

“虚假陈述证券民事诉讼” 法律实效研究

何朝丹*

摘要:本文以虚假陈述证券民事诉讼的法律实效为研究的切入点,分析了作为私人执行的证券民事诉讼对于威慑证券违法行为、保护投资者权益、促进证券市场发展所具有的重要意义,并将 2003 年证券民事诉讼开闸以来虚假陈述证券民事诉讼的具体实施情况予以了回顾和分析,研究发现,由于诉讼成本高、诉讼难度大等原因,近年来,证券民事诉讼案件数量及投资者参与度持续走低,迫切需要对现行的证券民事诉讼制度予以改革。

关键词:证券民事诉讼 私人执行 法律实施

证券民事诉讼制度是保障证券法实施的一项重要配套法规,如果说证券法的核心要义是保护投资者,那么证券民事诉讼制度就是保障受损害的投资者获得民事赔偿救济的重要武器,它将法律所赋予投资者的“纸上的权利”转化为“现实中的权利”。伴随着 2003 年 1 月 9 日最高人民法院《关于

* 中山大学经济学博士,世纪证券有限责任公司投资银行部高级业务经理。

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》(法释[2003]2号)的出台,我国的证券民事赔偿诉讼正式拉开了序幕。然而,一纸法令的颁行并不意味着法律会自动成为人们的行为准则,并形成规范、有序的社会秩序。要考察投资者的权利在现实中能得到多少切实有效的保障,我们应更多地把研究和分析的视野由“书本中的法”转向“行动中的法”,本文就试图对我国证券民事诉讼制度的实施效果进行探讨,分析其在实施过程中遇到的问题以及其是否达到预定的立法意图,并对其弊端进行改革的方向提出建议。

一、虚假陈述证券民事诉讼的法律实施背景

2011年的“中国概念股风波”引起了业界的广泛关注,继2010年13家在美上市中国企业遭遇证券集团诉讼后,2011年上半年被诉上市公司数量激增至22家,占美国全部证券集团诉讼案件的1/4,在美上市的中国企业遭遇自赴美上市以来最严重的信任危机。^①涉嫌虚假陈述成为这些企业被诉的一个共同原因,相比之下,中国A股市场似乎从未出现过如此惨烈的情况,并非A股上市企业都是模范守法的“优等生”,即便一些A股上市公司造假手段更为粗劣,虚假陈述更为严重,但远无须付出如此沉痛的代价,虽然我国也确立了证券民事诉讼制度,但中美两国证券监管执法的实施力度和对虚假陈述违法行为的威慑效果却迥然有别。

(一) 证券民事诉讼的意义——私人执行

美国法律学者在研究法律对社会生活的干预时通常有三种维度的分类:(1)从干预的时间来看,包括行为前的干预、行为后伤害前的干预、伤害后的干预;(2)从干预的形式来看,包括惩罚在内的各种法律责任的追究;(3)从法律程序的启动方或参与方来看,包括公共执行

^① 参见“‘中国概念股兵败美国’内幕”,载《环球时报》,转引自中国网,http://www.china.com.cn/international/txt/2011-06/22/content_22839466.htm,2011年6月22日最后访问。

(public enforcement) 和私人执行 (private enforcement)。^② 在证券法的实施中,公共执行指的是负有证券市场监管责任的政府机构、官方权威对证券违法行为进行调查、处罚;私人执行指的是受损害的个人投资者向法院提出民事赔偿诉讼。美国的证券监管与世界其他国家相比的一个重要特征就是高度重视私人执行在证券法实施中的作用,私人执行在某种程度上也就成了证券民事诉讼的代名词。

在证券法的实施中,公共执行主要是为了制止证券欺诈行为以提升社会公共利益,保证证券市场的效率与公平;私人执行的目的是主要是补偿受证券欺诈行为损害的投资者,使侵权行为的受损方获得补偿。公共执行的优势在于:(1)单一的公共执法者在决定惩罚力度时能够合理考虑社会成本和案件侦破率,可以设定最优的金钱或非金钱惩罚;(2)公共执法者具有私人所不具备的强制力保障的调查权、更强的专业知识、更多的信息来源;(3)对于隐蔽的证券违法行为,人们并不清楚谁才是施害者的时候,公共执行会更加有效。但另一方面,公共执行也有着自身不可避免的一些缺陷:(1)监管机构的执法力度往往受制于预算约束,预算和人员配备的不足会削弱其监管力度,监管机构并没有足够的资源来保护投资者免受欺诈、市场操纵、上市公司虚假陈述的伤害;(2)政府主导的公共执行容易产生官僚主义作风和监管低效率;(3)根据政府规制俘获理论^③的研究,监管者可能被监管对象俘获而成为其同谋,证券监管的公共执行同样会因监管俘获而大打折扣。例如,美国证券交易委员会 (SEC) 被指责在金融危机中监管失败的一个重要原因就是,类似于“旋转门”,SEC 的很多职员将其在 SEC 的工作视为以后到高薪的华尔街工作的一个跳板,由于想维持与华尔街的良好关系,其在执行证券法时有可能“睁一只眼闭一只眼”,而从 SEC 离职的那些要员也有可能去运用其威望和影响力使 SEC 向其华尔街的新雇

^② Steven Shavell, *Foundations of Economic Analysis of Law*, Cambridge: Belknap Press of Harvard University Press, 2004, p. 230.

^③ 规制俘获理论 (regulatory capture theory) 是政府规制理论的重要内容,它将政治学的有关理论及分析方法引入对政府规制目标和效果的研究,从而大大地拓展了政府规制研究的视野。规制俘虏理论的基本观点是:不管规制方案如何设计,规制机构对某个产业的规制实际是被这个产业“俘虏”,其含义是规制提高了产业利润而不是社会福利。

主利益倾斜。

私人执行首先从法理上体现为一种矫正正义,人们通过启动诉讼程序来维护自己受到损害的实体权利,是对法定权利的一种天然捍卫,将失衡的法律关系重新恢复到一种善与恶的均衡状态。而且,私人执行对于证券违法行为构成了有力的威慑,它可以有效弥补公共执行的不足,是公共执行必不可少的一种补充机制。美国《证券法》和《证券交易法》的主要起草人兰迪斯(James M. Landis)认为,保障投资者的损失得到有效补偿对于增强市场参与者执行证券法的积极性而言至关重要。La Porta, Lopez - de - Silanes 和 Shleifer (2005 年)在“证券法中是什么在发挥作用?”一文中,用实证数据研究了 49 个国家中证券法对资本市场发展的作用,其研究结论认为,公共执行对资本市场的发展收效甚微,而通过信息披露和责任规则便于私人执行的法则与资本市场的发展关系重大。^④此外,世界银行 2006 年研究报告指出,在银行和证券市场中,私人监督和执行的相关参数在推动市场发展方面甚至比公共执行机制更为有效。^⑤

(二) 执行无力的中国证券监管——没有牙的老虎

美国哥伦比亚大学法学院教授 Coffee (2007 年)考察了不同国家证券监管执行力度的差异,研究认为普通法系国家证券监管执法总体来看要优于大陆法系国家,而在这些国家中处于突出地位的是美国,从证券处罚案件的数量和惩罚力度来看,在美国无论是公共还是私人的执行力度都明显更强,不仅美国的 SEC 对证券违法者提起巨额罚款的执法诉讼,而且,集团诉讼的私人执行使违法者面临更为沉重的金钱赔偿负担。^⑥意大利学者 Ferrarini 和 Giudici (2005 年)以意大利 Parmalat 公司丑闻为例,探讨是否更多的政府监管就能预防金融欺诈,分析认

^④ Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes and Andrei Shleifer, *What Works in Securities Laws?* Tuck School of Business Working Paper No. 03 - 22; AFA 2005 Philadelphia Meetings.

^⑤ World Bank, 2006b. *Institutional Foundations for Financial Markets*, <http://siteresources.worldbank.org/inttopaccfinser/Resources/Institutional.pdf>.

^⑥ John C. Coffee, *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, Columbia Law and Economics Working Paper No. 304, March 9, 2007.

为,欧洲很多国家对于证券市场更多地依赖监管和公共执法,但在私人执法方面却明显不足,虽然从法律条文来看甚至比普通法系国家更加严格,但是执法无力,欧洲大陆法系国家虽然移植美国的证券监管和公司治理模式,但却没有引入与之配套的重要的投资者保护机制——证券民事诉讼制度。Parmalat 公司在意大利和美国同时上市,美国的投资者可以提起民事诉讼来进行救济,但意大利的投资者却对此无可奈何。^⑦

同样,中国的证券法规也大多是对境外成熟资本市场的法律移植,然而,常被人诟病的是,我们尽管从法律条文上确立了严格的证券监管,但法律的执行却软弱无力,如同一只没有牙的老虎,虚有其表而已。从公共执行来看,有学者对中美两国的证券执法数据进行了对比分析,从2002年至2004年间,美国证券交易委员会(SEC)所提起的证券执法诉讼平均每年为639宗,而中国证监会(CSRC)的同期数据仅为每年33.6宗;不仅SEC的执法案件数量远远超过中国,而且处罚金额也同样相差悬殊,以2008年的数据为例,2008年SEC提起的诉讼案件中没收非法赢利及要求违法者支付的罚金总计达到10.3亿美元,是中国CSRC同期数据46.83万美元的22倍。^⑧对于虚假陈述证券违法行为,中国证监会的行政处罚标准为对公司的罚款从30万元到60万元,对个人的罚款从3万人到30万人,相对于巨额的违法收益,处罚的威慑力度实在不值得一提。而这仅是证券市场公共执行的数据对比,如果从私人执行方面考察,差异的鸿沟只会更大。Jackson(2007年)研究发现,证券市场违法企业面临的金钱惩罚很大一部分是私人的集团诉讼而不是SEC的执法诉讼。从2002年到2005年,违法企业平均每年向SEC支付的罚金为8.01亿美元,而向集团诉讼的赔偿和和解金

^⑦ Guido A. Ferrarini and Paolo Giudici, *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, ECGI - Law Working Paper No. 40/2005.

^⑧ Xiao Huang, *In Defence of China's Public Enforcement in Equity Market*, *International Company and Commercial Law Review*, Vol. 21, No. 10, 2010, pp. 327-337.

额为 19.23 亿美元。^⑨ 而反观中国的证券民事诉讼,自 2003 年虚假陈述证券民事诉讼开闸迄今,虽然有几例虚假陈述证券民事诉讼获得了里程碑式的示范意义,如被称为“中国证券民事赔偿第一案”的东方电子虚假陈述案,涉及 6983 位股民,案件数量 2716 件,诉讼标的金额超过 4 亿元,从 2003 年开始历时八年多终于在 2011 年结案。^⑩ 但由于我国并未确立集团诉讼形式,股民诉讼成本高,维权难度大,相对于大量的虚假陈述违法案件,中小股民能够通过诉讼维权获得赔偿的仍属寥寥。

“徒法不足以自行”,立法仅仅是迈出了第一步,法律条文仅是写在纸上的没有生命的文字,只有通过执行,使法律规范成为人们自觉的行为指引,才能真正树立法律的权威。Bhattacharya 和 Daouk(2009 年)通过实证统计分析发现,在新兴市场中当一些国家仅仅颁布了内幕交易法但没有执行时,股权成本不但没有下降反而上升了,其研究结论认为法律缺乏执行力甚至会带来反面的效果,有的时候没有证券法甚至优于有法而不执行。^⑪ 可以说,要强化中国的证券法执行力,除了要严格的公共执行外,更重要的就是完善证券民事诉讼的私人执行,让我们的证券法“从纸上站起来,而且两条腿走路”。

(三) 虚假陈述证券民事诉讼立法导向——稳定优先

对于中国的中小股民来说,民事诉讼的维权之路是异常艰辛的,中国证券市场虽然从 20 世纪 90 年代初正式成立,但长时间内对于证券违法行为只强调追究其行政责任、刑事责任,而鲜有提及民事责任,法院对于证券民事诉讼案件不予受理,中小投资者状告无门。直到 2002 年 1 月 15 日,最高人民法院下发了《关于受理证券市场因虚假陈述引

^⑨ Jackson, H. E., *Variation in the Intensity of Financial Regulation: Preliminary Evidence and Potential Implications*, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 521, Yale Journal on Regulation, Vol. 24, No. 2.

^⑩ 参见“我国虚假陈述索赔第一案东方电子案历时 8 年结案”,载新华网, http://news.xinhuanet.com/legal/2011-03/04/c_121148252.htm, 2011 年 3 月 4 日最后访问。

^⑪ 作者还通过一个形象的囚徒困境的博弈模型来解释其研究结论。例如,如果没有对枪械监管的法规,每个人都有枪,大家就处于一种野蛮西部的生活状态,但是如果颁布了枪械监管法规却不严格执行,守法的人没有枪,违法的人就会有更多的枪,守法的人就更加没有能力保护自己,他们的生活状态比在野蛮西部的状态下更糟。参见 Utpal Bhattacharya and Hazem Daouk, *When No Law is Better than a Good Law*, Review of Finance, Vol. 13 Issue 4, pp. 577-627, 2009.

发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》，同意受理证券民事赔偿案件，这就是被人称作证券民事赔偿“开闸”信号的“1·15号通知”。由于该通知缺乏具体的操作性规定，2003年1月9日最高人民法院继而发布了《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》（以下简称《规定》），标志着中国法院终于从司法层面上揭开了证券市场民事侵权制度的序幕。

证券民事诉讼的正式开闸使中小投资者看到了曙光，但前路仍然崎岖。首先，在最高人民法院颁布的《规定》中，证券民事诉讼的类型仅限于虚假陈述证券违法行为，而对于内幕交易、市场操纵等违法行为并未纳入可起诉范围。其次，《规定》对于法院受理虚假陈述证券民事诉讼设立了行政前置程序。也就是说，虚假陈述案件必须经过证监会或其他行政部门、司法部门正式处罚或判决后，法院才能受理。再者，《规定》对于诉讼形式的选择并未采纳之前热议的集团诉讼形式，而限于单独诉讼和共同诉讼。对于为什么采取上述规定，最高人民法院曾以答记者问的形式给出了自己的解释，最高人民法院认为设立行政前置程序可以防止诉讼爆炸，而集团诉讼中诉讼参与人人数量多，情况复杂，对证券市场秩序和社会的稳定易产生较大影响。^⑭从其字里行间我们可以看出，最高人民法院对于证券民事诉讼的立法导向并非将维护投资者的权利放在第一位，而稳定才是压倒一切的重要任务。有学者对此评论道，金融市场本身就是一个“政治敏感源”，其间发生的法律争议很有可能因为当事人人数众多或者牵涉到的利益巨大而触发金融市场的动荡以及社会成员的不满，进而威胁到政权的稳定，因而法院有可能对某些金融争议采取回避态度，希望通过限制当事人提起司法诉讼来实现社会安定的目标。^⑮

^⑭ 参见“最高人民法院副院长李国光就《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》答记者问”，载 <http://www.law-lib.com/fzdt/newshtml/21/20050710211322.htm>，2011年10月17日最后访问。

^⑮ 参见黄韬：“中国法院受理金融争议案件的筛选机制评析”，载《法学家》2011年第1期。

二、虚假陈述证券民事诉讼的法律实施情况

从2003年1月9日最高人民法院发布《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》迄今,虚假陈述证券民事诉讼的法律实施已历经了八年半的历程。证券民事诉讼开闸之时,期盼已久的中小股民可谓欢呼雀跃,然而,维权之路一路走来,却是道道关卡的障碍赛。下文我们将回顾一下虚假陈述证券民事诉讼的实施情况并分析一下法律实施的效果。

(一) 虚假陈述证券民事诉讼实施情况列表

参照最高人民法院的司法解释,虚假陈述证券民事诉讼的诉讼时效是从证监会或其他行政部门、司法部门作出正式处罚决定之日起满2年,因此本文主要选取2001年1月至2011年6月间中国证监会对上市公司虚假陈述行为所作出的行政处罚决定来逐一分析证券民事诉讼的实施情况。

虚假陈述证券民事诉讼实施情况表

序号	证监会行政处罚文号	处罚日期	受处罚上市公司	处罚事由	证券民事诉讼简况
1	[2000]16号	2000年3月31日	大庆联谊	虚增利润、募集资金使用虚假陈述	中国证券民事赔偿共同诉讼第一案,受理案件总数145件,涉及股民606人,判决支持标的额900余万元,2002年起诉,2006年判决款项执行
2	[2001]3号	2001年3月6日	大东海股份	虚增利润、未披露重大诉讼	无虚假陈述民事诉讼相关公告
3	[2001]12号	2001年8月3日	张家界	虚增利润	6名小股东起诉,2008年达成调解协议,赔付173万元

续表

序号	证监会 行政处罚 文号	处罚日期	受处罚 上市公司	处罚事由	证券民事诉讼简况
4	[2001]17号	2001年 8月21日	西安圣方	财务报告虚假 陈述	2002年57名投资者 起诉,后达成和解 协议
5	[2001]18号	2001年 8月21日	杜石化	董事会公告虚假 披露	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
6	[2001]19号	2001年 9月27日	郑百文	虚增利润	2003年3名小股东 起诉,2006年12月 二审判决,赔付小股 东17万元损失。
7	[2001]21号	2001年 10月26日	九州股份	虚增利润	2002年4名小股东 起诉,涉及金额200 万元,2008年二审判 决赔付原告损失7% 部分
8	[2001]23号	2001年 11月5日	渤海集团	财务报告虚假 陈述	首例股民状告上市 公司虚假陈述案, 2004年被驳回
9	[2001]25号	2001年 11月9日	四川金路	虚增利润	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
10	[2002]3号	2002年 2月26日	成都博瑞	虚增利润、募集 资金使用虚假 陈述	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
11	[2002]5号	2002年 4月4日	珠海鑫光	募集资金用途虚 假陈述,未披露 对外担保	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
12	[2002]8号	2002年 4月8日	桂林集琦	虚增利润、未披 露重大合同	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
13	[2002]10号	2002年 4月23日	银广夏	虚增利润	2004年受理案件 103件,涉及金额 1.81亿元,2007年5 月和解,以转增股份 的形式赔付

续表

序号	证监会 行政处罚 文号	处罚日期	受处罚 上市公司	处罚事由	证券民事诉讼简况
14	[2002]12号	2002年 7月4日	三九医药	未披露重大关联交易	2003年30多名小股东起诉,2004年12月裁决赔付金额约为起诉金额10%
15	[2002]13号	2002年 10月10日	郑州宇通	财务报告虚假陈述	无虚假陈述民事诉讼相关公告
16	[2003]5号	2003年 4月8日	上海物贸	重大财务事项未披露	无虚假陈述民事诉讼相关公告
17	[2003]6号	2003年 4月21日	自仪股份	关联交易、对外担保未及时披露	无虚假陈述民事诉讼相关公告
18	[2003]8号	2003年 4月21日	南华西	隐瞒控股股东占款及对外担保	已退市,无虚假陈述民事诉讼相关公告
19	[2003]10号	2003年 7月4日	天津磁卡	虚增利润	2005年小股东提起诉讼,2006年达成和解
20	[2003]12号	2003年 7月10日	四砂股份	募集资金使用虚假披露、重大合同未披露	无虚假陈述民事诉讼相关公告
21	[2003]20号	2003年 9月12日	济南轻骑	募集资金使用虚假披露、控股股东占款未披露	2005年2名小股东起诉,2006年和解
22	[2003]23号	2003年 11月4日	内蒙宏峰	控股股东占款虚假披露	无虚假陈述民事诉讼相关公告
23	[2003]25号	2003年 12月1日	国嘉实业	重大诉讼未披露,虚增利润	无虚假陈述民事诉讼相关公告
24	[2003]26号	2003年 12月5日	石油龙昌	重大合同及诉讼未披露,财务虚假披露	已退市,无虚假陈述民事诉讼相关公告
25	[2003]27号	2003年 12月6日	金健米业	财务虚假披露	无虚假陈述民事诉讼相关公告

续表

序号	证监会 行政处罚 文号	处罚日期	受处罚 上市公司	处罚事由	证券民事诉讼简况
26	[2003]28号	2003年 12月26日	长运公司	财务虚假披露	2005年3名小股东 起诉,涉及金额34 万元,2008年二审判 决尚未完结
27	[2003]31号	2003年 12月29日	无锡 小天鹅	财务虚假披露	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
28	[2003]33号	2003年 12月31日	中炬高新	财务虚假披露	2005年2名小股东 起诉,2006年庭外和 解,撤诉
29	[2004]3号	2004年 1月21日	四川长控	对外担保未披露	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
30	[2004]10号	2004年 4月23日	远洋渔业	对外担保未披露	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
31	[2004]14号	2004年 5月19日	渝万里	关联交易未及时 披露	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
32	[2004]15号	2004年 5月25日	民族化工	虚增利润	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
33	[2004]18号	2004年 6月7日	北大科技	虚增利润	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
34	[2004]19号	2004年 6月9日	新疆 啤酒花	对外担保未披露	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
35	[2004]20号	2004年 6月17日	中科健	对外担保未披露	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
36	[2004]21号	2004年 6月29日	鲁银投资	虚增利润	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
37	[2004]22号	2004年 7月12日	深南电	重要事项未披露	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
38	[2004]23号	2004年 7月27日	银鸽投资	财务报告虚假 陈述	无虚假陈述民事诉 讼相关公告

续表

序号	证监会 行政处罚 文号	处罚日期	受处罚 上市公司	处罚事由	证券民事诉讼简况
39	[2004]25号	2004年 7月27日	中农资源	对外担保、委托 理财、关联交易 未及时披露	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
40	[2004]26号	2004年 7月27日	纵横国际	虚增利润	2005年14名小股东 起诉,涉及金额400 万元,2009年二审判 决赔付124万元
41	[2004]27号	2004年 7月27日	中川国际	股权收购虚假 披露	已退市,无虚假陈述 民事诉讼相关公告
42	[2004]30号	2004年 7月27日	湘酒鬼	对外担保未披露	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
43	[2004]32号	2004年 9月2日	铜城集团	虚增利润	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
44	[2004]34号	2004年 9月16日	神龙发展	虚增利润	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
45	[2004]36号	2004年 9月20日	天发石油	募集资金使用虚 假披露、对外担 保未披露	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
46	[2004]37号	2004年 10月8日	宏智科技	募集资金使用虚 假披露	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
47	[2004]38号	2004年 10月14日	菲菲农业	财务虚假披露	2007年3月1名小 股东起诉,获赔3.2 万元
48	[2004]41号	2004年 11月15日	烟台发展	重大合同及诉讼 未披露	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
49	[2004]43号	2004年 12月21日	丰乐种业	虚增利润、募集 资金使用虚假 披露	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
50	[2004]45号	2004年 12月23日	数码测绘	财务虚假披露、 关联交易未披露	已退市,无虚假陈述 民事诉讼相关公告

续表

序号	证监会 行政处罚 文号	处罚日期	受处罚 上市公司	处罚事由	证券民事诉讼简况
51	[2005]5号	2005年 4月20日	丰华股份	未披露重大合同、重大诉讼及关联交易	2007年1名小股东提起诉讼,一审判决赔付1.8万元
52	[2005]7号	2005年 4月20日	重庆东源	关联交易未及时披露	无虚假陈述民事诉讼相关公告
53	[2005]8号	2005年 4月25日	深石化	对外担保未及时披露	已退市,无虚假陈述民事诉讼相关公告
54	[2005]10号	2005年 5月17日	达尔曼	虚增利润	2007年1名股东起诉,达成和解,股东获赔23万元
55	[2005]14号	2005年 6月8日	天歌科技	虚增利润、隐瞒关联交易重大担保	2007年5名小股东提起诉讼,获赔57万元
56	[2005]16号	2005年 6月13日	红河光明	委托理财未及时披露	无虚假陈述民事诉讼相关公告
57	[2005]25号	2005年 8月29日	科大创新	虚增利润	无虚假陈述民事诉讼相关公告
58	[2005]26号	2005年 8月30日	天一科技	财务报告虚假陈述、隐瞒重大事项	无虚假陈述民事诉讼相关公告
59	[2005]29号	2005年 9月23日	合金投资	隐瞒关联交易重大担保	无虚假陈述民事诉讼相关公告
60	[2005]30号	2005年 9月23日	托普软件	隐瞒关联交易重大担保	2006年3名小股东分别提起诉讼,案件尚未审理完毕
61	[2005]39号	2005年 12月7日	重庆实业	财务报告虚假陈述、隐瞒关联交易	2008年6名小股东起诉,2009年9月二审被驳回
62	[2006]1号	2006年 1月10日	茉织华	重大事项未及时披露	2007年21名小股东起诉,涉及金额约61万元,2008年12月达成和解

续表

序号	证监会 行政处罚 文号	处罚日期	受处罚 上市公司	处罚事由	证券民事诉讼简况
63	[2006]4号	2006年 2月10日	方向光电	未及时披露重大 担保、关联交易	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
64	[2006]5号	2006年 2月28日	四通高科	隐瞒重大借款	2006年2名小股东 起诉,2009年2月胜 诉,赔付3.7万元
65	[2006]6号	2006年 3月1日	吴忠仪表	财务报告虚假 陈述	2009年5月二审判 决,赔付11名小股 东57.58万元
66	[2006]7号	2006年 3月1日	中关村 科技	未披露重大合 同、重大担保	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
67	[2006]16号	2006年 6月15日	科龙电器	虚增利润	2006年起受理案件 总数202件,涉及金 额2800万元,2010 年达成和解,赔付约 1453万元
68	[2006]18号	2006年 6月28日	方大集团	虚增利润	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
69	[2006]25号	2006年 9月19日	海鸟发展	重大担保未及时 披露	2007年1名股东提 起诉讼,索赔金额 3.8万元
70	[2006]26号	2006年 10月12日	中科健	重大担保未及时 披露	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
71	[2006]32号	2006年 11月28日	湘火炬	虚增利润、虚假 披露募集资金 使用	已被吸收合并,无虚 假陈述民事诉讼相 关公告
72	[2006]34号	2006年 11月29日	和光商务	重大担保未及时 披露	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
73	[2006]35号	2006年 11月29日	华信股份	未及时披露重大 担保、重大诉讼 及关联交易	无虚假陈述民事诉 讼相关公告

续表

序号	证监会 行政处罚 文号	处罚日期	受处罚 上市公司	处罚事由	证券民事诉讼简况
74	[2006]36号	2006年 12月8日	新太科技	未及时披露关联交易	无虚假陈述民事诉讼相关公告
75	[2007]2号	2007年 1月9日	嘉瑞新材	虚增利润、未及时披露对外担保	无虚假陈述民事诉讼相关公告
76	[2007]10号	2007年 3月6日	开开实业	未及时披露重大合同及关联交易	2009年3名股民提起诉讼,案件尚未审理完毕
77	[2007]12号	2007年 4月18日	天科股份	未及时披露关联交易	无虚假陈述民事诉讼相关公告
78	[2007]14号	2007年 4月24日	浙大海纳	财务报告虚假陈述	无虚假陈述民事诉讼相关公告
79	[2007]16号	2007年 4月30日	杭萧钢构	误导性陈述披露	受理股民诉讼118起,涉及金额近600万元,2009年达成调解协议
80	[2007]17号	2007年 5月25日	美雅集团	虚增利润	15名小股东起诉,索赔金额100万元,2009年11月达成和解协议
81	[2007]22号	2007年 6月18日	ST威达	财务报告重大遗漏	1名股东起诉,索赔金额0.8万元
82	[2007]25号	2007年 8月30日	深信泰丰	财务报告虚假陈述	无虚假陈述民事诉讼相关公告
83	[2007]26号	2007年 9月24日	闽越花雕	虚增利润	2006年2名小股东提起诉讼,索赔金额7.3万元,尚未审理完毕
84	[2007]31号	2007年 9月24日	明星电力	重大担保未及时披露	无虚假陈述民事诉讼相关公告
85	[2007]30号	2007年 9月29日	深本实	财务报告重大遗漏	已退市,无虚假陈述民事诉讼相关公告

续表

序号	证监会 行政处罚 文号	处罚日期	受处罚 上市公司	处罚事由	证券民事诉讼简况
86	[2008]1号	2008年 1月2日	海龙科技	控股股东占款及 对外担保未及时 披露	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
87	[2008]10号	2008年 2月22日	龙昌公司	财务报告虚假陈 述、未披露对外 担保、重大诉讼	已退市,无虚假陈述 民事诉讼相关公告
88	[2008]14号	2008年 3月20日	三毛派神	虚增利润、未披 露对外担保、关 联交易	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
89	[2008]17号	2008年 3月31日	信联股份	虚增利润、未披 露对外担保、关 联交易	已退市,无虚假陈述 民事诉讼相关公告
90	[2008]21号	2008年 4月8日	亚华种业	财务报告虚假陈 述、未披露关联 交易、对外担保	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
91	[2008]23号	2008年 4月8日	三联商社	未披露重大对外 担保、关联交易	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
92	[2008]24号	2008年 4月23日	西昌电力	未及时披露对外 担保	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
93	[2008]25号	2008年 4月23日	外高桥	财务报告虚假 陈述	2010年1名股东起 诉,涉及金额0.8万 元,一审被驳回
94	[2008]26号	2008年 5月7日	金荔科技	虚增利润、未披 露对外担保、关 联交易	已退市,无虚假陈述 民事诉讼相关公告
95	[2008]28号	2008年 5月7日	大唐电信	虚增利润、财务 报告虚假陈述	2009年有66起小股 东起诉,涉案金额 3200万元,法院仅支 持2名股东3.5万 元赔偿,其余驳回

续表

序号	证监会 行政处罚 文号	处罚日期	受处罚 上市公司	处罚事由	证券民事诉讼简况
96	[2008]31号	2008年 6月24日	中捷股份	财务报告虚假 陈述	受理案件150余起, 涉及金额2000余万 元,2008年起诉, 2010年8月诉讼 和解
97	[2008]33号	2008年 7月2日	阿继股份	未披露重大对外 担保、关联交易	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
98	[2008]34号	2008年 7月14日	九发股份	财务报告虚假陈 述、未披露关联 交易、对外担保	2008年9月33名小 股东起诉,诉讼金额 855万元,案件尚未 审理完毕
99	[2008]36号	2008年 7月24日	精密股份	虚增利润、财务 报告虚假陈述、 未披露重大担保	已退市,无虚假陈述 民事诉讼相关公告
100	[2008]41号	2008年 10月14日	昌源投资	未及时披露关联 交易	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
101	[2008]47号	2008年 11月19日	长丰通信	虚增利润、未披 露对外担保	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
102	[2008]50号	2008年 12月21日	兰光科技	未及时披露关联 交易	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
103	[2009]3号	2009年 1月15日	圣雪绒	未及时披露关联 交易	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
104	[2009]5号	2009年 2月1日	天目药业	未及时披露关联 交易	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
105	[2009]7号	2009年 3月24日	酒鬼酒	财务报告虚假陈 述、未披露控股 股东占款	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
106	[2009]9号	2009年 3月30日	中电广通	财务报告虚假陈 述、未及时披露 重大事项	2011年2名小股东 提起诉讼,涉及金额 24万元,后达成和解 协议

续表

序号	证监会 行政处罚 文号	处罚日期	受处罚 上市公司	处罚事由	证券民事诉讼简况
107	[2009]10号	2009年 4月7日	北亚实业	虚增利润、财务 报告虚假陈述	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
108	[2009]16号	2009年 5月5日	四环药业	财务报告虚假陈 述、未披露重大 担保	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
109	[2009]18号	2009年 6月3日	德棉股份	财务报告虚假陈 述、未披露控股 股东占款	2011年4月1位小 股东起诉,涉案金额 1.4万元,案件正在 审理之中
110	[2009]27号	2009年 7月17日	迪康药业	未披露重大对外 担保、关联交易	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
111	[2009]36号	2009年 9月10日	荣华实业	擅自改变募集资 金用途未披露, 隐瞒关联关系	无虚假陈述民事诉 讼相关公告
112	[2009]40号	2009年 10月14日	夏新电子	虚增利润、财务 报告误导性陈述	2011年3名小股东 起诉,案件尚在审理 之中
113	[2009]42号	2009年 10月26日	创智科技	财务报告虚假陈 述、未披露关联 交易、对外担保	尚未有虚假陈述证 券民事诉讼相关公 告,诉讼期限即将 届满
114	[2009]51号	2009年 12月14日	金荔科技	虚增利润	已退市,无虚假陈述 民事诉讼相关公告
115	[2009]55号	2009年 12月14日	贤成实业	未披露重大对外 担保、关联交易	2010年1名小股东 提起诉讼,要求赔偿 1.1万元,案件尚未 审理完毕
116	[2010]1号	2010年 1月6日	丹化科技	未及时披露关联 交易、财务报告 虚假陈述	尚未有虚假陈述证 券民事诉讼相关公 告,诉讼期限未滿
117	[2010]7号	2010年 2月11日	湖北迈亚	财务报告虚假 陈述	尚未有虚假陈述证 券民事诉讼相关公 告,诉讼期限未滿

续表

序号	证监会 行政处罚 文号	处罚日期	受处罚 上市公司	处罚事由	证券民事诉讼简况
118	[2010]8号	2010年 2月11日	聚友网络	虚构业务收入、 未披露重大对外 担保	尚未有虚假陈述证 券民事诉讼相关公 告,诉讼期限未滿
119	[2010]4号	2010年 2月11日	天一科技	重要资产虚假 披露	2011年4月2名小 股东提起诉讼,涉案 金额约14万元,诉 讼期限未滿,案件正 在审理之中
120	[2010]10号	2010年 3月19日	南京中北	财务报告虚假 陈述	尚未有虚假陈述证 券民事诉讼相关公 告,诉讼期限未滿
121	[2010]13号	2010年 4月6日	ST沪科	未披露重大借款 和关联担保	2011年7月诉讼和 解,6位小股东获赠 13万元
122	[2010]14号	2010年 4月6日	四维控股	未及时披露重大 事项	2011年7月2名小 股东起诉,诉讼金额 60万元,诉讼期限未 滿,案件正在审理 之中
123	[2010]15号	2010年 4月6日	科苑集团	财务报告虚假陈 述、未披露银行 借款、重大担保	2011年4月,1位小 股东起诉,诉讼金额 7.9万元,诉讼期限 未滿,案件正在审理 之中
124	[2010]17号	2010年 4月13日	东盛科技	未披露重大对外 担保	2010年6月,6位小 股东起诉,诉讼期限 未滿,案件正在审理 之中
125	[2010]21号	2010年 5月26日	两面针	虚增利润	尚未有虚假陈述证 券民事诉讼相关公 告,诉讼期限未滿
126	[2010]33号	2010年 8月20日	远东股份	虚增利润	尚未有虚假陈述证 券民事诉讼相关公 告,诉讼期限未滿

续表

序号	证监会 行政处罚 文号	处罚日期	受处罚 上市公司	处罚事由	证券民事诉讼简况
127	[2010]42号	2010年 12月3日	四川金顶	对外担保未及时披露	尚未有虚假陈述证券民事诉讼相关公告,诉讼期限未届满
128	[2010]46号	2010年 12月9日	华夏建通	财务报告虚假陈述、隐瞒控股股东占款	尚未有虚假陈述证券民事诉讼相关公告,诉讼期限未届满
129	[2011]2号	2011年 1月6日	天目药业	财务报告虚假陈述、隐瞒控股股东占款	尚未有虚假陈述证券民事诉讼相关公告,诉讼期限未届满
130	[2011]7号	2011年 1月21日	ST东碳	隐瞒重大事项	尚未有虚假陈述证券民事诉讼相关公告,诉讼期限未届满
131	[2011]17号	2011年 4月29日	五粮液	信息披露遗漏	2011年6月,2位小股东起诉,诉讼金额约33万元,诉讼期限未届满,案件正在审理之中
132	[2011]19号	2011年 5月25日	银河科技	虚增利润、隐瞒关联往来、对外担保等	尚未有虚假陈述证券民事诉讼相关公告,诉讼期限未届满
133	[2011]22号	2011年 6月9日	钱江摩托	未及时履行信息披露义务	尚未有虚假陈述证券民事诉讼相关公告,诉讼期限未届满

注:表中内容为笔者通过证监会网站、上市公司公告、网络披露的相关诉讼新闻统计所得。

上表以证监会对虚假陈述行为的行政处罚为序排列,而被称为我国虚假陈述民事赔偿第一案的“东方电子虚假陈述案”则是以山东省烟台市中级人民法院于2002年12月作出的认定“提供虚假财会报告罪”的刑事判决为前置程序,并未列入表中。此外,财政部在2008年会计信息质量抽查中对东盛科技等6家上市公司进行了行政处罚,2010年对湖南投资等10家上市公司进行了行政处罚,2011年对上市公司新嘉联进行

了行政处罚。而这些被处罚的上市公司中仅有广汽长丰、刚泰控股、新嘉联被中小股东提起民事赔偿诉讼。

(二) 虚假陈述证券民事诉讼实施情况分析

通过上述列表情况,我们会发现一个非常奇怪的现象,之前法院并不受理证券民事诉讼案件,中小投资者可谓状告无门,可是为什么2003年证券民事诉讼开闸之后,证券民事诉讼仍然不踊跃呢?我国的虚假陈述证券民事诉讼设立了行政程序前置的门槛,已经将可诉的虚假陈述违法行为限定在一个非常小的范围之内,但即便在这样的一个狭小范围内,仍然有大量的上市公司虚假陈述违法行为没有被提起民事诉讼。在上述列表的133个受行政处罚的虚假陈述违法案例中,有90家上市公司居然没有人提起民事诉讼,占样本总量的67.67%,为什么中小投资者选择忍气吞声呢?好不容易争取到的诉讼权利为什么不行使呢?法律明明赋予了我们诉讼的权利,又是怎样被有形或无形的玻璃门阻挡了我们前行的步伐呢?

在对虚假陈述证券民事诉讼的分析中,我们可以发现该类案件的诉讼可谓困难重重,具体表现在:(1)立案难。根据我国《民事诉讼法》的规定,符合起诉条件的,法院会在受理诉状的7日内立案,但对于证券民事诉讼案件,法院常以需要研究、请示上级法院等理由迟迟不予立案,拖延数月乃至更久已成为常态,如杭萧钢构虚假陈述案用了一年半的时间才予立案。(2)索赔难。中小股东要想获得民事赔偿,在诉讼程序上需要跨越一道又一道的难关,尽管上市公司的虚假陈述违法行为已经被证监会等执法机关予以认定,上市公司仍然可以通过各种手段来拖延和逃避追责。例如,上市公司可以提起行政复议或行政诉讼,要求撤销证监会对其作出的行政处罚决定,尽管大多会被驳回,但却为其争取了时间;上市公司等被告还常以工商登记地与实际经营地不一致等诸多借口提出管辖权异议来拖延时间;在许多证券民事赔偿案件中,上市公司等被告极尽拖延之能事,将诉讼程序用到最尽,非经终审判决绝不赔偿认错。(3)定损难。在证券民事诉讼中,中小股东要面临如何证明虚假陈述与投资损失之间的因果关系、损失的计算、举证等技术性障碍,在许多证券民事诉讼审判案例中,法院常以投资者的损失是由系统风险导致而非上市公司的虚假陈述违法行为所致为由,驳回原告的诉讼请求,大盘熊市

变成了上市公司逃避责任的“最佳挡箭牌”。(4)执行难。许多拖延数年的证券民事诉讼案件,中小股东费劲周折拿到的胜诉判决却得不到有效执行,常常面临着财产被转移,上市公司债台高筑,资产早被银行等债权人查封、冻结,控制权已变更,财产执行互相推诿等,如大庆联谊案2002年起诉,2004年终审判判决,但直到2006年年底才执行到位,东方电子案更是历经八年才终获执行。许多证券民事诉讼经办律师常用“起诉不受理,受理不开庭,开庭不判决,判决不执行”来概况当前我国证券民事赔偿诉讼的现状。证券民事审判的低效率,究其原因主要源于地方保护,证券民事诉讼通常需要向上市公司所在地中级人民法院提起,而上市公司通常是当地的纳税大户或优质企业,是地方政府着力维护和重点照顾的对象,因而司法审判常饱受地方保护主义的干扰。正是因为证券民事诉讼之路异常坎坷,我们可以看到(如图1所示)近年来证券民事诉讼的提起数量呈现出持续走低的态势。

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
——行政处罚家数	8	6	13	22	11	13	11	17	13	13	5
——行讼家数	5	2	4	2	5	5	5	4	4	5	1

图1 证券民事诉讼比重与趋势

中小股东在证券市场中处于天然的弱势地位,因而我们证券法的核心才是保护投资者。尽管法律赋予了投资者证券民事诉讼的权利,但中小股东为什么不积极主张自己的权利,主要是基于以下几个方面的原因:(1)诉讼成本的考虑。证券市场的虚假陈述行为损害的是投资者群体的利益,虽然受损的投资者可能数以千计,甚至更多,但具体量化到每一个投资者身上,其损失的绝对金额可能并不会太大。但另一方面,诉讼成本对于单个投资者而言却过于沉重或得不偿失,由于起诉只能到上市公司所在地中级人民法院提起,投资者又分布于全国各地、四面八方,仅仅是立案、开庭所需的机票、住宿费用就可能远超过其索赔的投资损失,更遑论这是一场没有把握且耗时持久之仗,又有多少已经蒙受损失的投资者愿意继续投入财力、人力、精力耗费在这场诉讼之中呢?(2)证券民事诉讼的久拖不决。耗时数年的证券民事诉讼大大地打击了中小股东参与诉讼的积极性,许多最初参与诉讼的投资者在这场持久

战中疲惫不堪只好掩旗作罢。正是因为证券民事诉讼的风险较大,因而中小股东中参与诉讼者少,观望者多,可真等到胜诉判决结果出来,往往因拖延过久,观望的中小股东已经错过了2年的诉讼有效期,白白丧失了胜诉权。(3)维权意识不足。目前,中小股东参与证券民事诉讼积极性不高与维权意识淡薄有着重要关系,许多投资者在投资遭到损失时,并不清楚是虚假陈述违法行为造成的,还以为是正常股市风险的释放,不知道可以通过法律手段来维护自己的权益。而且,许多投资者获取维权信息的渠道非常有限,如果不太关注证券专业媒体或证监会网站发布行政处罚的相关公告,也就无从得知上市公司的虚假陈述违法行为并提起相关诉讼。(4)厌诉的社会文化。中美两国证券民事诉讼的对比数据如此悬殊,还与我国厌诉的社会文化有着重要关系,中国自古以来强调“和为贵”,诉讼等法律途径并不是人们解决纠纷冲突的主要形式,非迫不得已人们不会提起诉讼。而且,这也与现阶段社会法治化程度不高、人们对法院公正判决的信心不足有关。正是由于以上种种原因,造成了我国证券民事诉讼中小股东参与度不高的现状(如图2所示)。

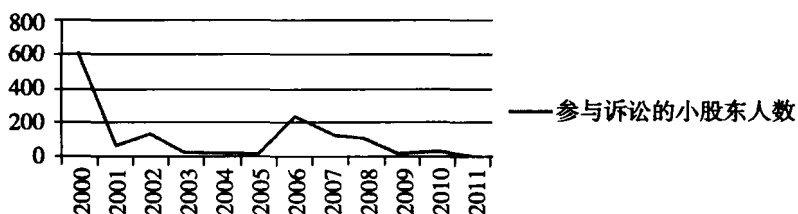


图2 证券民事诉讼小股东参与度

三、虚假陈述证券民事诉讼法律实施反思

从虚假陈述证券民事诉讼的法律实施情况我们可以发现,法律虽然赋予了投资者诉讼的权利,但如果这项权利不能便于行使,或行使成本过高,那么,这项权利也只能成为一种摆设,中看不中用。也正是由于我国对证券市场的违法行为,公共执行和私人执行都严重不足,才造成违法成本过低,违法行为屡禁而不止,投资者对证券市场信心不足。因此,

我们迫切需要改变当前的证券民事诉讼法律实施状况。

(一) 境外证券民事赔偿法律实施借鉴

关于各国的证券民事诉讼制度,学者也多有相关内容的论述,本文仅从法律实施效果方面对其进行简要的介绍。在证券民事诉讼方面,目前许多国家都引入了美国的集团诉讼制度,但并非完全照搬美国的模式,移植受到了各国政治、法律、社会、文化等各方面的影响。可以说,美国的集团诉讼制度处于法律谱系的一端,而其他国家在这一谱系中都或近或远地向其靠近。

美国的证券监管是一种结果导向的监管模式,也就是说重视事后的监管,其好处在于较低的进入门槛有助于吸引新兴企业,培育市场竞争,促进经济发展,并通过诉讼方式来对市场进入者施以严格的事后约束,而严苛的事前监管模式容易造成各种寻租点,常与腐败、地下经济等有着密切的联系。美国的证券集团诉讼其优点在于为这类“小额多数”的受害者提供了诉讼的激励和便利,采取的胜诉酬金制度(败诉则律师不收费、胜诉按比例分成)大大降低了小股东的诉讼成本。而对其批评也主要集中在证券集团诉讼,主要由律师发起并推动,存在滥诉的倾向,原告代理律师通常会拿到总赔偿额的 20% ~ 25%,而单个股东所获甚少,从 2000 年到 2010 年的十年间,律师及其他中间人从证券集团诉讼中拿到了 170 亿美元,律师而非受损害的投资者成了证券集团诉讼中的最大受益人。^⑭ 实际上美国在 1995 年就颁布了私人证券诉讼改革法案(PSLRA)对滥诉行为进行限制,改革内容包括:重申损害赔偿的实质性要求,强调作为诉讼发起者的原告或机构投资者的作用,律师被要求以更严格的司法监督,法庭要对诉求重要与否作出判断以减少无意义的滥诉,律师收费必须在合理范围等。然而实证研究发现,PSLRA 的改革并没有减少证券集团诉讼案件的数量,1991 ~ 1995 年平均每年的集团诉讼案件为 200 例,而 1998 ~ 2005 年平均每年的集团诉讼案件为 238 例,并且由于 PSLRA 提高了诉讼门槛,使得律师代理费提高,诉讼标的金额也

^⑭ Bradley J. Bondi, *Facilitating Economic Recovery and Sustainable Growth through Reform of the Securities Class – Action System; Exploring Arbitration as an Alternative to Litigation*, Harvard Journal of Law and Public Policy, Vol. 33, 2010, pp. 607 – 638.

大幅增加,尽管很多案件最后是以和解方式解决的,但耗费的时间却更长了。^⑮ 2008年的金融危机之后,为了保持本国资本市场的竞争力,美国也在考虑改革证券集团诉讼体制,或以证券仲裁体制等替代性机制来降低集团诉讼给企业和社会带来的巨额诉讼成本。尽管美国的证券集团诉讼并不是一个完美的管制工具,但它对于证券监管而言仍然具有不可或缺的价值,集团诉讼在培育创新、防止欺诈、信息分享、强化责任和增强透明性等方面有着积极的外部性或溢出效应,这些溢出效应不仅有益于诉讼的参与方,更有益于社会公众。

为了避免高额的诉讼费用和诉讼风险导致投资者放弃诉讼,进而侵蚀资本市场法律规范的调节功能,德国于2005年通过了《资本市场示范案例法》(KapMuG),法院可先就大量同类的证券民事诉讼中的一个典型案件形成判决,并以此来指导同类案件的判决或促成和解,示范性案件的原告如果不愿受示范性案件的约束,也可以选择单独另行起诉。在降低诉讼成本和防止滥诉倾向方面,《资本市场示范案例法》降低了原告股东在诉讼成本方面的支出,而示范诉讼程序并不收取额外律师费用,也减少了对原告律师诉讼的财务激励。然而,德国的示范案例诉讼模式也存在阻碍投资者维护权益的一些障碍,如对于那些诉讼标的金额不大的小股东来说,第一阶段参与诉讼的登记费用也可能使其放弃诉讼权利;原告是否需要承担虚假陈述行为和投资决策之间因果关系的举证责任还比较模糊,这些都使得示范案例诉讼模式对虚假陈述行为形成有效威慑方面并不足够。^⑯

在学界对于各地证券诉讼模式的相关探讨中,大多认为我国台湾地区的团体诉讼模式颇值得我们借鉴。我国台湾“立法院”在2002年7月通过了“证券投资者和期货交易投资者保护法”,并根据该法案设立了投资者保护基金,投资者保护基金是由政府发起的非营利组织,主要为证

^⑮ Yu - Hsin Lin, *Modeling Securities Class Actions Outside the United States: The Role of Nonprofits in the Case of Taiwan*, *New York University Journal of Law and Business*, Vol. 4, 2007, p. 143.

^⑯ Axel Halfmeier and Eberhard Feess, *The German Capital Markets Model Case Act (KapMuG) - A European Role Model For Increasing the Efficiency of Capital Markets? Analysis and Suggestions for Reform*, Working Paper, October 1, 2010.

券集团诉讼提供资金支持,该法案规定只要超过 20 名受损害的投资者予以授权,投资者保护基金就可以代表其以投资者保护基金的名义提起诉讼。投资者保护基金事先为所有投资者承担诉讼费用,投资者保护基金并不向投资者收取任何费用,投资者保护基金所花费的诉讼成本在获得的赔偿金额中扣除,如果未能胜诉,投资者保护基金将自己承担诉讼成本。为了节约诉讼代理费,投资者保护基金的职员律师代理所有由投资者保护基金启动的证券集团诉讼,从而减轻了想参与证券集团诉讼的个人投资者的财务负担。为了鼓励证券集团诉讼,法院对于投资者保护基金在证券诉讼中所需缴纳的各种费用也都予以相应减免。从 2003 年到 2007 年间,投资者保护基金已经发起了 36 件证券集团诉讼案件,代表了 57470 投资者的诉讼请求,民事诉讼赔偿标的金额为 6.58 亿美元。^⑩ 台湾以非营利组织来发起证券团体诉讼,不仅大大降低了投资者的诉讼成本,而且提起社会公益诉讼的同时避免了利益驱动的滥诉行为,其不足之处在于其诉讼结果仅受惠于那些进行诉讼授权的投资者,受审判结果约束的投资者范围远小于美国的集团诉讼模式。

(二)我国证券民事诉讼的改革思路

证券民事诉讼究其实质属于具有公益性质的群体诉讼,该类诉讼的一个重要特点就是“小额多数”,权益受到损害的投资者数量众多,但单个投资者的受损金额较低,出于诉讼成本的考虑,除极少数人愿意不计代价提起诉讼外,绝大多数会选择放弃诉讼权利。对该类群体诉讼,如果仍参照传统一对一的民事诉讼形式,则无法保障处于弱势地位的群体利益,因此必须在制度设计上降低投资者的诉讼成本,便利其参与诉讼,增强其通过司法诉讼维护自身权益的积极性。从前文的分析中我们已经看到,从 2003 年民事证券诉讼开闸迄今,民事证券诉讼并未取得令人满意的法律效果,投资者的诉讼权利仍然是空洞而无力的,因而迫切需要我们当前的证券民事诉讼法律制度予以变革。

首先,从证券民事诉讼的受案范围来看,除了虚假陈述外,还需将内

^⑩ Yu - Hsin Lin, *Modeling Securities Class Actions Outside the United States: The Role of Nonprofits in the Case of Taiwan*, *New York University Journal of Law and Business*, Vol. 4, 2007, p. 143.

幕交易、市场操纵等违法行为纳入民事诉讼的受案范围之内。虚假陈述、内幕交易、市场操纵属于证券市场的三大违法行为,2003年的《规定》仅开放了虚假陈述的证券民事诉讼,而其他两类证券违法行为在2001年9月最高人民法院发布的《关于涉证券民事赔偿案件暂不予受理的通知》中属于暂不受理范围。虽然2007年5月的全国民商事审判工作会议上,最高人民法院副院长奚晓明发表讲话,提出对于内幕交易和操纵市场案件应当参照虚假陈述司法解释来决定受理和确定管辖,但仍没有正式的法规条文对此予以明确。2011年的首例内幕交易证券民事诉讼虽然获得了法院的受理,但仍以原告方撤诉收场。^⑮同样是2011年的3月,首例市场操纵民事赔偿案经过两年多的等待,终获立案,但审判结果如何,能否获得赔偿仍是未知数。^⑯证券违法行为民事赔偿案件的受理是不应存在任何疑问的,这本身就是投资者最基本的权利保障,以维持稳定为由来抑制群体诉讼,仅是将矛盾转移,而无法以一种理性、程序化的方式来化解社会冲突,完全是一种掩耳盗铃的做法。

其次,从诉讼形式来看,目前的单独诉讼和共同诉讼在诉讼实践中并不能很好地保障投资者的诉讼权利,便于投资者参与诉讼,必须予以变革。我们完全可以采用民事诉讼法中的“人数不确定的代表人诉讼”作为证券民事诉讼的主要形式,并且,我们可以借鉴我国台湾地区以非营利组织——投资者保护基金作为诉讼发起人的代位诉讼的做法,选择由公益性质的非营利组织作为证券民事诉讼的担当者,这既能平衡证券民事诉讼双方强弱悬殊的谈判力量,又可避免美国式的完全由律师驱动所可能产生的滥诉、利益冲突等问题,由公益组织代表进行公益诉讼也会更贴合我们的社会文化。

再次,我们需要从诉讼的制度设计上改变目前司法审判中地方保护色彩浓厚、诉讼效率低下的现状。目前对于证券民事诉讼案件的管辖,

^⑮ 参见“首例‘股票内幕交易’民事诉讼以撤诉收场”,载《南方都市报》,转引自中国资本证券网,<http://www.ccstock.cn/stock/gupiaoyaowen/2011-09-19/A572608.html>,2011年10月17日最后访问。

^⑯ 参见“汪建中操纵市场民事赔偿案开审 如何从‘名嘴’到‘黑嘴’”,载中国证券网,<http://news.cnstock.com/xwrx/201107/1437385.htm? page=6>,2011年7月26日最后访问。

大多以被告住所地中级人民法院为管辖法院,在审判中不可避免地会受到地方保护主义的干扰,因此,我们可以从管辖权的设置上来改善这一问题。例如,可实施集中管辖,将证券民事诉讼案件管辖权向省、直辖市、自治区政府所在的市、计划单列市和经济特区的中级人民法院集中,或由上市公司证券发行的证券交易所所在地(即上海、深圳两地)的中级人民法院作为一审法院,也可采取在审判过程中异地审理等方式来提高审判效率、减少地方保护的干扰。

最后,在降低诉讼成本、便于投资者参与诉讼、唤醒投资者的维权意识方面需要我们付出更多的努力,将对投资者的权利保护落到实处。如果我们能够采取代表人诉讼形式,并由公益组织来承担主要的诉讼费用的话,将会大大减少中小投资者的诉讼支出。同时,在制度设计上还可以减免中小投资者参与诉讼或进行诉讼授权登记的相关费用,简化相关的登记程序,从具体操作的每一个细节为投资者参与诉讼提供各种便利。另外,从我们的监管思路上,我们应当要鼓励而非压制投资者的维权意识,要通过各种传播渠道来对投资者的维权行为进行鼓励和引导,只有投资者真正觉得自己的权利能得到有效保障,才会增强对资本市场的信心,而这正是我们资本市场健康、有效运转的核心和基础。

结 语

美国法学家庞德有句名言,“法律的生命在于实施”,如果一部法律在实施过程中遇到各种阻碍,无法达到预定的立法目的的话,对于被保护的权利拥有者而言,无疑是画饼充饥。我们的证券市场成立已 20 余年,确立的证券监管法律体系已相对完备,但这些法律要真正得到有效实施,我们还有较长的一段路要走。作为私人执行的证券民事诉讼能否成为保护投资者,遏制证券违法行为的有力武器,还需要我们更多地关注法律实施中的问题。