

虚假陈述案中民事司法与行政执法的协调衔接

张子学

(中国政法大学民商经济法学院, 北京 100088)

摘要: 基于最新的法院民事裁判与证监会的执法动向, 本文围绕虚假陈述案中民事司法与行政执法的协调一致与衔接互补, 分析了民事司法与证监会的行政认定不一致、民事司法对证监会行政执法的反向推动与证监会行政执法对民事赔偿的直接介入等三个问题, 并建议借鉴参考SEC采用的“公平基金”制度、英国金融行为局近年开始使用的“直接勒令赔偿”制度以及香港证监会推行的申请法院“责令回购”制度。

关键词: 民事司法; 证监会执法; 行政执法; 协调衔接; 虚假陈述

Abstract: Based on the latest trend of court civil judgement and CSRC enforcement actions, this paper focuses on three coordination and convergence issues between civil justice and administrative law enforcement in misrepresentation cases, which are the inconsistency between civil judicature and administrative cognizance, the reverse promotion of civil justice to the administrative enforcement of CSRC, and the direct intervention of CSRC enforcement in civil compensation. The paper suggests using “The Federal Account for Investor Restitution FAIR Fund” adopted by the SEC, the “Order Compensation System” that the UK Financial Conduct Authority has used in recent years, and the “Repurchase of shares ordered by Court” implemented by the Hong Kong Securities and Futures Commission.

Key words: civil justice, CSRC enforcement, coordination, convergence, misrepresentation case

作者简介: 张子学, 法学博士, 中国政法大学民商经济法学院教授, 研究方向: 金融监管、证券法、公司法。

中图分类号: DF438 **文献标识码:** A

目前, 我国已经初步形成了以行政执法为主干、以刑事追究为后盾、以民事赔偿诉讼(私人执法)为补充的三位一体、有机衔接、前后呼应、相互借助的证券执法机制。证监会对违法行为的线索发现与行政调查、行政处罚是证券执法的基础和主干, 公安、检察机关不断加大对内幕交易、操纵市场、“老鼠仓”、欺诈发行与违规披露、不披露重要信息等犯罪行为的追究力度, 法院受理与判决的虚假陈述民事赔偿案件也呈现快速增长的态势。证券执法的“力”、“量”比肩美国, 在国际上独树一帜。同时, 行政执法与刑事追究、行政执法与民事司法之间, 也逐步暴露出一些需要引起注意、有待释解的机制结点。在当前各方面形成合力防范化解重大金融风险的整体背景下, 本文基于最新的法院民事裁判与证监会的监管执法动向, 围绕虚假陈述案中民事司法与行

政执法的协调一致与衔接互补, 分析了民事司法与证监会的行政认定不一致、民事司法对证监会行政执法的反向推动与证监会行政执法对民事赔偿的直接介入等三个相对独立又有共性关联的问题, 提出了完善有关立法、司法与监管的建议, 以期对进一步优化我国证券执法机制, 更好发挥证券执法惩罚、警示与补偿的三维功能价值有所裨益。

民事司法与证监会的行政认定不一致

近期, 重庆市第一中级人民法院在北大医药虚假陈述民事赔偿案“(2018)渝01民初291号”判决书中关于信息“重大性”的意见, 引起了比较多的关注。在北大医药已经因未及时披露政泉控股、北大资源控股签订股权代持协议事项受到证监会行政处罚的情况下, 判决认

为, 该事项不具有重大性, 主要理由是: 该事项不属于《证券法》第六十七条所列“可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件”; 股权代持双方皆非北大医药控股股东, 代持事项不影响北大医药的实际控制人地位; 涉案事项并非虚增业绩、隐瞒亏损等虚假陈述行为, 对投资者决策无明显的利好或者利空意义。

其实, 类似判决, 近几年也时有出现。2016年, 在证监会四川证监局已经做出行政处罚的情况下, 江苏省高级人民法院在友利控股虚假陈述民事赔偿案“(2016)苏民终732号”判决书中认为, 针对友利控股未按规定披露关联企业间交换及出售承兑汇票的行为, 该交易行为本身并不导致公司主要财务指标失真, 且2012年度报告对大部分交易亦有反映, 案涉行政违法行为并未导致股票价格及成交量发生明显变化; 因此, 案涉信息披露违法行为不属于对重大事件在披露信息时发生重大遗漏。2013年, 在华闻传媒披露因财务会计报告重大会计差错受到财政部行政处罚的情况下, 最高人民法院“(2013)民申字第1859号”裁定书从所涉金额、事件性质、影响力等方面进行综合判断, 认为案涉财务会计报告中的有关事项和数据不构成重大事件。但是, 目前北京、上海等绝大多数地方法院的立场与做法是, 在受理民事赔偿案件之前, 虚假陈述行为所涉信息的重大性问题已经在前置程序中得到了认定, 故在民事案件审理中可不予过多涉及而直接予以认定。

可以预见, 这种民事认定与行政认定在实体上不一致的情形, 还会不断出现。随着一些地方法院在立案登记制背景下开始突破前置程序限制, 相关矛盾会变得愈发凸显。¹其中纠结, 需要在深入研究虚假陈述行政违法责任与民事赔偿责任构成要件、举证责任衔接与区别的基础上, 加以厘清。与行政违法责任相比, 虚假陈述民事赔偿责任的认定显然更为复杂。目前, 证监会已着手推动司法机关修订2003年起施行的《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》², 建议从整体上把握以下方面。

一、进一步研究、细化虚假陈述民事赔偿责任的构成要件

上述《若干规定》在起草时, 很大程度上参考了美国的学说理论与判例实践。不过, 值得注意的是, 《若

干规定》实施两年后, 美国联邦最高法院做出了Dura案判决, 把《证券交易法》10(b)条款下的民事赔偿责任明确统一为六个要件: (1)重大不实陈述或者遗漏(a material misrepresentation or omission); (2)主观过错(scienter, 包括故意、明知或者严重放任); (3)虚假陈述与买卖证券具有关联性(a connection between the misrepresentation and the purchase or sale of a security); (4)原告的交易系出于信赖被告陈述(reliance); (5)经济损失(economic loss); (6)损失因果关系(loss causation), 是指被告虚假陈述与原告损失之间存在“必然联系”(causal relationship), 或者说被告虚假陈述是原告损失的“实质性原因”(substantial cause)或者“近因”、“直接原因”(proximate cause)。³目前, 美国联邦法院体系基本遵照这六个要件处理虚假陈述民事赔偿纠纷。对比分析可知, 无论在司法解释的条文规定上还是众多已判决案件的实际操作上, 我国法院对虚假陈述民事赔偿责任构成要件的把握均比较初步、粗略。

二、区分“交易因果关系”与“损失因果关系”, 合理分配举证责任与确定证明路径

上述六要件之四是原告的交易系出于信赖被告陈述, 我国学理论述与实务上, 参照美国学理的说法, 往往也将此要件称为“交易因果关系”(transaction causation)。由于证券交易不同于传统的“面对面”交易, 虚假陈述侵权不同于一般侵权, 为解决原告在证明此要件上的困难, 美国联邦最高法院在1988年Basic案中, 以“欺诈市场理论”(fraud on the market theory)为基础, 确立了可反驳的“推定信赖”原则。该理论下, 在一个有效市场, 证券交易价格已经充分反映了所有公开、可得信息, 包括虚假信息; 因此, 联邦最高法院认为, 当投资者以市场价格买入或者卖出证券, 在其能证明以下情况时, 推定其交易系出于“信赖”被告虚假陈述: (1)诉称的虚假陈述是公开做出的, (2)该虚假陈述具有重大性, (3)股票在一个有效市场交易, (4)原告在相关期间实施了交易。⁴2014年, 联邦最高法院进一步在Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc. Halliburton一案中维持了这一原则, 不支持被告提出的原告应在证明存在“价格影响”的前提下才可适用这一推定; 同时认为, 如果被告有直接、显著的证据证明其虚假陈述并未

影响证券交易价格,或者证明涉案证券的交易市场并不是一个有效市场,则可以推翻这种推定。⁵上述六要件之六是“损失因果关系”,美国法院要求证明此要件的路径是,虚假陈述的揭露导致证券交易价格下挫,原告应当对此承担举证责任。

我国最高人民法院《若干规定》第十八条,也借助“欺诈市场理论”引入了“推定”原则。虽然对我国证券市场能否归为“有效市场”、我国司法能否适用该理论一直存在争议,实务上不少法院裁判已明确肯认我国虚假陈述赔偿民事司法参照了这一理论。⁶但是,此种“推定”并未像美国那样限于交易“信赖”或者说“交易因果关系”环节,而是笼统地将“交易因果关系”与“损失因果关系”一锅烩地纳入一个综合性的“虚假陈述与损害结果存在因果关系”推定。⁷这种操作,部分地导致举证责任分配的失衡。单从举证责任上看,与美国相比,我国虚假陈述民事赔偿原告的举证负担是相当轻的。一般情况下,原告只要符合虚假陈述实施日、揭露日与损失计算基准日等三个时点条件,列出交易与损失情况,就完成举证了,不少分析证明工作留给法院承担。这种模式,也部分地导致法院对证明路径的认识扭曲。比如,关于交易“信赖”或者“交易因果关系”的推定与反驳,应基于虚假陈述后投资者买入或者卖出证券“当时”的情况,但是,最高人民法院在鸿基地产虚假陈述案“(2016)最高法民申502号”裁定书中,以虚假陈述揭露后投资者还在买入证券,作为认定不存在交易因果关系的主要理由;这种“事后反推”的路径是否妥当,颇值商榷。

三、处理好虚假陈述揭露日与证监会调查处罚的关系

虚假陈述的“揭露”(corrective disclosure),不仅对计算损失数额有意义,更是证明损失因果关系的要件性因素。由于证监会执法环节对虚假陈述行为采取“立案即披露,立案才披露”的做法,尽管这种做法不一定妥当,⁸我国司法实践则普遍把被告公司公告证监会立案调查之日,作为确认虚假陈述揭露日的重要考量时点。笔者认为,在实际把握上,如果公告的立案调查通知书列明了调查事由为虚假陈述,则可以考虑把该日作为揭露日;如果公告的立案调查通知书只是模糊地说“涉嫌违反证券法规”,则虚假陈述并未被“首次”披露,因此

尚不宜单纯据此公告认为虚假陈述已经被“揭露”,还要综合考虑公告前后的媒体报道(包括有影响力自媒体的报道)、股价反应、市场评论以及被告的自行纠正性披露或者监管部门最终认定的虚假陈述情况与投资者担忧的一致性等因素。

近年来,美国联邦巡回法院一系列不断更新升级的判例,给我们提供一些双向参考。2013年,第十一巡回法院在Meyer v. Greene案判决中指出,仅仅宣布受到美国证监会调查,“如果没有其他情况,不足以构成揭露”;尽管随着公司披露“受到美国证监会调查”,股价下跌,但是该调查并未确认公司此前披露的财务报告存在不实。⁹2014年,第五巡回法院在Public Employees' Retirement System v. Amedisys, Inc.一案中认为,尽管关于政府调查的公告中并未披露存在实际欺诈,但是由于随后的一系列部分性的披露揭示了欺诈情况,则披露政府调查与损失因果关系的认定相关;也即,尽管任何一个单一的披露不足以建立损失因果关系,但是一系列部分的披露综合起来,就可以建立损失因果关系。¹⁰2014年,第九巡回法院在Loos v. Immersion Corporation, et al一案中判决认为,仅是宣布启动内部调查,并未向市场“揭示”(reveal)存在欺诈行为;启动调查公布后的任何股价下跌,只能归结于市场关于是否存在欺诈的猜测,这种猜测不能成为建立损失因果关系的基础。¹¹2016年,第九巡回法院在Jacksonville v. CVB Financial Corporation一案判决认为,被告公布收到美国证监会调查传票后股价大跌,综合考虑此点与当时多位分析师认为传票缘于被告虚假陈述、被告此后的披露确认了市场关于传票的担忧等情况,应当依据公告收到美国证监会传票时确定损失因果关系。¹²

四、统一明确系统风险的认定与扣除标准

目前,在系统风险的认定与扣除问题上,各地、各案的做法差异很大。在被告上市公司住所地省会城市中级法院一审管辖的大原则下,地方保护的痕迹在系统风险扣除上若隐若现。有些判决认为被告提供的证据无法证明存在系统风险,不应剔除系统风险,被告要全额赔偿;有些判决则认为投资者的损失100%是由系统风险导致的,不能得到任何赔偿。有些判决以大盘指数作为考量是否存在系统风险的依据,有些判决以大盘指数加

上板块指数作为计算依据。具体如何剔除系统风险又有不同的做法,包括“统一确定系统风险直接比例法”、“统一确定系统风险相对比例法”、“个案计算系统风险直接比例法”等都有使用。在举证方法上,一些地方法院希望证监会能像证券犯罪刑事诉讼中那样出具“认定函”或者“确认意见”,也有些地方法院考虑通过专家证人、专业陪审员以及第三方鉴定机构解决这一问题。建议最高人民法院在充分调研基础上,加以统一明确。

五、区分信息披露违法与证券欺诈

目前,《证券法》第一百九十三条是一个“大筐”,既涵盖了非常严重的财务舞弊、财务欺诈,也涵盖了一般性的虚假记载、误导性陈述和重大遗漏,还涵盖了“未按规定”也即未按照相关规则规定的时限、格式、内容、方式等披露。其实,许多信息披露违法行为,虽然违反了信息披露规则应当受到行政处罚,但并不一定存在“欺诈”,因此可能并不具备需要承担民事赔偿责任的构成要件。我国虚假陈述前置程序的存在,容易反向使投资者陷入凡是受到了证监会的行政处罚,就必然引发民事赔偿责任的迷思。这一点,也是需要反思、梳理和澄清的。

六、区分发行文件与持续披露文件中的虚假陈述

我国《证券法》第六十九条是追究虚假陈述民事责任的基本法律依据。但是,该条未区分发行文件中的虚假陈述与持续披露文件中的虚假陈述,只是就不同主体规定了无过错责任、过错推定责任、过错责任的归责原则,一级市场发行文件披露中的发行人与二级市场持续披露中的上市公司一样,要承担无过错责任。笔者认为,二者在责任主体范围、责任构成要件尤其是是否要求主观过错、举证责任等方面应当有所区别。背后的逻辑是,在发行文件虚假陈述中,发行人本身就是因虚假陈述引致交易的一方当事人、直接受益者,发行文件中的虚假陈述,对投资者的侵害是明显的;而持续披露虚假陈述中,上市公司并非投资者买卖证券的交易对方,也非直接获益者,持续披露文件中的虚假陈述,对投资者的侵害是隐含的。

美国法下,证券民事赔偿责任的立法与判例依据纷繁复杂、叠床架屋,多有交叉重合、以新代旧之处,原

告也往往依据多个法条起诉。虽如美国联邦最高法院所指出的,共有8个“明示的”(express)证券赔偿责任条款,即《证券法》第11、12、15条与《证券交易法》第9、16、18、20、20A,¹³但是,使用最广、作用最大的反倒是联邦法院体系基于“反证券欺诈一般条款”也即《证券交易法》第10(b)条及其下证监会10b-5规则,通过判例逐步推展出的“默示诉权”(implied private cause of action)。按照联邦法院的解释,《证券交易法》第10(b)条与10b-5规则创制了影响二级市场交易(aftermarket trading)的有意的(intentional)虚假误导性陈述所应承担的宽泛责任,原告既可以是买方也可以是卖方,索赔对象范围较广,举证责任较重;而《证券法》第11条、第12条实质上创制了证券发行中发行人及相关主体的“严格责任”(strict liability),原告只能是买方,索赔对象范围较窄,举证责任较轻。《证券法》第11条与第12条的区别在于,前者适用于已注册证券,任何买方,无论其从何人那里购入证券,均可要求对虚假误导性注册报告承担责任者赔偿损失,索赔对象是证券的“制造者”与“批发者”,包括发行人、承销商以及帮助其准备注册报告的“专家”;¹⁴后者适用于所有证券,如果卖方在销售证券时使用了虚假误导性的招股书或者口头陈述,买方可以要求撤销买入,或者于不再持有该证券时要求卖方赔偿损失,索赔对象是“零售者”也即把证券销售给大众投资者的交易商。¹⁵

在我国台湾地区,发行文件不实陈述的民事责任规定于《证券交易法》第三十二条,通称“公开说明书不实责任”,而持续公开文件不实陈述的民事责任规定于《证券交易法》第二十条第二项,通称“财报不实责任”。¹⁶这种区别,也是我国将来在责任设定上需要重点研究考虑的。

进行以上分析后,回到本部分开头提及的法院在涉案信息“重大性”上与证监会行政认定不一致的问题。通常来说,《证券法》以及证监会《上市公司信息披露管理办法》、证券交易所《股票上市规则》要求披露的信息,均是达到“重大性”程度的信息;证监会调查、处罚的信息披露违法行为,也是在认定涉案信息具备“重大性”要件的前提下,才实施执法行动的;个案中判断“重大性”,应综合考量“对投资者决策影响”主

观标准与“对交易价格影响”客观标准。因此，司法判决认定已经受到证监会处罚的行为所涉信息不具有“重大性”并主要据此驳回投资者赔偿请求，确有一定的令人纠结之处，相关裁判理由也显得牵强苍白。不过，如上所述，如果我们能进一步深化对虚假陈述民事赔偿责任构成要件、举证责任、行为样态等方面的理解与认知，或许可以从交易因果关系、损失因果关系、主观要件等更广阔、更丰富的层面上找到更具说服力的解释、解决途径。

民事司法对证监会行政执法的反向推动

在当前各方形成合力、进行联动防范与化解重大金融风险的背景下，司法机关加强了对金融监管的介入，在某些方面还呈现出“司法监管化”的倾向。¹⁷一些法院系统人士在沟通中也认为，基于金融监管的局限性，应发挥司法“反身性”功能。长期以来，证监会行政执法一直在推动、配合证券欺诈民事赔偿诉讼与证券纠纷商事审判。近期的一些案例，则呈现出两种民事司法反向推动证监会行政执法的动向。一种动向是，“对于违反监管规定的行为，人民法院可以通过向金融监管机构发出司法建议的方式，由金融监管机构通过行政执法行为予以规范和整治”；¹⁸另一种动向是，司法机关开始显露出以违反证监会监管规章为由认定商事合同无效的苗头。这两个方面均已出现典型案例。

一、地方法院向证监会发出《司法建议书》

2016年12月，江苏安怡化工有限公司以上市公司辉丰股份的控股子公司科菲特拖欠其货款为由，向常州市新北区人民法院提起诉讼。常州市新北区人民法院“(2017)苏0411民初113号”判决书显示，经查明，辉丰股份审计袁仲和于2014年4月23日发给科菲特财务人员的电子邮件一份，载明2012年虚增销售4781.6万元。2017年10月，常州市新北区人民法院向中国证监会稽查总队发出司法建议书》，称“因江苏辉丰生物农业股份有限公司并非本案当事人，但涉嫌通过合并财务会计报表虚增上市业绩，扰乱证券市场秩序，损害广大股民投资者的利益，故本院提供以上线索”。¹⁹2018年1月，辉丰股份回复深交所问询函称，经核查，控股子公司科菲特2012年部分收入存在虚增销售的可能，确认金额为

3390.29万元。2018年4月，辉丰股份公告，因公司涉嫌信息披露违法违规，被证监会立案调查。

从权限与程序上讲，法院在民商事审判中发现证券违法情况，主动以司法建议书的方式提请证监会关注，并无障碍。但从以往实践看，这种操作并不多见。随着我国公众公司卷入的合同、投资、知识产权等纠纷不断增多，法院在审理过程中发现上市公司在财务、经营或者管理等方面存在证券监管尚未关注到的虚假陈述的情况也会越来越多，证监会收到的司法建议书或许将不再是凤毛麟角。这一动向，表面上是民事司法对证券执法的推动，深层次上也涉及法院在一些决定民事法律行为效力、民事法律责任承担与分配的事实依据上，与证监会的认定是否一致，比如，是否都认定构成财务舞弊，从而既构成证券法上的欺诈，也构成民事合同缔约或者履约上的欺诈。

二、最高人民法院认定股权代持协议无效

此即引起民商法学界与证券实务界高度关注、不无争议的最高人民法院2018年3月做出的“(2017)最高法民申2454号”再审审查与审判监督民事裁定书。²⁰

本案核心争点是，讼争双方在亚玛顿发行上市前就其股权达成隐名代持协议有效无效。最高人民法院首次认定，该种股权代持协议“损害社会公共利益”，故而无效。其理由是：首先，依据证监会颁布的《首次公开发行股票并上市管理办法》第十三条、《上市公司信息披露管理办法》第三条，《证券法》第十二条、第六十三条规定，“公司上市发行人必须股权清晰，且股份不存在重大权属纠纷，并公司上市需遵守如实披露的义务，披露的信息必须真实、准确、完整，这是证券行业监管的基本要求，也是证券行业的基本共识。由此可见，上市公司发行人必须真实，并不允许发行过程中隐匿真实股东，否则公司股票不得上市发行，通俗而言，即上市公司股权不得隐名代持。本案之中，在亚玛顿公司上市前，林金坤代杨金国持有股份，以林金坤名义参与公司上市发行，实际隐瞒了真实股东或投资人身份，违反了发行人如实披露义务，为上述规定明令禁止”。其次，证监会根据《证券法》授权对证券行业进行监督管理，是为保护广大非特定投资者的合法权益。“要求拟上市公司股权必须清晰，约束上市公司不得隐名代

持股权,系对上市公司监管的基本要求,否则如上市公司真实股东都不清晰的话,其他对于上市公司系列信息披露要求、关联交易审查、高管人员任职回避等等监管举措必然落空,必然损害到广大非特定投资者的合法权益,从而损害到资本市场基本交易秩序与基本交易安全,损害到金融安全与社会稳定,从而损害到社会公共利益。“本案杨金国与林金坤签订的《委托投资协议书》与《协议书》,违反公司上市系列监管规定,而这些规定有些属于法律明确应予遵循之规定,有些虽属于部门规章性质,但因经法律授权且与法律并不冲突,并属于证券行业监管基本要求与业内共识,并对广大非特定投资人利益构成重要保障,对社会公共利益亦为必要保障所在,故依据《中华人民共和国合同法》第五十二条第四项等规定,本案上述诉争协议应认定为无效”。

可以说,最高人民法院的这一裁定意见,对证券行政执法的“反推”力则是巨大的。我国股票发行上市环节,出于种种原因,股权代持是一种比较普遍的现象,我国台湾地区将代持账户称为“人头账户”;更有一些控股股东、实际控制人,把“大非”伪装成“小非”,以规避减持约束。对这些情况,监管虽有关关注但鲜见作为违法违规予以查处的先例。最高人民法院裁定引发的问题是:其一,《证券法》第一百八十九条规定的欺诈发行是“发行人不符合发行条件,以欺骗手段骗取发行核准”,最高人民法院裁定认为“不允许发行过程中隐匿真实股东,否则公司股票不得上市发行”,可见,发行人隐瞒此种隐名代持涉嫌欺诈发行;其二,最高人民法院将此种隐名代持行为的危害定性为“损害到广大非特定投资者的合法权益,从而损害到资本市场基本交易秩序与基本交易安全,损害到金融安全与社会稳定,从而损害到社会公共利益”,则证监会理应对隐瞒此种代持情况的发行人、上市公司按信息披露违法予以查处,对代持双方按照《证券法》第一百九十三条规定的“其他信息披露义务人”予以查处。

不过,迄今尚未发现证监会有所动作,也未看到证监会对最高人民法院的上述定性进行公开回应。或许证券监管上并不认为涉案股份代持的危害有多么严重,则最高人民法院以相当严厉的措辞从金融监管的角度认定合同无效,就有较大的商榷余地。此外,认定上市公司

股份代持合同无效之后,还涉及名义股东如何退出、实质股东如何回归正位的问题,需要证券监管的后续跟进;如果是控股股东所持股份的代持,还涉及上市公司收购事项,情形就更为复杂。

证监会行政执法对民事赔偿的直接介入

《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”。这就是证券执法上的“先民原则”。但是,实践中由于行政、刑事处罚在先,相关罚款、罚金上交国库,其后承担民事责任的能力势必受到影响。²¹尤其是一些案件中,上市公司还可能因构成国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的重大违法行为受到其他行政部门的处罚或者刑事司法机关的追究,乃至被强制退市、被申请破产。²²此时,如何协调各方面的利益冲突,使投资者尤其是中小投资者最大限度地得到赔偿,就成为一个不容回避的问题。近年来,证监会在万福生科、欣泰电气案中首开保荐机构先行赔付,其下属的投资者保护机构也积极支持投资者赔偿诉讼,但这些终非普适治本之策。从长远看,还是应当在立法层面与实际操作上,考虑借鉴参考美国证监会普遍使用的“公平基金”制度、英国金融行为局2017年首次使用的“直接判令赔偿”制度,以及香港证监会在洪良国际等案中使用的申请法院“责令回购”制度。

一、美国证监会的“公平基金”制度

公平基金的全称是“联邦投资者赔偿账户”(The Federal Account for Investor Restitution)基金(FAIR Fund)。2002~2013年,美国证监会累计通过243只公平基金,补偿投资者144.6亿美元,超过此期间其120.4亿美元的预算开支总额。²³2017财年,美国证监会没收违法所得29亿美元、民事罚款8.32亿美元,通过公平基金补偿投资者10.7亿美元,其中绝大多数资金来自于四只公平基金。²⁴美国证监会以公平基金制度为依托,同时使用接管(receiverships)、协同起诉(coordinated prosecutions),公众公司财务报告发生重述时由公司收回已发放给高管的与运营表现挂钩的红利(clawback actions)等公权力干预手段,成为证券欺诈案件中与私人赔偿诉讼并驾齐驱、

互为补充的挽回投资者损失的主导力量。同时,有别于私人赔偿诉讼主要针对实施虚假陈述的公众公司,美国证监会收取公平基金的案件来源多种多样,既包括一级市场与二级市场上的欺诈性披露,也包括发售未注册证券、庞氏骗局与相关伎俩、内幕交易、操纵市场、投资公司与投资顾问的不当行为、经纪交易商违规、海外贿赂与腐败等。另一个不同之处在于,私人赔偿诉讼因种种限制,赔偿金主要来源于发行人、上市公司,公平基金更有可能让证券欺诈中的责任人员与作为次级被告的审计机构、投资银行等帮助教唆者承担经济制裁;而且就责任人员来说,对于证监会的民事罚款必须自掏腰包,不能如私人赔偿诉讼中可以利用董事高管责任保险(D&O)实际上把经济处罚通过公司间接转嫁给受损害的股东。

与美国证监会(CFTC)、联邦贸易委员会(FTC)、司法部(DOJ)相比,美国证监会拥有最广泛的补偿受害者经济损失的授权。本来,美国证监会的预算体制是“收支两条线”,预算由国会批准、财政支付,其执法收缴的罚没款也悉数上交国库。曾经很长一段时间,美国证监会也认为自己并不承担补偿投资者的职责,投资者赔偿应通过私人诉讼渠道解决。²⁵转变发生于《1990年证券执法救济与分拆股票改革法案》(Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990),明确授权证监会在行政程序中没收违法所得并分配给受害投资者。不过,这项授权并不适用于民事罚款,证监会仍应将罚款交给财政部,所以当时设立的是“没收基金”。1990~2002年间,证监会在两类案件中使用该项授权:一类是个人通过欺诈获得了可确认的违法所得,主要是内幕交易案;另一类是证券发行欺诈与庞氏骗局案中,违法机构除了欺诈外实际上别无其他商业目的,证监会通常寻求紧急救济,关闭这些机构,任命接管人,把剩余资金返还给受骗投资者。

2001年与2002年接连爆出的多起重大会计舞弊丑闻给投资者造成了史无前例的损害。2002年,《萨班斯法案》发布实施,扩张了证监会补偿投资者的权力,第308(a)条授权证监会可以将民事罚款加入到“没收基金”中,改称“公平基金”。该条规定:“如果在证监会依据证券法发动的任何司法或者行政程序中,证监会获得

指令,要求没收某人因违反证券法律或者其下的规则、条例所获收益,或者该人同意和解上缴违法所得,同时证监会也依据相关法律对该人实施了民事罚款,则该项民事罚款应按照证监会的请求或者依照证监会的指示,为了该违法行为受害者的利益,加入到没收基金中”。不过,这一修改的最大局限性在于,证监会只有在同时令被告上缴违法所得的前提下,才可将民事罚款一并纳入公平基金。为此,证监会必须证明特定被告从证券违法中获取了收益。如果只有民事罚款但无没收违法所得,证监会就应将民事罚款悉数交给财政部。

2008年全球金融危机之后,2010年发布实施的《多德-弗兰克法案》取消了这一限制。该法案第929B条规定:“如果,在证监会依据证券法发动的任何司法或者行政程序中,证监会对违法者实施民事罚款,或者该违法者和解同意接受民事罚款,则该项民事罚款应依据证监会申请或者按照证监会指示,加入到为了该违法行为受害者利益设立的没收基金或者其他基金中”。

美国证监会拥有是否设立公平基金的决策权。执法部职员在提请证监会发动诉讼或者同意和解时,会考虑是否建议设立公平基金。证监会主要依据两种因素决定是否设立:其一,是否存在可确认的、蒙受了可确认损失的一众受害投资者;其二,与潜在受害者数量相比较,可能从被告收取的罚没款数量是否大至可以提供合理分配。实践中,这两类因素又被细分为三十个不同的可行性论证因素。

2007年,证监会在执法部成立了“收款与分配办公室”(the Office of Collections and Distributions)管理基金分配。2011年,为加强分工制衡,将之一分为三:隶属于执法部的“收款办公室”(the Office of Collections)、“分配办公室”(the Office of Distributions)与隶属于财务管理办公室(the Office of Financial Management)的“执法审计与数据完整性处”(the Enforcement Audit and Data Integrity Branch)。具体操作上,在受害者及其损失都已明确、被告申请破产的可能性较小,而且被告值得信赖的少数案件中,证监会的处罚令或者法院的最终同意判决会要求被告直接将罚没款支付给可确认的受害者。大多数案件中,证监会雇佣外部的分配顾问制定分配计划,雇佣基金管理人发布通知、向适格参与者发送信

息、实施追偿、建立账册、进行纳税申报与分配资金。

虚假陈述案中,会出现私人赔偿诉讼与证监会执法平行进行的情况。此时,证监会通常会同意把已经缴纳的违法所得从私人集团诉讼的赔偿款中扣除,但通常不同意将已经缴纳的民事罚款用于扣减私人集团诉讼的赔偿款,意在“维护民事罚款的威慑效果”。如果投资者已经通过公平基金获得了足额补偿,则法院基本上会驳回平行的私人赔偿诉讼。同时,许多案件中,证监会把公平基金款项置入集团诉讼赔偿账户,以避免重复与节约分配成本。

有些虚假陈述案中,证监会的执法对象是已经进入破产程序的公众公司。根据绝对优先权原则,《破产法典》第510(B)条将股东因证券欺诈的索赔请求置于破产公司债权人的求偿权之下。因此,针对破产公司的证券私人诉讼往往被驳回。但是,《破产法典》第510(B)条并未阻止证监会可以通过公平基金把罚没款分配给受欺诈的股东,其实施结果是减损了破产公司无担保债权人的利益,导致对股东的过度补偿。典型例子是世界通讯公司案。世界通讯公司在揭露大规模财务欺诈后不久就申请破产保护,证监会从破产财产中收缴了7.5亿美元作为民事罚款,设立公平基金分配给了本应颗粒无收的受欺诈股东。²⁶此举引起了相当多的学术和大众批评。不过,世界通讯公司案仅是孤例。另外一起受到批评的北电网络案中,公司向证监会支付3500万美元民事罚款14个月后才申请破产,而且该笔罚款也未影响债权人的追讨。²⁷在其余的公众公司已经进入破产程序的案件中,证监会或者不起诉公司,或者不对公司进行金钱处罚。此时,证监会往往注重起诉相关责任人员与审计机构、投资银行等第三方被告,将所获得罚没款通过公平基金分配给受害股东,这并不影响无担保债权人的利益。

总体看来,尽管公平基金制度也面临与私人赔偿诉讼重复、投资者自我循环赔偿以及证监会行政和解中缺乏投资者参与等诟病,在联邦最高法院继续收紧虚假陈述案中私人集团诉讼可适用空间的趋势下,作为公权力补偿投资者的一种主要渠道,其未来发挥的作用会越来越大。²⁸

二、英国金融行为局的“直接勒令赔偿”制度

2017年3月,英国金融行为局首次使用《金融服务与

市场法》第384条授予的勒令公众公司赔偿投资者损失的权力。特易购(Tesco plc、Tesco Stores Limited)因临时公告高估半年度盈利,收到金融行为局的勒令赔偿通知; Tesco承认指控,同意赔偿购买其股票或者债券的适格投资者;金融行为局同意,如果赔偿计划执行满意将不实施罚款。

《金融服务与市场法》第384条规定如下:“(2)在相关人符合以下情形:(a)实施了市场滥用行为…,且第(3)款条件成就时,[金融行为局]可以行使第(5)款规定的权力”。“(3)条件是-…(b)一人或者多人因上述市场滥用行为蒙受了损失或者受到其他不利影响”。“(5)本条第(2)款所指的权力是,要求相关人遵照监管机构行使权力、认为适当的安排,以上述损失或者其他不利影响为限,向适格的一人或者多人支付或者分配有关监管机构认为正当的数额”。

需要指出的是,金融行为局的上述权力是强制性的,不容许讨价还价。不过,为了促使违法者主动执行勒令赔偿的决定,金融行为局把是否积极补偿投资者,作为是否给予金钱处罚的考量因素。金融行为局《决定程序与处罚手册》(Decision Procedures and Penalties manual, DEPP)第6.4.2(5)G)条规定,如果违法者已经承认违法并向监管当局提供了充分及时的合作,且已经采取措施保证那些因其违法行为蒙受损失的人将获得足额补偿,则可将此作为只给予公开谴责(public censure)而不施加金钱处罚的一种考量因素。不过,这还要取决于违法行为的性质与严重程度。

首例案件源自于2014年8月29日特易购公司发布临时公告称,截至8月23日,预计录得大约11亿英镑半年度利润;随后,10月22日,公司又公告称主要由于提前确认了商业收入和延迟应计费用,高估了半年度盈利数字。金融行为局认为, Tesco “知道或者应当合理预见到2014年8月29日的公告是虚假或者误导的”,该错误公告导致其证券以被夸大的价格交易。

Tesco plc、Tesco Stores Limited就其市场滥用行为与金融行为局达成和解,承认指控,同意向2014年8月29日至9月22日购买其股票或者债券的投资者进行赔偿。此前, Tesco Stores Limited已经与刑事执法机构“严重欺诈办公室”(Serious Fraud Office, SFO)达成“缓起诉

协议”(deferred prosecution agreement, DPA), 同意支付128,992,500英镑罚金。²⁹

金融行为局向Tesco plc、Tesco Stores Limited下发了内容详尽、包含赔偿协议格式文本的勒令赔偿《处理决定书》(FINAL NOTICE)。决定书内容包括: 1.处理决定(ACTION); 2.理由摘要(SUMMARY OF REASONS); 3.概念释义(DEFINITIONS); 4.事实与相关事项(FACTS AND MATTERS), 包括相关背景、发布不实信息的过程、不实信息对市场交易的不当影响、与SFO达成“缓起诉协议”的情况、配合金融行为局调查的情况等; 5.失当之处(FAILINGS), 释明认定特易购行为构成市场滥用的依据; 6.惩罚(SANCTION), 指出特易购的行为违反了《金融服务与市场法》第118(7)条的规定, 应当赔偿投资者损失并受到公开谴责; 7.程序问题, 包括公开此决定的依据以及金融行为局“执法与市场监管部”的联系方式与联系人。决定书有两个附件, 附件1罗列了相关的法规与监管条文, 附件2是“支付赔偿金的具体安排”。该安排包括赔偿金的管理人、潜在申请者的确认与通知、索赔程序、补偿计划、支付程序、计划的终止、管理人的报告等内容, 还包括两个附录。附录1是投资者与Tesco plc、Tesco Stores Limited之间需要签署的赔偿协议格式文本(Release), 包括当事人情况、签约依据与背景、支付承诺与投资者放弃其他索赔的承诺、保证条款等内容。附录2是涉案的挂牌交易债券情况。³⁰赔偿计划由Tesco plc、Tesco Stores Limited委托毕马威会计师事务所作为管理人负责执行。

三、香港证监会的申请法院“责令回购”制度

香港《证券及期货条例》第213条“强制令及其他命令”, 赋权证监会就任何违反《证券及期货条例》条文及《公司条例》特定条文的行为, 向原讼法庭申请强制令及其他命令。该条第(1)款规定: “在符合第(4)款的规定下, 原讼法庭可应证监会的申请, 作出第(2)款指明的一项或多于一项命令”。第(4)款的规定是: “原讼法庭在根据第(1)或(3A)款作出命令前, 须在合理地可能的范围内, 信纳作出该命令是可取的, 并信纳该命令不会不公平地损害任何人”。第(2)款指明的命令之一, 就是: “(b)(如某人曾经(或看来是曾经)、正在或可能牵涉入第(1)(a)(i)至(v)款提述的任何事项, 不论该人是否明知而牵

涉入该等事项), 饬令该人采取原讼法庭指示的步骤, 包括使交易各方回复他们订立交易之前的状况的命令”。

2012年6月20日, 原讼法庭应香港证监会申请, 对招股章程中存在虚假误导性陈述的洪良国际控股有限公司发出命令, 责令洪良国际向之前在首次公开招股中认购洪良国际股份或在二级市场买入洪良国际股份, 并在原讼法庭作出命令当日仍持有该等股份的7,700名投资者提出回购建议。这些股东可选择是否通过回购计划, 以及是否接纳回购建议。接纳回购建议的限期于2012年10月29日届满, 最后的接纳水平为98.73%。这不但让一众股东可取回逾十亿元的款项, 而且向市场传达明确的讯息, 表明有一套机制可有效弥补因公司发出虚假或误导性的招股章程所带来的后果。³¹

最后需要强调的是, 我们参考借鉴美国、英国与香港地区的这些制度时, 应充分考虑其在我国证券市场总体环境与法律框架下的可行性, 避免出现证监会2015年推出的《行政和解试点实施办法》、2014年《证券期货违法违规行为举报工作暂行规定》引入的举报奖励制度那样, 徒有条文规定但至今并无案例“破冰”, 实际上处在“休眠”状态。

结论与建议

如何在证券执法上维持行政、刑事与民事之间的“三角稳定”与“三角均衡”, 是每个资本市场法域都绕不开的课题, 也是一个充满争议与掣肘、博弈与往复的动态过程, 需要基于本国资本市场的发展状况与证券监管、司法的现实框架, 吸取成熟资本市场与其他新兴市场的经验教训, 不断跟进和调整。

最近几年, 学理和实务上对证券行政执法与刑事司法的协调衔接关注、研究与探索较多, 比如证券犯罪重刑化、轻刑化的导向与刑法的谦抑性, 刑事移送标准的设定与调整, 刑事证据与行政证据的相互转化, 证监会认定意见在刑事诉讼中的证据性质与效力, 以及证监会与公安部门的平行调查等。对证券行政执法与民事司法协调衔接的关注, 则基本局限于证监会鼓励与支持投资者索赔, 更具体言之, 是支持中小投资者索赔。究其原因, 既有相关问题凸显度与监管敏感度的因素, 更有深层次的理念导向因素。其实, 无论从其他资本市场的做

法还是我国资本市场的实际运行看，均需在保护投资者利益与维护公众公司稳定持续经营之间寻求合理平衡与制衡。比如，是否认可证券执法与民事赔偿领域的“二次伤害”与“循环赔偿”，并从责任认定、责任配置等方面做出应对。³²

本文旨在以所述三个问题为契机，引起立法、司法与监管对行政执法与民事司法协调衔接的重视，并找出适当可行的解决思路。在立法层面，建议正在提交审议的《证券法》(修订稿)在虚假陈述责任条款上，区分、明确行政违法责任与民事赔偿责任的适用范围与构成要件，区分发行文件虚假陈述与持续披露文件虚假陈述，合理确定不同主体行政、民事责任的边界与配置；并

在已经列入的“先行赔付”之外，考虑引入“公平基金”、“直接勒令赔偿”与“责令回购”等制度，利用公权力介入更为直接、高效、低成本的优点，使其与方兴未艾的投资者民事诉讼索赔并驾齐驱，形成补偿投资者的双轨机制。在司法层面，建议最高人民法院在修订司法解释与案例指导过程中，关注民事司法认定与证监会行政认定已经出现与可能出现的“不一致”情况，分析深层次原因，完善相关标准，在促进司法与行政协调的同时维护全国裁判尺度的统一。在监管层面，建议证监会持续关注民事司法裁判的最新动向，对一些模糊或者可能引起外界误解的情况，及时研究、澄清，并就相关事项与司法机关保持有效沟通；同时，研究分析自身

(上接第67页)

SQ或STQ作为个股价格的隐形动态限制框以一定速度上下移动，使得个股报价短时间内不能超越该价格限制，在不中断市场正常交易的前提下，一定程度延缓个股价格的涨跌速度。在一个散户交易占主导地位、程序化交易逐渐发展的背景下，日本交易所经验对我国交易所的股票价格稳定机制设计有一定借鉴意义。

二是优化完善现有个股涨跌幅限制机制。日本交易所的涨跌幅限制机制根据不同股价设置了不同的涨跌幅限制幅度，其整体价格限制幅度较为宽松，为SQ、STQ

价格稳定机制发挥留出空间。研究日本交易所的涨跌幅价格限制机制的实施效果，有助于设计和优化适合于我国股票市场投资者结构和特点的个股涨跌幅限制制度。

三是熔断机制需兼顾精准性、连续性与公平性。日本交易所的SQ和STQ机制，较其它市场的熔断机制能够更精准、灵活的管理市场异动，并通过动态调整保证了市场真正稳定后才结束冷静期，在保持连续性的前提下保证了交易的公平性，值得我国股票市场借鉴。 ■

[基金项目：国家自然科学基金资助项目“投资者信息网络、投资者行为和价格形成”(项目编号：71571121)]

注释

1. 买入申报成交价格超过参考价格+(SQ更新价格区间 $\times$ 2)，卖出申报成交价格超过参考价格-(SQ更新价格区间 $\times$ 2)；单笔申报触发STQ的情况下，参考价为前一成交价；短时间内多笔申报触发STQ的情况下，参考价为1分钟前的成交价(按1分钟分段判断)。

参考文献：

- [1] Ackert L F, Church B, Jayaraman N. An experimental study of circuit breakers: the effects of mandated market closures and temporary halts on market behavior [J]. Journal of Financial Markets, 2001, 4(2): 185-208.
- [2] Brugler J, Linton O. Single stock circuit breakers on the London Stock Exchange: do they improve subsequent market quality? [R]. Cemmap Working Paper, Centre for Microdata Methods and Practice.2014.
- [3] Christie W G, Corwin S A, Harris J H. Nasdaq trading halts: The impact of market mechanisms on prices, trading activity, and execution costs [J]. The Journal of Finance, 2002, 57(3): 1443-1478.
- [4] Gerety M S, Mulherin J H. Trading halts and market activity: An analysis of volume at the open and the close [J]. The Journal of Finance, 1992, 47(5): 1765-1784.
- [5] Goldstein M A, Kavajecz K A. Liquidity provision during circuit breakers and extreme market movements [J]. Ssrn Electronic Journal, 2001.
- [6] Greenwald B C, Stein J. The task force report: The reasoning behind the recommendations [J]. Journal of Economic Perspectives, 1988, 2(3): 3-23.
- [7] Lauterbach B, Ben-Zion U R I. Stock market crashes and the performance of circuit breakers: Empirical evidence [J]. The Journal of Finance, 1993, 48(5): 1909-1925.
- [8] Santoni G J, Liu T. Circuit breakers and stock market volatility [J]. Journal of Futures Markets, 1993, 13(3): 261-277.
- [9] Subrahmanyam A. Circuit breakers and market volatility: A theoretical perspective [J]. The Journal of Finance, 1994, 49(1): 237-254.
- [10] 胡俞越. 股指期货市场交易熔断机制的国别比较[N]. 期货日报, 2007-7-19.

对一些已经或者可能引入的新制度、新机制的承接与实施能力。

证券行政执法与民事司法的协调衔接,还涉及到其他方面的问题。比如,行政证据转化为刑事证据,已经有了新《刑事诉讼法》的依据,刑事证据转化为行政证据,也有一些内部标准和程序;同时,实践中,一些虚假陈述民事赔偿诉讼的原告或者被告,也有借助行政执法证据的需求,但是证监会尚未开通相关渠道。行政执

法证据转化为民事诉讼证据,在我国其他领域已有实际操作。从域外资本市场的做法看,依据《澳大利亚证券与投资委员会法》第25(1)条规定,证券与投资委员会可以把监管执法中形成的询问笔录、获取的会计账簿与文件,制作成副本提供给适格当事人的律师;判例也明确,该规定的目的是“民事诉讼中得以使用证券与投资委员会强制检查的成果”。这些操作与做法,也是值得考虑借鉴引入的。 ■

注释

1. 比如南京中院受理的科林环保案、文峰股份案,成都中院受理的金亚科技案,杭州中院受理的祥云文化案。

2. 2018年8月24日,证监会在江苏南京召开证券投资者民事损害赔偿救济法律制度完善座谈会,提出要进一步完善虚假陈述民事赔偿等司法解释。来自证监会官方网站。

3. Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 341-42 (2005)。

4. Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)。

5. Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 134 S. Ct. 2398 (2014)。

6. 比如,山东省高级人民法院在鲁北化工虚假陈述案“(2015)鲁商终字第266号”等系列判决书中指出,我国虚假陈述赔偿参照了欺诈市场理论的思路,以“推定”的原则,确定投资损失与虚假陈述之间的因果关系存在与否;广东省高级人民法院在鸿基地产虚假陈述案“(2015)粤高法民二终字第1022号”等系列判决书中指出,只要《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》第十八条设定的有关基础事实存在,就可以推定因果关系存在。

7. 参见鲍彩慧. 证券虚假陈述民事赔偿因果关系的规则再述[M]. 证券法苑,第二十三卷,法律出版社,2017,(12)。

8. 参见张子学. 公众公司应如何披露政府调查事项[M]. 证券法苑,第二十二卷,法律出版社2017,(02)。

9. Meyer v. Greene, 710 F.3d 1189, 1201 n.13 (11th Cir. 2013)。

10. Public Employees' Retirement System of Mississippi v. Amedisys, Inc., 769 F.3d 313, 317-319 (5th Cir. 2014)。

11. Loos v. Immersion Corp., 762 F.3d 880 (9th Cir. 2014)。

12. Jacksonville Pension Fund v. CVB Financial Corporation, No. 13-56838 (9th Cir. Feb. 1, 2016)。

13. Musick, Peeler & Garrett v. Emp'rs Ins. of Wausau, 508 U.S. 286, 296 (1993)。

14. 第11条规定:“如果注册报告的任何部分,在该部分生效时,包含关于一项重大事实的不实陈述,遗漏了一项使其中的陈述不致误导所必需的重要事实,购买该证券者...可以起诉”。

15. Paul Vizcarrondo, Jr., Bradley R. Wilson: LIABILITIES UNDER THE FEDERAL SECURITIES LAWS(2016), 来自Wachtell, Lipton, Rosen & Katz律所官网。

16. 参见赖英照. 证券法律的未竟之业[J]. 中原财经法学,2012,(06)。

17. “司法监管化”的说法较早见于最高人民法院前法官雷继平2018年6月9日在北京大学金融法研究中心“资产管理业务监管:国际经验与中国道路”理论研讨会中的发言。

18. 引自最高人民法院民二庭副庭长关丽2018年10月在“北京金融法治环境建设研讨会”上的发言“强监管背景下的金融商事审判”,来自微信公众号“法益”。

19. 参见张晓庆. 法院向监管机构提交司法建议书 科菲特业绩虚

增之问引出辉丰股份[N]. 每日经济新闻,2018-02-04。

20. 一个类似判例是“(2017)最高法民终529号”。该案中,最高人民法院认为,《信托持股协议》的内容明显违反保监会制定的《保险公司股权管理办法》第8条规定,因而无效。该判决引起了巨大争议。见“民商法沙龙”微信群讨论实录,金融监管行政规章与商事合同的效力——评福建伟杰公司、福州天策公司、君康人寿保险公司营业信托纠纷案,《商法界论集》第1卷,法律出版社2018年9月版;马荣伟,金融监管与司法审查的边界,《中国金融》2018年第20期。

21. 参见张东昌. 证券市场没收违法所得与民事赔偿责任的制度衔接[M]. 证券法苑,第二十三卷,法律出版社,2017,(12)。

22. 2018年10月,国家药品监督管理局和吉林省食品药品监督管理局对长生生物违法违规生产狂犬病疫苗作出行政处罚,罚没款合计91亿元;同时,证监会拟决定对长生生物处以60万元罚款的顶格处罚,拟对其直接负责的主管人员高俊芳等4名当事人给予警告,并分别处以30万元的顶格处罚,同时采取终身市场禁入措施。此外,根据证监会2018年7月发布的《关于修改〈关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见〉的决定》,长生生物将极有可能被强制退市。

23. Velikonja, Urska, Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC's Fair Fund Distributions (2015). Stanford Law Review, Vol 67, pp. 331-395 (2015)。

24. 见《美国证监会2017财年执法报告》, <https://www.sec.gov/files/enforcement-annual-report-2017.pdf>。

25. Adam S. Zimmerman, Distributing Justice, 86 N.Y.U. L. REV. 500, 527 (2011)。

26. SEC v. WorldCom, Inc., 273 F. Supp. 2d 431, 435 (S.D.N.Y. 2003)。

27. SEC v. Nortel Networks Corp., No. 07-CV-8851 (S.D.N.Y. Oct. 15, 2007)。

28. Velikonja, Urska, Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC's Fair Fund Distributions (2015). Stanford Law Review, Vol 67, pp. 331-395 (2015)。

29. 金融行为局案情通报,见<https://www.fca.org.uk/news/press-releases/tesco-pay-redress-market-abuse>。

30. 决定书全文见<https://www.fca.org.uk/publication/final-notices/tesco-2017.pdf>。

31. 来自香港证监会2012~2013年报, https://www.sfc.hk/web/annualreport2012-13/TC/assets/pdf/zh/06.07_enforcement.pdf。

32. 在公司作为处罚与诉讼对象的情况下,直接与间接的不利后果事实上由全体股东共同承担。如果原股东仍持有股份,则继续虚假陈述股价下跌所受伤害之后,再受一次伤害,是为“二次伤害”。如果不再持有股份,则等于新接手的股东赔偿老股东遭受的损失,是为“循环赔偿”。