

专题论坛二:证券群体性纠纷诉讼模式与 操纵市场民事损害赔偿

证券民事公益诉讼机制的司法路径探索

单素华*

尊敬的各位嘉宾、各位朋友:

大家好!首先,非常感谢会议主办方邀请我参加本次论坛。关于资本市场公益诉讼制度,最高人民法院在《关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》提出要推动完善符合我国国情的证券民事诉讼体制机制,降低投资者诉讼成本,研究探索建立证券民事、行政公益诉讼制度。上海市高级人民法院相应提出,要充分发挥投资者保护机构作用,探索建立证券公益诉讼制度。在上述意见指导下,上海金融法院出台《关于服务保障科创板并试点注册制改革的实施意见》,规定将针对损害投资者合法权益的证券欺诈民事侵权行为,探索构建由依法设立的证券投资者保护机构、法律规定的机关和有关组织提起的证券民事公益诉讼机制。下面我将结合这几个意见,对证券民事公益诉讼制度的探索谈几点思考。

一、证券民事公益诉讼的必要性

公益诉讼是一种与传统诉讼相区别的诉讼类型,它超越了传统以解决私益纠纷、保护私益为核心的价值取向和功能定位,旨在保护公共利益。对资本市场的公共利益而言,其至少包含两方面内容,一方面是众多不特定市场主体合法权益的抽象化集

* 上海金融法院综合审判一庭庭长。

合,另一方面则是正常的市场秩序。从实践观察,仅凭投资者基于私益提起的维权诉讼难以实现对上述两种公共利益的维护。首先,现行的代表人诉讼,还包括我们正在探索的示范判决机制都是建立在“登记加入制”的基础上,违法者的违法收益大于部分投资者维权而产生的违法成本,难以起到维护正常市场秩序的作用。其次,投资者提起的私益诉讼只能实现对个体利益的救济,至多是叠加后的个体利益,不能实现对不特定众多市场主体集合利益的救济。最后,私益诉讼中还存在诉讼成本高、占用司法资源多、纠纷解决效率低等现实问题。相比之下,证券公益诉讼由投资者保护机构、法律规定的机关和有关组织等发起,能够修正中小投资者与上市公司在维权成本与失信成本上的失衡,有效恢复正常的市场秩序,更广泛地实现对众多不特定市场主体的救济并节约司法资源,对私益诉讼起到补充作用。

二、域外民事公益诉讼的司法实践

从比较法的视角来看,民事公益诉讼多表现为团体诉讼或公民诉讼。其中,大陆法系国家如德国、法国等都是通过立法使一定团体具备原告资格,由该团体提起符合其章程、设立目的的诉讼,从而保护特定领域的公共利益。相比英美法系常见的以特殊的司法制度加上刺激当事人和律师的利益动机而推动的“私人检察官”诉讼而言,团体诉讼更接近我国的公益诉讼实践。特别地,团体诉讼的特殊优势还在于其一方面典型的公益诉讼形式;另一方面,由于团体诉讼判决效力的扩张性,团体诉讼还可以成为解决私益群体性纠纷的一种方式。从实践观察,其他国家和地区的由团体提起公益诉讼最初多以不作为之诉为限,但对于那些违法者从侵权行为中获取巨额利益的情况,仅仅提起不作为之诉显然难以实现威慑违法行为、恢复市场秩序的目的。随着公益诉讼的不断发展,带有补偿性甚至惩罚性的给付之诉也以各种形式出现在公益诉讼中,公益与私益的融合达到了新的高度。其中,比较有代表性的是我国台湾地区投资者保护团体代投资者提起的赔偿诉讼、^①德国反不正当竞争法中的不法利益收缴之诉。^②

然而,除环境恢复费用等可以将公益与私益损害赔偿相对剥离的领域外,一旦允

^① 我国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护法”规定,保护机构为保护公益,对于造成多数投资者损害的同一侵权事件,得由20人以上投资者授予诉讼实施权后,以自己名义起诉。

^② 德国反不正当竞争法中规定,就不正当竞争行为并且基于大量消费者的负担获益的行为人,消费者团体可以行使请求权,要求行为人将该收益上交联邦财政。

许公益团体提起损害赔偿之诉,就必然面对如何区分公益诉讼诉权与当事人损害赔偿请求权的问题,而这个问题在个体损害数额较大的证券群体性纠纷中尤其具有现实意义。首先,公益诉讼的首要目标并非是补偿,这就导致民事公益诉讼与私益诉讼在基础理念、审判规则等方面有很大不同。前者关注的是公共利益的保护,强调职权主义,而后者关注对私人利益的恢复、补偿,尊重当事人的意思自治和处分权。如果将两种不同的理念置于同一案件中,必然产生混乱。严格而言,我国台湾地区投资者保护机构提起的团体诉讼须投资者授权,即团体诉权是建立在私益诉权让渡的基础上,虽然该投资者保护机构成立和活动的宗旨都是公益性质,但该诉讼模式应当归类为私益救济的集合即群体诉讼制度,而非公益诉讼制度。在我国《民事诉讼法》中,对于投资者的集合性救济已规定代表人诉讼作为法定的群体诉讼制度。至于是在众多原告中选定代表人还是在原告之外由公益团体代为诉讼,则只是群体诉讼代表机制问题。如果公益团体的诉权不能突破当事人私益诉权让与的范围,则很难说是为不特定多数人的利益而提起诉讼。另外,从实践操作来看,损害赔偿之诉举证复杂,涉及赔偿金的计算、分配等问题,受害投资者人数众多且分散,其人数和遭受的损失都难以确定,且各个投资者主张的损失范围以及能够提供的证据也不一致,很难在一个民事公益诉讼程序中解决,逐一取得授权也存在客观困难。即使公益诉讼原告代表投资者请求赔偿并获得支持,赔偿金的分配也难以做到对受损投资者的全覆盖和公平均衡。其次,不法利益收缴之诉虽可归类为公益性的诉讼请求,但这一公益性“民事罚款”的制度在我国民事实体法中并无依据。并且如果在不法利益收缴之诉已经剥夺了侵权行为人因侵害投资者私益和社会公益而获得的利益情况下,又允许投资者再通过私益的损害赔偿之诉寻求司法救济,则显属重复赔偿。因此,上述两种团体损害赔偿之诉的路径要移植到我国现行的诉讼制度上,还存在很大的障碍。

三、我国民事公益诉讼的现状

从法律层面来看,2012年修正后的《民事诉讼法》第55条规定针对“污染环境、侵害众多消费者合法权益等损害社会公共利益的行为”创设了公益诉讼制度。与之相应,实体法方面的《环境保护法》和《消费者权益保护法》则进一步明确了环境民事公益诉讼制度和消费民事公益诉讼制度。

其中,环境民事公益诉讼的请求权类型包括赔偿损失,但仅限于“纯生态环境损

害”,要求污染者承担治理污染和修复生态环境的责任,不涉及个人人身和财产损失。其次,消费民事公益诉讼的请求权类型也仅包括为快速制止经营者不当经营行为而提出的停止侵害、消除妨碍、消除危险和赔礼道歉请求权,无法实现对个体消费者所受损害赔偿的弥补。但是,两种诉讼类型都规定了私益诉讼可搭公益诉讼的“便车”,即公益诉讼生效判决对被告是否存在不法行为、是否存在法律规定的不承担责任或者减轻责任的情形、行为与损害之间是否存在因果关系、被告承担责任的大小等所作的有利于私益诉讼原告的,其可以在私益诉讼中主张适用。

四、证券民事公益诉讼的制度构建

在具体探索我国证券民事公益诉讼的路径上,我们认为,重点是要处理好公益诉讼与私益诉讼的衔接,特别是公益诉讼能够提起的诉讼请求范围及其对私益诉讼的影响。与环境保护、消费者保护等对公益诉讼需求较强的领域不同,资本市场的证券侵权纠纷通常不会存在“侵害数额太小以至于不大可能有人起诉”的现象,特别是随着中小投资者维权意识的提高,加上行政处罚作为前置程序降低了投资者举证成本,以私益诉求为主的群体性纠纷大量涌入法院。因此,若要针对同一证券侵权行为提起公益诉讼,其与私益的群体诉讼之间将存在很大程度的交叉重叠。其中关键的问题就是,在已有群体诉讼制度对投资者利益起到集合性救济的基础上,公益诉讼如何实现其维护公共利益的目的?

我们认为,其中一个可行的方案是在消费民事公益诉讼的模式上更进一步,将公益诉讼作为一个示范性诉讼,审理证券欺诈行为的共通争点,并允许公益诉讼生效裁判的既判力向私益诉讼扩张。具体而言,在证券侵权纠纷中,虽然侵权行为存在的事实主张是共同的,但个别损害的存在、损害数额及损害与侵权行为的因果关系等需要每个投资者单独证明。因此,单独的私益诉讼不可或缺,而其中的共通争点则是公益诉讼可以发挥作用的空間。即由投资者保护机构率先提起一个公益诉讼,确认侵权行为是否成立、侵权行为与投资损失间是否存在因果关系及损失赔付原则等共通争点,若公益诉讼裁判作出对投资者有利认定的,可直接作为投资者私益诉讼的裁判依据。在诉讼资格上,由于公益诉讼审理的是一个针对同一证券欺诈行为共通争点的拟制案件,不涉及个别投资者的损害赔偿,可以无须取得投资者授权而由法律直接规定其诉权。就这个角度而言,通过拟制一个案件由公益诉讼来主导,也避免了示范判

决机制中可能在示范案件的选定上无法兼顾争点代表性和原告代表性的问题。其次,也弥补了代表人诉讼的登记加入制对小额分散损害救济的不足。对涉科创板纠纷而言,资本市场基础制度的改革可能导致大量的新类型纠纷,在这些纠纷发生之初,由于争议事实比较复杂或者涉及的法律关系尚无明确规定,对法院是否受理、法律如何适用以及当事人的诉讼请求的正当性问题,都处于非常模糊的阶段。绝大部分人可能由于败诉风险过大、诉讼成本过高而不愿意提起诉讼时,就更需要投资者保护机构等组织率先提起一个示范性的公益诉讼“投石问路”。在判决效力的扩张上,可沿用消费民事公益诉讼向关联私益诉讼既判力扩张的模式,对投资者一方作单向有利扩张。这是因为被告一方已在公益诉讼中获得充分的举证、质证、辩论的程序权利,而关联私益诉讼的原告没有参与公益诉讼程序,故从正当程序角度不能将对投资者不利的认定扩张至关联私益诉讼的原告。而通过有利于投资者认定部分的既判力扩张,可显著降低投资者的诉讼成本,从而放大公益诉讼的公益属性,发挥公益诉讼的规模经济效应,在维护更多投资者合法权益,促进群体性纠纷解决的同时,极大地降低法院审理证券侵权纠纷的难度和司法成本

根据这一思路,上海金融法院在《关于服务保障设立科创板并试点注册制的实施意见》中明确,探索构建由依法设立的投资者保护机构、法律规定的机关和有关组织提起的证券民事公益诉讼制度。因同一侵权行为受到损害的投资者自行提起私益诉讼的,若公益诉讼生效裁判对侵权行为是否成立、侵权行为与投资损失间是否存在因果关系及损失赔付原则等具有共通的事实及法律争点作出对投资者有利认定的,可直接作为投资者私益诉讼的裁判依据。今后,我院将在实践中对证券公益诉讼制度的构建作进一步的探索,谢谢大家。

消费者权益保护领域公益诉讼案例经验分享

江 宪*

一、关于证券公益诉讼和消费公益诉讼实施上的差别

2015年7月我曾代表上海市消费者权益保护委员会(以下简称上海消保委)代

* 消保委公益诉讼案件代理律师。

理起诉天津三星通信技术有限公司(三星)侵权责任纠纷案件,这是我国首例消费民事公益诉讼案件。所以我将首先基于消费公益诉讼的经验,来谈一下目前证券公益诉讼实施上的两项明显差别。

(一)关于法律授权起诉资格的问题

公益诉讼是一项新制度,由2012年8月31日新修订的《民事诉讼法》首次引入。该案启动前,2013年10月25日,依据新《民事诉讼法》新修订的《消费者权益保护法》(以下简称《消法》)中第47条已规定,“对侵害众多消费者合法权益的行为,中国消费者协会以及在省、自治区、直辖市设立的消费者协会,可以向人民法院提起诉讼”。也就是说,上海消保委已是法律明确的消费公益诉讼的起诉主体。

公益诉讼是针对损害社会公共利益的行为提起的诉讼,起诉主体是能代表全体社会成员或者社会不特定多数人利益的主体,包括社会公共秩序及社会善良风俗等。谁能代表公共利益,这是公益诉讼的核心问题。因此,《民事诉讼法》规定是法律规定的机关和有关组织,公益诉讼的原告主体资格要有法律的明确授权。

因此,我国目前尚无法律规定的授权机关和有关组织可提起证券公益诉讼。

(二)关于证券公益诉讼是否属于目前法律规定的公益诉讼范畴的问题

《民事诉讼法》第55条规定,“对污染环境、侵害众多消费者合法权益等损害社会公共利益的行为,法律规定的机关和有关组织可以向人民法院提起诉讼”,明确的民事公益诉讼类型是环保和消费两类。《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》(以下简称《民诉法解释》)第284条亦作相同规定。因此,证券公益诉讼是否能适用《民事诉讼法》第55条及《民诉法解释》第284条关于公益诉讼的规定,仍值得商榷。

具体来说,证券侵权纠纷是否属于《消法》第28条规定的金融消费,或者说如果不属于金融消费,证券侵权纠纷侵害到不特定多数人利益时,是否属于侵害社会公共利益,有不同看法。并且这里的“等”是等内还是等外,仍然存在不同看法和争议,没有明确解释。当然,有“等”就有其他类型适用的空间。但可以肯定的是,证券公益目前尚无法律的正式规定,尚需在研究探索阶段。

因此,这是证券公益诉讼与我当时代理消费公益诉讼的很大差别,证券公益诉讼还受起诉主体法律及公益诉讼范畴法律未明确的困扰,而消费公益诉讼完全不存在这样的困扰。

二、证券公益诉讼的必要性、紧迫性和可行性

尽管受困于以上两大问题,但我认为证券公益诉讼有其引入的必要性、紧迫性和可行性。

首先,2014年12月成立的投服中心,其经营范围载明的是“面向投资者开展公益性宣传和教育;公益性持有证券等品种,以股东身份或证券持有人身份行权;受投资者委托,提供调解等纠纷解决服务;为投资者提供公益性诉讼支持及其相关工作”等。

也就是说,投服中心系为证券公益而生,证券公益系其设立、运营之本。且到目前为止投服中心依据《民事诉讼法》第15条规定已经支持大量投资者进行证券侵权责任诉讼维权,不仅带有明显的公益性质,亦取得了良好的社会效果,增强对侵权人的威慑力,已起到一定净化证券市场公开透明、公平公正的作用。我国通过投资者服务中心证券支持诉讼,实际上已对证券诉讼进行了公益性实践。实践到现阶段,有必要进一步加大公益性诉讼支持的力度并进一步加大净化证券市场的力度。

其次,我国证券市场的日益壮大,证券侵权事件频繁发生,并且证券侵权纠纷具有受害人数众多、地域分布广泛、单一受害人诉讼金额较少但同一侵权事件赔偿诉讼数额巨大的特点。广泛侵害众多证券投资人个体利益的情形,我们可以将众多私益集合识别为公益;而为数众多、频繁发生的证券侵权行为,明显已造成证券市场秩序的紊乱,明显是对透明、公开、公正的证券市场公益的严重侵害。因此,目前证券侵权纠纷的特点符合《民诉法解释》第284条“(一)有明确的被告;(二)有具体的诉讼请求;(三)有社会公共利益受到损害的初步证据;(四)属于人民法院受理民事诉讼的范围和受诉人民法院管辖”规定的公益诉讼的起诉条件。

另外,证券侵权案件一般以行政处罚作为诉讼前置条件,这也决定这类案件在启动民事诉讼时,已具备客观上对证券市场公共秩序、管理秩序进行维护的公益诉讼基本特征。

最后,通过公益诉讼可以将不特定多数投资者的个体利益的集合识别为公益,由公共利益的代表为投资者提供权威、专业的服务,代替投资者诉讼起诉,有助于降低投资者的诉讼维权门槛、安抚投资者不满,有助于维持社会的稳定。同时,也将大大降低法院证券侵权纠纷案件群体诉讼的案件数量,节约诉讼资源。

三、代理公益诉讼的经验分享

2013 年《消法》修订后不久,正值社会上智能手机热销。消费者对智能手机的投诉也多,但大多投诉集中在手机内预装软件上,诸如软件的功能介绍、规格大小、所占内存不说明等。消费者对预装软件信息浑然不知;有的软件即便消费者没有使用也会耗去流量;有些软件市场上有更好的,但预装在手机中同样功能软件卸载途径不清楚或者根本无法卸载,消费者无法用更好的软件替代预装软件。专业的比较测试报告也载明,有些手机所预装的软件可以卸载部分,有些一个都不能卸载,比如,三星的 SM-N9008S 智能手机预装各类应用软件 44 个,但对软件的名称、类型、功能、所占内存未说明,也未告知消费者卸载方法。专业机构的比较检测结果与消费者的投诉一致,消费者的不满和投诉是有道理的。

上海消保委决定将三星作为被告提起公益诉讼。《消法》规定消费者有诸多权利,有的涉及财产,有的不涉及财产。其中《消法》规定的消费者知情权和选择权,不涉及财产。消费者知情权,即消费者享有其知悉购买、使用商品的真实、充分、准确信息的权利。消费者的选择权,即消费者享有根据自己的需求、意向自主选择自己需要的商品。知情权和选择权是《消法》赋予消费者的法定权利。智能手机的包装盒说明书上未对预装软件的功能规格、内存大小明示消费者,显然涉嫌侵害消费者的知情权。预装软件有的消费者需要,有的消费者并不需要,对不需要的又不能卸载,消费者的选择权也受到侵害。

通常消费者个体提起诉讼大体聚焦财产权,或者其他非财产权受到侵害后要求侵权者赔偿一定数额的款项作为权利受损后的救济。法律对权利被侵害后的救济大多也落实在赔偿上,通常我们看到的侵权案件的诉讼请求也大多落实在赔偿以及赔偿数额上。目前我国最多的是个体诉讼,当然也有集团诉讼和代表诉讼,这些诉讼都有具体权利人,判决的权利归属明确。公益诉讼针对侵害众多消费者的行为,被侵害主体不特定,诉讼没有具体的权利人而由消费者组织代行抽象消费者的权利。如有财产权或赔偿救济上的请求,则胜诉后获得救济财产的归属问题很难解决。由此,当时诉请设计不涉及财产权,只聚焦消费者知情权和选择权,不提赔偿请求。

本次公益诉讼的基本框架就此确定:(1)被告,三星公司;(2)案由,侵权;(3)具体侵害的是,消费者的知情权和选择权;(4)诉讼请求,只要求停止侵害消费者的知情

权和选择权,即在包装盒或说明书中对预装在智能手机中软件的功能规格、内存大小及卸载途径予以明示,没有赔偿请求。

起诉后不久,上海消保委就收到了三星的整改方案。韩国三星公司大中华区互联网应用与服务中心总监还带着整改方案到上海消保委针对被诉事宜作出回应,表示“遵守中国法律是三星的义务,会依照中国法律保障消费者的知情权和选择权”。该案开庭后,三星直接答辩完全赞同上海消保委的起诉主张。并提供《革新方案》及具体说明,证明其已发布被诉手机 SM - N9008S 可卸载部分预装软件的版本及在包装盒和说明书中用文字及二维码的方式告知预装软件的功能介绍包括规格大小、所占内存、卸载途径等,是已纠正错误。由于实现了上海消保委起诉要求的对消费者知情权和选择权的保护,该案以上海消保委撤诉申请得到法院准许结案。

这个案件带来了“三赢”的效果,消费者的知情权、选择权得到了保障;消保委的诉讼目的得到了实现;三星公司树立了遵守中国法律有错必纠的大公司形象。不仅如此,案件的溢出效应也开始显现,其他品牌包括国际、国内品牌手机都悄无声息地在其包装盒及说明书中加进预装软件的说明及卸载告知。

2015 年 11 月 16 日,工信部还下发加强对手机预装软件的事前事后监管及建立智能手机预装软件管理标准的《司法建议书》。2016 年 2 月 23 日,该案被最高人民法院与中央电视台联合评选为“2015 年推动法治进程十大案件”。

该案件启动的目的,就是要保护《消法》规定的知情权和选择权以净化整个手机市场的不良秩序。最终这个案件也确实实现了这样的目的,不仅社会效果良好,并且法律的价值导向清晰明确,这就是公益诉讼的强大作用和价值。

基于目前的情况,证券公益诉讼无疑是司法实践的一大创新。由于公益诉讼天然的净化市场良好功能,这样的司法创新带来的无疑全是正面良好导向,不仅在维护社会稳定,也在打击金融犯罪、防范金融风险上,更重要的是在信用社会和法治社会的建设上。

另外,就公益诉讼建立及证券支持诉讼实践的情况来看,在立法和机构设置层面,我国已为证券侵权公益诉讼的开启预留了空间。尽管起诉主体、起诉类型的法律规定尚有不足,但可以考虑运用法律的扩张性解释来对《民事诉讼法》第 55 条及《民诉法解释》第 284 条的“等”进行解释。同时,也可以考虑检察院公益诉讼已有突破公益诉讼领域的实践案例。

我认为,公益诉讼实务首先需对公共利益的考量和准备充分。而证券公益诉讼,

我想还有一个特别之处是其一般都是公益和私益的交叉,不以我代理的公益诉讼可以说是纯公益。那么怎么由私益集合为公益,可能需要在准备案件上做足准备,还要做好公共利益、多数、不特定等法律阐述工作。同时,私益代表的人数要必然具有一定数量才能构成公益,10人或20人或200人,这也要好好琢磨。在私益授权让渡方面,也要做更多的准备和证据固定工作,我理解要有每一个公益诉讼代表的私益受害人的授权委托书及有效的联系方式,有关私益在公益诉讼下可能出现的权益放弃也应当事先列明和告明。同时,在诉讼过程中,诉讼协调、诉讼保障可能也有很多方面的内容需要考虑,比如,是否要公示庭审情况等。最后,我想对于证券公益诉讼取得财产性赔偿后的拆分和归属处置,可能也会有种种问题,这个就是我当时代理消费公益诉讼设计规避的,但却是证券公益诉讼无法回避的,实务操作时公益诉讼代表人无疑需要提前考虑到各种情况。

我在这里抛砖引玉一下,希望能给大家更多的启示。谢谢!

探索推进检察机关提起证券公益诉讼制度

屠春含*

各位领导、各位专家:

大家下午好!非常荣幸受邀参加今天的论坛活动。设立科创板并试点注册制是党中央交给上海的三项新的重大任务之一,我们非常高兴地看到这项任务已经成功落地并顺利运行,这对进一步深化改革开放、推动高质量发展无疑具有重要意义。以注册制为核心的科创板是一项全新的尝试,各项规则不同以往,为了更好地保护广大中小投资者的合法权益,保障资本市场健康发展,需要包括立法机关、司法机关、行政监管部门和市场主体在内的各方共同努力、共同推动。

证券领域是国家金融体系的重要组成部分,关涉经济发展与安全,检察机关始终高度关注,在发挥刑事检察职能的同时,我们也将进一步发挥民事、行政和公益诉讼检察职能,全面做好服务保障工作。当前,证券领域公益诉讼的探索实践还处于起步阶段,但越来越多的研究和实践观点认为,建立符合中国资本市场特点的证券公益诉讼制度势在必行。不久之前,最高人民法院在服务科创板的司法解释中也明确提出,

* 上海市人民检察院第八检察部主任。

要探索建立证券领域的民事、行政公益诉讼制度。为此,我们专门做了调研,主要有以下三点认识。

一、证券公益诉讼契合现行的检察公益诉讼制度

检察公益诉讼制度是为维护国家利益、社会公共利益而设立。目前法律明确规定环境污染、食药安全、国有财产、国有土地使用权出让、英烈保护等五个领域纳入检察公益保护范围。除了上述领域,还可以通过法律的制定修改,或者通过司法解释的方式,明确公益诉讼的范围。

之所以法律规定将前述五个领域纳入保护范围,概括起来有以下原因:一是短期来看,公益受损对私益主体损害不明显、不直接,但长期来看,其危害非常严重,有早介入必要;二是因为维权成本高、取证难,对私益主体而言投入产出不成比例,缺乏起诉的能力和动力,有帮助或替代介入必要;三是公益受损处于持续状态,但缺乏其他行之有效的救济手段,尤其是有些还不构成刑事犯罪,对行政处罚无动于衷的情况,有填补空白而介入必要;四是行政机关是最大的公益维护者,但有不依法履职的情形时,需要由第三方介入进行督促。对照证券领域来看,目前证券市场违法违规行为多发高发,市场规则的落实和信用受到质疑,刑事手段和行政处罚手段不足以维持公平透明的市场秩序。民事赔偿领域受制于前置程序,^①受制于专业知识和取证维权成本等考虑,其对不法行为应有的作用没有得到充分发挥。

设立科创板并试点注册制是资本市场的一项增量改革,旨在增加资本市场的包容性和竞争力。注册制相较核准制而言,发行上市的硬性条件有所放宽,例如,科创板并试点注册制允许没有盈利的企业上市,以前上市需要中国证监会审批,但现在实行注册制,就是让市场来做选择,新股的发行价格、规模、股票市值、发行节奏、退市等都要通过市场化的方式决定。但是,市场选择的前提是法治环境的完善、信用体系的健全,很显然目前还未达到。正是出于这些考虑,最高人民法院在服务科创板的司法

^① 最高人民法院《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》第2条规定:“人民法院受理的虚假陈述民事赔偿案件,其虚假陈述行为,须经中国证券监督管理委员会及其派出机构调查并做出生效处罚决定。当事人依据查处结果作为提起民事诉讼实施依据的,人民法院方予受理。”《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问题》第6条第1款规定:“投资人以自己受到虚假陈述侵害为由,依据有关机关的行政处罚决定或者人民法院的形式裁判文书,对虚假陈述行为人提起的民事赔偿诉讼,符合民事诉讼法第一百零八条规定的,人民法院应当受理。”

解释中提出要探索建立证券领域的民事、行政公益诉讼制度,这与当前的检察公益诉讼制度是相契合的。

二、证券公益诉讼有助于证券市场长期健康发展

一方面,建立证券领域公益诉讼将有效增加资本市场的违法成本,从而增强法律制度的威慑力。目前,我国资本市场的违法成本实际上是比较低的,康美药业被中国证监会查明虚增营业收入近 300 亿元、虚增货币资金近 887 亿元,天文数字般的财务造假行为,恶意欺骗投资者,但行政处罚却未“伤筋动骨”,发行人仅受到 60 万元的罚款,21 名相关责任人员罚款合计仅为 535 万元。而且在中国证监会公布行政处罚后,康美药业却连续三个涨停,事实证明市场对违法违规行为处罚过轻,^①未起到震慑作用。中国证监会受《证券法》最高处罚数额限制,^②无法对违规企业进行巨额罚款,企业违法成本低,最高的行政处罚也无法给市场以震慑,暴露出现有司法救济的缺陷。如果建立起证券公益诉讼,可以在行政处罚、刑事制裁之外,再追究违法企业和相关责任人员的民事责任,有助于对证券违法行为形成更有力的威慑。

另一方面,建立证券公益诉讼制度有助于弥补私益诉讼制度之不足,保障中小投资者的合法权益。虽然现行法律也给中小投资者提供了通过私益诉讼挽回损失的救济途径,然而在实际操作中却存在诸多困难。中小投资者往往存在人数众多且分散,信息不对称、证据获取难且成本高昂、专业素质不足等诸多不利因素,单凭个人力量提起赔偿诉讼,很难达到预期效果。而且证券侵权民事案件具有“小额多数”的特点,若投资者以单独诉讼形式维权,则因每个个体的损失数额有限,诉讼成本可能反而高于收益,选择放弃的可能性较大。因此,建立证券公益诉讼制度,通过检察机关等专业机构的调查取证和诉讼活动,有助于增强诉讼的专业性和有序性,客观上有助于为中小投资者提供更加有力的救济。

^① 类似案例如“康得新”虚增利润 119 亿元,对发行人罚款 60 万元,对 19 名相关责任人共处以罚款 250 万元。“昆明机床”虚增收入 4.83 亿元,虚增利润 2961 万元,对发行人罚款 60 万元,对 22 名相关责任人院罚款 190 万元。

^② 按照《证券法》第 193 条、第 202 条、第 207 条的规定,“信息披露违规”“内幕交易”“证券欺诈”最高处罚 60 万元,第 203 条规定“操纵市场”最高处罚 300 万元。

三、证券公益诉讼的初步设想和实现路径

公益诉讼和私益诉讼相比,有一个重要原则,就是私益主体并不直接从公益诉讼中受益。譬如,我们在环境公益诉讼中获得的赔偿金,不会偿付给受害者,而是直接用于环境的修复,从而使广大私益主体受益。在证券领域如何明确公益诉讼请求,我想可以从两个方面着手。一方面,可以以确认之诉的方式出现,如请求确认上市公司、控股股东、实控人等某行为违法,以便私益主体在后续的诉讼中直接引用公益诉讼中所认定的案件事实进行相关定性,某种程度上也是对违法前置程序的一个补充。另一方面,可以请求上市公司、控股股东、实控人等为一定行为,如履行增持、回购义务等,从而间接使公众受益。

关于诉讼的具体路径,一是积极探索刑事附带民事公益诉讼,针对虚假陈述、内幕交易、操纵市场等违法犯罪行为,在提起刑事诉讼的同时,提起附带民事公益诉讼,让违法主体既要承担刑事责任也要承担民事义务,增强法律的震慑力。二是积极支持中小投资者保护机构在持股行权过程中提起诉讼,检察机关以支持起诉的方式,帮助调查取证,提供法律上的支持。三是单独提起民事公益诉讼,诉讼请求以确认违法行为或请求为一定行为为主。

证券公益诉讼在我国是一项新生的事物,检察机关将与社会各界一道,进一步加强理论研究和实践探索,努力服务上海金融中心建设,推动形成具有中国特色的证券公益诉讼制度。

中国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护中心”经验分享一

林俊宏* 黄建中**

主持人,各位专家、各位先进,大家好!今天很高兴有机会跟大家介绍、分享中国台湾地区的实践经验,也很高兴有机会来参与这样的讨论。台湾地区在投资人保护方面,是通过设立中国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护中心”(以下简称“投保中心”)来进行相关的保护业务。其中有一块很重要的就是诉讼,我们称其为公益

* 中国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护中心法律服务处”处长。

** 中国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护中心法律服务处”组长。

诉讼,这个诉讼机制其实从2003年就开始启动,到现在已经超过15年了。等一下我的分享,就针对我们这个制度的设计,还有实践的经验跟各位作报告。

“投保中心”打的一些诉讼,我们认为它是属于帮市场在打官司,属于公益性质的,姑且称之为广义的公益诉讼。接下来跟大家讲一下我们实际发生的效果跟我们所遭遇的困难。

一、中国台湾地区“投保中心”设立简介

首先,这个诉讼主体就是“投保中心”。那为什么要设“投保中心”,要设立这个专职的机构,是因为资本市场信息不对称,力量不对称,小额投资人容易受到误导,需要更公平地对待跟资讯的揭露,所以有一个“投保中心”站出来。它的法律设计,是一个公益的财团法人,有独立的法人人格,但受到主管机关的监督,所以在台湾地区“证券投资人及期货交易人保护法”(以下简称“投保法”)的设计里面,它必须由主管机关来指派董事、监事,其中的公益董事要超过2/3。这个是最基本的制度设计。

我们主要的业务项目跟今天议题有关的就是所谓的团体诉讼,对公司、对董监事提起的代表诉讼以及诉请法院解任不适任董监事的解任诉讼。另外,我们为了要保护投资人,也希望兼具股东的身份,所以我们同时也是每一家台湾地区上市柜公司跟兴柜公司的股东,方便我们可以去行使股东权利,实践股东行动主义。“投保中心”的组织形式是相对单纯的,就是分两个处,除有“法律服务处”处理相关的法律业务外,由“管理处”负责相关的行政业务,比较特别的地方是有一个“调处委员会”,这是在“投保中心”机制里还有一个纷争解决机制,也就是为疏解讼源,希望通过证券期货相关的专家来解决纷争,做调处。目前,“投保中心”的员工包含董事长和总经理,为40个人左右。

接下来介绍我们公益诉讼的类型,第一个是证券诈欺的团体求偿诉讼,第二个是代表诉讼,第三个是解任诉讼,还有一些其他的。其中证券诈欺团体诉讼比较侧重于对市场投资人的保护,代表跟解任诉讼比较是站在股东的身份,帮公司去追讨负责人应该还给公司的损害赔偿,或者是解任不胜任的董监事,所以侧重的面不完全一样。不管是证券诈欺的团体求偿诉讼,或代表、解任诉讼,或是其他如归入权或撤销股东会决议的诉讼,在中国台湾地区的“证券交易法”,或在“公司法”,都有相关的条文规定,小股东具备一定的条件或资格本来就可以提起,但从实践、实务的情形来看,自台

湾地区“证券交易法”实施以来,几乎没有人去进行这样的诉讼,所以由“投保中心”站出来取得这样的诉权,能够进行这样的诉讼。也就是说,这些诉讼机制本来就存在,只是没有在用,变成由“投保中心”站出来当诉讼主体,去落实这个民事责任。在整个制度设计里,“投保中心”打的都是民事诉讼,因为刑事的部分是由检察官,即检调机关来处理,行政部分由主管机关负责,那么民事部分就由“投保中心”来补足。只要有刑事不法的情形,有民事责任,则“投保中心”就跟上去,落实这样的一个民事责任。

二、关于中国台湾地区证券诈欺团体诉讼机制

(一) 法律依据及要件

关于证券诈欺团体诉讼,是为了帮助证券诈欺的被害投资人,进行团体的求偿诉讼。我们的法律依据就是在中国台湾地区“投保法”第28条,因此,提起团体诉讼是有一个特别的规范。本来在台湾地区“民事诉讼法”规定就有多人可一起选一个原告,跳出来带着大家一起进行诉讼的制度。相关的请求权基础,也在台湾地区“证券交易法”与民法侵权行为里都有规定,但是因为没有人用,所以特别在台湾地区“投保法”里设计了团体诉讼的制度。

先简单介绍一下它的要件。第一,范围,它必须是一个针对不法的证券期货的案件,所以范围是有限制的。第二,要有20个以上的证券投资人或期货交易人一起提起,就是超过20个人才能一起授权,才能启动团体诉讼的机制,作为一个公益的门槛。第三,把诉讼实施权授予给“投保中心”。也就是说,投资者授权给“投保中心”之后,由“投保中心”当原告提起诉讼,而不是由这些投资者一起打共同诉讼,制度设计上是不一样的,当然这跟美国集体诉讼也不一样。

(二) 与共同诉讼之不同

接下来从团体诉讼与共同诉讼的不同处,进一步来说明我们制度设计的一个特点,第一,当事人,即原告,就是“投保中心”,这是形式当事人,但是实质当事人是背后授权“投保中心”进行团体诉讼的500个、1000个等投资者,目前我们最多是到25,000个投资人一起来打一个官司,而诉讼中的原告就只有一个——“投保中心”,由投资者将诉讼实施权授予“投保中心”。

第二,条文中的特别设计,在这个诉讼里面,配套设计了裁判费跟执行费的减免。诉讼设计中,新台币3000万元以下的标的要缴纳诉讼费用,标的在新台币3000万元

以上的,“投保中心”无须或减免缴纳裁判费或执行费。其主要原因是相关的证券团体诉讼中,请求金额动辄上亿新台币甚至十几亿新台币、20 亿新台币,最多到 80 亿新台币,所以裁判费与执行费金额相当高,因此有裁判费减免与执行费减免的规范。

第三,关于保全的部分,也特别在条文里设计了法官可以审酌情形裁定免供担保进行保全程序,或是免供担保进行假执行。当然,这都必须透过承办法官的审酌,符合相关要件之后,可以免供担保。因为在中国台湾地区,若要进行假扣押,通常必须提供 1/3 的担保金。这个部分在“投保中心”的团体诉讼里,有相应的特别优惠规定。

(三) 案件之既判力效果与团体诉讼之退出

另案件的既判力是及于有来“投保中心”登记授权进行团体诉讼的成百上千的投资者,判决的既判力会及于这些人,而没有加入的人,是不受既判力拘束,不论赢输,皆不受团体诉讼的约束。因此,未加入的投资者,即使团体诉讼败诉,也不受其拘束,可自行起诉。

此外,“投保中心”提起的诉讼一审判决下来之后,关于要不要上诉,我们也会逐一通知投资者,我们会告诉投资者“投保中心”要上诉或不上诉,投资者如果不赞同我们的做法,比如,我们不上诉,而他想上诉,他也可以脱离团体,自己进行上诉,属于任意性的诉讼担当,投资者可以把诉讼实施权赋予我们,也可以随时退出。所以在既判力的部分与美国的集体诉讼有很大区别。需要补充的是,由“投保中心”担任当事人在团体诉讼实务操作上的影响是很大的,早期台湾地区也是以一个基金会进行共同诉讼,当事人的共同诉讼委任基金会作为诉讼代理人,但是因为当事人仍旧是每一位投资人,因此之后的送达或是上诉期间是分别起算,所以产生了程序上时间、费用的问题,需要分别确定非常烦琐,甚至影响该制度的运行,所以后来才设计成将诉讼实施权授予给“投保中心”,由它作为当事人,而法院之后相关的送达、上诉意见、上诉与否,就以“投保中心”为准,节省逐一送达的问题。

三、中国台湾地区证券诈欺团体诉讼之实务运作

接下来介绍实务的具体做法,概括而言,就是如果“投保中心”发现或收到有证券不法案件时,就站出来受理投资人登记,利用中国台湾地区“投保法”第 28 条帮广大投资者一起打团体诉讼。实体法上就主张目前台湾地区“证券交易法”上相关的请求权基础与民法侵权的请求权基础。比较特别的地方就是案件来源。

(一) 案件来源

这些案件主要的甚至绝大部分都是经过检察官起诉的证券不法案件,包含财报不实、操纵股价、内幕交易等,这些证券不法案件检察官都会进行起诉,我们会针对检察官起诉的具体不法事实,去理清我们认为的善意投资人是哪些,受理期间是何时,损害计算怎么做,在我们理出来之后,若认为可以承做,经“投保中心”董事会决议通过后,即做成表格进行公告,让投资者前来登记,进行团体诉讼。因此,投资人是针对“投保中心”,授权其去打官司,而案件的律师是“投保中心”内部的律师,并由其代表“投保中心”进行诉讼。之后就进行相关的诉讼程序与保全,以及最后的强制执行,如果获得款项,则进行款项的分配,期间如果有和解的可能性,则会进行和解。其实目前我们所取得的赔偿款项约 60 亿元新台币,其中和解取得的金额反而更多,超过 50 亿新台币。

(二) 团体诉讼案件类型及诉讼概况

在受理的案件类型方面,目前证券不法案件大概是这几种类型,包括财报不实,还有公开说明书不实,这两个我们都认为是虚假陈述的性质,另外是操纵股价、内线交易,即内幕交易,以及其他的证券不法行为,譬如,公开收购诈骗的情形。这是我们目前受理的证券诈欺团体诉讼的主要类型。

目前我们总共受理了 252 件案件,涉及 16 万人次,请求金额超过新台币 600 亿元左右,胜诉、败诉都有。案件事实部分会受到刑事判决有罪无罪的影响,所以在部分的操纵股价、内线交易的证券求偿案件里,常因为刑事判决无罪而导致民事赔偿败诉。虽然理论上是可以分别进行认定,但实际上民事部分会受到刑事部分的严重影响。

(三) 小结

以上就是团体诉讼的机制,我们自认为它是介于一般的共同诉讼与美国的集体诉讼之间,一方面,不像美国的集体诉讼中整个集团全部受既判力约束,要选择退出才不受拘束,我们是要选择加入才算;另一方面,我们又希望在兼顾不要滥诉的同时,能够帮大家一起解决纷争,通过诉讼落实民事责任,所以设计了前面所介绍的一种机制,到目前运行良好。

四、“投保中心”代表、解任诉讼及其他公益性质诉讼

(一) 代表诉讼

从股东角度,以股东身份进行的代表诉讼。关于代表诉讼的法律规定,大意是上

市柜公司的负责人有可能掏空公司、进行非常规交易或是利益输送等类似情形,公司应该追讨赔偿,但是有时候往往这些不法行为人就是公司负责人,或者他们彼此就是同一个团体的,所以公司不愿意去进行这样的一个诉讼。所以在代表诉讼方面也是一样,本来小股东可以站出来进行代表诉讼,但因为没有人打,没有诱因,所以由“投保中心”站出来打。我们只针对上市或上柜公司执行业务中有重大的损害公司的行为或违反法令、章程的重大事项,因为公益性比较强。当然,前提还是要先催告公司自己进行诉讼,公司不做,“投保中心”才取得诉权,可以站出来代位公司去告这些我们认为掏空公司的不法行为人。目前我们提起诉讼的总数是 56 件,还在进行中的有 35 件。我们的诉讼状况其实也是随着问题的发生,或者是所面临的一些资本市场的实际状况不断应变衍生出来的。

(二)解任诉讼

解任诉讼原来在中国台湾地区“公司法”就有,它的本来机制是如果有不适任的董事而股东会不解任,则小股东可以站出来,只要符合一定的持股要求,如持股 3%,就可以要求法院透过司法审查解任不适任的董事,本来是有这样机制,但也是因为没有人在进行这样的诉讼,所以这时候也赋予“投保中心”有诉请解任的权利,可以去打这样的一个诉讼。把所谓的不适任的董事,通过起诉由司法进行审判,判断董事是不是适任,进而决定是否解任,所以是通过“投保中心”提起诉讼,由法院裁判决定是否应该解任。

(三)代表、解任诉讼之实务运作

无论是代表诉讼或是解任诉讼,其实最开始都是从同一个证券不法案件里做一体的分析。“投保中心”如果收到一个证券不法案件,会先看有没有符合团体诉讼的情形,同时看是否有人掏空公司,是否需要进行代表诉讼,董事是否存在违反法令及章程的重大事项,是否需要进行解任诉讼,予以综合评估。基本上,案件大都是针对经过公诉的证券不法案件,事实相对比较明确,“投保中心”可以在其中厘清民事关系,决定是否办理案件,是否进行相关的诉讼。

(四)其他公益性质诉讼

至于其他的公益诉讼则包含了短线交易归入权诉讼,也是以股东身份进行诉讼的。另外,“投保中心”是中国台湾地区每一家上市柜公司的股东,所以遇到重大的股东会或是有相关争议的事项,“投保中心”也会参加该公司的股东会表达意见。如果发现股东会召集程序或决议方法违反法令或章程,或存在重大违法事项,也会提起撤

销股东会决议的诉讼。希望以此健全资本市场的游戏规则,之后大家都按照股东会的游戏规则来走。

五、“投保中心”之具体成效

接下来,简单讲一下“投保中心”的具体成效,我们是一个专门专业的投资者保护机构,我们是希望通过落实中国台湾地区“证券交易法”和证券市场的民事责任来填补投资人损害。如我刚才所报告的,在中国台湾地区“投保法”实施或者说“投保中心”成立之前,类似相关的民事追偿在台湾地区几乎是不存在的,徒有规定,但民事责任却是空的。所以,我们觉得这个机制非常重要的效果是:第一,落实证券市场的民事责任,虽然目前只是针对经检察官起诉的案件,但仍帮投资人争取许多赔偿。第二,落实股东行动主义,维护股东的权利。这点是从“投保中心”去进行代表诉讼、解任诉讼或是去参加股东会的角度来看的。其实小股东对公司的经营或股东权益行使,通常是比较冷漠的,他有可能只关心股价的涨跌起伏,对于股东会召开、决议表达意见比较少,所以我们认为“投保中心”的存在能达到这样一个效果。第三,发挥外部监督力量,强化公司治理。尤其是代表诉讼与解任诉讼,在台湾地区的实践经验中,的确是对于上市柜公司、可能进行不法行为的行为人产生了一定的监督力量,他们很担心成为代表诉讼的被告,要赔偿公司,也很担心被解任,因此当然形成了一个外部监督力量。第四,促进司法判决。其实以前也有法律规定,但大家都不知道如何去做,如果进行诉讼会有什么结果,因为没有案件,司法就没有表示意见。现在经过“投保中心”不断进行诉讼,不断去尝试,去冲撞这些法律见解,慢慢地见解就出来了。若相关的见解比较明确、可预见、可预期,则可以说整个市场法治会更加清楚清晰。

最后,简单介绍一下实务中常遭遇的困难。第一,事实举证方面调查和举证的困难。第二,案件都比较复杂,往往持续时间很长,这可能是一个本质问题。第三,由于现在的经济犯罪往往会牵涉跨境的犯罪行为,造成事实调查或追偿款项的执行更为困难,还会牵扯到不同法律的选择适用问题,以上就是我们目前遇到的一些困难。

市场操纵案件民事赔偿机制

龙振海*

证券市场操纵行为是证券侵权行为的一类,在我国市场操纵行为的民事责任制度极为薄弱,中小投资者的民事索赔之路满是荆棘。欣慰的是在证券法学界,现在越来越多的人看到构建市场操纵案件民事赔偿机制的必要性和紧迫性,尽快建立完善的证券市场操纵民事赔偿制度已达成共识。

一、我国市场操纵民事赔偿司法现状

随着证券监管和处罚力度的不断加强,市场操纵案件查处数量持续攀升。市场操纵案件中不乏大案要案,涉案金额及被罚没金额更是触目惊心,如我国史上第一例操纵证券市场刑事案“私募一哥”徐某市场操纵案,2017年1月徐某等人被青岛市中级人民法院判决犯操纵证券市场罪,被判处有期徒刑5年6个月,同时并处徐某罚金110亿元、王某罚金10亿元;鲜某操纵匹凸匹(多伦股份)被中国证监会罚没款34.7亿元;高某利用16个证券账户操纵精华制药,不仅罚没款近18亿元,更因其操纵账户之一涉及影视明星黄某某,引发媒体和舆论关注。这些案件不但造成了恶劣的市场影响,也对普通投资者造成巨大的经济损害。但是,我国对市场操纵行为的处罚主要是以行政处罚、刑事处罚为主,对于民事责任的承担几乎没有涉及,受其行为损害的普通投资者却索赔无路,或者即使提起民事索赔的诉讼程序,但都以败诉告终,目前我国尚无一名投资者因市场操纵行为获得民事赔偿的案例。总结这些案件,在市场操纵案件民事赔偿问题上,包括市场操纵行为认定、因果关系、受偿主体、赔偿主体、赔偿范围、损失计算等均成为诉讼难点和障碍。

二、市场操纵行为民事责任的构成

市场操纵行为人应当承担的是侵权责任,本部分即依据《侵权责任法》的规定对

* 中国证监会上海专员办副处长。

侵权责任四要件分析论证市场操纵民事责任的构成。

(一) 市场操纵行为的认定

对市场操纵行为的认定应当从操纵者的意图、行为手段、行为后果对操纵行为进行认定。从操纵者的意图来看,操纵行为人的最终目的是获取利益或转移风险;从行为手段来看,可以分为四类,即基于交易的操纵、基于信息的操纵、基于行为的操纵及其他操纵手段,无论是哪种行为,行为人的手段都具有不正当性;从行为后果来看,操纵行为造成了证券市场上交易价格的波动,形成了虚假的交易价格或交易量。从构成要素来说,应当具备以下要素才是市场操纵行为:(1)前提——具备证券市场优势或影响力;(2)形式——滥用证券市场优势或影响力;(3)核心——证券市场行情的人为控制或影响;(4)结果——影响证券交易价格或者证券交易量。

(二) 因果关系的认定

我国《证券法》第77条第2款只对民事赔偿责任进行了大概轮廓描绘,却未触及问题的核心——因果关系的认定。从目前既有的判例可以看出,各法院在认定因果关系上采用标准并不统一,观点各异。目前,理论界主流的观点有因果关系两分法、信赖推定原则、相当因果关系理论。因果关系无论是在法律领域之内,还是法律领域之外都是一个事实性的范畴,^①这种事实性的范畴决定了因果关系的认定应当是一种事实的判断过程,因此,英美法系的因果关系两分法理论与大陆法系的相当因果关系理论不适用于市场操纵民事赔偿案件。我国的市场操纵行为民事赔偿案件可以借鉴美国的信赖推定理论来确定因果关系,信赖推定理论是一种因果关系的推定,这种推定有效地减轻了投资者的举证负担,简化了证券侵权中因果关系认定的复杂度。只要原告在操纵行为期间买卖了受操纵的股票,即可认为原告的损失与被告的操纵行为具有因果关系。

(三) 主观过错及损害事实的认定

1. 主观过错认定

操纵证券市场行为本身就排除了过失的主观状态。过失的“操纵”属于偶发性的行为,不具有社会危害性,不需要将其认定为操纵证券市场的行为,其民事责任也就无从谈起了。因此,操纵证券市场行为应具有主观过错,且一般表现为故意。

^① 参见孙晓东、曾勉:《法律因果关系研究》,知识产权出版社2010年版,第131页。

2. 损害事实认定

侵权责任法主张“无损害即无赔偿”,即损害事实的存在是主张赔偿责任的前提与基础。在操纵证券市场民事损害赔偿案件中,损害事实应具有以下特征:第一,损害事实具有客观性;第二,被损害权益具有合法性;第三,损害事实应当具有可补偿性;第四,损害事实应当具有可确定性。

三、市场操纵行为民事责任的承担

上一部分民事责任的构成要件解决的是责任成立与否的问题,而本部分民事责任的承担则解决责任由谁承担、如何承担的具体问题。

(一) 民事赔偿请求权人的认定

在明确追偿主体时,本文认为:第一,不应将投资者限定为“善意投资者”,理由是这样不利于保护投资者的合法权益,且善意也难以认定。第二,从规则的可操作性来看,应将追偿主体限定为在操纵期间进行交易的买方或卖方。这样有利于确定民事诉讼中原告的范围以及损失的界定,防止滥用诉权,造成诉讼资源的浪费。第三,从保护投资者、维护交易市场健康发展的角度考虑,追偿主体不应限于直接利害关系人,还应考虑引入证券公益诉讼制度并适用于市场操纵民事赔偿纠纷领域。

(二) 民事赔偿责任人的认定

《证券法》第77条规定的市场操纵主体十分广泛,任何人只要实施了操纵行为即为市场操纵主体。本文不再对行为人的类型进行过多阐述,仅对较有争议的问题进行介绍。

1. 共同侵权行为人的判定

共同侵权行为人的认定关键在于认定合谋,合谋意为通谋共议。在我国的证券市场领域,合谋的市场操纵行为主要表现可以分为四种方式:连续交易型合谋、约定交易型合谋、关联型合谋和协助型合谋。另外,前述共同侵权行为人并不包括一致行动人的侵权行为。

2. 实际受益人的责任

实际受益人是市场操纵案件中的特殊主体,在账户所有者的证券账户被第三人控制后,账户所有者因他人利用自己的账户操纵证券而实际地获得利益,因此,我们将这时的账户所有者称为实际受益人。实际受益人的责任承担需要结合其参与的程

度来定,如果构成合谋,则为共同侵权人;如果不构成合谋,实际受益人不一定需要承担民事责任,但其出借账户行为都违反了行政监管规定,需承担行政责任。

(三) 赔偿依据、范围及计算

1. 赔偿依据

目前,在《证券法》中原则性地规定了市场操纵行为造成投资者损害应当承担赔偿责任,给市场操纵行为损害赔偿责任的承担提供了法律依据。但对于行为人承担赔偿责任数额的范围、损失的计算方法,现行法律法规、司法解释均无明文规定。

2. 赔偿范围

各国、各地区的理论大多认为赔偿范围的界定最直接地应当体现民事责任的补偿性,如法国、德国等。另外,在中国台湾地区和美国针对内幕交易行为已存在惩罚性赔偿规定。在确定有关市场操纵行为的损害赔偿范围时,应当首先以补偿性赔偿为主,在被告主观恶性较大或获得的非法利益巨大的情况下,也可以进行惩罚性赔偿。

3. 损失数额的计算

市场操纵行为的损失计算应当以实际损失为主要的计算基础,具体包括:(1)实际损失的计算。实际损失的具体计算方式有“净损差额法”和“毛损差额法”两种形式。“净损差额法”认为行为人仅需赔偿因市场操纵行为因素所造成的损失,即证券之“真实价值”与“买价与卖价”之间的差额,至于其他部分,行为人不负赔偿责任。“毛损差额法”是将操纵行为结束后因其他市场因素造成的涨跌,均列入损害金额的计算。^① 在市场操纵行为损害赔偿的计算中宜采用“净损差额法”。但“净损差额法”在实际运用过程中存在诸多难点,最为困难的一点即在于证券“真实价值”的认定。(2)实际损失法中“真实价格”的认定。对于证券损害赔偿案件的“真实价格”的认定,传统财务经济学专家多运用两种方式进行计算:一是指数比较法,又称真实价值不变法;二是事件研究法,又称价差不变法。指数比较法指的是真实价格是一个固定的数字,目前普遍采用一段合理时间的均价来认定证券的真实价格。事件研究法系被操纵股票的真实价格和市价之间维持一定程度的系数关系。本文认为,被操纵的证券的“真实价格”的计算应以事件研究法为基础,被操纵股票的真实价格和市场之间维持一定程度的系数关系;同时还要参考指数研究法中关于“一段合理时间”的确定,以市场操纵行为被揭露或公布后一段“合理时间”内收盘价的平均价或市场操纵

^① 参见张玮心:《操纵证券市场的不法所得与损害赔偿计算》,载郭锋主编:《证券法律评论》(2017年卷),中国法制出版社2017年版,第364页。

行为实施前一段“合理时间”的收盘价的平均价作为参考基准价格。(3)实际损失法的修正。在市场操纵民事赔偿案件中,不仅有投资者因操纵行为而产生实际损失,也有操纵者因操纵行为而获得收益。在计算赔偿数额时,可以综合利用上述实际损失法和操纵获利法来认定,原则上采用实际损失法来计算投资者的损失,同时结合操纵者所获得的利润额来综合考虑是否需要采取惩罚性措施。(4)其他损失。关于投资者在证券交易过程中的其他损失,如交易佣金、印花税,聘请律师代理诉讼的支出等费用可以依据“最密切联系”原则确定这些费用是否包括在内。

四、市场操纵民事赔偿纠纷的救济途径

(一) 市场操纵民事赔偿纠纷的诉讼解决

市场操纵等证券纠纷案件往往比较复杂、专业性强,受害人人数众多且分布广泛。对于这种群体性纠纷,各国一般采取区别于普通诉讼程序的群体性诉讼制度。我国《民事诉讼法》已经规定了我国的“集团诉讼”即人数不确定的代表人诉讼和公益诉讼,这并不同于域外的群体性诉讼制度,但在现行法律已经有可运用的诉讼模式前提下,最紧迫的是在不需要改变现有民事诉讼立法前提下,对我国市场操纵等证券民事赔偿纠纷诉讼模式进行改进,以期更适用现状。改进的方式包括以下三点:一是对《民事诉讼法》规定的人数不确定的代表人诉讼方式进行完善,使其更加适用于证券民事纠纷领域;二是扩大《民事诉讼法》等法律规定的消费公益诉讼范围,将其延伸到证券民事纠纷领域;三是适用单独诉讼审理模式,但是又超越单独诉讼模式,推行示范判决机制。

(二) 市场操纵民事赔偿纠纷的非诉解决

1. 证券仲裁制度

对于市场操纵、虚假陈述民事赔偿纠纷可否适用于仲裁,我国现行法律法规没有明确约定。本文认为,市场操纵、虚假陈述民事赔偿纠纷可适用于仲裁程序。第一,美国证券仲裁制度确立了证券侵权纠纷的可仲裁性;第二,我国《仲裁法》除第3条所规定的行政争议以及身份争议等之外,所有平等主体的公民、法人和其他组织之间发生的合同纠纷和其他财产权益纠纷,均可以仲裁;第三,从保护投资者权益方面考虑,也应当保障证券赔偿侵权纠纷的可仲裁性。

2. 证券调解制度

在证券期货多元化纠纷解决机制中,调解是除诉讼外实践中运用最广泛的一种替代性机制。在目前相对成熟的虚假陈述民事赔偿诉讼中利用证券调解来解决群体性纠纷案例,已经有了良好的先例。“杭萧钢构案”就是其中的经典,该案在杭州市中级人民法院的主持下以调解方式得到较为圆满的解决。市场操纵行为同虚假陈述行为为民事赔偿案件类似,案件涉及的原告会很多,利益牵涉面很广,社会影响很大,利用传统的诉讼、仲裁有时候并不能很好地实际解决纠纷,证券调解制度在恰当的时机使用,会更有利于纠纷的解决,更有利于保护投资者的合法权益。^①

(三) 市场操纵民事赔偿相关制度

证券诉讼前置程序虽然存在弊端,从法律理论上来说,民事诉讼的启动不应当以其他行政处理或刑事判决为前提,但是目前我们必须认识到,取消前置程序、直接受理各类侵权赔偿案件,对于证券市场的成熟度、法官的专业水平以及当事人的法律素质都有着很高的要求,现在来说难度很大。目前相应的司法解释应当对前置程序作相应调整,使其尽可能适应社会需要,待经过一定时间的实践和经验积累,前置程序可以考虑逐步放弃。另外,市场操纵案件中可以引进具有我国特色的民事诉讼专家证人制度,增加审判的专业性。

五、投资者保护机构的研究

(一) 投资者保护机构概述

目前,在证券市场,中国证监会已经形成了“一体两翼”的投资者保护组织体系。其中,“一体”指的是证监会下设的投资者保护局,“两翼”分别指中国证券投资者保护基金有限责任公司(以下简称投保基金公司)和投服中心。投资者保护局作为中国证监会内设机构,负责证券期货市场投资者保护工作的统筹规划、组织指导、监督检查、考核评估等工作;投保基金公司近年来在引导证券先行赔付方面的成就引人瞩目;投服中心则在支持诉讼、持股行权、调解纠纷等方面履行职责。可以说,“一体两翼”在投资者保护方面分工明确。同时,由于投服中心作为中小投资者保护的专门机构,亦有支持诉讼和持股行权的实践经验,因而更可以发挥其在市场操纵、虚假陈述

^① 参见郭文英、徐明主编:《投服研究》(第4辑·2018年),法律出版社2018年版,第172~173页。

等证券侵权纠纷中的重要作用。

(二) 投服中心在市场操纵民事赔偿纠纷中的发展方向

1. 依托证券支持诉讼方式逐步推行示范判决机制

由投服中心申请启动示范诉讼的具体模式可以是:由投服中心选取某一市场操纵行为引发的侵权赔偿纠纷,向受损失的投资者发布征集委托公告,投资者向投服中心递交材料证明其身份和损失,并签订委托协议,表明接受投服中心对示范原告的选择,将自身案件作为示范案件提交法院;征集委托期限届满后,由投服中心在已委托的投资者中选取具有典型性的投资者提请法院作为示范案件审理;法院裁定作为示范诉讼审理并进行公告,法院公告具有中断诉讼时效的效力,公告期内未授权给投服中心的投资者可以向法院申请权利登记,登记的权利人可以作为后续示范判决既判力扩张的基础。^①

2. 开辟新战场发挥在证券公益诉讼中的作用

投服中心 2017 年 6 月以海利生物公司章程的相关条款限制股东董事提名权,涉嫌违反《公司法》相关规定为由向上海市奉贤区人民法院提起诉讼并获得受理,这既是投服中心首次以股东身份开展诉讼起诉上市公司,也是投服中心在开展四例支持诉讼后,开辟证券公益诉讼“新战场”。^②

3. 发挥调解优势打造全国证券期货纠纷调解中心

截至 2018 年 8 月底,投服中心共登记纠纷案件 6621 件,受理 4262 件,调解成功 3175 件,调解成功率 74.5%,获赔的和解金额共计 6.71 亿元,普通调解案件登记数、受理数、成功数及获赔金额均占系统内纠纷调解比例的 50% 以上。作为全国唯一的全市场、全领域和全功能的证券纠纷调解机构,投服中心已成为国内证券纠纷调解的主渠道。审视至市场操纵民事赔偿案件,投服中心可以继续发挥其调解的优势,同时将其调解方式和诉讼方式充分衔接互补,为在市场操纵案件中受损的中小投资者提供充分有效的权益保护。

^① 参见郭文英、徐明主编:《投服研究》(第 3 辑·2018 年),法律出版社 2018 年版,第 117~122 页。

^② 财新记者:《投服中心首次股东诉讼状告海利生物反收购条款违法》,载财新网:<http://finance.caixin.com/2017-06-30/101107796.html>,最后访问日期:2018 年 11 月 30 日。

六、完善我国市场操纵民事赔偿机制的建议

(一) 最高人民法院出台专门的司法解释

1. 责任构成

本文建议司法解释将市场操纵行为界定为特殊侵权行为,按照前文论述的构成要件对市场操纵民事责任构成要件进行规定,并适用过错推定归责原则和因果关系推定。

2. 责任承担

(1) 请求权人的确定。司法解释在《证券法》第77条的基础上还应当对原告资格做进一步的细化,以便于实务操作。第一,原告应限定于在操纵期间进行了交易的投资者。第二,原告不应要求具有善意。第三,原告应不限于直接利害关系人。

(2) 责任人的确定。市场操纵民事责任的承担者应当是实施了市场操纵行为的操纵行为人,任何自然人和单位均可能成为市场操纵行为人。前文对于共同侵权行为人的认定和承担也予以了说明,司法解释还应着重对市场操纵行为人通过其实际控制或使用的他人证券账户来实际操纵,这些被利用的证券账户的所有人是否构成共犯的情形进行明确。

(3) 举证责任的分配。在市场操纵民事诉讼中,原告应承担的举证责任包括以下几点:首先,存在侵权行为人,即明确的被告;其次,行为人实施了操纵行为;最后,原告发生了损害事实。相对地,被告应承担的举证责任包括以下几点:第一,自身没有过错;第二,没有实施侵权行为;第三,本人的操纵行为与原告损失直接没有因果关系等;第四,免责事由。

(4) 损害范围及具体计算。考虑到投资者损失与行为人实际收益不对等情况存在,应当坚持以投资者的实际损失为主,同时在操纵行为人的主观恶性较大或者非法收益明显大于投资者损失时,操纵行为人或者责任人的民事赔偿责任的范围不受限制的惩罚性赔偿原则。关于投资者损失的具体计算,投资人实际损失包括投资差额损失和投资差额损失部分的佣金和印花税。投资人的投资差额损失,应当先选取一个基准期间或基准日,涨跌幅为大盘涨跌幅或行业涨跌幅,参考虚假陈述的司法解释选取30个交易日,可以考虑分别按下列情况确定:第一,市场操纵行为结束后未及时揭露或更正,应当以市场操纵行为发生日前一定时间(30日)为基准期间,以这30个

交易日平均价格为基准价格。第二,市场操纵行为结束后及时揭露或更正,依据市场操纵行为揭露或更正日后一定期间(30日)为基准期间,以这30个交易日平均价格为基准价格。

3. 程序完善

第一,完善过渡期内诉讼前置程序;第二,逐步推行示范判决机制;第三,完善人数不确定的代表人诉讼;第四,引入证券公益诉讼。

4. 配套机制

第一,明确市场操纵的认定标准。提高《证券市场操纵行为认定指引(试行)》的效力层级,新修改《证券市场操纵行为认定指引》应当对市场操纵主体、操纵手段、操纵意图、操纵结果等方面进行合理界定,并对常见市场操纵类型的认定标准予以明确。第二,建立科学预防机制。深化投资者教育,证券交易所实时监控证券交易,及时发现、提前警示市场操纵违法行为。事后处罚包括对市场操纵行为及时调查、处罚并进行追责,加大操纵行为人的违法成本,形成宽进严管的监管模式。

(二) 市场操纵民事赔偿制度的远期展望

1. 保障民事赔偿优先制度的实现

现阶段最高人民法院、最高人民检察院、中国证监会、财政部等部门联合出台规范性文件,对行政处罚、刑事罚金、民事赔偿发生责任竞合情形下民事赔偿优先承担作出具体规定,从而为司法实践提供法律依据。虽然行政处罚和刑事罚金先于民事赔偿得到执行,但如果能够建立行政罚款和刑事罚金暂缓入库或申请退库或回拨制度,投资者的损失也能得到有效弥补。

2. 证券投资者赔偿基金的构想与完善

对投资者来说,证券投资者赔偿基金可以更好地落实民事赔偿优先原则,我国可以设立证券投资者赔偿基金制度,借助赔偿基金弥补投资者权益。

(1) 明确资金来源。本文建议明确规定资金来源是市场操纵行为人、违法上市公司等相关主体的行政罚没款及刑事罚金,根据我国《证券法》第234条等相关规定,由于相关责任主体从事了证券违法犯罪行为后所承担的罚没款项均应依法进入国库。如果要将这部分款项用于补偿投资者民事赔偿款用途,就需要对相关法律条款予以调整,以解决这些款项用于赔偿投资者的路径和用途合法性问题。

(2) 基金形式。本文建议基金形式应采用“一案一设”的形式,即将某一违法案件所收缴的行政罚没款及刑事罚金建立专项基金,用该基金对该案违法行为所涉及

的投资者进行赔偿。

(3)管理主体。本文建议可选择由投服中心来担任赔偿基金管理主体这一角色,一方面,投服中心自身定位就是以中小投资者需求为导向,这与赔偿基金保护中小投资者合法权益的定位是一致的;另一方面,投服中心的主要业务就是持股行权、纠纷调解、诉讼与支持诉讼、投资者教育等,投服中心具备前期赔付和后期代位索赔的专业能力和实力。

(4)赔付对象。本文建议赔偿基金的赔付对象以受到市场操纵等证券违法行为侵害的普通投资者为限,不包括专业投资者。普通投资者与专业投资者的划分可以参考《证券期货投资者适当性管理办法》的规定。

首单操纵证券市场民事赔偿支持诉讼案件实践

——基于“恒康医疗案”

程晓鸣* 周文平**

一、“恒康医疗案”简介

(一)案件背景介绍

2017年8月10日,中国证监会《行政处罚决定书》([2017]80号)认定恒康医疗集团股份有限公司(以下简称恒康医疗)控股股东及实际控制人阙某某与上海蝶彩资产管理有限公司(以下简称蝶彩资产)、谢某某合谋,利用作为上市公司控股股东及实际控制人具有的信息优势,控制恒康医疗密集发布利好信息,人为操纵信息披露的内容和时点,未及时、真实、准确、完整披露对恒康医疗不利的信息,夸大恒康医疗研发能力,选择时点披露恒康医疗已有的重大利好信息,借“市值管理”名义,行操纵股价之实。根据《行政处罚决定书》认定的事实,从2013年5月9日起至7月4日阙某某完成减持“恒康医疗”股票的期间(以下简称操纵期间),蝶彩资产及谢某某向阙某某提出一系列“市值管理”建议,阙某某通过实施部分“市值管理”建议,操纵恒康医疗股价。

* 中证中小投资者服务中心公益律师、上海市上正律师事务所主任、恒康医疗案代理律师。

** 上海市上正律师事务所合伙人、恒康医疗案代理律师。

操纵期间,恒康医疗股价累计上涨 15.52%,同期中小板综指累计下跌 0.80%,偏离 16.32 个百分点;同期深证医药行业指数累计下跌 3.11%,偏离 18.63 个百分点。该案系证监会首例、仅因单一的信息披露操纵行为(没有连续交易配合)对上市公司实际控制人作出操纵市场定性并处罚的案例。

(二) 操纵市场民事赔偿纠纷的立法现状

根据《证券法》第 77 条第 2 款之规定,“操纵证券市场行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任”。2005 年 12 月发布的最高人民法院《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》对于操纵市场的民事审判业务也只是原则性地提及,“立案受理时不再以监管部门的行政处罚和生效的刑事判决认定为前置条件;实体方面要正确理解证券侵权民事责任的构成要件;纠纷可通过建立诉调机制进行解决”。

2019 年 7 月 1 日起施行的最高人民法院、最高人民检察院《关于办理操纵证券、期货市场刑事案件适用法律若干问题的解释》对操纵证券、期货市场的刑事责任进行了细化,但民事责任方面仍未细化。

二、市场操纵类型案件原被告主体资格的认定及管辖

(一) 原被告主体资格的确定

1. 原告主体资格

证券法中的民事责任必须是违反了证券法规定的义务而产生的侵权损害赔偿責任。根据我国《证券法》第 77 条第 2 款的规定,“操纵证券市场行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任”,故本类纠纷的原告为投资者。

我们认为,若投资者买卖该证券时的价格受到操纵影响且尚未结束,则其具有原告资格;若投资人买卖该证券时,该证券未受操纵影响或操纵影响已经结束(操纵股价结束之日并没有使股价回归“真实”,需要拟制一个“基准日”作为股价回归“真实”之日),则其不具有索赔资格。

在“恒康医疗案”中,投资者系在被告操纵股价开始实施日至操纵股价行为结束日期间买入并卖出股票,并不涉及操纵结束之后买卖股票的行为,情况较典型。

2. 被告资格的确定

根据《中国证券监督管理委员会证券市场操纵行为认定指引(试行)》第 5 条的规定,“任何人直接或间接实施操纵行为,均可认定为操纵行为人”。故本类纠纷的被

告为直接或间接实施操纵证券市场行为的人。《侵权责任法》第8条规定,“二人以上共同实施侵权行为,造成他人损害的,应当承担连带责任”。在实践中,若投资者只起诉部分侵权行为人,被告申请追加其他侵权行为人的,法院是否应当追加其他行为人,不同法院具有不同的意见。

我们认为,共同侵权人作为共同诉讼人参加诉讼,有利于问题的彻底解决,但现实情况错综复杂,可能出现共同侵权人不在同一地、部分侵权人下落不明、没有财产等情形,为及时充分地维护自己的权益,受害人往往先选择起诉部分侵权人。《侵权责任法》第13条规定“法律规定承担连带责任的,被侵权人有权请求部分或者全部连带责任人承担责任”。因此,投资人有权起诉请求部分侵权人承担责任,而不是必须追加其他侵权人为共同诉讼人。

本案为二人以上共同侵权行为,但投资人仅起诉了其中一人,未将其他人列为共同被告。随后,被告申请法院追加其他侵权行为人,C市中级人民法院同意了被告请求,但因无法联系到其他被告,法院采取公告送达。

(二)管辖法院

现有法律规则并未明确规定操纵证券市场民事诉讼的级别管辖。我们认为,操纵证券市场案件具有专业性较强、涉及面广的特点,属于“在本辖区有重大影响的案件”,由中级人民法院管辖更加适宜。

本案中,被告提出管辖权异议,向法院申请应按标的额将案件移送至基层法院管辖,我们认为,本案由C市中级人民法院管辖更为合理,理由如下:首先,本案系在C市有重大影响的案件。2018年1月19日,中国证监会发布“2017年证监稽查20起典型违法案例”,其中,本案为典型案例之一,且本案是首例在操纵期间内仅利用信息披露而没有配合连续交易即被认定为操纵证券市场的案件,又因被告阙某某住所地在C市,其操纵股票行为属于在C市有重大影响的案件。其次,操纵证券市场案件专业性较强,涉及面广,属于新类型的案件,上级人民法院可自行决定由其审理。根据最高人民法院《关于调整高级人民法院和中级人民法院管辖第一审民商事案件标准的通知》(法发[2015]7号)的规定,“五、对重大疑难、新类型和在适用法律上有普遍意义的案件,可以依照民事诉讼法第三十八条的规定,由上级人民法院自行决定由其审理,或者根据下级人民法院报请决定由其审理”。

C市中级人民法院驳回了原告提出的管辖权异议,认为被告操纵恒康医疗股价期间,买入恒康医疗股票的投资者人数众多,涉及金额较大,社会影响范围广。此外,

本案系全国首例操纵证券市场民事责任纠纷案件,由中级人民法院审理更方便,最高人民法院、S省高级人民法院对此类案件的业务指导和监督,并及时总结新类型证券民事纠纷案件的审判经验。因此,本案由C市中级人民法院管辖更适宜。被告不服,提出上诉,S省高级人民法院亦驳回其管辖权异议。

三、市场操纵行为导致投资者损失的因果关系

证券操纵市场违法行为的主要侵害方式是行为人利用资金优势、持股优势或者利用信息优势等手段操纵证券交易价格,使股票的交易价格严重偏离该股票的真实价值或真实价格。由于操纵市场行为的存在,致使股价在操纵期间异常,投资人因在此期间交易的股票价格与股票未被操纵状态下的“真实价格”之间的差值而带来的亏损,即为损失。证券市场操纵行为人应就投资者在其操纵该股票期间(或之后适当时间内)因股票价格被操纵而多支付的交易成本进行民事赔偿,但“基准日”之后,无论投资者如何交易股票,抑或是继续持有股票,因操纵行为影响已经结束,投资者因买卖或持有该股票遭受的其他经济损失,与行为人操纵行为无关,应属合理的投资损失,根据因果关系原理不应在赔偿范围之内。

因此,在本案中,原告的损失可以十分清楚地确定为:由于被告的市场操纵行为拉高涉案股票股价,使原告在此期间买入涉案股票,比正常情况下(未被操纵情况下)买入多支出的价款。这种损失确认方式区别于内幕交易案件,简单依据原告在此期间投资该股票买卖价格相抵后的盈亏的法律逻辑和因果关系,也最符合市场操纵行为为侵权的特征和危害后果。

四、市场操纵类型案件投资人损失计算的方法

若简单参照虚假陈述的损失计算方法,不仅不能区分不同种类违法行为的损害特征,而且不符合“因果关系”的侵权责任原理,更无法充分发挥惩治扰乱证券市场秩序行为的作用。

理论界及其他国家、地区的司法实践主张通过拟制的“真实价格”计算损失。操纵市场的直接后果是使股票的交易价格严重偏离其真实的市场价,通过对股价进行拟制还原,得出因操纵而偏离部分的股价差额。我们认为,操纵市场的违法行为造成

了股价偏离真实的市场价,使投资者额外承担了被操纵后的股价与“真实价格”之间的差额部分,行为人应赔偿因其操纵行为所直接导致的投资者损失,即证券“真实价格”与“买价或卖价”之间的差额。因此,使用拟制的“真实价格”计算净损差额并以此判定投资者的损失较为合理。

关于拟制的“真实价格”,主要有以下三种做法:一是采纳平均价格法,即真实价格的认定以操纵行为揭发后一定日期内该股票之平均价格来计算;二是采纳公司经营法,即以公司的经营状况来计算股票的真实价格;三是采取操纵行为开始之前被操纵股票前10个交易日内的平均收盘价格作为“起始价格”,并结合被操纵股票的同行业股价在操纵期间的涨跌幅系数。我们认为,平均价格法中,操纵市场对操纵期间结束后的股价仍有波动影响,仅选取操纵行为揭发之后一定日期内的股价计算出的平均价格无法真实反映股票的“真实价格”;公司经营法虽然从理论上有一定的可行性,但忽略了系统风险等因素,且公司实际经营状况无法精确作出判断,且计算方式复杂,故而此种方法可操作性不强;第三种观点引入了“起始价格”概念,加之同行业股票涨跌幅的系数,以宏观视角和微观视角综合考量,更能公允反映被操纵股票的“真实价格”。但我们在参照我国相关金融法律法规制定的衡量标准之后,认为“真实价格”应以操纵行为开始之前20个交易日的平均收盘价作为“起始价格”,并把同行业指数每个交易日的涨跌幅作为参考系数。同时,《侵权责任法》第19条规定:“侵害他人财产的,财产损失按照损失发生时的市场价格或者其他方式计算。”我们认为拟制的“真实价格”就是投资人财产遭受损失之时的合理市场价格。结合本案,我们认为恒康医疗股价被操纵期间应先计算股票的“起始价格”,再选取权威性的同行业股价指数每个交易日的涨跌幅作为参考系数,进而计算出恒康医疗被操纵期间的“真实价格”。

综上所述,我们认为,在市场操纵行为结束之后,股价会根据市场的规律回归或接近回归正常水平。操纵行为实施之日至“基准日”期间(以下简称可索赔期间),股价受操纵影响,在此期间买卖股票受到损失的,投资者有权索赔。按照上述的计算方法,将投资者在可索赔期间买卖该股票的价格,与可索赔期间股票“真实价格”进行比较来计算投资者的实际损失。

首先,计算每笔交易的投资差额,即可索赔期间单笔交易价格与拟制“真实价格”之差乘以股数。其次,计算操纵区间内投资者所有交易的差额总和。如果计算结果表明投资者获利,无索赔资格,反之可索赔,索赔金额即为差额总和的绝对值。该“真实价格”为拟制的真实价格,即没有操纵行为情况下的股票正常价格,具体计算公式

如下:真实价格=起始价格 $\times$ (1+行业涨跌幅)。结合本案,为了最大限度地体现操纵开始前股票的真实价格,选取了恒康医疗操纵行为开始日前20个交易日收盘价的均价作为起始价格,行业涨跌幅选取了操纵期间行业板块指数“申万中药三级”每日的涨跌幅(申万指数是由申银万国证券研究所编制的反映市场股价变化的以辅助投资为主要目的指数,在行业具有权威性、指导性),从而计算出操纵期间每笔交易的“真实价格”。

中国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护中心”经验分享二

林俊宏* 黄建中**

目前中国台湾地区的证券诈欺案件共200多件,其中操纵股价案件大约80件,目前取得胜诉判决27件,败诉15件。其实整个实践的经验也是一个逐步摸索、调整、试错的过程。所以我之后就简单地跟各位报告中国台湾地区证券诉讼的发展情形,与思考逻辑,包括如何去计算损害、相关法律问题,即最核心、也最容易产生争论的一些问题,以及在实务上是如何解决的。

一、中国台湾地区关于操纵市场民事赔偿责任之规范

(一) 实体规定

关于实体的规定。有关操纵股价规定在中国台湾地区“证券交易法”第155条,其规范的操纵行为包括连续高价买进、低价卖出,或是制造交易热络的假象,比如,冲洗买卖、相对成交,或者散布不实消息,最后再加上概括的规定,从而将整个操纵股价行为规范起来。并规定了相应的民事赔偿责任,同时我们也认为这是一个侵权行为,规定为中国台湾地区“民法”的第184条,第185条则是共同侵权。目前在台湾地区,我们初步认为它是一个特殊的侵权行为,而这两个请求权应该会同时成立,如何选择适用其实是个问题,后面我再跟各位进行报告。

(二) 程序规定

程序方面的规定如同前述,在中国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护中

* 中国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护中心”法律服务处处长。

** 中国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护中心”法律服务处组长。

心”(以下简称“投保中心”)成立之前没有人打这样的官司,因为种种原因,无人愿意支付如此高昂的成本打这么复杂的官司,后来则是用台湾地区“证券投资人及期货交易人保护法”(以下简称“投保法”)第28条进行团体诉讼。实际做法就跟之前介绍的一样,简单来说就是由“投保中心”进行团体诉讼,主张相关的实体法请求权。台湾地区并没有前置程序,理论上只要有投资人受损害,可直接到法院起诉,由民事庭法官进行审理。虽然说没有规定的前置程序,但实质上团体诉讼的启动绝大部分是经过检察官,即公诉人起诉的案件,相对比较容易认定事实、犯罪期间及明确请求权,所以虽然形式上没有前置程序,但实质上是检察官起诉在前,民事责任在后,这是基本的情况。

另再补充有关案件的评估,“投保中心”会把认为得受理的投资人范围,包含损害计算和填写的表格,全部公告在网页上,投资人无论是通过网路或券商知道这些讯息,都可到“投保中心”进行登记,正常的登记时间为1个月左右。不同案件中投资人数量也不同,有的是几十人,有的是几千人,都有可能,而案件大小、股性活泼程度、股东数量多少、操纵时间长短等都会影响投资人登记的数量与请求金额的大小。

(三)善意投资人之认定

在介绍法律问题之前,先补充说明刚才提到的“投保中心”受理的投资人,即善意投资人要如何界定?其实在台湾地区目前的实务认定相对是比较简单的,只要投资人不知道即可,即只要不知道当时存在操纵行为而进行买卖,就认为是善意投资人。而且在受理的过程中,推定投资人是善意的,除非从犯罪事实里看出他是被利用的、投入参与不法行为的,或提供账户等,否则我们先推定他是善意。被告如果不认同,可以提出抗辩。

二、操纵市场民事赔偿之相关法律问题

其实事实问题是最麻烦的。但由于“投保中心”是通过检察官,即公诉人的事实认定进行诉讼,所以先暂时略过认定事实问题,直接讨论法律问题。法律问题中最核心的两个问题分别是因果关系及损害计算。

(一)因果关系

因果关系目前在台湾地区实务中分两个层次,分别是“交易的因果关系”与“损失的因果关系”。这与传统的相当因果关系实际上是不完全一样的,但在某些方面其

概念是可以相互借鉴或存在雷同的。交易的因果关系,当时也是参照英美法针对证券诉讼所做的因果关系分析的论理逻辑,通过诉讼进行主张,最终获得了法院认可。损失的因果关系则是投资人的价差损失要能够被证明是操纵行为所导致的,我觉得交易的因果关系有点像是相当因果关系中前面的条件判断部分,即如果没有操纵行为则投资人就不会买卖股票,至于损失的因果关系则有点像是相当性的判断,也就是价差损失与操纵行为可以认为是存在一个相当性的联结。早期在台湾地区还会有人用相当因果关系进行分析,但目前比较多的就是援引交易的因果关系与损失的因果关系的分析方法,进行因果关系论证。以上就是因果关系的层次。

1. 交易因果关系

至于交易的因果关系,在台湾地区目前的实践中相对比较单纯,是通过推定来认定的。推定的主要理由有两个。第一,参考美国证券诉讼实务、证券诈欺诉讼中的诈欺市场理论。简单概括而言就是投资人在相信市场价格的基础上进行买卖,是信赖市场才进行买卖,行为人操纵市场价格就是欺骗市场,等同于欺骗了投资人,所以交易的因果关系可以进行推定,因为投资人相信市场是公平反映价格的,所以操纵市场相当于误导了投资人。第二,关于举证责任的分配,本来举证责任可由审判者根据事件性质进行调整,必要的时候可以举证责任倒置,进行举证责任的分配。因为我国台湾地区“民事诉讼法”也有相关的规定,所以有实务判决认为,如果投资人知道股价被操纵,则不会进行买卖,正常情况下有谁会去针对已在被操纵的有价证券进行买卖呢?正是因为不可能,所以应该举证责任倒置,既然行为人有操纵行为,所以信赖的举证责任应该倒置,由被告证明不存在信赖的因果关系,这是目前实务上曾经发生的情况。但既然是倒置,理论上就可以反证推翻,所以在台湾地区,实务上也有很多被告会要求传投资人,直接讯问其到底有没有相信股价、有没有信赖市场等。但是这样的传讯在实务上大多只要法院问“你如果知道有操纵行为,还会不会买进这张股票?”大部分投资人都表示不会,如此因果关系联结就建立起来了。所以现在被告基本上也不见得会传讯投资人,因为大家都知道结果。

2. 损失因果关系

损失的因果关系争议性就比较大,目前通说也是推定损失因果关系。下面我也引一个中国台湾地区法院的见解,简单来说就是根据市场的特性,不法行为与投资人的损害应有高度密切的关联,由于市场运作的特性,市场是反映股价的,股价下跌,由于操纵造成损失,应认为有所谓高度密切的关联,若要逐一精确证明,不仅存在技术

上的困难,而且本质上也没有必要。所以直接推定是目前比较多的判决采取的见解。当然,有的法院是要求原告举证,则原告举证的困难就非常大。应该如何举证?如何举证操纵行为与价格损失存在的联结?比较常用的论证方式是操纵行为结束后,股价应声下跌,若以操纵向上的类型来看,本来股价在一个位置,因为后续没有操纵了,价格下跌,重挫,好像因果关系可以成立,又或者是消息爆发的时候股价下跌,但这些其实在每个案件中都不一样,有时市场效率高,在接到消息之前股价就有所反应,有时市场效率低,接到消息之后,好像也没有明显下挫,市场情形不太一样。因此,对原告来说,要证明损失的因果关系,的确是相当大的负荷。在台湾地区,反倒是在虚假陈述案件里这个问题比较明显,在操纵股价的案件中,法院大多会推定交易因果关系以及损失因果关系。

(二) 损害计算方式

损害计算分两种方法:一个是毛损益法,另一个是净损益法。这也是在台湾地区曾经采取的两种可能的计算方法。

1. 毛损益法

毛损益法,简单概括就是以买价减卖价,比如,买的是10元,现在是2元,1张股票的损失就是8元,其内涵就是既然行为人操纵股价,则应该承担投资人所有的损失,因为若无操纵行为,投资人又怎么会受到这些损失呢?投资人根本就不会买入股票,这是这种计算方法的构成逻辑。但是,把市场涨跌的因素归属于被告的确是会产生争议。再者,毛损益法会产生一个问题,如果投资人的股票一直持有没有卖出,持有2年、3年、5年没卖,股价一直在变动,则损害是否也在变动?甚至若经过10年股价上涨,是否变为没有损害?因此,毛损益法虽然简单、容易操作,但理论上也存在可能不易说理,以及执行、技术上的困难,所以目前比较多采行的是净损益法。

2. 净损益法——真实价格的拟制

净损益法概括来说就是计算投资人买价跟真实价格的差价,真实价格就是理论上排除市场因素,剩下的真正价格就是投资人本来应该交易的价格。

接下来介绍一下净损益法,以及实务上的操作顺序。刚刚所提到的第一个是拟制真实价格,算价差,则关键就是拟制真实价格。中国台湾地区目前实务上曾经出现的几种方法,其实大概都是用市场交易的平均收盘价来拟制真实价格,理由就是要计算出真实价格,通过市场似乎是较佳的方法。美国曾经使用过寻找财务专家进行计算,我们也曾经咨询专家进行研究计算,会造成原告找财务专家计算出一种价格,被

告找财务专家计算出另一种价格,到高等法院再计算又是一个不同的价格,真实价格存在变动,所以找专家来计算价格,牵涉立场、采用的参数不同,会有不一样的结论,或者说可能很难做一个通盘的主张。所以,我们后来想到一个比较简单的方式,就是用操纵行为不存在时,市场自然形成的一个价格,或许用这种方法来拟制真实价格,会是一个相对比较可行的方法。因为当没有操纵行为时,市场经过大量竞买竞卖,原本呈现的交易成交价,或许用它来拟制价格比较合理。从这个逻辑出发,变为用操纵行为开始前10天或结束后90天收盘均价加上如同类股涨幅或跌幅等来做整体价格的拟制。做法在每个案件中不一样,至于为什么会有有的时候采用前10天,有的时候采用后90天,是因为每一种股票或每一次操作行为中股价变化不一样,硬性都用前10天或后90天可能会产生不容易梳理的地方,所以我们曾经采取不同的拟制方法,应案调整。但最近,我们比较多的采用前10天的均价,相对比较简单,但是并不是一个100%固定的模式。

3. 净损益法——价差计算

拟制完真实价格之后,就是计算价差,如何计算价差?投资人在操纵期间买进的损害如何计算?有两种算法,一个是要配对,另一个是不用配对。早期我们采取的是配对的净损益法,后面采取的是纯粹的净损益。配对净损益法,简单概括就是说对于投资人的价差,理论上是如果操纵期间内买入,操纵期间内又卖出,就把这部分股票消掉,因为买入时是被误导的价格,卖出时也是被误导的价格,都是被虚增、抬高的价格,所以这里两相抵消,进行排除,不计入求偿的交易范围。就是把操纵期间内买入又卖出的部分消去后,剩下部分的才是适格的可求偿的交易。这是配对净损益法,其基本的出发点是,都是操纵期间内买入又卖出的,直接互相消掉,剩下的就是操纵期间内买入的,一直到最后才卖出的或是一直持有的,才算为可求偿的部分,这是第一步。第二步就是确定了适格交易后,就以买价跟真实价格的价差来计算每股的损害,累加起来就是损害金额。所以这其中有一个配对的概念,期间内买卖进行抵消,但这是早期的一个做法,即配对净损益法。

再来是纯粹净损益法,纯粹净损益法比较简单,因为实际上有时候配对并不容易,譬如说如果先融券卖出,再回补,那是否要受理?以前的配对都是先进先出,先买入后卖出进行配对,可若是通过融券先卖出再买入,则这种类型中就可能无法进行配对,类似这种情形并不容易操作,而且好像把投资人买入和卖出直接排除、剔除为不适格,也不太合适,所以后来我们采取的是纯粹净损益法。纯粹净损益法,简单概括

就是跟刚刚专家所提到的一样,即真实价格为准,买入价格高于它就是买贵了,卖出价格高于它就是赚到了,所以就是买入价格减真实价格,卖出价格减真实价格进行两相抵消,如果还有损失,就是投资者在操纵期间内的损失。也就是说,每一张在操纵期间内买进的股票都是适格交易,都可以计算相应的损害。从法律逻辑来说,我们的解释是所有交易都是适格的,其与真实价格之间的价差就是受到的损害,但如果操纵期间内有卖出行为,也是因为行为人的操纵导致卖出价格变高,也是由于同一个操纵行为获得利益,所以就进行损益相抵,这是基本的逻辑。因此,这种计算方法不仅简单,而且容易操作,唯一的也是最大的困难就是真实价格的拟制,这的确是非常核心的问题点。当然,目前在台湾地区实务中大概就是前面介绍的这几种拟制方法,但这个方法的确仍有很大的讨论空间。

(三)请求权竞合

接下来分享两个在实务的执行过程里,我觉得以后也必须要细致化、精细化的法律问题。首先,请求权竞合的问题。刚才提到了中国台湾地区“证券交易法”中有请求权基础,民法侵权行为中有请求权基础,这两个请求权到底是什么关系?是特别关系?还是请求权竞合择一适用呢?目前,台湾地区多数认为可以择一适用,但是,虽然可以择一适用,却也会面临如何选择的问题。目前我们认为,台湾地区“证券交易法”中的请求权基础多是源于美国的证券诈欺诉讼,援引其所谓的交易因果关系推定而产生,所以在使用中国台湾地区“证券交易法”中的请求权基础时,在认定因果关系中会主张可以推定,但是中国台湾地区“最高法院”认为侵权不能进行推定,又回到一般侵权行为的论理法则,是要求原告进行证明,故其不能够进行推定。所以因果关系认定在两个请求权中产生了不同的地方,各位可能说那就用中国台湾地区“证券交易法”的请求权即可,但要如何处理连带责任的问题?因为只有侵权责任中才有连带责任,而中国台湾地区“证券交易法”中并没有连带责任。如果缺乏侵权行为法的请求权基础,是否可以适用连带责任?在台湾地区就产生这样的争执、争议。在原告立场上,这当然可以,既然由于市场特性使因果关系特定,同时有多人侵权,应该可以适用连带责任而且推定因果关系。但是,在我们实务界中,现在却产生了一个请求权基础可以推定因果关系,没有连带责任,另一个请求权基础不能推定因果关系,但可以适用连带责任,要我们选那么应如何选?其实这就大费周章了。

(四)同时涉有数种证券诈欺类型

另一个问题就是,如果台湾地区要发展证券诉讼,也可能产生类似的问题,即

同时涉及多种证券诈欺类型,可以分为两种。第一,同一个人可能同时有财报不实行为,在期间内又操纵股价,这是可能发生的,而且应该也不会少见。他既然进行了虚伪的交易,不反映在财报里,同时也在市场买来买去,操纵股价,则在这种情况下,投资人的损失、请求权基础或损害计算要如何做?在台湾地区操纵股价与虚假陈述的损害计算方式不见得一样,当两个混在一起时,针对同一个行为人,损害计算方法要如何选择?这是第一种情况。第二,同一时间内有不同集团进行操纵,或不同集团内有人进行操纵,有人进行内线交易,还有人进行虚假陈述,当有这样的情形混在一起时,一方面,会不会影响因果关系的认定?在台湾地区,就有实务界认为由于已经有人进行虚假陈述,所以投资人的损害是导因于虚假陈述,与操纵股价之行为人无关。所以在这些个案里因果关系的认定就有可能产生争议,尤其是被告律师都会进行这样的主张。另一方面,如果说为了节省诉讼资源,在一个诉讼里一起诉讼,还会面临诉讼声明如何写的问题。因为一起进行诉讼,则在诉讼声明中要明确具体主张被告到底是谁、要付多少钱、损害计算方式是否相同、谁与谁连带、谁与谁不连带或是不真正连带。这些都是如果我们继续往下做,面临所谓的诉由、不同类型请求权基础混杂在一起的情形时,在技术面需要去处理的问题,这在台湾地区其实还有一些细致化的路要走,这里提出来给大家做参考。

简评股东集体诉讼

张 巍*

一、集体诉讼的目的

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,可是对单个股东而言,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。另外,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,单个股东权衡起诉的利弊,通常都会选择不起诉,于是,相关的违法行为也就得不到惩戒。这是典型的集体行动(collective action)问题——股东个人要承担全部的诉讼成本,

* 新加坡管理大学法学院助理教授。

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。

集体诉讼机制的目的正在于克服这种集体行动问题,它由某一位(或者数位)股东作为代表,代表全体股东聘请律师提起诉讼,其他股东不必重复承担诉讼成本,却可按持股比例分享诉讼引发的赔偿。这种聚沙成塔的机制令诉讼的整体收益超过整体成本,从而使起诉成为可能。再加上风险代理机制(contingency fee),作为代表提起诉讼的股东实际无须负担诉讼成本,若败诉则成本由其律师负担,如果胜诉则可以享受一些利益。这样就会出现愿意充任原告代表起诉的股东了。

二、集体诉讼的问题

(一)小公司无人起诉

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。与大公司相比,小公司支付赔偿的能力显然要弱得多,即便其被判决实施大额赔偿,可是由于资力所限,最终原告方可以从小公司实际取得的金额通常远小于从大公司获得的金额。

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,遭遇股东集体诉讼的公司,无论其资产规模、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体诉讼有效遏制。

(二)滥诉普遍

在美国式的集体诉讼机制下,实际上股东本身对诉讼并不会负担多少成本,因此

^① See Stephen Choi, "The Evidence on Securities Class Actions", 57 *Vanderbilt Law Review* 1465 (2004).

也不会过多期待从诉讼中获得收益。因此,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。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,追求的是以最少的成本获得最大的收益。相比诉讼而言,如何能与被告迅速和解,当然耗费的成本更少。

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,就可以避免这些成本。更重要的是,上市公司管理层通常拥有“董事、高管责任险”(D&O insurance),假如双方和解,那么管理层支付的和解金绝大多数都可以由保险公司承担;相反,要是坚持诉讼,万一败诉,则要由管理层自行承担赔偿,因为此类保险条款通常会排除管理层被认为违法时的赔付责任。于是,对董事、高管个人来说,选择快速和解也是明智之举。最后,美国的制度下,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。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。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在很大程度上被简化成了原告律师选择起诉,被告方接到诉状后迅速和解,原告律师从和解中取得一笔律师费,原告本身仅仅获得一些微不足道的经济利益,很多时候甚至没有获得任何赔偿,被告只不过作出一些无关痛痒的补充披露、更正披露了事。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)。经验研究发现,在美国国会立法应对无谓诉讼之前,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,^②可见其中相当一部分的诉讼可能只是无谓的滥诉。

长期以来,美国学者对集体诉讼机制下充斥滥诉的现象提出了严厉的批评。为此,美国国会于1995年通过《私人证券诉讼改革法》(Private Securities Litigation Reform Act, PSLRA)。该法对证券集体诉讼作出系列限制,主要措施包括提高证券诉讼的举证标准(针对被告的主观状态及因果关系),为上市公司信息披露设立“安全港”,将连带责任转变为比例责任并增加责任限额(以防原告方向投行、律师、

^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).

^② 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).

会计师等中介服务机构转嫁责任),明确集体诉讼中原告代表的资格要求并禁止出现职业化的原告代表。此外,美国公司法诉讼最重要的裁判机构特拉华州衡平法院也于2016年创设了一项重要先例,禁止原告律师在没有引发重大信息披露修正的股东集体诉讼和解中取得律师费。^①美国国会和法院的这一系列改革恰好与目前我国对引入集体诉讼机制、扩大赔偿责任范围的呼吁背道而驰。经研究显示,在这些改革出台之后,美国利用集体诉讼机制进行滥诉的情况有所缓解,^②不过,研究也发现有正当理由的证券诉讼也随之减少。^③

(三)原告律师的机会主义行为

美国的股东集体诉讼中,原告律师得到的收益在于律师费,在和解中律师费的金額通常与股东取得的赔偿无关,而是作为一项独立支出由被告支付给原告律师。即便采用风险代理机制,走完诉讼程序,最终原告律师获得的律师费也只是损害赔偿的一部分(通常为1/3)。因此,原告律师在案件代理过程中常常懈怠,其付出多少努力的标准限于自身能获得多少额外律师费,而不在乎这种努力能带给原告多少额外赔偿。当然,律师与当事人之间的这种利益冲突并非公司、证券集体诉讼所特有,然而,此类诉讼当事人自身涉及的利害数额小,导致当事人对律师的监督动力不足,从而放大了律师懈怠,或者追求自身利益的可能性。

相关经验研究显示,20世纪70年代中后期美国的股东集体诉讼有70%以上和解,而原告最终在诉讼中获得赔偿的案件比例只有0.6%。^④为改变原告律师的机会主义行为,1995年的PSLRA要求由涉案经济利益最高的股东——通常是大的机构投资者作为原告代表,期待其经济利益与相关经验能促进对原告律师的监督。然而,事实表明新法通过后,大的机构投资者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者,只有带有公益性质的养老基金愿意充当原告代表。这些私人机构投资者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,所以不愿作为集体诉讼的原告代表并不奇怪。^⑤这样,PSLRA并

^① *In re Trulia Stockholder Litigation*, C. A. No. 10020 – CB, 2016 WL 325008 (Del. Ch. 2016).

^② See Marilyn Johnson, Karen Nelson and Adam Pritchard, “Do the Merits Matter More? The Impact of the Private Securities Litigation Reform Act”, 23 *Journal of Law, Economics, & Organization* 627 (2007).

^③ See Stephen Choi, “Do the Merits Matter Less After the Private Securities Litigation Reform Act”, 23 *Journal of Law, Economics, & Organization* 598 (2007).

^④ See Thomas Jones, “An Empirical Examination of the Incidence of Shareholder Derivative and Class Action Suits 1971 – 1978”, 60 *Boston University Law Review* 306 (1980).

^⑤ See Stephen Choi & Robert Thompson, “Securities Litigation and Its Lawyers: Changes During the First Decade After the PSLRA”, 106 *Columbia Law Review* 1489 (2006).

没能改变股东集体诉讼中当事人对律师监督不足,令原告律师工作懈怠,只顾追求律师费的情况。最近的经验研究依然显示证券集体诉讼中,原告的律师明显具有虚报工作时间,谋求不必要的律师费这类行为。^①

三、集体诉讼与公益诉讼

以上分析表明,美国式的股东集体诉讼制度尽管可能对上市公司及其高级管理人员的违法行为有一定的震慑作用,但同时也存在诸多问题,绝非保护股东利益的不二法门。尤其在一个缺乏强有力的机构投资人的市场中,很难找到适当的原告在集体诉讼中代表全体股东利益,向被告索取赔偿,同时监督好原告的律师。在中国的实践中,证券欺诈案件实际上是由监管机构先行调查处罚的,民事赔偿诉讼基本是监管执法的一个附属品。因此,诉讼目标集中于大公司、滥诉横行以及原告律师的机会主义行为在中国的此类诉讼中或许不会成为一个大问题。然而,对于不存在监管先行执法的违反信义义务的公司法诉讼中,美国集体诉讼的问题仍有可能在中国出现。

集体诉讼原本出于聚沙成塔,激励利益分散的股东起诉行为不当的上市公司及其高级管理人员,因此,如果有替代性的机制解决无人起诉的问题,则未必需要再引入集体诉讼。这方面,以投服中心为代表的股东公益诉讼或许是更适合中国国情的一种措施。作为一个公益机构,投服中心有能力摆脱经济因素的诱导,避免按照规模大小挑选诉讼对象,也不会因为谋求代理费而提起无谓诉讼,或者因为经济利益不足而放弃对律师的监督。

不过,公益诉讼的成败仍然取决于公益诉讼机构的激励与能力。一方面,虽然公益诉讼机构有可能摆脱经济激励的限制,但仍可能具有其他的特定追求,如谋求社会影响。在这种激励因素的引导下,公益诉讼仍然可能发生选择诉讼对象的倾向性问题。另一方面,公益诉讼机构对相关法律问题的专业知识和经验也决定着其能否找准案件,能否有效监督好律师的工作。简言之,公益诉讼机构的评价体系与人才配置将决定其是不是能起到有效维护股东利益的作用。

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