

从洪良国际案到证券民事赔偿

汤欣* 谢日曦**

摘要:回顾已经过去的2010年,当内地证券市场上针对虚假陈述的投资者民事赔偿机制进展缓慢之际,香港证监会通过法院勒令财务造假的洪良国际公司召开股东大会就回购全部股份以对受害投资者进行赔偿进行表决的案例,理所当然地引起了财经媒体的广泛瞩目。本文在对于香港洪良国际案中的股份回购机制、国内万福生科及海联讯投资者专项补偿基金和美国SEC的公平基金实践进行检讨的基础上,反思了由监管机构主导或影响下的投资者损害赔偿模式的理论基础——不完备法律理论,主张虽然中国证券民事诉讼机制亟待完善,通往诉讼主导模式的投资者保护道路可能艰难而漫长,但是方向无法选择,路径无从超越。

关键词:虚假陈述 民事赔偿 洪良国际 补偿基金 公平基金 不完备法律理论

2010年的洪良国际案曾经引起内地媒体的广泛关注,香港证监会责令通过财务造假上市的洪良

* 清华大学法学院副教授,法学博士。

** 美国艾金·岗波律师事务所驻北京代表处律师。

国际召开股东大会就以 2.06 港元/股的价格回购其首次公开发行 (IPO) 时发行在外的全部 5 亿股股份进行表决,并在表决通过后实施回购。对于本案的处理方式,内地媒体好评如潮,但却很少有学术论文进行严肃思考和评论,^[1]英文文献中也是如此。^[2]

在中国大陆的 A 股证券市场,理论上解决证券投资者赔偿的主要机制是民事赔偿制度。中国的虚假陈述民事赔偿诉讼制度发端于 1999 年《证券法》,在 2005 年新《证券法》颁布后得到加强,此间最高人民法院还颁发了包括《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》(2002 年)、《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》(2003 年)、《关于审理涉及会计师事务所审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》(2007 年)等多份司法解释,十余年来实践中仍然不断有重要案例发生。但由于存在投资者参与率低、信心不足、信息沟通不到位、司法机关能动性缺乏、地方保护主义阻碍、各地法院判决不尽一致、立法空白及执行较为薄弱等问题,证券民事诉讼总体来说进展并不顺利,迄今为止,只有较少一部分投资者得到赔偿。^[3]

在此情况下,有观点认为应当根据“不完备法律”理论,建立主要由监管机构或政府背景的非营利组织主导的投资者损害赔偿模式,国内财经媒体对于洪良国际案处理结果的欢呼,以及近期内对于 A 股市

[1] 中文类的学术论文主要有:曾斌、吴锦宇:“证券发行欺诈投资者保护的国际新模式——香港洪良国际案例的法经济学分析”,载《金融法学家》(第 5 辑),中国政法大学出版社 2013 年版;王玮、夏中宝:“‘洪良国际案’对境内欺诈上市案件查处的启示——以‘绿大地案’为比较分析样本”,载《证券法苑》(第 7 卷),法律出版社 2012 年版。

[2] 以当事公司洪良国际的英文名称“Hontex”为关键词在 Westlaw 数据库中搜索文献,仅查询到三篇学术论文,具体参见下文注 11 和注 12。

[3] 截至 2013 年 5 月底,中国证券欺诈侵权民事赔偿案件累计有 101 起。在虚假陈述民事赔偿案方面,据不完全统计,1990 年年底至 2013 年 5 月底,约有 15,000 名投资者成为虚假陈述民事赔偿案件的原告(大多数案件单独起诉,少数案件共同起诉),涉诉或涉案标的约 15 亿元左右。据抽样估算,由于信息、地域、成本、信心和信任度等方面的限制,主动提起虚假陈述民事赔偿的投资者,不会超过适格投资者总人数的 10%,起诉总标的不会超过可计算损失总标的 5%。参见宋一欣:“中国证券民事赔偿诉讼的回顾与展望(1990-2013)”,载刘俊海、宋一欣主编:《中国证券民事赔偿案件司法裁判文书汇编》,北京大学出版社 2013 年版,第 20 页。

场上万福生科和海联讯“专项补偿基金”的褒扬,不能不说也体现出对于此种由监管机构等主导的投资者赔偿(补偿)模式的热情期望。本文认为,将上述个案处理方法上升成为证券投资者赔偿的“主要模式”可能存在问题。比如,香港的洪良国际案情过于简单、其处理方式对于复杂的虚假陈述案件并没有普适价值,A股市场上的万福生科和海联讯专项补偿基金设计中的政策导向性相当明显、是否具有普遍适用性尚待观察,而远在大洋彼岸的美国,由美国证监会主导的公平基金(FAIR fund)的制度探索至今前途难卜。投资者保护的国内外实践需要我们检讨不完备法律理论的适用性,也需要我们就上述香港地区、中国大陆及美国市场上由监管机构主导或影响下的投资者损害赔偿方式进行初步反思。

本文第一部分介绍香港洪良国际案件的处理过程及其法律依据,并对该案中的责令回购股份方式能否对中国大陆资本市场上虚假陈述案件中的投资者赔偿提供普遍借鉴作出评论。文章第二部分概括近期在国内设立的万福生科和海联讯专项补偿基金的分配方案,并对其可能存在的不足之处进行简略分析。第三部分介绍美国公平基金制度的发展现状,并概括学者对该种制度的评述和批判。第四部分回归由监管机构主导投资者损害赔偿模式的理论基础——不完备法律理论,探索“不完备法律”的准确意涵,并对其是否能够作为上述投资者赔偿模式的理论基础作出反思。第五部分给出结论,虽然中国证券投资者赔偿的诉讼机制亟待完善,通往证券民事诉讼主导的投资者赔偿模式之路可能艰难而漫长,但是方向无法选择、路径无从超越。

一、洪良国际案——香港证监会主导的投资者赔偿实践

(一) 洪良国际案情及处理方式

洪良国际(00946.HK)是一家由台商创办、注册在开曼群岛、生产实体位于福建省的从事纺织品生产及知名运动服装品牌代工的企业。2009年12月24日,洪亮国际在港交所上市,发行价是2.15港元/股,募得资金净额9.97亿港元。上市后的两个多月,洪良国际的股票交易

一直波澜不惊。

2010年2月20日,洪良国际试图贿赂为其提供审计服务的毕马威会计师事务所职员刘淑婷。2010年3月1日,刘淑婷将此事以邮件的方式向毕马威内部负责调查的合伙人进行举报。毕马威紧急启动了对洪良国际IPO审计项目的核查,并发现了一些重大差异及问题,毕马威认为洪良国际的财务报表中存在舞弊的嫌疑,并将此事报告给香港证监会及廉政公署。

应香港证监会的紧急要求,高等法院于2010年3月29日发出临时强制令,冻结洪良国际及其四家附属公司合共9.974亿港元的资产。^[4]临时强制令冻结的资产总额,相等于该公司在2009年12月首次公开招股时,向公众集资所得的净收款项。临时强制令旨在防止有关资产在证监会完成调查前遭人转移,而假如法院命令洪良国际恢复首次公开招股前的状况或作出赔偿,临时强制令亦可确保该公司届时具备足够的资产以执行有关命令。

2010年3月30日开盘前,香港证监会向港交所发出指令,对洪良国际的股票实施停牌,直至证监会通知复牌。停牌日洪良国际股价为2.06港元/股。

2010年4月起,香港证监会正式开始了对洪良国际造假的调查。该会遵从原讼法庭于2011年7月22日颁布的命令,^[5]在其针对洪良国际的法律程序中提交了申索陈述书(statement of claim),指称洪良国际于2009年12月14日刊发及分发的招股章程(即招股说明书)载有多项被严重夸大的陈述。香港证监会尤其指出,洪良国际在招股章程

[4] “法院颁令继续冻结洪良的资产”(2010年4月8日),载 <http://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=10PR38>,2014年8月20日访问。

[5] 原讼法庭可把上诉或上诉中的任何论点保留以待上诉法庭考虑,亦可指示该项上诉或上诉论点的辩论在上诉法庭进行。香港高等法院由上诉法庭及原讼法庭组成,具有上诉及原讼司法管辖权,可以审理上诉及初审案件。原讼法庭具有上诉及原讼司法管辖权,涵盖范围包括刑事及民事案件。原讼法庭的民事司法管辖权并无限制,可处理所有民事事宜。参见香港“司法机构”:“法庭服务与措施:高等法院”,载 http://www.judiciary.gov.hk/tc/crt_services/pphlt/html/hc.htm,2014年9月18日访问。

中严重夸大了洪良集团 2006 年、2007 年及 2008 年各年度的营业额。香港证监会又指,该集团于上述各财政年度的税前利润亦分别被严重夸大,而现金及现金等价物的结余及特许经营店的数目也被虚增。^[6]

原讼法庭于 2012 年 6 月 20 日应香港证监会的申请,在其对洪良国际进行的法律程序中发出命令,饬令洪良国际召开股东大会就一项议案进行表决,以及在该决议案通过后采取步骤,向大约 7700 名当时

[6] 香港证监会称,洪良国际违反了《证券及期货条例》第 298(1)条及第 300(1)条及第 384(1)条,以及《公司条例》第 342F(1)条(HCMP 630/2010, Reason for Decision, Securities And Futures Commission v. Hontex International Holdings Company Limited. Et al, available at http://legalref.judiciary.gov.hk/lrs/common/ju/ju_frame.jsp?DIS=77627, 2014 年 8 月 22 日访问)。具体而言,《证券及期货条例》第 298(1)条是一项有关市场失当行为的条文,其规定,凡任何资料在要项上属虚假或具误导性,并相当可能会诱使他人认购或购买证券,则任何人如知道该资料属虚假或具误导性,或罔顾该资料是否属虚假或具误导性,均不得分发该资料。洪良国际在 2009 年 12 月 14 日的首次公开招股的招股章程中,披露重大的虚假或具误导性的资料,而这些资料可能曾诱使投资者认购及购买洪良国际的股份。《证券及期货条例》第 300(1)条禁止作出欺诈行为或意图欺骗而使用任何手段或计划;该条例第 384(1)条则禁止任何人向香港联合交易所及证监会提供虚假或具误导性的资料。《公司条例》第 342F 条禁止在招股章程中载列不真实陈述,而洪良国际在首次公开招股的招股章程中严重夸大了公司财政状况。参见“证监会提交针对洪良的申索陈述书”(2011 年 10 月 3 日),载 <http://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=11PR122>, 2014 年 8 月 22 日访问。香港证监会还根据《证券及期货条例》第 213 条寻求法院颁发多项命令,包括向洪良国际颁布强制令及命令,要求洪良国际采取若干步骤,向持有洪良股份的公众退还认购资本。第 213 条虽然只有 1000 余字,读起来却相当复杂晦涩,其大意是规定香港证监会有权寻求一系列内容宽泛的命令,包括制止命令、责令采取步骤恢复原状的命令、委托财产管理人以及宣告合约无效。在香港的法例规定项下,除了在第 213 条项下订明的具体类型的命令,法庭还可作出其认为有必要的附带命令。如果已发生或似乎已发生违反《证券及期货条例》的行为,则香港证监会可适用上述第 213 条。参见黄紫玲、Amanda Beattie:“打击市场失当行为——又见《证券及期货条例》第 213 条”,载《中国法律期刊》2012 年 8 月刊,载 <http://www.kingandwood.com/Bulletin/ChinaBulletinContent.aspx?id=01da1ab0-9509-4795-a696-22d1f61934d9>, 2014 年 10 月 20 日访问。这意味着香港证监会可以针对任何市场不当行为,主动积极地发挥自身作为市场秩序维护者的作用。在洪良国际案之前,第 213 条尚未被香港证监会广泛引用。在洪良国际案处理过程中,香港证监会首次引用该项条文向香港高等法院提交申请,请求法院判决将洪良国际上市筹得的资金,归还那些曾在该公司首次公开招股(IPO)时,认购并仍然持有洪良新股的投资者,以及那些在洪良国际上市后,购入并仍然持有洪良股份的投资者。

持有洪良股份的公众股东回购他们获配发或已买入的股份,总共涉及金额达 10.3 亿港元。^[7]

依照上述法院命令,洪良国际于 2012 年 9 月 24 日发出回购要约,以现金按要约价每股 2.06 港元购回发行在外的 5 亿股洪良国际股份。2012 年 10 月 29 日回购要约截止,购回股份占应回购股份数的 98.73%,^[8]赔偿投资者的任务基本达成。2013 年 9 月 23 日,在涉嫌欺诈被停牌三年半后,洪良国际最终被取消上市地位。^[9]

(二) 香港本地的分析评论和国内媒体的追捧

洪良国际案引起了港媒的高度关注,称案件为香港证监会保障投资大众免受不当行为损害的工作,立下重要里程碑。^[10]但香港本地学者对于洪良国际案的分析评论只有寥寥数篇,且内容多为对保荐制度的反思,^[11]或者对香港证监会在本案中具体适用证券期货法例的评述。^[12]至于本案中公司受命整体回购股份的投资者保护方案未来是否对于类似虚假陈述案件具有普适性、确定回购价格的正当性等问题,并未见有文献进行深入分析。更未见有文献论证,洪良国际案中由证监会主导的投资者赔偿模式是否对 A 股市场具有借鉴意义。

[7] “洪良因首次公开招股章程内容失实被命令以 10.3 亿元提出回购建议”(2012 年 6 月 20 日),载 <http://sc.sfc.hk/gb/sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=12PR63>,2014 年 8 月 22 日访问。

[8] “洪良国际控股有限公司公告:(I) 购回要约截止及 (II) 购回要约结果”(2012 年 10 月 29 日),载 http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2012/1029/LTN20121029513_C.pdf,2014 年 8 月 22 日访问。

[9] “香港联合交易所有限公司通告关于洪良国际控股有限公司(股份代号:946)取消上市地位”,载 http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2013/0919/LTN20130919458_C.PDF,2014 年 8 月 22 日访问。

[10] “洪良回购 10 港元股份香港证监会功不可没”,载《香港经济日报》2012 年 6 月 21 日版,转引自 <http://www.gf.com.cn/cms/newsContent.jsp?docId=1310012>,2014 年 8 月 22 日访问。

[11] Fanpeng Meng, *Gatekeepers – bonding Benefits of Listing Chinese Companies in Hong Kong* (2014), E. B. O. R. 2013, 14 (2), 265 – 303; Gordon YM Chan, *Reforming the Sponsor Regulatory Regime – A Case of Hong Kong’s Response to the Impact of Chinese Listings* (2013), 43 Hong Kong L. J. 973.

[12] Chee Keong Low, Samantha Datwani, *Hontex – A Settlement of Convenience?*, Law and Financial Markets Review, March 2013.

洪良国际案传到内地,引起了各方的热切关注与喝彩。或称洪良国际案处理结果的卓越之处,就是香港司法机构迫使当事人以发行价回购股份;或称与洪良国际案中香港证监会赔偿机制的执行力相比,A股监管部门没有视投资者利益高于一切,通过与上市公司谈判或者诉讼的方式为中小投资者争取权益。^[13]更有学者将洪良国际作出的裁决视为对中小投资者救济的一种新途径,认为如果勒令欺诈上市公司进行主动回购,可以加快对于投资者的金钱损失的补偿,中间不仅免去了巨额的诉讼费用、律师费用,还可以大大缩短过去只能通过民事诉讼的方式寻求法院判决而耗费的漫长时间。^[14]

(三)反思与批评:责令发行人回购是赔偿投资者损害的制度良方吗?

诚然,香港证监会对洪良国际案的查处堪称楷模,当时确实鼓舞了港股市场上中小投资者的信心,但这一“他山之石”是否可以用来攻“A股之玉”,则仍需要因地制宜地谨慎思考至少以下两个问题:其一,洪良国际就其关键性案情而言,是否具有鲜明的个案特征?其二,考虑到A股市场上虚假陈述案件的复杂形态,市场监管者是否可以通过简单模仿香港证监会在洪良国际案的做法,来解决虚假陈述案件中的投资者赔偿难题?

仔细阅读洪良国际案材料,不难看出,该案具有以下不容忽视的个案特征:

1. 欺诈持续时间短,形态单一。

洪良国际2009年12月24日欺诈上市,2010年3月1日即遭举报,当年3月30日停牌,此间没有进行其他的虚假陈述欺诈行为。扣除圣诞、元旦、春节假期及周末休市日,在短短66个交易日的上市时间

[13] 学界评述如,吕亚娟:“浅析创业板中小投资者利益的保护问题——由H股洪良国际退市一案引发的思考”,载《财会研究》2012年第19期。财经媒体评论如,方岩:“惩戒万福生科能否打造洪良国际内地版”,载《证券时报》2013年4月23日版;“从香港洪良国际案例看A股赔偿机制的执行力”,载《证券市场红周刊》2012年7月8日。

[14] 曾斌、吴锦宇:“证券发行欺诈投资者保护的国际新模式——香港洪良国际案例的法经济学分析”,载《金融法学家》(第5辑),中国政法大学出版社2013年版。

内,可以观察到在 IPO 阶段买入股票的该公司股东还没有来得及进行大规模的换手交易。^[15]

2. 欺诈上市的消息在遭到揭露和停牌之前几乎没有走漏。

洪良国际 IPO 造假被公之于众,得益于毕马威工作人员内部举报,毕马威紧急启动自查程序,发现问题后立即向有关当局作出报告,随后公司受到调查并随即停牌。整个过程节奏紧凑、保密严格,欺诈上市的消息在停牌之前并未见诸媒体有相关报道或传闻,涉案公司股价也未发生明显异动,^[16]可知香港证监会和法院的行动并未预先被市场知晓。

3. 查处程序上,冻结资产、股票停牌、启动正式调查程序乃至责令回购一气呵成。

香港高等法院于 2010 年 3 月 29 日应证监会的紧急要求发出临时强制令,冻结洪良国际及其四家全资附属公司总计 9.974 亿港元的资产,几乎等同于洪良在 2009 年 12 月首次公开招股时,向公众集资所得的全部净收款款项,以保证冻结资金足以用来回购股东的全部持股。此后一天的 3 月 30 日,香港证监会在开盘时段即宣布洪良国际停盘,4 月即正式启动对洪良国际欺诈上市的调查。以上查处节奏环环相扣且招招重拳致命,其中两处对洪良国际案的查处结果产生了关键性影响:

(1) 冻结财产异常顺利且获得实效。审计人员举报后,毕马威迅速进行了紧急自查并将自查结果上报,使香港证监会在入禀高等法院发出临时强制令时,已经有初步证据 (*prima facie*) 证明法院冻结洪良国际资产具有正当性。另外,冻结财产时离 IPO 仅 3 个月,因而 IPO 时募集的大多数资金仍然留存在洪良国际的公司账户上,并没有被大量使用、隐匿或转移。

(2) 香港证监会及时命令停牌,最大限度避免案件复杂化。香港

[15] 洪良国际是港股历史上交易日子最短的上市公司,参见洪良国际(00946, HK)的 2009 年 12 月 24 日至 2010 年 3 月 29 日的交易记录,资料来源:腾讯财经港股版, <http://stock.qq.com/hk00946>, 2014 年 10 月 5 日访问。

[16] 洪良国际当时的股价走势图显示,2009 年 3 月 1 日的收盘价为 2.140 港元,2010 年 3 月 29 日的收盘价为 2.060 港元,期间的股价变动较为平稳,只有小幅的上下波动。资料来源:同上注。

证监会在宣布对于洪良国际展开纪律行动的次日开盘前,即指示香港联合交易所暂停洪良股份的交易,以维持公平有序的市场,保障投资者的利益。^[17] 由此规避当事公司股价在重大负面信息公布以后出现巨幅波动,避免原来持有洪良国际股票的投资者在股价跌落时出售股份而遭致损失。

正是上述个案特性,使得洪良国际案将所有在停牌日仍然持有当事公司股票的投资人都作为赔偿对象,以及以停牌价回购赔偿对象的股票这一简单易行的方案,具有合理性。具体而言,对于在 IPO 时买入并在停牌时仍持有洪良国际股票的投资者(“初始投资人”),为信赖发行当时的虚假信息披露而作出投资决策的投资者,应当得到赔偿;IPO 之后从前手投资者手中买入并在停牌时仍然持有洪良国际股票的投资者(“后续投资人”),由于公司涉嫌欺诈的信息在其买入股票之前并未泄露,其支付的价格仍然包含了虚假信息的影响,因而也可视为信赖虚假信息而作出投资决策的投资者。而对于停牌日之前卖出了洪良国际股票的投资者,由于其买入价和卖出价都包含了虚假信息的影响,卖出时事实上并没有受到损失,因此可不认定为赔偿对象。

其他个案特征也使本案中对于损害赔偿金额的“计算”具有个案正当性。由于洪良国际停牌时的股价(2.06 港元/股)与发行价(2.15 港元/股)之间差异不大,按照停牌价回购投资人手中的股票,广大投资人损失相对较小,因而并未遭遇明显的抵触。但假若公司造假信息已经有所泄露,停牌时股价正好处于低位;又或在一些 A 股市场 IPO 案例中,巨量资金追捧新股发行,上市交易价较受到严格管制的发行价跃升,原投资者纷纷获利离场,此时如果公司爆发造假丑闻,股价随即腰斩,甚而此后一蹶不振的情形下,应当按照何种价格回购,洪良国际

[17] 参见香港证监会针对洪良国际案发布的系列公告:“法院颁令继续冻结洪良的资产”,2010年4月8日,载 <http://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=10PR38>;“法院命令洪良两周内回应证监会的指控”,2010年9月7日,载 <http://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=10PR105>;“证监会就洪良案向法院提交进一步证据”,2010年11月12日,载 <http://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=10PR132>。以上均于2014年8月23日访问。

案则无法提供指引。此时若仍然按照停牌价回购,不能达到让投资者所受损害恢复原状的效果;而如果按照发行价回购,又会让 IPO 之后的上市交易阶段再行买入股票的投资者因此不当获利;按照其他价格回购,也无法绕开有关该价格合理、正当性的一系列疑问。更进一步,对于事后发现同一公司存在多次虚假陈述的案件,多个实施日分别至多个揭露日,互相之间是同向并行关系,在这类案件中,根据何种标准来划分不同类别的受损投资者,对这些投资者分别以何种价格进行回购等问题,洪良国际案所能提供的经验也相当有限。

因此,从上面的分析可知,洪良国际的处理方法虽然具有个案合理性,却无法作为蓝本广泛复制适用。

(四) 国内市场上虚假陈述案件的若干特征

与香港洪良国际案中的场景相比,十余年来中国大陆 A 股市场上公司的虚假陈述案例呈现出相当不同的特点:

1. 欺诈持续事件较长,不少案例中欺诈形态复杂。

以观察者所称的“标志性的或影响较大的”虚假陈述民事赔偿案件为例,截至 2013 年,在受害投资者起诉索赔总金额达到千万元人民币以上的司法案例中,从涉案上市公司作出虚假陈述行为的时点(“虚假陈述实施日”)到事实败露的时点(“更正日”或“揭露日”),时长一般在 3 年以上,最长案例中达到 9 年。^[18] 在近期的万福生科和海联讯补偿基金案例中,上市公司则实施了多个虚假陈述行为,由此应当分别对应不同的“更正日”或“揭露日”。较长的欺诈时段和相互重合或继起的欺诈行为,可能导致应予赔偿的投资者范围、赔偿的因果关系和损害赔偿范围等呈现出复杂的特征,处理时无法以简单的一次性回购来达成公平的处理结果。

2. 公司欺诈的消息可能在“正式”公布之前就已经泄露到市场。

以 A 股市场上的东方电子虚假陈述案为例,法院确定的该公司虚假陈述行为实施日为 1997 年 7 月 14 日,虚假陈述行为揭露日为 2001 年 10 月 12 日,但在后一日期之前,“2001 年 7 月,中国证监会着手调查东方电子公司违规事件,该股票随着大盘的跳水连续下跌,股票市场

[18] 同注 3,刘俊海、宋一欣书。

大量缩水,给股东造成一定的经济损失,严重损害了股东的利益”。^[19]在类似案例中的股价震荡下行期间,尤其在造假消息逐步泄露到市场以后,卖出股份的投资者是否应当获得赔偿,法理上值得探讨,^[20]而仅仅对于现有持股股东进行股份回购的处理方案,显然无法顾及上述投资者的利益。

3. 查封资产不易实现,涉案公司往往缺乏支付能力。

2005年《证券法》修改之后,中国证监会被授予包括查询、冻结和查封涉案资金账户、证券账户和银行账户在内的“准司法权”,^[21]但A股市场实践中由于各种原因,包括查实违法违规事实需要时间、公司由于虚假陈述事实败露而导致进一步融资困难以致面临破产危机,也不排除可能的地方保护主义因素,鲜有证监会真正冻结、查封虚假陈述发行人资金账户的个案报道。相反,虚假陈述发行人事后因缺乏支付能力而由大股东代为使用涉案公司股份代替现金对胜诉投资者进行赔偿。^[22]由

[19] 引自曹小妹诉烟台东方电子信息产业股份有限公司、银泰东方电子信息产业集团有限公司诉讼案《民事调解书》,山东省青岛市中级人民法院(2003)青民三初字第45号。

[20] 在美国最高法院2005年判决的 *Dura Pharm., Inc. v. Broudo*, 544 U. S. 336 (2005) 一案中,法院认为原告如果已在真实信息披露或更正之前卖出股票,其不应获得赔偿。其主要理由在于:(1)从逻辑上来讲,投资者支付虚胀买价的后果是其获得了“等值”的股票。并且,经济损失与虚胀购买价格之间的关系并不直接,因为有其他因素可能造成经济损失;(2)用虚胀购买价格来认定损失上的因果关系并没有先例;(3)用虚胀购买价格来认定损失上的因果关系与证券法的目标不相符。参见 Merritt B. Fox, *After Dura: Causation in Fraud - on - the - Market Actions*, 31 J. Corp. L. 829 (2006); John C. Coffee, Jr, *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, 60 Bus. Law 533 (2005); 庄永丞:“由美国 *Dura v. Broudo* 案反思证券投资人之损害因果关系”,载《东吴法律学报》第22卷第4期;“虚假陈述民事责任研究”(中国证券投资者保护基金公司研究课题报告,课题主持人:汤欣),第二章第二节,2014年9月。但该案判决中并未考虑真实信息“完全揭露”以前,其实质内容已经部分“泄露”到市场上的情形。

[21] 现行《证券法》第180条第(6)项。

[22] 例如东方电子(000682,SZ),参见前引曹小妹诉烟台东方电子信息产业股份有限公司、银泰东方电子信息产业集团有限公司诉讼案《民事调解书》;再如银广夏(000557,SZ),参见阎皂定等诉广夏(银川)实业股份有限公司、宁夏回族自治区综合投资公司(第三人)诉讼案《民事调解书》,宁夏回族自治区银川市中级人民法院(2004)银民商初字第144号。

第三方率先进行金钱支付,^[23]甚至发行人进入破产重整程序的例子则并不少见。^[24]

4. 对于涉嫌违法行为的上市公司进行调查时,实践中对其股票并不实行长期停牌。

按照现行沪深交易所《上市规则》,上市公司在公司运作和信息披露方面涉嫌违法违规,情节严重而被有关部门调查的,交易所在调查期间视情况决定公司股票及其衍生品种的停牌和复牌。^[25]在违法行为败露和处理过程中经历数次停复牌的案例如银广夏,每次涉及违法行为的重大信息公布之后公司股价急速下跌,可能给卖出股份的投资者利益造成重大损失。^[26]如果按照洪良国际案中的公司回购模式,对于在揭露日后的某个具体时点持有涉案公司股票的投资者进行赔偿性质的回购,而对于此前交易时段内售出股票的投资者不予关注,则显而易见并不公平。

综上所述,洪良国际案本身具有难以复制的个案特殊性,面对 A 股市场上虚假陈述(含欺诈上市)的复杂情形,仿效香港证监会在洪良国际案中的做法,显见并不能对于大多数案例起到“对症下药”的效果,虽不排除其对个别案例中可能仍然具有参考价值,但总体而言洪良国际案尚非补偿 A 股虚假陈述受损投资者的良方。

[23] 例如万福生科案(300268.SZ),参见《平安证券有限责任公司关于设立万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金的公告》(2013年5月10日)。

[24] 例如九发股份(600180,SH)。

[25] 《上海证券交易所上市规则》(2012年修订)第12.11条、《深圳证券交易所上市规则》(2012年修订)第12.7条。

[26] 2001年8月2日,银广夏股票收盘价为30.79元。8月3日,银广夏被深圳证券交易所紧急停牌,停牌持续至9月9日,期间的8月5日,《财经》杂志刊登《银广夏陷阱》一文,对广夏公司虚假陈述行为予以披露。9月10日,银广夏复牌,因虚假陈述被揭露,当日股价跌停至27.71元,随后又是连续10个交易日的跌停板,至9月26日,股价(收盘价)跌至8.70元。2002年4月23日,证监会作出证监罚字(2002)10号《关于广夏(银川)实业股份有限公司违反证券法规的行为的处罚决定》,对广夏公司违反证券法规的行为进行处罚。当年5月29日,广夏公司因亏损等原因被深圳证券交易所暂停交易,直至12月16日复牌。参见大成基金管理有限公司诉广夏(银川)实业股份有限公司上诉案《民事判决书》,宁夏回族自治区高级人民法院(2007)宁民商终字第74号。

二、万福生科、海联讯案例——投资者补偿基金的探索

(一) A 股市场上投资者专项补偿基金的最新实践

2005年6月,国务院批准中国证监会、财政部、人民银行发布《证券投资者保护基金管理办法》(以下简称《管理办法》),同意设立国有独资的中国证券投资者保护基金有限责任公司(以下简称投保基金公司)。2005年8月30日,投保基金公司注册成立,由国务院出资,财政部一次性拨付注册资金63亿元。其主要职责之一即为筹集、管理和运作证券投资者保护基金,^[27]该公司接受中国证监会的业务监管,投保基金的筹集、管理与使用也由中国证监会进行监督。^[28]

投保基金公司最近两年管理、运作的两项证券投资者补偿专项基金——万福生科投资者补偿基金和海联讯投资者补偿基金,开创了国内资本市场投资者保护方式的另一渠道,成为A股市场上里程碑式的事件。

1. 万福生科专项补偿基金

2012年9月14日、18日,创业板上市公司万福生科先后被湖南证监局、中国证监会稽查总队立案调查,揭开了财务造假黑幕。2013年9月24日,证监会发布《(2013)47号行政处罚决定书》,称万福生科IPO招股说明书披露的2008至2010年财务数据存在虚假记载,公司不符合公开发行股票的条件;另外,万福生科2011年年报、2012年半年报存在虚假记载和重大遗漏;2012年上半年停产事项也未履行及时报告、公告义务。此前的2012年11月22日、2013年3月15日,万福生科已经因为财务造假而两度遭到深圳证券交易所公开谴责。

2013年5月10日,万福生科发行上市的保荐机构平安证券发布公告,将出资人民币3亿元,设立万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿

[27] 《证券投资者保护基金管理办法》第7条第(1)项。参见中国证券投资者保护网“公司简介”,载 http://www.sipf.com.cn/subject/sub_ch/gywm/sipfj.html, 2014年10月15日访问。

[28] 《证券投资者保护基金管理办法》第22条第1款。

专项基金,投保基金公司担任基金的管理人,负责基金的日常管理及运作,存续期为2个月。^[29]

万福生科投资者损害补偿基金分配方案的设计中,将该公司“首次公开发行信息披露日”作为虚假陈述实施日,将“被立案稽查公告日”视同虚假陈述揭露日,同时还认定了“中报虚假陈述更正日”和“2008年至2011年财务信息虚假陈述更正日”两个更正日。^[30]

为了简化赔偿的复杂性,万福生科案补偿方案将所有补偿情形划分为三类,每一类补偿情形的起始点均定为首次公开发行披露日,并在实际赔偿过程中,按照与投资者卖出或最后持有证券最为接近的揭露日或更正日及其所对应的基准日来计算补偿金额。另外,方案还规定,若同时符合上述两项或以上情形的,分别计算每种情形下的补偿金额,按照有利于投资者的原则确定最终的补偿金额。^[31]

对于每种情形下具体补偿金额的确定,若投资者在揭露日或更正日及以后、基准日及以前卖出万福生科股票的,其投资差额损失,以买入平均价格与实际卖出平均价格之差,乘以投资者所持万福生科股票数量计算;若投资者在基准日之后卖出或持续持有万福生科股票的,其投资差额损失,以买入平均价格与揭露日或更正日起至基准日期间,每个交易日收盘价的平均价格之差,乘以投资者所持万福生科股票数量计算。以上“投资差额损失”加计“投资差额损失部分的佣金和印花税”和相应“资金利息”,为符合条件的投资者所应获得的补偿金额。^[32]

2. 海联讯专项补偿基金

2014年发生的深圳海联讯科技股份有限公司(以下简称海联讯)虚假陈述案中,涉案公司主要股东也采用了设立专项补偿基金的方式

[29] “平安证券有限责任公司关于设立万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金的公告”(下称《万福生科补偿基金公告》),第一条“基金的基本情况”第(一)、(二)、(六)款,参见 <http://www.sipf.com.cn/NewCH/qybh/05/78904.shtml>,2014年9月28日访问。

[30] 《万福生科补偿基金公告》第二条“基金的补偿范围”之“说明”。

[31] 《万福生科补偿基金公告》第二条“基金的补偿范围”。

[32] 《万福生科补偿基金公告》第三条“补偿金额的计算方法”。

赔偿投资者,成为中国资本市场上第一例由大股东主动出资运用市场机制补偿投资者的案例。^[33]

2014年7月18日,海联讯大股东出资人民币2亿元设立投资者利益补偿专项基金,投保基金公司为专项补偿基金的管理人,负责基金的日常管理及运作,基金的存续期为2个月。^[34]

与万福生科案类似,海联讯案也将所有补偿情形划分为三类,但并不将每一类补偿情形的起始点均定为首次公开发行股票披露日,而是将第二和第三类补偿情形的起始点认定在各前一情形的揭露日或更正日。在实际赔偿过程中,也并不是按照与投资者卖出或最后持有证券最为接近的揭露日或更正日及其所对应的基准日来计算补偿金额,而是按照与股票买入时点最接近的揭露日或更正日及其所对应的基准日来计算补偿金额。投资者多次交易海联讯股票,同时符合上述两项或以上情形的,分别计算每种情形下投资差额损失后,合并计算。

对于补偿金额的具体计算,海联讯补偿基金采用了与万福生科补偿基金相同的交易价差法。

(二)对万福生科和海联讯补偿方案的初步反思

对于上述万福生科和海联讯的专项补偿基金,喝彩之声不绝于耳。“万福生科赔偿基金是我国资本市场证券市场中新的里程碑……投资者通过民事诉讼的方式索赔往往面临耗时长、成本高、举证程序烦琐、投资者分散、诉讼结果不确定等问题,而此次万福生科赔偿方案很好的解决了很多问题。”^[35]“相比万福生科赔偿模式,海联讯赔偿模式不但在出资主体上有创新,而且对符合赔偿条件、范围的认定更合理,在法律、司法解释框架下更充分、更便捷地维护了投资者的合法权益,这是各方所乐见的。如果说万福生科赔偿模式是证监会督促涉案上市公司

[33] “首例大股东主动出资补偿海联讯2亿补偿投资者”,载《证券日报》2014年7月19日版。

[34] “深圳海联讯科技股份有限公司股东章锋、孔飙、邢文飏、杨德广关于设立海联讯虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金的公告”,“一、专项补偿基金基本情况”,载 http://bcjj.sipf.com.cn/notice_detail_1.html,2014年9月25日访问。

[35] 王林昊:“万福生科案——投资者权益保护的新里程碑”,载湖北省证券业协会网站,2013年8月27日,参见 <http://www.sahb.org.cn/news/2013-08-27/1181.shtml>,2014年9月20日访问。

责任人主动赔付的初级版,那么海联讯赔偿模式可谓主动赔付之升级版,这将为今后此类案件的处理提供更成熟的借鉴模式,同时对人民法院调解或判决虚假陈述诉讼案件起到重要参考作用。”^[36]

诚然,两个专项补偿基金方案都以充分补偿为原则、试图认定较为宽泛的适格投资者和损害赔偿范围,尝试最大限度地对受损投资者进行赔偿,这在中国资本市场上确属首创。国务院办公厅在去年出台的投资者保护政策中曾经特别提出:“督促违规或者涉案当事人主动赔偿投资者。对上市公司违法行为负有责任的控股股东及实际控制人,应当主动、依法将其持有的公司股权及其他资产用于赔偿中小投资者。招股说明书虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏致使投资者遭受损失的,责任主体须依法赔偿投资者,中介机构也应当承担相应责任”^[37]两个专项补偿基金可以说是落实上述规定初见成效的力证。

两个专项补偿基金的方案设计均称依据最高人民法院2003年制定的《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》,并体现了向受害投资者倾斜的精神;同时也明确宣示,投资者如果接受补偿,则表明其自愿放弃向相关虚假陈述事件的责任方再行请求赔偿的权利。在具体的计算方法上,考虑到海联讯在立案稽查的揭露日后的股价走势先抑后扬且下跌的时段较短,其赔偿方案选择按照与股票买入时点最接近的揭露日或更正日,及其所对应的基准日来计算补偿金额。^[38]换言之,无论投资者卖出或持有证券是否跨越多个揭露日并符合多项赔偿情形,均以与投资者购买时点最接近的揭露日及其所对应的基准日来计算,这一点可以说是海联讯不同于万福生科案的主要特色。相比之下,在万福生科案中,若投资者跨期持有证券、同时符合两项或以上情形的,则按照不同标准分别计算重合部分持股的

[36] 唐立:“海联讯升级主动赔付 维权添新招”,载《证券时报》2014年7月26日版。

[37] 国务院办公厅《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》(国办发[2013]110号)之“六、健全中小投资者赔偿机制”。

[38] 参见“海联讯虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金‘常见问题’”,载 <http://bcjjsipf.com.cn/faq.html>,问题3,回答第四项。

差额损失,再按照有利于投资者的原则,择一情形确定最终的赔偿金额。^[39]实际上,由于万福生科的股票价格在立案稽查的揭露日后总体上处于下跌状态,实践中落实到位的补偿金额均是按照与投资者卖出或最后持有证券最为接近的揭露日或更正日及其所对应的基准日来计算的。

但是,类似万福生科和海联讯的专项补偿基金能否擎起国内市场上投资者赔偿模式的大旗,仍然可能存在若干疑问:

1. 补偿基金来源有无持续性的保障? 在没有强大法律压力的情况下,期望牵涉虚假陈述的机构及人员主动自掏腰包赔偿投资者,恐怕并不现实。按照现行《证券法》的规定,虚假陈述只是处以30万元以上60万元以下的罚款,对直接负责的主管人员和其他直接责任人员处以3万元以上30万元以下的罚款;而欺诈并实施发行的处罚也只处以非法所募资金金额1%以上5%以下的罚款。^[40]在法定违法成本如此之低且行政和解机制暂付阙如的情形下,指望欺诈行为的参与者“慷慨解囊”拿出巨额现金来赔偿投资人,或许只能是社会各界一厢情愿的愿望。值得注意的是,2014年10月17日,中国证监会刚刚颁布《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》,在这份被业界称为有史以来最为严厉的退市政策中,明确要求对欺诈发行公司和重大信息披露违法公司实施暂停上市并限期实施终止上市,同时规定上述因信息披露违法被暂停上市的公司,在证券交易所作出终止公司股票上市交易决定前,全面纠正违法行为、及时撤换有关责任人员、对民事赔偿责任承担作出妥善安排的,公司可以向证券交易所申请恢复上市。^[41]沪深交易所随即修改《股票上市规则》,要求因重大信息披露违法情形而股票被暂停上市的上市公司,在提出恢复上市的申请时,应当做到如果“相关赔偿事项未由人民法院作出判决,且也未达成和解的,公司及相关责任主体已按预计最高索赔金额计提补偿基金,并将足额

[39] 参见“平安证券关于设立万福生科事件投资者补偿基金公告的问答”,载 <http://finance.sina.com.cn/stock/y/20130510/165215422771.shtml>, 问题四。

[40] 参见《证券法》(2014年修订)第189条和第193条。

[41] 中国证监会《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》第2条之(五)、(六)、(七)、(八)。

资金划入专项账户,且公司的控股股东和实际控制人已承诺:若补偿基金不足赔付,其将予以补足”。^[42] 以上有关恢复上市的规定及配套规则事实上使证监会酝酿多时的行政和解制度终于“初试啼声”,^[43] 可望在未来对涉案当事人为受害投资者设立专项补偿基金提供引导,但是相关规定目前仅适用于公司上市后的虚假陈述(指“上市公司因信息披露文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,受到证监会行政处罚,并且因违法行为性质恶劣、情节严重、市场影响重大,在行政处罚决定书中被认定构成重大违法行为,或者因涉嫌违规披露、不披露重要信息罪被依法移送公安机关的”情形),不适用于欺诈上市的情形(指“上市公司因首次公开发行股票申请或者披露文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,致使不符合发行条件的发行人骗取了发行核准,或者对新股发行定价产生了实质性影响,受到证监会行政处罚,或者因涉嫌欺诈发行罪被依法移送公安机关”),且直接关联退市结果的行政处罚能否切实落实到位暂不可知,^[44] 强制退市相关制度能否成为迫使违法行为人或相关机构“主动”赔偿的强大外力尚待观察。

2. 分配方案的制定是否完整体现了程序正义? 投资者个人才是其自身利益的最好代言人,在万福生科和海联讯专项补偿基金分配方案的制订过程中,惜未看到向受损投资人广泛征询基金分配方案意见或召开专题听证会的环节,因而受损投资人似未获得对于基金方案的制度性发言权,同时没有其他独立的第三方机构参与监督,对分配方案设计的科学性、合理性进行谨慎思考和判断。虽然上述赔偿方案也经历了多位财务、法律专家的反复打磨,但缺乏不同利益群体投资者的实质性参与,缺少第三方权威机构的客观审视,专项保护基金分配方案的制定程序仍然可能难谓圆满。

[42] 《上海证券交易所股票上市规则》(2014年10月修订)第14.2.7条;《深圳证券交易所股票上市规则》(2014年10月修订)第13.2.8条、第17.1条(二十六)。

[43] 参见肖钢:“积极探索监管执法的行政和解新模式”,载《行政管理改革》2014年第1期;熊锦秋:“对大股东主动赔偿应建立合适的激励机制”,载《中国经营报》2014年7月28日版。

[44] 参见宋一欣:“最严厉退市新规出台 证券维权格局微妙变化”,载《证券时报》2014年10月25日版。

3. 分配方案本身是否完全考虑到了个案及其处理的复杂情况?

(1)上市公司实施多项欺诈行为。举万福生科为例,根据证监会2013年9月24日发布的《(2013)47号行政处罚决定书》,万福生科除欺诈上市外,2011年年报、2012年半年报也存在虚假记载和重大遗漏,2012年上半年停产事项同样未履行及时报告、公告义务。而补偿基金方案中确认的2012年10月26日作为“中报虚假陈述更正日”,更正的是2012年中报虚假陈述;2013年3月2日作为“2008年至2011年财务信息虚假陈述更正日”,更正的则是欺诈上市的相关公告信息。也就是说,万福生科2011年年报及有关2012年上半年停产事项的临时报告中的虚假陈述并未在赔偿方案中有所体现,从而导致补偿方案的具体设计可能出现偏差。^[45]

(2)损失计算的“差价法”。真实价值计算法(out-of-pocket-measure)是美国虚假陈述民事诉讼案例中法院常用的损失计算方法,简而言之,投资者的损失是其因虚假陈述而受到误导的证券出售价(或购买价)与证券真实价值之间的差额。两个补偿方案主要依据投资者买卖股票的价差来计算补偿金额,虽然相对简便易行,但与投资者的真实损失之间可能存在出入。

(3)补偿方案的倾斜性。投资者损害赔偿的意义在于,让受有损害的投资人,恢复到未受损害的状态,即损害赔偿的数额应当与所受损失的数额相当,但并不应该让投资人因为损害赔偿而获得损失之外的其他利益。现行《证券法》第27条规定,股票依法发行后,因发行人经营与收益的变化而引致的投资风险,由投资者自行负责,立意之一即在于防止投资者形成不当依赖证券违法行为民事责任制度的道德风险,而民事责任制度理论中奉为圭臬的“因果关系”原理,目的也在于清晰界定“该不该赔”的合理界限。现有万福生科和海联讯两个方案中对投资人的赔偿幅度都有超过其真实损失的可能,海联讯大股东甚至在其补偿公告“问答”中明确指出,“本次基金充分考虑了海联讯上市以来的二级市场走势,按照与股票买入时点最接近的揭露日或更正日及

[45] 详见汤欣、杨祥:“虚假陈述民事赔偿的最新实践及法理检视——以万福生科案与海联讯案补偿方案为例”,工作论文,2014年10月。

其所对应的基准日来计算补偿金额。按照该算法,结合海联讯先跌后涨的走势,部分跨期持有的投资者有可能获得高于实际亏损金额的补偿金额。”〔46〕

虽然万福生科和海联讯专项损害补偿基金的现有实践对于补偿证券市场上因虚假陈述而受害的投资者提供了一条新思路,但无论是监管机构还是投保基金公司,保护广大投资者利益都是其肩负的首要任务,背负巨大的社会压力,可能导致其有过分重视分配方案“社会效果”的倾向,制订出来的补偿方案具有明显的政策导向性在所难免。而且,由于社会各界殷切期盼其能迅速拿出定分止争、震慑违法行为人,甚至带有模范效果的分配方案,又囿于人力、物力、时间等资源的有限,很难保证能够仔细考虑虚假陈述个案的复杂情况,雕琢出对各方都公正合理的分配方案来,想要最终形成制度化的补偿基金设置、管理和分配办法显然会更加困难。

以上由投保基金公司管理的证券投资者补偿基金实践探索,性质上属于非营利组织发起的投资者保护运动。放眼国际,20世纪90年代以来,日本、韩国和我国台湾地区都曾兴起类似的非营利组织运动,尤其通过该类组织来发动对于公司、证券违法行为的诉讼,达成保护投资者的目标。〔47〕以我国台湾为例,该地区自2003年起施行“证券投资人暨期货投资人保护法”,赋予投资人保护中心代表投资人提起证券团体诉讼的权利,以公设财团法人的特殊组织活动,为证券团体诉讼制度打开崭新的一页,其成效值得关注。〔48〕通过非营利组织来发动投资者的维权运动,既具有显著的长处,也可能同时具有显见的弱点,长处包括:避免由美国式集团诉讼可能带来的滥诉风险;倾向于提起有益社会的投资者诉讼;与其他执法机制相辅相成;配合政府的执法行动等。

〔46〕 “海联讯虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金‘常见问题’”,载 <http://bcjj.sipf.com.cn/faq.html>, 问题3。

〔47〕 Curtis J. Milhaupt, *Nonprofit Organizations as Investor Protection: Economic Theory and Evidence From East Asia*, *Yale Journal of International Law* (2004), 29 *Yale J. Int'l L.* 169.

〔48〕 参见林郁馨:“投资人的诺亚方舟——投资人保护中心与证券团体诉讼之实证研究”,载《月旦法学杂志》总第229号(2014年第6期)。

弱点则包含:执法资源有所限制;自身治理存在困境等。非营利组织的组织特性尤其凸显其两难处境,完全背靠监管机构则缺乏必要的独立精神,甚至可能传染“政府失灵”的弊病;^[49]选择远离政府则难以避免资源匮乏,举步维艰最终难以为继。^[50]

三、“公平基金”制度——美国证监会主导的投资者赔偿实践

另外一种由监管机构主导的证券投资者损害赔偿实践是美国的“公平基金”制度。随着世通、安然等欺诈案件的爆发,投资者信心受到沉重打击,为维护证券市场稳定和保护投资者利益,美国国会在2002年颁布的《萨班斯—奥克斯利法》(*The Sarbanes - Oxley Act*,以下简称“萨班斯法”)中正式确定了公平基金制度,以增加可对投资者给予赔偿的资金数额,而该制度也被认为是开启了美国证监会(SEC)的第二个重要功能,即补偿受害投资者。

(一)公平基金及其实践

中文文献中所称的美国“公平基金”(fair fund),在美国证券法中是指将美国证券及交易委员会(以下简称“SEC”)判罚的民事罚款(civil penalties)添加到罚没基金之中,将其用于补偿证券违法行为受害人的制度。值得注意的是,公平基金的名称并不来自于其“公平性”(fair),而是“联邦投资者赔偿账户”的简称(Federal Account for Investor Restitution的首字母缩写)。萨班斯法首次以成文法的方式确认了公平基金制度,其第308(a)条“添加民事罚款于追缴款基金以救济受害者”中规定:“如果SEC依照证券法律采取司法行动或行政执法行动,向任何违反相关法律、规则或规范的违法行为人追缴违法所得,

[49] 王文宇:“证券团体诉讼——台湾的法律与实践”,载汤欣主编:《私人诉讼与公共利益》,北京大学出版社2009年版,第82页以下。作者指出,虽然肯定台湾地区投资人保护法与保护中心的设置与营运,但该种模式仅能视为过渡阶段的权宜制度,未来当团体诉讼机制逐渐成熟后,投资人保护中心宜退居补充或辅助的角色,让证券诉讼回归“私权纠纷”与“市场机制”的正轨。前引书,第90页。

[50] 参见汤欣:“私人诉讼与证券执法”,载《清华法学》2007年第3卷。

或该违法行为人在证券和解协议中同意交出违法所得,并且 SEC 根据此种法律对该违法行为人进行民事罚款的,应当根据 SEC 的提议或指示,将该民事罚款添加到追缴款基金并成为其一部分,用于补偿违法行为受害者。”^[51]当时法律要求必须要追缴款和民事罚款两者都判罚时,才能设立公平基金。

为应对美国现有金融监管体系在全球金融危机中显现的问题,美国国会在 2010 年 7 月 15 日通过《多德—弗兰克法》(The Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act),该法的第 929B 条款修改了前述萨班斯法的第 308 条,规定 SEC 通过执法行动判罚的任何民事罚款都可以归入公平基金,不论相关处罚对象是否被追缴违法所得。^[52]第 929B(a) 节“民事罚款可用于补偿受害人”中规定:“如果 SEC 依照证券法律采取司法行动或行政执法行动,SEC 根据此种法律对该违法行为人处以民事罚款,或者该违法行为人在任何此种行动的和解协议中同意支付民事罚款的,应当根据 SEC 的提议或指示,将该民事罚款添加到追缴款基金或者其他基金中并成为其一部分,用于补

-
- [51] Sarbanes - Oxley (Pub. L. 107 - 204, Title III, § 308, July 30, 2002, 116 Stat. 784):
(a) Civil penalties added to disgorgement funds for the relief of victims. - If in any judicial or administrative action brought by the Commission under the securities laws (as such term is defined in section 78c(a)(47) of this title) the Commission obtains an order requiring disgorgement against any person for a violation of such laws or the rules or regulations thereunder, or such person agrees in settlement of any such action to such disgorgement, and the Commission also obtains pursuant to such laws a civil penalty against such person, the amount of such civil penalty shall, on the motion or at the direction of the Commission, be added to and become part of the disgorgement fund for the benefit of the victims of such violation.
- [52] Marc I. Steinberg and Ralph C. Ferrara, *Securities Practice: Federal and State Enforcement* Thomson/West, 2011, § 2.1, Note 34 and accompanying text; Harold S. Bloomenthal, *Sarbanes - Oxley Act in Perspective*, Thomson/West, 2011, § 10:11, FN 8.

偿违法行为受害者。”^[53]

根据美国现行规定,是否及如何将民事罚款用于补偿受害者,由 SEC 或者其指派的听证官(the hearing officer)进行自由裁量。^[54] 基金除直接分配给受害投资者外,还可有如下两种处置方式:(1)如果联邦或者州法院有基于与 SEC 启动的执行程序相同或者实质上相似的事实而对被调查者或其他人的未决诉讼,SEC 或听证官认为合适时,可将案件移交法院或法院指定的接管人。(2)如果 SEC 或听证官认为分配计划的管理成本相对于可能获得的罚没数额过高,或者由于潜在申请者的数量问题使分配给受害投资者不尽合理,可将该罚款直接上交美国财政部。^[55] 此外,不论相关民事罚款是来源于自然人(如涉案公司的董事、高管)或组织(如公司),都可用于补偿受害者。^[56] 对于没有被“追缴违法所得”的违法行为人(如某些参与了财务造假却未从中获利的会计师)的民事罚款,也可以用于补偿受害者。

自萨班斯法实施以来,公平基金的设立与分配已经逐渐成为 SEC 的重要职责之一,统计资料表明,2002 ~ 2013 年间,SEC 通过设立 236 个公平基金,向投资人分配了 143.3 亿美元。^[57] 其中,2002 ~ 2008 年

[53] The Dodd - Frank Act of 2010(Pub. L. 111 - 203, Title IX, § 929B, July 21, 2010, 124 Stat. 1852): (a) Civil penalties to be used for the relief of victims. - If, in any judicial or administrative action brought by the Commission under the securities laws, the Commission obtains a civil penalty against any person for a violation of such laws, or such person agrees, in settlement of any such action, to such civil penalty, the amount of such civil penalty shall, on the motion or at the direction of the Commission, be added to and become part of a disgorgement fund or other fund established for the benefit of the victims of such violation.

[54] 听证官可能是一名行政法官、由不超过法定人数的 SEC 专员组成的专门小组、一名 SEC 专员,或者任何得到合理授权而主持听证会的人。SEC 要求任何分配方案都必须经听证官审订,以确保其公平性。See, SEC, *Rules of Practice and Rules on Fair Fund and Disgorgement Plans*, Rule 101(a)(5).

[55] See *id.*, Rule 1100, 1102.

[56] Verity Winship, *Fair Funds and the SEC's Compensation of Injured Investors*, Florida Law Review, 60 Fla. L. Rev. 1103, 1114(2008), at 1119.

[57] Urška Velikonja, *Public Compensation For Private Harm: Evidence From The Sec's Fair Fund Distributions*, 67 STAN. L. REV. (forthcoming in 2015).

分配了43 亿美元,仅2008 财年即分配了10 亿美元;〔58〕2009 财年分配了21 亿美元;〔59〕2010 财年收缴了28 亿美元,分配了22 亿美元;〔60〕2011 财年收缴了28 亿美元,分配了14 亿美元。〔61〕2012 财年收缴了31 亿美元,分配了8.15 亿美元。〔62〕

(二) 分析与评论

越来越多的学术研究开始关注由行政机关来主导的投资者损害赔偿行动,〔63〕但学者们对公平基金制度的批判和质疑,自其创建以来就不绝于耳。〔64〕仅在美国市场环境和法律机制中,公平基金制度就至少存在如下几方面的问题:

首先,对投资者的实际补偿程度差。举例而言,在著名的世通(Worldcom)案中,受害者通过公平基金只拿到了相当于全部损失额5.5%~6%的补偿。〔65〕其次,和证券民事诉讼一样,公平基金制度也存在“循环困境”(circularity critique)。受害投资者得到的赔偿来自公司现有股东的腰包,这相当于劫甲之财来补偿乙(robbing Peter to

〔58〕 SEC,2008 *Performance and Accountability Report*,p. 12.

〔59〕 SEC,2009 *Performance and Accountability Report*,p. 11.

〔60〕 SEC,2010 *Performance and Accountability Report*,p. 11.

〔61〕 SEC,2011 *Performance and Accountability Report*,p. 2.

〔62〕 SEC,2012 *Performance and Accountability Report*,p. 41.

〔63〕 See,Vertiy Winship,*Policing Compensatory Relief in Agency Settlements*,2013,82 U. Cin. L. Rev. 551, p. 551. “a growing literature examines aggregate actions by public class counsel in varied administrative and other public contexts.”最近两年中关于公平基金的学术论文的关注点为,由于SEC设立了公平基金的案件中多数也伴随着私人诉讼,在这种情况下,公平基金是否对于投资者过度补偿或补偿不足。See,Adam S. Zimmerman,*Mass Settlement Rivalries*,2013,82 U. Cin. L. Rev. 381; UrskaVelikonja,*Public Compensation For Private Harm: Evidence From The Sec’s Fair Fund Distributions*,67 STAN. L. REV. (forthcoming in 2015).除美国之外也有少数学者在文章中提及公平基金,但都持笼统的支持态度,并没有仔细分析公平基金的得失利弊或者移植到其他市场可能会遇到哪些问题。See,Manning Gilbert Warren III,*The U. S. Securities Fraud Class Action:An Unlikely Export To The European Union*,2013,37 Brook. J. Int’l L. 1075, p. 1109 – 1110; Martin Gelter,*Risk – shifting through Issuer Liability and Corporate Monitoring*,2013, E. B. O. R. 2013,14(4),497 – 533, p. 531.

〔64〕 参见汤欣、谢日曦:“美国公平基金制度初探:问题与出路”,载《中国商事争议解决年度观察(2012)》,法律出版社2012年版,第100~104页。

〔65〕 See Winship, *supra* note 56, at 1124.

Paul);而如果受欺诈的投资者现在还是公司股东的话,这完全就是劫其钱财来对其补偿(robbing Peter to Peter)了,况且股东拿到补偿是自己的损失减去分配成本之后的剩余。^[66]最后,证券民事诉讼与公平基金可能并行,即 SEC 与民事诉讼皆有诉因的情形下,实践中 SEC 只在部分公平基金的分配方案中笼统地表示,接受基金补偿并不影响受害投资者提起民事诉讼的权利,并没有规定具体的协调指导规则。^[67]

对于上述批评,最近亦有美国学者以实证研究的方式进行回应。文章指出,首先,平均看来,单个公平基金的赔偿数额与单起证券民事诉讼的赔偿金额不相上下,^[68]因此,以往学者指责公平基金补偿程度差缺乏依据。其次,存在循环困境的情形和平行诉讼的情形其实基本只存在与发行人虚假陈述的案件中。但发行人虚假陈述公平基金个数只占公平基金总个数 29.7%,这些公平基金分配的金额也只占公平基金总分配金额的 44.1%。而在发行人虚假陈述公平基金中,掏腰包赔偿投资人的主体,在约 86% 的案件都是由高管、会计师和投资银行,而不是上市公司本身,^[69]因此循环诉讼和平行诉讼的问题并不像之前学者们声称得那么严重。

笔者以为,投资者赔偿基金的实际赔偿程度取决于各法域法律的具体规定以及证券监管部门的执行力度,在中国的土壤上看上述对公平基金补偿程度的学术争论并没有太大实际意义。但仅就美国市场上的实践而言,实证分析结果显示,公平基金其实并不主要针对发行人虚假陈述案件,现有案例中的 2/3 都用于赔偿金融消费者因中介机构违法而引起的损失,^[70]此一数据本身即已说明,以监管机构主导的赔偿基金来解决发行人虚假陈述中的投资者损害赔偿问题,或许并非济世良方。

[66] Adam Reiser, *Compensating Defrauded Investors While Preserving the SEC's Mission of Deterrence: A Call for Congress to Counteract the Troubling Consequences of Stoneridge*, Utah Law Review, 2009 UTLR 257, 264 (2009).

[67] Adam S. Zimmerman, *Distributing Justice*, New York University Law Review, 86 N. Y. U. L. Rev. 500, 533 - 539 (2011), at 558.

[68] See, Urska Velikonja, *supra* note 57.

[69] *Ibid.*

[70] *Ibid.*

除了补偿程度差、存在循环困境、与民事诉讼之间缺乏协调机制之外,学者们对公平基金的另一个严肃的批评,即是其分配方案缺乏正当性。对此至今鲜有文献做出回应。学者们公平基金分配方案正当性的质疑如下:

首先,未建立受害投资者有效的参与机制。除另有指定外,受害投资者只能通过提交书面评论方式提出对分配方案及程序的意见,而无法对分配顾问进行质询或者向法院提出正式反对。^[71]

其次,无法保证该分配方案考虑了各项不同的利益,未采取证券集团诉讼中允许不同的子集团各自指定受托人/代理人的制度。^[72] 例如,美国联邦第二巡回法院在一份判决中就认定,SEC 可以依其认为合理的方式将受到不同影响的投资者进行分类,即使这种“一刀切”式的划分阻碍了一些投资者或债权人提出内容相异的申请。^[73]

最后,法院并未对 SEC 的分配程序进行充分审查。与集团诉讼不同,法院通常只对 SEC 的分配进行宽松的审查,只要“总体上看是公正合理的”即可。^[74] 虽然 SEC 不像集团诉讼中的律师那样对案件处理结果有明显的个人利益,但 SEC 与受害投资者的利益也可能是不尽相同的。例如,SEC 可能会受到其监管的大型企业利益集团的影响;SEC 执法人员可能倾向于寻求快速解决棘手问题以确保其工作绩效,因此有可能轻饶了处罚对象;SEC 还可能为了掩饰其在先前步骤中的过错而草草与处罚对象达成不够公平合理的和解方案,以维护其在公众面前的权威。^[75] 严格的司法审查并不意味着在惩戒证券违法、补偿受害投资者方面法院比 SEC 更专业,但学者认为,让 SEC 提供更多的关于各方利益的信息并阐明其作出决定的理由,至少可以减少 SEC 做出处理决定时的恣意性。^[76]

[71] 分配顾问(distribution consultants or IDCs)是公平基金分配的管理人,常由 SEC 工作人员、资深教授、律师或经济、金融分析师担任。

[72] See Zimmerman, *supra* note 67, at 515.

[73] Official Comm. of Unsecured Creditors of WorldCom, Inc. v. SEC, 467 F. 3d 73, 83 (2d Cir. 2006). See Zimmerman, *supra* note 67, at 531.

[74] *Ibid.*, at 505.

[75] *Ibid.*, at 551 – 553.

[76] *Ibid.*, at 571.

笔者研究了数个针对美国上市公司虚假陈述的公平基金分配方案,^[77]发现各公平基金案例中确认的原告范围及投资者损失计算方法的确存在较大的随意性。例如安然(Enron)分配方案^[78]和泰科(Tyco)分配方案^[79]中,均使用了事件研究法(Event Study)确定投资者所受的损失,但前者和后者使用的事件研究法的计算过程有很大差异;在北电(Nortel)分配方案^[80]、戴尔(Dell)分配方案^[81]和 Brantley 分配方案^[82]中则使用了与近期我国万福生科及海联讯专项补偿基金方案相似的损失计算价差法,但从上述各个案例的具体计算方法上并不能归纳出统一的规律,从而无法总结出具有可预测性的损失计算标准。而在 Huntinton 分配方案^[83]中,SEC 官方网站上甚至没有公布投资损失的计算方式。以上分配案例的公开信息中,并没有对选择适用各个具体计算方法的合理性给出论证,甚至没有对各个关键时间点对应的事项作出列示。很难想见普通投资者面对相当复杂的分配方案,能够进行充分理解并计算出自己的投资损失究竟是多少。由于缺乏必要的说明和论证,即使是金融和统计专业人士,要判断这些分配方案是否具有个案正当性,也同样十分困难。

[77] 从 <http://www.sec.gov/litigation/fairfundlist.htm> 网站上可以找到自 2006 年以来已经完成分配和正在执行分配中的各个公平基金案例材料,笔者查看后发现,违法事由为上市公司虚假陈述且能在互联网上找到分配方案的仅为下文罗列的数个案例。

[78] *Enron Victim Trust*, available at <http://www.enronvictimtrust.com/Documents.html>, 2014 年 9 月 20 日访问。

[79] *Tyco SEC Fair Fund*, available at <http://www.tycosecsettlement.com/>, 2014 年 9 月 21 日访问。

[80] *Nortel SEC Fair Fund*, available at <http://nortelsecsettlement.com/>, 2014 年 9 月 22 日访问。

[81] *Dell SEC Fair Fund*, available at <http://www.dellsecsettlement.com/>, 2014 年 9 月 22 日访问。

[82] *SEC v. Brantley Fair Fund*, available at <https://www.secvbrantleyfairfund.com/>, 2014 年 9 月 25 日访问。

[83] *Order Approving A Plan of Distribution of A Fair Fund and Appointing A Plan Administrator*, available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/34-53495.htm>, 2014 年 9 月 28 日访问。

四、投资者补偿：监管机构，还是法院？

不完备法律理论主张，“在高度不完备的法律下，如果损害行为能够加以标准化，并且该行为继续下去会产生大量外部性，此时监管者优于法庭……除此之外，由法庭拥有立法权及执法权是最优的”。^[84] 自许成钢教授在2001年接受专访，发表“法律、执法与金融监管——介绍‘法律的不完备性’理论”一文以来，该理论便在中文文献中被大量引用，^[85] 作为国内学者论证监管机构应当享有金融市场执法权的主要理论依据，以致形成了一种研究范式：从法律的内在不完备属性来推导出证券市场上当然应由行政执法占据主导性地位。^[86] 上述理论在英文文献中似未引起如此深远的影响。

（一）“不完备法律理论”的准确意涵

“不完全法律理论”（incomplete law theory）的主张者皮斯托和许成钢指出：因为法律不可能对所有可能造成损害的行为都能准确无误地做出规定，所以法律在本质上是不完备的，此种性质会深刻影响到法律制订和执行的过程。在法律不完备时，如果不阐明法律的含义，则无法用之断案，这种解释现有法律、适应环境变化，并把它扩大适用于新案例的权力称为“剩余立法和执法权”（residual lawmaking and law

[84] 皮斯托、许成钢：“不完备法律（上）——一种概念性分析框架及其在金融市场监管发展中的作用”，载吴敬琏主编：《比较》（第3辑），中信出版社2002年版，第122页。

[85] 肖梦依据许成钢口述整理：“法律、执法与金融监管——介绍‘法律的不完备性’理论”，载《经济社会体制比较》2001年第5期，该文献在中国知网上显示被引218次。

[86] 参见刘春彦、黄运成：“不完备法律理论及对我国证券市场监管的启示”，载《河北法学》2006年9月第24卷第9期；黄韬：“为什么法院不那么重要？——基于中国证券市场国家管理行为的一项分析”，2011年（第九届）“中国法经济学论坛”论文集；马洪雨：“证券监管的法律与市场限度”，载《学术论坛》2006年第3期。

enforcement powers)。^[87] 该种权力的最优分配取决于三项因素:(1)法律不完备的性质和程度;(2)对预期可能造成损害的行为进行标准化的能力和成本;(3)上述行为可能造成的损害和外部性的程度。^[88]

两位作者认为,法庭和监管者行使剩余立法和执法权的程序及时间有所区别:法庭只能被设计为中立裁判者,这是以法治为基础的法律体系的本质特征之一。因此法庭是被动的,并且仅在起诉之后才能行使其立法及执法权,即在事后及损害发生之后才能创设及执行法律。与此相反,监管者被设计成主动的立法和执法者,可以进行事前立法并快速变更规则,可以控制市场准入、监督各种发行和交易活动、开展调

[87] 两位作者就“不完备法律理论”著有系列论文,Pistor, Katharina & Xu, Chenggang, *Incomplete Law - A Conceptual and Analytical Framework and its Application to the Evolution of Financial Market Regulation*, *Journal of International Law and Politics*, Vol. 35, No. 4, pp. 931 - 1013, 2003, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=310588> or DOI:10.2139/ssrn.310588; Katharina Pistor & Chenggang Xu, *Incomplete Law*, 35 N. Y. U. J. Int'l L. & Pol. 931 (2003); Pistor, Katharina & Xu, Chenggang, *Law Enforcement under Incomplete Law: Theory and Evidence from Financial Market Regulation*, 2004, Available at <http://econ.lse.ac.uk/staff/cxu/papers/Encf-2-8-06.pdf>; Pistor, Katharina & Xu, Chenggang, *The Challenge of Incomplete Law And How Different Legal Systems Respond to It*, 2004, Paper prepared for Project Le Bijuridisme: Une approche économique, available at: http://econ.lse.ac.uk/staff/cxu/pub/PX_Regulatory%20Regimes_2-04.pdf; Pistor, Katharina & Xu, Chenggang, *Fiduciary Duty in Transitional Civil Law Jurisdictions: Lessons from the Incomplete Law Theory*, in *Global Markets, Domestic Institutions: Corporate Law and Governance in a New Era of Cross-Border Deals* (Curtis J. Milhaupt ed., 2003)。上述第一篇论文的中文译稿参见皮斯托、许成钢:“不完备法律(上)——一种概念性分析框架及其在金融市场监管发展中的作用”,载吴敬琏主编:《比较》(第3辑),中信出版社2002年版,第111页以下;皮斯托、许成钢:“不完备法律(下)——一种概念性分析框架及其在金融市场监管发展中的作用”,载吴敬琏主编:《比较》(第4辑),中信出版社2002年版,第97页以下。

[88] 两位作者据此认为,将公司法中的“受信义务”(fiduciary duties)原则的立法及执法权分配给法庭是最优的。原因在于,对于特定公司中的股东,预期损害通常是有限的;将那些可能导致损害的行为类型加以标准化极为困难。此时,将监管者强加其上不仅会产生高昂的成本,而且可能导致对私有公司决策程序的过度干预。参见 Pistor, Katharina & Xu, Chenggang, *Fiduciary Duty in Transitional Civil Law Jurisdictions Lessons from the Incomplete Law Theory*, ECGI - Law Working Paper No. 01/2002, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=343480> or DOI:10.2139/ssrn.343480。

查、禁止损害行为,以及对违法者科以行政制裁。鉴于金融和证券市场中的违法行为能够加以标准化(即以合理成本对损害行为及结果进行描述),而这些违法行为可能产生极大的损害和负外部性,所以该种市场上的剩余立法和执法权适宜由享有持续立法权和主动执法权的机构即监管机关来享有。^[89]

(二) 局限性及初步批评

应该说,皮斯托和许成钢对于公司法上的“受义务”应由法院来加以解释和适用的观点是有说服力的,美国特拉华州公司法的理论和实践已经印证了这一点。但两位作者对于金融证券市场上的执法权应该主要由行政监管机构来享有的主张,虽然在各国金融监管现实中已被充分实践,却仍然需要进一步的理论支撑,理由包括:^[90]

1. 作者在论证中对于法院能力的认识不足。法庭的判决虽然就个案而言是“事后”(ex post)的,但就树立一般性规则和通过执行判决来形成对于违法行为的吓阻效果而言,却明显具有“事前”(ex ante)规制的性质。法庭不能主动执法确实是事实,但通过有意识的制度安排,如惩罚性赔偿、风险代理机制、律师费转移负担、股东代表诉讼或集团诉讼等,为发动民事诉讼安排起诉方面的激励(impetus)起码在技术上已经不再成为问题。准此而言,“司法干预”的说法可能并非虚妄。

2. 监管者在理论上可以“为了不断增强法律的完备性而改动现有规则以适应社会经济与技术变革的需要”,^[91]但重大规则的变更会造成规则的确定性受到影响,使市场参与者无所适从;而行政民主化、透明化的要求也使行政立法要经历更为繁复的程序。以上的因素使快速“变法”的效用可能遭受置疑,而“快速”本身也不再必然作为行政立法

[89] “我们观点的核心是,法律是不完备的,并且,在不完备法律下被动式执法经常是不够的……给定法律不完备,并给定法庭面临法治原则的制度性约束的前提,依赖法庭执法的法律将会引致阻吓失灵,通过引入一个完全不同的机构作为主动式执法者即监管者,阻吓失灵能得以改进”。皮斯托、许成钢:“不完备法律(上)——一种概念性分析框架及其在金融市场监管发展中的作用”,载吴敬琏主编:《比较》(第3辑),中信出版社2002年版,第134页。

[90] 汤欣:“私人诉讼与证券执法”,载《清华法学》2007年第3卷,第95页以下。

[91] 皮斯托、许成钢:“不完备法律(上)——一种概念性分析框架及其在金融市场监管发展中的作用”,载吴敬琏主编:《比较》(第3辑),中信出版社2002年版,第124页。

的本质特点。

3. 作者选取英国、美国和德国的证券交易立法和执法史作为例证,力图说明“在好几个国家中,都存在类似的从被动式向主动式执法的转变,以及立法权向监管者的转变”;^[92]但文中列举的史实只能证明普通法上原有的刑法、合同法、侵权法不足以规范信息披露中的违法行为,因此有必要制定作为特别法的证券(交易)法,以就“起诉资格”、“违法者的主观意图”、“因果关系”等做出对于原告较为宽松(从而对被告较为严格)的规定。但总体而言,论文未能充分说明监管者比较法庭在法律执行方面的优势。

有关金融、证券市场上的执法,是行政监管者还是法庭更有优势的论争,^[93]已经超出本文的论述范围。但即使两位作者对于金融证券市场上的执法权应该主要由行政监管机构来享有的主张已经成为现实,该主张也无法成为行政监管机构应当主导投资者损害赔偿的理论基础。依据不完备法律理论,如果损害行为能够加以标准化,并且该行为继续下去会产生大量外部性,此时监管者执法才会优于法院。毫无疑问,包含上市公司虚假陈述在内的证券欺诈行为带来了大量的社会外部性,证券监管必不可少,但即便认为监管机构直接参与或间接主导投资者赔偿是该机构市场执法权的延伸,针对证券欺诈行为而进行的损害赔偿能否轻松地进行“标准化”也是值得疑问的事项。所谓“标准化”是指,能够以合理成本对损害行为及其结果进行描述,以保证监管

[92] 皮斯托、许成钢:“不完备法律(上)——一种概念性分析框架及其在金融市场监管发展中的作用”,载吴敬琏主编:《比较》(第4辑),中信出版社2002年版,第98页。

[93] 在此方面主要有几种基本观点:皮斯托和许成钢认为在金融及证券市场上,应将“剩余立法权”与事前和事中的执法权(proactive law enforcement)授予监管机构,其论证已如前述。施莱弗及拉波塔等人则认为,虽然政府监管也相当重要,但总的来说,私人诉讼和法庭执法才是证券市场发展的决定性因素,see Shleifer, Andrei. 2005, *Understanding Regulation, European Financial Management* 11, No. 4:439-451; Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, *What Works in Securities Laws?* *Journal of Finance*, 2006, (1):1-32。而布莱克则主张,为建设一个发达的证券市场,保护中小投资者免受诸如内部人自我交易等违法行为的损害,强有力的监管机构与法院体系同等重要。See B. Black, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, 48 *UCLA Law Review* (2001), 48 *UCLA L. Rev.* 781, 807.

者能有效行使主动式执法。监管者主动执法的有效性取决于监管者能够对损害行为进行类型化识别(这类行为及结果在合理预期下,会导致损害结果),并进而进行有效打击。因此对于证券市场不当行为的标准化成本的高低就一定程度上决定了相应的执法权力到底应该是分配给行政监管机构还是法院。卡塔琳娜·皮斯托和许成钢对于“标准化”的举例是受信义务(fiduciary duty)。两位作者论证,将违反关于董事和经理人员的受信义务的行为标准化成本很高,因此剩余立法权和执法权分配给法院是最有效的。^[94]

笔者认为,虚假陈述民事赔偿的复杂程度类似于受信义务,标准化成本高昂,因而将赔偿损害投资者的剩余立法权和执法权主要分配给行政监管机构并不经济,该种权力总体上仍然应当由法院来享有。

五、结论

中国大陆 A 股市场上针对虚假陈述侵权案件建立的民事赔偿诉讼机制已经走过接近 12 年的历程,但由于存在投资者参与率低、信心不足、信息沟通不到位、司法机关能动性缺乏、地方保护主义阻碍、法院重调解而轻判决、各地法院判决尺度不尽一致、立法空白及执行较为薄弱等问题,证券民事诉讼机制总体来说发展缓慢。尤其关键性的司法解释如《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》,自 2003 年颁布以来,虽经《证券法》两度修改而未能实现修订,不能不说是制度建设方面的重大缺憾。2014 年 5 月 8 日,国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》提出,“坚决保护投资者特别是中小投资者合法权益……健全多元化纠纷解决和投资者损害赔偿救济机制”,但也同时提出需要“完善民事赔偿法律制度”。值得注意的是,2014 年 10 月 23 日,中共十八届四中全会通过了《中共中

[94] Katharina Pistor & Chenggang Xu, *Incomplete Law—A Conceptual and Analytical Framework and its Application to the Evolution of Financial Market Regulation*, *Journal of International Law and Politics*, Vol. 35, No. 34, 2003.

央关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》,其中第四部分“保证公正司法,提高司法公信力”中明确宣示:改革法院案件受理制度,变立案审查制为立案登记制,对人民法院依法应该受理的案件,做到有案必立、有诉必理,保障当事人诉权;构建开放、动态、透明、便民的阳光司法机制;切实解决执行难,制定强制执行法;探索建立检察机关提起公益诉讼制度;最高人民法院设立巡回法庭,审理跨行政区域重大行政和民商事案件;探索设立跨行政区划的人民法院和人民检察院,办理跨地区案件。以上改革措施相信会对国内目前仍显孱弱的证券民事诉讼机制起到重要的导引和支撑作用。

本文检讨了香港洪良国际案中责令上市公司就股份回购召开股东大会进行表决的机制、大陆 A 股市场上万福生科及海联讯投资者专项补偿基金和美国 SEC 的公平基金实践,提出其中可能存在的问题与不足。文章对于不完备法律理论进行了初步的反思,认为其无法成为由监管机构主导或影响下的投资者损害赔偿模式的理论基础。虽然中国证券民事赔偿诉讼机制亟待完善,通往诉讼主导模式的投资者保护之路可能艰难而漫长,但是方向无法选择、路径无从超越。