

力量的博弈 or 博弈的力量

——从高盛和解案看中美证券虚假

陈述法律规制

赵晓钧*

摘要:作为虚拟市场,证券市场的有效运作依赖于市场中信息发布的质量,这也是上市公司、投资者与监管机构之间力量博弈的结果。在中国资本市场发展二十年之后反思并完善投资者保护法律制度,应立足市场“新兴”阶段的特征及投资者结构特殊性的考虑,规范信息披露行为并构建全面的证券虚假陈述法律责任体系。素以证券市场及监管制度发达著称的美国规制证券虚假陈述行为的制度经验值得中国借鉴,近期高盛集团与美国证监会的和解案即是其中一例。

关键词:虚假陈述 证券欺诈 投资者保护

美国当地时间2010年7月15日,高盛集团(Goldman Sachs)与美国证券监管机构证券交易委员会(Securities Exchange Commission, SEC)达成和解,同意就其在次贷抵押债务凭证销售过程中误导

* 中国政法大学法学博士,上海证券交易所博士后工作站研究人员。

投资者一事支付 5.5 亿美元的罚金,以终结自此次金融危机爆发以来最引人关注的监管事件。在和解协议中,根据美国 2002 年 Sarbanes - Oxley 法案第 308(a) 节的规定,高盛集团应支付 5.5 亿美元民事罚金,其中 2.5 亿美元将通过公正基金(a Fair Fund)返还因证券欺诈行为遭受损失的投资者,其余 3 亿美元上缴美国财政部。^①

作为目前世界上证券市场及监管制度最发达的国家,美国对证券虚假陈述行为的打击立场和态度异常坚定,维护证券投资者利益的法律规范也较完善,值得我国证券投资者保护立法予以借鉴。

一、中国证券市场发展与投资者保护

(一) 证券市场发展与虚假陈述行为法律规制

证券市场的基本职能在于通过股票转让及股票价格波动实现资本的优化组合和有效配置。作为虚拟市场,证券市场的构建及有效运作严重依赖市场中上市公司相关信息的发布和流通。公开证券投资信息也是投资者了解证券市场,做出理性投资决策的前提。真实有效的投资信息能够减少投资者在投资决策过程中出现盲目“追涨杀跌”,追求短期利益的行为。基于此,证券市场发展亟须公开投资信息,并确保所公开的证券信息真实、准确。正如美国大法官路易斯·布兰迪斯(Louis Brandies)所述,“公开原则被推崇为医治社会和企业弊端的良药,犹如阳光是最好的杀毒剂”。

证券市场的繁荣源于投资者的信心。与上市公司相比,证券投资者在获取、分析投资信息以及抵御投资风险的能力等方面均处于弱勢地位,与上市公司存在事实上的不对称。当大多数潜在的投资者无法有效地获得与证券投资决策相关的信息时,投资者的投资活动将受到严重影响,证券市场也因投资者失去理智的行为而陷入严重低迷的状

^① Goldman Sachs to Pay Record \$ 550 Million to Settle SEC Charges Related to Subprime Mortgage CDO, <http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-123.htm>, 2010 年 7 月 16 日最后访问。

态。为平衡证券市场参与者上市公司与投资者间的利益关系,《证券法》及证券监管机构均强制要求上市公司忠实履行信息披露义务,以提高证券市场的透明度,维护投资者的知情权。实践中则是,上市公司及大股东往往基于实现自身利益最大化目标的角度披露信息,因而在信息的选取上侧重对自身利益的维护,置投资者于不顾。诸如,业绩较差的上市公司为保持其上市资格、避免被 ST 或摘牌而在披露中虚假陈述;逃避监管,也包括上市金融机构为了在金融产品销售后实现获利而对产品的性质、风险等内容作虚假记载、误导性陈述或重大遗漏行为。上市公司在信息披露方面频现违法、违规行为,严重扰乱了证券市场秩序,使广大投资者蒙受巨大的经济损失,更侵蚀了证券市场优胜劣汰、调节资金流动、分配社会资源的重要职能。

上市公司信息披露的质量是上市公司、投资者以及证券监管机构之间力量博弈的结果及反映。基于上述分析,明确规范上市公司作为证券市场参与者在信息披露各项环节中的行为,并赋予受害投资者法律救济途径成为发展证券市场,保护投资者利益的重要举措。对存在违规披露信息的上市公司,投资者可以“用脚投票”表达其不满,并就信息披露违反法律法规所遭致的损失依法请求获得赔偿。证券监管机构通过对信息披露行为违法的上市公司进行监督、查处,为投资者提供公平的投资交易平台。

(二) 中国证券市场发展与投资者保护

金融投资行为必须借助证券市场,而证券市场的发展、发达均离不开重要参与方——投资者。与其他国家和地区相比,我国证券投资者结构较为特殊,以中小投资者为主。根据中国证券登记结算有限公司数据统计,截至 2009 年年底,全国股票账户总数为 14,674 万户,个人投资者 14,604.57 万户,^②占绝大多数。其中,很多投资者缺乏系统的证券投资知识和经验,抵抗风险能力较弱。在证券市场激烈的发展过程中,随着金融全球化进程的推进和市场竞争的深化,风险日益积聚。不断放大的杠杆融资风险以及逐渐增加的证券发行、交易环节中的风

^② 《中国证券登记结算统计年鉴(2009 年)》,参见中国证券登记结算有限责任公司网站,http://www.chinaclear.cn/main/03/0305/0305_1.html,2010 年 8 月 7 日最后访问。

险,使得证券投资者在投资时稍有不慎即可能陷入困境而无法自拔。所以,投资者只有相信其在交易时能够受到公平、合理的对待,才有从事投资活动的源动力。投资者合法权益保护不仅能在股市低迷时期挽救投资者受损的信心,还有助于实现维护社会经济秩序和社会公共利益的目标,防止因投资者利益无法获得有效保障而成为破坏社会经济秩序稳定的隐患。因而,证券立法和证券市场监管的一个基本出发点,就是保护投资者,特别是中小投资者的利益。^③

近年来,随着证券投资者自我保护意识不断增强,相关法律制度日趋完善,我国投资者就证券虚假陈述提起的赔偿诉讼逐渐增多。从“证券民事赔偿第一案”的大庆联谊案到“中国证券民事赔偿诉讼第一大案”的东方电子案,从被称为“中国牛市第一案”的杭萧钢构案到近来因五粮液虚假陈述受中国证监会处罚后引发的全国股民维权行动,“一浪高过一浪”的投资者索赔诉讼见证了中国资本市场的发展。

资本市场的两大核心要素即透明度和流动性。通过信息公开保证证券市场的足够透明是使投资者,尤其是中小投资者远离证券欺诈、内幕交易等证券违法行为的制度保障,也是证券市场赖以建立和持续发展的重要基石。在中国,上市公司信息披露不及时,不到位,甚至披露虚假信息的现象较为普遍。证券投资者利益保护亟须关注的问题即是上市公司在证券发行及此后向潜在和现实投资者披露信息的真实及准确程度,即信息披露义务人承担信息披露义务的同时,应保证所公开信息的真实、准确,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。在证券发行阶段,发行人不仅应保证向国务院证券监督管理机构及社会公众公开的信息资料真实、准确,还应向投资者阐明投资证券的相关风险因素。当证券上市申请获得批准后,上市公司应在规定期限内公告其股票上市的相关文件,并将上述文件置于公共场所以供公众查阅,在法律规定期限内向证券监督管理部门提交相关的信息报告,定期或不定期地向公众投资者公开与其投资决策相关的信息,以供投资者做出投资决策时参考。总体而言,法律调整包括虚假陈述在内的证券欺诈行为旨在为潜在的投资者及金融实体设计相应的证券发行及交易规则,促

^③ 吴敬琏:《改革:我们正在过大关》,三联书店2001年版,第256页。

进证券交易活动的顺利开展。

二、美国证券法对证券虚假陈述行为的调整

美国证券虚假陈述法律规范主要调整受害投资者获得法律救济的途径以及违法行为人承担的法律责任,大致可以归纳为下述三类法律关系,即虚假陈述行为人与投资者之间、监管机构与虚假陈述行为入之间以及监管机构与投资者之间。

虚假陈述行为人与投资者间的法律关系主要为民事赔偿责任的承担。在美国,上市公司因其虚假陈述行为致投资者利益遭受损害,受害投资者有权向虚假陈述行为人提起民事赔偿诉讼,其成文法依据为《1933年证券法》第11、^④12、^⑤17条^⑥以及1934年《证券交易法》第18条。^⑦美国《1933年证券法》规定,证券发行人、市场参与者在证券发行的注册文件中或在向投资者销售证券的过程中提供不实信息造成投资者损失的,应当承担证券虚假陈述法律责任。《1934年证券交易法》强调证券交易的安全性,对法律责任的规定较为完善。鉴于虚假陈述行为可能出现在证券发行、上市、交易等多项环节中,具体表现为在发行申请书、招股说明书、债券募集说明书等文件中对公司资本、盈利能力、投资价值及风险因素等内容作不实或虚假陈述,该法第18条规定,“任何申请、报告或文件中的陈述者均应就其在申请、报告或文件中出现的关于重要事实的错误信息或误导性陈述承担责任。有权依据此条款获得赔偿的主体为那些不知相关陈述为错误或具有误导性而信任其内容,购买或卖出证券的投资者”。被诉实施虚假陈述行为人免除承担赔偿责任的条件是证明其做出陈述时主观为善意且投资者已知陈述内容为错误或者具有误导性。此外,SEC根据《1933年证券法》第17

④ Sec. 11. Civil Liabilities on Account of False Registration Statement.

⑤ Sec. 12. Civil Liabilities Arising in Connection with Prospectuses and Communications.

⑥ Sec. 17. Fraudulent Interstate Transactions.

⑦ Sec. 18. Liability for Misleading Statements.

(a) 条及《1934 年证券交易法》第 10(b) 条 制定了 10b-5 规则。^⑧ 该规则将“虚假陈述行为”(untrue statement) 作为证券交易欺诈的一种, 适用反欺诈的一般规定对投资者进行赔偿。

在诉讼程序方面, 美国证券虚假陈述所致损害的侵权纠纷在诉讼中以集团诉讼的形式解决。根据《联邦民事诉讼法》(第 23 条) 的规定, 提起集团诉讼的前提条件包括, 人数众多, 将全体成员合并诉讼在事实上不可能; 众多成员间存在共同的法律问题或事实问题; 诉讼中代表所提出的诉讼请求在众多被代表者中具有代表性; 推选出的代表能够公正且充分地保护被代表者的利益。^⑨ 满足上述四项条件, 证券虚假陈述纠纷便能在法院中以集团诉讼的形式进行审理。

美国证券虚假陈述法律责任框架内另一重要主体即美国证券交易委员会(SEC)。SEC 作为独立、准司法性的监管机构, 兼有规则制定、行政及准司法权限, 在美国证券市场监管体制中居于核心地位, 其重要使命在于保护投资者, 制裁证券违法行为人, 以维护公正、高效的市场秩序, 便于资本流动。鉴于此项目的, 证券交易委员会与投资者及违法行为人间分别产生两种法律关系。SEC 保护投资者权益的职能通过一系列制度安排以及相关权力的行使得以实现, 在高盛和解案中表现得尤为突出。在高盛集团与 SEC 和解案中, 双方约定高盛应返还其通过虚假陈述行为所获的总额为 1500 万美元的非法所得, 并根据《1933 年证券法》第 20(d)(2) 条(犯罪强制令以及犯罪检控 injunctions and prosecution of offenses) 的规定, 支付 5.35 亿美元的民事罚金,^⑩ 尽管他曾成功地游说 SEC 撤销对其提起的民事欺诈指控, 转而承认其在次贷抵押债务凭证(Collateralized Debt Obligation, CDO) 的营销资料中遗漏

^⑧ 即反对对证券欺诈的一般性规定 (Employment of Manipulative and Deceptive Practices)。

^⑨ <http://classaction.findlaw.com/research/frcp.pdf>, 2010 年 7 月 3 日最后访问。

^⑩ 尽管高盛此次为其虚假陈述行为所支付的罚金数额堪称华尔街投行之最, 但也遭到各方“非议”: 高盛支付的罚金数额仅相当于其一周的交易收益额, 远低于 SEC 在 2010 年 4 月提起诉讼时所主张的 10 亿美元的证券欺诈罚金。 www.sec.gov/litigation/litreleases/judg18113.pdf, 2010 年 7 月 17 日最后访问。

对投资者而言重要的信息,存在误导投资者的行为。^① 违法行为人高盛集团“吐出”的非法所得以及支付的民事罚金将通过公正基金的形式返还给遭受损害的投资者。上述制度安排能在较大程度上降低投资者获得赔偿的成本,及时得到法律救济,有利于恢复并维护其对证券市场的信心。

为有效地履行职责,SEC 可以开展其认为是正当的法律调查程序,在必要时提起诉讼,制裁违法行为人。数据显示,美国证券交易委员会每年对违反证券法律规范的证券公司、投资顾问以及评级公司等市场参与者提起的诉讼有上百宗,包括 2010 年 4 月 16 日向纽约曼哈顿联邦法院对高盛提起的民事诉讼,指控高盛集团在涉及次级抵押贷款业务的金融产品销售过程中涉嫌欺诈投资者,致使投资者遭受超过 10 亿美元的损失。^② 美国证券交易委员会在地区法院对证券违法行为主体提起的诉讼主要有两类,即行政诉讼和民事诉讼,通过诉讼对违法者处以民事罚金、要求行为人返还非法获利实现对违反法律或委员会规则的行为人制裁并救济受害证券投资者的目的。《1934 年证券交易法》第 21(d)条(调查;禁令和监控罪行)还规定,无论什么时候,SEC 发现任何人正在从事或即将从事违反证券交易法律或法规的行为,包括违反证券交易法、国家证券交易规则、其作为成员或与成员有关的注册证券交易协会规则、注册清算机构的规则、上市公司会计监督委员会规则等,其均有权酌情决定在美国相关地区法院提起诉讼并对其进行制裁,给予永久或暂时的禁止令(injunction)以禁止违反法律或规则的行为、活动进一步实施。^③

由于投资者在提起证券虚假陈述损害赔偿之诉时,通常面临举证责任上的困难,美国证券交易委员会在其对违法行为人提起的诉讼中,不仅得向法院主张禁止行为人侵害投资者权益的违法行为,还可以通

^① Deputy Director Lorin Reiser, “Speech by SEC Staff; Remarks at News Conference Announcing Landmark \$ 550 Million Goldman Sachs Settlement”. <http://www.sec.gov/news/speech/2010/spch071510rsk.htm>, 2010 年 7 月 15 日最后访问。

^② <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2010/lr21592.htm>, 2010 年 7 月 21 日最后访问。

^③ <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>, 2010 年 8 月 11 日最后访问。

过对违法行为人展开调查,掌握行为人实施的不易为投资者察觉且难以取证的事实情况,并在投资者提起的诉讼中支持投资者一方。

证券交易委员会可以在诉讼中与作为被告的虚假陈述行为人达成和解,和解方案应经辖区法院法官核准。因而,法官又被看作是华尔街证券监管的一道重要防线。总体而言,证券交易委员会在美国证券虚假陈述规制的法律框架中,承担协调虚假陈述行为人与受害投资者之间利益关系“杠杆”的作用,并积极行使保护投资者利益的重要职能。

此外,证券交易委员会有权将违法行为人违反法律规范的行为或实践活动的证据提交给总检察长,由其酌情决定是否就违反该条法律规定的行为提起刑事指控。^⑭ 需要关注的是,证券虚假陈述行为人民事赔偿责任的减免并不必然影响其刑事责任的承担。在高盛和解案中,高盛集团在支付了民事罚金后,仍要面临刑事检控。在随后开始的对 Fabrice Tourre^⑮ 提起的诉讼中,高盛还将继续与 SEC 合作。^⑯

三、对中国证券虚假陈述法律责任规范的反思

高盛和解案是美国证券虚假陈述法律制度规则的典型表现,相比较而言,中国证券投资者保护法经历了短暂的发展,在有限地解决部分问题的同时,留给我们更多的是如何完善此项制度的思考。

(一) 完善我国证券虚假陈述法律规则体系的核心内容

完整、准确的信息披露规范是保护投资者知情权的关键,构建调整证券虚假陈述法律责任制度旨在惩治违法行为,保护投资者合法权益。通过司法程序追究证券虚假陈述行为人的法律责任,尤其是民事赔偿责任,有利于填补已经遭受损害的证券投资者的损失,并通过增加违法行为成本在一定程度上阻却证券欺诈行为发生,维护投资者对市场的

^⑭ Securities Exchange Act of 1934. in <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>, 2010年7月17日最后访问。

^⑮ 这个曾在其写给朋友的电子邮件中鼓吹 CDO 的年轻交易人正是这场事件的核心人物。

^⑯ <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>, 2010年7月17日最后访问。

信心。此项规制证券虚假陈述行为的重要措施对于在金融危机过后重构全球资本市场意义重大,也是上市公司社会责任的重要内容。证券市场参与者的上市公司不能仅以最大限度地营利作为其存在的唯一目的,还应努力增进包括证券市场中的投资者利益、雇员利益、债权人利益、中小竞争者利益、环境利益及整个社会公共利益等在内的其他社会利益。SEC执行部的负责人 Robert Khuzami 在就高盛集团与美国证监会达成和解一事评论时提及,“美国证券交易委员会与高盛的和解对华尔街的公司而言是一个深刻的教训。事实上,没有任何一款金融产品是异常复杂的,也没有任何一个投资者是异常精明的,以至于当证券发行公司违反了诚实、公平交易这样的根本原则时无须对其行为造成的损失支付高昂的代价”。^⑩

在中国,上市公司存在严重的内部人控制现象,控股股东以及经理人利用不公开信息损害投资者利益的现象比比皆是。这极大地损害了上市公司的形象,打击了投资者的信心,成为中国证券市场健康发展亟须克服的一大顽疾。在证券违法行为法律责任制度以及市场化监管机制均较薄弱的背景下,监管机构因人力、物力等因素的制约,难以实现全方位保护证券投资者的重要目标,这在一定程度上成为证券虚假陈述行为在中国市场频发的原因。治理此类因公司治理不善所致的上市公司频现不当交易行为的问题,应从完善公司内部治理结构、强化内部控制方面着手。尽管目前证券交易技术的进步以及中央交易结算系统的出现极大地提高了证券交易的流动性及安全性,但仅靠完善的技术仍然难以彻底遏制证券虚假陈述、内幕交易等证券违法行为的发生。调整证券虚假陈述行为法律规定的完备性应辅之以完善的上市公司治理理念、规则,尤其是上市公司对投资者关系的管理。因此,在国家整体经济保持高速发展,证券交易相关技术设备不断更新的背景下,仍然需要继续完善上市公司治理结构的策略。

金融危机的一个重要后果,即是各国纷纷采取措施追究违法行为

^⑩ Francesco Guerrera, Henny Sender and Justin Baer, “Goldman Sachs settles with SEC”, <http://www.ft.com/cms/s/0/4bd43894-904c-11df-ad26-00144feab49a.html>, 2010年7月16日最后访问。

人的法律责任以加强对金融机构的监管。中国证券市场为典型的行政主导型市场,缺乏自发发展的历史背景,因此,如何实现证券行业对上市公司信息披露行为的自律监管还有相当难度。强化证券监管机构的监管权限,完善法律责任追究机制成为保护证券投资者利益的核心内容。

(二) 对我国规制证券虚假陈述行为规范的梳理

在中国证券市场发展的 20 年间,损害中小投资者利益的事件接连涌现,典型的如大庆联谊案、银广厦案、亿安科技案等。上述案件既对我国证券立法及司法实践提出了严峻的挑战,也见证了中国证券法律责任制度的渐进式发展。我国规制证券虚假陈述行为的立法大致历经以下阶段:

1. 行政处罚与刑事法律责任相结合阶段

此阶段自 1990 年中国证券市场初步建立至 1999 年《证券法》颁布。在此期间,对证券市场违法行为的规制主要采取行政责任与刑事责任追究相结合的方式。

2. 暂不予受理民事赔偿诉讼阶段

在 1999 年《证券法》实施后的一段时期内,鉴于我国证券市场处在初级阶段,人民法院受理、审理证券投资者民事侵权赔偿案件的理论及司法实践经验储备不足,最高人民法院于 2001 年 9 月 21 日发布《关于涉证券民事赔偿案件暂不予受理的通知》,决定暂不受理与内幕交易、欺诈、操纵市场等行为有关的证券民事赔偿案件。这导致在我国证券市场发展过程中,作为投资者权益保护重要方式的民事法律救济途径长时期缺失。

3. 受理民事诉讼并逐渐完善阶段

随着投资者队伍不断壮大,维权意识日益增强,我国证券法律体系尤其是法律责任制度逐渐完善,配套规范更加丰富。相比于行政及刑事法律责任,以赔偿为主要形式的证券民事法律责任能够使投资者获得及时的救济,意义更为重要。为保障证券投资者能够通过诉讼程序维护其合法权益,最高人民法院于 2002 年 1 月公布《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》(以下简称《通知》),对证券市场上出现的证券信息披露义务人违反《证券法》规

定的信息披露义务,在提交或公布的信息披露文件中作违背事实真相的陈述或记载,侵犯投资者合法权益而引发的民事侵权索赔案件,法院应予受理。此后,最高人民法院于2003年1月公布的《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(以下简称《规定》)对证券市场因虚假陈述引发的案件制定了迄今为止最为全面的证券民事赔偿规则。最高人民法院先后发布的《通知》及《规定》在一定程度上完善了证券投资者保护法律制度,结束了我国证券投资者民事赔偿无门的历史。不过,令人遗憾的是,上述规范性文件对虚假陈述行为的规制不甚全面,关于民事赔偿责任的规定尚存在疏漏,因而对投资者利益的保护仍有待完善。

随后,中国证券市场经历了“过山车”般的消沉——“牛市”——再度消沉的震荡后,爆发出一系列亟待解决的问题,证券民事赔偿责任及相关法律制度面临进一步调整和补充。2008年年末,证监会、证券机构相关人士以及高校法学专家完成的《证券法》司法解释建议稿——《关于审理证券侵权纠纷案件的若干规定(试拟稿)》报送至最高人民法院,作为重点研究课题《证券欺诈行为的民事责任调研报告》的组成部分。^⑩

(三)我国证券虚假陈述法律责任规范的尴尬

总体而言,我国证券虚假陈述法律制度在过去的20年间得以逐步发展,形成以行政责任及刑事责任为主的框架体系。^⑪行政法律责任一直是我国证券虚假陈述法律责任体系中的重要内容。法律规定了国务院证券监督管理机构即中国证券监督管理委员会(简称证监会)在监督、管理证券市场的过程中,与发行人、上市公司等信息披露义务人间形成监管法律关系,依法有权对违法行为人进行处罚。诸如《证券法》第193、207条规定,违反信息披露义务的发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露信息,或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,证券交易所、证券公司、证券登记结算机

^⑩ 王光平:“证券法司法解释建议取消证券民事诉讼前置程序”,载《中国证券报》2008年12月9日。

^⑪ 《中华人民共和国刑法》第181条第2款规定:“诱骗投资者买卖证券、期货合约罪。”

构、证券服务机构及其从业人员,证券业协会、证券监督管理机构及其工作人员,在证券交易活动中做出虚假陈述或者信息误导,国务院证券监督管理机构有权责令其改正,并处以相应数额的罚款。违法行为人行政责任,主要是行政罚款法律责任的承担是证券监管机构监管职能的体现,增加违法行为人的违法成本能够在一定程度上阻却违法行为发生。中国证监会作为证券监督管理机构,其保护投资者合法权益的职能目前仅以间接的方式实现,相比较前文所述美国 SEC 而言作用有限。

发行人或上市公司与投资者之间的民事赔偿法律关系是证券虚假陈述法律责任框架内的重要内容。证券市场具有特殊性,投资者难以通过简单适用《民事诉讼法》维护自身利益,因而,有必要通过特别法律规范规制证券虚假陈述行为。2002年1月15日,最高人民法院发布《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》(以下简称《通知》),将行为人违反《证券法》信息披露义务,在提交或公布的信息披露文件中做出违背事实真相的陈述或记载的,视为侵犯投资者合法权益的民事侵权行为。至此,证券市场上发生的因虚假陈述行为引发的民事侵权赔偿案件,只要符合《民事诉讼法》规定的受理条件的,人民法院即予以受理。此外,《证券法》在第63条“真实披露义务”一般规定的基础上,^{②①}明确证券虚假陈述民事赔偿法律责任。^{②②}负有信息披露义务的发行人、上市公司在其公告的招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告以及其他信息披露资料中,存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏情况的,致使投资者在证券交易中遭受损失,那么,发行人和上市公司应作为赔偿主体就该损失承担赔偿责任。上述有关赔偿责任的法律规范为遭受损失的证券投资者提供了获得救济的途径,但因内容过于原则,在民事赔偿责任的范围、计算标准、主体范围、损失认定等方面的疏漏使投资者的索赔之路依旧曲折而艰辛。诸如,人民法院

^{②①} 《中华人民共和国证券法》第63条规定:“发行人、上市公司依法披露的信息,必须真实、准确、完整,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。”

^{②②} 《中华人民共和国证券法》第69条。

依法审理证券投资者的民事赔偿案件应当以有关机关的查处结果为前提,即虚假陈述行为应由中国证监会及其派出机构调查并经生效处罚决定加以确认。上述规定将证券虚假陈述民事赔偿责任承担与行政责任的认定捆绑在一起,并以行政责任为前提的做法,不仅增加了证券投资者获得民事赔偿的难度,对投资者保护非常不利,也无法通过承担民事赔偿责任增加证券违法行为成本的方式遏制虚假陈述等不当行为的发生。遗憾的是,新近实施的《侵权责任法》未将证券违法行为引发的责任作为特殊的侵权责任类型加以调整。证券投资者获得民事赔偿的艰难状况一时难以得到有效的缓解。

设置并追究证券虚假陈述行为人的法律责任,尤其在证券违法行为充斥市场,投资者往往因其合法权益无法获得及时补救而对证券投资失去信心和动力的股市低迷时更是如此。民事法律责任作为国家证券监督管理功能的重要补充,有利于实现对证券市场主体有效的规范和约束,还可以为受害投资者提供及时、有效的法律救济。但是,在我国,投资者通过民事诉讼程序获得赔偿不得不面临上述实体法律规范欠缺的问题。此外,现行立法中关于证券侵权民事诉讼的诉讼形式、举证责任等方面的规定也无法适应证券侵权纠纷诉讼的现状。与我国证券法律制度中相关实体及程序规定较为粗陋不同,素以证券市场监管法律制度发达著称的美国证券法律规定堪称典范。私人证券民事赔偿诉讼是美国“联邦法律执行效率不可或缺的重要补充”。^② 数据显示,早在1995年至1998年的4年期间,美国法院判决(包括和解结案)的证券欺诈赔偿额度高达65亿多美元。^③ 中国证券投资者在获得法律救济时遭遇到的尴尬使得我们将寻求解决途径的目光转向了大洋彼岸的美国。

一方面,在投资者获得赔偿的程序法律规范方面应当适当借鉴以获得完善。2007年《民事诉讼法》修改时并未规定域外证券民事诉讼普遍采用的集团诉讼形式。《通知》第4条中的规定表明了法院受理

^② Harold S. Bloomenthal, *Securities Law Handbook*, New York, Clark Boardman Co, 1983, p. 225.

^③ 张明远:《证券投资损害诉讼救济论》,法律出版社2002年版,第9页。

该类纠纷的立场,即“对于虚假陈述民事赔偿案件,人民法院应当采取单独或者共同诉讼的形式予以受理,不宜以集团诉讼的形式受理”。这在最高人民法院于2003年1月9日发布的《关于审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若干规定》(以下简称《规定》)第12条中也有所体现。^⑭ 上述文件明确地排除了人民法院以集团诉讼的形式受理证券侵权案件的可能,但是,投资者不得不去面对单独诉讼请求证券虚假陈述民事赔偿时的诸多弊端:诸如,单独诉讼使得原本遭受损害的投资者在民事赔偿诉讼中承担相对较高的诉讼成本,因而效率低下。这也使大多数投资者在巨额诉讼成本的压力下望而却步,在一定程度上纵容了证券信息披露义务人的肆意行为。此外,投资者会因在单独诉讼中判决结果上的差异导致司法上的不公。为弥补单独诉讼中存在的诸多不足,《民事诉讼法》2007年修订时增加了共同诉讼的规定。^⑮ 在我国,共同诉讼是我国证券民事诉讼案件的主要方式。

尽管共同诉讼能在一定程度上阻吓证券虚假陈述等违法行为发生,但有必要进一步完善包括修改证券虚假陈述代表人诉讼程序等方面的要求。首先,由于中国二级市场中大多数的证券投资者分散在全国各地,因此,要求受害投资者经登记才能参加共同诉讼的规定增加了诉讼成本,使得大多数投资者因不愿或不能进行登记而被排除在民事赔偿诉讼程序之外。其次,根据法律规定,共同诉讼因人数众多而应当由当事人推选代表进行诉讼。^⑯ 那么,如何使分散在全国各地,为数众多的中小投资者通过推选的方式选出代表人,代表众多投资者进行民事赔偿诉讼成为制约共同诉讼效率发挥的又一难题。立法遭遇的尴尬在一定程度上削弱了证券虚假陈述民事损害赔偿诉讼因诉讼标的巨大而对违法行为人产生的威慑力,无法救济受害的投资者,也必然损害投资者对于资本市场的信心,在金融危机的后期更是如此。

完善我国证券市场中虚假陈述法律责任的框架应以投资者保护为

^⑭ “所涉证券民事赔偿案件的原告可以选择单独诉讼或者共同诉讼方式提起诉讼。”

^⑮ 证券民事赔偿诉讼中投资者一方人数众多的,可以由投资者推选代表人进行诉讼,代表人诉讼的后果由全体投资者承担。

^⑯ 参见《中华人民共和国民事诉讼法》第54条。

基点,可以从塑造投资者保护的诉讼外模式及完善相应的诉讼配套机制两方面着手。根据各国、各地区证券市场的经验,^{②⑦}保护投资者的诉讼外渠道诸如设立专门的投资者保护基金,对遭受虚假陈述行为损害的投资者给予充分救济。我国于2005年9月成立中国证券投资者保护基金公司,但是根据相关管理办法的规定,该基金目前仅针对特定情况下,诸如“证券公司被撤销、关闭和破产或被证监会实施行政接管、托管经营等强制性监管措施时,按照国家有关政策规定对债权人予以偿付”,^{②⑧}而对于救济遭受市场操纵、虚假陈述等违法行为损害的投资者而言显得无能为力。因此,有必要修改投资者保护基金管理办法,将因证券虚假陈述受损害的投资者纳入基金保护的范畴,加大违法行为人的行为成本,有效地遏制证券违法行为。

四、完善我国证券虚假陈述法律规则的他山之石

在法治社会,通过诉讼获得法律救济仍然是投资者权益保护的主要途径。经过上文分析,应当有效地平衡实体法律规范中刑事、行政以及民事法律责任的关系及比重,以加强对中小证券投资者的法律救济。目前,我国证券法律规范中行政处罚责任的规定较为详尽且严格,但是,对公司违法违规行予以处罚的实证分析表明,加大对上市公司的处罚并没有给投资者带来正的非正常收益,反而在处罚公告日前后投资者遭受了损失,其利益并没有得到更好的保护。^{②⑨}此外,因法律执行力度以及程序上存在的诸多不足,单纯加大行政处罚并非是保护投资者的有力举措。事实上,完善对投资者损害的救济措施,弥补投资者遭受的损失才是提高投资者利益保护质量的重要内容。在我国当前通过证券民事诉讼程序实现对证券虚假陈述受害者的补偿效果十分有限的

^{②⑦} 如美国证券投资者保护公司(SIPC),德国证券交易赔偿基金,香港特别行政区设立的投资者赔偿基金等。

^{②⑧} 参见《证券投资者保护基金管理办法》第17条。

^{②⑨} 王建中、张莉:“论证券市场投资者利益的法律保护”,载《财会月刊》(综合版)2006年第5期。

背景下,可以考虑建立补偿受害投资者的替代制度,如美国证券行政补偿机制。

在美国,除证券民事诉讼外,证券交易委员会还能够通过执法程序补偿投资者遭受的损害。在高盛和解案中,SEC在查处证券欺诈行为时,除对违法行为人高盛发出禁止令(injunction)外,还要求其“吐出”非法所得(disgorgement),缴纳罚款(civil penalty)。其中,将高盛返还的非法所得分配给投资者的补偿程序主要在SEC的主导下进行。当虚假陈述行为人应当“吐出”的非法所得数额确定下来,非法所得在投资者间的分配方案经法院批准后,SEC请求法院任命一个接管人,由接管人将违法行为人返还的非法所得额分配给受害的投资者。^⑩可见,这种由SEC主导的行政补偿程序简便、节约,且效率高。此外,2002年美国Sarbanes-Oxley Act法案第308(a)条明确认可了SEC利用没收的非法所得建立的公平基金(Fair Fund)补偿投资者的做法。SEC要求证券虚假陈述行为人支付的民事罚金(civil penalty)将会纳入公正基金,并补偿给投资者。^⑪不同于证券民事诉讼以赔偿受害投资者利益为核心,行政补偿程序在特定情况下,通过行政法律责任的承担进一步处罚虚假陈述者,杜绝违法行为人从违法行为中获利。值得中国证券法律规范借鉴的是行政补偿程序保护投资者的“副作用”。从证券投资者保护的立场考虑,相对于证券民事诉讼的较高成本,行政补偿效率更佳。此外,通过实施证券虚假陈述行政补偿程序,监管机构实现了制裁违法行为人并保护投资者的目的,还降低了监管上市公司虚假陈述的成本。构建我国证券虚假陈述法律责任制度,特别是在目前证券民事赔偿程序面临种种障碍的情况下,确立由证券监督管理机构主导的行政补偿制度可以被看作一项具有实践意义的替代措施。

^⑩ www.sec.gov/about/whatwedo.shtml, 2010年7月13日最后访问。

^⑪ <http://f11.findlaw.com/news.findlaw.com/cnn/docs/gwbush/sarbanesoxley072302.pdf>, 2010年7月23日最后访问。