

证券集团诉讼的功用与借鉴

——一个基于现实的批判性解读

郭 雳*

摘要:美国集团诉讼通过“声明退出”规则和胜诉酬金制度,克服大规模侵权中原告的集体行动困境。证券集团诉讼既具有其一般特征,也呈现出独特问题,尤其是美国现行和解与保险机制放大了其弊端,给予集团律师过度激励,纵容了被告公司管理者的恶行,委托代理矛盾再度凸现。于是,填补投资者损害和惩戒阻却违法者两大目标都落空,股东承受着被叠加效应放大的损失,而在其间的分担既无效率又欠公平。反思迄今成效有限的改革举措,本文从不同层面提出了整体解决思路,核心在于使集团诉讼重新“对抗”起来,并积极谋求私人诉讼与公共执法的配合。国情差异表明上述一些主要问题在我国现阶段并不突出或有可能得到控制,“做小做实”的集团诉讼有理由成为竞争性多元证券纠纷解决的选项之一。投资者利益保护须以分

* 北京大学法学院副教授,法学博士,经济学博士后。本文写作修改过程中曾提交中国法学会证券法研究会、中国人民大学、美国康奈尔大学等组织会议研讨,部分内容曾经以“美国证券集团诉讼的制度反思”为题收录于《北大法律评论》(第10卷第2辑),在此发表经过适当修订和增补,一并致谢。

散风险为前提,监管与诉讼相济。

关键词:集团诉讼 证券监管 公共执法 证券诉讼 胜诉酬金

集团诉讼(class action)是指由一个或者数个代表人,为了集团全体成员共同的利益,经法院许可,代表所有成员进行的诉讼。虽然也存在由众多被告组成的被告方集团诉讼(defendant class action)或原被告均为集团形式的双方集团诉讼(bilateral class action),实践中最普遍、影响最大的还是本文所讨论的(原告方)集团诉讼。对集团诉讼的讨论在我国其实由来甚久,初步的学术主张于20世纪80年代就已提出。^①随着最高人民法院2003年出台“虚假陈述司法解释”,^②在证券领域引入集团诉讼的建议和争论更趋激烈。^③其中一些论文相当深刻地从跨学科角度检讨了集团诉讼的功能及可移植性,^④一些则在观点综述的基础上围绕制度借鉴进行了比较细致的分析^⑤。然而关注中美两国相关的理论和现实,则不难发现国内现有研究仍存在不少遗憾。其一,在从一般到特殊的推演论述过程中,容易忽略“证券”集团诉讼所特有的根本性问题。其二,在论及其制度流弊时往往囿于某一特定专业视角,缺乏系统性的、具纵深感的挖掘拓展。其三,对美国相关立法演进已有比较及时的介绍,但同样在更宽视野上的剖析尚有所欠缺,对最近两三年的动向跟踪把握不足。本文无意针对证券集团诉讼的引进提供具体的实施指南,仅希望补充部分笔者业已察觉并有所思考的若干信息,在一定程度上减少上述缺憾。

① 例见,朱思东:“集团诉讼初探”,载《法学》1986年第7期;王祺国:“论建立集团诉讼的必要性”,载《法学杂志》1986年第4期。

② 最高人民法院《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》(法释[2003]2号,自2003年2月1日起施行)。

③ 例见,汤维建、陈巍:“缝隙策略:我国集团诉讼制度的移植路径探析”,载《政治与法律》2008年第1期;整体持否定意见的,例见,蓝燕:“证券民事赔偿诉讼方式探究”,载《法制与经济》2006年第4期。

④ 范愉:“集团诉讼问题研究——一个比较法社会学的分析”,载《法制与社会发展》2006年第1期。

⑤ 陈明:“构建我国证券侵权的集成式诉讼制度”,载《兰州学刊》2004年第5期。

首先必须指出,无论是制度移植还是比较研究,美国的集团诉讼都没有理由作为唯一的参照系,诸如德国的团体诉讼^⑥、我国台湾地区的特定组织诉讼^⑦、日本的选定代表人诉讼等其他做法亦应得到同样的重视和研究。^⑧ 同时为聚焦主题,本文暂将证券集团诉讼的讨论缩窄至目前我国实际可操作的受案范围——虚假陈述,并进一步将其集中于针对上市公司相关行为所提起的侵权之诉,^⑨而这恰也是集团诉讼的最大功用所在。下文第一部分概述集团诉讼及证券集团诉讼在美国的应用,第二部分扼要介绍针对集团诉讼弊端、相继采取但成效不彰的联邦立法、司法举措,第三部分着重分析证券集团诉讼在美的制度化异化和功能失效——在填补投资者损害和惩戒阻却违法者方面的双重失败,第四部分阐释问题根源、相应动态和美国进一步改革的方向,第五部分以其他国家和地区为例说明该项制度移植中应有的考虑,第六部分就我国现实提出若干见解,最后附以结论。

一、美国式集团诉讼的发展和應用

集团诉讼制度起源于英美衡平法下英国的代表诉讼 (representative proceeding),即由具有“相同利害关系”的多数人推选诉讼代表人,判决适用于全体被代表人;法院对是否构成集团诉讼享有审查权,对于符合集团诉讼条件的,则颁发集团诉讼令。^⑩ 由于英国总体上仍倾向于“一对一”的诉讼模式,真正令集团诉讼大放异彩的还是美国。1848年至1850年间,大卫·达德利·菲尔德(David Dudley Field)在美推进法律

^⑥ See for example, Curtis J. Milhaupt, “Nonprofit Organization as Investor Protection: Economic Theory and Evidence from East Asia”, 29 *Yale J. Int'l L.* 169 (2004).

^⑦ 王文宇、张冀明:“非营利组织主导的证券团体诉讼——论台湾地区的投资人保护中心”,载《月旦民商法杂志》2007年第15期。

^⑧ 例见,汤维建:“论团体诉讼的制度理性”,载《法学家》2008年第5期。

^⑨ 原告证券欺诈受害人有时也可提起违约之诉(往往见于证券一级市场发行活动),其区分可参见 John C. Coffee, Jr. & Joel Seligman, *Securities Regulation: Case & Materials*, Foundation Press (9th ed.), 2003, p. 21.

^⑩ 李娟、王阳:“美国集团诉讼研究”,载《法制与社会》2008年第12期(上)。

成文化,编撰纽约州民事诉讼法典(Field Code)时将其纳入。1853年联邦最高法院通过判例确立了集团诉讼制度,^①1938年美国《联邦民事诉讼规则》打破集团诉讼只适用于衡平法救济的传统,将集团诉讼引入普通法救济领域,^②1966年国会修订该法第23条,增立了集团成员范围的“声明退出”(opt-out)规则,美国现代版的集团诉讼终告成型。^③

当收到集团案件起诉请求后,联邦或州法院需要决定是否给予许可(Class certification)。《联邦民事诉讼规则》要求法院考察先决条件和维持条件。第23(a)条规定的先决条件有四项:(1)人数众多,不可能将全体成员合并诉讼。(2)集团成员间存在共同的法律或事实问题。(3)集团代表的请求(或抗辩)在集团成员中具有代表性。(4)集团代表能够公平和充分地维护集团成员的利益。四项缺一不可,由请求提出方举证。第23(b)条规定的维持条件则属于三类中择一,可归纳为:必要型、共同型和普通型,证券集团诉讼大多属于第三类,即不是非此方式不可,因此法院实际上保有较大的裁量权。接下来,集团代表及集团律师需要向已知或潜在的集团成员发布通知(notice),又分为“许可通知”与“和解通知”,两者常可稍后合并进行,一般采用邮寄加报纸公告的方式。前述“声明退出”规则意味着,经有效通知后,集团诉讼所涉及成员在规定时间内明确表示不参加该诉讼的,可于诉讼时效内向有管辖权的法院就此纠纷自行起诉,不受集团诉讼结果拘束:既不分享集团诉讼获得的赔偿,也不承担集团诉讼所涉义务;没有明确表示退出集团诉讼的当事人则自动成为集团成员,诉讼结果对其发生法律效力。“声明退出”规则将美国集团诉讼与其他国家的群体性诉讼机制真正区分开来。^④

同时,美国式诉讼操作——无论胜负,原被告双方均需自行负担律

^① See *Smith vs. Swormstedt*, 57 U. S. (16 How.) 288 (1853).

^② 陆文婷、李响:《美国集团诉讼制度与文化》,武汉大学出版社2005年版,第22~26页。

^③ 该条后又经1987、1998、2003年等多次修订,至今仍为规范美国集团诉讼的核心程序条款。

^④ 杜要忠:“美国证券集团诉讼程序规则及借鉴”,载《证券市场导报》2007年第7期。

师费,且广泛采用律师胜诉酬金(风险收费代理, Contingent fee)方式——更助长了集团诉讼的风行。^⑮ 为分摊个案败讼白忙活的风险及负担持续全面盯市、搜索诉讼目标的成本,律师往往要求并能够从诉讼(和解)赔偿金额中实际获得约三分之一,颇具吸引力。^⑯ 两大要素彼此强化,胜诉酬金制度为当事人提供了末端保障,激励其不妨一试地参加集团诉讼;“声明退出”规则有助于确保集团的规模,增加集团律师与被告公司博弈时的要价和筹码,提高其按比例分成的所得。因此美国存在着不少律师和律所,专长于发动集团诉讼,主动甚至是违法联络征集侵权受害人,以求担任集团律师获利。^⑰

美国著名法学家理查德·爱泼斯坦曾评论道:“略带夸张地说,通过诉讼形成之责任领域的任何主要创新,都源自或反映在集团诉讼”。^⑱ 集团诉讼的优势不难理解:第一,提高诉讼效率,节约诉讼成本。第二,能够避免针对同一情形,不同受案法院依不同标准作出不一致的裁决。第三,在被告资产有限的情况下,使受害原告能够相对公平地受偿,部分地起到类似于破产程序的秩序功能。第四,也是最重要的,在现代社会大规模侵权频发的环境下,为以“小额多数”为特征的受害者提供了诉讼激励,克服个别诉讼的风险和不经济,减少对“搭便车”的顾忌,缓和了“集体行动困境”。^⑲ 于是,最初主要适用于种族歧视所引发民权纠纷的集团诉讼案件,^⑳ 迅速扩展到反垄断、产品侵害、环

^⑮ 胜诉酬金及类似制度(No win no fee)在英美法系国家较为普遍,大陆法系国家允许这种做法的主要有法国、日本和巴西等。

^⑯ See John C. Coffee, Jr., “The Regulation of Entrepreneurial Litigation: Balancing Fairness and Efficiency in the Large Class Action”, 54 *U. Chi. L. Rev.* 877, 889-90 (1987).

^⑰ 目前存在着许多推介、组织集团诉讼活动的网站,如 <http://classactionworld.com/public/lawfirmratings.php> 就罗列有积极从事集团诉讼业务的美国律师和律所(最后访问时间:2009年1月20日,下文中出现的网络资源,亦同)。

^⑱ See Richard A. Epstein, *Class Actions: The Need for a Hard Second Look*, Civil Justice Report No. 4 (March 2002).

^⑲ See *Amchem Prods., Inc. v. Windsor*, 521 U.S. 591, 617 (1997).

^⑳ 截至目前最大金额的单宗集团诉讼 *Dukes v. Wal-Mart Stores*, 即基于被告被指歧视女性员工。

境保护、劳动权益、证券欺诈等诸多领域。^{②①}

证券集团诉讼堪称重中之重。例如,2004年的数据显示,在所有集团诉讼中证券案件占到48%,数量是处于第二位的大规模损害侵权案件的四倍多。^{②②}1998年至2007年的十年间,每年提起的联邦证券集团诉讼约260件,《纽约时报》披露不完全统计的2008年诉案量也达255件。^{②③}自1996年至今,在美国三大证券交易所上市的6000家公司中,有2/5以上至少在一次证券集团诉讼中被列为被告。2007年一年内,总数约2%的上市公司在新提起诉讼中被列为被告,针对其中非美国公司的诉讼比上年增长73%。同时,通常以和解结案的证券集团诉讼产生的赔偿金额也非常惊人。著名的安然和世通案的和解金额分别达到71亿美元和61亿美元,1998年至2007年十年间的和解金额总计518亿美元。而且,史上最大金额的10宗证券集团诉讼和解中,有9起出现在最近三年内;2007年的和解总额约是1998年的15倍。^{②④}

二、集团诉讼的弊端和美国的遏制努力

需要强调的是,集团诉讼特别是证券集团诉讼如此扩张的态势,其实甚至是在近十五年间美国国会和最高法院不断打压下出现的。集团诉讼的内生弊端也很明显:第一,某些类型的案件如大规模损害侵权(Mass torts)中,不同成员身上的事实差异较大,同等处理有时并不科学和公平。第二,即使集团诉讼实现了对某一个案的一体对待,不同法院对此模式的态度却不尽相同。整体上州法院更倾向于原告,而在联

^{②①} See Senate Report (Judiciary Committee) No. 109 - 14, The Class Action Fairness Act of 2005: Dates of Consideration and Passage, p. 8 (February 28, 2005).

^{②②} See Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation, p. 74 (Nov. 2006).

^{②③} 据斯坦福大学法学院研究机构统计,经合并计算后的诉讼则为210起(截至2008年12月15日),其中约半数案件指向金融服务业公司, http://securities.stanford.edu/scac_press/20080106_YIR08_Press_Release.pdf.

^{②④} See <http://securities.stanford.edu/index.html>, 斯坦福大学法学院研究机构 Securities Class Action Clearinghouse 及其合作单位 Cornerstone Research 在此提供了有关美国证券集团诉讼的详尽统计。

邦法院诉讼一般有利于被告；而且，不同地区法院尺度各异，一些地区法院非常容易认可巨额的和解，导致很多集团律师刻意挑选(Shop)某地法院申请诉讼。^⑳ 第三，美国宪法中重要的正当程序原则往往受到削弱，集团内个案间有意义的细节差异容易被忽略，和解动机常被不当地强化，在州法院系统审理集团诉讼时尤为明显。第四，集团诉讼虽能激励受害者参加，但集体行动困境并未消除，小额多数的本质使成员依然缺乏动力去监督和约束集团代表和集团律师，尤其是后者往往完全主导了和解谈判，令集团诉讼沦为其牟取私利的工具。

美国法律界对于这些弊端并非没有认识。事实上，从《联邦民事诉讼规则》本身开始就试图有所限制。传统上英美法系的法官审案时持中而立，多倚仗诉讼双方发挥对抗功能，但在集团诉讼下法院的角色则要积极得多。^㉑ 第23(b)条规定法院在集团诉讼各阶段上都可以作出裁定进行调整，如要求提供证据、审查动议、规定通知方式等。更重要的是，第23(e)条对集团诉讼的撤诉与和解专门规定：未经法院批准、或者未将拟议中的撤诉或和解方案通知法院认定的应被通知的所有成员、并为集团成员提供法庭听证的机会之前，集团诉讼不得撤诉或者达成和解。法院在批准和解方案前，要召开听证会听取所有对和解协议的质疑。在确认和解协议符合集团成员最大利益的情况下，法院方可批准集团诉讼的和解。^㉒

强化法院干预的首波制度安排在运行中未产生显著成效，社会对于集团诉讼的批评日增。一个显著的例子是在消费者集团诉讼领域，代金券(Coupon)和解的方式逐渐流行：被告公司以代金券而非现金支付赔偿集团成员，集团律师则仍可获得现金。对被告而言，这种纠纷解决方案降低了实际支出，更平添了广告促销的效用。众多集团成员却

^⑳ 例如，伊利诺伊州的麦迪逊县法院，1998年时只受理过两宗集团诉讼案件，但在其判决被告烟草公司赔偿101亿美元之后，各类集团诉讼纷至沓来，2003年时达到106宗。类似的地区还包括佛罗里达州棕榈滩县、得克萨斯州杰斐逊县等，它们被戏称为对集团诉讼具有磁石吸引力或神奇的法院(magnet or magic courts)。

^㉑ 汤鸣：“美国集团诉讼的确认与通知程序”，载《学海》2006年第5期。

^㉒ 杜要忠：“美国证券集团诉讼程序规则及借鉴”，载《证券市场导报》2007年第7期。

面临代币券价值被高估、使用受到不合理条款限制等不利局面,成为唯一的输家。^②此外,不少基于抽象反欺诈、反不公平商业做法等州法条款、实际并无多少损害的集团诉讼却通过州法院获得天价赔偿,引发工商界的强烈反对。^③有鉴于此,2005年2月,主要代表工商界利益的共和党所主导美国国会通过、同属共和党的小布什总统签署生效了《集团诉讼公平法》(Class Action Fairness Act)。^④

该法第2条指出,遏制过去十年中出现的集团诉讼滥用现象,是其立法目的所在;这些滥用损害了包括消费者在内原告集团成员的利益、阻碍了州际商业发展,降低了公众对美国司法体系的信任,导致消费价格上升和企业创新减少。^⑤该法的核心条款一是针对消费者集团诉讼,要求法院进一步加强对和解方案公平性的审查;明确了集团律师收费的计算方式,限制了其在代金券和解下的所得,客观上抑制了这种方式;增加被告就和解进行通知的义务,保护了集团成员的利益。^⑥另一核心条款则扩大了联邦对集团诉讼的初始和移送管辖权,被告更易基于州籍不同的最低要求将大多数跨州集团诉讼案件移至联邦法院,以恢复立宪者创设异籍管辖、促进州际商业发展的目的,并缓解各州裁判尺度不一、当事人挑选法院地起诉的问题。^⑦

身为排头兵,证券集团诉讼实际上遭遇到更大的关注和质疑。从八十年代中期起,就有学者相继提出:^⑧证券集团诉讼对投资者虽然可

^② 法院也有努力试图干预,例如,在一个案例中法官就未批准支付购买通用汽车公司卡车的诉讼集团成员1000美元代币券的和解协议, *See In re Gen. Motors Corp. Pick-Up Truck Fuel Tank Prods. Liab. Litig.*, 55 F. 3d 768, 788 (3d Cir. 1995).

^③ *See generally*, Michael S. Greve, *Harm - Less Lawsuits*, AEI Press, 2005.

^④ *See* Juliana Kreese & Benjamin Rosenbaum, "The New Face of Class Action Litigation", 6 *U. C. Davis Bus. L. J* 12 (2005).

^⑤ 如下所述,由于针对证券集团诉讼领域美国国会已先行立法两部,《集团诉讼公平法》规定原则上将不适于该领域。 *See* Jeffrey T. Cook, "Recrafting the Jurisdictional Framework for Private Rights of Action under the Federal Securities Law", 55 *Am. U. L. Rev.* 621, 642 (2006).

^⑥ 任自力:"美国《2005年集团诉讼公平法》及其启示",载《国家检察官学院学报》2007年第4期。

^⑦ 王承志:"美国集团诉讼中的法律选择问题",载《法学评论》2007年第2期。

^⑧ *See* David Rosenberg, et al, "A Model in Which Suits Are Brought for Their Nuisance Value", 5 *Int'l Rev. L. & Econ.* 3, 3-4 (1985).

起到一定保护作用,但大肆滋生的扰诉(strike suit)、滥诉(frivolous or nonmeritorious suit)却在将情况推向反面;^⑤工商界已难堪其负,无论判决还是和解,社会效益都很可能失大于得。^⑥美国国会于九十年代中后期连续通过了两部法案予以回应。1995年《私人证券诉讼改革法》(Private Securities Litigation Reform Act)旨在限制:不问缘由对任何股价显著波动兴诉;无端地扩大被告范围;滥用证据开示程序(Discovery process)逼迫和解牟利;集团律师操控敛财。此外,立法者还对高科技和成长类公司频频作为被诉对象,表达了特别的忧虑。^⑦该法在实体方面的变动包括:确认了因果关系原则,限定了“欺诈市场”原则下的最高赔偿,为预测性披露提供了安全港规则,规定了轻率放任情况下有例外的比例责任。同时,该法主要从诉讼程序方面着手,包括提高原告起诉证明义务、中止证据开示程序。限制诉权滥用的重要手段还在于改革集团代表的产生办法(由先到先占改为存在最大利益关系),规定其受偿额不得超出在集团中所占比例,任何人(机构投资者一般除外)3年内担任集团代表不得超过5次。针对集团律师,该法强调其须经法院审查同意方可出任,控制律师收费比例(一般为30%以下),加大对其提起滥诉的处罚,增加其通知义务以便集团成员提出异议。^⑧此外,法案还试图通过强化审计师外部监督来弥补对私人集团诉讼的削弱。^⑨

《私人证券诉讼改革法》实施后评价参差不齐。有实证研究指出:

^⑤ See James Bohn & Stephen Choi, “Fraud in the New - Issues Market: Empirical Evidence on Securities Class Actions”, 144 *U. Pa. L. Rev.* 903, 979 (1996).

^⑥ See generally, Janet C. Alexander, “Do The Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Actions”, 43 *Stan. L. Rev.* 497 (1991).

^⑦ See US H. R. Rep. No. 369, p. 31 (1995).

^⑧ See Stephen J. Choi, “The Evidence on Securities Class Actions”, 57 *Vand. L. Rev.* 1465, 1468 - 76 (2004).

^⑨ 随后发生的安然、世通等一系列重大公司丑闻似乎表明这一替代策略并不成功。See for example, John Coffee, Jr., “What Caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990s”, 89 *Cornell L. Rev.* 269 (2004). 此外,有关《私人证券诉讼改革法》实施后的效果,下文将有进一步的讨论。

其立法目标并未达到,证券集团诉讼的数量未降反升,^④起诉速率亦无降低;但对象更趋集中于大公司以及违法迹象较明显的公司,使案件整体质量有所提高。^④ 鉴于新增的诉讼限制,一些原告集团于是转向州法院起诉或者申请仲裁,通过其他系统寻求证券法救济。^④ 为抑制该倾向及由此带来的司法不一致,国会不得不在1998年制定《证券诉讼统一标准法》(Securities Litigation Uniform Standards Act),扩张了《私人证券诉讼改革法》规定的适用范围,明确了联邦法院在大多数情况下的管辖权(特别是对集团成员超过50人的)。^④ 有必要指出的是,国会的这些限诉倾向并非孤立,联邦最高法院就此给予了积极的呼应。在证券领域的最近三则重要判例中——Dura案、^④Tellabs案、^④Stoneridge案,^④都就《私人证券诉讼改革法》意图加以重申,一再表达对集团滥诉的持续警惕,并给出了相应的判决。

三、证券集团诉讼:数度伤害、两头落空

就证券集团诉讼而言,集团诉讼制度的四大弊端不同程度地全都有所显现,最突出的是证券集团律师的主导和操控。如前文所提及的,

^④ 该研究样本期是1996年至2001年。之后案件数量曾从2004年的213起大幅下降到2006年的110起,但如前所述,随后即又呈现反弹。因此整体观察,证券集团诉讼在近十多年间数量变化不大,限制举措在这方面的效用不显著。

^④ See Michael Perino, "Did the Private Securities Litigation Reform Act Work?", 2003 U. Ill. L. Rev. 913 (2003).

^④ See Michael Perino, "Fraud and Federalism: Preempting Private State Securities Fraud Causes of Action", 50 Stan. L. Rev. 273 (1998).

^④ See Adam Pritchard & David Levine, "The Securities Litigation Uniform Standard Act of 1998", 54 Bus. Law. 1 (1998).

^④ See *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U. S. 336 (2005).

^④ See *Tellabs, Inc. v. Makor Issues and Rights, Ltd.*, 127 S. Ct. 2499 (2007).

^④ See *Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific - Atlanta, Inc.*, 128 S. Ct. 761 (2008).

美国证券集团诉讼几乎都以和解结局,^{④7}原因就在于当获得法院许可、诉讼展开后,尽快达成和解了事、避免长期诉讼直至法院最终判决符合对抗双方主导者的最大利益。长期诉讼对被告公司的不利影响在于:(1)诉讼成本高昂,且由于案件性质,证据开示程序对双方影响很不对等,被告往往被要求提供大量并不必要的资料,特别是原告集团律师刻意刁难的情况下;(2)一旦被判决败诉,潜在的赔偿金额不易控制,尤其是当法院依法可适用三倍惩罚性赔偿规则的情况下;(3)和解中可约定由其他被告如会计师、投行等分担赔偿,如果判决则公司可能基于连带责任要实际付出更多;^{④8}(4)被告须聘请己方的辩护律师(通常少见采用胜诉酬金制),虽不太惹眼但费用亦惊人,有研究称可达和解金额的25%~35%;^{④9}(5)诉讼不可避免地会牵涉经营者精力,干扰正常经营,对公司声誉造成破坏。^{⑤0}另外,学者还从信息不对称的角度、^{⑤1}认知心理学风险厌恶的角度,^{⑤2}解释被告公司在即便原告胜算不大的情形下寻求和解的动机。

实际上,一个更为关键的决定因素很可能是被告公司董事、高管的自利。因为他们享有的职务保险和责任补偿协议依照法律和判例不得适用于判决赔偿,但可以用于和解。^{⑤3}显然自保心态足以令被告的这些

^{④7} 据统计从1996年至今,只有13起证券集团诉讼案件最终是以法院判决结束,而其中只有3起对原告有利。See Adam T. Slavett, Risk Metrics Group, Securities Class Action Trials in the Post - PSLRA Era (Feb. 2008), <http://slw.riskmetrics.com/SCAS%20Trials.pdf>.

^{④8} 这三项不利影响在上述两项法案实施后已有所缓解。

^{④9} See Baker Tom & Sean J. Griffith, "The Missing Monitor in Corporate Governance: The Director' & Offices' Liability Insurer", 95 *Geo. L. J.* 1795 (2007).

^{⑤0} 任自力:"美国证券集团诉讼变革透视",载《环球法律评论》2007年第3期。

^{⑤1} See Lucian A. Bebchuk, "Suing Solely to Extract a Settlement Offer", 17 *J. Legal Stud.* 437, 440 (1988).

^{⑤2} See Chris Guthrie, "Framing Frivolous Litigation: A Psychological Theory", 67 *U. Chi. L. Rev.* 163, 179-81 (2000). 另外,认知心理学也可提供集团律师热衷提起诉讼的解释:哪怕概率低,但回报太具吸引力。

^{⑤3} See Joseph P. Monteleone & Nicholas Conca, "Directors and Officers Indemnification and Liability Insurance: An Overview of Legal and Practical Issues", 51 *Bus. Law.* 573 (1996).

实际决策者在面对即便是牵强的诉讼时积极和解。^{⑤4} 反观原告集团律师,同样基于自利,一方面会全力争取法院许可集团诉讼;另一方面在此之后,就不会再和被告拼死相搏,因为此时两者利益趋向靠拢,将对方逼向绝境很可能会增加自己取胜的难度,何况判决记录对原告也并不特别有利;考虑成本收益,尽快达成和解、将精力转向下一个目标更为合算。虽然和解可能不符合集团成员的最大利益,但集体行动困境决定了他们难以对集团律师形成有效约束。被告公司投资者(现在或曾经的股东)于是往往在双方代理人——董事、高管和集团律师的默契中被出卖。

集团律师的自利和滥权是如此恶劣和嚣张,以致截至目前的批判和改进大多聚焦于此,以致证券集团诉讼制度的某些本质悖论常常被忽略。填补投资者损害和惩戒阻却违法者,是证券集团诉讼及其所创制责任的两大目标,遗憾的是在现行制度下它们却遭遇了双重失败。1995年美国国会的报告显示:原告投资者实际能从和解中所获赔偿只相当于其损失的百分之几,^{⑤5}有研究机构佐证:1991年至2004年间每年的这一比例从未超过7.2%(该峰值出现在1996年),2002年至2004年甚至都低于3%。^{⑤6} 造成比例之低首先是(尽管间接)影响因素是损失巨大,而损失巨大的原因在于股价“超”跌。当欺诈曝光、纠正信息公布后,股价深调中不仅包含针对虚假陈述内容等的调整,更涵盖了对随之而来证券集团诉讼的合理预期。未来的巨额和解如下所述,最终实际上又将由公司负担,这种正反馈的叠加效应必然使股价调整超过单纯欺诈内容的影响。^{⑤7} 股东诉讼维权机制本身在某种程度上自动扩大了其损失。

接下来,至少四重因素直接导致了受偿比例低下。首先,受举证要

^{⑤4} 就职务保险和责任补偿协议存在的问题,下文将有进一步的讨论。

^{⑤5} “Pennies on the dollar”, See S. Rep. No. 104-98, at 6 (1995).

^{⑤6} See NERA Economic Consulting annual report, 转引自 John C. Coffee, Jr., “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation”, 106 *Colum. L. Rev.* 1534, 1545 (2006).

^{⑤7} See Jennifer Arlen & William J. Carney, “Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence”, 1992 *U. Ill. L. Rev.* 691 (1992).

求、诉讼技术的影响,并非所有的股价差异都能被认定为可归因于欺诈的损失,即事实上的损失和法律上可确认的损失存在不一致。其次,为了尽快达成和解,集团律师通常不会竭力地主张损失,最大限度地争取原告所得,因其与自己利益并不太相符。再次,诉讼争议事件发生期间,在原告受损的同时,必定存在着对手幸运地从交易中净获益,而这部分收益在现行法律下并不被追索及要求吐出。⁵⁸ 假定被告公司在此期间没有开展过再融资或并购而使自身获益,这一部分是否也应由其承担实际上大可商榷。⁵⁹ 最后,在已大幅缩水的和解金额中,将近一半(47%)要被用于支付制度交易成本:除了集团律师的约1/3,还包括专业通知机构、原告管理人和顾问等各种中介。⁶⁰

始料未及并未到此结束。甚至在可怜的投资者的内部,证券集团诉讼制度仍进一步加剧不公。理论上,理性投资者应该分散(Diversified)、组合(Portfolio)投资,而通过投资于20家公司就可能将非系统风险有效降低99%,因此基本无须证券诉讼的保护。⁶¹ 换言之,证券集团诉讼整体上是在由分散投资者补贴非分散投资者,产生鼓励非理性的效果。⁶² 同时,一般认为,证券集团诉讼是保护小投资者的利器,其实未必。小投资者往往选择长期持有,因此恰在诉讼争议事件发生期间买或卖的可能性都较低,相对对冲基金等频繁交易者,成为上述幸运净获益者的可能性就低;相比共同基金,刚好买入有资格成为原告求偿的可能性也低。⁶³ 他们通常是“抱股”被动经历事件始终,空欢喜一阵子后又被超跌打击个结实,受伤最深;不仅如此,管理者违法的责

⁵⁸ 当然,公司董事、高管等通过内幕交易等借机取得的利益可以被追究。

⁵⁹ 即便假定由公司董事、高管来承担,如下所述,他们往往也可通过保险间接地转嫁给公司。

⁶⁰ See Eleanor Laise, “Picked Clean – Plaintiff’s Attorneys and Middlemen Thrive under the Securities Class – action System: What’s in it for you? Pretty Much Bupkis”, *Smart Money* (May 1st, 2005).

⁶¹ See Richard A. Booth, “The End of Securities Fraud Class Action?” *Regulation* (Summer 2006), p. 48.

⁶² 同样,这里假定没有利益通过再融资或并购输送给被告公司,或者通过内幕交易等溢出给公司董事、高管等或其可以被追回,即只在投资者之间转移。

⁶³ See Anjan Thakor, *The Unintended Consequences of Securities Litigation* (US Chamber institution for Legal Reform, Oct. 2005), pp. 10 – 11.

任通过层层转嫁(通过保险公司、被告公司)最终还会落在这些最“忠诚”的股东身上。无论如何,从概率上分析,小投资者将补贴机构投资者。小投资者当然可以通过共同基金参与,但后者即使通过和解获赔,其如何分配仍存变数,而且基金持有人也在随时变化,受害人和受偿人不匹配的问题可能还会加重。^④

在惩戒违法者方面,证券集团诉讼同样令人失望,对潜在行径的阻却自然乏善可陈。虽然个人如公司董事、高管常常也被列为被告,虽然投行、会计师等有时也会分担责任,^⑤但总体上和解赔偿绝大部分来源于保险公司,^⑥其余多由被告公司负担,个人被告负担的部分不超过0.5%。^⑦2000年著名案例——酒店租车业巨头胜腾公司(Cendant)会计违规造假诉讼中,32亿美元和解中的28.5亿美元出自胜腾公司,其余由审计事务所负担,个人被告没有实际支出。^⑧如今保险公司提供的保障更为周全,不仅覆盖了董事、高管需自付的部分(Side A coverage)、公司依照责任补偿协议需支出的部分(Side B coverage),更延伸到公司自己需承担的责任(Side C coverage)。^⑨同一家保险公司往往打包提供所有上述保险。

^④ See James D. Cox & Randall S. Thomas, “Letting Billions Slip through Your Fingers: Empirical Evidence and Legal Implications of the Failure of Financial Institutions to Participate in Securities Class Action Settlements”, 58 *Stan. L. Rev.* 411, 449 (2005).

^⑤ 这种情况多出现在被告公司破产的情况下,且投行、会计师等越来越多地受到比例责任的保护。此外,对于被告公司及其内部人之外的次级(Secondary)主体,联邦最高法院目前的倾向是限制其承担责任甚至成为被告,See *Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific - Atlanta, Inc.*, 128 S. Ct. 761 (2008).

^⑥ 例如,一项研究表明:九十年代中期,保险公司、被告公司、其他被告负担和解赔偿的比例分别是68.2%、31.4%和0.4%。See Frederick C. Dunbar et al., NERA Economic Consulting report (1995), 转引自 John C. Coffee, Jr., “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation”, 106 *Colum. L. Rev.* 1534, n. 61 (2006).

^⑦ See Donald C. Langevoort, “Capping Damages For Open Market Securities Fraud”, 38 *Ariz. L. Rev.* 639, 648 & n. 43 (1996).

^⑧ See Donald C. Langevoort, “On Leaving Corporate Executives “Naked, Homeless and Without Wheels”: Corporate Fraud, Equitable Remedies, and the Debate over Entity Versus Individual Liability”, 42 *Wake Forest L. Rev.* 627, 628 n. 2 (2007).

^⑨ See Baker Tom & Sean J. Griffith, “The Missing Monitor in Corporate Governance: The Director’ & Offices’ Liability Insurer”, 95 *Geo. L. J.* 1795, 1802 (2007).

当然,保险机构这样做并非仅仅出自好心,因为保费也会相应提高。董事、高管当然乐意使自己得到保护,同时也不会介意慷公司之慨花重金保费换取保险公司不来干预自己的行为,既包括在作决策时更加随心所欲,也包括被诉之后聘请最好的律师不计成本地周旋。^⑩这也部分地解释了为什么一家财富500强公司在美国支付的相关保费超过其在欧洲花费的6倍。^⑪然而,无论是被告公司支付,还是保险公司负担,违法行为通常的罪魁祸首——董事、高管及其控制人大都可全身而退,损失体现为公司成本最终转嫁给股东,差别无非是在无辜投资者之间如何分摊。难怪有学者评论“集团诉讼的问题并非是什么治疗使病情加重,疗法就是病因所在”。^⑫

四、失灵探源与制度重塑

证券集团诉讼绝非始自蹩脚或恶毒的设计,但一项精巧的制度如何在合成谬误下难堪地距其初衷渐行渐远,的确发人深思。诉讼可以维权,在美国尤其如此;为克服集体行动困境,集团律师被引入。然而新的委托代理问题就此产生,^⑬而且同样基于集体行动困境,对集团律师的激励很快走向过度,而约束无几,其出于或自利或推诿,与先一拨委托代理人——公司董事、高管的谈判迅速演化为默契,^⑭原告投资者遭受二次背叛,利益被再度边缘化。数目有限的剩余和解金最终在投资者间被不太公平地分配,形成了不合理方向上的补贴,补偿功能变得

^⑩ See James D. Cox, "Making Securities Fraud Class Actions Virtuous", 39 *Ariz. L. Rev.* 497, 512 (1997).

^⑪ See Committee on Capital Markets Regulation, Interim Report, p78 (Nov. 2006), http://www.capmktreg.org/pdfs/11.30Committee_Interim_ReportREV2.pdf.

^⑫ See Richard A. Booth, "The End of Securities Fraud Class Action?" *Regulation* (Summer 2006), p. 51.

^⑬ See Oliver E. Williamson, "The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes", 19 *J. Econ. Literature* 1537, 1544-46 (1981).

^⑭ See John C. Coffee, Jr., "Understanding the Plaintiff's Attorney: The Implications of Economic Theory for Private Enforcement of Law through Class and Derivative Actions", 86 *Colum. L. Rev.* 669, 679-80 (1986).

微弱。^⑤ 由于主要由公司而非个人被告支付和解金,集团诉讼打击的不是实际加害者而是公司,特别是对于持续持股的投资者而言,实质无异于责任循环自我负担(Circularity problem),财产从左口袋换到右口袋(Pocket shift);保险机制则进一步加剧了道德风险,^⑥委托代理人与理应的监督者再次实现共谋,把以费用面目出现、膨胀后的损失无情地透过公司甩给股东们。

证券集团诉讼及其周边机制就像一支杠杆,支起的却是快速放大的交易成本。集团律师(及附属其的集团代表)、保险公司从中渔利,公司主事者获得不适当的保护,^⑦违法者得不到追究因而不可能止步只会变本加厉,投资者的境遇没有显著改善甚至有些人变得更糟。诉讼转化成商业风险,和解沦落为分配机制,而且都趋向负面。长此以往,美国的经商环境当然会恶化,外国公司和投资者会被吓跑,资本市场将在全球竞争中处于不利。^⑧ 如果不加以限制,证券集团诉讼恐怕彻底演变为一门生意,社会风气将向下沉沦。

阻断通向毁灭或者荒谬之路,笔者以为可以从以下三个层面考虑。微观上自然是在诉讼自身中求出路,特别是继续加强法院对证券集团诉讼的审查和干预,主要着眼点是限制和打击集团律师的不当行为,同时找到或培养原告投资者利益的切实代言人,既对前者形成内部制衡和监督,又更好地实现受害者补偿的功能。这其实也是《私人证券诉讼改革法》以来美国主要努力的方向,十几年间的确收到一些成效。集团代表产生由“先到先得”原则改为“存在最大利益关系”原则后,机构投资者更频繁地作为集团代表提起了集团诉讼,^⑨对于提高和解受

^⑤ See Merritt B. Fox, "Demystifying Causation in Fraud - on - the - Market Actions", 60(2) *Bus. Law.* 507 (2005).

^⑥ See Tom Baker, "On the Genealogy of Moral Hazard", 75 *Tex. L. Rev.* 237 (1996).

^⑦ See Kent D. Syverud, "On the Demand for Liability Insurance", 72 *Tex. L. Rev.* 1629, 1640 - 49 (1994).

^⑧ See John C. Coffee, Jr., "Foreign Issuers Fear Global Actions", *Nat'l L. J.* (June 14, 2007).

^⑨ See Stephen J. Choi & Robert B. Thompson, "Securities Litigation and Its Lawyers: Changes During the First Decade After the PSLRA", 106 *Colum. L. Rev.* 1489, 1530 (2006).

偿金额也有些作用。^⑩ 司法机关对于集团律师违法行径的追诉大大强化,尤其是2007年至2008年对于集团诉讼头号律所 Milberg Weiss、标志性律师 Bill Lerach、Melvyn Weiss 等人的刑事追诉,^⑪全面曝光了1979年至2005年间他们支付回扣“雇佣职业原告”充当集团代表、虚增客户损失额以争任集团律师等劣迹,这些律师和集团代表全部认罪或入狱。此外,法院还可通过一些技术性手段,如提高原告集团举证、通知标准,赋予被告更灵活的上诉权利,限制滥诉的发生。

然而正如前文数据所揭示,证券集团诉讼从数量到规模并没有减少。新近发表的学者实证研究也大多表示《私人证券诉讼改革法》等立法意图整体上尚未实现。例如,机构投资者对集团律师更强的监督作用理论上成立但未得到统计证实,和解赔偿占损失的比例反而呈现下降;^⑫集团诉讼主流专业律所的构成和市场份额变化不大,只是基于新规定下扩大客户源的需要,^⑬出现了不同性质、等级律所合作共同出任集团律师的趋势。^⑭ 机构投资者与集团诉讼专业律所的持续紧密互动其实令人亦喜亦忧,最大利益关系的要求已使后者“收买”集团代表(Pay to play)的目标更多地锁定在机构投资者。^⑮ 接近利诱共同基金、向对公共养老基金有着决定权的官员提供竞选献金(主要通过其顾问机构)等均有证可查,^⑯知名者如在胜腾公司案中纽约州基金主管官员收取的约10万美元献金。^⑰ 已有国会议员提交法律草案,要求立法规

^⑩ 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 - 88 (2006).

^⑪ See Peter Lattman, Closing Argument: Mr. Lerach Mulls Life Behind Bars, *The Wall Street Journal* (Feb. 12, 2008).

^⑫ *Supra note*, James D. Cox & Randall S. Thomas, at 1587.

^⑬ 集团诉讼中,集团律师向其他律师支付“介绍费(分成)”的做法由来已久,虽然后者并不实际参与工作。这种操作可能进一步蚕食了原告本可获得的和解份额。

^⑭ *Supra note*, Stephen J. Choi & Robert B. Thompson, at 1530.

^⑮ See John C. Coffee, Jr., “Nobody Asked Me, But...”, *Nat’l L.J.* (January 18, 2007).

^⑯ See Kevin McCoy, Campaign Contributions or Conflicts of Interest, *USA Today* (Sept. 11, 2001).

^⑰ See Shaila K. Dewan, Donors to McCall Profit in Cases State Pursues Against Corporate Wrongoers, *New York Times* (Aug. 14, 2002).

定对类似支付、捐献进行披露,并对集团律师选任进行竞标。⁸⁸除了在这一端受到影响,机构投资者基于资本市场反复博弈者的定位,需要考虑与上市公司群体的长期关系,顾忌“不合作”、“难相处”的圈内名声,在面对被告公司时未必只针对个案盘算,消极甚至背叛(集团)都可能是“理性选择”;⁸⁹此外,前文已论及机构投资者受损机会其实可能相对更小、更易被分散,代表性也许不像乍看上去那样充分。总之,机构投资者作为集团代表时面临的利益冲突更为复杂,倒是非常值得警惕。这也解释并预示了美国只依靠现有思路,局部地医头医脚难以解决问题。

中观上的改进需要跨出诉讼一隅,结合公司证券法乃至商业机制的整体变革来做文章。目前突出的一个问题是惩戒阻却违法者功能的失灵,证券违法行为的主谋和最大受益者——公司董事、高管、控股股东及其控制人在很大程度上被隔绝了责任,公司成为“替罪羊”,风险间接地被转回股东身上,并且此时损失还经过了集团诉讼的放大。公司承担这种雇主责任既不公平,同时由于无法通过合同有效限制内部人和控制人而没有效率。⁹⁰公司其实也是受害者,当初主要基于补偿投资者的便利被拖入被告席,既然这个目标远未实现,没有理由继续让方便的、更深的口袋成为实际上唯一的口袋,进一步“惩罚受害者”——作为群体的股东。对于欺诈市场下的证券集团诉讼,追究个人被告及控制人的责任更加合理,尤其是就惩戒阻却实际违法者的目标而言。⁹¹因此,一方面可以限定诉讼(和解)金额规模,驱动集团律师

⁸⁸ See John Cornyn (Senator) & Jeb Hensarling (Congressman), The Securities Litigation Attorney Accountability and Transparency Act, S. 3033, H. R. 5463.

⁸⁹ See 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, 879 (2002).

⁹⁰ See Alan O. Sykes, “The Boundaries of Vicarious Liability: An Economic Analysis of the Scope of Employment Rule and Related Legal Doctrines”, 101 *Harv. L. Rev.* 563, 571 - 81 (1988).

⁹¹ See Jennifer H. Arlen & William J. Carney, “Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence”, 1992 *U. Ill. L. Rev.* 691, 694 - 700 (1992).

更积极地去对抗被告；⁹²另一方面，可以通过比例责任限制公司本身的负担并将其适用于和解，⁹³甚至可考虑将在诉争涉及期间没有参与交易（通过再融资或股份并购）的公司排除出证券集团诉讼，至少是最常见的规则 10b-5 诉讼。⁹⁴

与此相关联的还有保险机制。理论上，保险公司应当起到对投资公司的监督功能，⁹⁵但如前所述，两者之间却往往形成皆大欢喜的共谋，这种格局必须改变。有学者建议首先要求详细披露保险费用和合同，⁹⁶很有必要但仍不够。一家保险公司同时为被告公司与其董事、高管提供保险，即便可以提出效率方面的理由，但鉴于利益冲突过于明显，有必要予以禁止或严格限制。对于公司董事、高管职务保险，应当施加更严厉的审查，缩小免赔范围，压缩承保额度，真正落实其个人责任。同样的审查也应适用于公司与他们签订的责任补偿协议。当然，实现这些变化的过程将非常复杂，需要国会新立法和最高法院对已有案例进行重新审视。的确，这样做不利于董事、高管放手工作，但在“商业判断规则”的总体呵护下，对非违法者的保护并不会削弱太多。也唯其如此，保险在公司治理中的监督作用才有望发挥，现行集团诉讼下的扭曲才可能被矫正。⁹⁷包括保险问题在内，股东都应该被赋予更大的决定权，这实质上涉及美国公司治理范式的整体性调整。⁹⁸

⁹² See Donald C. Langevoort, “Capping Damages For Open Market Securities Fraud”, 38 *Ariz. L. Rev.* 639, 658 (1996).

⁹³ See John C. Coffee, Jr., “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation”, 106 *Colum. L. Rev.* 1534, 1573-79 (2006).

⁹⁴ *Id.*, at 1582-84. 关于规则 10b-5 诉讼的情况，可参见郭雳：《虚假陈述证券欺诈法律责任的边界》（未刊稿）。

⁹⁵ See Clifford Holderness, “Liability Insurers as Corporate Monitors”, 10 *Int’l. L. Rev. Law & Econ.* 115, 116 (1990).

⁹⁶ See Sean J. Griffith, “Uncovering a Gatekeeper: Why the SEC Should Mandate Disclosure of Details Concerning Directors’ and Officers’ Liability Insurance Policies”, 154 *U. Pa. L. Rev.* 1147 (2006).

⁹⁷ See Tom Baker & Sean J. Griffith, “Predicting Corporate Governance Risk: Evidence From the Directors’ & Officers’ Liability Insurance Market”, 74 *Chi. L. Rev.* 487, 543-44 (2007).

⁹⁸ See Lucian A. Bebchuk, “The Myth of the Shareholder Franchise”, 93 *Va. L. Rev.* 675, 732 (2007).

宏观上,私人诉讼与公共执法在法律实施中的关系,有必要藉此作进一步深思。美国证券领域素来是两条腿走路,公私并举,私人民事诉讼的案件金额往往超过联邦证交会(SEC)、州证券监管机构的执法金额。⁹⁹ 集团律师也往往自诩为代表私人利益的“检察官”、证券市场上的“警察”,嘲笑 SEC 等作风官僚、非议其资源有限、指责其激励不足、质疑其监管俘获,即便这些情况的确存在,事实也已充分展示了证券集团诉讼的制度扭曲,促使人们认识到:其一,私人诉讼同样存在着根本性局限。既然集团律师打着“检察官、警察”的招牌,是否也应遵守类似公务员的伦理操守、接受类似的监督特别是报酬呢?¹⁰⁰ 而且,诉讼占用司法资源,同样会增加社会成本,却往往不为人所在意。诉讼滥用还可能扰乱政府的监管策略,造成执法过度或浪费。¹⁰¹ 其二,公共执法不仅因其性质具有公正、专业、受监督等优势,更有利于克服私人诉讼下的一些弊端。例如,SEC 实施处罚或和解中的罚款,不得由保险支付;¹⁰² 又如,监管措施可以非财产性的方式作出(如责令对象完善其公司治理)。¹⁰³ 其三,两者之间应形成补充而非替代的关系。一些美国学者提出了公私协作的建议,如由 SEC 对拟提起的私人诉讼进行事先过滤,¹⁰⁴ 又如,在通过两种方式获得的民事赔偿间建立某种分享机制,¹⁰⁵ 在 SOX 法案授权 SEC 建立用于补偿投资者的公平基金(Fair fund)后,相关协调变得尤为重要。虽然安然事件后,SEC 的规模扩张了约 2/3,但

⁹⁹ See Howell E. Jackson, “Variation in the Intensity of Financial Regulation: Preliminary Evidence and Potential Implications”, 24 *Yale J. on Reg.* 253 (2007).

¹⁰⁰ See John H. Beisner, et. al., “Class Action “Cops”: Public Servants or Private Entrepreneurs”, 57 *Stan. L. Rev.* 1441 (2005).

¹⁰¹ See Matthew Stephenson, “Public Regulation of Private Enforcement: The Case for Expanding the Role of Administrative Agencies”, 91 *Vir. L. Rev.* 93 (2005).

¹⁰² See Baker Tom & Sean J. Griffith, “The Missing Monitor in Corporate Governance: The Director’ & Offices’ Liability Insurer”, 95 *Geo. L. J.* 1795, n16 (2007).

¹⁰³ See Jayne Barnard, “Corporate Therapeutics at the Securities and Exchange Commission”, 3 *Colum. Bus. L. Rev.* 793 (2008).

¹⁰⁴ See Amanda M. Rose, “Reforming Securities Litigation Reform: Restructuring the Relationship between Public and Private Enforcement of Rule 10b - 5”, 108 *Colum. L. Rev.* 1301 (2008).

¹⁰⁵ See Janet C. Alexander, “Rethinking Damages in Securities Class Action”, 48 *Stan. L. Rev.* 1487, 1489 (1996).

最近饱受监管松弛的批评,所提指控也创 1991 年以来新低,^⑩自身不乏有所作为的变革动力,而民主党主导的新政府和国会也为加强监管提供了有利契机。公共执法环境的改善以及与私人集团诉讼间的更多互动,应当是可以预见的。

五、移植借鉴及它山之石

尽管问题重重,美国不会放弃(证券)集团诉讼。事实上,改变往往都相当艰难。克林顿总统就曾基于投资者保护的原因否决过《私人证券诉讼改革法》(后经国会特别多数表决才最终通过);《集团诉讼公平法》的序言开篇也不忘强调:“集团诉讼是法律体系中重要和有价值的组成部分,是将众多分散原告诉求合而为一、得以公平有效解决争议的手段”。^⑪集团诉讼制度在美国有着深刻的繁荣基础,包括:(1)浓重的对抗传统;(2)充满进取心、高度激励的律师行业;(3)强大的司法创制文化;(4)联邦制下的双重法院体制。^⑫很自然地,这项制度也在向全世界辐射并引发热烈反响。英国、加拿大、澳大利亚等普通法系的部分地区已建立该制度,南非、苏格兰、斯堪的纳维亚半岛等国家也在探讨尝试。大部分国家则由于理论、文化、经济、制度等各种原因多停留在讨论阶段。^⑬特别是在大陆法系国家,该制度遇到更多阻力,值得关注。有日本学者认为引进难以成功,因为这项“着眼于解决原发性纠

^⑩ See Eric Lichtblau, Federal Cases of Stock Fraud Drop Sharply, *New York Times* (Dec. 25, 2008).

^⑪ See The Class Action Fairness Act, § 2(a)(1).

^⑫ [美]史蒂文·苏本、玛格瑞特·伍:《美国民事诉讼的真谛》,蔡彦敏、徐卉译,法律出版社 2002 年版,第 194 页。

^⑬ See Thomas D. Rowe, Jr., “Debates over Group Litigation in Comparative Perspective: What Can We Learn from each other?”, *Forward*, 11 *Duke J. of Comp. & Int’l L.* 157 (2001); See also, Stefano Grace, Strengthening Investor Confidence in Europe: U. S. - Style Securities Class Actions and the Acquis Communautaire, 15 *Journal of Transnational Law & Policy*, 281 - 304 (2006).

纷的事实出发型制度,并不能与规范出发型的日本制度相融合”。^⑩ 德国移植的困难也类似地源于:(1)既判力向第三人扩张与其民诉原理不符;(2)诉讼费用及律师报酬制度与美国不同;(3)损害计算及赔偿分配困难。^⑪

近年来,集团诉讼的移植借鉴出现了新进展。为促进统一市场和电子商务,欧盟正在考虑参考集团诉讼,建立保护消费者的“集体救济”(Collective redress)机制。^⑫ 证券领域,德国于2005年11月1日实施了《资本市场示范案例法》(Capital Markets Model Case Act)开展试点,适用于证券虚假陈述和违约案件,并规定了5年的有效期间,届满后检讨效果以决定是否继续乃至推广。该法提供了与德国现行民事诉讼并行的一种机制:原告可以通过新设立的电子系统查询、登记,便捷地参与案件,分摊诉讼费用;先由一级特定法院(Higher Regional Court)审理后给出示范性案例判决,受理法院据此再针对每一个案裁决。不同于美国集团诉讼,原告不能代表未实际授权其的未知受害者,律师不得采取胜诉酬金;德国的实体法规定也没有改变,如判决不能包括补偿之外的惩罚性赔偿。^⑬ 整体来看,德国的尝试举措非常谨慎,尽力减少对既有诉讼体制和理论框架的冲击,小心约束律师活动的空间;而充分利用技术进步、注意发挥专业法庭的作用,则是其亮点所在。

较积极、完整地引进美国集团诉讼的例子是韩国。在美国学者的建议下,^⑭ 2003年年底韩国国会通过《证券集团诉讼法》,自2005年1月1日起分阶段实施(首先适用于总资产2万亿韩元(约17亿美元)以上的公司,2007年起适用于所有上市公司;对某些案件类型有例外)。

^⑩ [日]中村英郎:《新民事诉讼法讲义》,陈刚、林剑锋、郭美松译,法律出版社2001年版,第85页。

^⑪ [日]上原敏夫:《团体诉讼与集团诉讼研究》,日本东京商事法务研究会出版社2001年版,第244~245页。

^⑫ See George Parker, EU Considers Consumer Class Action, Financial Times (Mar. 4, 2007).

^⑬ <http://www.bmj.bund.de/kapmug>.

^⑭ See Bernard Black, et. al., “Final Report and Legal Reform Recommendations to the Ministry of Justice of the Republic of Korea; Introduction to the Report”, 26 J. Corp. L. 546, 569 (2001).

该法呈现出下列特点:受案范围采列举方式;原告 50 人以上、合计持有公司股份万分之一的方可提起集团诉讼;对集团实行“声明退出”规则,但要求法院给予成员逐一通知;诉讼费用按普通诉讼打五折并规定上限,只在法院认为必要时要求原告提供担保,但其败诉需负担被告诉讼费用;律师持有被告公司股份的则不能担任集团律师;防止滥诉上,三年内 3 次的限制较美国更严厉,且不仅适用于集团代表,还包括集团律师。由于门槛设定较高,限诉方面又几乎照搬了美国《私人证券诉讼改革法》,该诉讼目前在韩国的实际应用情况很少,制度功效尚未充分显现。^⑬韩、美两国学者就此也进行了比较研究。^⑭纽约大学韩裔美籍教授斯蒂芬·崔提出制度移植需要考虑的因素包括:资本市场与公司规模、政府类型与公共执法能力、法律界(律师、法官等)水准、实体法规定,通过分析韩国现状,他认为该项借鉴努力是有益的,此外:韩国的市场规模和法律服务群体制约着集团诉讼;^⑮同时诉讼风气不盛、律师职业操守和团体凝聚力强,滥用风险较美国更小,可考虑稍放宽限制;韩国公务员素质高,公共监督可以倚仗;现行规定将集团诉讼引向财阀大公司,而这恰是政府执法的软肋,或可有助于促进公司治理。^⑯

六、公私协同的“中国思路”

中国的取舍决断亦应如此。如前所述,对于集团诉讼整体及其与现行民诉制度的龃龉和衔接,国内已有不少讨论,下文评述仍拟主要集中在证券法实体领域;同时,针对诉因要件、集团组成、诉讼各阶段举证配置、损害赔偿额确定、责任分配等技术性细节值得专文详论,笔者在

^⑬ 汤欣:“私人诉讼与证券执法”,载《清华法学》2007 年第 3 期。

^⑭ 例见,权赫在:“证券集团诉讼的研究:韩国的经验”,载《河北法学》2007 年第 2 期。

^⑮ 韩国同时也存在传统的选定当事人诉讼,以及由民间公益性组织发动的团体诉讼,如著名的“参与民主人民联盟”(PSPD)。

^⑯ See Stephen J. Choi, “The Evidence on Securities Class Actions”, 57 *Vand. L. Rev.* 1465, 1507-25 (2004). 对于最后一点,本文作者以为是更多地体现了理想色彩。

此仅从宏观政策性层面简述观点。基本立场是:发展阶段和国情实际不同,对美国(或任何国家)的做法不易轻率地进行判断,既不可盲从套用集团诉讼模式,也不宜对《私人证券诉讼改革法》等所有倾向都亦步亦趋,尤其是后者。美国体制存在着独特的因素(如联邦制;商业性诉讼文化),证券领域也有其自身特点:如不同于消费者案件,代金券赔偿较少出现;又如,不同于环境、产品侵害案件,一般不存在大量的潜在未知受害者,因此其实比较适合作为集团诉讼在我国的试点类型。更重要的是,虽然值得持续警惕,造成美国制度异化的主要因素——激进的律师群体、胜诉酬金、和解和保险机制,在我国目前并不突出;滥诉也远非制约中小、高科技企业的主要问题。这些总体上应属远虑而非近忧。

证券法制实现方式的选择,既要考虑资源分配(如选择侧重保护国有资产还是一般投资人),^{①⑨}也受路径依赖的制约(新的制度供给难以一蹴而就)。如果说美国是私人诉讼过度膨胀,需要抑制,我国现状则是过分倚重证监公共执法,两者都需寻求平衡。资本市场由政府推动的发展路径、大量上市公司的国有属性、行政干预的思维和行为定势,客观上形成了对我国私人证券诉讼的天然制约。然而以发展的眼光来看,集团诉讼、团体诉讼、^{①⑩}证券仲裁、(证监会)行政仲裁(包括和解)都有必要尝试,与传统方法一道构建多元化的纠纷解决体系;只有竞争才能激发各自优势的充分发挥,彼此间呈现补充而非完全替代的关系,并在某一特定阶段发现针对某类特定问题的最优解。德国的思路也非常有益:借助技术创新,寻求集团诉讼有益因素与主流路径嫁接,同时划定范围、期限观察实施效果。具体而言,当下我们期待的应是一个“做小做实”的证券集团诉讼机制,需要思考的环节和问题主要包括:

- 原告端。投资者保护在我国整体上无疑需要加强,但不宜照搬

^{①⑨} 钟志勇:“美国证券集团诉讼与我国证券民事诉讼形式之完善”,载《现代财经》2005年第11期。

^{①⑩} 关于团体诉讼的利弊,可参见汤维建:“论团体诉讼的制度理性”,载《法学家》2008年第5期;另见前引^{①⑨}。

或冒进,^⑫私人集团诉讼不应作为唯一甚至首要的方式。其补偿功能并非直观上那样可靠,需要与分散投资(投资者教育)、公共执法互相配合。机构投资者的作用会越来越突出,但其身负的多重利益冲突有必要引起全面重视。这些年围绕证券投资基金的争议已显现出端倪,随着其“一对多”等新业务的开展,矛盾恐将更突出;此外,社保、年金、QFII、保险资金等各自问题亦不应不被意识。

- 被告端。特别是从惩戒阻却违法者着眼,责任的主要承担者应该是证券违法行为的主谋和受益者——董事、高管(在我国,大股东、控制人问题也很突出)。被告范围不宜过分扩张、链条并非越长越好,否则不仅在技术上容易引起因果关系认定上的瑕疵,更有可能助长虚幻的安全感,到头来加重失望。对于打击和救济的效果有必要进行绩效分析,应考虑比例责任和连带责任的协调使用。^⑬ 责任保险方面,美国的教训深刻,当早引以为戒;如果拖到积重难返,则改革的阻力将倍增,其当下医疗改革亦是一例。

- 法院端。即便在美国,证券集团诉讼中的法官介入程度也高乎寻常。集团诉讼开展后,我国法院亦应积极发挥审查职能(尤其是对撤诉与和解)。同时,法官应注意识别其他因素导致的价格波动,合理认定损失金额;根据主要侵害对象,投资者集团诉讼和股东代表诉讼需要适当区分。建立特别法院或者专业法庭来处理证券(金融)类案件值得认真考虑,上海等地开展的尝试可以进一步推广。

- 律师端。证券专业能力和专门律师人才都有待扶植。鉴于其道义色彩和实际影响较小,在证券领域或可率先试行有限制的胜诉酬金,英国等推行的改革试验有必要进一步研究关注。对律师利益冲突的审查应较韩国规定更为周详,但次数限定不宜那般僵化。和解无须全盘否定,但美国式的为和解而和解、甚至为和解而开展诉讼的殷鉴,^⑭必须警惕。从思路而言,有效的披露和独立第三方审查(意见)有助于抑制其弊端。

^⑫ See Bernard S. Black, “The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets”, 48 *UCLA. L. Rev.* 781, 822 (2001).

^⑬ 可参见郭雳:《虚假陈述证券欺诈法律责任的边界》(未刊稿)。

^⑭ 杨严炎:“论美国的和解集团诉讼”,载《环球法律评论》2006年第4期。

• 执法端。长期来看,虚假陈述司法解释中的前置程序应从强制性改为选择性,但也不宜轻率地一废了之。^⑭现阶段,可考虑将律师向证监稽查提供的举报,与嗣后诉讼集团律师资格的取得相挂钩,以激励律师投入进行监督。同时,对于违法行为的财产性处罚必须能落到实处,近期汪建中等案的执行显然比以往的“亿安科技”更能维护监管者应有的权威。行政处罚与民事赔偿间应当有更合理的衔接,特别是在财产有限的情况下,其具体配置模式应根据执行实效来确定。

• 政府端。正如美国也正在积极尝试公私携手,我国行政当局总体上应消除对集团诉讼不必要的恐惧,探索与法院、律师界的协作,理顺司法救济渠道。对待社会矛盾特别是群体性的事端,实际上疏易堵难,相对而言,司法仍不失较为理性透明和具有公信力的问题解决方式。当然,我们更期待的还是制度化的途径,在这方面,较之上访等,法院的优势是明显的。

以上初步的思路和建议显然需要继续的论证或质疑。更多全面的、高质量的实证、比较、个案或访谈式的工作也是目前美中两国学术研究中的重要差异所在。本文的另一方法论用意在于抛砖引玉,提示:在就集团诉讼整体较充分把握的基础上,针对各个具体类型的深入讨论日见必要。

结 论

美国集团诉讼通过“声明退出”规则和胜诉酬金制度,克服大规模侵权案件中小额多数分散原告的集体行动困境。其中,证券集团诉讼既具有一般特征,也呈现出独特问题。相比其他类型,其受害者更易在数重合成谬误下反复受损;同时,类似过度金融创新之于目前的全球危机,这项制度实施常恐过犹不及,甚至沦为操控工具。美国现行和解与保险机制集中并放大了其弊端,给予集团律师过度激励,纵容了被告公

^⑭ 王光平:“取消证券民事诉讼前置程序建议已报最高法院”,载《中国证券报》2008年12月9日。

司管理者的恶行,令代理人与其雇主利益背离,委托代理问题再度凸现。其结果形象地说,如同众多搭便车者遭遇不请自来、要价昂贵的路边擦车人,于是诉讼变成商业风险、和解沦为转移渠道,社会成本激增;同时,填补投资者损害和惩戒阻却违法者两大目标一一落空,股东循环地承受着经叠加效应放大的损失,而在其间的分担既无效率又欠公平。

美国时至今日的应对主要是加强法院的审查干预、约束和惩治集团律师和代表,但限制滥诉的成效不彰。未来出路在于全面地改革相关和解、保险、酬劳、责任制度,体察和遏制利益冲突,使违法者真正受到惩罚。其核心是让集团诉讼重新“对抗”起来,而不再是各方代理人合谋肆意分食股东——事实上缺席的原告——利益的二次伤害。证券法制的建立需要私人诉讼与公共执法的配合,美国的困境也展现出以定纷止争为根基的法院在建章立制、资源分配方面的局限,司法能动主义也不可能总单骑突进。

启示并不意味着简单地套用或排斥。得益于后发优势和旁观者清,我国可对美国出现的问题深入剖析并保持警惕,但没有必要盲目恐惧而踟蹰不前,国情差异决定了美国所暴露的一些主要矛盾在我国现阶段并不突出。做小做实的集团诉讼有理由成为证券领域竞争性多元化纠纷解决机制的并行选项之一。同时,德国、韩国、我国台湾地区等开展的借鉴试点实验当为参考,积极探索体现当前资本市场结构和制度供给特征的兼容和改良方案意义重大。总之,投资者利益保护必须以分散风险为前提,监管与诉讼执法并举,惩戒与救济功能同彰。