

# 第一章 导 论

## 一、投资风险的分配

任何投资皆有风险，证券投资也不例外。一般说来，根据风险是否源于证券发行人（公司）的业绩表现，可将证券投资风险概分为业绩外风险和与业绩相关的风险。业绩外风险主要包括两类：一是由国家经济大环境或者政治、外交等社会因素导致的非人为风险；二是由虚假陈述、操纵市场、内幕交易等欺诈和其他违法行为所导致的人为风险。与业绩相关的风险也可分为两类：一是公司经营管理层恪尽职责仍无法避免的不良业绩；二是经营管理层违反法定职责、怠于管理、滥用职权而造成的不良业绩。虽然在投资者自愿入市的情况下，法律推定他也自愿承担投资风险，但并不是所有的风险都是要投资者来承担的。如何合理地在投资者和相关人员之间分配上述投资风险，乃各国证券法和公司法所要解决的根本问题之一。

人们对于风险分配结果的期待，无外乎公平和效率。虽然“只有在效率提高的前提下才能实现更高层次的公平”<sup>②</sup>，二者在这一点上具有一致性，但公平和效率更多情况下是两个相互冲突的概

我国《证券法》第 19 条规定：“股票依法发行后，发行人经营与收益的变化，由发行人自行负责；由此变化引致的投资风险，由投资者自行负责。”

张文显著：《二十世纪西方法哲学思潮研究》（对经济分析法学派的评介）法律出版社 1996 年版，第 238 页。

念。面对两难选择，法学和经济学表现出了不同的取向。前者强调分配结果的公平和正义价值；后者则侧重于其效率价值<sup>③</sup>。本书是从法学角度研究投资风险分配的。

对投资者来说，风险即意味着损失。自公元前 287 年罗马平民会议通过《阿奎利亚法》确立当事人过失责任以来，在私法领域内，对于违背法律，侵犯他人和社会公共利益的行为，法律一直都给予了非难和否定评价。从公平、正义理念出发，没有理由让投资者承担因他人违法或失职行为给其带来的损失。合理的风险分配机制，除了能让投资者于事前避免不必要的损失外，还应使其在事后遭受损失的情况下能够从过错者那里得到赔偿。在一定意义上，后者也许更为重要。

在法律上讲，风险分配机制实际是法律责任如何设置的问题。欲在事前避免损失，所设置的法律责任必须具有惩戒和阻吓功能；欲在事后赔偿损失，法律责任必须体现其补偿功能。但是，在任何社会中，法律永远逃脱不了它那个时代的经济生活的羁绊，并在此基础上服务于一定的社会目的。如果说一般意义上的公平、正义以风险分配结果的理想化静态平衡为目标，那么，现实中的法律追求的则是一种动态的相对平衡。事实上，尽管在自然法学派那里，公平、正义具有永恒不变的绝对性，但现实世界中，这些概念的具体含义从来都不是脱离客观实际而超然存在的。因此，研究证券投资风险的分配仍应以实证法为落脚点。

在我国当前的经济生活中，对社会收益（和损失）的分配强调以“效率优先，兼顾公平”为原则。参见厉以宁著：《经济学的伦理问题》，生活·读书·新知三联书店 1995 年版 第 12 页以下。

参见王利明著：《侵权行为法归责原则研究》，中国政法大学出版社 1992 年版，第 43 页。

## 二、两种类型的损失及法律预防

在证券交易所买入股票的人，从证券法的角度讲，他是投资者；从公司法的角度讲，他是股东。基于此双重身份，当事人的证券投资损失可分为两种：一是因股价变动而直接遭受的损失；二是因公司财产减少而间接遭受的损失<sup>⑤</sup>。一般说来，证券法对投资者的保护重在救济其直接损失，公司法对投资者（股东）的保护则重在救济其间接损失。

虽然各国的证券监管方式不尽相同，但基本上都以“保护投资者、确保市场公平、有效和透明、减少系统风险”为目标<sup>⑥</sup>。为实现对投资者的保护，证券法确立了以下三个方面的制度<sup>⑦</sup>：

### 1. 证券发行核准制度。我国《证券法》第 10 条规定：“公开发

这里排除公司或董事直接侵害股东权益的情形。

⑤ 证监会国际组织 (ISOCO):《证券监管目标和原则》，1998 年 9 月(内罗毕)。参见香港证监会前主席梁定邦先生在中国《证券法》即将实施时接受记者采访时的谈话：《法律——离国际标准不远》载《人民日报》，1999 年 6 月 28 日第 10 版。保护投资者和维护市场的诚实是证券监管的传统目标，而防止系统风险最初主要是银行监管工作的重点，着眼于对市场参加者的严格规制。证券界对系统风险的关注还为时不长，但其重要意义已经越来越明显。系统风险对证券市场的影响主要在于“交易之基础设施”方面，即市场运作及清算和交割体制。证券市场的运作建立在这些“基础设施”之上，而非那些关于市场参加者和市场行为的规范之上。系统风险主要包括一个交易者不履行其付款或交付证券的义务导致其他交易者连锁反应的蔓延风险；投资者对市场突然丧失信心的风险；市场自身交割或清算系统突然崩溃的风险；市场失灵的风险；清算担保资金不足的风险；交割期间过长的程序性风险；股价波动过巨甚至影响其他股市的市场风险；法律方面的风险。Cf. Andrew M. Whittaker: *Tackling Systemic Risk on Markets: Barings and Beyond*, collected in Fidelis Oditah (editor): *The Future for the Global Securities Market: Legal and Regulatory Aspects*, pp257—266, Clarendon Press(Oxford), 1996.

⑦ 当然，像证券业和银行、保险、信托业分业经营的制度，证券集中托管和登记结算制度等，也都具有保护投资者的实际效果，但这些制度的设立，更多地着眼于政府行业监管，维持市场秩序以及规避系统风险的考虑。

行证券，必须符合法律、行政法规规定的条件，并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准或者审批；未经依法核准或者审批，任何单位和个人不得向社会公开发行证券。”除了对发行申请文件之真实、准确和完整性进行审查外，政府主管部门还重点审查发行人是否具备公开发行政券的实质要件，如资产规模，股本结构、经营业绩和发展前景等，以确定其发行资格。发行核准制度寄希望于通过设置相对严格的发行条件，将不良证券排除在投资者视野之外，以加强对投资者的保护。鉴于目前我国证券市场中尚未形成成熟的投资群体，由政府通过发行审核制度对证券质量予以初步把关，的确非常必要<sup>⑧</sup>。

2. 强制信息披露制度。证券与普通商品不同，它不是使用原材料生产加工出来的，而是人为创设的。就证券本身来说，它没有什么价值可言，但却代表了价值不菲的实体权益。因此，法律应当保证当事人向投资公众推销其证券时，接受方能够对该证券所代表的权益有一个清醒的认识。证券在创设出来后，并不会被购买方消费掉，而是在二级市场上连续进行交易。所以使投资者能够获得可靠和连续的、足以作出投资判断的信息是证券法追求的基本价值之一<sup>⑨</sup>。为此，证券法确立了强制信息披露（初次披露和持续披露）制度，以使投资者作出知情决策。

3. 禁止证券欺诈制度。证券交易是一个投机性很强的高风

⑧ 与发行核准制度相对的是发行注册制度。在此制度下，证券主管机关不对发行人作实质性审查，而仅对发行文件之合法性作形式审查。发行人报送发行文件一定期间后，若未收到主管机关的相反意见，即可公开发行证券。发行注册制度建立在充分公开的原则和投资者绝对理性的假设之上。采用发行注册制度的国家，其资本市场一般相对成熟，具备了实施该制度的经济和社会基础。另一方面，即使在美国这种典型的注册制国家，各个证券交易所对进入本所挂牌交易的上市公司，在资格上也都有宽严不一的实质性要求。

⑨ David L. Ratner: *Securities Regulation* (4<sup>th</sup> ed. ), pp1—2, West Publishing Co. 1992.

险行业，而社会公众投资者无论是在获取信息的渠道上，还是在投资技巧、经验和专业知识上，都处于劣势地位，为确保他们能在一个公平、公正的环境中进行交易，避免被人愚弄，同时防止过度投机给社会经济带来的危害，各国证券法无一例外地明确禁止了操纵市场和内幕交易等带有欺诈性质的交易活动。

毋庸讳言，绝大多数情况下，普通公众投资于股票的直接目的在于通过“炒作”而获利，并不是单纯想成为某公司股东。许多投资者在购买股票时甚至都没有意识到他已经获得了相应的股东身份。尽管如此，一个理智的投资者在进行投资决策时，仍然离不开对股票发行公司财务和经营管理状况的分析。股票价格仍以其内在价值为基础上下波动。如果公司业务因董事和高级职员滥用职权、怠于管理而每况愈下，并导致股票价格一路下跌时，投资者往往将其损失归因于当初不明智的投资选择而懊恼不已，除了忍痛“割肉”外，很少想到其损失实质上是董事和经理人员的违法行为所致。这正是投资者对自己股东身份意识缺位的表现。

投资者股东意识缺位是当今世界的一个普遍现象。自 20 世纪初以来，随着社会经济学及其观念的发展，公司、股东、董事和管理阶层以及政府的角色和作用都发生了根本性的变化，股东已由传统的财产所有人变成了投资人，他们在公司的地位也逐渐由主人沦落为单纯的资本供给者<sup>⑩</sup>。由于证券市场的发展，股东在公司的利益日益具有流动性<sup>⑪</sup>，与债权人类似，股东与公司之间形成了一种松散和暂时的关系。但是，债权人并不一定期望公司有令人满意的经营结果，他们对公司的利益的关心程度，一般只限于公

<sup>⑩</sup> Surendra Nath: *Shareholder's Rights and Protection under Company Law*, pp5—8, 11—15, Deep & Deep Publications, 1991.

<sup>⑪</sup> 参见美 理查德·A·波斯纳著：《法律的经济分析》（蒋兆康译）中国大百科全书出版社 1997 年版 第 535 页。

司不要经营得过糟以致无法按期支付约定利息。“与之相反，股东的收益却与企业的经营状况和经理人员如何认真将企业收入的适当份额分配给股东直接相关——这就是说，经理履行其管理职能所追求的高于竞争收益的任何东西都是与股东息息相关的。<sup>⑫</sup>正因为如此，越是存在股东意识缺位现象，就越应当对其利益给予更多的关注。可以说，如何实现对股东利益充分和现实的保护，是许多国家公司法改良的首要目标<sup>⑬</sup>。

不管公司是由董事会还是由经理人员控制（所谓“董事会中心主义”和“经理层中心主义”）投资者购买股票后其财富之增值<sup>⑭</sup>已不取决于他本人的努力<sup>⑮</sup>。他们已将公司事务的管理委托给了董事和经理人员。但是，把自己的财产交由别人管理，难免会存在“利益不一致、信息不对称、风险不匹配等问题”<sup>⑯</sup>。解决这些问题的法律途径，即是为受托管理人设定相应的义务。不论在解释董事和经理与公司之间的法律关系以及他们的法定义务时所依据的理论和方法有何不同，也不论在使用的法律术语上有何差异，由于两大法系在确立董事和经理义务时所追求的目标是相同的（使他们像对待自己的事务那样来管理公司事务），所以，在两大法系中董事和经理的义务的实质内容基本上是一致的。具体来讲，其义务大体包括两个方面：

一是忠诚义务 即董事 含经理 下同 在履行职责时 应始终

⑫ [美]理查德·A·波斯纳著：《法律的经济分析》下第 535 页。

⑬ S. Nath: *Shareholder's Rights and Protection under Company Law*, p15.

⑭ 指在公司内部资本投资的增值，而非在股票交易中基于买卖差价而赚取的利润。

⑮ 在解释什么样的“投资合同”属于 1933 年《证券法》第 2(a)(1)条规定的“证券”时，美国联邦最高法院确立的两个基本标准之一，就是“出资人仅仅依赖他人的努力而获利”。Cf. SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).

⑯ 陈舜著：《权利及其维护——一种交易成本观点》，中国政法大学出版社 1999 年版 第 18 页。

将公司利益置于首位，一旦其个人利益与公司利益发生冲突时，必须以公司利益为重。董事对公司事务之管理应尽到善意要求，以他合理地相信符合公司最大利益的方式来行事<sup>①⑦</sup>。

二是注意义务，董事应当按照一个处于类似职位的通常谨慎之人在类似情况下应采取的技能、努力和注意程度，来管理公司事务<sup>①⑧</sup>。

概言之，忠诚义务是对董事道德水准的要求，而注意义务则是对其业务能力的要求。传统上，人们一直认为‘管理不善’过失的危险性并没有经理人员不公正对待股东（不忠诚）的危险性大’<sup>①⑨</sup>。所以对董事忠诚义务给予了更多的关注。公司法的历史在很大程度上讲，就是一部如何确定具有可操作性的董事忠诚义务的发展史<sup>②⑩</sup>。但随着公司朝集团化和巨型化方向的发展以及专业分工的深入，公司法对董事注意义务的要求必将越来越高。

公司法通过设置上述董事义务来保障公司利益，只要公司利益得到了保障，证券投资者、股东也就间接地得到了保障。

### 三、私人诉讼机制的导入

仅仅存在纸上的法律并不会保证公平，更不必说实质正义。法律的真正意义在于其贯彻和执行，在于法律责任的落实。对于法律的贯彻和执行，尤其是像证券法和公司法这样带有很强管理色彩的法律，政府主管机关无疑应起主导作用。

<sup>①⑦</sup> Cf. American Bar Foundation: *Revised Model Business Corporation Act* (1997 edition), § 8.30(a)(1) . (3); 8.42(a)(1) . (3).

<sup>①⑧</sup> Cf. American Bar Foundation: *Revised Model Business Corporation Act* (1997 edition) . § 8.30(a)(2); 8.42(a)(2).

<sup>①⑨</sup> [美]理查德·A·波斯纳著：《法律的经济分析》下第535页。

<sup>②⑩</sup> Robert C. Clark: *Corporate Law*, p34, Little Brown and Company, 1986.

但是，一方面，政府主管机关代表国家行使公权力对违法者予以处罚和检诉，重在追究当事人对社会公共利益所负的责任，而无法为业已受到侵害的私人财产权益恢复正义。尽管证券法和公司法中关于行业管理的公法性规范占有很大比重，但它们毕竟都属于商事法的范畴，本质上仍以调整平等主体之间的财产关系为基础。在关注和加强对私权的保护日益成为社会进步的一种标志的今天，“法首先要促进和保障分配的正义，其次要促进和保障诉讼的正义。”<sup>①</sup>因此，赋予因他人违法行为而遭受损害的投资者诉讼提起权，是投资者法律保障体系中不可或缺的一环。

另一方面，法律的有效执行乃维持一个公正、诚实的证券市场的前提，而由政府主管机关监督众多市场参与者，从中找出违法行为人并通过执法来维护交易环境的安全，其成本是高昂的<sup>②</sup>。何况国家也“不能运用公众资源来永久地监管公司，必须创立不用付出昂贵代价的社会方式。”<sup>③</sup>美国司法和学术界的一个共识是，虽然美国证券交易委员会（SEC）对法律之执行负有主要责任，但广泛的私人诉讼为政府执法作出了“必要的补充”<sup>④</sup>。禁止私人诉讼

① 张文显主编：《法的一般理论》辽宁大学出版社 1988 年版 第 101 页。

② 长期以来，美国法院反复考虑的一个主题是，美国证券交易委员会“没有足够的资源监视证券业和检控所有犯罪。公共执行必须以私人执行为补充，否则法规禁止的行为就会免受惩罚，其带来的损失也得不到补偿”何美欢著：《公众公司及其股权证券》（中册）北京大学出版社 1999 年版 第 1047 页

③ 梁定邦：《公司伦理》，载北京大学金融法研究中心编：《金融法苑》1999 年第 1 期

④ Richard M. Philips, Gilbert C. Miller: *The Private Securities Litigation Reform Act of 1995: Rebalancing Litigation Risks and Rewards for Class Action Plaintiffs, Defendants and Lawyers*, The Business Lawyer (Section of Business Law, American Bar Association), Vol. 51, August 1996. 例如，Rule 10b-5 规则这样一个对付形形色色的证券欺诈行为的有力武器，其作用在很大程度上是通过当事人提起私人民事诉讼的方式来实现的。Cf. Arnold S. Jacobs: *The Measure of Damages in Rule 10b-5 Cases*, The Georgetown Law Journal, Vol. 65, No. 5, June 1977.

将不可避免地导致一些欺诈行为不被发觉和得不到补救。

基于以上两点考虑，证券投资者提起的民事诉讼在美国获得了广泛认同。法院期望通过一定的民事责任来提升“诚实、公平”交易的道德标准<sup>②</sup>。在美国，近几年来，全国各地由私人在联邦法院和州法院提出的证券诉讼案件每年大约为 300 件<sup>③</sup>。1995 至 1998 年这四年间，法院判决（包括经法院批准的和解方案以及 SEC 命令违法行为人“吐出”的非法利益的证券欺诈赔偿额高达 65 亿多美元<sup>④</sup>。

不光美国，最近证券诉讼在日本也逐渐增多，尤其是 1993 年《商法典》修订后，还出现了许多针对公司董事的股东派生诉讼<sup>⑤</sup>。

#### 四、董事和高级职员的个人责任<sup>⑥</sup>

我们必须承认，“从根本上而言，公司的概念是一种法律拟制。它是一个允许便利地限定法律关系的法律结构，但最终仍然是那些藏在公司背后的人和他们的行为决定了公司的未来和其他人的未来。”<sup>⑦</sup>可以说，无论证券法给投资者提供的保障机制，还是公

② 后半句话为美国联邦最高法院 Powell 法官在 *Ernst & Ernst v. Hotchfelder* 案中谈到 1933 年证券法设置民事责任时的评论。转见于哈佛法学评论协会：《公司季中绩效的披露》（梁上上等译）载五保树主编：《商事法论集》（第 3 卷）法律出版社版。

③ 参见 [美] 杰罗姆·柯恩：《美国证券监管制度中的证券责任制度简介》（该文写于 1996 年），载中国证券监督管理委员会编：《证券立法国际研讨会论文集》，法律出版社 1997 年版。

④ 资料来源：Securities Class Action Alter Shareholders and Lawsuits, <http://www.irbc.com/sharehol.com> 和 Securities Class Action Alter, <http://www.irbc.com/irbc.html> (1999 年 6 月 15 日)。

⑤ 参见 [日] 龙田节：《日本证券法律责任制度》，载中国证券监督管理委员会编：《证券立法国际研讨会论文集》。

⑥ 本书研究范围仅限于其个人民事责任，不涉及行政和刑事责任。

⑦ 梁定邦：《公司伦理》。

司法规定的股东（投资者）保护措施，其功能之发挥都离不开董事（含高级职员，下同）本人的中介作用。因此，强化董事个人责任，对于从法律上完善投资者保护制度有着不可忽视的现实意义。

在公司法框架下，股东在公司投资之增值几乎全部仰赖董事们的表现。对于这一点，自不待言。就是在证券法体系中，董事对投资者命运的影响也是不容低估的。证券法出于保障投资者权益，所确立的最基本、最重要的一项制度即是强制信息披露制度<sup>①</sup>。虽然信息披露义务人是公司而非其董事，但无论初次披露还是持续披露，投资者所能获知的信息内容以及获取信息的方式和时机，无不取决于特定董事的行为。他们的表现将直接影响到投资者的交易判断。如果董事再利用其信息优势进行内幕交易，对投资者之伤害，更是不言自明的了。

一般说来，当董事参与操纵市场或从事内幕交易时，他们的行为与公司之间已不再有必然的联系，对于这种纯粹的董事个人行为，受害投资者可直接根据禁止该类证券欺诈活动的规定追究其责任。但是，当董事利用职务之便，侵吞公司财产，损害公司和其他人利益，或者促使公司作出虚假信息披露时，由于有公司这样一个具有独立人格的法律主体作掩护，受害投资者追究其个人责任时就相对复杂得多。毕竟，在这种情况下，董事与投资者之间并没有直接的法律联系<sup>②</sup>。

长期以来，由于受《民法通则》第 43 条“企业法人对它的法定代表人和其他工作人员的经营行为，承担民事责任”的规定的影

<sup>①</sup> 诚如香港现任证监会主席沈联涛先生所言：“投资人对上市公司的信心主要取决于信息披露。”见《这个市场不应该有欺诈》载《南方周末》1999 年 10 月 22 日第 22 版。

<sup>②</sup> 对于这一点，英美公司法学者也有同感：公司似乎是福祸双倚的。说它是福星，乃因为通过公司这种形式，可以最大限度激励人们的创业精神，积累生产资本；说它是祸根，乃因为当出现某些不当行为时，却找不到承担责任的人，没有人受到相应的惩罚。Cf. Dennis Campbell: *International Liability of Corporate Directors*, “Preface”, LLP, 1993.

响 在我国 人们普遍认为 ,一方面 法人内部人员因职务侵权行为不对外承担赔偿责任 ;另一方面 ,虽然内部人员因职务行为给法人造成财产损失时 ,“ 也要向法人承担一定的赔偿责任 ,但它不是一般民法意义上的民事责任……应由劳动法、行政法调整 ”<sup>③</sup> 其结果往往是给予内部处分了事。但事实证明“我国《民法通则》的这一规定已经造成一定的消极后果” ,也不符合国际上的通行做法<sup>④</sup>。

《公司法》在一定程度上改变了这种状况 ,分别通过第 118、63、61 条确立了董事个人责任制度。不过 ,《公司法》的上述规定仅明确了董事对公司的民事赔偿责任 ,而没有提及董事对股东或其他第三人是否应承担赔偿责任的问题<sup>⑤</sup>。借鉴国外立法 ,《证券法》第 63 条规定了董事在信息披露方面对投资者应承担的个人责任 ,弥补了《公司法》的部分缺憾。但该条是基于证券市场的特殊性而专门制定的 ,还很难讲我国已经形成了完整的董事对第三人的个人责任制度<sup>⑥</sup>。

但不管怎样 ,鉴于董事在公司所处的特殊地位以及他们对投资者利益举足轻重的影响 ,必须给投资者提供直接或者通过公司

③ 佟柔主编 :《中国民法》 法律出版社 1990 年版 第 110—111 页。

④ 江平主编 :《法人制度论》 中国政法大学出版社 1994 年版 第 40 页。

⑤ 该法第 111 条虽规定“股东大会、董事会的决议违反法律、行政法规 侵犯股东合法权益的 ,股东有权向人民法院提起要求停止该违法行为和侵害行为的诉讼” 。但一方面 ,该条所提供的救济仅限于停止侵害之诉 ,未明确损害赔偿问题 ;另一方面 ,也没有明确股东所起诉的对象是公司还是对决议或决议议案负有责任的董事。从法条用语看 似乎是公司。顺便说一句 前面提到的《公司法》第 61 条 规定的是董事、经理违反竞业禁止义务时应向公司承担的归入责任。从严格意义上讲 ,这不是一种赔偿责任。

⑥ 关于董事对第三人的个人责任制度 ,可进一步参见梅慎实著 :《现代公司机关权力构造论——公司治理结构的法律分析》 中国政法大学出版社 1996 年版 第 234 页以下。

间接追究董事个人责任的法律途径。

## 五、研究意义和本书结构

在说明本书的研究意义之前，有必要先来检讨一下我国证券投资者权益被肆意侵害却又难以得到救济的现状。

我国目前的证券市场上 可谓有如下两个突出的特点：(一) 强制信息披露制度没有得到应有的尊重，包装上市、弄虚作假现象较为严重，手段非常恶劣。从“琼民源”到“成都红光”再到“大庆联谊”无一不是虚假陈述的结果<sup>⑦</sup>。根据《中华人民共和国财政部会计信息质量抽查公告》（第三号）的公告说明，对一百户国企 1998 年年报的抽查结果显示，几乎有 90% 的企业会计报表失真。其中 89 户企业存在损益不实问题，共虚列利润达 27.47 亿元；81

<sup>⑦</sup> “琼民源”事件的概况为：深交所上市公司海南民源现代农业发展股份有限公司（琼民源）在其 1996 年年度报告和补充公告中所称“实现利润 5.7 亿元，资本公积增加 6.57 亿元”的内容严重失实，虚构利润 5.4 亿元，虚增资本公积 6.57 亿元。年报公布结果致使市场反映强烈，股价波动异常。公司董事会全体成员在无法收场的情况下于股东大会上集体辞职。证监会对琼民源公司及有关董事、相关会计师事务所及负有直接责任的注册会计师等单位和个人分别作出了行政处罚。该公司董事长马某和会计班某分别被判处有期徒刑。

“成都红光”事件的概况为：上交所上市公司成都红光实业股份有限公司（成都红光）在股票发行期间及上市以后，存在以下违法、违规行为：1. 编造虚假利润，骗取上市资格。将 1996 年度实际亏损 1 亿多元，虚报为盈利 5400 万元。2. 少报亏损，欺骗投资者。该公司上市后，继续编造虚假利润，将 1997 年上半年亏损 6500 万元，披露为盈利 1674 万元；1998 年 4 月在公布 1997 年年度报告时，将实际亏损 22952 万元，相当于募集资金的 55.9%，披露为亏损 19800 万元，少报亏损 3152 万元。3. 隐瞒重大事项。自 1996 年下半年起，该公司关键生产设备就已不能维持正常生产并存在其他严重问题，但却故意隐瞒，未予披露。此外，该公司还存在未履行重大事件的披露义务以及其他违法行为。事后，有关当事人员分别受到了刑事和行政处罚。“大庆联谊”事件的性质也基本类似，该案所涉违纪违法金额高达 4 亿多元（以上介绍整理自证监会有关新闻稿）。

户企业存在资产不实问题，共虚列资产达 37.61 亿元，83 户企业存在所有者权益不实问题，共虚列所有者权益 26.12 亿元<sup>⑧</sup>。显而易见，弄虚作假已不是一家两家的个别现象，而是绝大多数都如此，简直成了一种‘公害’<sup>⑨</sup>！（二）证券欺诈活动异常猖獗，花样繁多的操纵市场和内幕交易行为不过是公开的秘密。在如今这个大小庄家林立的市场中，证券公司操盘手成了人们艳羡的职业。

除了在证券市场上的直接交易利益饱受愚弄外，中小投资者在公司的间接投资利益也没有得到有力的维护。受传统计划经济的影响，公司决策管理层普遍未形成一种全心全意为股东服务的伦理观念，国有资产流失严重，中饱私囊，恶意决策的现象是人所共知的<sup>⑩</sup>。

面对如此恶劣的市场环境，投资者损失之惨重是可以想见的。但迄今为止还尚未听说有哪位投资者通过法律途径获得赔偿的先例。这里面有投资者法律意识薄弱的因素，但除此之外，是否还存在制度上的原因呢？毕竟，并不是每一位投资者都缺乏法律意识的。在“成都红光”事件败露后，上海一位姜姓投资者愤然对红光公司 19 名董事、总经理以及有关承销商和中介机构在浦东法院提

⑧ 参见《百户国企'98 年报抽查结果显示——八成多企业会计报表失真》见《人民日报·海外版》1999 年 12 月 25 日第 5 版。

⑨ 业内人士对此表示了极大的愤慨：“在今日中国的证券市场上，那些不顾法规的明文要求而明目张胆地以虚假陈述、隐瞒重大事实等方式欺骗投资公众的上市公司，和那些为了自身的利益而为虎作伥的中介机构，与那刚愎自用的裸体皇帝和那些指鹿为马的无耻臣子又有什么区别？”高西庆：《证券市场强制性信息披露制度的理论根据》载《深圳证券市场导报》1996 年第 10 期。

⑩ “在我国上市公司中，绝大多数董事长、总经理没有公仆、打工仔的观念。他们没有意识到股票发出去的同时，也请来了一批股东主人！”谢百三：《中国股市为何牛短熊长》载《南方周末》1999 年 5 月 21 日第 22 版。而对于业绩上的问题，公司往往把责任推给环境，最多说是投资失误，从不见有人因此承担责任。如此行径与北约动不动把责任推给旧地图，声称“误炸”中国驻南使馆如出一辙；又怎能服众呢？张越：《总有一种股票让我们泪流满面》，载《证券市场周刊》第 41 期。

起了股票交易损害赔偿之诉。但是，在中国证监会已经明确认定红光公司的行为“违反了《股票发行与交易管理暂行条例》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》、《证券市场禁入暂行规定》和国家其他有关规定”<sup>①</sup>且《股票发行与交易管理暂行条例》第 77 条明文规定“违反本条例规定，给他人造成损失的，应当依法承担民事赔偿责任”以及《禁止证券欺诈行为暂行办法》第 23 条也有类似规定的情况下，浦东法院却以原告的“损失与被告的违规行为之间无必然的因果关系，且姜顺珍（原告）所称其股票纠纷案件不属法院处理范围”为由裁定对原告的起诉不予受理<sup>②</sup>。依法院的意思判断，这类纠纷似乎应由证监会来处理。但事实上，在“琼民源”和“成都红光”等影响极坏，给投资者造成惨重损失和巨大精神创伤的违法事件的处理上，证监会除了罚款和办理刑事责任移交外，并没有提到千千万万股民所遭受的损失。法院一纸不予受理的裁定致使投资者求诉无门，对受到他人欺骗和愚弄而遭受经济损失只能自叹倒霉。

长此以往，必然会导致投资者对证券市场失去应有的信任和信心。得不到经济补偿的投资者一旦将其绝望和愤怒爆发出来，很有可能采取极端措施给政府施加压力，影响到社会稳定。没有了投资者信任和稳定环境，对成长中的中国证券市场来说意味着什么是不言而喻的。

在这样的背景下，笔者研究证券投资损害诉讼救济这一重大而又紧迫的课题，其意义或者说目的在于：

① 《中国证监会关于成都红光实业股份有限公司严重违法违规案件的通报》，见《证券市场周刊》第 93 期。

② 上海市浦东新区人民法院《民事裁定书》（1998）浦经初字第 3964 号。事实上，这份裁决书一方面认定损害和被告行为之间无因果关系，另一方面又推说不属于法院管辖范围，本身就是有矛盾的。抛开因果关系问题不说，法院又有什么法律依据认为此类纠纷不属于法院管辖呢？

第一，为投资者私人诉讼提供系统的理论支持，回应实践需要。

从事理论研究的一个主要目的就是使法律“更多地回应社会需要”<sup>④③</sup>。总的说来我国《证券法》关于违法行为人民事责任的规定是非常欠缺的，《公司法》关于董事个人责任的规定亦不能让人满意。在这种情况下，欲在司法实践上有所突破尤其需要学理上的强力支持。滞后的理论必然制约着投资者诉讼救济制度的发展。例如，像前述浦东法院关于投资者交易损失与被告虚假陈述行为之间不存在因果关系的结论，如果不是故意得出的话，显然反映了学术界对类似问题理论准备不足的客观事实。因此，为投资者私人诉讼提供理论支持是本书的首要目的。

第二，唤起投资者法律意识，充分发挥私人诉讼的功能。

私人诉讼功能之发挥有赖于投资者的积极参与，除了自身利益能得到直接补偿外，出现更多王海式的打假英雄，也定可“大大地减轻政府监管部门的执法负担”<sup>④④</sup>。诉权历来被认为是股东的三大权利之一<sup>④⑤</sup>，但不像美国，在我国投资者的法律保护意识还相对淡漠<sup>④⑥</sup>。因此，唤起更多的投资者拿起法律武器维护自身权益，

④③ [美] 诺内特等著：《转变中的法律与社会》（张志铭译）中国政法大学出版社 1994 年版第 81 页。

④④ 高西庆：《证券市场强制性信息披露制度的理论根据》

④⑤ 其余两项权利为表决权 and 知情权。 Cf. R. C. Clark: *Corporate Law*, p93.

④⑥ 中国证监会处罚那么多违法违规行为，迄今可能也就上述姜姓股民一位受害投资者正式提出了诉讼。相反，在美国，1999 年 4 月 18 日全球最大的个人电脑公司康柏（COMPAQ）总裁埃克哈德·菲佛（Eckhard Pfeiffer）因欺瞒投资者，隐匿公司重大的利空致使康柏股东损失惨重，而被迫辞职。在菲佛辞职后仅七天的时间，就有 20 多家律师事务所代表投资者对康柏、菲佛和财务长梅森提起了民事诉讼（《康柏总裁辞职内幕》，载《北京青年报》1999 年 5 月 12 日第 31 版）。当然，在我国，法律意识淡漠的一个主要原因是投资者尚未从私人诉讼中尝到甜头。笔者相信，只要能让投资者切身体会到诉讼的好处，它必会迅速“燎原”。试想，在 1990 年之前，又有几个中国老百姓对股票投资意识不淡漠呢？

也是笔者进行此项研究的一个初衷。

第三，强化董事个人责任意识，规范上市公司治理结构。

董事在公司治理结构中处于核心地位，其表现对公司和投资者权益影响至巨。但由于人性和利益冲突的使然，“要想股份公司董事们监视钱财用途，像私人合伙公司伙员那样用意周到，那是很难做到的。……疏忽和浪费，常为股份公司业务经营上多少难免的弊窦。”<sup>④⑦</sup>兼之董事常常以公司作掩护，行事有一定的隐蔽性，“势行教严逆而不违”只有确立严格的董事个人责任制度 投资者权益保障才不致沦为一句空话。毕竟，与仅仅由公司承担赔偿责任相比，“从个人腰包中掏钱赔偿损失会引起更大的痛苦，产生更强的威慑作用。”<sup>④⑧</sup>

在我国 董事个人责任意识之淡薄 或者说精神之无畏是极其惊人的。一个突出的例子就是 连“成都红光”、“大庆联谊”这样的公司的董事都大言不惭每回不落地宣称“重要提示”：“本公司董事会保证本报告所载资料不存在任何重大遗漏、虚假陈述或者严重误导，并对其内容的真实性、准确性和完整性负个别及连带责任。”当然 尽管证监会处罚了一个又一个虚假陈述的公司 尽管前述财政部的抽查公告说明将近 90% 的公司都在作假，但事实上至今我们也未见到有哪一个公司的董事会成员（包括成都红光和大庆联谊）因此而承担了个别或连带的赔偿责任。这难道就应当是我们国家的“国情”？由于事实上并没有法律责任的落实，有人甚至建议取消这种虚伪的“重要提示”，因为该提示本身已经误导了

<sup>④⑦</sup> [英] 亚当·斯密著：《国民财富的性质和原因的研究》下卷（郭大力等译）商务印书馆 1974年版 第303页。

<sup>④⑧</sup> [日] 龙田节：《日本证券法律责任制度》。又见下述佐证：20世纪 70—80 年代的研究表明，董事权力逐渐转移至经理人员，董事消极行事是一个非常普遍的现象。但 1980 年代以后的研究表明，随着针对董事诉讼的增加和一些丑闻事件，情形又有所变化。Cf. R. C. Clark: *Corporate Law*, pp106—107.

投资者<sup>④</sup>。但可以肯定地说，这种状况是不可能长期持续下去的，上市公司董事们需要适时地清醒一下了，千万“不要以今天的快感换取明天的麻烦！”

第四，为维护投资者信心，促进中国证券市场的发展尽力。

投资者对证券市场的信任是其逐步走向成熟的基础。美国证券市场的成功，在很大程度上要归功于投资者对市场的信心<sup>⑤</sup>。在我国，尤其是证券市场初建阶段，为培育投资者对市场的信心，要通过各种机制给受损股民以抚慰。因他人违法行为而遭受损失的投资者，最关心的是如何才能拿回受人愚弄而被骗去的钱。虽然刑事制裁和行政罚款能给投资者一定的心理快慰和复仇感，但这种短暂的喜悦无法弥补其长久的经济隐痛。在公司董事背离职责要求，促使公司作出虚假陈述或其他违法行为时，我国的法制传统一直对对公司施以重罚青睐有加。但这种简单粗暴的做法，对投资者（股东）来讲无疑是雪上加霜。他们除了要承受在股票交易中的直接损失外，还不得不承受因公司资产被处罚掉一部分而给其在公司利益带来的间接损失。投资者何罪之有？凭什么让他们承担双重损失？台湾地区的证券交易法就没有采取大陆惯用的这

<sup>④</sup> 据《证券市场周刊》第41期（1999年5月22日第5页）“散户心声”报道，多数股民最初看到这种醒目的重要提示时，是深信不疑的，总觉得这提示一登，就如同基督徒对上帝许了愿，绝不敢有半分作伪。可后来发现连“成都红光”、“大庆联谊”这样的公司也都一回不落地作着“保证”，股民不禁发出了“这提示还有何意义？”的质疑。之所以落到如今这一地步，多少也是放纵法律责任，姑息养奸的结果。也许在刚开始的时候，董事们在作出这种“保证”时，曾经有过“战战兢兢，如履薄冰”的感觉，但在多次以身试法却“屡试不爽”后，一切都变得那么自然了。由于公司年报中虚假成分和陷阱比比皆是，以致让投资者感觉“阅读年报，如同出席一场盛大的假面舞会，兴奋交织着忐忑。”如果不遏制这种不良现象，必然会导致上市公司公信力逐日下降（据调查，12%的股民认为所有上市公司都存在造假行为，62%的股民认为多数公司造假。显然，股民对上市公司已普遍不信任。见张越：《总有一种股票让我们泪流满面》）。

<sup>⑤</sup> 参见美·史迪夫·柯利：《美国证券法概述》载沈四宝编：《公司法、投资法教学资料》（对外经济贸易大学法学院研究生内部教材）。