

中国证券虚假陈述民事赔偿制度： 实证分析与政策建议

黄 辉*

摘要：我国法院从2002年起开始受理证券虚假陈述民事赔偿案件，是践行投资者保护精神的重大举措。本文运用比较法和经济学，首次对于该制度实行后十年期间的相关案件从数量和质量两方面进行实证研究，发现诉讼提起率远低于预期，但赔付率显著高于国外水平。本文认为，目前我国证券虚假陈述民事赔偿诉讼制度的主要问题不在于实体规则，也不在于诉讼形式，而是法院的司法问题，从而提出以下政策建议：第一，现阶段无须废除诉讼提起的前置条件，但应逐步扩大满足前置条件的处罚类型和范围；第二，目前诉讼形式并无严重问题，尚敷使用，并不亟须引入美国式集团诉讼形式；第三，鉴于法院的地方保护和专业素质等问题，应允许投资者既可在被告公司的所在地起诉，也可在其上市地起诉。

关键词：证券虚假陈述 民事赔偿 实证研究
比较法经济学 集团诉讼

* 香港中文大学法学院副教授，澳大利亚新南威尔士大学法学院双聘副教授，中国政法大学客座教授。

一、问题的提出

投资者保护是证券市场的重中之重,而践行此精神的一个重要法律机制就是保障由于证券欺诈行为而遭受损害的投资者的民事赔偿权利。2002年1月15日,最高人民法院发布通知让法院受理因证券虚假陈述行为引发的民事侵权案件(2002年司法解释);〔1〕一年后的2003年1月9日,最高人民法院发布了司法解释(2003年司法解释),为该类型案件的提起和审理提供了进一步的具体规定。〔2〕2005年的证券法修改吸收了上述司法解释的一些成果,将其以法律的形式确立下来。〔3〕这些举措在国内外引起了广泛的关注,相关的理论探讨和个案分析从未停息,提出的各种批评和建议不绝于耳,但是,迄今尚未有全面而深入的实证研究:虚假陈述民事赔偿制度的实施情况如何?那些理论批评和建议是否符合现实情况?究竟应当如何进一步完善?

本文旨在填补上述的研究空白。我国的证券虚假陈述民事赔偿制度已经走过了十个年头,现在对于该制度进行一个全面检讨正当其时。本文在传统证券法学研究途径之外,运用比较法和经济学,首次对于我国的虚假陈述民事赔偿案件进行一个系统性的实证研究,结合统计等定量分析方法和访谈等定性分析方法,检验诉讼提起率和赔付率两个重要指标,并与国外的相关经验进行比较,然后在此基础上,评估我国虚假陈述民事赔偿制度的功效,进而提出相关的改革建议。本文结构如下:第二部分简要地评述我国证券虚假陈述民事赔偿制度的相关规则;第三、四部分通过诉讼提起率和赔付率分别考察案件的数量和质量问题,并探讨其原因;第五部分利用实证发现,在结合我国国情和借鉴国外经验的基础上提出政策建议;最后部分总结全文。

〔1〕《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》,最高人民法院2002年1月15日发布。

〔2〕《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》,最高人民法院2003年1月19日发布。

〔3〕《中华人民共和国证券法》(2005年修订),第69条、第173条。

二、证券虚假陈述民事赔偿制度的相关规则

虽然 2005 年证券法对于我国的证券虚假陈述民事赔偿制度做出了规定,但只有两个简短的主要条款,即第 69、173 条,基本上是对 2003 年最高法院司法解释的法律确认。在司法实践中,由于 2003 年司法解释中的规则更加全面和具体,故法院多年来一直援用。^{〔4〕} 目前文献中对于该司法解释的相关讨论已经很多,因此,本文在此只对其主要特征进行论述,为后文的实证研究提供背景。

第一,我国证券虚假陈述民事诉讼制度很明确地突出了“赔偿投资者损失”的目的。在 2003 年司法解释中,相关的用语是“民事赔偿案件”,相关的规则也都是围绕投资者如何获得赔偿的问题,而该制度也通常被称为证券虚假陈述民事赔偿制度。因此,本文的一个研究切入点就是,在多大程度上我国的虚假陈述民事赔偿制度实现了让投资者获得赔偿的立法目的? 另外,这个赔偿责任是否同时对于被告公司和其他相关责任人产生了威慑效应?

第二,在实体法方面,最高法院 2003 年司法解释对于证券虚假陈述民事赔偿制度进行了比较全面和明确的规定。比如,它规定了虚假陈述的类型,适格原告的范围,潜在被告的范围,抗辩事由,因果关系认定以及赔偿金额计算办法等。但问题是,这些规则的实际运用情况如何? 它们对于我国证券虚假陈述民事赔偿案件的提起和审理发挥了什么样的作用?

第三,我国证券虚假陈述民事赔偿制度规定了前置条件,即只有在虚假陈述行为已经受到了相关行政处罚或刑事处罚后,投资者才能提起民事赔偿诉讼。自从 2003 年司法解释发布之日起,这个前置条件的规定就一直饱受抨击,认为该规定不当地限制了虚假陈述民事赔偿案

〔4〕 在 2011 年的“屠某与贵研铂业股份有限公司证券虚假陈述赔偿纠纷上诉案”中,云南高院明确裁定 2003 年最高法院司法解释在 2005 年证券法修订后依然适用。参见云南省高级人民法院民事裁定书,(2011)云高民二终字第 21 号。

件的范围,不利于投资者保护,从而建议取消。^[5] 近期最高法院正在草拟的《关于审理证券市场侵权民事赔偿案件的若干规定》(征求意见稿)也似乎准备采纳上述观点。从理论上讲,上述观点似乎很有道理,但事实情况果真如此吗?需要立即取消前置条件吗?

最后,2003年司法解释第4条规定,“对于虚假陈述民事赔偿案件,人民法院应当采取单独或者共同诉讼的形式予以受理,不宜以集团诉讼的形式受理”。我国2012年修订前的民事诉讼法第54条和第55条分别规定了起诉时人数确定的代表人诉讼和起诉时人数不确定的代表人诉讼,后者有时称为中国式集团诉讼,因此上述规定实际上是排除适用第55条下的起诉时人数不确定的代表人诉讼。很多学者提出了中国应当采用美国式集团诉讼制度的建议,^[6]但这些研究有一个共同的重大缺憾,即在提出建议之前并没有对于中国证券虚假陈述民事赔偿案件的审理现状进行深入调查,故本文将通过实证研究回答以下问题:目前中国在这方面的问题到底有多大?是否亟须引入美国式集团诉讼制度?

三、证券虚假陈述民事赔偿案件的提起率

(一) 实证数据

自2002年年初(即2002年司法解释发布之时)到2011年年底的

[5] 比如,王光平:“取消证券民事诉讼前置条件建议已报最高法”,载《中国证券报》2008年12月9日;Walter Hutches, *Private Securities Litigation in China: Material Disclosure about China's Legal System?*, (2003) 24 U. Pa. J. Int'l. Econ. L. 599, 634。

[6] 比如,章武生:“论群体性纠纷的解决机制——美国集团诉讼的分析和借鉴”,载《中国法学》2007年第3期;郭雳:“证券集团诉讼的功用与借鉴”,载《证券法苑》2010年第2卷;Guiping Lu, *Private Enforcement of Securities Fraud Law in China: A Critique of the Supreme People's Court 2003 Provisions Concerning Private Securities Litigation*, (2003) *Pacific Rim Law and Policy Journal* 795。有些学者建议引入其他的诉讼模式,如非营利组织主导的证券团体诉讼等。参见汤欣:“私人诉讼与证券执法”,载《清华法学》2007年第3期;Wallace Wen - Yeu Wang & Chen Jian - Lin, *Reforming China's Securities Civil Actions: Lessons from PSLRA Reform in the US and Government - Sanctioned Non - Profit Enforcement in Taiwan*, (2008) 21 (2) *Columbia Journal of Asian Law* 115。

十年期间,我国一共提起了多少宗证券虚假陈述民事赔偿案件?为了回答这个问题,我和我的研究助手通过以下几个途径收集各种相关的信息资料。首先,我们检索了北大法宝和北大法意两个数据库中的案例,最后检索时间为2013年3月31日。这是我国目前广泛使用的两个中文法律数据库,但与所有其他的数据库一样,它们并不全面。其次,我们对于中国法院网等网络资源和媒体报道等公开信息渠道进行搜索,发现了很多新的案件。最后,我们与在证券虚假陈述民事赔偿制度领域工作的法官和律师进行了私下的访谈和沟通,从他们那里获取了进一步的信息资料。通过以上各种途径,我们相信本文的案例库已经非常完整,足以作为实证研究的数据基础。

经过对于相关案件的初选、阅读和复选,我们在本文的十年研究期间中总共发现了65宗案件。^[7]表1展示了这些案件在不同年度的分布情况。^[8]

表1

年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
数量	0	7	7	5	9	5	6	9	7	10

总体上看,案件数量的年度分布比较平均,没有大起大落,说明证券虚假陈述民事诉讼制度在我国的运用总体比较稳定。但是,有几个问题值得注意。第一,虽然十年内的案件数量比较平均,但前五年的案件在规模和影响上相对较大。知名证券维权律师宋一欣列出了迄今虚假陈述民事赔偿的五大案,即东方电子、银广夏、科龙电器、大庆联谊和生态农业,都是发生在2006年之前。^[9]第二,根据我与律师的访谈,在很多

[7] 后文将要提到,由于我国的证券虚假陈述案件是采用单独或共同诉讼,因此,同一个虚假陈述行为会产生多个案件。在统计案件数量时,我们将基于同一个虚假陈述行为而提起的多个案件计算为一个案件。

[8] 后文将要提到,现实中法院经常采用“分别立案、集中审理”的做法,即法院在等待两年的诉讼时效届满后才开始安排统一审理,因此,这里的案件年度采用结案而不是立案的时间。但是,对于那些在本文研究期间内立案但尚未结案的案件,则以立案时间为准。

[9] 宋一欣:“十年维权路漫漫 投资者权益保护稳步前行”,载《证券时报》2011年11月24日。

案件中,虽然提起了诉讼,但实际参与诉讼的投资者数量很少。^[10] 股东维权网的估计是,虽然十年来参与诉讼的投资者人数超过一万名,但这大概只占符合索赔条件的投资者总数的5%。^[11] 最后,也是最为重要的是,案件总数还是很有限,离我们的直观预期相差很大,因为我国证券市场上虚假陈述问题非常严重,可诉的案件应当更多。

那么,证券虚假陈述民事赔偿案件提起率低下的原因是什么呢?理论上讲,可能有两个原因:第一,如前所述,很多人认为,前置条件不当地限制了证券虚假陈述民事赔偿案件的提起;第二,根据国外经验,美国的证券欺诈民事诉讼之所以繁荣,主要是因为那些诉讼都是由所谓的“具有企业家精神的律师”(entrepreneurial lawyers)推动的。我国是不是缺乏这样的律师呢?下文将从实证分析的角度探讨以上两个可能的原因是否成立,如果不成立,那真正的原因又是什么。

(二)为何案件这么少?

1. 前置条件不当地限制了案件数量吗?

根据前置条件规则,提起证券虚假陈述民事赔偿诉讼必须已经有一个对于虚假陈述行为的行政处罚或刑事处罚。显然,这是对于虚假陈述民事赔偿案件提起的一个限制,但问题是,这种限制有多大?是不是已经成为相关案件数量偏少的主要原因?这些问题只有通过实证研究才能予以解答:我们需要首先估算符合虚假陈述民事赔偿案件前置条件要求的,从而本来可以提起民事诉讼的案件数目(以下简称“可诉案件”),然后将这个数目与实际提起的案件数目(简称为“已诉案件”)进行比较。

在现实中,证监会的行政处罚决定是满足前置条件要求的主要处罚类型。根据证监会官方网站上关于行政处罚决定的公开信息,在2002到2011年的十年间,总共有192件符合虚假陈述民事赔偿案件前置条件要求的证监会行政处罚决定。下表具体展示了这些行政处罚的年度分布情况。

[10] 律师访谈,2012-4。

[11] <http://www.gudonglawyer.org.cn/>(由知名证券维权律师臧小丽设立)。

表 2

年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
数量	7	16	31	14	24	21	20	22	18	19

根据诉讼时效的规定,虚假陈述民事赔偿案件必须在相关的行政或刑事处罚作出后的两年内提起,因此,2000年和2001年的证监会行政处罚决定可以在2002年提起民事诉讼,从而也需要计算在满足前置条件要求的行政处罚之内。根据证监会网站上的公开信息,2001年的符合虚假陈述民事赔偿案件前置条件要求的证监会行政处罚决定数目是9个,但证监会网站上没有2000年的信息。美国哥伦比亚大学法学院的Liebman和Milhaupt两位教授在2008年发表了一项关于中国证券市场上声誉惩罚机制有效性的研究结果,其中提到2000年符合虚假陈述民事赔偿案件前置条件要求的证监会行政处罚决定数目是12个。^[12]这样,从2002年到2011年的十年内,符合前置条件从而本来可以提起民事诉讼的证监会行政处罚数目总共是213个。

除了证监会的行政处罚之外,可以满足前置条件要求的处罚还包括刑事处罚和其他行政机关作出的处罚。与证监会的行政处罚相比,这些处罚的数目更加难以统计。一方面,其他行政机关作出的处罚主要是财政部作出的行政处罚,但与证监会不同,财政部没有将处罚信息公布在其官方网站上。^[13]另一方面,刑事处罚的数目估算更加困难,因为刑事处罚不是由一家法院作出,而是由全国各地的很多法院作出。在现实中,投资者和律师也是通常从媒体报道或从受到处罚的上市公司信息披露中获得上述处罚信息的。^[14]总体而言,虽然有些案件是基于财政部的行政处罚或刑事处罚而提起的,但这种案件的数目不大。^[15]根据长

[12] Benjamin L. Liebman & Curtis J. Milhaupt, *Reputational Sanctions in China's Securities Market*(2008) 108 Columbia Law Review 929.

[13] 在航天通讯案中,原告代理律师启用了《政府信息公开条例》向财政部申请政府信息公开,获得了财政部对航天通信的处罚文书,该案才得以顺利立案。显然,财政部应当学习证监会,主动、全面和及时地在其网站上公布其针对公众公司作出的行政处罚决定,而不是投资者通过申请才予以公开。

[14] 律师访谈,2012-1。

[15] 数源科技、银河科技、广汽长丰、航天通信、锦州港、华盛达和华闻传媒7宗案件是基于财政部的行政处罚而提起;东方电子案是基于刑事处罚而提起。

期从事证券欺诈民事赔偿案件代理的律师估计,在本文的十年研究期间内,大概有40件满足前置条件要求的刑事处罚和财政部作出的行政处罚。^[16]

综上所述,符合前置条件要求的各类处罚总计为253个,即可诉案件是253个,但已诉案件只有65个,仅占前者的大约25.7%。而在美国,几乎所有的对于证券欺诈行为的证监会处罚都引发了私人民事诉讼。^[17]显然,我国的诉讼提起率相当低,表明即使在前置条件的范围内,实际上还有很多未提起的可诉案件。因此,虽然前置条件在一定程度上限制了虚假陈述民事案件的提起范围,但这种限制并不是导致实际提起案件数量过低的主要原因。

2. 中国缺乏“具有企业家精神的律师”吗?

如果一个案件符合前置条件要求从而可以提起,但实际上又没有提起,一个可能的原因就是原告投资者没有动力去提起诉讼。从法经济学的角度看,只有当原告事前估计诉讼的收益大于其成本时,他才会提起诉讼。证券民事赔偿诉讼具有“小额多数”的特点,即原告人数众多,但每个原告的诉讼标的都数额很小,因此,对于绝大多数的受害投资者而言,其诉讼的成本都会大于收益,从而选择不起诉。这就导致了类似于股权分散体系下公司治理面临的“搭便车”和“集体行动”问题,此时,诉讼的提起就需要依赖“具有企业家精神的律师”。美国的经验很好地表明了律师在推动证券民事诉讼中担当的角色。在美国,律师被认为是证券民事诉讼的背后推手,而律师愿意这么做的主要动力来自于胜诉酬金制度(contingency fees)——律师费在胜诉或和解后按照赔偿金额的一定比例收取。^[18]这样,诉讼的主要风险和成本就转移到了律师处,从而解决了原告投资者的诉讼成本与收益不对等的问题。

[16] 律师访谈,2012-8,2013-1,2013-4。

[17] Eric Helland, *Reputational Penalties and the Merits of Class - Action Securities Litigation*, (2006)49 *Journal of Law and Economics* 365, 370.

[18] See e. g., John C. Coffee Jr., *Rescuing the Private Attorney General: Why the Model of the Lawyer as Bounty Hunter Is Not Working*, (1983)42 *Md. L. Rev.* 215; Jonathan R. Macey and Geoffrey P. Miller, *The Plaintiffs' Attorney's Role in Class Action and Derivative Litigation: Economic Analysis and Recommendations for Reform*, (1991) 58 (1) *The University of Chicago Law Review* 1.

在中国,胜诉酬金一般被称为风险代理收费,已经在实践中长期运用。早在1997年的《律师服务收费管理暂行办法》就原则上允许了风险代理收费制度,2006年的《律师服务收费管理办法》更是进一步对该制度进行了规定。比如,办理涉及财产关系的民事案件时,委托人被告知政府指导价后仍要求实行风险代理的,律师事务所可以实行风险代理收费;实行风险代理收费,最高收费金额不得高于收费合同约定标的额的30%。值得指出的是,该办法禁止胜诉酬金制度在某些案件中的运用,包括群体诉讼。该办法对于群体诉讼并没有明确的界定,但很多人将群体诉讼等同于集团诉讼。前文指出,我国证券民事赔偿诉讼没有采用集团诉讼形式,而是单独或共同诉讼,因此,上述关于胜诉酬金制度的禁止性规定是否适用于证券民事赔偿诉讼,从法条上看似乎并不完全清楚。

根据我与长期从事证券民事赔偿案件的几位律师的访谈,多年以来胜诉酬金已经广泛运用于此类案件的律师代理服务;^[19]甚至已经到了完全公开的程度。^[20]实务中,律师紧密跟踪证券市场的发展,寻找提起虚假陈述民事赔偿诉讼的机会。一旦发现有满足虚假陈述民事诉讼前置条件的行政处罚或刑事处罚,他们就会通过各种途径联系潜在的原被告投资者,然后提起诉讼。比如,律师在报纸、网络等媒体上发布消息,进行诉讼代理授权委托书的公开征集活动,告知投资者关于虚假陈述民事赔偿诉讼的机会,并且表明只有在诉讼成功时才收取律师费。^[21]

这个机制极大地便利了证券民事赔偿诉讼的提起,同时也催生了一批具有企业家精神的专业律师。从法经济学的角度看,这些律师扮演着非常重要的市场中介角色,是证券民事赔偿诉讼制度中的关键一环:一方面,他们努力寻找证券民事诉讼机会,在发现潜在的诉讼机会后就通过各种途径告知投资者,从而降低了投资者的诉讼信息成本;另一方面,

[19] 律师访谈,2011-10,2012-5,2012-13,2012-15,2013-2。

[20] 参见“律师联合征集兰光科技虚假陈述赔偿案诉讼代理委托公告”,载 <http://xiaohui.148365.com/article94803.html>,2013年1月8日最后访问。

[21] 具体而言,律师通常会采用类似于“差旅费”加“律师费”的收费做法,即除了最终从胜诉利益中抽取一定比例作为律师报酬之外(这个比例通常是20%左右),律师还会要求客户预先支付一个固定的金额,通常是几百元,以覆盖差旅费等支出。律师访谈,2011-10,2012-5,2012-15,2013-2。

他们通过风险代理的方式承担了投资者的诉讼费用和败诉风险,从而降低了投资者的诉讼风险成本。实务中,律师还创造性地采用了多种征集诉讼代理的模式,比如,律师联合征集诉讼(即几个律师对于同一个虚假陈述民事诉讼征集代理)和律师打包征集诉讼(即一个律师同时就几个虚假陈述民事诉讼征集代理),有效地提高了诉讼代理征集的效率。因此,在这样的律师服务环境下,不太可能出现律师忽略或遗漏了潜在的证券民事诉讼机会、或有好的机会但无人代理的问题。那么,为何我国的证券民事赔偿诉讼提起率还是很低呢?

3. 问题在法院

前文述及,前置条件和律师似乎都不是我国证券民事赔偿案件提起率低下的主要原因,那问题到底出在哪里呢?一个可能的原因是出在作为潜在原告的投资者的身上。现实中,投资者的问题主要有以下两方面:一方面,投资者缺乏相关信息。证券民事诉讼是非常专业的法律问题,而且只有满足前置条件的虚假陈述才能引发民事诉讼,对于普通的投资者而言,他们获取上述信息的成本很高。不过,如上所述,证券维权律师的出现在很大程度上解决了这个问题。另一方面,投资者缺乏提起证券民事赔偿诉讼的意识和动力。现实中,即使律师主动找到投资者,提供关于证券民事赔偿诉讼机会的信息,很多投资者的参与积极性也不高。^[22]除了投资者在一些案件中损失不大、觉得没有必要提起诉讼的因素之外,这个问题的根源还有以下几个:一是在观念上中国人有厌诉的传统,对于新兴的证券民事诉讼,情况更为严重。不少投资者认为,惩罚证券欺诈行为是证监会的职责,或者遭受损失后自认倒霉,希望以后从炒股中再赚回来;二是投资者的“搭便车”心理,即等待其他投资者先提起诉讼,然后自己再加入。由于大家都不愿为天下先,相互观望,以至于最终错过诉讼期限;三是根本性的,即投资者对于提起证券民事诉讼的前景缺乏应有的信心。

为什么原告投资者对于证券民事诉讼的前景没有信心呢?理论上讲,由于我国证券民事诉讼的提起需要满足前置条件,因此证券民事诉讼结果的可预判性应当很高。^[23]的确,前置条件中的行政处罚或刑事

[22] 律师访谈,2012-5,2012-13,2013-1。

[23] 后文将对此问题进行详细探讨,参见第四(二)部分。

处罚已经解决了证券民事诉讼中最难的一个问题,即是否存在虚假陈述的违法行为,这样,一旦已经有了行政处罚或刑事处罚,涉案的公司无疑就是一个铁定的索赔对象,而在接下来的民事赔偿诉讼中,主要的问题基本上就是如何计算损失和赔偿金了。那么,原告投资者为何还是看不到诉讼的前景呢?

问题出在法院。的确,上文对于证券民事诉讼前景的乐观分析是建立在法院公正和有效的前提之上的。遗憾的是,这个前提目前并不成立。现实中,出于审判能力不足和缺乏独立性等各种原因,^[24]法院在证券民事诉讼中的各个阶段都表现得非常糟糕,使得投资者在诉讼过程中需要“过关斩将”,包括立案关、审理关、判决关和执行关等,从而严重影响了投资者提起诉讼的积极性。首先,很多法院在立案环节设置了重重障碍不愿受理,有时勉强受理但施加各种限制。比如,在银广夏案中,法院只开放三个月受理案件;在很多案件中,法院对于共同诉讼的人数进行限制,增加了立案的成本。另外,根据律师访谈,法院经常拖延证券民事赔偿案件的立案,理由是案件复杂和需要更多的时间决定是否立案;有时法院干脆就拒绝立案,而且没有任何解释;^[25]有时能否立案甚至取决于律师个人的人脉关系。^[26]

其次,在立案后,法院的审理时间通常非常漫长,以至于很多原告无法支撑下去。现实中,一个比较常见的做法是“分别立案、集中审理”,即法院在等待两年的诉讼时效届满后才开始安排审理,而最终结案的时间就更晚。比如,在东方电子案中,法院就是在诉讼时效到期之后才合并审理所有案件,导致其中有些案件从立案到判决的时间几乎长达5年。根据我国的民事诉讼法,民事案件通常应当在立案后六个月内审结,有特殊情况需要延长的,由本院院长批准,可以延长六个月;还需要延长的,报请上级人民法院批准。但是,根据本文的样本库,案件审理时间的平均值和中位值都很大,如下表所示:

[24] 后文将对法院糟糕表现的原因进行详细探讨,参见第五(三)部分。

[25] 律师访谈,2012-8。

[26] 律师访谈,2012-12。

表 3

审理时间	平均值	中位值
数值	405.1 日(13.5 月)	351.7 天(11.7 月)

当然,审理时间长有时是出于客观原因,比如,审理技术难度大、案件数量多,甚至涉及其他法律问题等,^[27]但有时法院更像是故意拖延。根据律师访谈,有些法院除了迟迟不审结案件之外,甚至连延长审限的通知都不发给原告律师,原告方没有办法只能傻等、死等。^[28]

再次,有些法院在判决时对于实体法的适用似乎带有倾向性地不利于原告。下文将要谈到,最高法院 2003 年司法解释对于实体法的很多问题,如因果关系认定和赔偿金计算等,实际上都有比较明确的规定,但是,有些法院在虚假陈述揭露日的认定和系统风险因素的排除等问题上的处理明显不妥,给人一种缺乏公正、故意为难原告的感觉。比如,在 2011 年 12 月判决的华闻传媒案中,法院竟然认为上市公司披露的会计信息存在虚假记载不构成虚假陈述事实,这显然有违法理,与其他法院对于类似案件的处理截然不同。

最后,即使投资者苦苦等来了要求赔偿的法院判决或调解,执行环节又可能出问题。在大庆联谊案中,法院作出了有利于原告投资者的判决,这是我国第一宗以判决结案的证券民事赔偿诉讼,当时很多学者立刻为之欢呼,但实际上该案的判决生效后,由于种种原因出现了严重的执行问题,使得赔偿款项不能及时到位。现实中,导致执行问题的原因很多,有时是由于被告公司破产等客观原因,更多的时候还是法院的原因。

四、证券虚假陈述民事赔偿案件的赔付率

(一) 实证数据

前文提到,我国证券虚假陈述民事诉讼制度的直接目的就是赔偿投

[27] 比如,在 ST 九发案中,被告公司的第一大股东山东九发集团公司出现破产问题,致使民事赔偿案件的审理全面暂停,而且其间也不得不由最高法院通过指定管辖解决法院管辖权问题。

[28] 律师访谈,2012-7,2012-16。

投资者损失,因此,本文将借鉴国外相关研究经验,通过赔付率评估上述目的在多大程度上得以实现。现实中,我国证券民事诉讼主要通过以下几种方式结案:法院判决;法院调解;当事人和解后撤诉。对于前两种结案方式,由于有公开的判决书或调解书,我们可以知道诉讼结果,包括赔偿金额。但是,在当事人和解后撤诉的情形,法院只是简单地发出一个民事裁定书允许撤诉,其中没有提供关于和解内容的具体信息,而当事人之间的和解协议有时是保密的。另外,由于案件通常采取单独诉讼形式,导致同一个虚假陈述行为产生多个案件,故仅仅阅读个案的法院文书很难了解案件整体情况,比如原告总数、诉讼金额总数和赔偿金额总数等。幸运的是,相关媒体报道提供了很多关于案件的整体信息,律师也经常在自己的博客中披露这些信息。因此,我们通过媒体报道和网络等公开渠道,并与相关律师进行私下访谈,以补足相关信息。本文发现,在 59 个案件中(占案件总数的 90.7%),原告都通过各种方式成功地获得了赔偿,而且赔付率整体较高,如下表所示:

表 4

赔付率	平均值	中位值
数值	78.6%	83.1%

在美国,证券民事诉讼中的最终和解金额只占诉讼请求金额的很小比例。Cox 和 Thomas 两位教授发现,在 1995 年《私人证券诉讼改革法案》通过之前,赔付率的平均值是 13.5%,中位值是 9.6%;在此之后,情况更为糟糕,赔付率的平均值和中位值分别降至 12.3% 和 5.1%。^[29]这就引出了一个颇值探讨的问题:我国证券民事诉讼中的赔付率实际上远高于美国,其中原因是什么呢?

(二) 为何赔偿这么多?

1. 前置条件的辅助效应

在美国的证券民事诉讼中,虚假陈述行为的事实认定经常是一个非常困难的问题,使得原告方很难事先预测诉讼结果,从而同意和解并接

[29] James D. Cox and Randall S. Thomas, *Does the Plaintiff Matter? An Empirical Analysis of Lead Plaintiffs in Securities Class Actions*, (2006) 106 Columbia Law Review 1087, 1627.

受很低的赔付率。^[30] 但是,由于前置条件的存在,这一难题在中国的证券民事诉讼中根本不存在。

在美国,对于虚假陈述行为的事实认定涉及几个非常模糊和困难的法律和证据问题,包括信息的重大性标准(materiality)、尽职调查标准(due diligence)以及行为人具有故意(scienter)的心理状态等。比如,对于重大性标准的经典表述是1976年的TSC Industries Inc. v. Northway Inc.一案,即“一项遗漏的事实是重大的,如果存在实质性的可能一个理性的股东在决定如何投票时会认为它是重要的”。^[31] 虽然该表述为重大性标准提供了一些指导,但它还是非常不确定,充满了诸如“实质性”和“理性”等模糊的词语。同样,虽然1933年证券法第11条规定了尽职调查标准,但它也是建立在“合理”等非常笼统的法律用语上,因此,很多学者批评其“过于主观和模糊”。^[32]

由于以上种种问题,美国证券民事诉讼中的当事人经常连是否存在虚假陈述行为的这种前提性问题都很难预判,更遑论最终诉讼结果,这显然对于和解过程及赔偿率有重大影响。而在中国,前置条件解决了上述难题。著名的大庆联谊案就是实例。^[33] 本案中,2003年3月31日,证监会确定大庆联谊及其上市保荐人申银证券公司进行了虚假陈述,并进行了行政处罚;随后陈丽华等20多位投资者提起民事赔偿诉讼。申银证券公司进行抗辩,包括以下两个理由:一是自己“既不明知也未参与”大庆联谊的虚假陈述;二是要求承销商去“识别、查验和阻断”大庆联谊的虚假陈述,超出了其“能力和义务”。实际上,如果该案发生在美国,这两个理由都将非常有力,因为第一个理由对应着美国法上的关于行为人主观过错的要求,第二个理由对应着美国法上的尽职调查抗辩。

[30] Janet Cooper Alexander, *Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Action*, (1991) 43 Stan. L. Rev. 497.

[31] 426 US 438, at 449 (1976) per Marshall J.

[32] Richard C. Sauer, *The Changing Dimensions of Director Liability Under the Federal Securities Laws*, (2005) 37 Sec. Reg. & L. Rep. 413, 414; David I. Michaels, *An Empirical Study of Securities Litigation After Worldcom*, (2009) 40 (2) Rutgers Law Journal 319, 331.

[33] 陈丽华等23名投资人诉大庆联谊公司、申银证券公司虚假陈述侵权赔偿纠纷案,一审哈尔滨中院2004年8月19日判决;二审黑龙江高院2004年12月21日判决。

如上所述,这两个问题通常都非常困难,而且,本案中的虚假陈述主要是利润虚假,属于会计师的专家意见范围,美国1933年证券法第11节专门为承销商规定了依赖专家意见的免责抗辩,因此,在美国该案的诉讼前景很难预判,最终结果很可能就是原告没有信心将诉讼进行到底,从而选择和解,同意申银证券公司进行部分赔偿。^[34] 但在中国,由于上述问题已经通过证监会的行政处罚得以解决,原告就会坚持法院判决,要求全额赔偿。的确,在审理申银证券公司的上述抗辩时,一审法院只有简单的一句话,即“申银证券公司……未经认真审核,致使申报材料含有重大虚假信息”,但未解释什么才是“认真审核”,以及申银证券公司的审核为什么不是“认真”的,法院似乎是“只看结果,不过程”,即只要出了事,就是不认真的;同样,二审法院也是直接断定申银证券公司“未尽到法律所要求的勤勉、审慎注意义务,没有对……虚假陈述予以纠正……”,由于没有任何具体的论证推理,只好拿证监会当挡箭牌——“申银证券公司违法行为的内容和性质,已被中国证监会的行政处罚予以确认”。

正是由于以上原因,在美国,很多律师选择在证监会对于证券欺诈行为进行处罚之后提起民事诉讼,从而绕开对于违法行为事实认定的难点问题,增加诉讼的成功率和赔付率。Cox 和 Thomas 两位教授对此问题多次进行了专门的实证研究。2003年,他们收集了美国在1990与2001年之间的248宗证券欺诈案例,并将它们分为两组:第一组是在没有证监会处罚的情况下直接提起,第二组是在证监会已经做出处罚之后提起,然后对这两组案件的结果进行对比分析。结果发现,在第一组中,高达64%的案件赔付率低于10%,而第二组的这一案件比例只有46%;另外,在这一区间内,第一组中有大约25%案件的赔偿率低于2%,而第二组中没有一宗案件产生这么低的赔偿率。^[35] 两年后,这两位教授又

[34] 香港目前也是类似规定,允许保荐人依赖专家报告,但近期其证券市场出现很多保荐人问题,故香港证监会建议改革,让保荐人不能盲目依赖审计师等专家报告,而需要运用“专业性的怀疑精神和判断”对专家报告进行“评判性”审查。参见 Hong Kong Securities and Futures Commission, *Consultation Conclusions on the regulation of IPO sponsors* (12 December 2012), 31-34。

[35] James D. Cox and Randall S. Thomas, *SEC Enforcement Heuristics: An Empirical Inquiry*, (2003) 53 Duke Law Journal 737, 769-770。

做了一个类似的研究,时间跨度扩大到1990年到2003年,案件数量增加到389宗,发现证监会处罚的存在与民事诉讼的最终赔偿金额存在显著的正相关。^[36]上述的美国经验进一步印证了本文观点,即前置条件对于证券民事诉讼实现其赔偿功能具有重大的辅助效应。

2. 实体法规则的确定性

在虚假陈述民事诉讼中,除了上文提到的对于违法行为的事实认定之外,还有其他一些重要的实体法问题,比如,因果关系认定和赔偿金计算等。最高法院2003年司法解释对于这些问题进行了相当具体和清楚的规定,实际上在法律的预判性方面胜过美国的主要基于判例法的制度,让当事人对诉讼结果有更明确的预期,有助于提高案件最终的赔付率。^[37]由于这些实体法规则已有很多详细论述,本文就简要地以因果关系问题为例进行论述,并从实证的角度分析我国法院在处理这个问题上的一些最新发展。

因果关系认定是证券民事赔偿诉讼中的一个关键问题,直接影响原告能否获得赔偿以及赔偿多少。在本文的案例库中,因果关系问题是导致原告败诉或法院只判决部分赔偿的最主要原因。最高法院2003年司法解释的第18条实际上是一个举证责任倒置制度,借鉴了美国证券民事赔偿制度的欺诈市场理论,推定如果投资者在虚假陈述行为日和揭露日(或更正日)之间购买了相关证券,那么他们遭受的损失就与虚假陈述存在因果关系。当然,被告可以对此推定进行反驳,其中最常见的理由就是主张原告损失是市场系统风险引起的。最后,第20条还对几个重要时间点的认定作了进一步的具体规定,包括虚假陈述行为日、揭露日和更正日等。总体而言,最高法院2003年司法解释对于因果关系问题制定了相当清楚的规则。

另外,法院在审判实践中对于上述规则的解释和适用提供了进一步的指导,使其更为明确。在大唐电讯案中,^[38]大唐电讯在2005年11月

[36] James D. Cox and Randall S. Thomas, *Public and Private Enforcement of The Securities Laws: Have Things Changed Since Enron?*, (2005)80(3) Notre Dame Law Review 893.

[37] 需要注意的是,规则的适当性与预判性是两个不同的问题,本文在此关注的重点不是最高法院2003年司法解释中实体规则的适当性,而是其预判性及其对于诉讼的影响。

[38] 陈祖灵诉大唐电信科技股份有限公司证券虚假陈述赔偿纠纷案,北京市第一中级人民法院民事判决书,(2009)一中民初字第8216号。

8日在《中国证券报》公告了自己正在接受证监会关于虚假陈述问题的调查;大约两年后的2007年8月20日,证监会下达了关于行政处罚的初步通知;2008年5月26日,证监会作出了正式的行政处罚。那么,在这三个日子中,哪一个是虚假陈述揭露日呢?原告认为是上述的第二个日子,即2007年8月20日,而被告认为是第一个日子,即2005年11月8日。法院最终采纳了被告观点,理由有三个:第一,关于证监会调查的公告是第一次出现在全国流通的报纸上;第二,虽然公告内容是证监会展开调查而不是最终的处罚决定,但这足以构成对于虚假陈述行为的揭露,因为调查是证监会正式发起的,这足以引起理性投资者的警觉,而且,在该公告之后,大唐电讯的股价大幅跳水,表明该消息已经有效地传递到市场,并具有重大性影响;第三,证监会关于行政处罚的初步通知只是一个对于大唐电讯虚假陈述行为的后续披露,而不是第一次披露。应当说,法院的这个判决符合逻辑和立法原意,为类似问题的解决提供了参考。

在南通科技案中,市场系统风险的认定是案件的主要问题。^[39] 本案中,被告南通科技在2001年3月30日发布的年度报告中进行了虚假陈述,原告在此之后购买了被告的股票,并在虚假陈述行为揭露日(2002年5月30日)之后卖出部分股票,最终遭受了重大损失。本案中双方当事人对于虚假陈述行为日和揭露日都没有争议,但被告认为,在计算原告损失时,应当考虑市场系统风险的因素。江苏高院认为,第一,在虚假陈述行为日和揭露日之间,股票市场整体确实大幅下降,故应当考虑此因素;第二,在如何计算市场系统风险的影响时,应当综合考虑各种市场指数,包括上证综合指数和具体行业指数等。值得指出的是,由于这些问题非常专业,法院借助了上海交通大学安泰经济管理学院两位教授的专家证言,对于最终损失金额的确定起到了重大作用。在司法实践中,是否扣除系统风险和怎样扣除系统风险,是原被告经常争论的焦点。本案法院对于市场系统风险问题的法律处理,以及使用专家证言的做法,都是创新之举,且效果良好,很有参考价值。

[39] 苏万福与南通科技投资集团公司虚假证券信息纠纷上诉案,江苏省高级人民法院民事判决书,(2007)苏民二终字第0112号。

综上,只要法院公正执法,因果关系问题的处理还是具有较好的预判性。同样,对于赔偿金的计算方法,最高法院2003年司法解释第30到33条也提供了比较明确的规定。虽然这种计算方法的适当性尚有争议,但不可否认的是,它至少提供了一个统一的、确定的计算标准,从而便利了案件审理,也让当事人能够更好地预测诉讼结果。^[40]事实上,要找到一个完美的、让所有人都满意的计算方法几乎是不可能的。在美国,判例法上存在很多不同的计算方法,^[41]而当事人很难预测法院最后到底会采取何种方法。其结果是,面对来自于虚假陈述行为认定、因果关系认定以及赔偿金额计算方法等各方面的不确定性,他们很难对于诉讼结果进行预测,从而影响了最终的赔付率。^[42]

3. 被告的抗辩动力

在证券民事赔偿诉讼中,董事和高管人员都是潜在的被告。显然,与公司责任相比,个人责任会促使被告公司的董事和高管人员更加积极地抗辩,并尽力降低赔偿金额。在美国,董事和高管人员都有法律责任保险,他们在证券民事诉讼中的和解费用通常都是保险公司支付而不需要自掏腰包,因此,他们愿意达成和解并支付和解金额。^[43]但是,在中国,目前董事和高管人员购买类似的责任保险的做法并不普遍,那么,最

[40] 冯果:“虚假陈述侵权的认定及赔偿”,载《中国法学》2003年第2期;Zhu, Sanzhu, *Civil Litigation Arising from False Statements on China's Securities Market*, (2005) 31 North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation 377. 当然,上述计算方法在一些细节方面仍存在需要进一步明确之处。比如,对于“平均价格”一词,法院有不同理解,包括算术平均、加权平均、移动加权平均等。

[41] 比如,实际损失算法(out-of-pocket measure);修正的实际损失算法(modified out-of-pocket measure);交易利益算法(benefit-of-bargain measure);间接损失算法(measure of consequential damages);合同撤销赔偿算法(measure of rescission);意外得利算法(windfall-profits measure)等。关于这些计算方法的详细论述,参见Robert Thompson, “Simplicity and Certainty” in *the Measure of Recovery Under Rule 10b-5*, (1996) 51 Bus Law 1177; Hui Huang, *International Securities Markets: Insider Trading Law in China* (London, Kluwer Law International, 2006), 256-274。

[42] Janet Cooper Alexander, *Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Action*, (1991) 43 Stan. L. Rev. 497.

[43] John C. Coffee, Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implementation* (2006) 106 Columbia Law Review 1534.

终是谁承担了支付赔偿金额的责任呢?

本文发现,公司董事和高管人员承担个人责任而支付赔偿金额的情况很少。首先,在很多案例中,公司董事和高管人员根本就没有被列为共同被告。其次,即使有些案例中开始将公司董事和高管人员列为了共同被告,但在后面的调解、和解过程中,几乎无一例外地都将他们从被告的名单中剔除了。这可能是原告方的谈判策略:以放弃对公司董事和高管人员个人责任的追究为条件,换取被告公司同意一个更加有利于原告方的和解方案。

另外,让公司董事和高管人员更加愿意接受公司赔偿责任的一个做法是,赔偿责任最终不是由上市公司承担,而是上市公司的控股股东承担。在有些案件中,控股股东直接列为共同被告。比如,在东方电子案中,东方电子的母公司,即东方电子集团,就是一名共同被告,最终正是由它以东方电子股票的形式向原告进行赔偿。在另外一些案件中,被告公司的控股股东没有列为共同被告,但最终还是由控股股东支付赔偿,在大庆联谊案和银广夏等案件中就是这种情况。总之,由于被告公司自己最终不承担赔偿责任,公司的董事和高管人员对于赔偿要求的反抗自然也就相应减弱。

控股股东经常承担最终赔偿责任的原因在于,第一,有些被告公司无力支付赔偿,如果控股股东不施以援手,被告公司将面临退市和破产,这当然不是控股股东希望看到的结果。第二,根据最高法院 2003 年司法解释第 22 条,如果控股股东操纵被告公司进行了虚假陈述,那么,在被告公司承担赔偿责任后可以向控股股东进行追偿。因此,无论控股股东是否列为共同被告,最终都有赔偿支付义务。第三,很多被告公司的控股股东都是国企,在一定程度上需要承担维稳的政治任务,从而更愿意支付赔偿,以避免群体纠纷的扩大和升级。

不管原因如何,这个控股股东最终承担赔偿责任的模式具有积极意义。在美国的证券民事诉讼中,上市公司通常承担赔偿责任,这种模式被学者猛烈批评,认为其没有实现真正的赔偿功能,而不过是将投资者的财富从一个口袋转移到另一个口袋。^[44]但是,如果赔偿责任是由控

[44] See e. g., Janet Cooper Alexander, *Rethinking Damages in Securities Class Actions*, (1996)48 Stan. L. Rev., 1487.

股股东承担,那就不会出现这种财富转移效应,因虚假陈述而获得赔偿的投资者将获得财富的净增长,同时,这对于操纵上市公司进行虚假陈述的控股股东也能产生更有效的威慑。

五、分析与建议

(一)前置条件应该废除吗?

很多人建议,我国应当废除证券虚假陈述民事诉讼制度的前置条件,认为其不当地限制了诉讼的提起。但是,利用本文的实证数据,笔者对此提出质疑,理由主要有以下几点。

首先,如前所述,在满足前置条件的、本可以提起的案件中,实际上只提起了大约25.7%的案件。这说明即使在前置条件的规定下,我国证券虚假陈述民事案件的提起数量还有很大的增长空间。换言之,前置条件尚未成为限制诉讼提起的重大瓶颈,并不需要立即废除。

其次,本文发现,前置条件对于提升虚假陈述民事诉讼的赔付率具有积极的辅助效应。我国证券虚假陈述民事诉讼的赔付率远高于美国,其中一个重要原因就是前置条件解决了一些诉讼过程中很难处理的法律和举证问题。前置条件的这个辅助效应在美国的证券欺诈诉讼中也已经通过实证研究得到了确认,即那些在证监会进行处罚之后再提起的诉讼的赔付率显著高于那些没有证监会处罚而直接提起的诉讼。^[45]

再次,对于证券民事诉讼进行限制正是近年来美国在该领域的努力方向,我国的前置条件限制符合这一发展潮流。在美国,以集团诉讼形式进行的证券民事诉讼出现了严重的滥用问题,促使美国国会自从20世纪90年代起就在一直努力限制该类诉讼的提起,主要包括1995年的《私人证券诉讼改革法》和1998年的《证券诉讼统一标准法》。近来美国有学者指出,由于证券民事诉讼的实体法非常宽泛和模糊,容易导致民事诉讼的过度威慑效应,建议授权美国证监会事先批准证券私人诉讼的

[45] 参见前文第四部分第(二)节。

提起。^[46]显然,我国的前置条件规则在一定程度上契合了这一改革思路。

最后,前置条件对于证券民事诉讼的限制也符合我国当前的国情。最高法院当初解释为什么要设立前置条件规则时就坦承,中国法院尚缺乏审理证券民事赔偿诉讼所需要的资源和技能,^[47]因此,法院需要借助证监会等监管机关对于证券违法行为的专业认定,并制止诉讼的失控和蔓延。应当讲,至少在现阶段,这个做法是比较务实和理性的,废除前置条件而完全放开证券民事诉讼应当等到法院在各方面做好了准备才能实行,否则,不但投资者保护的目难以实现,而且法院体系也可能不堪重负而崩溃。

当然,主张目前不废除前置条件并不意味着前置条件不需要改革。前置条件的问题在于其范围太窄,故改革的进路是循序渐进,逐步扩大前置条件的范围,直至最后完全放开。从前文的实证数据看,绝大部分的证券民事诉讼都是根据证监会的行政处罚提起的,这使证券民事诉讼几乎完全与证监会的行政执法相重合,而没有作为所谓的“私人总检察官”去补充证监会行政执法的不足。笔者建议,一方面,应当允许对于在证监会行政处罚中没有涵盖的潜在被告提起诉讼。在ST九州案中,证监会只处罚了上市公司,因此,对于其他的潜在被告,比如ST九州的保荐人,法院认为不能提起诉讼。笔者认为,这过度限制了证券民事诉讼的范围,更好的做法是,允许其他与案件有关的潜在被告进入诉讼;不过,由于证监会没有对于他们进行处罚,原告就需要举证他们也参与了虚假陈述行为并需要为此负责。另一方面,符合前置条件的处罚主体范围应当扩大,即除了证监会的行政处罚之外,可以考虑扩展到证券交易所的处罚。证券交易所承担着一线监管的职责,实时跟踪市场,能够对于违规行为采取诸如责令改正、通报批评和公开谴责等监管措施。实证研究显示,证券交易所的上述处罚具有很好的效果,已经获得市场广泛的认同,^[48]因此,可以将它们也纳入前置条件的范围。

[46] Amanda M. Rose, *Reforming Securities Litigation Reform: Restructuring the Relationship between Public and Private Enforcement of Rule 10b-5*, (2008) 108 Columbia Law Review 1301.

[47] 彭冰:《中国证券法学》,高等教育出版社2005年版,第452页。

[48] Benjamin L. Liebman & Curtis J. Milhaupt, *Reputational Sanctions in China's Securities Market*, (2008) 108 Columbia Law Review 929.

(二) 中国急需引入美国式集团诉讼吗?

前文提到,中国的证券民事诉讼采用单独诉讼或共同诉讼,而没有采用集团诉讼,目前对此批评很多,建议尽快引入美国式证券集团诉讼制度的呼声很高。其中的一个主要批评是,中国的证券民事诉讼采取单独诉讼和共同诉讼,而不是合并为一个集团诉讼,从而浪费了有限的司法资源。表面上看,这个批评似乎很有道理,但实际情况到底如何?资源浪费问题是否真的很严重?

首先,在本文收集到的很多案例中,原告人数实际上都不是很多,分拆受理的案件数量也不大,像东方电子那样原告人数将近七千、案件数量超过两千的超级大案属于特例。因此,总体而言,诉讼形式对于案件数量的影响并没有很多人想象的那么大。

更重要的是,即使一个虚假陈述行为产生了数量很大的案件,分别审理这些案件与将它们合并为一个集团诉讼所占用的司法资源并没有太大区别。根据我与法官的访谈,在审判实践中,面对同一个虚假陈述行为引发的很多民事赔偿案件,法院会选择某些案件作为典型案件先行审理,然后将其结果类推适用于其他案件。^[49] 在迄今涉及原告人数最多的东方电子案中,青岛中院就采取了上述做法。2004年8月24日,法院先审理了陈鸿君案,解决了诉讼主体资格、虚假陈述实施日、揭露日、损失计算基准日、市场系统风险因素和损失计算方法等法律问题,然后在其他案件中,上述问题不再重复审理,而是直接适用典型案件的结果。这样,在后续的案件审理中,法院的工作就大为简化,只剩下为其他原告进行赔偿金额的数学计算了。值得一提的是,青岛中院还为此案开发了计算赔偿金额的软件,输入相关数据就能自动计算出每位投资者的可赔金额;另外,又开发了自动生成《民事调解书》的软件,只需输入原被告双方的身份资料和赔偿金额等相关数据,一份份《民事调解书》便迅速生成。

以上各种创新举措大大减少了司法资源的耗费,同时保证了案件审

[49] 法官访谈,2011-10。目前我国法官的业绩考核标准之一是案件数量,因此法官有动力将案件分拆。这样,案件数量上升,但法官的实际工作量并不会按同等比例上升。

理的一致性。实际上,即使采用集团诉讼模式,法院也同样需要去解决那些具体问题,比如,为每个原告分别计算赔偿金额等,从而花费的司法资源也应当是等量的。当然,在美国,由于各种原因,证券集团诉讼都是和解结案,法院无须判决,但法院需要对和解协议进行审查,包括和解数额及其分配等问题,^[50]因此,美国集团诉讼模式下的司法资源耗费是否就一定低于我国目前的诉讼模式,尚不完全清楚。在没有对此问题进行实证研究并获得数据支持之前,就引入美国式集团诉讼模式,至少是过于草率的。

另一个常见的批评是,在现行的诉讼形式下,诉讼费用问题阻碍了原告投资者提起诉讼。同样,虽然这个批评有一定道理,但言过其实。诉讼费用通常包括律师费和法院受理费。如前所述,现实中律师费已经采用风险代理收费,因此律师费基本上不是问题。对于法院受理费,诉讼形式是有一些不利于原告的影响:法院受理费是按照诉讼标的的递减比率收取的,因此,将所有案件合并为一个集团诉讼的受理费将低于将案件分拆的受理费的总和。但是,在很多案件中,这种差别并不大。另外,相对于诉讼利益而言,我国法院受理费的收取比率本来就不高,总体尚属合理;最后,在我国,一旦原告胜诉,案件受理费将最终由被告承担,这样原告当初预付的受理费将获返还。因此,在访谈中,律师的总体观点是,如果法院受理费能够降低,那肯定是好事,但目前的费用水平对于诉讼提起也没有太大影响。^[51]

总之,虽然我国现行的证券民事诉讼形式存在一些问题,但严重程度远没有批评者想象的那么大,并不是一个当前紧迫的改革任务。实际上,如果我们的法院都能公正、有效地利用现有的诉讼形式审理证券民事诉讼,其效果就足以让人满意了。但遗憾的是,真正的问题出在法院,他们没有公正、有效地利用现有的制度资源。

最后,即使我国的现行制度有不足,引入美国证券集团诉讼就是解决方案吗?在这个问题上,我们必须慎重:一是美国的集团诉讼本身也有很

[50] Janet Cooper Alexander, *Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Action*, (1991)43 Stan. L. Rev. 497.

[51] 律师访谈,2012-5,2012-16,2013-3。

多弊端,比如诉讼滥用、和解逼迫和和解勾结;二是其移植过程存在本土化问题,需要考虑相关的配套机制。^[52] 在1995年的《私人证券诉讼改革法》通过之前,美国证券集团诉讼的一个核心问题就是所谓的“职业原告”与律师狼狈为奸,前者持有很多公司的股票,但每家公司的持股量都不多,他们出任证券民事诉讼的原告,并从律师那里获取报酬,造成诉讼泛滥。^[53] 1995年改革的一个主要对策是引入所谓的“首席原告”,其选任标准不是原来的先到先得而是最大诉讼利益,因此通常都是机构投资者充当首席原告,并由其对于律师行为进行监督;而且集团诉讼律师须经法院审查同意。实证研究发现,首席原告的引入并没有提升赔付率,仅在一定程度上提升了和解赔偿金额。^[54] 既然美国证券集团诉讼的法律改革效果有限,那它是否还值得我国借鉴?另外,我国能否借鉴也尚存疑问——目前我国的机构投资者有能力并愿意去担当首席原告的重任吗?

另外,很多人推崇美国证券集团诉讼中的“明示退出”(opt-out)机制,认为该机制有利于诉讼的提起,但几乎无人注意到诉讼结果执行的相关问题。美国的证券集团诉讼可以大致分为三个阶段:一是诉讼提起阶段,二是和解阶段,三是执行阶段。在诉讼提起阶段,律师向投资者发出诉讼通知,如果投资者不明确表示退出,就是默认加入诉讼,这确实有利于律师计算赔偿诉求金额并提起诉讼;为了防止滥诉,美国1995年的《私人证券诉讼改革法》增设了一系列的实体和程序要件,原告律师必须证明案件满足这些要件,否则法院不予受理,直接驳回。如果案件受理,原告律师就几乎是大功告成,因为现实中诉讼双方几乎总是选择和解,在法院的监督下达成和解协议,这便是集团诉讼的第二个阶段。和解协议达成后就是执行阶段,由一个称为“和解管理人”(settlement

[52] 参见耿利航:“群体诉讼与司法局限性——以证券欺诈民事集团诉讼为例”,载《法学研究》2006年第3期;蓝燕:“证券民事赔偿诉讼方式探究——以最高人民法院司法解释为出发点”,载《法制与经济》2006年第4期。

[53] Janet Cooper Alexander, *Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Action*, (1991)43 Stan. L. Rev. 497; John C. Coffee, *Understanding the Plaintiff's Attorneys: The Implications of Economic Theory for Private Enforcement of Law Through Class and Derivative Actions*, (1986)86 Colum. L. Rev. 669.

[54] James D. Cox and Randall S. Thomas, *Does the plaintiff matter? An empirical analysis of lead plaintiffs in securities class actions*, (2006)106 Colum. L. Rev. 1587.

administrator)的机构具体负责,这个机构由法院任命或由律师选择,执行方案和结果都要向法院报告。

但是,现实中在执行阶段真正参加和解赔偿金分配的投资者很少。实证研究发现,即使对于通常被认为是股东积极主义践行者的机构投资者而言,实际上参加分配和解赔偿金的人数比例也只有大约28%,换言之,有大约72%的机构投资者原告都没有获得任何赔偿。^[55] 这里的原因很多,其中很重要的一个就是通知问题,即投资者在诉讼提起阶段根本就没有收到要求明确退出诉讼的通知,在执行阶段也没有收到参加分配和解赔偿金的通知。导致通知出问题的因素也很多,比如,无法获取相关投资者的联系方式,或者他们的联系方式不对,或者信息传递链条太长;当然,这里也可能存在懈怠甚至故意不通知的问题,因为最后申请参加分配的投资者越少,和解管理人的工作就越少,而实际参加分配的投资者获得的金额也越多,因此,如果这个环节缺乏有效监督,很可能导致分配不公甚至腐败。另外,和解管理人在收到投资者关于参加赔偿金分配的请求后需要进行审查,并决定该投资者的具体赔偿金额,这个过程显然也容易出问题并引起争议。在美国,法院在上述问题上扮演了关键的监督角色,但是,我国法院目前有能力并愿意去扮演同样的角色吗?

(三)如何在现有环境下提升法律实施效果?

如前所述,中国证券虚假陈述民事赔偿诉讼的主要问题不在于实体规则,也不在于诉讼形式,而是有些法院在现实中没有公正、有效地执行这些规则。如何应对这一现状呢?由于种种现实原因,全国法院显然不可能在一夜之间都变得独立、公正和有效。^[56] 因此,在提出对策建议时,

[55] James D. Cox & Randall S. Thomas, *Leaving money on the table: Do institutional investors fail to file claims in securities class actions?* (2002) 80 *Washington University Law Quarterly* 855; James D. Cox & Randall S. Thomas, *Letting billions slip through your fingers: Empirical evidence and legal implications of the failure of financial institutions to participate in securities class action settlements*, (2005) 58 *Stanford Law Review* 411.

[56] 2013年5月10日,证监会通报了万福生科欺诈发行及相关中介机构违法违规案,作为保荐人的平安证券设立专项赔偿基金,引起广泛关注。这实际上是司法途径之外的一个金融纠纷解决机制,正反映了目前司法途径的无效,不过,该机制是否真正有效,尚待观察,且更重要的是,采用该机制需具备多方面条件,比如相关主体的主观意愿和客观条件,带有很大的特殊性,故只能补充而不能替代司法途径。

我们必须充分考虑中国的国情,采取理性和务实的态度。我认为,在现阶段,应当允许投资者既可以在被告公司的所在地起诉,也可以在被告公司的上市地起诉,包括拥有证券交易所的上海和深圳,以及拥有新三板市场的北京、天津和武汉。^[57] 下面将探讨此改革建议的必要性和可行性。

在必要性方面,上述的改革建议有助于缓解以下两个重要问题:第一,全国法院审判水平参差不齐的问题。在目前的规则下,证券民事赔偿诉讼是由被告公司所在地的中级人民法院管辖,由于上市公司来自全国各地,故管辖法院也是散布于全国各地,如下表所示:

表 5

法院	案件数量	百分比
上海市	9	14%
上海一中院(5);上海二中院(4)		
杭州市中院	5	8%
深圳市中院	4	6%
青岛市中院	4	6%
北京市	3	5%
北京一中院(2);北京二中院(1)		
重庆市	3	5%
重庆一中院(1);重庆五中院(2)		
案件数量为 2~3 件的地区	29	44%
哈尔滨中院(3);广州中院(3);沈阳中院(3);成都中院(3);济南中院(3);昆明中院(2);福州中院(2);兰州中院(2);银川中院(2);长沙中院(2);厦门中院(2);武汉中院(2)		
案件数量为 1 件的地区	8	12%
天津二中院;郑州中院;南京中院;海口中院;西宁中院;西安中院;南宁中院;贵阳中院		
总数	65	100%

[57] 最高人民法院 2003 年司法解释第 2 条对于证券市场的界定包括三板市场。2005 年,武汉中院受理了中国三板市场的第一宗证券虚假陈述民事赔偿案,即生态农业案。2012 年 8 月 3 日,中国证监会宣布,经国务院批准,决定扩大非上市股份公司股份转让试点,首批扩大试点除北京中关村科技园区外,新增上海张江高新技术产业开发区,武汉东湖新技术产业开发区和天津滨海高新区。

总体而言,北京、上海、深圳、天津和武汉五处上市地的法院在司法资源、法官素质和审判经验等方面都有一定优势,更有能力审理高度专业化和复杂的证券民事诉讼,从而提升司法效率和质量。另外,其他一些地区的法院,如杭州、成都、青岛和哈尔滨等,已经审理过不少证券虚假陈述民事案件,其中一些还非常有影响力,因此,本文的改革建议不是强制性地在全国范围的证券民事诉讼都交给公司上市地的法院审理,而是让投资者在被告所在地的法院和上市地的法院之间进行选择。

第二,也是更为重要的问题,是地方保护主义。我国的上市公司大部分都是由以前的国企改革而来,是地方的支柱产业和利税大户,因此,投资者提起诉讼让上市公司赔偿,自然就与地方利益严重冲突,从而引起地方保护主义。现实中,这种地方保护主义非常强大,而法院受制于人事和财政等因素,很难保持独立和公正的立场。鉴于此,应当允许投资者不在被告公司的所在地起诉,而选择在其上市地起诉。

当然,这里有一个潜在的问题:以上提到的五个上市地对于本地公司是不是仍会采取地方保护主义?我的看法是,这个问题应当不会太大。第一,那些城市,特别是北京、上海和深圳,都处在我国改革开放的最前沿,是全国性甚至世界性大都市,政府的地方保护主义弊病相对较少。第二,那些城市都是我国的经济发展龙头地区,有比较多的上市公司,因此,通常而言,对于个别上市公司进行地方保护主义的必要性没有其他地区那么大。比如,截至2012年3月底,来自上海本地的在上海证券交易所的上市公司数量是159家,而来自宁夏回族自治区的上市公司总数只有4家,显然,宁夏的一家上市公司对于当地政府的重要性远远超过上海的情况。第三,对于上述五个上市地的政府而言,它们在地方保护主义问题上会比较谨慎,因为它们拥有的证券市场本身就是重大利益。如果它们过度袒护本地公司,将损害其证券市场的发展,最终得不偿失。

在可行性方面,本文的改革建议充分考虑了现实情况。首先,它与我国现行的法律框架衔接良好。根据2012年修订后的民事诉讼法第28条,因侵权行为提起的诉讼,由侵权行为地或者被告住所地人民法院管辖。根据证券法第70条,依法必须披露的信息,应当在国务院证券监督管理机构指定的媒体发布,同时将其置备于公司住所、证券交易所,供社

会公众查阅。因此,从法理上讲,证券交易所可视为侵权行为地,从而其所在地的法院具有管辖权。其次,五个上市地的法院应当有能力承担起证券民事诉讼案件的审判任务。如表5所示,上海的法院审理了多达9宗案件,居全国之首,加上深圳、北京、天津和武汉等地法院的案件,总数多达19件,接近全国案件的三分之一。另外,由于投资者可以选择法院,因此不是所有的案件都将集中在上述五个城市的法院审理,这样就减轻了后者的审判压力。最后,上述五个城市的当地政府应当都有动力去投入更多资源、进一步提升其金融纠纷解决能力,因为它们都有建设和巩固其金融市场的重大需求,而提升金融纠纷解决能力正是发展金融市场的一个关键举措。比如,近年来,上海的法院已经建立了专门的金融审判庭,加强其审理包括证券案件在内的金融案件的能力。

六、结论

本文对于我国证券虚假陈述民事赔偿制度在其第一个十年期间的实施情况进行了全面而深入的实证研究。总体而言,从案件数量和赔偿率等方面看,该制度得到了积极运用,并取得了一定成效。

但是,我国证券虚假陈述民事赔偿案件的提起率低下,即数量远低于预期,究其原因,有以下发现:第一,实际提起的案件只占满足前置条件、从而本来可以提起诉讼的案件总数的很小一部分,因此,现实中前置条件对于案件提起的限制并没有像很多人认为的那样严重;第二,我国已经涌现了很多具有企业家精神的证券维权律师,他们在背后大力推动着证券民事赔偿诉讼,因此,我国证券虚假陈述民事赔偿案件的提起率低下也不是由于缺乏律师造成的;第三,法院在立案、审理、判决和执行等各个环节存在的问题其实是造成证券民事诉讼提起率低下的主要因素。

在案件质量方面,我国证券民事诉讼的赔付率显著高于美国,这可能得益于以下几个因素:第一,前置条件对于后续的民事诉讼具有辅助效应,即前置条件解决了民事诉讼本来需要面对的很多法律和举证难题,包括虚假陈述行为的事实认定等。第二,2003年最高法院司法解释

对于证券虚假陈述民事诉讼进行了比较明确的规定,从而提升了案件结果的可预判性。第三,虽然被告公司的董事和高管人员是潜在被告,但现实中他们很少被列为共同被告,即使一开始列入但后来几乎都撤销,因此,他们很少承担个人赔偿责任,从而抗辩的动力也相应减少。

总之,目前我国证券虚假陈述民事赔偿诉讼制度的主要问题不在于实体规则,也不在于诉讼形式,而是有些法院在现实中没有公正、有效地执行这些规则。基于此,本文提出以下政策建议:第一,现阶段无需废除前置条件,但应逐步扩大满足前置条件的处罚类型和范围;第二,虽然目前的证券民事诉讼形式有一些问题,但严重程度远没有批评者想象的那么大,并无迫切需要引入美国式集团诉讼形式;第三,鉴于法院的地方保护和专业素质等问题,应允许投资者既可在被告公司的所在地起诉,也可在其上市地起诉。