

# 司法独立、判例法与股东权益保护

陈志武 /文\*

发表于《南方周末》2003年2月27日

在没有相配的诉讼程序与诉讼手段情况下，为什么再好的成文法律也无益于事？为什么司法必须要独立？为什么判例法优于成文法？为什么国有股必须退出上市公司股权结构？——所有这些和类似的问题都可从最近几年有关证券民事诉讼的波折中得到很好的解答。

1月9日出台的《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》(以下简称“1.9规定”)至少使《证券法》给定的部分股东民事权利有得以维护的基础，一些细节性规定让各地中级法院能受理、审理虚假陈述类案件，而不是像前两年那样的一拖再拖了。这是“1.9规定”的积极面。但，这是否意味着中国股民的权利就有了实质性的司法保障呢？股民们是否因此就对股市投资更有信心了呢？在国有股从上市公司中退出并有实质性司法独立之前，可能难以真正指望股东权益得到公正的保护。

## 司法程序与判例法

这些年人大常委会在立法上作了大量贡献，各类成文法律众多。可是，在司法方面却普遍落后、普遍缺乏相配的诉讼程序和具有操作性的司法解释，这些欠缺严重阻碍了法治进程、妨碍了市场经济的发展。以1999年7月1日生效的《证券法》为例，先是一些股民于2000年1月对红光实业相关责任人依《证券法》提出民事诉讼，同年5月一些股东对亿安科技启动民事赔偿诉讼。可是，由于到那时还没有相应的司法解释，法院将这些诉讼案一一驳回、不予受理。到了2001年9月最高法院干脆发出暂不受理涉及虚假陈述、内幕交易、操纵市场等三类民事赔偿案件，于是各地法院不再受理新案、对已受理的则决定中止审理。

2002年1月15日，最高法院发布有名的《关于受理虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》，当时市场参与者与法律界以为这一下可以启动证券民事诉讼运作了、终于可追究那些欺诈股民的行为人之责任了。于是，对红光实业、大庆联谊、渤海集团、嘉宝实业、ST九州的诉讼陆续送到相关法院。到年中，有些案件也开始庭审，但庭审之后除少数以和解或其他方式结案之外，其他的案件则迟迟不能作判决，原因是在虚假陈述与损害结果间的因果关系上(即，谁有胜诉权)、损害计算方法、诉讼方式(单独诉讼、共同诉讼、还是集团诉讼)等方面还存在许多疑问。于是，大家又盼着下一轮司法解释。

自从《证券法》生效到今天已差不多四年，尽管“在1.9规定”后对虚假陈述引起的民事诉讼已有可操作的细节，但对内幕交易、市场操纵引发的民事诉讼还

---

\*作者为美国耶鲁大学管理学院金融经济学教授，清华大学经济管理学院特聘教授。

是被悬在空中。那么，我们不得不问：在中国社会与经济都日新月异的情况下，为什么还要坚持这种漫长的成文法运作模式呢？为什么不可以在证券等领域试着按判例法模式让法官们在审理具体案件中去探索、掌握《证券法》的运作呢？

判例法的优势之一是自一部法律生效的第一天起，受害股民们就可到法院去起诉、法院会根据《证券法》及相关法律的精神去运作，这就可避免过去三年多的等待时间。当然，我们会说地方法官没有审理证券类诉讼案的经验，他们怎么能审理、判决这类案件呢？其实，我们不应忘记最高法院也没有证券判案经验，他们也只能凭自己的想象力和征求他人经验来写作、出台司法解释。从前年的“暂不受理”通知到去年“1. 15”通知、再到今年“1. 9 规定”的这一演变过程足以说明，在一开始就没有相应的审案经验的情况下出台一部一般性的司法解释的艰难。最高法院的法官们已尽了他们最大的努力，但毕竟不能逃出证券民事诉讼在中国是新鲜事的事实。相比之下，如果从一开始就让各地法院在具体审案中去摸索、在审案中征求证券专家与法律专家的意见，外加媒体的报道评论，那种互动过程到今天不仅会已让《证券法》发挥相应的作用，而且会在这一判例法运作模式中训练出更多有经验、有法律思维能力的法官与律师。这种在具体判案中不断摸索、不断思考的特点也恰恰是在美国有许多高水平、受到社会普遍敬佩的法官的原因，因为法律条文只能是原则性的，在具体运作中法官们必须有独立思考和创新能力。

事实上，成文法司法解释的自上而下的特征也往往使一些解释条款与法律本意相悖，致使法律给予当事人的一些权利被取消。以“1. 9 规定”为例，第十九条第(一)款规定，如果原告股东“在虚假陈述揭露日或者更正日之前已经卖出证券”，那么“人民法院应当认定虚假陈述与损害之间不存在因果关系”。这一条显然使一些被侵权受损、应当得到赔偿的股民被排除在法院之外。虚假陈述揭露日或更正日并不是虚假陈述实施日，因此只要张三是在虚假陈述实施日之后作了买或者卖的交易，那么由于张三支付的或得到的股价已受到虚假陈述的影响，所以他就被侵权，他的损害应得到补偿。道理很简单，虚假陈述引发的证券侵权范围与持续性可以相当的广泛与长久，原因是虚假陈述会人为地影响股票价格，只要股价由此而被扭曲，那么不管任何人是否直接看到或听到过虚假陈述本身，只要他依据被操纵、被玷污的股价作交易，那他就受害于虚假陈述，他的被侵权是通过股价这种特殊导体所致。因此，即使张三在揭露日或更正日之前已卖证券，只要他是在虚假陈述实施日之后卖出并能证明损害的存在，张三就应该有诉权、也有胜诉权。

判例法给予审案法官根据具体案情掌握分寸的权力，而自上而下的成文法司法解释则更侧重“一刀切”。“1. 9 规定”第三十条第(一)款规定：投资人可索赔的金额以实际发生的损失为上限，而实际损失则包括“投资差额损失”、佣金与印花税和同期银行存款利息(机会成本)。以投资差额计算损失显然在一些案件中合理，在另一些中不适当。比如，如果张三持有的 ABC 公司股价从虚假陈述实施日到揭露日之间共跌 30%，而同期上交所大盘也跌了 20%，那么要求被告 ABC 公司赔偿 30% 的损失则不合理。另一种情况是，ABC 股价从实施日到揭露日间跌 30%，而同期内大盘指数上涨 20%，那么只要求被告赔偿 30% 的损失则太少，因为如果不是 ABC 公司的虚假陈述，在此间张三本可以从大盘股市中赚 20% 的回报率。“一刀切”只会导致一些当事人的权利受到牺牲。

像《证券法》、《公司法》、未来的《基金法》等这些专业性强并又是全新领域的法律，应减少成文法运作模式的成分，应当更多地依据判例法精神在实践中积累经验，在审案过程中也应广泛邀请相应专家的出庭作证或作为专家审判员。对诸如损失计算、侵权行为与损失间之因果关系等问题，让那些证券专家们来提供意见与建议。

### 司法独立与股东权利

“1.9 规定”从两个方面突出了司法的不独立，这两点都会以股东权利的牺牲为代价。司法不独立的一个方面是大家讨论得较多的前置条件：要么有证监会或其派出机构对行为人作过处罚，要么有生效的法院刑事判决。行政处罚作为股民私诉的前置条件从根本上改变了《证券法》，这不仅使司法不能独立于行政，而且使股民的私诉权完全受制于行政部门的工作节奏与安排。当然，最高法院引进行政前置条件是考虑到如果不这样作，案件数量可能太多，但这样作是否让股东权利牺牲太多呢？

“1.9 规定”基本认定证券民事诉讼必须由发行人或上市公司所在地的中级法院审理，这一规定或许也是出于审案效率的考虑。但是，众所周知，各地法院在人事、财政和住房等福利上都由当地政府支配，而上市公司又是当地政府经济工作的重中之重。因此，在这种人事与财政都不独立于当地政府的情况下，外地股民到被告上市公司所在地的中级法院起诉时，法院的地方保护主义可想而知。就像笔者从对一百多件媒体名誉侵权诉讼案的分析中看到的，当被告媒体是外地的，那么原告所在地的法院会远远偏向判外地媒体败诉。因此，只能在被告上市公司所在地的中级法院起诉这一规定，必然导致司法不独立，而且又以股东权利的牺牲为代价。为改变这一局面，改革法院系统的结构势在必行，让各法院在财政、人事都独立于当地政府。

司法不独立的另一种表现是证券民事诉讼的受理、审理进程受政党大会、政府换届的直接影响。由于众所周知的原因，去年下半年证券民事诉讼基本处于停顿状态。“1.9 规定”第五条把诉讼时效定为从行政处罚决定日或刑事判决生效日算期，可是，这两年的诉讼时效却并不会因某些大会而延长。这又不利于受害股东行使诉权。

### 国有股减持与流通股东权利

不管上市公司有无虚假陈述或内幕交易，国家作为多数上市公司的控股股东不会去作索赔诉讼，一方面这使证券类侵权诉讼难以对上市公司责任人形成足够的威慑，因而不利于惩罚欺诈者，另一方面由于在国家作为股东与流通股东之间的利益不对称，这种不对称会直接或间接影响司法解释条款的内容和审案法院的行为，比如，法院会为了“保护国有资产”而轻判被告上市公司。因此，国家持股总会影响司法公正。

另外一个相关的事实是，尽管许多基金和机构投资者都持有已受到虚假陈述行政处罚的上市公司流通股票，可是，到目前已受理的索赔案件中还没基金公司和机构投资者以原告参诉。业界人士原来都以为只要有了基金管理公司、有了机构

投资者，他们自然会更好地监督上市公司、改善公司治理，而且一旦上市公司有违法行为，这些机构投资者会比个人股民更勇于使用法律武器。可是，到今天，他们一个也没露面。为什么呢？说到底，还是一个所有权问题：只要这些基金公司、证券公司、机构投资者是直接或间接国有的，那么基金公司管理层就没有激励去主动起诉或参诉。从这方面也进一步说明基金业、证券业的民营化之重要性。否则，不能指望基金公司、证券公司会帮助改进上市公司治理、保护股东权益。

最高法院已作了广泛的努力来增强对股东权利的保护，来促进证券市场的发展。合理的司法解释可让《证券法》对证券市场发展起积极的作用；如果司法解释更多侧重的是限制性条款，那自然会降低《证券法》应有的效率，其作用反而更消极。此外，如果是要建立真正有助证券市场发展的司法制度、要保护股东权利，除了司法程序细节外，大的司法环境还必须改变。如果没有真正独立的司法，投资者就不会有真正可靠的法律保护。