

证券欺诈民事救济的困境与出路

岳冰

(河南财经政法大学 民商经济法学院 河南 郑州 450046)

摘要:在我国证券法上,证券欺诈民事救济相对缓滞,即使是法律规定较为全面的虚假陈述案件,在实践中也存在起诉率低、起诉的投资者偏少的困境,造成上述困境的原因既有制度的缺陷,如立法缺失、前置程序、管辖制度、诉讼模式等的限制,也有法院、法官和投资者的因素。应当从以下方面予以完善:第一,从立法层面继续完善证券民事责任制度;第二,改革现有的证券案件管辖制度,设立专业化和职业化的证券法庭;第三,进一步改革和扩展前置程序;第四,改革现有的诉讼模式;第五,建立投资者先行赔付制度。

关键词:证券欺诈;民事救济;前置程序;诉讼形式

中图分类号: D925.1 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-3275(2016)01-0102-10

一、问题的提出

证券法的发展历史,同时也是对各种证券违法行为进行规制和打击的历史。^[1]自我国证券市场建立以来,内幕交易、操纵市场、虚假陈述、欺诈客户等各种证券欺诈行为层出不穷。尽管1993年我国就颁布了《禁止证券欺诈行为暂行办法》(以下简称《暂行办法》),规定了各种证券欺诈行为及其处罚措施,但《暂行办法》仅规定了行政责任,并未涉及投资者的民事赔偿问题。因此,早期证券市场上出现的大庆联谊^[2]、红光实业虚假陈述^[3]等案件,虽然相关责任人受到了证监会的行政处罚,但广大投资者的民事赔偿却一波三折。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民事侵权纠纷案件有关问题的通知》,证券欺诈案件中的虚假陈述民事案件才得以立案,遭受损失的投资者总算看到了一丝曙光。2003年1月9日,最高人民法院出台了《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》,对因虚假陈述引发的民事赔偿的宗旨、立案、管辖、诉讼方式、因果关系、举证责任等方面做出了较为详尽的规定,之后,我国的证券虚假陈述民事诉讼才开始逐渐铺开。2005年修改后的《证券法》规定了对于内幕交易、操纵市场、欺诈客户和虚假陈述这些证券欺诈行为投资者有权得到民事救济。此后,有关证券欺诈和投资者维权的理论研究和个案分析引起了社会的广泛关注,但是,司法实践却与之形成了较大反差。

从2002年至今,我国证券欺诈民事赔偿制度已经走过了十几个年头,实践中民事赔偿的情况如何?遇到了哪些现实困境?造成这些困境的原因是什么?其中哪些因素是制约证券欺诈民事救济的关键性因素,又该如何破解这些难题?为此,笔者拟从我国证券欺诈民事救济的现实出发,反思其中存

* 收稿日期:2015-09-10

作者简介:岳冰(1978—),女,河南南阳人,河南财经政法大学副教授,主要研究方向为民商法学。

在的困境,并探讨克服困境的方法,以期为我国中小投资者的民事维权找到更好的出路。

二、我国证券欺诈案件民事救济之困境

由于证券立法不够完善、举证困难等原因,目前我国证券欺诈民事赔偿案件仍主要局限于虚假陈述类型,而数量众多、影响广泛的内幕交易、操纵市场及其他类型的证券民事赔偿案件鲜有涉及,或者最终以投资者的撤诉、败诉而收场,普通投资者通常处于维权无门的境地。对于证券市场上大量存在的内幕交易和操纵市场行为,目前我国主要通过行政处罚和刑事裁判来惩治。尽管这两种手段能对证券违法行为起到一定的规制作用,但是却难以弥补证券违法行为给投资者带来的实际损失。

2005年修改后的《证券法》第七十六条和七十七条分别规定了内幕交易和操纵市场的民事责任,若因内幕交易行为或虚假陈述行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任。随后,人民法院也在民事案由中增设了内幕交易纠纷和操纵证券交易市场纠纷的案由,但由于我国《证券法》对这些类型的证券欺诈民事责任规定得过于原则,对行为认定、责任的构成要件、赔偿请求权人的范围、损失的认定、因果关系、举证责任分配等具体问题没有做出进一步的解释,导致投资者在试图依据《证券法》对相关责任人提出民事诉讼时,面临现实的困境。迄今为止,我国尚无投资者根据内幕交易和操纵市场诉由成功索赔的案例。比较典型的案例是近年来出现的“汪建中操纵市场案”^①和“光大乌龙指事件”^②。

如果把内幕交易和操纵市场案件民事救济的困境归结为立法缺失所致,那么,相对而言法律规定较为完善和明确的虚假陈述案件,其情况也不容乐观。自2002年1月15日最高人民法院发布《受理因证券虚假陈述行为引发的民事侵权案件的通知》到2014年底,全国司法机关平均每年立案的虚假陈述索赔案件仅有十起左右。^③我国证券市场上虚假陈述情况相当严重,受到证监会处罚的案件也为数不少,因此理论上能够提起虚假陈述民事赔偿的案件应该不少,但实践当中虚假陈述民事赔偿案件数量却相当有限,与预期数量相距甚远。还有部分案件,虽然当事人提起了民事诉讼,但是实际起诉的投资者跟遭受损失的投资者相比,也只占了很少一部分。据股东维权网的估计,虽然十年来参与诉讼的投资者人数超过一万名,但这大概只占符合索赔条件的投资者总数的5%。^[4]例如,在五粮液虚假陈述民事诉讼案中,两年的诉讼时效内仅有154名投资者向成都中院提起民事赔偿诉讼,要求五粮液赔偿因其虚假陈述违法行为造成的1910万元的投资损失,而2009年9月五粮液的股东登记人数将近47万。^④尽管不能武断地认为所有的股东都因为五粮液的虚假陈述行为而受损,但提起诉讼的投资者人数占符合索赔条件的投资者人数的比例可见一斑。

① 根据证监会披露的信息,2006年至2008年期间,汪建中利用先行买入证券,后向公众推荐,再卖出证券的方式操纵市场,累计非法获利达1.25亿元,被证监会处以没收违法所得1.25亿元,并处以罚款1.25亿元的行政处罚,这是至今为止证监会开出的金额最大的罚单。此后,汪建中被北京市第二中级人民法院以“操纵证券市场罪”一审判处有期徒刑7年。在此期间,因该案受损的投资者也开始了索赔之路,但最终败诉。北京二中院在判决书中称,“虚假陈述与操纵证券市场是两种不同的违法行为,两者在违法主体、行为表现、持续时间、影响范围方面均不同,参照虚假陈述司法解释缺乏依据”。见李京华,涂铭,状告“股市黑嘴”汪建中案股民败诉。EB/OL. <http://news.xinhuanet.com/2011-12-16>.

② 2013年8月16日11时05分,上证综指突然上涨5.96%,50多只权重股均触及涨停。经查,造成当天市场异动的主要原因是光大证券自营账户大额买入。2013年11月,中国证监会发布行政处罚,认定光大证券违规进行内幕交易,对杨剑波在内的四名责任人做出行政处罚决定及市场禁入决定。与此同时,光大证券乌龙指事件致使数量众多的高位接盘者遭受重大损失。受损投资者如何提起民事诉讼要求赔偿并最终胜诉,已成为备受关注的热点问题。初始阶段,全国多地的投资对光大证券提起的民事诉讼都没能立案。直到最高人民法院发出通知,就光大证券“8·16”内幕交易引发的民事赔偿案件法院受理和管辖等问题做出规定,明确起诉人以中国证监会对光大证券做出的行政处罚决定为依据,以行政处罚决定确认的违法行为侵害其合法权益、导致其损失为由,采取单独诉讼或者共同诉讼方式向法院提起民事诉讼的,人民法院应当受理。之后,直到12月5日全国首例诉光大证券民事损害赔偿才被立案。2014年8月5日,备受关注的光大证券“8·16”事件引发的民事赔偿案在上海市第二中级人民法院正式开庭。但此案至今仍未有判决结果,投资者尚未得到赔偿。见光大证券“乌龙指”引发百余民事案部分将择日宣判。EB/OL. <http://finance.sina.com.cn/2015-07-20>.

③ 数据来源于北大法宝和中国裁判文书网。在统计案件数量时,基于同一个虚假陈述行为而提起的多个案件计算为一个案件。

④ 数据来源于东方财富网 http://quotef10.eastmoney.com/F10_gdcount/sz000858.html

即使能顺利立案的案件,其审理过程和结果往往也不能令受损的投资者感到满意。我国的虚假陈述民事案件还有一个典型的特点就是立案速度慢,审理耗时长。仍以五粮液虚假陈述案为例:2011年5月中国证监会发出行政处罚决议后,律师就已开始向法院递交材料,但直到两年诉讼时效结束前一天,他们才收到法院的立案通知。^[5]我国第一起走完全部诉讼程序的证券民事赔偿案件“大庆联谊案”被称为“中国证券民事赔偿第一案,从立案到执行程序,一共走过了漫漫五年的长路。之后较为引人瞩目的东方电子案耗时5年,银广夏案历时6年,科龙案官司则打了4年。

总之,案件数量少,参与的投资者少,立案速度慢、耗时长,已经成为我国虚假陈述民事案件维权的普遍特征。证券市场发展成熟的市场经济国家,特别是美国,最能让证券违法者望而却步的不是行政处罚,而是中小投资者提起的民事诉讼。从我国的现实来看,尽管法律赋予了证券欺诈案件受损者诉讼的权利,但在实践中却存在维权难的客观现实,我们不禁要问,究竟是哪些因素影响了投资者用法律的武器保护自己的权利?

三、证券民事救济困境之成因分析

(一) 立法之缺陷

如前所述,我国证券市场违法行为层出不穷,诸如“东方电子”“蓝田实业”“杭萧钢构”“基金经理老鼠仓”等恶性证券欺诈事件严重损害了中小投资者的利益,扰乱了证券市场秩序。2006年修订的《证券法》加强了对投资者利益的保护,但依然延续了之前的以行政处罚为主的立法状态。尽管明确规定了对投资者的损害赔偿制度,但对于具体的责任认定、构成要件、因果关系、举证责任等问题没有做出具体规定,目前我国证券欺诈民事责任的相关法律规定显然无法对投资者的损失进行有效的救济。证券关系是一种典型的市场关系,具有私法的属性,但分析我国证券法律责任制度,不难看出,立法者固守的仍然是重刑(刑)轻民的思维定势,过分依赖于行政和刑事手段来维持证券市场秩序。证券欺诈民事责任救济功能的缺失,使得投资者在寻求民事救济时望而却步,扼杀了他们诉讼维权的积极性,导致证券违法者违法成本过低,进一步肆无忌惮地破坏证券市场秩序。

(二) 前置程序之限制

《最高法院关于受理证券市场因虚假陈述引发民事侵权案件的通知》首次提出了前置程序的问题,即法院受理证券虚假陈述案件的前提是证监会已对虚假陈述违法行为做出行政处罚。此后,《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》扩大了前置条件做出主体的范围,即增加财政部门的行政处罚和法院的刑事判决书作为法院受理虚假陈述案件的前置条件。对此规定,最高人民法院的解释是“当前如果缺少民事诉讼前置程序屏障,案件数量可能很大。设置该程序,在目前法律框架下是非常必要的。以证券监管机构做出生效处罚决定为受理虚假陈述民事赔偿案件的前提,可以解决原告在起诉阶段难以取得相应证据的问题。同时,中国证监会及其派出机构,是代表国家对证券市场行使监管的政府机关,其对专业性较强的市场行为做出是否违法的判断并决定处罚与否,是人民法院不可比拟的。”^[6]从上面的解释可以看出,最高人民法院设置前置程序的原因在于:一是证监会具有经验和能力对证券侵权行为做出专业的认定;二是我国投资者尚不成熟,专业知识较为匮乏,使得中小投资者在证券侵权中经常处于“取证难”的境地,前置程序避免了投资者收集证据的麻烦,减轻了他们的举证责任,有保护投资者之功效。然而,这样严格的诉讼前置程序的弊端是显而易见的,也受到了不少诟病:

1. 前置程序限制了投资者的诉讼权利,不利于投资者利益的保护。从证明标准上来讲,行政责任和刑事责任的证明标准要高于民事责任,尽管有些虚假陈述案件尚未构成犯罪,也不符合行政处罚的条件,却依然有可能造成投资者的财产损失。正如王利明教授所言,这“不当提高了受害人提起诉讼的条件,不利于保护投资者。”^[7]如果证监会立案调查后,虽然确认有关犯罪事实的存在,但却因须另行移送司法机关立案侦查而暂未作行政处罚,或者因为立案调查不及时、拖延时间过久而超过了行政处罚的有效时间,都有可能成为影响投资者启动民事诉讼前置程序的不利条件。^[8]以五粮液为例,早在2009

年9月9日,五粮液就发布公告称:因为涉嫌违反了证券法的规定被证监会立案调查。之后,有四位投资者向成都中院提起诉讼,请求法院认定五粮液年度报告中存在虚假陈述,并赔偿其投资损失,但成都中院没有受理此案,依据便是缺少行政部门的处罚决定。直到2011年5月27日,证监会对五粮液发出《行政处罚决定书》后,成都中院才开始受理投资者的起诉案件。^①此案中漫长的等待时间降低了投资者维权的信心,严重损害了投资的合法利益。我国也曾经有过未经前置程序直接向法院起诉,向责任主体索赔的虚假陈述民事索赔案:上海投资者诉武汉众环会计师事务所、武汉精伦电子股份有限公司案。这一案件的诉讼文书曾被武汉中院接收,最终又依据最高人民法院有关虚假陈述的司法解释裁定不予受理^②,未能突破不需前置程序而被人民法院直接受理的规定。尽管证监会对专业性较强的证券市场行为是否违法做出判断并决定是否处罚并无不妥,以生效的行政处罚决定或刑事判决作为前置条件有助于解决投资者取证难的困境,但不可否认的是,从违法行为发生到行政部门做出行政处罚或法院做出刑事判决的时间有可能很长,漫长的等待会消磨掉投资者维权的勇气和耐心,使得投资者在寻求民事救济的过程中增加了许多困难。

2. 前置程序的设定,使得“民事赔偿优先”原则流于形式,不利于投资者利益的保护。为了投资者保护利益,我国《证券法》第二百三十二条规定“违反本法规定,应当承担民事赔偿责任和缴纳罚款、罚金,其财产不足以同时支付时,先承担民事赔偿责任。”因为民事责任具有补偿性,证券违法者通过欺诈手段,扭曲证券价格形成机制,诱使其他投资者做出错误的投资决策,从而自己得利而使其他投资者受损,民事责任的机理就是让违法者非法剥夺的其他投资者的合法财产回归,符合“取之于投资者返还于投资者”的基本逻辑,而行政责任仅具有惩罚性,证券监管部门没收的违法所得或者罚款,不过是其他投资者的损失,因此,民事责任理应优先。如果证券欺诈民事诉讼设置前置程序的话,可能会看到这样的结果:依照证监会的有关规定,行政处罚在送达之后立即生效,违法者应当自收到行政处罚决定书15日内将罚没款缴纳到中国证监会的账户上,并由银行直接上缴国库。在这样的情况下,受害的投资者提起民事诉讼之后,即使最后胜诉,也很难拿到赔偿款,因为证券监管部门已经先于民事诉讼程序没收了违法所得并处以高额罚款。以汪建中操纵市场案为例,汪建中被证监会处以没收违法所得1.25亿元,并处以罚款1.25亿元的行政处罚。面对如此金额巨大的罚单,不难想象,即使受损投资者有机会提起民事诉讼并赢得诉讼,此时,责任人早已“无钱可赔”了。这就使得《证券法》第232条民事责任优先的规定被架空,现实中根本无法实现让证券违法者“先承担民事责任”,受损投资者自然无法拿到应有的赔偿。

(三) 管辖制度之缺陷

目前,我国对虚假陈述民事赔偿案件的管辖仍然实行原告就被告的原则在级别管辖上,由省、直辖市、自治区人民政府所在的市、计划单列市和经济特区中级人民法院管辖。^③依照上述规定,从级别管辖的角度,此类案件应当由中级人民法院管辖,这种规定符合我国的国情。证券交易的专业性和复杂性,使得证券欺诈案件的审理难度较大,需要审理证券案件的法官具有较高的专业水平和审判水平。在我国基层法院法官队伍还比较薄弱的情况下,由级别较高、法官综合素质较高的中级人民法院管辖是很有必要的,有利于证券案件审理的公正性和准确性,也有助于更好的解决证券纠纷,保护投资者的合法利益。但是,从地域管辖的角度分析,不难发现诸多问题:首先,证券欺诈案件的投资者通常分布于全国各地,在诉讼前景不明,且需自己承担诉讼费、律师费等较大诉讼成本的情况下,千里迢迢的奔赴上市公司所在地起诉,实属不便,许多中小投资者也会因此被迫放弃挽回损失的机会,这直接降低了投资者对证券市场的信心,不利于证券市场的稳定发展。其次,我国的上市公司分布于全国各地,很多上市公司所在地法院受理的证券案件的数量较少甚至为零,法官审理此类案件的经验和证券交易知识都相对欠缺,这些因素都不利于此类案件的高效审理。再次,能够在证券交易所上市的公司,一般都是

① 案例来源于: <http://finance.people.com.cn/stock/n/2013/0605/c222942-21738159.html>。

② 案例来源于: <http://business.sohu.com/20071031/n252968727.shtml>。

③ 参见《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》第8、9条。

各地的优质企业、骨干企业,在本地具有较高的知名度和影响力,难免会与当地政府存在千丝万缕的联系,在我国目前地方保护主义还较为严重的背景下,由上市公司所在地法院审理该类案件,难免在审理过程中会受到地方保护主义的干扰,不利于案件的公平审理。综上,由于中小投资者本身就处于弱势地位,加之上市公司背后一般都有地方政府的影子,因此要让全国各地的中小投资者千里迢迢赶到上市公司所在地的法院赢得一场具有“地方保护色彩”的诉讼,无疑是天方夜谭。^[9]显然,现在的地域管辖制度不利于投资者的高效维权,也不利于对证券违法行为的民事制裁。

(四) 诉讼形式之不足

根据《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》第四条的规定“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。”^①这一规定也引起了理论界和实务界的诸多批评。

证券欺诈案件与普通的民事侵权案件有很大的区别。首先,在电子信息技术异常发达的今天,大多数投资者通过网上交易系统进行交易,这种便捷的交易方式也造成了证券欺诈案件受害者众多且分布广泛的特点,他们若想要联合起来进行维权,难度很大,这也使得证券欺诈案件的处理较普通民事案件更为复杂;其次,证券欺诈民事诉讼通常金额巨大。虽然单个受害者的受损金额看似不大,但是因为投资者数量庞大,证券欺诈行为侵犯的利益总和很大,具有典型的“小额多数”的特征。因此,发源于农耕时代传统的诉讼模式在面对现代社会纷繁复杂的证券欺诈案件时常常显得力不从心。证券欺诈案件的受害者人数众多,让每个人都亲自参加诉讼会造成司法资源的浪费,也不现实,而且,证券欺诈案件侵犯的利益分散到单个投资者,个体的损失有限。因此,单个投资者缺乏足够的诱因单独提起诉讼,再加上单个投资者的经济实力较弱,自己单独提起诉讼的成本包括为维权而支付的时间、精力、金钱等成本可能会远超出其损失,投资者缺乏提起诉讼的动力。

虽然我国民事诉讼法有关于诉讼代表人的规定,但代表诉讼的方式通常会因为证券侵权案件受害者人数众多、中小投资者信息缺失以及距离过远等因素而在实践中难以操作。首先,在代表人诉讼模式中,投资者必须到管辖法院,即立案法院进行登记,通过明确的意思表示加入到诉讼中。登记程序增加了投资者提起诉讼的负担,很大一部分投资者因为交通不便、信息不灵、损害数额不大等原因不会去登记和主张权利。其次,在代表人诉讼模式中,代表人由登记后确定参加诉讼的当事人推选,之后才能进入诉讼程序,在无法推选出代表人的情形下,由法院和当事人协商。证券案件的投资者来自全国各地,这无疑加大了推选难度,增加了时间成本,导致诉讼程序的无限拖延。从实践来看,我国法院在审理证券虚假陈述案件时主要采用单独诉讼的形式,对投资者提起的诉讼单独立案,审理合并审理,最后分别做出判决。在“五粮液”案中,成都市中级人民法院即对154名当事人单独立案,最后进行合并审理。

由此可见,我国目前采用的单独诉讼和共同诉讼的方式无法高效处理投资者人数众多的证券虚假陈述案件,而代表人诉讼由于登记和推选代表人程序在制度设计上耗时较长,在一定程度上也会影响诉讼效率。此外,在最后的执行程序中,即使法院没有拖延的故意,但要逐一与众多投资者签署调解协议并将赔偿金逐一分配仍然需要耗费大量的时间和精力。诉讼形式的不合理导致诉讼时间过长,增加了诉讼的成本,降低了中小投资者维权的热情,影响了证券市场的公平性。因此,我国目前的证券欺诈诉讼制度的改革和完善迫在眉睫。

(四) 法院和法官因素之影响

法院的司法救济通常被视为解决社会纠纷的最后一道屏障,对于证券民事赔偿案件而言也同样如此。但现实的情况却是法院并不愿意受理此类案件,即使勉强受理,也存在案件久拖不决、审而不执、审判质量不高等现象。不过,令人欣慰的是,这种状况在2015年5月1日起实施立案登记制改革之后已经有所改观。此前已等待了半年多并预计还得等一年的泸天化索赔案,突然就成功立案了,同样等

^① 参见最高人民法院《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》第三部分。

待了很久的科伦药业索赔案,也被法院受理了。按照律师的说法,是“立案登记制改革,加速了案件的受理进程”^[10]。

但对于法官而言,证券民事赔偿案件依然是他们最不愿审理的案件类型。证券纠纷的裁决,不仅需要法律知识和长期的审判实践经验,还需要金融、证券甚至是财务会计方面的知识,专业性要求甚高。比如,在虚假陈述案件中,往往涉及复杂的财务会计报表的合法性及合规性的审查,投资者损失的计算也常常用到复杂的会计计算方法,这对于通常只有单纯法学背景的普通法官而言,无疑是一个巨大的挑战,法官往往觉得此类证券诉讼案件难以裁决而不愿接受,再加上我国目前法院审判力量严重不足,目前的案件审理压力已经很大,而证券纠纷又比较复杂且牵扯到众多投资者,法庭调查,甚至是整理案卷都需要花费较长的时间和较多的精力,会增加法官的工作负荷。还有一个影响证券民事审判效率的因素就是地方保护主义,证券欺诈纠纷通常向上市公司所在地中级人民法院提起,而各地上市公司往往在当地具有较大影响力,尤其是对偏远地区而言,一家上市公司甚至占到本地区财政收入的较大比重,是地方政府重点照顾的对象。因此,当地政府经常以各种方式干预案件的审理,在我国司法尚不独立的情形之下,证券欺诈案件就难免受到地方保护主义的干扰。

(五) 投资者之消极起诉

中小投资者在证券市场中处于天然的劣势,所以各国证券法都以保护投资者的利益为核心。尽管我国法律赋予了证券投资者民事救济的权利,但中小投资者不积极主张自己的权利可能是基于以下原因:

1. 我国中小投资者普遍缺乏维权意识。

我国的中小投资者普遍存在专业知识匮乏、获取信息的能力有限等天然劣势,在证券市场中处于弱势地位。首先,因为信息不对称的原因,我国投资者获取维权信息的能力非常有限,在证券欺诈案件发生时,由于平时可能不太关注证券专业媒体或证监会网站发布行政处罚的相关公告,许多投资者根本无从得知证券违法行为并提起相关诉讼。其次,许多投资者在投资遭受损失时,并不清楚是自己的损失是由证券违法行为造成的,还以为是正常的股市所致,不知道可以用法律手段来维护自己的权益,通过民事救济的方式来弥补自己的损失。再次,维权意识淡薄。这与我国的传统文化有着重要关系。自古以来,中国人一直强调“和为贵”的优良传统,除非迫不得已,人们不希望通过法律途径来处理纠纷和冲突。

2. 投资者诉讼维权成本过高。

自最高人民法院关于受理和审理证券市场虚假陈述案件的司法解释颁布至今,证券欺诈民事赔偿诉讼并未出现爆炸式增长,甚至在数万名受害者中只有数百名投资者选择了诉讼,诉讼成本高、诉讼结果不明是重要原因之一。从经济学的角度分析,投资者作为一个理性的经济人,自然会从成本收益的角度来看待证券欺诈民事诉讼问题。对于证券欺诈案件中的中小投资者而言,维权的结果不好预测,而维权的成本则不仅包括直接的金钱支出,如诉讼费、律师费以及差旅费等支出,还包括时间和精力投入,证券诉讼不仅要经历漫长的诉讼过程,还要有足够的耐心等待法院去执行。这些都成为了投资者诉讼维权的障碍。

四、解决我国证券欺诈民事救济困境之出路

我国证券市场发展速度较快,由于配套的市场运行机制和监管机制不完善,近年来证券重大违法案件不断涌现,涉及的受害者人数众多。然而,很多看似轰动的股市大案,最终不了了之或判决结果不尽人意,多数投资者没有获得应有的赔偿,相关责任人也没有受到相应的惩罚,这不仅会动摇人们的法律信仰,也使得潜在的侵权者不断效仿,打击投资者的信心,破坏证券市场秩序。如何找到出路,保护弱势的中小投资者,有力的制裁证券违法行为,震慑潜在的侵权者,改善证券市场环境是我们亟待解决的问题。基于前文论述,笔者认为,我国应当在以下方面完善证券欺诈救济制度:

(一) 完善证券民事责任制度

证券民事救济制度是保护投资者合法权益的有效手段,也是提高证券违法成本、遏制证券欺诈行为的有效途径。投资者在证券欺诈案件中获得的救济,依赖于法律法规对证券欺诈行为民事赔偿责任有明确和细致的规定。但目前我国仅有证券法的原则性规定以及最高人民法院在虚假陈述案件方面两个文件的规定,缺乏对内幕交易和市场操纵等证券欺诈行为民事责任的详细规定。因此,要调整我国证券法律责任“重行(刑)轻民”的观念,尽快健全我国证券市场民事责任机制,以使得此类案件的受损者能够得到更好的救济。

(二) 设立专业化、职业化的证券法庭

为了切实保护中小投资者的利益,维护证券市场公开、公平、公正的原则。建议在证券市场较为发达的地区法院设立专门的证券法庭来管辖证券案件。依照我国《民事诉讼法》之规定,侵权案件可以由侵权行为发生地人民法院管辖,证券欺诈案件中,侵权行为发生地也就是证券交易发生地,因此证券欺诈案件由交易发生地法院管辖有法律依据。尽管上市公司和投资者遍及全国各地,但是,证券交易是在证券交易所或通过中小企业股份转让系统达成的。作为交易发生地的上海、深圳、北京等地的法院,金融业较为发达,也有进一步有建设和巩固其金融市场的需求,受理证券案件有着诸多优势。建立专业化和职业化的证券法庭,可以集中相关专业人才,专门审理证券案件,提高审判的质量,保证审判的统一性。建立专业化、职业化的证券法庭有利于减少地方保护主义的干扰,保证审判公正。一般而言,上市公司在所在地有较大的影响力,在当地审理不可避免的受到地方保护主义的干扰。证券交易所一般都设在经济发达的地区,这些地区上市公司众多,可以消除地方保护主义的影响。在证券案件中,投资者的交易记录是重要证据之一。交易记录保存在证券交易所或全国中小企业股份转让系统里,案件由交易发生地法院管辖,法院在调查取证时更为方便,从而有助于缩短案件的审理时间,提高诉讼效率。

(三) 扩大前置程序的认定主体,有条件放宽证券欺诈受害者的起诉条件

如前所述,前置程序的设置对于因证券欺诈而受损的投资者提起民事诉讼有一定限制作用,但也有其存在的价值,如帮助人民法院认定案件的主要事实,有利于投资者完成举证责任等,是最高人民法院在我国目前证券市场尚不成熟情况下,创立的一种将证券民事赔偿制度与我国现实的司法资源相结合的一种制度,基本上符合我国现阶段的国情。而且,有学者统计,2002年至2011年十年间,符合前置性条件的证券虚假陈述案件大约有253件,但只有65个案件的投资者向法院提起民事赔偿诉讼,仅占前者的大约25.7%。^[11]从上述数据可以看出,在我国证券司法实践中提起诉讼的投资者只占适格原告的约四分之一左右,而在在美国,对于证监会做出行政处罚的案件,投资者一般都会向法院提起民事诉讼。因此,尽管前置程序受到不少诟病,但它并不是造成案件数量少的主要原因,很多符合前置条件的案件最终未能进入诉讼程序可能还有其他更深层次的原因。

前置程序的设置在一定程度上解决了投资者在诉讼中的举证难问题,也解决了司法机关在诉讼中认定违法行为的法律和技术难题,因此,其存在具有一定的合理性,但应当扩大前置程序的认定主体。按照目前的法律规定,能够作为证券虚假陈述民事诉讼前置条件的只有证监会和财政部的行政处罚和法院的刑事判决。做出前置条件的主体范围较小,影响了符合提起诉讼的证券虚假陈述案件的基数,有必要对其进行扩展和改革。

1. 可以将证监会对证券欺诈行为的公开谴责、责令改正以及证券交易所对证券欺诈行为的认定也纳入诉讼前置程序,以更好地保护投资者权益。我国的证监会从成立到现在已经20多年,经过长期的探索与积累,在对证券违法行为的认定方面经验丰富,将证监会对证券欺诈行为的公开谴责、责令改正纳入前置程序有一定的可行性,而交易所具有实时监控证券交易的职能,更能及时发现证券欺诈行为并做出认定,且节省时间,因此,将交易所对证券欺诈行为的认定纳入诉讼前置程序也有一定的意义。

2. 在建立专门的证券法庭之后,认为证券欺诈行为给自己造成损害的投资者可以直接诉至法院,由精通法律和证券知识的专业人士组成的证券法庭自行认定证券欺诈行为。

3. 明确行政机关做出行政处罚的期间,提高行政处罚的时间效率,方便投资者提起诉讼。证监会

通常会进行长达几个月乃至一两年的调查取证,才会对违法责任人做出行政处罚。这导致投资者诉讼时间过长,许多投资者因此而放弃了诉讼。因此,建议对证监会办理证券欺诈案件的受理、调查、行政处罚等各个环节的时间在法律上加以限制,这样才能提高效率,增强投资者提起民事诉讼的信心。

(四) 改革现有的诉讼形式

如前所述,单独诉讼和共同诉讼已经不能适应我国投资者维权的需要,有必要借鉴立法和司法相对完善的其他国家和地区的证券欺诈民事救济制度,完善我国的相关制度。目前世界范围内解决证券欺诈群体性损害赔偿的诉讼模式主要有两种,一是以美国为代表的律师主导型集团诉讼模式;二是以我国台湾地区为代表的以非营利公益组织为主导的团体诉讼模式。^[12]美国律师主导的集团诉讼机制下的“退出选择”以及“胜诉酬金”的律师收费方式,能够激励律师主动发现和追诉证券违法行为,这种模式虽有高效率的优点,在美国发挥了较好的社会反响和效果,但是也存在许多弊端,比如诉讼滥用、和解逼迫和和解勾结等,且与我国目前的法律体制和政策体系有着较大差异,在其移植过程存在本土化问题,基于历史传统及社会和法律等方面的原因,美国式的律师主导模式并不适合于目前的中国。

我国台湾地区的投资人公益组织为主导的证券团体诉讼制度,对我国更有借鉴价值。2002年7月17日,我国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护法”获“立法院”通过,并于2003年1月1日起施行(2009年5月20日又进行了修正),从而为我国台湾地区证券市场投资人保护开启了新的一页。根据该法第28—36条之规定,因同一原因所引起之证券事件受损害的达20名以上投资人可以向公益组织——投保中心授予诉讼实施权,由投保中心以自己的名义提起诉讼,胜诉获得的赔偿款,在扣除必要的诉讼费用后,得分别交付给授予诉讼实施权之投资人;“投保法”还对投保中心提起团体诉讼规定了若干程序和实体上的优惠措施,以促使其有起诉之动因。^[13]这种通过专门立法设立投资者保护的专门机构,赋予该机构在投资者保护领域的广泛职能,并享有若干诉讼程序上的优惠的非营利组织主导模式主要有以下制度优势:其一,诉讼程序简便。这种模式实质上是单一型诉讼,投资者在诉讼程序开始之前需对投保中心进行授权,让投保中心成为适格原告,代替他们行使诉讼权利,在投保中心的原告资格得到法院确认之后,案件审理程序便与一般的单一型诉讼无异,简化了当事人提起诉讼的程序,也节约了法院受理案件的时间,有利于提高案件审理的质量,提高诉讼效率。其二,统一的案件裁判标准。在单独诉讼模式下,法院针对不同投资者进行调查取证,难免会造成案件裁决标准的不一致,而在证券团体诉讼中,众多投资者授权投保中心统一进行诉讼,法院一次受理,一次判决,确保了同一证券侵权案件调查取证、审理以及裁决的一致性,进而使得案件的审理更加公平公正。其三,有利于保护社会公共利益。投保中心以团体身份提起诉讼可以克服单个投资者个体力量之不足,充分利用团体的优势实现对广大中小投资者的保护,有利于震慑和阻却证券违法行为,提升投资者的信心,从而推动证券市场之良性发展。^[14]

从实践效果来看,我国台湾地区的证券团体诉讼制度运行十年来,在保护投资人权益、吓阻证券欺诈行为、推动公司治理、维护证券市场秩序等方面取得了显著效果。按照台湾投保中心的2014年工作报告,自其成立以来共办理证券团体诉讼案件187件,共有47件经法院判决全部或者部分胜诉,判赔金额146亿新台币^[15]。

事实上,我国大陆地区已经有了类似于我国台湾地区的投保中心的投资者保护机构,但是其功能需要进一步加强。2005年,经国务院批准,不以营利为目的的国有独资公司中国证券投资者保护基金有限公司注册成立。该公司成立后,在保护证券投资者方面已经做了许多有益的工作,建议把现有的中国证券投资者保护基金公司发展成为专门的投资者保护组织,通过相关法律及保护基金公司章程的修改,赋予该组织证券团体诉讼的资格,同时在诉讼费用、判决及执行等方面给予相应的特殊优惠。

(五) 建立投资者先行赔付制度

在证券欺诈案件中,投资者可能因相关责任主体的欺诈行为遭受重大财产损失,虽然诉讼程序可以为投资者提供救济,但诉讼程序耗时费力,不利于对投资者提供便捷的救济。即便投资者能够通过诉讼程序获得救济,也有可能因为相关责任主体丧失责任能力如企业破产等情形而无法得到足额补偿。为此,需要探索建立多元化的投资者损失填补制度,而设立证券市场赔偿基金正是一种有益的尝

试,在最近的万福生科虚假陈述事件中,作为万福生科保荐机构的平安证券先行拿出3亿元人民币设立了“万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金”,并委托中国证券投资者保护基金有限公司担任管理人先行赔付给投资者。截至2013年7月11日,中国证券投资者保护基金有限公司已经圆满完成了任务,12756名万福生科虚假陈述案适格投资者与平安证券达成和解,支付补偿金1.79亿元。^[16]这种由证券民事责任主体设立专项投资者补偿基金,委托中国证券投资者保护基金公司作为管理人先行赔付的模式,在诉讼途径之外为高效、便捷的保护投资者提供了一条新思路。首先,先行赔付制度减少了投资者进行证券欺诈民事诉讼的耗时、费力,及举证责任的繁琐。其次,作为一个非盈利的组织,保护基金公司能够较好的保持公益性和中立性,切实维护中小投资者合法权益。另外,保护基金公司还拥有多年的管理经验和专业优势。因此由保护基金公司作为管理专项补偿基金的受托人,是极好的选择。

诉讼不是证券欺诈民事救济的唯一途径,设立专项补偿基金,由保护基金公司担任管理人,代为向投资者先行赔付的方法,是保护投资者利益的有效途径,也是解决证券纠纷的有益探索。建议在相关法律以及保护基金公司的章程中,进一步完善和扩大保护基金公司的职能,建立由保护基金公司直接设立针对个案的“专项补偿基金”制度,让受损的投资者得到更加高效便捷的补偿。

参考文献:

- [1][美]乔尔·赛里格曼. 华尔街变迁史: 证券交易委员会及现代公司融资制度的演化进程[M]. 北京: 经济科学出版社 2004.
- [2]令人振奋的消息: 大庆联谊案画上句号[N]. 上海证券报 2006-12-5.
- [3]红光实业案为虚假行为买单[N]. 上海证券报 2002-11-26.
- [4][11]黄辉. 中国证券虚假陈述民事赔偿制度: 实证分析与政策建议[A]. 证券法苑第九卷[C]. 北京: 法律出版社 2013.
- [5]郭丝露, 李兴丽. 股民大规模维权之门再启? 虚假陈述诉讼十年检讨[EB/OL]. <http://www.infzm.com> 2014-01-24.
- [6]李国光, 贾玮. 证券市场虚假陈述民事赔偿制度[M]. 北京: 法律出版社 2003. 188-189.
- [7]王利明. 试论虚假陈述民事责任制度的完善[A]. 证券法苑第十四卷[C]. 北京: 法律出版社, 2015. 29.
- [8]黄湘源. 早该废了这种诉讼前置程序[EB/OL]. <http://finance.eastmoney.com> 2010-05-12.
- [9]陈俊宏. 证券纠纷解决机制的路径选择——以中小投资者利益保护为视角[D]. 北京: 中国政法大学 2014.
- [10]立案登记制改变证券索赔环境[EB/OL]. <http://stock.hexun.com/2015-05-09/175666944.html> 2015-05-09.
- [12]黄俊峰. 证券欺诈民事诉讼之主导模式研究[D]. 长沙: 湖南大学 2011.

- [13] 廖铭辉. 证券欺诈诉讼之比较法视野——以我国台湾地区证券投资人团体诉讼制度为核心之探讨[J]. 贵阳学院学报(社会科学版) 2015(1).
- [14] 冯亚景. 我国台湾地区证券团体诉讼制度评介及对大陆之启示[J]. 上海商学院学报 2014(2).
- [15] 程思潜. 证券虚假陈述民事赔偿诉讼研究——以五粮液案为例[D]. 石家庄: 河北经贸大学 2015.
- [16] 肖宇. 证券行政和解金的确立与分配规则探析[J]. 暨南学报(哲学社会科学版) 2015(6).

责任编辑: 程政举

The Dilemma and Outlet of Civil Remedy for Security Frauds

Yue Bing

(Henan University of Economics and Law Zhengzhou Henan 450046)

Abstract: In the practice, the civil remedy for security frauds reflects lagging. Even the law provides the rules for security fraud litigations, the cases and investors perusing it are relatively limited, which can be attributed to the limitations of the imperfect legislation, pre-procedure, jurisdictional system, and the litigation mode. Therefore, the courts in China are reluctant to accept the suits of security fraud. On analyzing the reasons of the dilemma, the author proposes five solutions. Firstly, expanding the scope of the cases; secondly, reforming the jurisdiction rules set up profession security courts; thirdly, reforming and expanding the pre-procedures; fourthly, reforming the litigation model; fifthly, establishing the invested prepaid rules.

Keywords: security fraud; civil remedy; pre-procedure; litigation mode