如果没有更多的指引,一个仅仅被描述为补救性的、并被宽松地解释为保护投资者的制度,将会把任何信息传递失败都变成责任。^[193]

美国证券法的本质是信息披露监管体制,^[194] 而非实质监管制度

[191] See, e.g., *Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc.*, 552 U.S. 148, 173 (2008) (Stevens, J., dissenting) (“如果说‘证券法中的反欺诈条款与普通法中的欺诈理论并不完全一致’,那是因为普通法中的欺诈理论可能限制性过强”(quoting *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375, 388-89 (1983))); *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 230 (1988) (“‘采用广泛的披露要求是基于一种立法理念:没有诚实的公开,就不会有诚实的市场。市场上的操纵和不诚实行为都是在非公开和保密的基础上滋生的’。该法院曾多次将该法案的基本目的描述为贯彻全面披露的理念”。(citation omitted) (quoting H.R. REP. No. 73-1383, at 11 (1934)); *Santa Fe Indus., Inc. v. Green*, 430 U.S. 467, 477-78 (1977)) (internal quotation marks omitted); *Herman*, 459 U.S. at 382 (“第 10(b) 条是一个全面兜底性反欺诈条款”);该引文第 386-387 页(“我们一再认识到,打击欺诈的证券法不应作技术性和限制性解释,而应灵活解释,以实现其救济功能”(quoting *SEC v. Capital Gains Research Bureau*, 375 U.S. 180, 195 (1963))). But see *SEC v. Zandford*, 535 U.S. 813, 820 (2002) (“对该条款的解释不能过于宽泛,否则碰巧涉及证券的每一种普通法欺诈行为都将认定为第 10(b) 条的侵权行为……”).

[192] 参见 7 *Loss & Seligman*, 前注[65], 第 3418-3420 页(探讨了普通法欺诈与证券欺诈之间的关系,并指出证券欺诈法在某些方面要更宽泛一些,因为证券是“错综复杂的商品”,但“法规究竟适用多久还很难说”。(quoting H.R. REP. No. 73-85, at 8 (1933)) (internal quotation marks omitted)). Compare *Herman*, 459 U.S. at 386 (“如果第 11 条明文规定的补救措施限制了第 10(b) 条中对欺诈行为的广泛禁止,那么该条的效力就会有所降低”),with *Stoneridge*, 552 U.S. at 165 (“尽管它仍然是法律,但第 10(b) 条下的权力不应超出其现有范围”。

[193] See *Dura Pharm., Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 345 (2005) (“证券欺诈法规规定可以提起私人诉讼,不是为投资者广泛的市场损失保险,而是为了保护他们免受虚假陈述实际造成的经济损失”。

[194] See, e.g., Mark A. Sargent, *State Disclosure Regulation and the Allocation of Regulatory Responsibilities*, 46 MD. L. REV. 1027, 1039 (1987) (“1933 年建立的以披露为基础的联邦证券监管制度,可以说是对美国证券监管的第一个本土传统——中西部各州盛行的择优制度——的摒弃,转而采用源自英国模式和更广泛的进步披露立法传统的以披露为基础的制度”); See generally LOUIS D. BRANDEIS, *OTHER PEOPLE'S MONEY AND HOW THE BANKERS USE IT* 89-96 (Melvin (转下页))

(例如药品上市审批)或教育监管体制(如职业资格认证)。总体宗旨是强制信息公开,以创造信息高效、投资者受保护、对资本更具吸引力的市场。^[195]有效的信息披露制度需要具备四个条件:(1)信息披露必须是强制性的;(2)强制披露的信息必须是可以被理解的,通常要求信息的统一性;(3)信息必须准确无误;(4)信息披露不得有作弊行为。与大多数监管制度一样,通常需要对不符合这些要求的行为进行制裁以确保规则能够被得以遵守。如果确定了投资者需要了解的内容,那么有效信息披露制度的前三个要素就较为清晰。规则必须明确统一规定必须披露的信息,并明确表示未披露将受制裁。^[196]规则还须指定统一的披露格式,确保披露的信息能够极为容易地理解。为了确保披露信息准确,必须对披露不准确信息的人实施制裁。^[197]第四个要素则更为复杂一些。有人可能会认为该要素是不必要的:对不准确披露的制裁措施足以确保披露的信息可靠,至于不准确是否是恶意的就无关紧要了。但这显然不是

(接上页) I. Urofsky ed., Bedford Books of St. Martin's Press 1995) (1914) (“据说阳光是最好的消毒剂;电灯是最有效的警察”) ; JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS 3 (5th ed. 2006) (描述了联邦证券法是如何经过了“关于强制性披露制度优劣”的讨论而颁布的,并解释了第33号法案采用披露作为对20世纪20年代证券滥用的补救措施); Seligman 文,前注[85],第41~57页 (recounting the history and context of the adoption of the 33 Act)。

[195] 关于证券监管如何实现上述部分或全部目标的分别而细致的探讨,参见 Choi & Pritchard 文,前注[128],第22~35页; Merritt B. Fox, Civil Liability and Mandatory Disclosure, 109 COLUM. L. REV. 237, 273-97 (2000); Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, The Essential Role of Securities Regulation, 55 DUKE L.J. 711, 714 (2006); Paul G. Mahoney, Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems, 62 U. CHI. L. REV. 1047, 1049 (1995); and Edward Rock, Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure, 23 CARDOZO L. REV. 675, 675 (2002)。

[196] 强迫行为人在记录中陈述事情也可能让他们更加谨慎地说出真相。参见 Fox 文,前注[195],第258页(“管理者根据要求进行广泛的信息披露对公司和自己都有好处,这使其更难合理地违反信息披露规定进行有问题的交易”)。

[197] See, e.g., Securities Exchange Act of 1934 § 13, 15 U.S.C. § 78m(b) (2006) (要求上市公司记录和披露信息,授权美国证券交易委员会发布披露规则,并制裁违反披露要求的行为);同时参见 Klass 文,前注[119],第45页(讨论为什么在某些情况下,监管体系会对不小心或无过错的虚假陈述规定责任)。

美国证券监管体系的设计者及其立法、行政和司法执行者所得出的结论。

美国证券监管的一个基础信念认为,如果不能严厉制裁欺诈行为,将迫使投资者匆匆退出市场。^[198] 经济学家将这种问题称为“柠檬市场”。^[199] 证券欺诈法律最初的起草者将其表达为对股票市场欺骗行为的担忧。^[200] 20世纪30年代,人们之所以认为有必要改革,不仅在于投资者无法全面了解市场动态,还因为他们极易受骗,而他们在那场令人难忘的股市大崩盘中已经认识到了市场的脆弱性。^[201]

如果证券欺诈责任的目的是为披露信息的准确性提供物质激励,那么对仅仅是疏忽的虚假陈述也应施加责任,或者甚至对所有重大不准确信息都施加严格责任。^[202] 然而,为什么法律将所有此类违规行为都称为“证券欺诈”,为什么法律体系下披露错误和蓄意欺骗投资者对应相同的责任?除了在规则10b-5下法律演进过程中所形成的路径依赖特性之外,确实没有其他更好的解释。相反,如果对证券欺诈追究责任的目的是向投资者保证市场在一定程度上不存在欺诈行为,那么制裁应仅限于涉及有目的欺骗的根本性欺诈案件,或者在某些情况下的“有意漠

[198] 参见 Rock 文,前注[195],第 686 页(“证券法的公共和私人执行机制以及刑事和民事责任相结合使证券披露远比纯粹的合同陈述更可信”)。

[199] Choi & Pritchard, 前注[128],第 24 页(解释未能诚实披露如何会形成柠檬市场); Goshen & Parchomovsky 文,前引注[195]第 762 页的注[192](“柠檬市场”是指买卖双方信息不对称的市场。由于买方并不完全了解产品质量,他们会对所有产品的价格打折扣)。

[200] See generally MICHAEL PERINO, THE HELLHOUND OF WALL STREET: How FERDINAND PECORA'S INVESTIGATION OF THE GREAT CRASH FOREVER CHANGED AMERICAN FINANCE (2010)(列举国会对于 1929 年股票市场崩溃原因及华尔街相关不公平行为的调查情况)。

[201] Milich 文,前注[28],第 182 页(“根据该法定方案,首要问题不是是否受到损害,而是是否被欺骗。《1934 年证券交易法》第 10(b)条的目的不是证券市场中强制执行的能力,而是诚实”)。

[202] 参见 Cox 文,前注[28],第 571~588 页(主张将规则 10b-5 解释为对疏忽行为施加责任,并指出“Hochfelder 案的最终关注点应该是疏忽标准是否能够实现联邦证券法的目标,即确保向投资者提供完整、准确的信息,同时又不给商业行为造成不合理的负担”); Goshen & Parchomovsky 文,前注[195],第 777~780 页(认为在证券欺诈案件中,过失可能是恰当的过错标准,因为除其他原因外,这将降低诉讼成本,并促使管理者更加谨慎地核实披露信息的准确性);参见该引文第 780 页(他有些大胆地断言,“高故意审查标准实现了有效的平衡,因为集体诉讼机制所体现的代理成本问题确保了实际标准将趋向适当的疏忽水平”)。

视”,但不应再行扩张。当然,“威慑(效果)”的分析比这更复杂。我们必须考虑到许多因素,包括执行成本、错误率、证明难易、制度问题,如监管捕获、集体诉讼律师的代理成本等等。将所有相关考虑因素整合到一个分析中是一项艰巨的任务。简单地讲,美国现行责任制度在很大程度上回避了证券监管目的的问题。法律从业者不断探讨制裁证券欺诈的实践,似乎这些实践就是跟进应对市场上的欺骗。但事实上法律连无心披露错误也一并处罚,而实践中通常并不区分所追究的是哪种信息披露失败。

即使不对证券欺诈法作任何修改,但如果能更明确地讨论证券监管制度的目的到底是只针对根本性欺诈行为进行制裁,还是对所有信息披露失败进行制裁,抑或是对两者的某种结合进行制裁,以及在单一责任规则下对这些不同行为进行制裁是否合理,那么本文的讨论对于制度(的改进)也是有意义的。虽然学术文献也开始讨论证券欺诈,但只是将其视为一个具有明确含义的单一事物,而没有充分讨论这一法律体系的多层次特征或其与欺诈概念之间模糊而不明确的关系。

2. 民事与刑事的界限

一方面,根据已经引述的数十个联邦上诉判例,这些判决反映并证实这样一种情况:陪审团被告知,如果认定被告对其陈述的真实性鲁莽地漠视,即可判其欺诈罪。另一方面,作为一名前联邦检察官,我的经验是,助理联邦检察官普遍厌恶风险,不会在没有充分证据证明被告有故意不法行为的情况下起诉白领犯罪。更常见的模式是,只有在调查发现了有罪的确凿证据后才决定起诉,然后请主审法官以一种可能更容易定罪的方式对陪审团作出指示。因此,我们无法知道有多少起被判定证券欺诈罪的被告人在主观上是处于“有意无视”还是“重大过失”意义上的鲁莽。

证券欺诈不是过失杀人。英美法律制度一般不会对非暴力犯罪的过失行为人施加特别严厉的刑事责任。^[203] 有观点认为,在“有意无视”的鲁莽概念意义上,无视他人利益的鲁莽行为足以成为应受谴责的衡量标准,可以作为刑事过错的一般理由而受到指控。^[204] 但这种观点并没

[203] 另一种观点参见 Seigel 文,前注[28],第 1613 页。

[204] See, e.g., LARRY ALEXANDER & KIMBERLY KESSLER FERZAN, CRIME AND CULPABILITY: A THEORY OF CRIMINAL LAW 23-68 (2009) (将过失行为作为刑事责任的依据)。

有在美国严重的非暴力犯罪法律中占主导地位。像妨碍司法、欺诈、贿赂、敲诈勒索等白领犯罪和经济犯罪,这些罪行通常被定义为需要某种形式的特定意图。与暴力犯罪不同,这类案件的核心难题在于:含义模糊的行为是否可以因其背后的目的或目标而构成犯罪?^[205] 例如,并非所有阻碍司法程序的行为都出于恶意动机,并非市场上所有的欺骗都是欺诈行为,并非所有与公职人员的经济往来都是贿赂行为,并非所有的强迫行为都是敲诈勒索。因为在许多此类案件中,只有对犯罪意图的调查才能区分善意与恶意,所以这种调查必须严格到足以承担刑事诉讼的全部重任。在证券欺诈背景下,执法体系选择和识别市场中的不法者对于美国经济发展至关重要——因而坚持刑事过错标准既严又准,而且要紧扣真正的根本性欺诈概念,这一点本应毫无争议。

3. 社会性表达的效果

欺诈这一概念在经济领域的公众讨论中始终极其重要,尤其是在大萧条以来最严重的市场灾难发生之后,对其关注更是达到前所未有的高度。证券欺诈法律是反欺诈法中最重要的一部分。当律师们将某件事尤其是备受瞩目的案件称为证券欺诈时,就是在塑造社会对欺诈的认知。^[206] 欺诈不仅是法律理论,还具有决定规范和行为的“社会性”。这

[205] 参见 Green 文,前注[30],第 30~47 页(在传统犯罪与白领犯罪的背景下,对犯罪意图、危害性和道德不法性的判定进行对比)。

[206] See Elizabeth S. Anderson & Richard H. Pildes, *Expressive Theories of Law: A General Restatement*, 148 U. PA. L. REV. 1503, 1511 (2000) (“通过‘表达’规范以规制行为”); Samuel W. Buell, *The Blaming Function of Entity Criminal Liability*, 81 IND. L. J. 473, 519 (2006) (“表达理论”认为:施加……刑事责任表达了重要的价值观,即使其制裁与民事处罚并无实质性区别); Dan M. Kahan, *Social Influence, Social Meaning, and Deterrence*, 83 VA. L. REV. 349, 352 (1997) (“如果一种惩罚形式(如监禁)的表达意义比另一种惩罚形式(如罚款或社区服务)更有效地表达了社会的不赞同,即使后者以较小的社会成本对犯罪起到了同样作用,前者在引导社会影响方面的效果能证明选择它是合理的”); Richard H. McAdams, *An Attitudinal Theory of Expressive Law*, 79 OR. L. REV. 339, 340 (2000) (“因为人们的动机是获得认可和避免不认可,所以立法和其他法律所传递的信息会影响他们的行为”); Cass R. Sunstein, *On the Expressive Function of Law*, 144 U. PA. L. REV. 2021, 2025 (1996) (探讨“如何设计法律声明以改变社会规范”). But see Matthew D. Adler, *Expressive Theories of Law: A Skeptical Overview*, 148 U. PA. L. REV. 1363, 1364 (2000) (认为法律表达理论不具说服力)。

种社会性既来自学理,也来自公众对欺诈的讨论。我们应当谨慎地维护这一强有力的工具。就个人的印象而言,许多企业管理者、企业代表、调查人员、起诉者以及相关事务的报道者也都认为公共执法的重大案例会显著影响人们对于欺诈行为的理解和态度。然而,要从复杂的社会和经济网络中提取出这种动态存在与否的实证证据却很难,因为人们已经对哪些行为是严重过错及其相应法律后产生了自身的信念体系。^[207]

唐纳德·兰格沃特教授认为,规则 10b-5 的“摇摆”灵活性一直是一种优点。因为美国社会对投资者和市场之间的关系的理解虽然是不断发展的,但又缺乏经验信息。^[208] 根据兰格沃特的观点,可塑性强的证券欺诈法律能够适应观点的变化,避免对某些棘手的问题作出决定,从而保护证券监管这颗“皇冠上的明珠”,使其免于在接受严格审查和修订时可能遭受的冲击。^[209] 兰格沃特教授的观点是有一定的道理,但并不令人振奋。这一法律领域在金融监管和公共话语中占据越来越重要的地位,但回避了其为何值得承受如此重位。认为规则 10b-5 真的能够解决欺诈问题的错觉能持续多久,律师们又为什么要允许这种错觉持续下去呢?一种法律制度之所以有效,部分原因在于它成功地避免对其所做之事采取明确立场,这种说法具有一种循环论证的意味。

本文在第一部分开始讨论欺诈问题时,指出了法律必须应对三种竞争性需求:面对金融创新的适应性;来源于合法性理念的充分告知和平等要求;以及维护将欺诈概念作为美国人对于金融事务中的不法行为与

[207] 不过,有清晰的证据表明,在法律程序解决责任问题之前,媒体对欺诈行为的初步报道会影响市场对公司价值的评估。See, e.g., Stephen Choi & Marcel Kahan, *The Market Penalty for Mutual Fund Scandals*, 87 B.U.L. REV. 1021, 1047-50 (2007) (发现当损害投资者的丑闻首先被媒体而非证券交易委员会发现时,投资者的外流程度更高); Jonathan M. Karpoff, D. Scott Lee & Gerald S. Martin, *The Cost to Firms of Cooking the Books*, 43 J. FIN. & QUANT. ANALYSIS 581, 582 (2008) (认为法院对不当行为的经济处罚远远大于不当行为造成的声誉损失的经济影响)。

[208] Donald C. Langevoort, *Rule 10b-5 as an Adaptive Organism*, 61 FORDHAM L. REV. S7, S7-S8, S16-S19 (1993) (他认为,规则 10b-5 的可适应性是一种“美德”,“因为我们作为一种文化,还没有创造一个关于投资业务是怎么回事的连贯、有说服力的故事”。

[209] 前注第 S19 部分(讨论了规则 10b-5 不太可能修订的原因,如“担心将证券监管执法‘皇冠上的明珠’拱手让给变幻莫测的政治进程和特殊利益”)。

公共讨论的核心概念,以此帮助厘清市场出现问题时的事件本质。每当市场泡沫破裂或剧烈动荡时,一大批亏损者必然声称自己是欺诈的受害者,因为他们在相信错误事实后遭受了巨大的损失。损失越多,这些受害者对市场上制造泡沫的卖方越感愤怒,并希望看到他们受到严厉惩罚——特别是如果许多这些卖家中在市场崩盘前进行了对冲或退出市场。如果法律允许大多数甚至许多受害者基于欺诈提起诉讼以追偿损失,甚至监禁这些(受害者所指控的)人,又如果检察官的行为主要是为了满足公众情绪,那么欺诈的概念将逐渐失去意义,最终结果很可能是欺诈沦为法律结果或政治权力的代名词,公众同时也将丧失从众多市场失灵中识别出严重不法行为的能力。谴责所有人最终就等于不谴责任何人,这一直是刑法特定领域的担忧所在。^[210] 在衔接刑事和民事责任的法律领域,刑法道德权威的丧失尤其令人担忧。^[211]

如果要保留欺诈概念在社会性表达上的效果,就应当将其法律定义限制在真正严重的不法行为。这可能包括将证券欺诈的责任限制在故意欺骗或类似情形。至少,在谈论欺诈时应当有着明确其法律上的含义。

(三) 完善方向

为了使本文完整,以下将从两个互不排斥的角度来概述证券欺诈法的完善,以进一步论证在前几部分所提出的观点。

1. 修订法规和规则

本文的大部分论点都是围绕需要更加明确地讨论规则 10b-5 的目的和证券监管,以及应当制裁哪类的欺诈和虚假陈述。暂且假设讨论的结果大致仍会维持现状,即证券欺诈法律既要对本性欺诈行为进行制裁,也要对误导性陈述和重大过失乃至一般过失行为进行制裁,当然其

[210] See Henry M. Hart, Jr., *The Aims of the Criminal Law*, 23 *LAW & CONTEMP. PROBS.* 401, 431 (1958) (“如果任何事情都可以首先被定为犯罪,那么在刑事诉讼中坚持程序性保障措施又有什么意义呢?如果一个人任何情况下都可以因为无意中违反了他没有理由知道而且他也没有理由相信他正在违反的先前的法律,而被判定犯有臭名昭著的罪行,那么禁止追溯法律(以《联邦宪法》在实质性方面的一项明确保证为例)又有什么意义呢?”)。

[211] John C. Coffee, Jr., *Does “Unlawful” Mean “Criminal”?: Reflections on the Disappearing Tort/Crime Distinction in American Law*, 71 *B.U. L. REV.* 193, 200 (1991) (“监管机构越来越多地将刑事制裁作为首选执法工具,鲜少考虑其使用的传统限制”)。

中包括了民事罚金和刑事处罚。

但变革仍然是必要的,这样证券法就可以更清楚地规定哪些形式的欺诈和虚假陈述是要受到制裁的?为何受到制裁?哪种形式的行为在任何特定情况下是要制裁的?为什么选定的特定制裁形式适用于特定情况下的行为?即使在绝大多数情况下都是以和解结案的诉讼环境中,这些改变也将通过案件可能的走向、提高威慑违法行为的清晰度和具有教育意义的信息来规范辩护以及和解的程序。

就此而言,进行一些简单的修改可能会大有帮助。可以将《证券法》第17条和规则10b-5重组为单独的条款:一条针对根本性欺诈,使用类似于“任何欺诈计谋”的措辞;另一条针对虚假陈述,使用类似于“误导性陈述、作为或不作为”的措辞。此后,该法律将分别规定“证券欺诈”的诉因以及“证券交易中的虚假陈述”的诉因。同时,可以添加一些条文,具体说明适用于每种诉因的主观状态或过错的程度。法规和规则应规定,证券欺诈的责任仅适用于有欺骗目的的证据的情形。根据规范性要素考虑是否有证据证明存在鲁莽行为(明确定义为“有意无视”型或“重大过失”型)、一般过失或甚至无过错行为,以判断是否对证券市场中的虚假陈述追究严格责任。如果对于一般过失或无过错违规行为也允许追究责任,可能应将诉因称为“披露失误”而不是“欺诈”或“虚假陈述”。^[212]此外,最好在制裁阶段进一步区分罚款数额的标准,例如,区分对故意欺诈行为的威慑力度,以及对鲁莽或无过错的虚假陈述的威慑力度。这样的区别还将为更严重的违规行为建立一个明确的分级和递增的制裁体系。^[213]最后,刑事责任应当只适用于根本性欺诈,而

[212] 如果证券欺诈法明确区分故意欺诈与粗心大意的虚假陈述,那么D&O保险市场是否会调整,或者如何调整(如果会调整的话),这是一个有趣的问题,但这个问题超出了本文的讨论范围。

[213] 自证券法通过以来,唯一一次全面的重新起草工作,即美国法学会提出的从未通过的《联邦证券法则》,并未建议通过划分欺诈和虚假陈述或区分故意水平来改变现行法律。See FED. SEC. CODE § § 202(61), 202(86), 202(96), 202(147), 1602, 1604 (Proposed Official Draft 1978). 在《美国证券欺诈法》颁布之前,众议院的一项法案确实提出,在私人诉讼中,只有同时证明有欺骗意图和知晓虚假性或对虚假性罔顾后果,证券欺诈才能成立。H.R. 1058, 104th Cong. § 4 (as passed by House, Mar. 10, 1995). 但该提案未获通过。

不适用于虚假陈述,并且应当界定刑事处罚的“故意”要求。政府可能需要证明被告的行为不仅具有特定的欺诈意图,而且明知其行为是违法的。^[214] 如果满足了这一犯罪意图要求,法律还可以规定,如果被告故意视而不见、或有意识地无视陈述虚假的可能、或其作为或不作为具有误导性的重大风险,则应承担刑事责任。

虽然对于律师而言,这样的起草工作可能很简单直接,但它将面临严重的政治障碍。《证券私人诉讼改革法》的争论是克林顿政府期间最激烈的游说和立法冲突之一。^[215] 而该法案几乎没有对证券欺诈中涉及的实质性责任标准做出任何改动。实际上,任何修改基础法律的建议由于无法达成一致意见均被否决。最近就证券欺诈实体法的一项最高法院裁决的立法倡议也毫无进展。^[216] 重新开启关于基本原则的讨论在政治上似乎是棘手的。自七十年前 SEC 委员桑纳·派克(Summer Pike)声称“我们反对欺诈,不是吗?”以来,这一讨论已经基本停滞。^[217] 但或许惯性是可以被克服的。学术界一致认为,至少根据规则 10b-5 以目前

[214] 参见 Beveridge 文,前注[28],第 47 页(“就在《1934 年证券交易法案》通过前几个月,美国最高法院认为,当刑事法规中使用‘故意(willful)’一词时,一般是指出于‘不良目的’的行为,而不仅仅是指明知或自愿的行为,有别于偶然行为”)。

[215] See John W. Avery, *Securities Litigation Reform: The Long and Winding Road to the Private Securities Litigation Reform Act of 1995*, 51 Bus. LAW. 335, 335 (1995) (1995 年 12 月 22 日,美国参议院投票推翻了克林顿总统对《证券私人诉讼改革法》的否决,从而结束了漫长而又往往充满争论的立法努力,对联邦证券法下的私人诉讼的实体法和程序法进行了全面修订); Brian S. Sommer, *The PSLRA Decade of Decadence: Improving Balance in the Private Securities Litigation Arena with a Screening Panel Approach*, 44 WASHBURN L.J. 413, 413 (2005) (“尽管有辩论、争议和总统否决,美国国会还是于 1995 年 12 月颁布了《证券私人诉讼改革法》”)。

[216] See 156 CONG. REC. S3369, S3618 (daily ed. May 12, 2010) (提出立法修改《1934 年证券交易法》,允许对协助者和教唆者提起私人诉讼); see also 156 CONG. REC. S3663, S3670 (daily ed. May 13, 2010) (讨论修订《1934 年证券交易法》的原因); 156 CONG. REC. S3385, S3399-S3400 (daily ed. May 7, 2010) (same). 国会没有通过该提案,而是“研究授予协助或教唆他人违反证券法者私人诉讼权的影响”。Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, § 9292, 124 Stat. 1376, 1871 (2010).

[217] 5B JACOBS, 参见前注[85], § 6:3, at 6-10 (quoting Milton Freeman, *Administrative Procedures*, 22 Bus. Law. 891, 922 (1967)) (internal quotation marks omitted)。

的形式提起市场欺诈的集体诉讼是存在不合理的。^[218] 这一相对较新的讨论趋势凸显了证券欺诈法律的不稳定性,而这种不稳定性只会有增无减,本文试图进一步揭露这种不稳定性。

2. 完善司法裁判的说理

联邦法院在证券欺诈法方面有着较高的自由裁量权。尽管在政治舞台上对法官造法的质疑日益增加,但法院在填补证券欺诈法律的空白方面的作用被广泛接受,成为改革该法律的一个现成工具。在国会不介入证券欺诈法律的情况下,法院不可避免地会成为法律制定者的角色。也许如果法官对这一角色更加有所作为,(证券法律空白)会有所改善。法院在迈向改革的道路上可以采取四个相对简单的现有步骤:首先,法院应该停止把证券欺诈看作一个单一的概念。规则 10b-5 和《证券法》第 17 条都明确涵盖了根本性欺诈和其他形式的虚假陈述和误导行为。在讨论证券案件时,无论是民事还是刑事,法院应要求原告方在理论上准确说明所指控的行为类型违反了哪些法律规定。只需要迈出这么一小步就可以将“证券欺诈”和“与证券交易相关的错误陈述行为”明确区分为两种类型。这种做法可以更清楚地向公众说明在“证券欺诈”的这个标签下,国家制裁的对象究竟是什么。

诚然,可以主张在根本性欺诈概念下同时承认过失责任。如果行为人有意欺骗,并且为了达到这一目的,有意漠视其陈述可能虚假或行为可能是欺骗这一重大风险,那么这类人与明知陈述虚假而故意欺骗的行为人并无二致。行为人在明知表述可能虚假的情况下,仍然选择做出表述,这就等同于知道了虚假性:因为其明知自己并不具备其断言所暗示的确信。^[219] 然而,

[218] William W. Bratton & Michael L. Wachter, *The Political Economy of Fraud on the Market 5* (Univ. of Pa. Inst. for Law & Econ., Research Paper No. 11-17, 2011), available at <http://ssrn.com/abstract=1824324>.

[219] Cf. *United States v. Sheiner*, 273 F. Supp. 977, 982-83 (S.D.N.Y. 1967) (“如果被告的行为是无心、过失或善意的,没有诈骗的意图,那么……被告必须被判无罪……另一方面,如果被告的行为是故意和蓄意的,带有恶意,或对事实真相漠不关心,那么他们就应该被指控具有必要的明知和犯罪意图”)。Aff’d, 410 F.2d 337 (2d Cir. 1969). 另一种比之更差一点证明力的说法是,以一种隔靴搔痒的手法说,“一个人的行为如果轻率地漠视一项陈述的真假,就应该被控明知其虚假”, *United States v. Beecroft*, 608 F.2d 753, 757 (9th Cir. 1979)。

证券欺诈的私人责任法律却并未回应这一观点。联邦法院,特别是最高法院,严重地混淆了意图、故意、鲁莽和过失,也混淆了行为人的目的与其陈述虚假或有误导性的心理状态。其后果是,规则 10b-5 规定的私人诉讼权既成了通过重大集体诉讼损害赔偿制裁证券市场上的故意欺诈者的工具,也成了因他人重大疏忽而被误导从而蒙受损失的投资者提供补偿的渠道。

其次,法院应更加明确主观状态和过错。相关规则和法规对这一问题基本上未作规定。欺诈的概念和证券案件中涉及的基本不法行为的性质取决于违法者行为时的主观状态。行为人的目的,其故意欺骗的特定意图,都应该与其陈述的虚假性或其行为或遗漏的误导性的过错程度加以明确区分。法官们不应再把故意、有欺诈意图和鲁莽看作可以相互替代的主观概念。

再次,在行为人对其陈述的虚假性或其行为或不作为的误导性方面的意识或过错问题上,法院应明确区分鲁莽和过失行为。在鲁莽行为中,法院还应区分对虚假性的有意无视和对虚假性风险极度缺乏注意之间的区别。虽然法律有理由将不同的知情状态视为产生相同的法律后果,但法官还应明确区分三种故意状态:实际明知虚假、放任虚假以及有意无视虚假的重大风险。最重要的是,刑事故意欺诈应与被认为足以承担民事责任的故意形式区分开来。

最后,法院应当明确承担证券欺诈责任的不披露行为和其他行为条件,且应该在行为和背景方面与过错方面之间建立更紧密的联系。结论很可能是,即使在某些作为或不作为是具有欺骗性的关系中,这些作为或不作为下的证券欺诈责任也需要有欺骗的目的,而不能在行为人只是疏忽或过失行事的情况下强加责任。

结 论

在所有关于证券欺诈责任的工具性影响的讨论中,甚至在围绕信赖、损失因果关系和市场欺诈等理论的相关附属问题的讨论中,我们都忽略了核心问题:欺诈行为本身的“过错”。主要的理论问题是主观状

态和过错问题,或如该领域所称的“故意”问题。但真正的问题是,作为一种概念,欺诈到底应该是什么,以及世界上最强大的反欺诈法律体系所追求的是哪一种欺诈概念。忽视欺诈背后的概念选择因素不是证券欺诈领域的唯一问题,但却是极为重要的一个问题。

对这个问题的持续关注有望带来三个改进,以使证券欺诈法得以发挥更好的作用:第一,明确证券欺诈责任制度的意义是防止市场作弊,或者更宽泛一点地说,是确保信息披露的准确性;第二,更好地警告那些因为不法行为受罪入狱的人,并使其知道收监入狱的原因;以及第三,当企业 and 市场严重偏离轨道时,能更有力地回答公众最为关切的问题:是谁,他究竟做了什么?!

(编辑:徐伟浩 赵宇)