

## 债券持有人与证券集团诉讼<sup>\*</sup>

[美]詹姆斯·J.帕克<sup>\*\*</sup> 著 应元中<sup>\*\*\*</sup> 译

蔡卓瞳<sup>\*\*\*\*</sup> 校

**摘要:**证据表明,债券持有人正日益通过证券集团诉讼获赔。证券欺诈的性质已从仅影响股东转向影响包括债券持有人在内的利益相关者,证券集团诉讼的演进是对证券欺诈性质转变的回应。

---

\* James J. Park, *Bondholders and Securities Class Actions*, 99 Minn. L. Rev. 585 (2014).

\*\* [美]詹姆斯·J.帕克(James J. Park),美国加利福尼亚大学洛杉矶分校法学教授。感谢史蒂芬·班布里奇(Stephen Bainbridge)、斯坦尼斯拉夫·多尔戈波洛夫(Stanislav Dolgoplov)、乔治·格奥尔基耶夫(George Georgiev)、玛利亚·楼蜜缇(Maria Loumiti)、乌斯卡·维利科尼亚(Urska Velikonja)以及在美国法学院协会2014年年会证券监管单元、美国法律与经济学协会2014年年会、布鲁克林法学院青年教师论坛、2013年公司和证券诉讼工作坊、加州大学洛杉矶分校青年商法教师论坛以及加州大学伯克利分校教师工作坊上与与会者提供的有益评论。感谢托马斯·菲尔(Thomas Fuell)、亚历克斯·阮(Alex Nguyen)以及安德鲁·李(Andrew Lee)提供的研究协助。本文著作权属于作者。

\*\*\* 华东政法大学国际金融法律学院2017级法学硕士,现任职于上海证券交易所上市公司监管一部。感谢冷静教授和李诗鸿老师在学术翻译方面提供的宝贵训练和指导。

\*\*\*\* 华东政法大学国际金融法律学院2017级法学硕士,北京大学法学院2020级博士研究生。

债券持有人集团诉讼可以弥补传统公司法上债券持有人权利的缺失,同时解决公司治理中管理者为股东利益过度冒险而损害利益相关者的问题。未来,法院应当修正欺诈市场假说,关注债券持有人对信用评级的信赖。当证券集团诉讼中债券持有人和股东利益存在冲突时,债券持有人应当由单独的律师代理。

**关键词:**债券持有人 证券集团诉讼 证券欺诈 欺诈市场假说 虚假陈述

## 引言

典型的证券集团诉讼通常由公司股东提起,他们往往主张由于被欺诈而以虚高价格购买了股票。然而,公司普通股并非受证券法保护的唯一证券。债券投资者也可以提起证券欺诈诉讼,并且正日益通过债券持有人集团诉讼提出索赔。<sup>[1]</sup> 基于1996年至2005年1660起证券集团诉讼的数据集,本文认为,不同于人们此前的认知,债券持有人正在证券集团诉讼中扮演着更加重要的角色,并且这一作用有可能增强。<sup>[2]</sup> 演进后的证券集团诉讼不再仅仅保护股东,还可以解决使股东受益但债券持有人受损的欺诈问题。

在人们的初步印象中,债券持有人参与证券集团诉讼并且在其中发挥重要作用似乎是不可能的。因为相对于股东,债券持有人在企业的资本结构中享有优先权,从而更难以由于被欺诈而遭受损失。在债券持有人作为证券欺诈受害者的任何情形下,股东遭受的损失会更大。当债券持有人与股东一起主张索赔时,前者的主张可能被认为无关紧

---

[1] 本文中的“债券”,指期限在1年或以上的非可转换债务证券。

[2] 商学院教授的许多文章已经涉及相关问题的研究。See, e. g., Michael Hartzmark et al., *Fraud on the Market: Analysis of the Efficiency of the Corporate Bond Market*, 2011 COLUM. BUS. L. REV. 654 (讨论债券市场的有效性); Mary Billings et al., *Shareholder Class Action Suits and the Bond Market* (May 2011) (unpublished manuscript), available at <http://ssrn.com/abstracts=1984666> (检验债券价格是否对证券集团诉讼的提起作出反应),但没有研究专注于债券集团诉讼的频率和特征。

要多此一举。债券持有人在证券集团诉讼中得到的损害赔偿可能被视为集团诉讼律师机会主义的寻租行为——他们可能仅仅是为了获得证券集团诉讼的部分和解金额。

尽管与股东相比,债券持有人的损害赔偿频率更低、金额更小,债券持有人集团诉讼可能仍然十分重要,因为债券持有人在大多数严重欺诈的案件中很有可能获得损害赔偿。例如,债券持有人通过证券法获得损害赔偿的最著名案件 WorldCom 案,该案涉及的 WorldCom 公司是一家电信公司,在被发现会计欺诈后于 2002 年倒闭,债券持有人获得了 50 亿美元损害赔偿。<sup>[3]</sup> WorldCom 案的起因是一项导致了重大公众公司破产的欺诈。该项欺诈过于重大以至于董事会成员个人均被要求分担和解金额,这是极为罕见的。<sup>[4]</sup> WorldCom 案有其自身的社会影响,同时也凸显了最恶劣的欺诈导致的不仅仅是股东的损失。

此外,如果债券持有人由于证券欺诈遭受与股东不同的损失,那么,他们的索赔就不仅仅是多此一举。在许多情形下,公司进行证券欺诈是希望能够通过承担未披露的额外风险以增加股东财富。债券持有人不仅不会因该等行为而受益,反而可能由于风险被隐藏而受到损害。在这些情形下,证券欺诈本质上是将债券持有人的财富分配给股东。即使部分债券持有人参与证券集团诉讼是寻租的结果,但由于债券持有人可能提出特有的主张,债券持有人在证券集团诉讼中的角色仍然具备正当性。

本文首次呈现了债券持有人诉讼的广泛数据。自 1996 年至 2005 年的证据支撑了这一观点,即证券集团诉讼中债券持有人的参与在增加。债券持有人的损害赔偿在数据集内的最初 5 年很少,在 1996 年到

---

[3] Gretchen Morgenson, *Bank to Pay \$2 Billion To Settle WorldCom Claims*, N. Y. TIMES (Mar. 17, 2005), [http://www.nytimes.com/2005/03/17/business/17worldcom.html?\\_r=1](http://www.nytimes.com/2005/03/17/business/17worldcom.html?_r=1) (“该案中债券持有人要求 90 亿美元损害赔偿。在从银行获得的 60 亿美元损害赔偿中,债券投资者将获得 50 亿美元,WorldCom 的股东将获得 10 亿美元。债券持有人获得的损害赔偿金额为原告主张金额的 56%”).

[4] See Brooke A. Masters & Kathleen Day, *10 Ex-WorldCom Directors Agree to Settlement*, WASH. POST, Jan. 6, 2005, at E1.

2000年平均只占和解金额的3%。在2001年到2005年的和解中,债券持有人的损害赔偿所占比例增加到平均占和解金额的8%。债券持有人获得的损害赔偿更加高频,但在大型和解案中的获赔金额却不成比例。在数据集覆盖期间,债券持有人在金额最大的5起和解案件中的4起获得损害赔偿,在金额最大的30起和解案件中的19起获得损害赔偿。

首先,许多债券持有人在集团诉讼中提出了债券持有人特有的损害赔偿主张。大量债券持有人集团诉讼与公司信用评级下降有关,因为证券欺诈表明公司信用风险大幅增加。其次,债券持有人集团诉讼通常产生于债券销售阶段,因为在债券销售过程中债券购买人没有获得充分的风险披露。上述两种情形都可能涉及财富从债券持有人向股东转移。

债券持有人在证券集团诉讼中的参与可能持续增长。在数据集内的第一年,即1996年,少于10%的证券集团诉讼为股东以外的原告寻求损害赔偿。在接下来的10年中,原告开始被确认为范围更广的集团,包括债券持有人。现在,在证券集团诉讼中代表发行人所有公开交易证券的投资者提起索赔已经成为惯例。截至2005年,接近半数以上的证券集团诉讼代表上述范围更广的集团提起了索赔。

债券持有人损害赔偿的增加表明证券欺诈的性质可能随着时间发生变化。在文献中有这样一种趋势,即假设证券集团诉讼有着不变的性质。然而,现实远远比此复杂。在某些时期,证券欺诈的主张似乎是从股价的暂时性波动中获得损害赔偿的机会主义企图。而在最近,欺诈已经与公众公司财富的巨额减少相关。证券集团诉讼也在随着证券欺诈性质的改变演进着。例如,早些年间,主张证券欺诈发行的诉讼主要瞄准在首次公开发行(IPO)中出售股票的新兴公司。现在,最重大的损害赔偿源于涉及债券销售的已上市公众公司的证券发行。

债券持有人集团诉讼对公司治理也具有重要影响。公司法在传统上关注股东权利,并通过信义义务对其加以保护,但对债券持有人缺乏

关注,后者的权利主要通过合同约定。<sup>[5]</sup> 有了债券持有人集团诉讼,如果投资者购买债券时价格未反映公司破产的真正风险,那么债券持有人可以获得损害赔偿。债券持有人获得损害赔偿通常可以实现资金从股东向债券持有人的转移,从而使使股东受益的鲁莽决定提供救济。债券持有人集团诉讼凸显了欺诈如何损害股东以外的其他相关者,同时尊重了公司法传统上对股东和债券持有人的划分。

考虑到债券持有人作为原告的特有地位,在某些情形下法院应当区分对待债券持有人集团诉讼与股东集团诉讼。欺诈市场假说(fraud-on-the-market presumption)<sup>[6]</sup> 假设所有投资者均依赖于证券市场价格的完整性,从而促进了证券集团诉讼中集团的认定,但在适用于债券持有人时该假说应当进行修正。<sup>[7]</sup> 投资者在评估公司债券风险时更依赖于信用评级机构而非市场。在欺诈显著扭曲评级的限度内,法院应当假设债券投资者均依赖于该评级。此外,债券持有人集团诉讼中提出不同损害理论的,债券持有人应当被划分到与股东不同的次级集团,并且由独立的律师代理。上述代理能够提升债券持有人在证券集团诉讼中主张自身权益的能力。

本文第一部分讨论债券估值以及证券欺诈影响债券的具体方式。

---

[5] See, e. g., *Simons v. Cogan*, 549 A. 2d 300, 304 (Del. 1988) (认为债券持有人“不享有衡平法上的利益,作为公司的债权人其利益受到债券的契约性条款保护”); *Mann v. Oppenheimer & Co.*, 517 A. 2d 1056, 1061 (Del. 1986) (“债券持有人的权利由证券发行时债券的条款决定”); *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A. 2d 173, 182 (Del. 1986) (指出债券持有人的权利“由协议决定”); *Katz v. Oak Indus., Inc.*, 508 A. 2d 873, 879 (Del. Ch. 1986) (“协商一致的契约关系条款,而非宽泛的概念如公平,决定公司对债券持有人的义务”); see also Lawrence E. Mitchell, *The Fairness Rights of Corporate Bondholders*, 65 N. Y. U. L. REV. 1165, 1167 (1990) (“对于债券持有人,这意味着通常经由公司管理层协商和起草的债券合同是债券持有人所有权利和义务的载体”).

[6] 美国联邦最高法院最近拒绝推翻一项基于该假说的判决。See *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 134 S. Ct. 2398, 2408-11 (2014).

[7] 因为债券市场没有股票市场发达,有论者认为债券持有人更难以达到被认定为不同集团的门槛。See John C. Coffee, Jr., *Litigation Governance: Taking Accountability Seriously*, 110 COLUM. L. REV. 288, 328 (2010) [“因为债务市场通常不被认为是有效率的……债务证券案件中的原告需要单独或合并起诉,因而降低了选出式(opt-out)集团诉讼的作用。”].

第二部分讨论与债券持有人集团诉讼有关的两个可能假设。第三部分呈现了1996年至2005年证券集团诉讼数据集体现的债券持有人损害赔偿的证据及特征。第四部分认为债券持有人损害赔偿的增长是证券欺诈性质发生变化的证据。第五部分讨论了债券持有人集团诉讼在公司治理中发挥的作用。第六部分认为法院应当在证券集团诉讼裁判中承认债券持有人和股东的差异。

## 一、债券投资者和证券欺诈

与股东相比,债券持有人关注证券欺诈的理由更少。原因在于债券估值方式与股票不同,本部分第(一)节将探讨这一问题。在面临公司预期盈利能力变化时,债券价格没有股票价格那么脆弱。第(二)节描述了证券欺诈如何对债券持有人产生影响。某些欺诈可能导致债券价格的虚高,并且在欺诈被揭露时引发损失。债券持有人最关注使公司债务违约风险变得模糊的欺诈。

### (一) 债券估值

任何证券的价值都应当近似于证券持有人期望现金流的净现值。<sup>[8]</sup> 对于债券投资者,这些现金流包括发行人支付的所有期望利息以及债券到期时返还的本金。<sup>[9]</sup> 这些价值可能会变化。<sup>[10]</sup> 债券价值可能随着时间变化波动,因此在二级市场交易时,最初以1000美元购买的债券可能折价交易,如900美元,也可能溢价交易,如1100美元。

---

[8] See, e. g., Hartzmark et al., *supra* note 2, at 669 (“债券的价格按照其产生的预期未来现金流的现值计算”).

[9] See, e. g., *In re HealthSouth Corp. Sec. Litig.*, 261 F. R. D. 616, 631 (N. D. Ala. 2009) (“公司债券反映了借款人/公司向债券持有人的债务,该债务要求定期支付利息以及在到期日一次性支付的本金”).

[10] 许多因素影响债券的估值。See, e. g., Robert C. Merton, *On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates*, 29 J. FIN. 449, 449 (1974) (指出影响债券价格的主要风险是利率风险和信用风险); see also Mark S. Klock et al., *Does Corporate Governance Matter to Bondholders?*, 40 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 693, 695-96 (2005) (发现反收购管理条款降低了债务成本).

与股票价格相比,债券价格更少取决于公司收益的未来增长。股票的价值取决于市场对公司是否盈利的评估。但是与股东不同,无论公司是否有收益,债券持有人都拥有取得利息和本金的契约性权利。这一固定回报比股东获得的留存收益更安全,因为债券持有人在破产中相对股东享有优先权,并且受益于股权的缓冲作用——这一缓冲垫吸收了企业价值的大多数波动。只有在改变投资者对债券发行人能否完成利息支付和到期返还本金的评估时,新的信息才应当会影响债券的估值。<sup>[11]</sup>

因此,在计算公司发行债券的支付价格时,公司债券持有人会评估特定发行人的违约风险,<sup>[12]</sup>即信用风险。<sup>[13]</sup>一旦公司破产,债券投资者可能丧失部分或全部的投资。<sup>[14]</sup>尽管在破产程序中,债券持有人相对于股东可以挽回更多损失,但他们经常也会遭受重大损失。<sup>[15]</sup>因此,公司债券价格会基于市场对公司发行人相对于其他公司发行人的安

[11] See, e. g., William A. Klein, *The Modern Business Organization: Bargaining Under Constraints*, 91 YALE L. J. 1521, 1541 (1982) (“债权固定收益的设计是用于吸引风险厌恶程度高于同一企业中剩余索取者的投资者或者不愿关心企业利润最大化决策的投资者。”)。

[12] 相对于无风险的美国联邦政府债券,违约风险转化为公司债券更高的利率。See, e. g., Francis A. Longstaff et al., *Corporate Yield Spreads: Default Risk or Liquidity? New Evidence from the Credit Default Swap Market*, 60 J. FIN. 2213, 2214 (2005) (发现违约风险“可以解释所有信用评级中的大部分公司利差”)。针对违约风险对公司发行人支付溢价影响的研究结果不一。See, e. g., Edwin J. Elton et al., *Explaining the Rate Spread on Corporate Bonds*, 56 J. FIN. 247, 249 (2001) (发现违约风险只能解释25%的公司利差)。

[13] See, e. g., *Newby v. Enron Corp. (In re Enron Corp. Sec. Deriv. & “ERISA” Litig.)*, 529 F. Supp. 2d 644, 755 (S. D. Tex. 2006) (指出债券价格的取决因素包括“违约可能性这一最关键的因素”)。

[14] See, e. g., Pierre Collin - Dufresne et al., *The Determinants of Credit Spread Changes*, 56 J. FIN. 2177, 2178 (2001) [“信用利差的产生处于两个基础性原因:(1) 存在违约风险;(2) 一旦违约,债券持有人只能取得部分承诺的支付金额”]。

[15] See, e. g., Lynn M. LoPucki & William C. Whitford, *Bargaining over Equity's Share in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies*, 139 U. PA. L. REV. 125, 142 (1990) (发现债券持有人的无担保部分债券收回的金额介于0.5% ~ 81.6%); see also Kenneth M. Ayotte & Edward R. Morrison, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, 1 J. LEGAL ANALYSIS 511, 518 (2009) (“在22%的案件中,担保债权超过了公司的价值”)。

全性评估产生波动。<sup>[16]</sup> 随着违约风险的升高,公司债券的价格会降低。

债券投资者同时依赖信用评级和债券契约降低计算违约风险的成本。评级机构主要基于一些不同的标准为债券评级,其对发行人债券可信度的评估需要收费。最高评级是 AAA,这意味着发行人非常不可能违约。<sup>[17]</sup> 更低的评级,如 BBB,可能意味着不小的违约风险。<sup>[18]</sup> 对 AAA 评级债券支付的利息低于 BBB 评级债券,因为投资者接受违约风险更低的债券拥有更低的收益。<sup>[19]</sup> 随着公司违约风险的增长,债券评级可能被下调,这会对债券价格产生不利影响。<sup>[20]</sup> 债券持有人通常受到债券条款或契约的保护,禁止公司某些可能增加违约风险的行为。<sup>[21]</sup>

---

[16] 公司债券价格会因利率变化和信用风险变化波动。See, e. g., Hartzmark et al., *supra* note 2, at 670 (“公司债券价格的日常变动通常大多仅因为众多因素中的 3 个在发挥作用:无风险国债的利率变化,风险相似的公司债券的风险溢价变化,以及公司违反义务可能性的变化。”)。

[17] 历史上,以 10 年为一期间,只有 1% 的 AAA 评级债券发行人违约。See S. & P., 2011 *Annual U. S. Corporate Default Study and Rating Transitions*, tbl. 13 (Mar. 23, 2012), available at [https://www. standardandpoors. com/ratings/articles/en/us/? articleType = HTML&assetID = 1245331026864](https://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245331026864).

[18] 历史上,以 10 年为一期间,约有 5% 的 BBB 评级债券发行人违约。See *id.*

[19] 信用评级在公司债券最初定价是尤其具有影响力。See, e. g., Martin S. Fridson & M. Christopher Garman, *Determinants of Spreads on New High - Yield Bonds*, 54 FIN. ANALYSTS J. 28, 34 (1998) [“评级……迄今为止是与新发行(债券)利差相关度最高的变量。”]。

[20] See, e. g., Elton et al., *supra* note 12, at 258 (“当存在一些违约可能时,部分最初为 AAA 评级的债券被下调评级); see also *Newby v. Enron Corp. (In re Enron Corp. Sec. Deriv. & “ERISA” Litig.)*, 529 F. Supp. 2d 644, 757 (S. D. Tex. 2006) (指出当安然宣布资产减值时,其信用评级被下调。)

[21] See Clifford W. Smith, Jr. & Jerold B. Warner, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, 7 J. FIN. ECON. 117, 125 - 46 (1979) (描述了不同的债券契约条款)。与对银行贷款契约条款相比,债券契约条款倾向于提供更少的保护。See, e. g., Edward B. Rock, *Adapting to the New Shareholder - Centric Reality*, 161 U. PA. L. REV. 1907, 1931 (2013) (“私人债务比公共债务包含远远更多的条款”); Charles K. Whitehead, *The Evolution of Debt: Covenants, the Credit Market, and Corporate Governance*, 34 J. CORP. L. 641, 651 (2009) [指出公共债券的“契约条款通常具有更少的限制性,因为借款人的信息更加公开可得,监督和实施合规的成本越高,通过合同减少信用风险的能力越低”(脚注已省略)]。



尽管评级和债券契约降低了监督成本,但它们在保护债券持有人免受损失上并非完全有效。关于信用评级机构缺陷及评级不可靠性的著述颇丰。<sup>[22]</sup> 债券契约很少得到执行,因为债券受托管理人监督违约行为的动力不足。<sup>[23]</sup> 而且,债券契约及评级在防止欺诈方面往往不会有效。<sup>[24]</sup> 如果公司操纵证券价格,它不太可能仔细遵循债券契约规定或者评级机构的要求。<sup>[25]</sup> 因此,尽管有这些保护,债券持有人在面临证券欺诈时依然脆弱。

## (二) 证券欺诈对债券的影响

当公司实施证券欺诈时,它一般会作出关于过去、现在或将来业绩的不实陈述。重大的不实陈述可能积极地抬高公司股价,或者可能防止股价下跌。如果投资者在价格虚高时购买股票,当真相被揭露时就会遭受损失,此后股价又将会走向合适的价值。

与股票投资者相似,债券投资者依赖公司信息披露作出投资,并且

---

[22] See, e. g. , Frank Partnoy, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, 77 WASH. U. L. Q. 619, 623 – 24 (1999) (总结信用评级机构之所以繁荣是出于牌照监管,而非其评级的精准性)。

[23] See, e. g. , Yakov Amihud et al. , *A New Governance Structure for Corporate Bonds*, 51 STAN. L. REV. 447, 470 (1999) (“债券受托管理人没有义务进行积极的监督,其薪酬无法产生努力的动力,而且其没有权力再次协商承诺。”); see also Frederick Tung, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, 57 UCLA L. REV. 115, 150 (2009) (指出违反银行贷款契约条款是很常见的)。然而,积极投资者的兴起已经使得债券契约条款更加积极得到执行。See Marcel Kahan & Edward Rock, *Hedge Fund Activism in the Enforcement of Bondholder Rights*, 103 NW. U. L. REV. 281, 283 (2009)。

[24] 泛泛而谈的契约条款在禁止欺诈行为上的能力是有限的。See, e. g. , Amihud et al. , *supra* note 23, at 464 (“一些损害债权人的公司行为——如增加与公司运营有关的商业风险的行为——很难通过契约特定化”)。评级机构在计算评级时一般依赖于发行人的陈述,因此发现欺诈的能力是有限的。See, e. g. , Steven L. Schwarcz, *Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox*, 2002 U. ILL. L. REV. 1, 6 (指出由于“评级机构主要基于证券发行人提供的信息作出评级,评级不再比该信息更可靠”,因此,“评级无法涵盖欺诈的风险”)。

[25] 实际上,证券欺诈是绕开债券契约条款的一种方式。See, e. g. , Baruch Lev, *Corporate Earnings: Facts and Fiction*, 17 J. ECON. PERSP. 27, 36 (2003) (观察到企业操纵会计以避免违反向债券持有人或者其他债权人的契约承诺); Smith & Warner, *supra* note 21, at 144 (“对股东行为的限制可以通过操纵定义这些限制的会计数字得以放松”)。

会对信息披露进行监督。<sup>[26]</sup> 然而,出于此前讨论的债券特征,相对于股东,债券持有人在面临证券欺诈时没那么脆弱。<sup>[27]</sup> 尽管公司股价的变动十分常见,但只要欺诈没有影响债券市场认为公司依然可以清偿债务的评估,债券价格都不应当受到欺诈的影响。<sup>[28]</sup>

当证券欺诈隐藏的信息显著影响公司违约的可能性时,情形可能会发生变化。<sup>[29]</sup> 欺诈隐藏的信息可能从根本上改变市场对公司是否处于破产危险的评估。例如,许多研究发现债券市场对会计重述会产生反应,因为这会导致公司财务报表的可靠性存疑。<sup>[30]</sup> 一旦丧失对公司财务的信任,债券市场可能认为公司违约风险已经增加。而且,债券评级机构可

---

[26] See, e. g. ,Leland E. Crabbe & Christopher M. Turner, *Does the Liquidity of a Debt Issue Increase with Its Size? Evidence from the Corporate Bond and Medium – Term Note Markets*, 50 J. FIN. 1719, 1721 (1995) (“投资者会分析关于出借人的各种信息,如杠杆率、现金流、管理专业性、诉讼风险、信用评级、周期风险以及行业风险”); Smith & Warner, *supra* note 21, at 143 (“在确定是否违反或即将违反契约条款时,债券持有人会发现财务报表非常有用”); see also Peter D. Easton et al. , *Initial Evidence on the Role of Accounting Earnings in the Bond Market*, 47 J. ACCT. RES. 721, 739 – 45 (2009) (发现债券在发行人宣布收益前后的交易更多)。

[27] See, e. g. ,Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud – on – the – Market Theory*, 42 STAN. L. REV. 1059, 1085 (1990) (“与权益证券相比,债务证券对坏消息引发的震动更加绝缘”)。

[28] 信用评级高的债券价格波动会小于评级低的债券。因为历史上 AAA 评级债券的风险低,只有最极端的事件发展会影响市场对 AAA 评级债券价格的评估。形成鲜明对比的是,低评级的高收益或者垃圾债券面临的违约风险更大。低评级的债券面临负面信息时反应会比高评级债券更像股票。See, e. g. , Simon H. Kwan, *Firm – Specific Information and the Correlation Between Individual Stocks and Bonds*, 40 J. FIN. ECON. 63, 65 (1996) (“AAA 评级债券对公司特定的信息并不敏感,因为与风险债券相比,它们更加类似于无风险债券”)。

[29] See, e. g. , *In re HealthSouth Corp. Sec. Litig.* , 261 F. R. D. 616, 635 – 36 (N. D. Ala. 2009) (“投资者会对关于发行人可信度或者债务违约前景的预料之外的重大新信息感兴趣,而这也会影响债券价格”)。

[30] See, e. g. , Anneleen Cornil, *The Impact of Accounting Restatements on a Firm’s Cost of Public Debt*, 2009 REV. BUS. & ECON. 147, 148 (2009) (发现重述使债务成本增加了 6.2%) ; Charles Shi & Sanjian William Zhang, *Accounting Restatements and the Cost of Debt Capital* (Chinese Accounting Professors’ Assoc. of N. Am. , Working Paper 2008), available at <http://www.capana.net/download/confpaper1.pdf> (发现重述公司的债券的消极收益)。此外,债券价格倾向于对股东集团诉讼的提起作出消极回应。See Billings et al. , *supra* note 2, at 3.

能通过降低评级对欺诈作出反应,向市场发送债务风险加剧的信号。

购买该债券时,债券投资者会假设公司具有某一程度的信用风险,此时该债券投资者可以预见投资价值减少。因此,该债券投资者会不得不将债券折价出售给其他投资者。在一些情形下,公司会发现其信用损害尤为严重,以至于无法进入资本市场。而一旦丧失流动性,该公司将被迫申请破产,如果公司资产无法覆盖所有负债,此时债券持有人在重整或清算中可能会遭受损失。

## 二、债券投资者和证券集团诉讼

和股东一样,如果债券持有人由于证券欺诈遭受损失,他们也可以根据联邦证券法提起诉讼。考虑到债券持有人一般不受欺诈影响,人们可能认为债券持有人集团诉讼不会像股东集团诉讼那样发挥重大作用。本部分第(一)节简要描述了证券欺诈的两个重要诉因。第(二)节随后描述了和证券集团诉讼中债券持有人参与重要性有关的两个假说。

### (一) 债券持有人的诉因

如同股东集团诉讼,债券持有人集团诉讼也有两种主要的证券欺诈诉因。第一种要求发行人向公众投资者发行债券。第二种与二级市场债券交易有关。第一种诉因的责任标准比第二种更加有利于债券投资者。

#### 1. 第 11 条

如同发行股票一样,公司会不时通过公开发行为投资者出售债券。在公开发行中购买债券的投资者会受到《1933 年证券法》第 11 条的保护,该条为提交给美国证券交易委员会(SEC)的注册文件中的欺诈提供了损害赔偿救济。<sup>[31]</sup> 第 11 条诉讼的责任承担不要求显露任何欺诈意图。<sup>[32]</sup> 如果注册文件中存在任何重大不实陈述,发行人将为债券价值的减损承担严格责任。<sup>[33]</sup> 第三方如承销商和审计师也需要承担责

---

[31] See 15 U. S. C. § 77k (2012).

[32] See *id.*

[33] 推定证券价值的任何减损都是由于重大不实陈述,但如果被告能够证明该减值存在其他原因,该推定可以被推翻。See 15 U. S. C. § 77k(e)(3).

任,但只要他们进行了“合理调查”,有“合理理由相信”,并且“当时确实相信”注册文件不存在重大误导,他们可以作出已尽职的抗辩。<sup>[34]</sup>

至少出于两个原因,债券持有人基于第 11 条提起诉讼比股东更容易。第一,法院要求投资者将证券购买回溯至某次特定的发行以提起第 11 条的诉讼。<sup>[35]</sup> 普通股的购买者可能更难以满足这一回溯要求。如果公司不止一次发行普通股,那么投资者可能无法明确其购买的股票来自何次发行,因为每一股普通股与其他股普通股具有相同的特征。<sup>[36]</sup> 相比之下,债券更容易回溯,因为不同时间发行的债券有不同的期限以便于确认。第二,发行人更倾向于发行债券而非股票,因为股票发行会稀释现有股东的股份。因此,欺诈更可能与债券发行而非股票发行同时发生。

## 2. 10b-5 规则

如同股票,投资者之间的债券交易通常发生在二级市场。债券的价格部分取决于市场对发行人信息披露作出的评估。如果信息披露导致二级市场债券价格显著虚高,受损害的债券购买人有权根据 SEC 规则第 10b-5 条(10b-5 规则)提起诉讼,<sup>[37]</sup> 而该条规则是根据《1934 年证券交易法》第 10(b)条制定的。<sup>[38]</sup> 如果欺诈发生在债券公开发行后很久,根据 10b-5 规则提起诉讼可能是债券持有人的唯一救济方式。<sup>[39]</sup>

为了在基于 10b-5 规则提起的诉讼中胜诉,原告必须证明被告明知而作出欺诈性不实陈述或者具有欺诈意图。<sup>[40]</sup> 在诉请答辩阶段,明知这一要素必须具备充分的特定性,从而使法院能够达成欺诈的强有

---

[34] See 15 U. S. C. § 77k(b)(3)(A).

[35] See, e. g., *DeMaria v. Andersen*, 318 F.3d 170, 176-78 (2d Cir. 2003) (讨论回溯要求).

[36] See Hillary A. Sale, *Disappearing without a Trace: Sections 11 and 12(a)(2) of the 1933 Securities Act*, 75 WASH. L. REV. 429, 465-67 (2000).

[37] 17 C. F. R. § 240.10b-5 (2014).

[38] See 15 U. S. C. § 78j(b).

[39] 第 11 条的法定诉讼时效是 1 年。See 15 U. S. C. § 77k. 尽管 10b-5 规则最重要的应用是在二级市场欺诈,它也经常成为发行欺诈诉讼的依据。如果发行被豁免注册,那么第 11 条将不再适用,原告只能依据 10b-5 规则提起诉讼。而且,即使在第 11 条适用于发行时,原告通常会同时依据 10b-5 规则提起诉讼。

[40] See *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U. S. 185, 212 (1976).

力推断。<sup>[41]</sup> 原告还必须证明 10b - 5 规则诉讼的其他要素,如重大性(不实陈述对理性投资者的重要性)和因果关系(投资者是否因为不实陈述遭受损失)。<sup>[42]</sup>

与基于第 11 条的诉讼相比,债券持有人通常发现提起基于 10b - 5 规则的诉讼更加困难。一般来说,尽管债券市场的总价值比股票市场更大,<sup>[43]</sup>但债券市场的流动性和有效性往往更弱。虽然大型发行人的债券交易频繁,<sup>[44]</sup>但大多数债券没有股票交易频繁,它们在柜台而非交易所交易,也并未受到研究分析师的密切关注。<sup>[45]</sup> 因此,像股票

[41] See 15 U. S. C. § 78u - 4(b)(2)(A).

[42] See, e. g., *Dura Pharm., Inc. v. Broudo*, 544 U. S. 336, 341 - 42 (2005) (列出了 10b - 5 诉讼的要件)。

[43] See, e. g., *In re HealthSouth Corp. Sec. Litig.*, 261 F. R. D. 616, 632 (N. D. Ala. 2009) (“债券市场的规模也比股票市场大;债券市场的日交易量约为 8800 亿美元,而股票市场的日交易量为 855 亿美元。”)。

[44] See, e. g., Gordon J. Alexander et al., *The Determinants of Trading Volume of High - Yield Corporate Bonds*, 3 J. FIN. MARKETS 177, 179 (2000) (“我们的样本债券超过了传闻的基准,并且……它们的美元交易金额相当于纽交所和纳斯达克中等到高等交易量的股票。这一交易量表明这些债券不仅仅是被持有至到期,而是有部分被公众持有的债券交易活跃”)有证据表明债券市场在信息上是有效的。See Edith S. Hotchkiss & Tavy Ronen, *The Informational Efficiency of the Corporate Bond Market: An Intraday Analysis*, 15 REV. FIN. STUD. 1325, 1328 (2002) (发现对 55 只公司债券的研究中“信息很快被债券和股票价格吸收,尽管债券的透明度更低”)。

[45] See, e. g., Amy K. Edwards et al., *Corporate Bond Market Transaction Costs and Transparency*, 62 J. FIN. 1421, 1427 (2007) (发现公司债券的交易平均每天只有 2.4 次); Michael A. Goldstein et al., *Transparency and Liquidity: A Controlled Experiment on Corporate Bonds*, 20 REV. FIN. STUD. 235, 235 (2007) (“公司债券市场在历史上是美国最不透明的证券市场,无论是交易前的透明度还是交易后的透明度。公司债券主要通过柜台市场交易,而且直至最近,还没有集中的机制收集和传播交易后的信息”); Sriketan Mahanti et al., *Latent Liquidity: A New Measure of Liquidity, with an Application to Corporate Bonds*, 88 J. FIN. ECON. 272, 278 (2008) (发现每天交易的债券很少,超过 40% 的公司债券甚至 1 年都没有交易); Paul Schultz, *Corporate Bond Trading Costs: A Peek Behind the Curtain*, 56 J. FIN. 677, 678 (2001) (“大多数债券的交易不频繁”)。影响交易额的一些因素包括发行规模和债券期限。See, e. g., Edwards et al., *supra* at 1431 (“公司债券需要花费 2 年左右的时间进入机构投资者组合,在那之后二级市场更小但更活跃”); Goldstein et al., *supra* at 249 (发现发行规模更大的债券交易更活跃,发行之后时间更长的债券交易越不活跃)。

一样在有效市场交易的债券更不常见。<sup>[46]</sup>

当证券在有效市场交易时,法院推定投资者在购买证券时均依赖市场的完整性。<sup>[47]</sup>这一欺诈市场假说提供了确定集团诉讼所必要的共性。如果债券市场并非有效,这一假说也不会适用,债券持有人也无法成为一个诉讼集团。<sup>[48]</sup>实际上,正如后文讨论的,在一例重要案件中法院拒绝确认债券集团,<sup>[49]</sup>但也有很多法院认为债券确实在有效市场中交易。<sup>[50]</sup>

## (二)关于债券持有人集团诉讼的两个假设

本节呈现了构建债券持有人集团诉讼实证分析的两个假设。第一个假设陈述了证券集团诉讼中债券持有人的参与为何不那么重要。第二个假设陈述了相反的观点,认为债券持有人的参与是至关重要的。

### 1. 假设一:债券持有人集团诉讼的非重要性

债券持有人集团诉讼可能不那么重要,因为与股东相比,欺诈对债券持有人造成的损失更小、频率更低。如果债券持有人仅仅提出和股东一样的主张,那么他们的参与对诉讼几无贡献。债券持有人的损害赔偿可能仅仅反映集团诉讼律师机会主义的“寻租”。

---

[46] 实际上,流动性差的债券甚至可能没有市场价格。See Oded Sarig & Arthur Warga, *Bond Price Data and Bond Market Liquidity*, 24 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 367, 369 (1989) (“流动性差的债券交易不如其他债券频繁,可能不存在在每月末的真实价格。在这些情形下,交易者必须猜测假设活跃市场存在时的价格。”)。

[47] See *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224, 246-47 (1988) (“一旦重大误导性陈述进入客观、发展完善的证券市场,可以推定个人原告信赖市场的正直。”)。

[48] See, e. g., *Coffee*, *supra* note 7, at 328.

[49] See, e. g., *In re Am. Int'l Grp. Sec. Litig.*, 265 F. R. D. 157, 181 (S. D. N. Y. 2010) (认为原告未能证明 AIG 债券“在有效市场中交易”), *vacated and remanded by* 689 F. 3d 229 (2d Cir. 2012)。

[50] See, e. g., *In re HealthSouth Corp. Sec. Litig.*, 261 F. R. D. 616, 639 (N. D. Ala. 2009) (“HealthSouth 债券市场基于所有公开可得信息进行交易,因此符合信息有效性的测试”); *In re DVI, Inc. Sec. Litig.*, 249 F. R. D. 196, 207-08 (E. D. Pa. 2008), *aff'd*, 639 F. 3d 623 (3d Cir. 2011) (“上述讨论的诸多因素使我们推导出 DVI 的高级票据案涉期间在有效市场交易”); *Newby v. Enron Corp. (In re Enron Corp. Sec. Deriv. & “ERISA” Litig.)*, 529 F. Supp. 2d 644, 768 (S. D. Tex. 2006) (“法院认为原告的专家已经初步证明安然的注册债券和优先证券确实在有效的二级市场交易。”)。

### (1) 频率更低, 规模更小

正如此前指出的, 债券持有人可以免受大多数证券欺诈的损害。<sup>[51]</sup> 只有当欺诈威胁企业的偿付能力时, 债券持有人才会受到影响。股东因为证券欺诈遭受损失的频率高于债券持有人, 而且损失金额也大于债券持有人。如果认为损害赔偿是证券集团诉讼的目标之一, 那么股东的损害赔偿多于债券持有人。如果认为阻遏欺诈是证券集团诉讼的目标之一, 那么大部分的阻遏效应也是由股东损害赔偿产生的。

### (2) 与股东拥有相似的利益

由于债券持有人遭受的损失比股东小, 因此, 人们可能认为股东在所有证券集团诉讼中都足以代表债券持有人的利益。在一些情形下, 债券持有人和股东之间的利益是一致的。<sup>[52]</sup> 许多证券欺诈会以相同的方式损害投资者的利益。隐瞒收益剧减的不实陈述会扭曲股东对未来收益的预测, 也会扭曲债券持有人对公司相关信用风险的评估。所有投资者在减少欺诈方面都有相同的利益, 但债券持有人在证券集团诉讼中是否具有不同的利益可能还不明确。如果欺诈对债券持有人的影响与股东相似, 那么, 他们会像股东一样在证券集团诉讼中提出相同的主张。

### (3) 机会主义的损害赔偿

考虑到认为债券持有人损失不频繁及其参与多此一举的观点, 当债券持有人收到部分证券欺诈赔偿金额时可能被认为是机会主义。正

[51] See, e. g., Merritt B. Fox, *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, 109 COLUM. L. REV. 237, 273 (2009) (“债务公开发行引发的承担责任的机会和可能损害都更小, 因为债务支付优先于股权分配。”)。

[52] See, e. g., Barry E. Adler & Marcel Kahan, *The Technology of Creditor Protection*, 161 U. PA. L. REV. 1773, 1777-78 (2013) (“股东和债权人利益在一系列广泛的决定上是一致的, 记住这一点很重要; 股东和债权人都希望公司运营良好, 利润可观”; William W. Bratton, Jr., *Corporate Debt Relationships: Legal Theory in a Time of Restructuring*, 1989 DUKE L. J. 92, 113 (1989) (“投资的概念强调债务和股权的共同特征——债务和股权投资只是在程度上有区别; 它们并非在根本上形式不同的参与方式。”)。对于金融经济学家, 股东和债券持有人仅仅是公司不同的资金来源, 他们对于公司的现金流享有权利。See Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, 52 J. FIN. 737, 737 (1997) (将公司治理定义为确保投资者获得投资收益的措施)。

如此前指出的,债券持有人更可能依据第 11 条更宽松的责任标准——该标准不要求欺诈意图——提起诉讼,因为他们发现达到回溯的要求更容易。<sup>[53]</sup> 当债券发行遇上欺诈性不实陈述时,债券持有人有很强的损害赔偿依据。实际上,发行人通常对于在 SEC 注册文件中存在不实陈述很难提出抗辩。债券发行相对频繁,因此,尽管该发行可能与欺诈计划无关,但仍可能使发行人受到更高责任标准的拘束。债券持有人第 11 条的损害赔偿可能仅仅反映出时间和地点的正确性。

集团诉讼律师有动机代表债券持有人从股东处吸取部分和解金额。债券持有人的损害赔偿可能反映的仅仅是在证券集团诉讼中分割出某一角色的激进尝试。例如,在 WorldCom 案中,一些债券持有人在一名律师的雇用下退出和解,因为该名律师试图成为主导律师但失败了。<sup>[54]</sup> 债券持有人的损害赔偿可能仅仅反映集团诉讼和解过程中产生的寻租斗争。

## 2. 假设二:债券持有人集团诉讼的重要性

尽管债券持有人由于欺诈遭受的损失金额更小、频率更少,但他们在最重大的欺诈中往往会参与损害赔偿。而且,债券持有人并不总是和股东享有同一利益。证券欺诈可能将债券持有人的财富转移给股东。因此,债券持有人可以针对欺诈提出股东不会提出的特有主张。

### (1) 最重大的欺诈

债券持有人参加的集团诉讼可能只有一小部分,但债券持有人集团诉讼通常瞄准社会影响最大的欺诈。其中一些欺诈会涉及大型公众公司的破产。<sup>[55]</sup> 如果证券集团诉讼瞄准的是股票价格的暂时性波动,

---

[53] 参见本文“二、(一)1.”部分。

[54] Coffee, *supra* note 7, at 311.

[55] See James J. Park, *Securities Class Actions and Bankrupt Companies*, 111 MICH. L. REV. 547 (2013). 当债券持有人在涉及证券欺诈的破产中遭受损失时,他们可以通过提起证券集团诉讼挽回部分损失。虽然发行人通常无法偿付任何证券欺诈的损害赔偿,但涵盖董事和高管责任的保险通常不受破产影响,成为损害赔偿的一大来源。See, e. g., Gillman v. Cont'l Airlines (*In re Cont'l Airlines*), 203 F. 3d 203, 216-17 (3d Cir. 2000); La. World Exposition, Inc. v. Fed. Ins. Co. (*In re La. World Exposition, Inc.*), 832 F. 2d 1391, 1400-01 (5th Cir. 1987). 而且,承销商和审计师等不受破产影响的第三方也是潜在的损害赔偿来源。



那么债券持有人将很难主张损害。因此,债券持有人的损害赔偿更不可能体现为妨害健康公司的诉讼和解。

## (2) 债券持有人和股东利益的分野

尽管债券持有人在许多案件中获得超过损害赔偿的金额相对更小,但如果在某些证券欺诈中债券持有人的利益与股东利益不同,那么他们的损害赔偿就不再是多此一举和机会主义的。相反,债券持有人原告可以为证券集团诉讼增加一个新的视角,而该视角在仅有股东原告参与时不会存在。实际上,在某些情形下,证券欺诈的动机可能是推进股东的利益,但债券持有人可能因此受损。

股东利益和债券持有人利益在涉及欺诈时可能产生分野,因为与债券持有人相比,股东通常更希望公司冒更多的风险。因为股东可以获得高风险项目增加的公司价值,而仅仅承担有限的公司债务。<sup>[56]</sup>因此,当公司资产大于负债时,股东对偿还负债后剩余的公司资产享有权利。<sup>[57]</sup>相比之下,债券持有人获得的是利率固定的收益,不享有任何高风险项目的份额,但可能由于项目失败而遭受损失。因此,债券持有人更希望公司避免过度的风险,而股东希望公司承担风险,使收益得到增加。<sup>[58]</sup>

鉴于这些不同的风险偏好,当债券持有人与股东利益冲突时可能存在两种与债券持有人集团诉讼有关的情形。当欺诈与债券发行有关时,欺诈成为直接将价值从债券持有人向股东转移的一种方式。当欺诈与二级市场相关时,可能反映为有利于股东但无益于债券持有人的冒险。

---

[56] See, e. g., John C. Coffee, Jr., *Shareholders Versus Managers: The Strain in the Corporate Web*, 85 MICH. L. REV. 1, 66 (1986) (“作为剩余索取人,股东可以获得所有的积极收益,但因为承担有限责任,他们可以避免除了投入公司资本外的消极损失。”)。

[57] See Fischer Black & Myron Scholes, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, 81 J. POL. ECON. 637, 649-50 (1973) (“实际上,债券持有人拥有公司资产,但他们赋予了股东买回资产的选择权。”)。

[58] See, e. g., Laura Lin, *Shift of Fiduciary Duty upon Corporate Insolvency: Proper Scope of Directors' Duty to Creditors*, 46 VAND. L. REV. 1485, 1491 (1993) (“与股东不同,债权人更喜欢把风险管理到尽可能小,因为如果高风险事业成功,他们没有任何收益,而一旦失败他们会遭受进一步的损失。”)。

### ①债券发行欺诈

当公司向公众销售债券时,证券法要求其必须向依赖其陈述购买债券的投资者作出信息披露。<sup>[59]</sup> 如果这些陈述是虚假的,这一欺诈可以使公司以比没有欺诈时更优惠的条款借入资金。<sup>[60]</sup> 利用这些资金进行的项目预期收益将主要使股东获益。

迈克尔·詹森(Michael Jensen)和威廉·麦克林(William Meckling)教授在他们关于公众公司代理成本的开创性论文中观察到,当公司有两个风险不同的项目时,管理层可能承诺开展低风险项目并且在出售债券时将价格按照开展低风险项目定价,但实际上却开展高风险项目,从而以牺牲债券持有人利益为代价使股东获益。<sup>[61]</sup> 这一欺诈使股东从债券持有人处榨取价值,因为:(1)如果公司披露其将开展风险更高的项目,债券持有人将在考虑额外的违约风险后收取更高的利率(节省的利息转换为更多收益,从而使股东受益);(2)如果高风险项目比低风险项目有更高的预期收益,开展高风险项目将提升公司股价。因此,隐藏项目风险的欺诈有利于偏好风险的股东,而损害厌恶风险的债券持有人。

詹森和麦克林的观点可以一般化到与企业信用风险相关的不实陈述。如果公司的违约风险是50%,而错误地公开披露风险为0,债券持有人要求的价格会比知悉风险为50%要低。如果债券持有人知道真相,债券价格将在考虑违约风险和债券持有人在破产中期望获得赔偿金额之后折价。因此,如果债券持有人期待在破产中挽回投资金额的50%,那么真实的违约风险为50%,这将导致债券价值产生25%的折

---

[59] See 15 U. S. C. § 77g (2012).

[60] Cf. Stephen M. Bainbridge, *Abolishing Veil Piercing*, 26 J. CORP. L. 479, 503 (2001) (“如果股东以某种方式欺骗债权人,使后者相信公司有足够资产覆盖其负债,而债权人由于信赖该不实陈述未要求股东提供个人担保,那么股东最终应当承担责任。”).

[61] See Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 335 (1976); see also Thomas H. Jackson & Anthony T. Kronman, *Secured Financing and Priorities Among Creditors*, 88 YALE L. J. 1143, 1149 (1979) (“由于利率是固定的,因此债务人有动机增加贷款的风险,因为这样他能够以反映低风险的利率获得高风险的贷款,但债权人在贷款时预期的是低风险。”).

价。<sup>[62]</sup> 因而,面值为 100 美元的债券实际价值 75 美元。债券持有人因欺诈遭受的损失是 25 美元,这一金额是股东从债券持有人处榨取的金额,因为股东实质上是以 100 美元向投资者出售了价值 75 美元的债券。

WorldCom 案可以详细阐释,证券欺诈如何以债券持有人为代价使得股东获益。WorldCom 在高度竞争的电信行业运营,高额的资本支出在该行业是必要的。<sup>[63]</sup> 随着行业状况变差,WorldCom 需要额外的资金以继续运营。<sup>[64]</sup> 在两次公开债券发行中,WorldCom 通过出售利率为 8% 的债券募集到 168 亿美元。<sup>[65]</sup> 这些发行的注册文件中包含通过少计费用抬高公司收益的定期报告。<sup>[66]</sup> 通过这种方式,WorldCom 创造了一种印象,即它“成功管理了其他所有竞争者的行业趋势”。<sup>[67]</sup>

如果投资者知悉真相,WorldCom 将必须提高利率,否则无法发行这些债券,而且可能也无法如此成功地筹集数十亿美元支撑运营。如果 WorldCom 成功地利用筹集资金扭转公司局面,那么股东将会比获得固定回报的债券持有人受益更多。事实上,WorldCom 申请了破产,而 WorldCom 的债券持有人见证了他们的投资从二级市场中最高 106 美元的价格跌到了 11 美元。<sup>[68]</sup> 债券发行使得 WorldCom 以债券持有人为代价筹集资金而使股东获益。

## ②二级市场欺诈

证券欺诈可能通过抬高二级市场债券交易价格的方式损害债券持有人利益。而且这样的欺诈通常会抬高所有投资者为证券支付的价格。

[62] 违约风险(0.5)乘以预期破产挽回金额(0.5)等于 0.25。

[63] See Dennis R. Beresford et al., Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Worldcom, Inc. 44 (2003).

[64] WorldCom 此前通过短期商业票据为其日常运营提供资金,但是发现某些时点无法从该市场募集额外资金。First Amended Complaint ¶ 197, In re WorldCom, Inc. Sec. Litig., No. 02 Civ. 3288 (S. D. N. Y. Dec. 1, 2003) [hereinafter WorldCom Compl.].

[65] Id. ¶¶ 199, 218, 220.

[66] Id. ¶¶ 206, 230.

[67] BERESFORD ET AL., supra note 63, at 13.

[68] WorldCom Compl., supra note 64, ¶ 6. 一位有名原告主张损失超过 2800 万美元。Id. ¶ 30.

格,包括债券持有人和股东。但在一些情形下,二级市场欺诈也可能有利于股东,而以债券持有人的利益为代价。例如,当公司冒着额外风险却隐瞒实际情况以维持信用评级时,欺诈可以被理解为从债券持有人向股东的财富转移。

设想这样一个情形,公司希望借钱投资高风险项目但这样可能会损害其评级。再想想,更低的评级会大大降低其经营能力。于是公司实施会计欺诈,将实质上是借款的项目界定为资产出售。通过这样的方式,公司本质上通过不影响信用评级的方式借到了额外的资金。

这一欺诈对股东的好处多于债券持有人。如果高风险项目成功,股东可以获得收益。如果高风险项目失败,股东和债券持有人都会产生损失。只要欺诈的预期收益大于预期损失,股东就会寻求进行欺诈。<sup>[69]</sup> 相比之下,债券持有人在承担预期损失时没有预期收益权衡,因此更希望公司不开展高风险项目。如果没有欺诈,公司将无法承担额外的债务,也无法开展高风险项目,而债券投资者也会安全。

这一欺诈实质上是从债券持有人向股东的财富转移。由于欺诈导致额外风险被吸收,在二级市场依靠公司信用评级购买债券的债券持

---

[69] See, e. g., Lawrence E. Mitchell, *The “Innocent Shareholder” : An Essay on Compensation and Deterrence in Securities Class – Action Lawsuits*, 2009 WIS. L. REV. 243, 290 – 91 [指出股东的无知“将进一步减少,如果人们将股东视为管理利益最大化的主要(如果不是唯一的)受益人集团。他们是唯一法定授权决定公司董事会构成的行动集团,该单一类别的行动者通过他们选择我们社会中最有权力的私人参与者的管理层。”]; James C. Spindler, *Vicarious Liability for Bad Corporate Governance; Are We Wrong About 10b – 5?*, 13 AM. L. & ECON. REV. 359, 378 (2011) (“股东在所有种类的商业交易中与销售员没有什么区别,与低价相比,他们更喜欢高价。如果管理者最大化股东总收益,企业会倾向于实施欺诈”).

有人购买的债券价值实际上低于市场价格。<sup>[70]</sup> 股东收割了欺诈的收益,因为公司可以在更高评级下开展业务,而承担比评级更高的风险。

安然(Enron)是公司为股东冒险而欺诈债券持有人的一个例子。安然是依赖信用评级开展业务的一家能源交易商。<sup>[71]</sup> 如果没有强劲的信用评级,它不可能在没有重大担保的前提下交易。<sup>[72]</sup> 同时,安然激进地投资新业务以提升其股价,并且需要资金去进行投资。如果出售额外的债务,安然的信用评级可能会下降。<sup>[73]</sup> 相反地,安然与控制的众多不同特殊目的实体进行了其界定为销售的交易。事实上,这些

[70] 与二级市场有关的证券欺诈往往直接使出售证券的股东受益。例如,假设发行人披露的信息表明破产的概率为 0,而实际上有 50% 的概率为 50%。基于该虚假披露的股票以 100 美元交易,但如果真相揭露则会以 50 美元交易。二级市场欺诈因此使得每股价格虚高 50 美元。以 100 美元出售股份的股东因而从欺诈中获得每股 50 美元的收益,而以 100 美元每股购买股票的股东面临每股 50 美元的损失。出售债券的债券持有人同样也会从证券欺诈中获得收益,但是他们的收益往往少于出售股票的股东。债券价格的波动小于股票价格,因为即便破产债券持有人也可以期待挽回部分损失。想想债券会如何对上述例子作出反应,即披露的破产风险为 0,而实际上破产风险为 50%。债券在破产风险为 0 时会以票面价格(假设为 100 美元)交易。不同于股票,如果知悉真实的风险,债券不会完全以 50% 打折。市场会考虑到即便破产债券持有人也可以挽回部分投资。假设债券持有人在破产中可以期待挽回 50% 的投资。50% 的机会挽回 50% 的损失意味着市场将以 25% 的折扣交易债券,即没有欺诈情况下债券的交易价格是 75 美元。以 100 美元的虚高价格出售的债券持有人将获得 25 美元的收益,而当破产风险被揭露时,以虚高价格购买的债券持有人将面临 25 美元的损失。在描述的上述例子中,出售股票的股东从二级市场欺诈中每股获利 50 美元(或者投资额的 50%),而出售债券的债券持有人获利 25 美元(或者投资额的 25%)。出售债券的债券持有人和出售股票的股东一样从二级市场欺诈中获利,但我们可以认为出售股票的股东有更大的动机推动发行人实施二级市场欺诈,因为他们从欺诈中获利更多。

[71] See, e. g., William C. Powers, JR. et al., Report of the Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp. 36 (2002) (“将安然的信用评级维持在投资级对其能源交易业务的开展至关重要”).

[72] See Second Interim Report of Neal Batson, Court – Appointed Examiner at 18 – 19, In re Enron Corp., No. 01 – 16034 (Bankr. S. D. N. Y. Jan. 21, 2003).

[73] See, e. g., id. at 15 (指出安然“不愿意出现债务,因为这可能对其信用评级产生负面影响”); John R. Kroger, *Enron, Fraud, and Securities Reform: An Enron Prosecutor’s Perspective*, 76 U. COLO. L. REV. 57, 68 (2005) (“安然需要筹集数十亿美元以覆盖成本,但它必须以不吓倒资本市场和不损害交易业务的方式达到目的。”)。

销售是借款,因为安然最终承担这些特殊目的实体的负债。<sup>[74]</sup> 这些交易使安然得以在资产负债表未增加额外债务的情形下筹集资金。如果投资者知悉真相,安然的债务将达到 221 亿美元,而非其报告的 102 亿美元。<sup>[75]</sup> 安然的信用评级会骤降,从而阻止其为股东开展高风险项目。安然的债券持有人因此受到了损害,因为他们在二级市场支付的债券价格没有反映出安然承担的额外风险。

### 三、债券持有人损害赔偿的证据

本部分基于此前的理论探讨,呈现了债券持有人参与证券集团诉讼的经验证据。基于 1996 年到 2005 年提起的 1660 起证券集团诉讼,<sup>[76]</sup> 本研究发现债券持有人成为越来越多案件不可或缺的一部分。正如重要性假设所预测,债券持有人在规模最大的和解中获得赔偿,并且通常与股东的损害赔偿主张不同。另外,正如非重要性假设预测的那样,债券持有人获得的赔偿金额与股东获得的赔偿金额相比较小。

最初,本研究希望确定债券持有人作为原告的所有起诉状。但这一方法的难点在于许多案件中无法事先确定债券持有人是否是集团的一部分。债券持有人只有在一小部分的案件中被明确认定为原告。此前的一项研究(其期限比本研究数据集的期限多 3 年)发现,在 1996 年到 2008 年提起的证券集团诉讼案件中,只有 24 起中债券

---

[74] See, e. g. , Second Interim Report of Neal Batson, *supra* note 72, at 37 - 38 [“虽然安然在会计上将这些交易视为销售,但安然(i)在不考虑底层资产价值的前提下负有偿还大部分融资的义务,而且(ii)获得底层资产大部分的所有未来价值增长和现金流”].

[75] See *id.* at 3.

[76] 其中部分数据是为了此前研究收集的。See Park, *supra* note 55. 数据集主要汇编自斯坦福证券集团诉讼清算所(Stanford Securities Class Action Clearinghouse)公布的数据,此外补充了来自 PACER、LoPucki 破产研究数据库(LoPucki Bankruptcy Research Database)、Westlaw、Lexis 和网络来源的数据。数据集只包含主要声称发行人或其代理人通过欺诈抬高发行人股票价格的案例。因此,排除了主张与 IPO 中签、投资顾问欺诈、共同基金市场时机和代理人欺诈相关的欺诈案例。

持有人被列为原告。<sup>[77]</sup> 但是, 仅仅计算债券持有人明确作为原告的案例低估了债券持有人作为原告的数量, 因为在一些情形下虽然特定债券持有人没有被列明为原告, 但一些集团分类的定义可能包含债券持有人。

衡量债券持有人参与的最精确方式是搜寻债券持有人获得的损害赔偿。当债券持有人获得赔偿时, 他们毫无疑问也参与到了案件中。<sup>[78]</sup> 债券持有人获得的赔偿金额可以通过各方同意和解后提交给法院的和解通知看出。这些通知明确了债券持有人分配到的和解金额比例。本研究发现债券持有人获得赔偿的案件比债券持有人被列为原告的案件多许多。

表 1 根据提起诉讼的年份总结了债券持有人获得赔偿的案件数量。<sup>[79]</sup> 在数据集的 1660 起案件中, 1152 起以某一金额和解。在 1152 起和解案件中, 64 起涉及债券持有人获得赔偿, 比债券持有人被列为原告的案件数量高出许多。<sup>[80]</sup> 1996 年至 2000 年提起的案件中, 债券持有人获得赔偿的案件数量很少, 在 542 起和解的证券集团诉讼中案件数量平均达到 3%。从 2001 年至 2005 年, 债券持有人获得赔偿的案件数量大幅增加, 在 610 起和解的证券集团诉讼中案件数量平均达到 8%。<sup>[81]</sup>

---

[77] See Billings et al., *supra* note 2, at 45.

[78] 另外, 这一方式不包括债券持有人被列为原告但因为未胜诉而没有获得赔偿的案例。

[79] 换言之, 债券持有人 2003 年获得赔偿指最初在 2003 年提起的证券集团诉讼, 而非 2003 年和解的案件。

[80] 这一数据是保守的数据。64 起债券持有人获得赔偿的案例不包括债券持有人作为原告但没有获得赔偿的案例。而且, 在数据集中, 有 15~20 个案件中可转换债券的债券持有人挽回了损失, 但非可转换债券的投资者没有。这些案件未被划分为债券持有人获得赔偿的案件。虽然技术上而言它们也是债券, 但可转换债券的持有人的利益比典型的债券持有人更接近股东。See, e. g., John C. Coffee, Jr. & Donald E. Schwartz, *The Survival of the Derivative Suit: An Evaluation and a Proposal for Legislative Reform*, 81 COLUM. L. REV. 261, 313 (1981) (指出对于可转换债券: “该证券的主要价值来自其与股权的可转换性。”)。

[81] 这一差异在  $p < 0.01$  时具有统计上的显著性。

表 1 1996 ~ 2005 年数据集内债券持有人获得赔偿的案件数量

年份	证券集团诉讼和解案件数量(起)	债券持有人获得赔偿的案件数量(起)	债券持有人获得赔偿的案件数量/证券集团诉讼和解案件数量(%)
1996	63	2	3.2
1997	105	2	1.9
1998	139	3	2.1
1999	113	4	3.5
2000	122	5	4.1
1996 ~ 2000	542	16	3.0
2001	117	10	8.5
2002	129	15	11.6
2003	106	8	7.5
2004	127	8	6.2
2005	131	7	5.3
2001 ~ 2005	610	48	7.9

债券持有人损害赔偿出现在大多数最大规模的证券集团诉讼和解中,这支持了重要性假设。表 2 列出了数据集内规模最大的 30 起证券集团诉讼和解案件(“金额最大的 30 起和解案件”),并且列明了该案件是否涉及债券持有人获得赔偿。金额最大的 5 起和解案件中 4 起存在债券持有人获得赔偿的情形。金额最大的 10 起和解案件中的 7 起,以及金额最大的 30 起和解中的 19 起也有债券持有人获得赔偿。本文将这 19 起债券持有人和解案件称为“金额最大的债券持有人和解案件”。<sup>[82]</sup>

[82] 尚不清楚债券持有人获得赔偿与证券集团诉讼和解的规模是否存在因果关系。债券持有人获得赔偿可能由于规模大的和解案件更有可能涉及在流动市场交易的大型公司的债券。另外,也许债券持有人获得更多赔偿的可能性由于希望获得赔偿的原告集团更庞大而更高。债券持有人基于第 11 条提起诉讼时,债券持有人可能因为诉讼证明标准更低而面临支付大笔金额的压力。债券持有人获得赔偿与证券集团诉讼规模是否存在因果关系是留待以后解决的问题。



表 2 金额最大的 30 起和解案件(1996 ~ 2005 年)  
(债券持有人获得赔偿的案件已加粗)

发行人名称	起诉年份	总和解金额(约)	债券持有人是否获得赔偿	债券评级是否下调	发行人是否申请破产
<b>Enron Corp.</b>	<b>2001</b>	<b>72 亿美元</b>	<b>是</b>	<b>是</b>	<b>是</b>
<b>WorldCom, Inc.</b>	<b>2002</b>	<b>62 亿美元</b>	<b>是</b>	<b>是</b>	<b>是</b>
<b>Tyco International Ltd.</b>	<b>2002</b>	<b>32 亿美元</b>	<b>是</b>	<b>是</b>	<b>否</b>
Cendant Corp.	1998	32 亿美元	是	否	否
<b>AOL Time Warner, Inc.</b>	<b>2002</b>	<b>27 亿美元</b>	<b>是</b>	<b>否</b>	<b>否</b>
Nortel Networks Corp.	2001	25 亿美元	否	否	否
Royal Ahold Corp.	2003	11 亿美元	否	是	否
<b>American International Group Inc.</b>	<b>2004</b>	<b>10 亿美元</b>	<b>是</b>	<b>是</b>	<b>否</b>
<b>McKesson HBOC, Inc.</b>	<b>1999</b>	<b>10 亿美元</b>	<b>是</b>	<b>否</b>	<b>否</b>
<b>Health – South Corp.</b>	<b>1998</b>	<b>7.78 亿美元</b>	<b>是</b>	<b>是</b>	<b>否</b>
<b>Xerox Corp.</b>	<b>2000</b>	<b>7.5 亿美元</b>	<b>是</b>	<b>是</b>	<b>否</b>
Cardinal Health, Inc.	2004	6 亿美元	否	是	否
<b>Lucent Technologies, Inc.</b>	<b>2000</b>	<b>5.68 亿美元</b>	<b>是</b>	<b>是</b>	<b>否</b>
BankAmerica Corp.	1998	4.9 亿美元	否	否	否
Dynegy, Inc.	2002	4.68 亿美元	否	是	否
Raytheon Company	1999	4.6 亿美元	否	否	否
<b>Adelphia Communications Corp.</b>	<b>2002</b>	<b>4.6 亿美元</b>	<b>是</b>	<b>是</b>	<b>是</b>
<b>Waste Management, Inc.</b>	<b>1999</b>	<b>4.57 亿美元</b>	<b>是</b>	<b>是</b>	<b>否</b>
<b>Qwest Communications International Inc.</b>	<b>2001</b>	<b>4.51 亿美元</b>	<b>是</b>	<b>否</b>	<b>是</b>
Federal Home Loan Mortgage Corp.	2003	4.1 亿美元	否	否	否

续表

发行人名称	起诉年份	总和解金额(约)	债券持有人是否获得赔偿	债券评级是否下调	发行人是否申请破产
<b>Marsh &amp; McLennan Companies, Inc.</b>	<b>2004</b>	<b>4 亿美元</b>	是	是	否
<b>Global Crossing, Ltd.</b>	<b>2002</b>	<b>3.43 亿美元</b>	是	否	是
<b>Rite Aid Corp.</b>	<b>1999</b>	<b>3.34 亿美元</b>	是	是	否
<b>Delphi Corp.</b>	<b>2005</b>	<b>3.33 亿美元</b>	是	是	是
Sunbeam Corp.	1998	3.3 亿美元	否	否	是
<b>Williams Companies, Inc.</b>	<b>2002</b>	<b>3.11 亿美元</b>	是	是	是
<b>General Motors Corp.</b>	<b>2005</b>	<b>3.03 亿美元</b>	是	是	否
Oxford Health Plans, Inc.	1997	3 亿美元	否	否	否
Bristol - Myers Squibb Co.	2002	3 亿美元	否	否	否
<b>El Paso Corp.</b>	<b>2002</b>	<b>2.85 亿美元</b>	是	是	否

对于这些金额最大的和解案件来说,债券持有人获得赔偿主要是由信用评级下降驱动的,即评级机构认为发行人债务违约的风险更大。在金额最大的30起和解案件中,信用评级下调的出现与债券持有人获得赔偿是相关的。金额最大的19起债券持有人和解案件中15起(79%)涉及信用评级下调。<sup>[83]</sup> 在债券持有人未获得赔偿的11起案件中只有3起(27%)涉及信用评级下调。这一差异在1%的水平内具有统计上的显著性。<sup>[84]</sup> 在金额最大的19起债券持有人和解案件中,6起(32%)在证券集团诉讼未决时申请了破产。<sup>[85]</sup> 在债券持有人未获得赔偿的11

[83] 在所有债券持有人获得赔偿的案件中,大约一半案件涉及信用评级下调。见本文附录表 A2。

[84]  $p=0.0086$ 。

[85] 在所有债券持有人获得赔偿的案件中,大约一半案件涉及公司破产。见本文附录表 A2。

起案件中只有 1 起(9%)涉及破产申请。但是这一差异在统计上不具有显著性。<sup>[86]</sup> 在金额最大的 19 起债券持有人和解案件中,只有 2 起既不涉及信用评级下调,也不涉及破产。

与债券持有人具有不同主张的假设一致,在金额最大的 19 起债券持有人和解案件中许多起诉状诉请的行为可能以债券持有人受损为代价而有利于股东。HealthSouth 案的起诉状主张欺诈性债券发行被用于筹集新资本以使 HealthSouth 得以维持。<sup>[87]</sup> General Motors 案的起诉状主张公司通过欺诈发行债券节省了 2.5 亿美元利息。<sup>[88]</sup> Adelphia、Delphi 和 Williams Companies 案中的起诉状都主张所涉欺诈向市场隐瞒了债务。<sup>[89]</sup> 数据集与债券持有人通常依据第 11 条提起诉讼的假设一致。在债券持有人获得部分赔偿的案件中很大部分都是债券持有人通过第 11 条提起的诉讼。如附录表 A1 所示,在金额最大的 19 起债券持有人和解案件中,13 起(68%)为依据第 11 条起诉的涉及债券发行的案件。此外,附录表 A2 表明债券持有人获得赔偿的数据集所有案件中,46.9%的案件涉及第 11 条的诉讼。因此,许多但并非全部债券持有人获得赔偿的案件主张的是债券发行阶段的欺诈。

至于债券持有人获得赔偿的规模,正如非重要性假设预测的,债券持有人获得赔偿的金额通常比股东小,即便许多赔偿金额本身在数量上也很大。确定实际获得赔偿的金额是有挑战的,因为和解通知中并不总

---

[86] p=0.2146。

[87] See Joint Second Amended Consolidated Class Action Complaint for Violations of the Federal Securities Laws [Factual Basis] ¶¶ 12 – 15, In re HealthSouth Corp. Sec. Litig., No. CV – 03 – BE – 1500 – S (N. D. Ala. Jan. 8, 2004).

[88] Third Amended Complaint for Violation of the Federal Securities Laws ¶ 590, In re General Motors Corp. Sec. Litig., No. 06 – md – 1749 (E. D. Mich. Aug. 15, 2006).

[89] See Consolidated Class Action Complaint ¶¶ 42 – 53, In re Delphi Corp. Sec. Litig., No. 1:05 – CV – 2637 (NRB) (S. D. N. Y. Sept. 30, 2005); Consolidated Class Action Complaint ¶ 1, In re Adelphia Comm. Corp. Sec. & Deriv. Litig., No. 03 – MD – 1529 (LMM) (S. D. N. Y. Dec. 22, 2003); Consolidated Amended Complaint ¶¶ 15, 16, 227, In re Williams Sec. Litig., No. 02 – CV – 72 – H(M) (N. D. Okla. Oct. 7, 2002).

是清晰表明债券持有人的实际获赔金额。<sup>[90]</sup> 虽然对于股东获得赔偿的金额,经常会计算每股获得赔偿的金额,但对于债券持有人获得赔偿的情形则并非如此。例如,Xerox 证券集团诉讼中的和解通知载明:“大约有 36 种不同时间发行的 Xerox 债券在诉讼期间逾期,每一种都有不同的潜在损失金额……估算每一单位债券的平均获赔金额没有意义。”<sup>[91]</sup> 然而,在一些情形下,确定和解金额中多少分配给债券持有人是可能的。

在依据第 11 条提起的诉讼中,最容易确定债券持有人获得赔偿的金额。在金额最大的 19 起债券持有人和解案件中,有 6 起明确了依据第 11 条获得赔偿的金额:

在 WorldCom 案集团诉讼中,债券持有人获赔 50 亿美元,<sup>[92]</sup> 平均每 1000 美元债券获得赔偿 400 美元。<sup>[93]</sup>

在 Tyco 案集团诉讼中,债券持有人获得赔偿的金额占 32 亿美元的 8%,即 2.5 亿美元。<sup>[94]</sup>

在 HealthSouth 案集团诉讼中,分配给债券持有人的金额约 2.3 亿美元,<sup>[95]</sup> 即每 1000 美元债券分配到 64 美元赔偿。<sup>[96]</sup>

在 Delphi 案集团诉讼中,3 亿美元和解金额中高达 18% 被分配给

---

[90] 而且,关于和解金额实际分配的信息经常是保密的。See, e. g., Elliott J. Weiss, *The Lead Plaintiff Provisions of the PSLRA After a Decade, or “Look What’s Happened to My Baby”*, 61 VAND. L. REV. 543, 576 (2008) (指出和解管理人不会披露金额分配的信息)。

[91] Notice of Pendency of Class Action and Proposed Settlement, Motion for Attorneys’ Fees and Settlement Fairness Hearing at 2, *Carlson v. Xerox Corp.*, No. 3:00 – CV – 1621 (AWT) (D. Conn. Mar. 27, 2008)。

[92] Notice of Proposed Settlements of Class Action with Settling Defendants and Bar Order Notice at 11, *In re WorldCom, Inc. Sec. Litig.*, Master File No. 02 Civ. 3288 (DLC) (S. D. N. Y. July 1, 2005)。

[93] *Id.* at 2。

[94] Notice of Proposed Settlement, Motion for Attorneys’ Fees and Fairness Hearing at 1 – 2, *In re Tyco Int’l Sec. Litig.*, MDL Docket No. 02 – 1335 – PB (D. N. H. 2006)。

[95] Notice of Pendency of Class Action at 2, *In re HealthSouth Corp. Sec. Litig.*, Master File No. CV – 03 – BE – 1500 – S (N. D. Ala. Apr. 22, 2010)。

[96] *Id.* at 5。

Delphi 的债券持有人,共约 5400 万美元。<sup>[97]</sup>

在 American International Group (AIG) 案集团诉讼中,10 亿美元和解金额中 5% 分配给了债券持有人,共 5000 万美元。<sup>[98]</sup>

在 Adelpia 案集团诉讼中“Adelpia 债务证券的平均获赔金额”是“每[1000 美元]债券 30.52 美元”。<sup>[99]</sup>

附录表 A3 一共总结了数据集内 22 个依据第 11 条起诉的案件中债券持有人获得赔偿的金额。<sup>[100]</sup>

在债券持有人依据第 11 条提起的诉讼中,也有部分主张二级市场欺诈的债券持有人获得部分赔偿。这使得在一些案件中,很难确定获得赔偿的金额如何在第 11 条和 10b-5 规则的主张者之间分配。在金额最大的 19 起债券持有人和解案件中,有 2 起案件的和解金额在依据 10b-5 规则和第 11 条起诉的原告之间分配:

在 WorldCom 案集团诉讼中,10 亿美元“在 WorldCom 股票购买者和其他在诉讼期间之前已经在公开市场存在的债券购买者之间分配”。<sup>[101]</sup>

在安然案集团诉讼中,获赔金额总计达 70 亿美元,法院“将其纳入一个和解金额的池子,而非纳入不同的池子并且按主张的诉讼类别[第 10(b)条或第 11 条]分配”。<sup>[102]</sup> 依据第 11 条起诉的债券持有人有权获

---

[97] Notice of Proposed Settlement with Certain Defendants, Motion for Attorneys' Fees and Reimbursement Hearing at 2, In re Delphi Corp. Sec., Deriv. & "ERISA" Litig., MDL No. 1725 (E. D. Mich. 2007).

[98] See, e. g., Notice of Proposed Settlement, Motion for Attorneys' Fees and Expenses Award and Fairness Hearing at 1, In re Am. Int'l Group, Inc. Sec. Litig., Master File No. 04 Civ. 8141 (DAB) (AJP) (S. D. N. Y. Oct. 14, 2011).

[99] Notice of Pendency and Proposed Partial Settlements of Class Action at 2, In re Adelpia Comm. Corp. Sec. and Deriv. Litig., No. 03 - MD - 1529 (LMM) (S. D. N. Y. 2006).

[100] 在这些和解案件中(除了金额最大的 19 起债券持有人和解案件之外),最重大的是 Conseco 和解案,债券持有人获赔 8.1 亿美元。在 Refco 和解案中,债券持有人获赔了每 1000 美元债券中的 221.09 美元。

[101] Notice of Proposed Settlements of Class Action with Settling Defendants and Bar Order Notice, supra note 92.

[102] Conclusions of Law, Findings of Fact, and Order Re Final Approval of Plan of Allocation at 13, In re Enron Corp. Sec., Deriv. & "ERISA" Litig., MDL - 1446 (S. D. Tex. Sept. 8, 2008).

赔按照 10b-5 方式测算的损失金额或者按照第 11 条测算的损失金额的 3 倍。<sup>[103]</sup>

在仅仅依据 10b-5 规则提起的诉讼中,没有很多可以确定债券持有人获得赔偿的案件。在金额最大的 19 起债券持有人和解案件中,有 3 起可以确定债券持有人因二级市场欺诈获得赔偿:

在 Waste Management 案集团诉讼中,4570 万美元和解金额中大约 1020 万美元分配给了债券持有人。<sup>[104]</sup>

在 Lucent 案集团诉讼中,6 亿美元和解金额中大约 375 万美元分配给了债券持有人。<sup>[105]</sup> 债券持有人还在主张普通法诉请的相关诉讼和解中额外获得 460 万美元。<sup>[106]</sup>

在 Global Crossing 案集团诉讼中,债券持有人平均每 1000 美元的债券获赔约 13 美元。

如附录表 A4 所示,数据集内 15 个案件可以确定依据 10b-5 规则和解的金额。

债券持有人获得赔偿的金额在大多数案件中相对较小,这为债券持有人集团诉讼并不重要的观点提供了一些支持。但是,总和解金额较小不意味着每个债券持有人的获赔金额也小。因为与股票相比,债券往往集中在更小一部分投资者的手中,<sup>[107]</sup>即便总和解金额较小,但每位债券持有人平均获赔金额可能很大。<sup>[108]</sup> 而且,因为债券损失通常比股票损

---

[103] Id. at 14 n. 12.

[104] Notice of Proposed Class Action Settlement, Right to Exclusion, and Hearing at 1, In re Waste Mgmt., Inc. Sec. Litig., Master File No. H-99-2183 (MH) (S. D. Tex. 2002).

[105] Notice of Pendency of Class Action, Settlement, and Hearing Thereon at 5, Balaban v. Schacht, Civil Action No. 02-4805 (D. N. J. 2003).

[106] Id. at 3.

[107] See Marcel Kahan, *The Qualified Case Against Mandatory Terms in Bonds*, 89 NW. U. L. REV. 565, 584 (1995). 即便在股东诉讼中,损失也往往集中在最大的一些投资者。See Elliott J. Weiss & John S. Beckerman, *Let the Money Do the Monitoring: How Institutional Investors Can Reduce Agency Costs in Securities Class Actions*, 104 YALE L. J. 2053, 2056 (1995).

[108] Cf. James D. Cox & Randall S. Thomas, *Leaving Money on the Table: Do Institutional Investors Fail To File Claims in Securities Class Actions?*, 80 WASH. U. L. Q. 855, 878 (2002) (指出索赔的投资者越多时,平均挽回损失的金额会越低。).

失更小,即便获得赔偿的金额较小,债券持有人的大部分损失也可能已经得到补偿。

债券持有人还可能继续从证券集团诉讼中获得赔偿。传统的证券集团诉讼仅代表股东提出主张。在数据集的早些年份中,原告很少代表股东以外的投资者提起诉讼。在 2002 年之后发生了重大转向,原告寻求代表所有公开交易证券的投资者,这一更广的集团也包括债券持有人。表 3 呈现了代表所有公开交易证券的范围更广的集团提起集团诉讼的数量。在 1996 年仅有 7 份起诉状主张所有公开交易证券作为一个集团,到 2003 年所有起诉状中接近一半都提出了这一主张。

**表 3 证券集团包含“所有公开交易证券”购买者的  
案例数量(1996~2005 年)**

年份	证券集团 诉讼数量(起)	“所有公开交易证券 购买者”案例数量(起)	“所有公开交易证券 购买者”案例数量占比(%)
1996	84	7	8.3
1997	139	13	3.3
1998	198	16	8.0
1999	173	24	13.9
2000	184	36	19.6
2001	156	45	28.8
2002	188	55	29.3
2003	164	80	48.8
2004	187	104	55.6
2005	187	75	40.1
合计	1660	455	27.4

表 1 和表 3 共同证明,随着更多起诉状主张作为“所有公开交易证券”的集团,债券持有人获得赔偿的金额也在增加。认定范围更广的集团可能是由于特别成功的债券持有人起诉案例,如代表 WorldCom 投资者的集团诉讼。而且,原告律师也在警惕债券持有人退出集团单独聘请律师的可能性。集团诉讼的律师可能通过寻求包含债券持有人在内的

范围更广的集团认定来回应这个问题。同时,单凭主张范围更广的集团的起诉状增加无法完全解释债券持有人的和解。最近证券欺诈的严重性也创造了债券持有人获赔金额增加的必要条件。

数据集表明债券持有人日益通过证券集团诉讼获得赔偿。正如理论所预测的,债券持有人的获赔金额往往比股东少,但在大型和解案中的获赔金额却不成比例。信用评级下调似乎是驱动债券持有人获赔的动力。

#### 四、债券持有人集团诉讼与证券欺诈

债券持有人获赔的增长反映了证券欺诈性质的改变。第(一)节描述了欺诈的演进。早期,典型的证券欺诈涉及仅影响股东的股票市场波动。最近,重大证券集团诉讼涉及的损失已经如此之大,影响了包括债券持有人在内的公司利益相关者。第(二)节解释了债券持有人集团诉讼是对证券欺诈性质变化的一种回应。债券持有人获赔金额的增长表明证券欺诈和针对该欺诈的集团诉讼在性质上并非静止的。证券欺诈和证券集团诉讼都在演进。

##### (一) 证券欺诈的演进

对证券欺诈的概念进行界定的部分难点在于其没有固定的本质。禁止欺诈的范围被故意设定的很大,涉及非常广泛的行为。在某些时期,被针对的行为对社会的危害比其他时期要小。2001年到2005年,债券持有人获赔金额的大涨与证券欺诈的性质和此前年份相比发生重大改变是一致的。

对证券集团诉讼的早期研究集中在新兴科技公司。例如,珍妮特·库珀·亚历山大(Janet Cooper Alexander)教授在1991年的研讨文章中评估了证券集团诉讼的是非曲直,着眼的是小规模样本的“电脑和电脑相关公司在1983年上半年的首次公开发行(IPO)”<sup>[109]</sup>。这些发行的问

---

[109] Janet Cooper Alexander, *Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Actions*, 43 STAN. L. REV. 497, 507 (1991).



题在于公司发起人可能向投资者夸大公司的前景。<sup>[110]</sup> 另外,投资于新兴创业公司一般都是高风险的,投资者应当意识到这些风险。新兴公司的投资者主张欺诈的诉请可能更像是挽回投机性投资损失的自我尝试。

另一种类型的早期证券欺诈瞄准的是未能达到收益预测的公司。股票市场可能不遗余力地关注公司是否达到季度指标。当公司未达到其预测时,股价就会大跌,一些投资者可能起诉称这些预测是在明知虚假的情况下作出的。<sup>[111]</sup> 这一观点的问题在于预测本身就是推测性的,未达到预测通常反映的只是预测未来的困难性。如果不正确的预测经常触发证券集团诉讼,那么公司就会停止这些预测,从而阻断可能对投资者有用的信息。因此,议会在 1995 年《私人证券诉讼改革法案》(PSLRA)中豁免了预测的证券欺诈责任。<sup>[112]</sup>

在 PSLRA 通过之后,人们的注意力转移到了与收益有关的会计问题。在 SEC 的严格核查下,<sup>[113]</sup> 数十家公司承认会计造假并且重述了收益。<sup>[114]</sup> 收益的不实陈述可能导致依赖会计报表进行证券估值的投资者产生重大错误。至少在最初,这些收益重述相对较小,因而没有影响到债券持有人。

此后,重大的收益重述与大型公众公司的倒闭联系在了一起。在 21 世纪早期,如安然和 WorldCom 等公司在重大会计欺诈后都申请了破产。除了这两个案件外,还有其他许多证券欺诈案件的影响超出了股东

[110] Paul G. Mahoney, *Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems*, 62 U. CHI. L. REV. 1047, 1057-59 (1995).

[111] See, e. g., H. R. REP. NO. 104-369, at 43 (1995) (“如果公司未能达到其宣布的收益预测——也许因为经济变化、政策时机或者新的产品——那么公司可能会面临诉讼。”)。

[112] See 15 U. S. C. § 77z-2, 78u-5 (2012).

[113] 这一问题在 SEC 主席阿瑟·莱维特 (Arthur Levitt) 1998 年一篇名为 “*The Numbers Game*” 的演讲中重点提及。Arthur Levitt, Chairman, Sec. & Exch. Comm’n, *The Numbers Game* (Sept. 28, 1998), available at <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt>.

[114] U. S. Gov’t Accountability Office, *Financial Restatements Update of Public Company Trends, Market Impacts, and Regulatory Enforcement Activities* 11 (2006) (“宣布进行了会计重述的年度报告数量总体增加,从 2002 年的 314 份增加到了 2005 年的 523 份……增加了大约 67%……而从 1997 年的 92 份到 2005 年的 523 份将近增长 5 倍。”)。

范围,影响了包括债券持有人在内的利益相关者。

在某些时候,证券欺诈的呼声就像是投资者吃到酸葡萄的抱怨。因为股价往往是波动的,如果市场重新评估公司的前景,投资者应当意识到损失的可能性。而在另一些时候,欺诈更加严重,涉及导致公司前景永久衰退的不实陈述。

## (二) 证券集团诉讼的演进

正如证券欺诈随着时间演变,针对这些欺诈的证券集团诉讼也是如此。诉因也随着新的环境变化。证券集团诉讼在某些时期看起来没有太多实体依据,但是在其他时期它们解决了许多重大的欺诈问题。随着债券持有人集团诉讼的发展,第 11 条作为典型诉因已经发生了重大变化。10b-5 规则作为诉因也可能发生演进。

### 1. 第 11 条和债券持有人集团诉讼

当债券持有人基于第 11 条提前诉讼时,他们提出的担忧不同于传统股东诉讼中因为 IPO 产生的问题。目前依据第 11 条提起的最重大诉讼都是代表债券持有人而非股东,这是一个重大的转变。

第 11 条诉讼最初集中于初创公司的 IPO。1933 年《证券法》针对的是为价值存疑的新公司募集资金的不诚实发起人。<sup>[115]</sup> 第 11 条的主要担忧是它会增加公开发行的成本。<sup>[116]</sup> 当第 11 条制定时,就有人担心对责任承担的恐惧可能使得通过发行股票募集资金变得昂贵。<sup>[117]</sup> 正如早前指出的,对证券集团诉讼的批评指向于利用第 11 条针对投机性科技公司。第 11 条最近已经被描述为一个看跌期权,它为投资者提供新发行证券价格下跌后的昂贵保险,<sup>[118]</sup> 可能提高寻求通过公开市场筹集资

---

[115] Mahoney, *supra* note 110, at 1068 - 69.

[116] See, e. g., James Bohn & Stephen Choi, *Fraud in the New - Issues Market: Empirical Evidence on Securities Class Actions*, 144 U. PA. L. REV. 903, 908 (1996) (“对于初次上市的公司而言,诉讼成本是非常麻烦的。”).

[117] See Michael P. Dooley, *The Effects of Civil Liability on Investment Banking and the New Issues Market*, 58 VA. L. REV. 776, 776 (1972).

[118] See James C. Spindler, *IPO Liability and Entrepreneurial Response*, 155 U. PA. L. REV. 1187, 1190 (2007) (“因为股东购买的不仅仅是企业的股权,还是一个可以在环境不好时行权的‘看跌期权’,所以股东为股票兼期权付出比仅有股票的价格更高。”).

金的创新公司的筹资成本。<sup>[119]</sup>

债券持有人集团诉讼在不同的背景下引入了第 11 条诉讼,即已上市公司向投资者出售债券的情形。受到大型公众公司欺诈的债券持有人日益通过第 11 条起诉。正如早前指出,在金额最大的 19 起债券持有人和解案件中,有 13 起都是债券发行引起的第 11 条诉讼,这意味着在金额最大的 30 起和解案件中接近一半涉及已上市发行人欺诈发行债券。远不止于监管股票的初次发行,第 11 条还被用于针对公司上市多年后的欺诈。

欺诈性债券出售把价值从债券持有人转移到股东,而债券持有人提起第 11 条诉讼是针对该行为的救济方式之一。如果其债券出售伴随着隐瞒表明公司重大偿付风险的不实陈述,在资本市场筹集资金的公司会面临责任。如果没有欺诈,债券持有人在投资发行的债券时会收取更多的费用,股东也无法从更低的债务成本中获益。债券持有人的损害赔偿可以被理解为财富从股东处回到债券持有人处。远不止于保护投资于高风险 IPO 的股东,第 11 条还在保持知名公司诚实出售债券上发挥了作用。

正如此前指出的,由于债券发行的频率,债券持有人比股东更容易适用第 11 条的相对宽松的责任标准。当债券发行与欺诈同时出现时,债券持有人索赔不必证明明知的要素,这提高了依据更低的责任标准获得赔偿的可能性。如果债券持有人依据第 11 条提起的诉讼仅仅反映了欺诈期间发行债券的巧合,那么事情就变得麻烦。但是有证据证明,债券持有人要求损害赔偿不仅仅是由于债券发行的存在而驱动。尽管样本数量较少,在依据第 11 条提起的金额最大的 13 起债券持有人和解案件中,11 起也涉及信用评级下调,这表明外部事件的存在对债券持有人的特有损害,因此可以部分确信在集团诉讼所涉期间发行债券是债券持有人获赔的必要但不充分条件。

---

[119] 承认这一观点很重要,即在原告可以提起的两种证券集团诉讼中,第 11 条诉讼是争议更少的。因为第 11 条限于特定的情形,即公司向投资者出售证券,这种情形下利用或滥用第 11 条的机会更少。而且,不同于二级市场交易中发行人并未交易,发行人直接出售时直接从欺诈中获利,而使投资者受损。因此,在对证券集团诉讼的批评中一般认为第 11 条并没有 10b-5 规则那么多的争议。See, e. g., John C. Coffee, Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 COLUM. L. REV. 1534, 1556-57 (2006).

正如许多评论者观察到的,涉及已上市发行人的第 11 条诉讼还有一个特别的担忧涉及第三方责任,如承销商。<sup>[120]</sup> 与花费数月准备证券发行的新公司相比,证券法允许已上市发行人通过储架发行(*shelf offering*)的方式在数日内完成发行。<sup>[121]</sup> 不同于 IPO 的广泛披露,这样发行的披露仅仅包括此前向 SEC 提交的定期披露。<sup>[122]</sup> 对于储架发行,面临第 11 条责任的承销商没有像 IPO 一样的较多时间可以开展尽职调查。<sup>[123]</sup> 因为债券持有人提起的第 11 条诉讼通常涉及这样的已上市公司,因此它们对承销商施加了承担过重责任的风险。<sup>[124]</sup>

数据集表明,在债券持有人提起的第 11 条诉讼中,承销商在部分案件而非全部案件中承担责任。在依据第 11 条提起的金额最大的 13 起债券持有人和解案件中,承销商在其中 5 起案件中分担了责任。<sup>[125]</sup> 这些案件包括臭名昭著的安然案、WorldCom 案、HealthSouth 案、Adelphia

---

[120] See, e. g., John C. Coffee, Jr., *Re - Engineering Corporate Disclosure: The Coming Debate over Company Registration*, 52 WASH. & LEE L. REV. 1143, 1168 - 71 (1995); Merritt B. Fox, *Shelf Registration, Integrated Disclosure, and Underwriter Due Diligence: An Economic Analysis*, 70 VA. L. REV. 1005, 1025 - 32 (1984); Donald C. Langevoort, *Deconstructing Section 11: Public Offering Liability in a Continuous Disclosure Environment*, 63 LAW & CONTEMP. PROBS. 45, 62 (2000).

[121] 对于整合披露和储架注册背后的政策原因讨论, See Barbara Ann Banoff, *Regulatory Subsidies, Efficient Markets, and Shelf Registration: An Analysis of Rule 415*, 70 VA. L. REV. 135 (1984).

[122] 实际上,投资者主要依赖信用评级和债券特征而非广泛地评估发行人的信息披露。 See, e. g., Committee on Federal Regulation of Securities, *Report of Task Force on Sellers' Due Diligence and Similar Defenses Under the Federal Securities Laws*, 48 BUS. LAW 1185, 1233 (1993) (“与 415 储架规则相关的债务证券……出售给机构投资者是基于评级、名称和收益。”)。

[123] See, e. g., Coffee, *supra* note 120, at 1168 [“在压缩的时间内,承销商无法如同 1933 年《证券法》第 11 条和第 12(a) 条规定的民事责任‘尽职’调查抗辩那样进行同样的‘尽职’调查”]; Fox, *supra* note 120, at 1006 (“对 415 规则的一项重要批评是这样的速度和灵活性阻碍了承销商开展‘尽职’调查的能力,而这是对于包含在注册文件中信息准确性的法定调查”); Langevoort, *supra* note 120, at 62 (“在决定发行、选择承销商、通知承销商和出售决定之间,可能没有时间做出严肃的尽职调查”)。

[124] 在 WorldCom 案中,承销商提出尽职抗辩,法院判决承销商遵守高标准,要求他们跟进示警,而非仅仅是仓促调查。 See *In re WorldCom Sec. Litig.*, 346 F. Supp. 2d 628, 685 (S. D. N. Y. 2004)。

[125] 见本文附录表 A1。

案和 Global Crossing 案。除了 HealthSouth 案外,这些其他公司都申请了破产。<sup>[126]</sup> 在其余 8 起案件中,虽然存在债券发行和第 11 条诉讼,但承销商并没有在和解案件中承担责任。这些公司中只有 2 个,即 Delphi 和 the William Companies 申请了破产。<sup>[127]</sup>

解决储架发行中承销商责任公平性的问题超出了本文的范围。但是,数据支持了这一观点,即只有在发行与极大改变市场对公众公司偿付能力的重大欺诈相关时,债券持有人才会倾向于在第 11 条诉讼中提出重大金额的赔偿。承销商并没有仅仅因为债券发行正好与误导性披露同时存在而被认定承担责任。虽然在某些情形下要求承销商对公司失败承担责任不公平,但在另一些情形下承销商应当为没有发现最重大的欺诈而承担责任。

债券持有人依据第 11 条提起的诉讼阐释了证券欺诈成文法如何随着时间演变。第 11 条的立法起草者是否预料到该条会被投资者频繁用于在与最大的公众公司相关的欺诈中索赔,恐怕不无疑问。在安然和 WorldCom 倒闭前仅仅几年,对涉及 IPO 第 11 条诉讼进行的最广泛和精细的研究认为大多数诉讼都没有依据。<sup>[128]</sup> 虽然围绕证券集团诉讼存在争议,但是很少有评论者否认 21 世纪早期的大量案件针对的是真正的欺诈。最后,债券持有人依据第 11 条提起的新诉讼不同于传统上股东依据第 11 条提起的诉讼。证券集团诉讼随着时间在演变,因此对证券集团诉讼的改革也应当考虑这样的可能性,即在某一时期看似浪费的救济措施可能在另一时期变得有用。

## 2. 10b-5 规则和债券持有人集团诉讼

债券持有人集团诉讼可能为针对二级市场欺诈提起的 10b-5 诉讼增加另一个维度。当欺诈影响投资者购买二级市场更老的债券时,投资者将无法达到第 11 条诉讼要求的 1 年诉讼时效要求。<sup>[129]</sup> 当债券持有人购买债券时的欺诈隐瞒了信用风险时,这些债券持有人可以利用

[126] 见本文表 2。

[127] See id.

[128] Bohn & Choi, *supra* note 116, at 979 (“本文的实证结果表明大多数证券欺诈集团诉讼实际上是很轻率的。”)。

[129] 15 U. S. C. § 77(k) (2012).

10b-5规则索赔。10b-5规则下的索赔往往比第11条的诉讼索赔金额小,但是随着债券持有人集团诉讼的兴起,10b-5规则下的索赔中可能会有越来越多的部分属于债券持有人。

欺诈市场理论因为导致股东之间无用的财富转移而被批评。这一批评的主要版本是10b-5诉讼是将损失从股东转嫁给他们自己的循环转移。<sup>[130]</sup>换句话说,当股东在二级市场遭遇欺诈时,任何从公司收入中获得的赔偿或者由股东出资的保险都会降低股东的收益。虽然这样的转移不比股利差,<sup>[131]</sup>但股东赔偿的循环降低了证券集团诉讼的损失分担功能。<sup>[132]</sup>

---

[130] See, e. g., James D. Cox, *Making Securities Fraud Class Actions Virtuous*, 39 ARIZ. L. REV. 497, 509 (1997) (“证券集团诉讼和解的一个循环问题是……被告将不得不提供部分自己的和解获赔金额,虽然是间接的。”); Donald C. Langevoort, *Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*, 38 ARIZ. L. REV. 639, 649 (1996) (“发行支付的金钱本质上来自于公司股东……”).

[131] James J. Park, *Shareholder Compensation as Dividend*, 108 MICH. L. REV. 323, 325 (2009).

[132] 第二种版本的循环问题认为因为大多数投资者是多元化投资的,他们作为受害者的同时也可能是证券欺诈的受益者。See, e. g., Amanda Rose & Richard Squire, *Intraportfolio Litigation*, 105 NW. U. L. REV. 1679, 1688 (2011) (“多元化的投资者在股票市场买入和卖出股票……并且如同可能被股价虚高损害一样可能因为欺诈而受益,而这些收益和损失可能随着时间抵消。”)。虽然以虚高价格购买证券的投资者因交易而损失,但以虚高价格出售的投资者从交易中受益。随着时间发展,投资组合多元化的投资者不会因欺诈市场而受到重大损失。更具体而言,如果投资者拥有两只股票的投资组合——股票A和股票B。假设投资者以5美元一股购买股票A,最后股票A因欺诈价格虚高,仅仅价值4美元一股。该交易导致投资者因证券欺诈遭受1美元的损失。在不同的交易中,投资者以5美元一股卖出股票B,而现实中股票B由于欺诈价格虚高,仅仅价值4美元一股。该交易导致投资者由于欺诈获得亿美元的收益。假设投资者的投资组合中只有两只股票,因为欺诈获得的收益正好与损失相抵。在一些情形下,循环一多元化的观点也可以像股东一样适用于债券持有人。即使在一些交易中受损,债券持有人也可能在另一些交易中因为证券欺诈获益。但是有理由相信在最大的欺诈中,循环一多元化的观点更不可能保护投资者免受欺诈的损害。因为债券持有人的投资变好的机会更小,债券持有人投资组合中的重大损失被重大收益抵消更为困难。另一个具体的例子阐述了这一观点。假设债券持有人拥有两只债券——债券A和债券B。债券持有人以100美元的票面价值投资了债券A,但最终债券A因欺诈价格虚高,仅仅价值75美元。该交易导致投资者因证券欺诈遭受25美元的损失。为了抵消这一损失,债券持有人的投资组合中必须有价格虚高25美元的债券可以出售交易。对于以票面价值购买债券的保守投资者而言,这样的交易是不可能的,因为债券不参与收益增长因而正收益有限。相比之下,由于股市更大的波动性,投资者的投资组合中拥有价格非常虚高的股票的可能性更大。

相比之下,成功的债券持有人集团诉讼导致的是财富从股东向债券持有人的非循环式转移。当债券持有人根据 10b-5 规则从发行人处获得损害赔偿时,支付的金钱本质上来自股东。债券持有人获得的任何直接来自公司的损害赔偿都是减少股东收益的费用。或者,来自保险支付的金钱本质上也是由不同时期的股东出资的。

债券持有人因欺诈获得的赔偿具有吸引力,不仅仅是因为它避免了循环问题,还因为股东往往从证券欺诈中获得比债券持有人更多的收益,这在此前已经指出。股东为了一旦成功将使自己获益的风险而补偿自己,这样的循环式转移显得尤为不必要。另外,为债券持有人不希望冒的风险作出赔偿,与赔偿的公正政策更为一致。

大多数重大的债券持有人损害赔偿发生在债券发行的场景下,但是债券持有人有时确实因为二级市场欺诈索赔。实际上,半数以上的债券持有人索赔仅仅涉及 10b-5 规则诉讼。即使当第 11 条的诉讼也被提起,起诉状中也会主张 10b-5 规则的诉讼。例如,正如此前指出的,在安然和 WorldCom 案中,债券持有人依据第 11 条索赔,但一大部分损害赔偿最终归于在二级市场购买了债券的债券持有人。<sup>[133]</sup>

债券持有人可以通过许多方式保护自己免受二级市场欺诈的影响,但这些保护无法消除救济的必要性。首先,和股东一样,债券持有人可以多元化投资,这意味着其投资组合的更小部分可能暴露在欺诈损失下。<sup>[134]</sup> 但是,即便投资多元化,持有的某个发行人的债券规模仍然可能特别大,<sup>[135]</sup> 这意

---

[133] 见本文第三部分。

[134] See, e. g., Amihud et al., *supra* note 23, at 461 (“因此投资者可以通过多元化避免与单家公司债券相关的特定公司或者特质的风险。”)。投资者可能会跨越资产类别进行多元化投资,这意味着他们不仅仅持有债券,还持有股票。从投资组合中一部分的收益可以抵销另一部分的损失。

[135] 债券交易的规模通常比股票交易要更大的多。In *re HealthSouth Corp. Sec. Litig.*, 261 F. R. D. 616, 632 (N. D. Ala. 2009) (“但是,当债券交易时,交易规模至少是通常股票交易的 50 倍。”)。大多数债券由机构投资者持有。See, e. g., Schultz, *supra* note 45 (“公司债券市场主要是机构投资者市场。”)。因此,“任何特定发行的债券的持有往往都高度集中,也就是说,数量相对少的投资者通常拥有单次发行的很大一部分债券”。See Kahan, *supra* note 107, at 584; see also Schultz, *supra* note 45, at 679 (“导致缺乏交易量的另一个原因是机构以足够大的数量购买债券,即使是最大的发行可能只能容纳 200 个或者更少的机构。”)。

意味着即使多元化投资,债券持有人也可能因为欺诈面临较大的损失。其次,债券持有人可以通过对冲保护自己。投资者可以进行信用违约互换,使其为债券违约导致的损失保险。<sup>[136]</sup> 对冲投资债券回报的最大成本就是对冲的价格。如果证券欺诈被阻遏,投资者可以花费更少的成本对冲欺诈风险。

保护债券投资者免受二级市场欺诈可能被以这样的理由批评,即这样做主要保护投机者而非长期投资者。<sup>[137]</sup> 试想由于担心公司偿付能力,公司债券的价格从1000美元下跌到800美元。一位投机者以800美元价格购买股票,打赌公司会赔偿。随后,市场意识到公司没有披露更为糟糕的事实,当事实被揭露时,债券价格大跌至500美元。该投机者是否应当被允许根据10b-5的证券欺诈规则提起索赔?一方面,提供这样的救济激励了知道自己在冒着巨大风险的投机者。另一方面,该救济的可得性为投机者在二级市场购买债券提供了更强的动机,这有利于想要从波动的投资中退出的债券持有人。尤其是随着债券市场变得更加有效,<sup>[138]</sup> 10b-5规则的救济可以为依赖市场价格的投资者提供最小限度的保障,增加市场的流动性。

债券持有人因为二级市场欺诈,依据10b-5规则提起集团诉讼在针对类似股东集团诉讼的批评面前并不脆弱。债券持有人诉求的损害赔偿金额虽然相对较小,但随着债券市场流动性增加以及债券持有人持续提起诉讼,这些诉请的金额会增加。

---

[136] See, e. g. , Longstaff et al. , *supra* note 12, at 2216 (“信用衍生品是与特定企业或者主权实体可信用度相关的要求支付的不确定请求。”); Partnoy, *supra* note 22, at 678.

[137] 债券持有人在交易数量方面具有差异。See, e. g. , Sugato Chakravarty, Asani Sarkar, *Trading Costs in Three U. S. Bond Markets*, 13 J. FIXED INCOME 39, 40-41 (2003) (指出保险公司往往是“购买并持有”的债券投资者,而退休基金和对冲基金“普遍被认为交易更频繁”).

[138] 未来债券市场可能变得更加有效。人们正在努力创造新的债券交易平台。See Serena Ng & Kirsten Grind, *Firms in Talks on Bond Trading*, WALL ST. J. , June 14, 2012, at C1.



## 五、债券持有人集团诉讼和公司治理

债券持有人通常不能在州公司法下针对董事和高级管理人员提起诉讼,但是通过债券持有人集团诉讼,当管理层为了股东利益秘密冒着过度的风险时,他们并非完全没有途径。随着债券持有人日益通过证券集团诉讼获得赔偿,认为债券持有人利益在公司治理中没有地位的主流观点将得到修正。第(一)节描述了州公司法下缺乏债券持有人权利的规定。第(二)节检视了证券集团诉讼如何解决公司治理问题。第(三)节认为债券持有人集团诉讼解决了特定的治理问题,即为了股东利益过度冒险而影响公司利益相关者的担忧。

### (一) 公司法下缺乏债券持有人权利的规定

公司法中,股东和债券持有人的重要区别在于股东受到信义义务保护,并通过派生诉讼实施,而债券持有人却没有这样的保护。<sup>[139]</sup> 区分对待股东和债券持有人的基本理由是股东本质上是公司的所有者,<sup>[140]</sup> 而债券持有人是外部债权人,只能远远地与公司打交道。信义义务由董事、高管和股东之间的特殊关系所触发,<sup>[141]</sup> 因为董事由股东任命并为他们的利益服务。相比之下,债券持有人没有投票权,与公司管理层之间也不存在信义关系。因此,债券投资者对能够清偿债务的公司提起派生

---

[139] See *N. Am. Catholic Educ. Programming Found. v. Gheewalla*, 930 A. 2d 92, 101 (Del. 2007) (“当公司无法清偿债务时,这些[信义]义务可能通过股东实现,他们有权代表公司提起派生诉讼,因为他们是公司成长和价值增长的最终受益者。”)。

[140] See, e. g., *Brooks v. Weiser*, 57 F. R. D. 491, 494 (S. D. N. Y. 1972) (“尽管派生诉讼已经被一代又一代人提起,但很少有人讨论到这一事实反映了一个明显的观点,即派生起诉的权利是所有权的属性之一,其理论上的正当性在于,诉讼中的原告要求赔偿的是公司的损失,而因为原告是共有人,这也是属于他的损失。”)。

[141] e. g., *Malone v. Brincat*, 722 A. 2d 5, 9 (Del. 1998) (指出董事有“为了股东所有者的利益管理公司业务的法律责任”)。

诉讼的尝试大体上都失败了,<sup>[142]</sup> 因为法院认为债券持有人的权利仅限于与公司发行人协商的契约条款。<sup>[143]</sup>

传统上关注股东权利的一大缺点在于,当利益相关者的利益与股东冲突时,前者的利益不会被考虑在内,而前者对公司运行十分重要。公司法学者已经经常观察到股东和债券持有人的目标可能分化。<sup>[144]</sup> 寻求最大化股东财富的公司管理者可能以损害债券持有人利益的方式来实现在这一目的。因此,一些学者认为公司法的信义义务应当延伸至债券持有人,这大多是回应 20 世纪 80 年代发行额外债券用于收购融资,增加了

---

[142] See, e. g., *Harff v. Kerkorian*, 347 A. 2d 133, 134 (Del. 1975) (*percuriam*) (支持了一份判决,该判决认为“债券持有人在特拉华州法律下缺乏派生起诉的权利,因为他们不是‘股东’”); *Brooks v. Weiser*, 57 F. R. D. 491, 494 (S. D. N. Y. 1972). 州法确实赋予了债券持有人因欺诈起诉的诉因。See, e. g., *Simons v. Cogan*, 549 A. 2d 300, 303 (Del. 1988), 但是根据州法欺诈规定的提起的证券集团诉讼可能会优先适用联邦法。See *Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998*, Pub. L. 105 – 353, 112 Stat. 3227.

[143] See cases cited *supra* note 5. 债券持有人可以在公司已经申请破产后提起派生诉讼,主张存在对信义义务的违反。See, e. g., *Gheewalla*, 930 A. 2d at 101 (“破产公司的债权人有权代表公司对董事提起违反信义义务的派生诉讼。”), 但是这样的诉讼很少。See Lynn M. LoPucki & William C. Whitford, *Corporate Governance in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies*, 141 U. PA. L. REV. 669, 720 (1993) (“对于管理者被认为违反忠实信义义务的想法,债权人和股东都不可能针对管理者提起正式的法律诉讼。”); see also *Kahan & Rock*, *supra* note 23, at 302 (指出债券持有人很少因为违反承诺起诉)。这样的诉讼也会受到商业判断规则的限制。See Stephen M. Bainbridge, *Much Ado About Little? Directors’ Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency*, 1 J. BUS. & TECH. L. 336, 368 (2007).

[144] See, e. g., *Iman Anabtawi & Lynn Stout, Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 STAN. L. REV. 1255, 1288 (2008) [“即使当公司仅仅发行两种证券——如普通股和债券——选择理论预测在债券持有人(希望保持公司的‘股权缓冲垫’并且避免风险)的利益和股份持有人(因为享受所有正收益而与债券持有人共担风险,所以喜欢风险)的利益之间会存在不可避免的冲突。”]; *LoPucki & Whitford*, *supra* note 143, at 684 (footnote omitted) (“当一个刚好具备偿付能力的公司涉足高风险投资,其风险主要由债权人承担,而收益主要由股东享有。”).

债券持有人风险的现象。<sup>[145]</sup>

直接提升公司法中债券持有人的权利的倡议并未得到很多关注,部分原因是债券持有人在敌意收购和买断中被滥用的现象在 20 世纪 90 年代大为减少。<sup>[146]</sup> 另一个原因可能是债券持有人与股东相比更少关心公司治理,除非在公司接近破产时。只要存在实质的股权缓冲垫,债券会保持其价值,债券持有人也很少有动机关心公司治理。因此,赋予债券持有人有限权利的观点仍然主导着公司法。<sup>[147]</sup>

## (二) 作为公司治理失败产物的证券欺诈

不同于公司法,证券法为债券持有人提供了与股东本质上相同的诉因。在证券集团诉讼被用于挑战公司不当行为的范围内,它们赋予了债券持有人主张未被公司法保护的利益的机制。

证券欺诈可能是糟糕的公司治理的最可见结果。不活跃和被俘获的债券、专制的 CEO、自我交易的管理者、不公平的薪酬结构以及其他公司治理的失败导致证券欺诈越来越可能发生的环境。投资者遭受最惨重损失的案件中经常与管理层违反信义义务的最严重行为相伴而生。

如果证券欺诈是公司治理失败的结果,那么证券集团诉讼毫无疑问

[145] See, e. g., Morey W. McDaniel, *Bondholders and Stockholders*, 13 J. CORP. L. 205, 206 (1988) (“法院应当宣布董事应当有平等对待公司所有投资者的信义义务——包括债券持有人和股票持有人。”); Mitchell, *supra* note 5, at 1168 (认为拓展“债券持有人的额外权利可以提升公司的社会责任”); Note, *Creditors’ Derivative Suits on Behalf of Solvent Corporations*, 88 YALE L. J. 1299, 1301 (1979) (“本文认为,具有偿付能力的公司的债权人应当有法定权利以公司名义针对违反职务信任的董事提起诉讼。”); Note, *Public Creditors of Financial Institutions: The Case for a Derivative Right of Action*, 86 YALE L. J. 1422, 1456 (1977) (“金融中介机构的高管和董事对公众债权人负有信义义务,他们不应当为自己的利益和机构交易,或者在机构涉及的交易中获得个人收益。”)。

[146] See, e. g., Ronald W. Masulis & Randall S. Thomas, *Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance*, 76 U. CHI. L. REV. 219, 226 (2009) (“20 世纪 80 年代中后期是杠杆买断收购的活跃时期,而 20 世纪 90 年代早期市场环境变化,杠杆买断收购活动大大减少。”)。

[147] See, e. g., Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 GEO. L. J. 439, 440–41 (2001) (“兴起共识的主要内容是公司最终控制权应当落在股东身上;公司管理者应当负有其股东利益管理公司的权利;其他公司利益相关者,如债权人、员工、供应商和顾客,应当通过契约和监管的方式获得利益保护,而非通过参与公司治理……”)。

解决了与公司法相关的问题。<sup>[148]</sup> 罗伯特·汤普森(Robert Thompson)教授和希拉里·塞尔(Hillary Sale)教授认为,“如今联邦证券法及通过证券集团诉讼的执法已经成为监管公司治理最明显的手段”。<sup>[149]</sup> 实际上,典型的证券欺诈诉讼和公司法上对注意义务的违反存在重叠。<sup>[150]</sup> 未履行注意义务可能导致证券欺诈的情形。例如,公司可能冒着缺乏良好建议的风险,导致糟糕的经济业绩,并且随后采取措施隐瞒这些错误。惩罚未披露风险的行为可能间接使公司为导致欺诈的未履行注意义务的行为承担责任。如果公司知道其无法在不接受惩罚的情况下隐藏不当行为,那么公司最初就有额外的动机避免该等行为。

一些评论者怀疑证券欺诈诉讼对公司治理具备有意义和积极的影响。在一篇文章中,威廉·布拉顿(William Bratton)教授和迈克·瓦赫特(Michael Wachter)教授质疑了证券集团诉讼提升公司治理从而具有正当性的观点。<sup>[151]</sup> 布拉顿和瓦赫特观察到,证券集团诉讼是否阻遏不当行为是存疑的,因为它们很少使证券欺诈的个人承担责任。<sup>[152]</sup> 此外,他们认为,证券集团诉讼对公司行为的影响在于,使许多特拉华州公司选择排除适用(opt out)注意义务。<sup>[153]</sup>

这两种观点之间存在冲突。一方面,证券集团诉讼被批评没能直接

---

[148] 此外,公司派生诉讼似乎也解决了涉及证券欺诈的问题。对2005年和2006年160起派生诉讼的一项研究发现“90%以上的派生诉讼包含虚假或误导性陈述的主张,这也是欺诈诉讼中的基础主张”。See Jessica M. Erickson, *Overlitigating Corporate Fraud: An Empirical Examination*, 97 IOWA L. REV. 49, 70 (2011).

[149] Robert B. Thompson & Hillary A. Sale, *Securities Fraud as Corporate Governance: Reflections upon Federalism*, 56 VAND. L. REV. 859, 860 (2003).

[150] See, e. g., Joel Seligman, *The New Corporate Law*, 59 BROOK. L. REV. 1, 58 (1993) (“注意义务诉讼可能在联邦证券法下产生,比如存货缺失欺诈的‘家常便饭式’会计不当行为、不恰当的收入确认或者商誉的不当计算”); Thompson & Sale, *supra* note 149, at 889 (指出证券集团诉讼可能针对盈余管理的情形,“管理者可能导致公司从事减少公司股份价值的行为,从而对股东造成损害”).

[151] William W. Bratton & Michael L. Wachter, *The Political Economy of Fraud on the Market*, 160 U. PA. L. REV. 69, 118-33 (2011).

[152] *Id.* at 124 (“[证券集团诉讼]几乎从不使任何个人承担责任,更不用说个人承担责任……”).

[153] *Id.* at 128 (观察到“公司——在股东同意之下——决定注意义务的诉讼带来的收益小于成本”,并且股东可能退出证券集团诉讼).

阻遏个人做出的公司不当行为。另一方面,证券集团诉讼被批评使更多公司再次考虑决定免除个人因公司不当行为承担的责任。认为证券集团诉讼存在功能障碍的观点,很大部分源自这两种矛盾观点调和的困难。实际上,任何公司诉讼机制都必须在阻遏公司不当行为和最小化责任成本上取得平衡。证券集团诉讼目前的状态反映了两大目标之间的平衡。公司为证券欺诈潜在性负责,而个人管理者仅在最严重的案件中负责。阻遏在这种平衡下并没有完全消失。在一些情形中,个人被要求分担证券集团诉讼的和解金额。<sup>[154]</sup> 这一机制阻遏了最严重的欺诈案件,同时保护个人在大多数案件中免于承担责任。

证券集团诉讼与特拉华州公司法制度不存在实质冲突。正如此前指出的,个人很少在证券集团诉讼中承担责任,这使得这一机制类似于特拉华州的制度,后者实际上通过《特拉华州普通公司法》第 102(b)(7)条免除个人因注意义务承担责任。<sup>[155]</sup> 而且,最严重的证券欺诈下的剩余责任与特拉华州法律也没有不符之处。第 102(b)(7)条不允许公司免除违反忠实义务和善意义务的责任。<sup>[156]</sup> 当欺诈的动机是使管理层个人获益时,一些证券集团诉讼提起的是涉及忠实义务的问题。而且,因为证券法针对的行为要求有明知的要素或者欺诈的意图,<sup>[157]</sup> 最严重的证券欺诈可能涉及有意识地忽视义务,从而违反特拉华州的善意义务。<sup>[158]</sup> 特拉华州不允许公司排除适用这些义务,而且公司是否会免除管理层最恶劣的不当行为的责任还远远不清楚。<sup>[159]</sup>

[154] 在安然、WorldCom、Global Crossing 和 Rite Aid 和解案件中,董事和高管个人分担了解和金额。见本文附录表 A1。

[155] Bratton & Wachter, *supra* note 151, at 127.

[156] *Id.*

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

[158] *See In re The Walt Disney Co. Deriv. Litig.*, 906 A. 2d 27, 62 – 68 (Del. 2006) (讨论了善意义务的几个定义并且指出“有意不顾个人责任”可能违反该义务); *Hillary A. Sale, Delaware’s Good Faith*, 89 CORNELL L. REV. 456, 493 (2004) (认为善意义务与明知的标准相似)。

[159] 注意义务诉讼和忠实义务或者善意义务的诉讼交织在一起时,派生诉讼可能不受第 102(b)(7)条影响继续进行。 *See McMullin v. Beran*, 765 A. 2d 910, 926 (Del. 2000) [指出第 102(b)(7)条的积极抗辩“无法为违反忠实义务的董事提供保护”]。

### (三) 证券集团诉讼和债券持有人利益

债券持有人集团诉讼的兴起为证券集团诉讼影响公司治理增加了一个新的维度。证券集团诉讼不仅仅是为股东创造了额外的公司法。债券持有人集团诉讼还解决了寻求股东获益但以债券持有人受损为代价的欺诈。

证券集团诉讼允许债券持有人在公司为股东过度冒险而未披露该风险时提出主张。尽管股东和债券持卡人都受到欺诈带来损害的影响,许多债券持有人集体诉讼提出了针对债券持有人的不同损害。在第 11 条的情境下,如果公司不实陈述出售债务的情况,造成财富从债券持有人向股东转移,那么债券持有人可以获得救济。正如此前指出,金额最大的 19 起债券持有人和解案件中有 13 起包含第 11 条诉讼,主张公司欺诈债券持有人可以为股东筹集更多资金。在 10b-5 规则的情境下,如果公司为了抬高公司股价冒着未披露的风险,从而损害公司的信用评级,那么债券持有人可以获得救济。金额最大的 19 起债券持有人和解案件中有 15 起涉及债券评级下调,这一事件对债券持有人有着特别的意义。

债券持有人集团诉讼解决了公司管理者最严重的滥权行为,同时尊重了公司法上股东和债券持有人的基本区分。<sup>[160]</sup> 在正常时期,债券持有人的利益并非公司治理的重大关注问题,管理者应当正确地专注于股东利益。但当存在代表股东以债券持有人的资金赌博的诱惑,或者冒着隐瞒的风险、危害公司债券评级但可以抬高公司股价的诱惑时,证券法要求考虑债券持有人的利益,因为证券法针对这些不当行为提供了救济。

债券持有人损害赔偿的金钱来源于股东,这区分了债券持有人集团诉讼和股东集团诉讼对公司治理的影响,因为股东集团诉讼仅仅是股东之间的财富转移。在债券持有人获赔是财富从股东向债券持有人转移的限度内,它们是对公司治理全面有利于股东的倾向的平衡。这样的转

---

[160] See, e. g., William W. Bratton, Jr., *The Economics and Jurisprudence of Convertible Bonds*, 1984 WIS. L. REV. 667, 734 (1984) (指出联邦证券法是债券持有人应该受到保护的证据)。

移是合适的,因为股东往往从成功的欺诈中获益,而债券持有人却没有。

当董事和高管因公司不当行为面临个人责任时,这一责任的来源可能是涉及债券持有人利益的集团诉讼。虽然在很多案件中,个人责任被董事和高管责任保险覆盖,但在一些债券持有人获赔的著名案件——安然案、WorldCom 案、Global Crossing 案和 Rite Aid 案——董事和高管个人分担了解和金额。<sup>[161]</sup> 虽然即使在仅有股东提起诉讼的案件中管理者也有可能承担个人责任,但在导致利益相关者严重损害的最严重欺诈案件中的个人责任是最大的。<sup>[162]</sup>

个人责任很少发生,但即使仅有一些案件存在个人责任,也能创造阻遏效应。律师在告知新的董事个人责任的可能性时应当讨论证券法案例。例如 WorldCom 案,提醒董事当证券欺诈隐瞒的信息将导致信用评级下调、破产并且对债券持有人等利益相关者造成损害时,董事有可能根据证券法承担个人责任。考虑到大型公众公司债券发行的频率,得知该等信息的董事会意识到如果欺诈严重损害债券持有人利益,他们将面临最高风险的责任。将个人责任限制在最恶劣的欺诈案件中的现行体系可能作出了正确的平衡,可以最小化对管理者积极决策的影响。证券集体诉讼创造出规范的外部边界,不会不恰当地为遵纪守法的公司增加负担。

虽然利用联邦证券法影响州的公司治理可能有联邦主义的影响,但在债券持有人集团诉讼中,联邦和州利益冲突的可能性是很低的。不像

---

[161] 见本文附录表 A1。在安然案中,外部董事承担了 1300 万美元和解赔偿。Kurt Eichenwald, *Ex - Directors of Enron To Chip in on Settlement*, N. Y. TIMES, Jan. 8, 2005, at C1. 在 WorldCom 案中,外部董事承担了 2450 万美元,许多高管也个人承担了部分金额。Masters & Day, *supra* note 4. 在 Global Crossing 案中,董事会主席承担了 3000 万美元。Gretchen Morgenson, *Global Crossing Settles Suit on Losses*, N. Y. TIMES, Mar. 20, 2004, at C1. 在 Rite Aid 案中,CEO 承担了 145 万美元。Rite Aid's *Ex - CEO Settles Lawsuit*, L. A. TIMES (Apr. 10, 2003), <http://articles.latimes.com/2003/apr/10/business/fi-rup10.1>. 指出这些案件仍然属于例外而非规则是很重要的。See Bernard Black, Brian Cheffins & Michael Klausner, *Outside Director Liability*, 58 STAN. L. REV. 1055, 1063 (2006) (“外部董事在极小部分案件中由个人支付金额”).

[162] 对于证券欺诈如何影响股东的分析,参见 Urska Velikonja, *The Cost of Securities Fraud*, 54 WM. & MARY L. REV. 1887 (2013)。

统一的强制性规则,证券集团诉讼在个案基础上提出公司治理的问题。而且,正如此前指出的,与股东相比,债券持有人因证券欺诈的赔偿比股东频率更低。只有异常的欺诈会引发通过债券持有人诉讼对管理者的审查。最后,如果债券持有人集团诉讼鼓励更有效的风险管理,该规范与特拉华州法律并无二致。<sup>[163]</sup>

债券持有人集团诉讼符合许多公司治理文章对考虑包括债券持有人在内的利益相关者的倡议。卢西恩·别布丘克(Lucian Bebchuk)和霍尔格·斯巴曼(Holger Spamann)教授认为,往往拥有大量负债的银行应当将管理层薪酬包与“普通股及优先股以外的更广泛证券篮子”相联系,包括“所有在外发行流通的债券”。<sup>[164]</sup>通过这种方法,管理者会有更多动机控制威胁公司偿付能力的过多风险。另外,与债务联系的薪酬会驱动公司法从对股东的传统关注中转移,并且可能使管理层更加回避风险。

和通过信义义务或者薪酬结构创造对利益相关者的义务相比,债券持有人集团诉讼是侵扰较少的一种对付最恶劣的不当管理行为的方式。债券持有人集团诉讼没有通过事前模糊股东和债券持有人界限的方式控制管理层,而是在债券持有人面临最恶劣的公司不当行为时为其提供事后的救济。

## 六、债券持有人集团诉讼的未来

本部分考量了本文发现的一些实践意义。法院在证券集团诉讼裁

---

[163] See, e. g., *In re Caremark Int'l Inc. Deriv. Litig.*, 698 A.2d 959, 970 (Del. Ch. 1996) (“董事义务包括善意地确保公司存在……信息和报告系统,未做到这一点的……可能至少在理论上导致董事为损失承担责任……”).

[164] Lucian A. Bebchuk & Holger Spamann, *Regulating Bankers' Pay*, 98 GEO. L. J. 247, 284 (2010). 在破产程序中债券持有人本质上也是剩余索取者,这是将债务作为管理层薪酬的形式之一具备合理性的另一种情形。See Yair Listokin, *Paying for Performance in Bankruptcy: Why CEOs Should Be Compensated with Debt*, 155 U. PA. L. REV. 777, 800 (2007) (“为了提升管理表现,我建议向委员会授权,使其有权奖励管理者破产公司的部分无担保债务”).



判中应当将债券持有人的不同情形纳入考量。第(一)节认为法院在考虑是否确认某一集团的债券持有人时,应当修正欺诈市场假说,集中关注债券持有人对信用评级的信赖。第(二)节认为当证券集团诉讼中债券持有人和股东的利益存在冲突时,债券持有人应当由独立的律师代理。

### (一) 欺诈评级机构的假说

债券持有人集团是否可以根 据 10b-5 规则被确认在法律上存在很大的不确定性。部分问题是一些法院不承认债券市场的运行和股票市场不同。股东主要依赖有效市场的完整性(integrity)时,而债券持有人主要依赖信用评级的完整性。

为了被认定为一个集团,债券持有人必须证明他们存在共性(commonality)。<sup>[165]</sup> 10b-5 规则投资者之间共性的问题主要在于信赖。<sup>[166]</sup> 正如此前指出的,许多股东实际上没有信赖特定的不实陈述,这使得很难建立普遍的信赖。但是,通过欺诈市场假说,他们可以被确认为一个集团,因为当股票在有效市场交易时,这一假说推定股东信赖市场价格的完整性。<sup>[167]</sup> 许多法院认定大型公众公司的债券在有效市场交易,并且允许债券持有人运用欺诈市场假说。<sup>[168]</sup> 但是,在一项 2010 年的判决中,纽约南区的一家地区法院认为 AIG——当时最大的公众公司之一——的债券不在有效市场交易。<sup>[169]</sup> 在达成这一判决的分析中,法院认为部分依据是关于 AIG 的坏消息披露后许多天债券并没有交易。<sup>[170]</sup>

---

[165] FED. R. CIV. P. 23(b)(3).

[166] 相比之下,第 11 条不要求信赖。15 U. S. C. § 77k (2012).

[167] See *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224, 246-47 (1988).

[168] See cases cited *supra* note 50.

[169] *In re Am. Int'l Grp. Sec. Litig.*, 265 F. R. D. 157, 181 (S. D. N. Y. 2010), vacated and remanded by 689 F.3d 229 (2d Cir. 2012).

[170] *Id.* at 180. 即便原告专家表明 AIG 债券的交易量和金额比一般债券要大,但法院认为这不足以证明市场有效性。*Id.* at 177. 至少一组评论者批评了该法院的发现。See, e. g., *Hartzmark*, *supra* note 2 (批评法院未在 AIG 证券集团诉讼中确认债券持有人的集团)。AIG 判决可能无须太多解读,因为失败的部分原因是原告专家没有提供足够的证据。在未来的案件中,专家可以提供充分的证据证明有效性。

AIG 的判决意见突出了债券持有人信赖欺诈市场假设的潜在问题。<sup>[171]</sup> 因为债券交易比股票频率低,债券价格没有股票价格波动大,这表明债券市场可能没有股票市场有效。<sup>[172]</sup> AIG 判决尝试在引用欺诈市场假说于债券持与人时形成一般的要求。它指出没有“任何法院在没有发现债务证券的价格对公司特定新闻具有统计上显著的反应时认定债权证券在有效市场交易”。<sup>[173]</sup> 如果对于有效性的这一测试被解读为包含所有“特定公司”的新闻,很少有债券市场可以达到有效的标准。

将有效市场假说适用在债券投资者身上是有问题的,因为债券市场关注的信息范围比股票市场更狭窄。债券市场关注的是实质改变发行人破产风险的信息。例如,公司的破产风险从 1% 增加到 50% 时会看到债券价格大跌。即使小幅增加也有可能影响债券价格,这取决于债券投资者的期待。公司的破产风险从 1% 增加到 5% 可能对 AAA 评级债券的投资者来说是大的变化。相比之下,相似幅度的风险增加——如 30% ~ 35%——对于垃圾债券持有人来说可能不那么重要,因为已经存在重大的破产风险。

因为投资者都关注债券的信用风险,因此,他们在作出购买债券的决定时可能部分依赖信用评级。当评级基于欺诈性披露时,债券持有人

---

[171] 地区法院判决后,许多被告同意和解,其中约 5% 和解金额归于债券持有人。Notice of Proposed Settlement, Motion for Attorneys' Fees and Expenses Award and Fairness Hearing, *supra* note 98.

[172] 而且,判断债券持有人是否信赖欺诈市场假说的不同测试还没有出现。See, e. g., *In re Enron Corp.*, 529 F. Supp. 2d at 748 (“似乎没有出现任何标准测量债权证券的市场有效性”。在缺乏该标准的前提下,法院通常适用 Cammer 测试,该测试提供了一系列指标来确定发行人股票市场是否有效。See, e. g., *In re Am. Int'l Grp.*, 265 F. R. D. at 175 - 76 (指出缺乏明确的标准并且适用 Cammer 测试。)). 在评估证券是否在有效市场中交易时, Cammer 标准看是否存在:“(1)大规模的周交易量;(2)大量证券分析师跟踪和报告公司股票;(3)能够对公司新闻快速反应和推动股价的做市商和套利者;(4)公司能够对其公开发行提交 S-3 注册表格;(5)表明预期外公司事件或财务披露和股价即时反应之间具有因果关系的经验事实。”*Id.* at 176 [quoting *In re SCOR Holding AG Litig.*, 537 F. Supp. 2d 556, 574 (S. D. N. Y. 2006)].

[173] *In re Am. Int'l Grp.*, 265 F. R. D. at 180 - 81.

认为他们都信赖通过欺诈取得或维持的评级。<sup>[174]</sup>实际上,在 AIG 案中,信用评级机构在涉案事件发生后下调了 AIG 的信用评级,<sup>[175]</sup>但法院并未在判决中强调。

与其在债券集团诉讼中适用基于与股票市场有效性相关的不同因素,法院可以允许债券持有人证明统一的信赖以达到证明标准,即证明他们信赖基于欺诈性披露的信用评级。<sup>[176]</sup>换句话说,除了使用欺诈市场假说,债券持有人可以使用欺诈信用评级机构假说。<sup>[177]</sup>相应地,法院不应当关注债券市场是否对所有信息作出反应,而是是否对实质改变发行人信用风险的信息作出反应。<sup>[178]</sup>对债券持有人适用欺诈市场测试进行修正可以更公平地反映债券持有人均被欺诈的情况。

---

[174] See, e. g., *In re HealthSouth Corp. Sec. Litig.*, 261 F. R. D. 616, 638 (N. D. Ala. 2009) (“公开可得的财务信息影响了 HealthSouth 的债券信用评级,如同信息在股票有效市场中影响股票价格一样;债券评级——以及其他公开可得的信息——相似地影响了 HealthSouth 的债券价格。”)。

[175] Consolidated Third Amended Class Action Complaint ¶¶ 765 – 73, *In re Am. Int'l Grp., Inc. Sec. Litig.*, Master File No. 04 Civ. 8141 (JES) (AJP) (S. D. N. Y. Dec. 15, 2006)。

[176] 在 *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.* 案中,美国最高法院认为被告可以“通过证明声称的不实陈述没有实际影响股票市场价格”来反驳欺诈市场假说。134 S. Ct. 2398, 2417 (2014)。相似地,在债券持有人集团诉讼中,被告可以提供证据证明不实陈述对公司信用评级没有影响。

[177] 感谢杰夫·曼斯(Jeff Manns)采用这一说法的建议。

[178] 一个独立但相关的问题是损失的因果关系。为了提起 10b-5 规则的诉讼,原告必须证明主张的欺诈导致了主张的损失。See *Dura Pharm., Inc. v. Broudo*, 544 U. S. 336, 341 (2005)。因为债券会对很多因素作出反应,如利率波动,可能很难确定债券价格下跌中哪一部分是归因于欺诈的关系。在因果关系问题很难解决的案件中,法院可以将这一不确定性纳入债券中,调整债券持有人挽回损失的金额。在施乐(Xerox)集团诉讼中,法院将债券持有人因为二级市场欺诈的损害赔偿调整为了 25%。它解释称这一调整“旨在承认债券持有人相对于权益证券更难证明误导信息和损失之间的关系”。Preliminary Order for Notice and Hearing in Connection with Settlement Proceedings at 21 n. 3, *Carlson v. Xerox Corp.*, No. 3:00 – CV – 1621 (AWT) (D. Conn. Mar. 27, 2008)。在 Qwest 集团诉讼中,债券损害赔偿金额被打折的更多,达到了 90%,再次反映了证明信赖的难度。Notice of Pendency and Partial Settlement of Class Action at 8, *In re Qwest Commc'ns Int'l Inter. Inc. Sec. Litig.*, Civil Action No. 01 – cv – 1451 – REB – CBS (D. Colo. Jan. 5, 2006)。意义在于不是完全否定诉请,而是可以考虑债券持有人遭遇的损失具有更大不确定性从而作出调整。

## (二)代表债券持有人的利益

随着债券持有人在证券集团诉讼中的参与增加,法院应当采取更多措施确保债券投资者的不同利益得到充分代表。正如本研究表明,目前的趋势是将债券持有人和股东合并为一个集团,即公开交易证券。<sup>[179]</sup>在金额最大的19起债券持有人和解案件中只有1起案件中债券持有人的集团是由单独的律师代表的。<sup>[180]</sup>虽然将所有投资者认定为一个集团在很多案件中可能是合适的,但是在债券持有人和股东利益发生冲突时这是有问题的。

定义范围更广的集团部分也是出于原告律师控制整个集团诉讼的意愿。如果债券持有人有独立的律师,律师费的分担可能受到影响,还有其他与和解协商相关的问题。当债券持有人和股东的利益相似时,所有公开交易的证券只有一位集团律师是合适的。实际上,如果债券持有人和股东的主张本质上是一样的,不同集团的律师会产生不必要的费用。

当公开交易证券被确认为一个集团时,股东通常被任命为首席原告。债券持有人往往在担任代表原告方面承担更小的角色,代表原告会列明在起诉状中,但相对于首席原告对诉讼的控制更小。<sup>[181]</sup>股东在首席原告中的主导地位并不应令人惊讶,因为正如之前指出的,股东因为证券欺诈遭受的损失比债券持有人更大。<sup>[182]</sup>根据PSLRA,推定损失最大的原告应当作为首席原告。<sup>[183]</sup>

---

[179] 正如此前指出的,约一半的证券集团诉讼目前都宣称这样的集团。

[180] *HealthSouth* 案中的法院将债券持有人确认为一个单独的集团。In re *HealthSouth Corp. Sec. Litig.*, 261 F. R. D. 616, 621 (N. D. Ala. 2009).

[181] 在金额最大的19起债券持有人和解案件中,有6起案件中首席原告是股东且也有债券持有人被任命为代表原告。这些案件包括安然案、施乐案、*Adelphia*案、*Global Crossing*案、*Delphi*案和 *Williams Companies*案。

[182] See *supra* notes 27-28 and accompanying text. 另一个原因可能是一些债券持有人不愿意涉及证券集团诉讼。例如,保险公司也是公司债券的重要持有人,但往往不愿意在证券集团诉讼中担任首席原告。See James D. Cox & Randall S. Thomas, *Does the Plaintiff Matter? An Empirical Analysis of Lead Plaintiffs in Securities Class Actions*, 106 COLUM. L. REV. 1587, 1609 (2006).

[183] 15 U. S. C. § 78u-4(a)(3)(B)(iii)(I)(bb) (规定了可以反驳的推定,即“在救济中寻求经济利益最大的”原告应当作为首席原告)。

虽然法律有些不清楚,<sup>[184]</sup>法院已经允许首席原告代表债券持有人,即使他们没有购买案涉债券。例如,在 WorldCom 案中,首席原告被允许代表债券持有人提起第 11 条诉讼,虽然他并没有购买任何首次发行的该债券。<sup>[185]</sup>法院认为,投资相关发行债券的代表原告的加入可以确保债券持有人的利益得到充分代表。<sup>[186]</sup>

在一些案件中,股东和债券持有人有相似的利益,但本文认为在其他案件中股东和债券持有人对于证券欺诈处于不同的位置如果存在这样的冲突,那么股东不足以成为《联邦民事诉讼规则》第 23 条规定的债券持有人利益的代表。<sup>[187]</sup>虽然将债券持有人列为有名原告可以减轻这一担忧,但事实是首席原告有权决定和解的条款。合适的回应是设立一个债券持有人的次级集团并由他们自己的律师代理。<sup>[188]</sup>

当债券持有人存在针对欺诈的特有主张时,债券持有人应当成为自己的次级集团的一部分。当起诉状索赔中很清晰地存在影响债券持有人的特定主张时,如欺诈性发行债券以继续欺诈或者隐瞒债务以保持信用评级,债券持有人继续由股东代表是不合适的。<sup>[189]</sup>因为此时股东可能是欺诈的受益者,价值从债券持有人向股东发生了转移。

[184] See, e. g., *In re Am. Int'l Grp. Sec. Litig.*, 265 F. R. D. 157, 165 (S. D. N. Y. 2010) (“在是否将首席原告未购买的证券或基金的购买者与其确认为同一集团这一问题上,第二巡回法院存在冲突的案例法。”), vacated and remanded by 689 F.3d 229 (2d Cir. 2012).

[185] *In re WorldCom, Inc. Sec. Litig.*, 219 F. R. D. 267, 280–81 (S. D. N. Y. 2003).

[186] *Id.* at 281.

[187] See FED. R. CIV. P. 23(a)(4).

[188] See FED. R. CIV. P. 23(c)(5) (“如果合适,就特定问题提起的诉讼可以成为集团诉讼。”)。虽然能否创设一个新的次级集团在规则上不清晰,但次级集团对于解决代表性不足的问题是有意义的。See Scott Dodson, *Subclassing*, 27 CARDOZO L. REV. 2351, 2382–83 (2006)。

[189] 许多评论者担忧集团的代表不足以代表其他股东的利益。See, e. g., Elizabeth Chamblee Burch, *Optimal Lead Plaintiffs*, 64 VAND. L. REV. 1109 (2011) (认为法院应当任命多元化组别的证券原告); David H. Webber, *The Plight of the Individual Investor in Securities Class Actions*, 106 NW. U. L. REV. 157 (2012) (认为机构投资者的利益可能和个人投资者的利益冲突)。例如,机构投资者可能有不同于散户投资者的利益。如果机构投资者因为遭受的损失最大通常被选为证券集团诉讼中的集团代表,那么,他们和解案件的方式可能与往往遭受更小损失的其他投资者不一致。债券持有人和股东之间的潜在冲突可能比机构投资者和散户投资者之间更大。

如果债券持有人的利益在和解过程中得到更好的代表,债券持有人的获赔金额可能会增加。正如此前指出的,债券持有人的获赔金额往往少于股东。相对较少的获赔金额反映了债券持有人受到欺诈的损害更小。但是,更低的获赔金额也可能部分是和解过程中债券持有人利益未获得充分代表的结果。如果股东被任命为首席原告,他几乎没有动力向债券持有人分配大量金额。为债券持有人创设一个次级集团可以帮助确保在欺诈将财富从债券持有人向股东转移时,债券持有人获得合适的赔偿金额。<sup>[190]</sup>

在证券诉讼中确保债券持有人得到代表的更激进方式是使债券持有人的损害赔偿在某些情形下优先于股东。如果债券持有人诉讼是平衡股东过度冒险的工具,那么,可以认为债券持有人应当在股东获赔之前获得所有损害赔偿,很大程度上如同破产程序中债券持有人先于股东获得支付。<sup>[191]</sup>尤其是在事实主张证明了欺诈是由于希望财富从债券持有人转移至股东而产生时,人们可以认为股东不应当与债券持有人对获赔金额享有相同的主张权利。如果债券持有人在某些情形下对股东有优先获赔的权利,那么,他们会有更强的动机参与证券集团诉讼,而这些情形下对股东和债券持有人冲突的监督将变得有力。这一可能性的进一步发展可能更适合在未来的文章中讨论。

## 结 论

证券集团诉讼不再仅仅是为了股东。债券持有人集团诉讼代表了传统证券集团诉讼的重大演进。债券持有人集团诉讼的重要性对学者、政策制定者和法官考量证券集团诉讼以及债券持有人在公司治理中的地位具有重要意义。债券持有人集团诉讼的兴起,反映了证券欺诈在某些时期的重大社会影响。活跃的债券持有人集团诉讼可以为损害公司

---

[190] 债券持有人提出更多损害赔偿可能导致集团诉讼律师的机会主义行为。律师可能在债券持有人不应获赔时主张损害赔偿从而榨取部分和解金额。法院应当仔细审查和解以确定债券持有人事实上是否因为欺诈遭受损失。

[191] See 11 U. S. C. § 510(b) (2012).

利益相关者利益而使股东获益的最恶劣行为提供救济。应当采取更多措施确保债券持有人的利益在证券集团诉讼中得到充分代表,尤其是在股东利益得到提升但债券持有人成为受害者的案件中。

(编辑:何昕)

## 附 录

表 A1 金额最大的 19 起债券持有人获赔案件的特征

发行人名称	是否为第 11 条 诉讼	和解被告
Enron Corp.	是	审计师,承销商,董事
WorldCom, Inc.	是	审计师,承销商,董事,高管
Tyco International Ltd.	是	发行人,审计师,高管
AOL Time Warner, Inc.	是	发行人,审计师
American International Group Inc.	是	发行人,审计师,Starr 被告
McKesson HBOC, Inc.	否	发行人,审计师
Xerox Corp.	否	发行人,审计师
Lucent Technologies, Inc.	否	发行人
HealthSouth Corp.	是	发行人,审计师,承销商
Adelphia Communications Corp.	是	审计师,承销商
Waste Management, Inc.	否	发行人
Qwest Communications International Inc.	否	发行人,审计师
Marsh & McLennan Companies, Inc.	是	发行人
Global Crossing, Ltd.	是	审计师,承销商,董事会主席
Delphi Corp.	是	发行人,审计师

续表

发行人名称	是否为第 11 条诉讼	和解被告
Rite Aid Corp.	否	审计师,CEO
General Motors Corp.	是	发行人,审计师
Williams Companies, Inc.	是	发行人,审计师
El Paso Corp.	是	发行人,审计师

表 A2 涉及债券持有人获赔的案件数据(1996~2005 年)

特征	案件数量(起)	百分比[除以债券持有人获赔案件的数量(64 起)]
第 11 条诉讼	30	46.9
破产	30	46.9
信用评级下调	32	50.0

表 A3 可确定的第 11 条诉讼案件中平均获赔金额(不包括律师费)

发行人	依据第 11 条获赔金额(美元)
WorldCom, Inc.	5,000,000,000
Tyco International Ltd.	250,000,000
HealthSouth Corp.	230,000,000
Conseco, Inc.	81,000,000
Delphi Corp.	54,000,000
AmericanInternational Group, Inc.	50,000,000
Safety - Kleen Corp.	45,000,000
Livent, Inc.	33,000,000
Owens Corning, Inc.	20,000,000
Just for Feet, Inc.	17,750,000
Hayes Lemmerz International, Inc.	15,000,000
Thaxton Entities	9,500,000



续表

发行人	依据第 11 条获赔金额(美元)
Levi Strauss & Co.	5,000,000
MobileMedia Communications, Inc.	4,950,000
First Merchants Acceptance Corp.	3,000,000
Fleming Companies, Inc. (1996)	2,500,000
Refco, Inc.	221.09 美元/每 1000 美元债券
Fleming Companies, Inc. (2002)	35.61 美元/每 1000 美元债券
PMA Capital Corp.	20 美元/每 1000 美元债券
First Merchants Acceptance Corp.	18.90 美元/每 1000 美元债券
FirstEnergy Corp.	8.62 美元/每 1000 美元债券
Exodus Communications, Inc.	5.60 美元/每 1000 美元债券
Boston Chicken, Inc.	2 美元/每 1000 美元债券

表 A4 可确定的 10b-5 规则诉讼案件中  
平均获赔金额(不包括律师费)

发行人	依据 10b-5 规则获赔金额(美元)
TXU Corp.	15,000,000
Waste Management, Inc.	10,200,000
Hayes Lemmerz International, Inc.	10,000,000
Sears Roebuck & Co.	10,000,000
Motorola, Inc.	9,500,000
Lucent Technologies, Inc.	3,750,000 (加上普通法诉讼的 460 万美元)
Reliance Group Holdings, Inc.	33.25 美元/每 1000 美元债券
NorthpointCommunications Group, Inc.	31.60 美元/每 1000 美元债券
Global Crossing, Ltd.	13 美元/每 1000 美元债券
Globix Corp.	8.29 美元/每 1000 美元债券

续表

发行人	依据 10b-5 规则获赔金额(美元)
Winstar Communications, Inc.	7.85 美元/每 1000 美元债券
Collins & Aikman Corp.	6.50 美元/每 1000 美元债券
ViroPharma, Inc.	5.95 美元/每 1000 美元债券
Salton, Inc.	1.63 美元/每 1000 美元债券
Dollar General Corp.	1.07 美元/每 1000 美元债券