

美式股东集团诉讼问题与矛盾

张 巍*

摘 要:本文介绍了美国股东集团诉讼的原因、性质与基本流程,分析了股东集团诉讼在美国出现的主要问题,并从中透析出这一诉讼体系自身面临的几项突出矛盾。在此基础上,本文结合中国法律与资本市场的现状,针对如何在中国采行由投资者保护机构主导的股东集团诉讼,提出了些许建议。

关键词:股东集团诉讼 滥诉 机会主义 公共执法 私人执法 投服中心

随着中国资本市场的不断发展,如何有效遏制上市公司的虚假陈述现象,维护健康的市场环境,日益成为理论与实务界高度关注的话题。对此,有意见认为,美国式的股东集团诉讼有利于惩罚造假、震慑造假者,中国应积极引入。然而,美式股东集团诉讼自有其产生的背景,在实际适用中又遭遇到种种问题,更在制度内在逻辑上具有某些难以调和的矛盾。实际上,几十年来,美国的学者对美式股东集团诉讼提出了大量的批评意见,也有相当多的证据表明这种诉讼不是解决证券市场虚假陈述问题的灵丹妙药。对此,北京大学的郭雳教授曾有专门介绍。^①

本文将进一步梳理美国对股东集团诉讼的已有研究成果,介绍剖析这种诉讼制度的问题与矛盾,并在此基础上思考在中国推广股东集团诉讼的前景,简要评述最新修订的《证券法》中的相关规定,为今后的实践提出一些建议。

* 新加坡管理大学法学院助理教授。

^① 参见郭雳:《证券集团诉讼的功能与借鉴——一个基于现实的批判性解读》,载徐明等主编:《证券法苑》(第2卷),法律出版社2010年版,第165~191页。

一、美式股东集团诉讼的背景

(一) 股东集团诉讼的原因与性质

在股东人数众多的上市公司中,无论是因为管理层违反信义义务,还是因为证券欺诈,虽然股东作为整体会遭受巨大损失,可是对单个股东来说,一方面,其遭受的损失只是其中的极小一部分,绝对数额往往也微不足道。另一方面,股东个人要提起违反信义义务,或者证券欺诈诉讼,其所需负担的成本却可能很高——尤其是举证成本。如此,虽然股东起诉、胜诉可以震慑违法、欺诈的被告,但股东自身得到的利益很小,而震慑违法的好处即使没有起诉的股东也能均沾。换言之,此时,自己负担成本起诉的股东实际上是在为全体股东提供“公益品”(public good)。于是,成本、收益两相权衡,理性的股东都会选择不起诉,而等待其他股东起诉,以坐享其成。要是所有股东都选择这样做,那么相关的违法行为自然也得不到惩戒。以法经济学视野来看,这是一个典型的“集体行动”(collective action)或者说公益品供给不足的问题——股东个人要承担全部的诉讼成本,却只分享很小一部分诉讼利益,因此,人人都等待他人提起诉讼。

既然交给股东个人决定难以形成针对违法行为的诉讼,那就需要采用其他办法。美国式的股东集团诉讼机制的目的正在于克服上述困境。就本质上而言,这是一种聚沙成塔的机制,它让某一位(或者数位)股东作为代表,代表全体股东聘请律师提起诉讼。其他股东只要不主动声明退出(opt out),就不必重复起诉,一旦作为股东代表的原告胜诉,所有其他股东都可以按持股比例分享赔偿。这样,诉讼的整体收益将超过整体成本,从而使起诉成为可能。除证券法上的股东集团诉讼外,公司法上的股东衍生诉讼实质上也是一种代表诉讼机制,两者都旨在聚沙成塔,以求解决股东集体行动困境。

在实践中,原告的律师实行风险代理(contingency fee),在诉讼终结前并不收费。如果最终胜诉,美国的惯例是律师提成赔偿金额的1/3;如果和解,实证研究的结果表明律师费提成大约为原告所得和解金额的25%~30%;^①如果败诉则律师自行承担费用。由此可见,在原告看来,无论诉讼结果如何,其都无须负担费用,而假如胜诉或

^① See Lynn Baker, Michael Perino and Charles Silver, “Is the Price Right? An Empirical Study of Fee-Setting in Securities Class Actions”, 115 *Columbia Law Review* 1371 (2015).

者和解,则可以获得一定收益,这样一来就会出现愿意充任原告代表起诉的股东了。但是,原告可能获得的这点利益通常仍不足以激发其主动寻找律师起诉,而实际上从股东集团诉讼得利最多的原告律师才是真正热衷于发动诉讼的人。也就是说,美式股东集团诉讼实际上是律师找原告,而非原告找律师。

美国股东集团诉讼的被告范围颇大,包括发行人(上市公司)、董事(包括非独立与独立董事)、经理人以及承销商、审计师、律师等中介机构。^①虽然原告可能将这些主体——无论个人还是机构都列为被告,但美国实践中承担支付赔偿金或者和解金义务的一般都是上市公司本身,由个人尤其是外部独立董事承担责任的情况并不多见。假如个人被告最终被法院认定要承担赔偿责任,那么这些赔偿就要被告自行支付。反之,如果案件和解,也就是说,法院并未最终认定被告个人的责任,那么和解金连同被告的诉讼费用都可以由公司承担,而公司又会向“董事、高管责任保险”(D&O insurance)求偿。

有关美式股东集团诉讼还有一点需要指出,那就是这个制度的目标,是要在行政监管机关美国证券交易委员会的行政执法之外再增加一条独立检举、惩罚虚假陈述等违法行为的司法途径,而不是单纯等待行政机关作出处罚决定之后,依赖行政机关查处的违法事实寻求民事赔偿救济。换言之,美式股东集团诉讼是要在公共执法之外,建立一种发现、惩罚违法行为的“私人执法机制”(private attorney general),以弥补行政执法机关的资源和信息不足,在行政机关集中搜集违法行为信息的渠道之外,再创设一种分散式的信息收集机制,以便加大惩处违法行为的密度。

(二) 股东集团诉讼的流程

现行美式股东集团诉讼的基本流程如下。第一,原告起诉。第二,首位起诉的原告自起诉之日起20日内需发布公告,通知其他所有可能的受害者,以便其声明退出集团诉讼,或申请成为“领头原告”(lead plaintiff)。第三,其他受害人如欲成为“领头原告”,需于60日内提出申请。第四,法院需于公告后90日内决定领头原告。第五,被告在收到起诉状后提出驳回动议(motion to dismiss),内容包括提出管辖权异议以及原告方未提出可使案件成立的基本要素等。第六,如法院否决被告动议,则被告需提交正式答辩状。第七,被告提交答辩状后进行证据开示(discovery),原被告双方可以要求对方提供其所掌握的材料,以寻求对己方诉讼主张有利的证据,包括索取书证、

^① 参见美国《1933年证券法》第11条及《1934年证券交易法》第10条b项。

物证以及质询证人。证据开示是一个非常重要的信息披露过程,使与案件相关的事实信息得以呈现。在股东集团诉讼中,原告方会寻求被告实施证券欺诈的证据,而被告则要寻求原告方不符合组成诉讼集团,以及领头原告失格——不具备典型性(typical)或充分性(adequate)——的证据。第八,在证据开示完成后,法院决定是否对原告集团给予认证(class certification)。由于此前已经完成证据开示,法院对双方的诉讼请求强弱已有较为清晰的认识,如果原告集团得到认证,等于表明法院支持原告的诉讼请求的可能性相当大。因此,在集团认证完成之后,双方再达成和解的,被告支付的和解金数额往往比之前达成和解的金额高出很多。实际上,大部分案件走到这一步就已经和解,不会再往下进行。第九,万一双方未能和解,则被告会提出简易裁判动议(motion for summary judgement),要求法院迅速驳回原告请求。但是,既然此前在证据开示的基础上法院认证了原告集团,在绝大多数情况下,法院认为原告有相当的诉讼理由,因此会驳回被告简易裁判动议,进而开始全面审理。从原告最初起诉开始,到法院启动全面审理,其间通常已经经过2~3年。

二、美式股东集团诉讼的问题

(一)小公司无人诉,专诉大公司

美国式的集体诉讼机制本质上是利用股东——尤其是股东的律师——的趋利之心来组织上市公司众多的股东,解决他们面临的集体行动问题。原告及其律师只有在预期诉讼可以带来正收益,即赔偿金额高于诉讼成本之时,方才会愿意提起诉讼。

然而,起诉、举证、和解或者庭审等诉讼过程涉及的成本往往相对固定,不会随案件可能带来的赔偿金额大小而出现明显变化。其中,一个重要原因是公司、证券诉讼适用的法律和程序并不会因为潜在赔偿数额的大小而不同。这样,面对大体相当的诉讼成本,原告及其律师选择起诉的往往都是有可能获得较高赔偿的案件。大公司市值高、资产大,赔偿能力强,而且股票交易量大,这意味着,虚假陈述的受害人多,可能获赔的金额也高,因此,起诉大公司带给原告律师的提成收益更高。反过来,小公司则市值小,股东人数少,因此所获赔偿少,律师的收益也少。

因此,在成本收益的理性计算之下,原告及其律师明显会倾向于起诉大公司,而不对小公司提起诉讼——即便后者的违法程度不逊于前者。针对美国的经验研究表明,与处于同行业的其他公司相比,遭遇股东集团诉讼的公司无论资产规模、销售规

模、市场占有率还是总市值都明显更大。^①换言之,小公司的违法、欺诈行为无法利用集团诉讼有效遏制。

另外,由于代理股东集团诉讼原告方的固定成本高,而且需要律师先行垫付成本,直到胜诉或者达成和解,因此,美国股东集团诉讼原告方律师存在高度的行业集中现象。只有大型律师事务所才有能力先行垫付为起诉、应诉而要支出的成本,小型律师事务所则没有足够资源这样所,于是逐渐形成前者垄断的情况。例如, Milberg Weiss 曾经是行业第一大所,占据股东集团诉讼原告方代理市场一半的份额,也是民主党的大金主。^②后来因为涉嫌向原告支付回扣,多位合伙人接受调查,该所最终解体。然而,当今行业的第一大所 Pomerantz 同样占据了一半以上的市场份额,比第二名 Bernstein Litowitz 高出一倍。^③

(二) 滥诉普遍

在美式股东集团诉讼机制下,实际上作为原告的股东本身对诉讼并不会负担多少成本,因此,也不会过多期待从诉讼中获得收益。针对哪些案件提起诉讼,真正作出选择的并不是股东本身,而是其聘用的律师。在很大程度上,股东只不过将自己的身份出借给律师提起诉讼而已。对原告律师来说,追求的是以最小的成本获得最大的收益。相比诉讼而言,如果能与被告迅速和解,当然耗费的成本就更少。

反过来,从被告方面——公司及其管理层、内部股东来看,一旦被诉,如果认真应对就可能要支出大量的诉讼成本,并且可能耗费管理层大量精力。而要是选择与原告方和解,则可以避免这些成本。更重要的是,如果双方和解,那么大多数上市公司都允许董事、高管等个人被告向公司请求报销(indemnity)其支出的诉讼费用,并由公司负担所需支付的和解金,而公司又可以向“董事、高管责任保险”求偿。相反,要是个人被告坚持诉讼,万一败诉,则要其由自行支付诉讼费用并承担赔偿责任,且不能向保险公司求偿。于是,对上市公司的董事、高管来说,选择快速和解显然是明智之举。另外,和解一旦达成,则今后再无股东可以因为同样原因起诉公司及其管理层。

^① See Stephen Choi, “The Evidence on Securities Class Actions”, 57 *Vanderbilt Law Review* 1465 (2004); Amar Gande and Craig Lewis, “Shareholder-Initiated Class Action Lawsuits: Shareholder Wealth Effects and Industry Spillovers”, 44 *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 823 (2009).

^② See Jonathan Macey, *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*, Princeton University Press, 2008, p. 139.

^③ See ISS Securities Class Action Services, The Top 50 of 2018.

如此一了百了的和解无疑又增添了被告方寻求和解的动力。^①

于是,股东集体诉讼的原被告双方都有强烈的和解意愿。在这种情况下,案件本身在事实和法律上的强弱变得不再重要。整个集体诉讼的过程很大程度上被简化成了原告律师选择起诉,被告方在接到诉状后迅速和解,原告律师从和解中取得一笔律师费,而原告本身仅仅获得一些微不足道的经济利益。正由于原告律师掌握被告愿意快速和解的心理,所以在最初起诉的时候就不关注案件在事实、法律上是否站得住脚,从而提起大量的“无谓诉讼”(frivolous lawsuits),也就是滥诉。而最终无论是诉讼成本还是和解金额都是由公司买单,等于落到了股东头上。也就是说,股东集团诉讼到头来是股东自己出钱给自己赔偿,还要分出一大部分给律师,这就是所谓的“循环”(circularity)补偿问题。^②其既未能震慑欺诈者,也没有真正实现对股东的补偿。

经验研究发现,在美国国会1995年立法应对滥诉之前,股东提起上市公司的虚假陈述诉讼的可能性与其是否存在欺诈嫌疑无关。^③只要上市公司的股价一掉,几天乃至几小时之内就会被起诉,35%的被告为高科技企业,其余行业比例不足一半。绝大部分(87.6%)的诉讼以和解结案,而在未和解的案件中,原告胜诉的比例只有6.26%,并且每股获得的赔偿比例平均只是股价的5%,^④原告律师收取的费用则占到和解金额的24%,^⑤另外大约25%~35%的和解金额则成为被告方律师支出的成本。^⑥非但如此,和解金额的多寡也与原告诉讼理由的强弱无关。^⑦

(三)原告律师机会主义

在美国的股东集团诉讼中,原告律师得到的收益在于律师费。然而,无论胜诉还是和解,原告律师拿到的费用通常只是原告获得的赔偿金额的1/3左右。也就是说,

^① See Sean Griffith, “Settlements and Fees in Merger Litigation”, in Claire Hill & Steven Davidoff Solomon, eds., *Research Handbook on Mergers and Acquisitions*, Edward Elgar, 2016, p. 305.

^② See John Coffee, “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implication”, 106 *Columbia Law Review* 1534 (2006).

^③ See Marilyn Johnson, Karen Nelson and A. Pritchard, “Do the Merits Matter More? The Impact of the Private Securities Litigation Reform Act”, 23 *Journal of Law, Economics & Organization* 627 (2007).

^④ See Roberta Romano, “The Shareholder Suit: Litigation Without Foundation?”, 7 *Journal of Law, Economics & Organization* 55 (1991).

^⑤ See Lynn Baker, Michael Perino and Charles Silver, “Is the Price Right? An Empirical Study of Fee-Setting in Securities Class Actions”, 115 *Columbia Law Review* 1371 (2015).

^⑥ See John Coffee, “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implication”, 106 *Columbia Law Review* 1534 (2006).

^⑦ See James Bohn and Stephen Choi, “Fraud in the New-Issues Market: Empirical Evidence on Securities Class Actions”, 144 *University of Pennsylvania Law Review* 903 (1996).

律师为原告每多争取 1 元钱赔偿,自己只能得到 0.33 元。如果律师为此要付出的成本高于 0.33 元,他就不会去争取这 1 元钱赔偿——尽管从原告的角度来看,花 0.33 元去多争取 1 元是值得的。也就是说,以满足被代理人的最大利益而论,原告律师的工作动力普遍不足,这是一种典型的代理人成本。

非但如此,原告律师的计费标准还会掺水,根据纽约大学 Choi 教授等人的实证研究,实践中原告方的律师存在重复劳动、无谓延长工作时间等问题,以求获得更高的报酬。并且和解可能性越大——也就是对律师工作强度要求相对较低——的案件,律师的收费不仅没有降低,还反而升高了,这同样表明,原告方的律师存在机会主义倾向。^①

原告律师的机会主义行为固然与其自身的成本收益衡量有关,但也体现出作为被代理人的股东本身由于涉及的利害数额小,因此对律师的监督动力不足,从而助长了律师的懈怠情绪,或者追求自身利益的可能性。

有意思的是,美式股东集团诉讼在制度设计上特别要求法院对和解条件——包括律师的收费——进行审查,原本旨在遏制律师的机会主义行动。那么,在实践中,法院又因何监管不力呢?这里存在几方面原因。在寻求法院批准和解协议的司法程序中,原被告双方当事人之间实际已经不再具有对抗,反而具有一致的目的。于是,抗辩式诉讼为法院发掘案件事实信息的功能不复存在。而法院一旦缺乏信息,自然就很难判断原告律师的收费是否合理。经验研究也表明,真正可能限制原告律师收费的,只是少数对股东集团诉讼富有经验的法院与法官,而大多数法院实际没有发挥监督功能。^② 不仅如此,其实非但原告的律师,即便法官也会存在代理人成本问题。如果法官选择否决当事人双方达成的和解协议,那就要面临重新审理相关案件的可能性,无疑会加重法官自身的工作量,无异于自找麻烦。

三、美国的股东集团诉讼改革

为克服股东集团诉讼存在的问题,尤其是为应对滥诉,美国于 1995 年通过了《私人证券诉讼改革法》(Private Securities Litigation Reform Act of 1995, PSLRA)。主要

^① See Stephen Choi, Jessica Erickson and Adam Pritchard, “Working Hard or Making Work? Plaintiff’s Attorneys Fee in Securities Fraud Class Actions”, Accessed https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3420222.

^② See Lynn Baker, Michael Perino and Charles Silver, “Is the Price Right? An Empirical Study of Fee-Setting in Securities Class Actions”, 115 *Columbia Law Review* 1371 (2015).

的改革措施如下。^①

(一) 改革措施

第一, PSLRA 要求由涉案经济利益最高的股东——通常是大的机构投资人——作为领头原告, 代表整个集团起诉。由此, 这些原告获得了指定律师的权力, 以此期待他们会出于自身经济利益考虑, 充分利用相关经验促进对原告律师的监督。

第二, 法院必须审核当事人达成的和解, 包括审查律师费是否合理, 并遏制不当的滥诉。但是, 如上所述, 实践中法院的表现或许未如立法者所愿。

第三, 确立了“展望性陈述”(forward-looking statement)的安全港。对于展望性陈述来说, 只要陈述者在作出陈述当时认为其所属真实, 即不再需要承担虚假陈述的责任。这一规则通过提高虚假陈述的实体法标准来限制滥诉。

第四, 将证据开示推迟到被告的驳回动议被否决之后。这使原告方在起诉时必须靠自身能力掌握一定的证据, 表明被告涉嫌虚假陈述, 而无法利用证据开示加以刺探, 试图挑拣出可能的虚假陈述。

第五, 限制股东重复担任领头原告的次数, 3 年内担任领头原告的次数不得超过 5 次。这一规定旨在避免律师与原告串通, 利用特定的几个股东反复充任原告来挑起无谓的诉讼, 甚至花钱收买股东做原告。

第六, PSLRA 提高了原告起诉时所提供事实证据的标准, 原告必须指证足以强力推定 (strong inference) 被告故意 (scienter) 作出虚假陈述的具体 (particularity) 事实。

第七, PSLRA 取消了外部独立董事以及承销商、律师事务所等中介机构的连带责任, 改为采用比例责任。由此, 这些独立董事与中介机构只需根据自身对虚假陈述负担的过错比例承担赔偿责任, 即便这些责任不足以全额赔偿原告的损失。这样就限制了原告找“深口袋”的机会, 以求进一步遏制滥诉的动力。

(二) 改革成果

经验研究的结果显示, 在 1995 年股东集团诉讼改革后, 滥诉的情况或许的确有所减少, 股东提起诉讼的案件确实更可能具有强有力的理由。^② 然而, 与此同时, 原先一些理由的诉讼——所谓善诉——也减少了。如果以原告方获得的和解金额不低于

^① See Stephen Choi and Robert Thompson, “Securities Litigation and its Lawyers: Changes During the First Decade After the PSLRA”, 106 *Columbia Law Review* 1489 (2006).

^② See Marilyn Johnson, Karen Nelson and Prichard, “Do the Merits Matter More? The Impact of the Private Securities Litigation Reform Act”, 23 *Journal of Law, Economics & Organization* 627 (2006).

200 万美元作为善诉的标准,那么,在 PLSRA 提高原告方起诉的举证责任标准之后,那些改革前符合善诉标准的案件有超过一半(51.4%)不会再被提起,因为它们缺乏发行人财务报告修正或者遭到 SEC 调查、处罚的“硬核”证据。^①此外,还有研究发现,改革之后被告越发向大公司集中,也就是说,改革并未解决上述第一个问题。^②

改革希望机构投资人更多成为“领头原告”,因为其既有动力又有经验来监督律师。然而,经验研究表明,在 PSLRA 通过后,大的机构投资人并没有积极参与集体诉讼,特别是共同基金、银行、保险公司等大型私人机构投资人,只有公共养老基金愿意充当原告代表。私人机构投资人通常不愿意与上市公司管理层发生冲突,还希望获得公司养老基金的管理权,所以其不愿作为集体诉讼的原告代表并不奇怪。^③

另外,经验研究也表明,以养老基金为领头原告的案件律师费确实下降,说明机构投资者确实能对律师形成一定的约束。^④而且领头原告遭受损失越高、机构投资人做领头原告的次数越多,律师费越低。^⑤这说明利害关系越密切、经验越丰富的原告确实越有动力和能力对律师进行约束。由此可见,美国的经验告诉我们,至少就控制律师的机会主义行动而言,找到合适的原告非常重要。

四、美式股东集团诉讼的矛盾

美国式的股东集团诉讼制度本身具有一些矛盾之处,这些矛盾使改革的努力成果有限,或者在产生成果的同时产生副作用。以下简要分析美式股东集团诉讼的主要内在矛盾。

(一) 根本矛盾:私人提供公益品

前文已经指出,美式股东集团诉讼的出发点,是让私人来提供公益品,具体而言,这个私人就是组织众多原告发起诉讼的律师。既然要让私人提供公益品,那就必

^① See Stephen Choi, “Do the Merits Matter Less After the Private Securities Litigation Reform Act?”, 23 *Journal of Law, Economics & Organization* 598 (2006).

^② See Michael Perino, “Did the Private Securities Litigation Reform Act Work?”, 2003 *University of Illinois Law Review* 913 (2003).

^③ See Stephen Choi, Robert Thompson, “Securities Litigation and Its Lawyers: Changes During the First Decade After the PSLRA”, 106 *Columbia Law Review* 1489 (2006).

^④ See Michael Perino, “Institutional Activism Through Litigation: An Empirical Analysis of Public Pension Fund Participation in Securities Class Actions”, 9 *Journal of Empirical Legal Studies* 368 (2012).

^⑤ See Stephen Choi, “Motions for Lead Plaintiff in Securities Class Actions”, 40 *Journal of Legal Studies* 205 (2011).

须给予私人充分的回报,否则将面临供给不足的状况。而由滥诉取得的回报正是一种给予原告律师激励,促使其提供公益品的手段。

从组织分散的原告起诉的律师的角度来看,承担这种诉讼不仅要预支成本,还有相当的风险,如果败诉,其支出的成本就难以收回。而案件审理的结果具有相当的不确定性,由于司法可能存在错误,^①即便己方有理的案子也未必能胜诉。于是,由滥诉取得的收益在某种程度上成为对原告律师发起善诉的成本补贴。这样,滥诉和善诉便紧密联系起来,假如采取措施遏制滥诉,比如,禁止公司为董事、经理报销涉诉费用,禁止公司购买“董事、高管责任保险”,那么在减少滥诉的同时,几乎也会无可避免地削弱发起善诉的动力。通俗地说,“又要马儿跑,又要马儿不吃草”恐怕是办不到的。

从经验来看,前文已经提到,在美式股东集团诉讼改革之后,的确善诉伴随滥诉一同减少,这势必降低对证券违法行为的震慑力。此外,美国的集团诉讼实际上不止股东集团诉讼,还包括消费者集团诉讼、侵权集团诉讼,乃至反垄断、民事案件的集团诉讼等诸多类型。然而,对于滥诉的批判似乎集中于股东集团诉讼。有意思的是,如果说其他种类的集团诉讼滥诉情况不那么严重,那么它们的善诉数量也不高。实际上,其他所有种类的集团诉讼总数相加不过相当于股东发起的证券违法集团诉讼的数量。^②这也从另一个侧面反映出滥诉少,善诉也跟着少。

公司法上的股东派生诉讼(derivative action)与股东集团诉讼类似,也是由个别股东代表全体股东的利益起诉,本质上也是让私人提供公益品,因此,两者具有相当的可比性。我国虽无股东集团诉讼制度,但股东派生诉讼制度却早已存在。然而,研究显示,我国的股东派生诉讼数量稀少,2006~2010年这5年间全国总共不过60件案件;而美国特拉华州1999~2000年这2年就出现了近140件股东派生诉讼。^③有意思的是,在派生诉讼频发的特拉华州,滥诉同样是这一制度屡遭诟病之处。^④相反,如果说我国在派生诉讼领域未出现严重的滥诉问题,那么我国的派生诉讼本身功效

^① See Robert Cooter, Thomas Ulen, *Law & Economics* (6th ed.), Pearson, 2012, p. 385.

^② See John Coffee, “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implication”, 106 *Columbia Law Review* 1534 (2006).

^③ 参见黄辉:《中国股东派生诉讼制度:实证研究及完善建议》,载《人大法律评论》编辑委员会编:《人大法律评论》(2014年卷第1辑),法律出版社2014年版,第232~264页。中国的派生诉讼制度还没有特拉华州那样严格的前置请求(demand)程序,理论上起诉应当更为简单。

^④ See Roberta Romano, “The Shareholder Suit: Litigation Without Foundation?”, 7 *Journal of Law, Economics & Organization* 55 (1991).

恐怕也微不足道。这或许又印证了滥诉与善诉难分难舍的情形。

(二) 其他矛盾

1. 证据规则矛盾。在股东集团诉讼中,原告收集证据的权利越大,可以向被告索要的证据越多,被告的诉讼负担就越大,被告自然也越愿意和解。于是,原告越容易提起滥诉。反过来,原告收证权利越小,可以要求被告提出的证据越少,被告的诉讼负担减轻了,和解的意愿降低了,滥诉将变得困难。但在这样的证据规则下,原告也越难打赢官司,其提起善诉意愿也会降低。

2. 和解规则矛盾。法院对股东集团诉讼的和解协议审查越严,虽然有可能遏制滥诉,但和解也会随之变得越来越像诉讼,法院负担会大幅增长,结案进程放缓,结果可能令善诉的审理时间也变长,增加善诉的成本。反过来,法院对和解协议的审查越松,和解越容易,结案的速度加快了,法院的负担也减轻了,却会因此滋生滥诉。

3. 实体规则矛盾。有关证券欺诈实体法条件规定得越严,滥诉将变得越困难,但打击欺诈也会变得越难。反过来,实体法条件越松,虽然便于打击欺诈,但“滥诉”也更加容易。

在此,有必要对形式上的滥诉与实质上的滥诉加以区分。形式上的滥诉指达不到实体法欺诈要件的诉讼。这种滥诉随着实体法要件的降低自然会减少,但它并非值得我们关注的对象。需要关注的是实质上的滥诉。从法经济学的意义上来讲,这种滥诉指边际成本超过边际收益的诉讼。这里的诉讼成本不仅要考虑双方支付的实际费用,更要考虑诉讼占用律师、法官的时间、精力——也就是机会成本,有能力者因为忌惮诉讼而不敢担任上市公司经理人,导致上市公司经营恶化这一成本,乃至上市公司因为害怕被诉而减少信息披露所有的这些成本。实质上的滥诉并不会伴随证券欺诈的实体法要件调低而消失,相反只会因此而增加。

4. 经理人激励的矛盾。上市公司经理人个人承担的责任越重——如不许报销诉讼费用,或者购买责任保险,那么其屈从于滥诉的意愿也会减小,有利于打击滥诉。但与此同时,经理人任职的意愿也会减小,或者会要求增加任职的报酬,最终造成上市公司股东的损害。反过来,假如经理人的个人责任越轻,那他们就越容易附和滥诉。

实际上,无论“董事、高管责任保险”的兴起,还是公司报销经理人诉讼费用的出

现,都是随着法律加大追究经理人个人责任的力度。^①而这些措施则旨在促使有才能者不必害怕法律责任,激励他们执掌上市公司的经营管理,但其同时也加大了滥诉的风险。

五、私人执法真的比公共执法有效吗

行文至此,我们不禁要思考这样一个重要的问题,那就是股东集团诉讼这类分散的、去中心化的私人执法是否真的比依赖行政监管部门的集中执法更加有效。以往经济学家或者法经济学多认为私人执法比公共执法的效率更高,^②那么,事实是否真的如此呢?我们不妨来看以下这些经验证据。

有学者对比了英美两国对上市公司和证券市场的不同执法态势,发现英国利用诉讼实施私人执法的情况比美国少得多。就公司法诉讼而言,英国平均每位上市公司董事每年被诉而支付赔偿金的可能性只有 0.017%,而美国的这一比例为 1.1%,几乎是英国的 100 倍。再看证券法诉讼,1990~2006 年,英国的证券虚假陈述诉讼总数不过 3 起,而美国则每年都会有 150 到 200 起此类诉讼。^③

众所周知,英美两国都有发达的资本市场。2018 年英国的股票总市值占国内生产总值(Gross Domestic Product, GDP)的比例为 97%,美国的这一比例则为 148.5%。^④因此,从资本市场的深度来看,英国相比美国略逊一筹,不过,与这两个国家公司、证券法诉讼的差异相比,其资本市场的规模差异几乎微不足道。可见,似乎没有理由认为是美国频繁的股东诉讼造就了发达的资本市场。

再从多国比较来看,哈佛大学法学院的杰克逊(Jackson)和罗伊(Roe)两位教授通过对世界上四五十个国家的研究发现,一个国家对资本市场的公共执法资源投入

^① 这方面重要的法律变化包括 1933 年和 1934 年美国《证券法》和《证券交易法》的诞生,1968 年纽约南区联邦法院对“埃斯科特诉巴克莱斯建筑公司案”(Escott v. BarChris Construction Corp.)的判决,1985 年特拉华州最高法院对“史密斯诉范国康案”(Smith v. Van Gorkom)的判决,1988 年美国联邦最高法院对“贝斯克公司诉列文森案”(Basic Inc. v. Levinson)的判决。

^② See Lopez-de-Silanes La Porta and Andrei Shleifer, “What Works in Securities Law?”, 61 *Journal of Finance* 1 (2006); Simeon Djankov, Lopez-de-Silanes La Porta and Andrei Shleifer, “The Law and Economics of Self-Dealing”, 88 *Journal of Financial Economics* 430 (2008).

^③ See John Armour, Bernard Black, Brian Cheffins, and Richard Nolan, “Private Enforcement of Corporate Law: An Empirical Comparison of the United Kingdom and the United States”, 6 *Journal of Empirical Legal Studies* 687 (2009).

^④ See CEIC(<https://www.ceicdata.com/en>).

越大,其资本市场深度——以股票总市值、IPO 总规模以及交易总量相对 GDP 的比例计也越大;而在控制公共执法资源投入之后,私人执法能力的强弱却与资本市场深度无关。^①这也表明,在有效的公共执法环境下,私人提起证券诉讼的多少恐怕并不足以影响资本市场的整体发展状况。

六、我国的情势

(一) 实体法与司法实践

就整体而言,我国实体法上有关证券欺诈的要件比美国更低。第一,根据新修订的《证券法》第 85 条的规定,对发行人来说,虚假陈述是一项严格责任,对发行人的控股股东、实际控制人和董监高、中介机构等则采用过错推定。相比之下,美国基本上要求被告具有故意,^②证明标准更高。第二,对于虚假陈述的信赖,在我国实践中一般根据“欺诈市场理论”加以推定,而美国虽然也使用“欺诈市场理论”,但被告在法院决定是否认证原告集团的阶段,就可以举证推翻这种信赖推定——尤其对于交易量小的股票。^③第三,除推定信赖之外,我国在实践中基本不再要求原告证明其损失与需要陈述具有因果关系,或者说,认为这种因果关系不证自明,而美国法则要求在信赖——也被称为交易因果关系 (transaction causation) 之外,另行证明损失因果关系 (loss causation)。^④ 第四,我国《证券法》要求证券发行中介机构就虚假陈述承担连带责任,美国则采用按过错比例承担责任的规则。不问中介机构的过错程度,要求其承担连带责任,虽然可能有利于补偿原告损失,却会让无过错之人受罚,有过错之人脱逃,由此形成法律震慑功能的偏离,无益于减少违法行为的发生。再加上前面提到的中国法律本来就对中介机构采用过错推定责任,使中介机构的责任更容易成立,震慑偏离的情况也会越发严重。而美国则不认证券欺诈的教唆、帮助责任,^⑤即要求原

^① See Howell Jackson and Mark Roe, “Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence”, 93 *Journal of Financial Economics* 207 (2009).

^② 有关定期披露 (periodic report) 与即时披露 (current report) 中涉及的虚假陈述,美国法律要求被告具有故意 (scienter) (参见美国《证券交易法》第 10 条 b 款, SEC 规则第 10b-5 条)。有关证券发行中的虚假陈述,对于个人被告来说,美国法律大体采用过错推定,允许被告证明已经尽到合理注意而免责 (美国《证券法》第 11 条),法院会根据不同角色的被告获取公司内部信息能力的强弱,分别对各类被告设置不同的证明标准 (See *Escott v. BarChris Construction Corp.*)。

^③ See *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*

^④ See *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*.

^⑤ See *Central Bank of Denver, N. A. v. First Interstate Bank of Denver, N. A.*

告证明中介机构的欺诈故意、欺诈行为、因果关系等各项要素,方可要求其按比例承担责任。另外,我国法院出于判决执行的考虑,可能倾向于找“深口袋”,即找机构——尤其是证券发行中介机构——而非个人承担责任。^①这同样容易使没有欺诈意图者无端承担责任。

就以上这几点来看,中国的证券欺诈实体法规则,以及司法实践都给原告更多机会要求没有欺诈故意的被告承担赔偿责任,显然比美国的做法更加有利于原告。为此,如果中国采用美式的股东集团诉讼,那么出现实质性滥诉的风险也可能更高。事实上,即使在原有的不允许股东提起集团诉讼的制度下,我国也已经出现了类似美国那样专门鼓动、征集原告起诉上市公司的律师,^②可见,对滥诉之担忧并非杞人忧天。

(二)新《证券法》与投服中心

1995年美国改革股东集团诉讼机制的一个重要切入点是寻找合适的领头原告,这样的原告需要对诉讼有充分的利害关系,也有相当的经验,利用这样的原告来有效监督集团诉讼原告方律师的工作,遏制律师的机会主义行为。同时,亦可防止领头原告与律师串通,进而减少滥诉现象。然而,如前所述,美国人的努力只取得了有限的成果,大部分机构投资者并没有意愿成为“领头原告”,只有公共养老金愿意扮演这样的角色。但公共养老金本身又有独特的政治诉求,从而会对其行为产生不良激励。^③

与美国不同,中国已经存在一个代表上市公司公众投资人的公益性组织——中证中小投资者服务中心有限责任公司(以下简称投服中心),其使命就是代表公众投资人维护股东权益。假如在中国采行股东集团诉讼,投服中心可以说是一个天然的领头原告。作为公益机构,牟取私人经济利益并非投服中心行为的激励所在,因而以投服中心作为领头原告能够破解美式股东集团诉讼冀望私人提供公益品的根本矛盾。此外,作为专业的投资者保护机构,经过反复实践,投服中心也完全有可能积累证券诉讼的经验,配合、监督原告律师有效地进行诉讼。

故此,新《证券法》第95条第3款以投服中心作为“领头原告”的中国式股东集团诉讼机制值得赞同。唯有疑问者是该款有关“五十名以上投资者委托”的要求。在

^① 在2019年9月举行的第二届中小投资者服务论坛的分组讨论会上,笔者亲耳听闻有来自福建省的法官表示要求起诉证券虚假陈述案件的原告一定要加上机构作为被告。

^② 参见股东网:<http://www.gudong.pro/>。

^③ See Stephen Choi, Drew Johnson-Skinner, A. Pritchard, “The Price of Pay to Play in Securities Class Actions”, 8 *Journal of Empirical Legal Studies* 650 (2011).

此,立法者的意图可能是防止滥诉,但是,这个要求使投服中心失去了主动发掘案件、提起诉讼的机会。它令投服中心的意愿与专业能力都受制于是否得到足够数量的投资者委托。而50名投资者并非一个小数字,要让他们同时委托投服中心,中间少不了一个组织媒介,这个媒介很可能依然由原告方律师充当。这样,有可能使股东集团诉讼的主动权重回作为私益机构的律师手中,其对自身利害的衡量又有可能左右诉讼的走向。相反,投服中心则将面对一层“过滤网”,它可以起诉的案件需要先经过这层网罩的过滤。

在新《证券法》规定的股东集团诉讼规则下,最值得思考的问题也许是如何设计一套激励投服中心提起诉讼,有效遏制证券违法行为的机制,其关键在于如何评价投服中心的工作绩效。单纯统计投服中心提起的诉讼数量显然不合适,当投服中心的工作有效发挥遏制违法的作用时,其可以起诉的案件数量非但不会增加,还会减少。单纯统计投服中心为投资者争取到的赔偿金额也未必合适,这将鼓励诉讼向有经济实力的大公司集中,而违法的小公司则会躲过诉讼。此外,统计赔偿金额还会加剧找“深口袋”的倾向,令股东诉讼失去震慑违法这一最重要的功能。而单纯以案件得到社会关注的程度,作为评判投服中心工作绩效的标准也会造成把诉讼引向大公司,却忽略掉小公司的倾向。

诚然,要用数目字指标来衡量投服中心的绩效恐怕并非易事,在此,仅提供几点方向性的建议,供有关部门参考。

第一,要避免股东集团诉讼向特定规模、特定行业的企业集中。为此,可以考察与投资入委托的案件,或者证监会调查、处罚的案件相比,投服中心起诉的案件中各类规模、各个行业的上市公司是否均衡。

第二,要控制无谓诉讼。为此,可以考察投服中心起诉案件中,最终法院判决赔偿或者和解的金额占原告方诉讼请求金额的比例。但是,这一指标不应强调过分,否则可能不利于投服中心起诉有一定难度的案件。

第三,要注重诉讼对违法行为的震慑效果。而在证券欺诈案件中,真正获得利益的是上市公司的实际控制人、个人控股股东和董监高等个人,所谓的法人获利都不过是一种虚拟罢了。为此,应注重考察对虚假陈述负有责任的个人最终支付了多少比例的赔偿,这个比例越高,通常震慑效果也越强。当然,从保护有才能的人士出任上市公司经理人的热情出发,可以允许上市公司、责任保险给予无欺诈故意或重大过失的个人被告报销、补偿。在加入个人被告担责比例这项绩效考核标准之后,投服中心

会有动力把诉讼进行完结,而非轻易和解。于是,究竟哪些个人具有故意或者重大过失更可能水落石出,这些人得不到报销、保险的资助,赔偿责任可以对他们产生震慑。相反,仅仅因为过失导致陈述不实的经理人则能减轻对承担个人责任的担心。

第四,如果我国设立股东集团诉讼的目标同美国一样,是为补充行政机构执法资源的不足,而在行政执法之外另外增加一套发现、惩罚、震慑证券违法的机制,^①那么,投服中心的起诉就不能只是跟着行政处罚走。为此,在投服中心起诉的案件中,有多大比例始于证券监管机构开始调查、处罚相关上市公司之前,这应该成为考核其绩效的另一项指标。当然,与此相配合,需要强化投服中心的取证能力,赋予其类似美国证据开示的权利,还可以允许其聘请专家证人支持其调查取证。^②

第五,需要尽量避免律师的机会主义问题。为此,可以将律师费占原告方取得的赔偿金额之比例作为考核投服中心绩效的另一项指标。这有助于投服中心控制诉讼成本,也能限制前面提到的那些能组织 50 名投资者委托投服中心的律师们不当谋取私人利益。

^① 如果我们的目标只是在行政执法的基础上实现对受害人的补偿,那就不必增添股东集团诉讼,而应考虑设立“公平基金”(fair fund)。

^② 具体而言,证券诉讼中的专家证人制度可以参考两种模式。一是医疗诉讼鉴定的模式,即设立有公信力的证券金融专业鉴定机构,由法院委托对因果关系、损害范围等作出鉴定。二是仲裁庭的模式,由原告(投服中心)、被告以及法院三方各聘请一位专家组成专家组,对涉案事实要素作出认定。