

【庖丁篇】 — 刊於《經濟日報》，2022年1月6日

從集體訴訟制度 解讀「獨董辭職潮」

黃昊

科大商學院會計學系副教授、商學院副院長

各國都有證券法禁止公司作假帳；而在不同國家，違反證券法的結果並不相同。在國內，上市企業違反證券法，一般是由中國證監會處理，散戶股民若要控告涉嫌帳目做假的上市企業，過往缺乏一個較好的途徑。

於2020年3月1日，內地正式實施新修訂的中國《證券法》，與修訂前的版本比較，新增了信息披露和投資者保護的專章、加大證券違法成本，以及對投資者保護等方面進行了大幅修改。按第六章第95條訂明，「投資者提起虛假陳述等證券民事賠償訴訟時，訴訟標的是同一種類，且當事人一方人數眾多的，可以依法推選代表人進行訴訟」，即允許小投資者對上市公司的違法行為提出「集體訴訟」。集體訴訟的好處是減少控告涉嫌違法上市公司的興訟成本，使得對小投資者來說，不需要每個人都支付高昂的律師費用就可以對公司提出訴訟。集體訴訟取法於歐美。事實上，由於集體訴訟對公司的懲罰更大，在美國上市的公司對集體訴訟的害怕會更甚於對美國證券交易委員會的處罰。

由「代表人」集體興訟

今次中國新修訂的《證券法》，容許「代表人」代表眾人進行訴訟。中國證券監督管理委員會下有一個「投資者保護機構」，在新修訂的《證券法》實施後，「投資者保護機構」只要獲得50人委託，便可以「代表人」身份，提起訴訟。

在美國的「集體訴訟」中，如果股民發現所投資的公司有涉嫌違法行為導致自己利益受到嚴重侵害，會自行糾結起來，去找專門進行集體訴訟的律師事務所進行集體訴訟。而這些律師亦很樂意而為，因為打贏集體訴訟官司之後，他們一般可取得公司賠償金額的三分之一作為律師費用。所以美國的律師事務所有很大的經濟誘因去進行集體訴訟。這些律師事務所會在公司股價大跌之後，不管公

司是否有違反證券法，都主動去聯繫投資這個公司的股民，提出集體訴訟。而公司，即使沒有違反證券法，也會因為不想承擔太高風險或者有負面報導，而跟股民和解，賠錢了事。

反觀中國，集體訴訟並非經由股民直接去找律師進行，而是由「投資者保護機構」以「代表人」身份，發起「集體訴訟」。所針對的或者說著眼的，是上市公司的違法行為，而沒有美國律師那種濃厚經濟誘因的因素，滲入到「集體訴訟」之中。

去年11月，康美藥業股份有限公司財務做假，涉案金額高達 300億元人民幣（單位·下同），由廣州市中級人民法院審理。這是中國新修訂的《證券法》於年初實施後首例證券特別代表人訴訟案件。法院一審判處該公司董事長囚12年，並需要承擔及賠償投資者24.59億元，5名獨立董事亦要共同承擔3.69億元賠償，少者承擔賠 1.23億元；多者賠 2.46億元。一向被視為公司「花瓶」的獨立董事——一般只是收到每個財年10多萬元，竟要負上巨額賠償責任，頓時間，從媒體很快看到一股「獨董辭職」浪潮乍起的報導。

「D&O責任保險」的保護

這首例特別代表人訴訟案很有趣，我們可以從多個角度分析。首先，在美國雖然也有集體訴訟，但公司的主管或董事，很少會承擔上賠償責任。若法院判處需要對投資者作出賠償，一般都是由公司承擔賠償責任，而不會需要由公司高層或董事個人承擔。而且美國上市公司幾乎百份之百購買了「董事及高級經理人責任保險」（Directors and Officers Liability Insurance·下簡稱「D&O責任保險」）。這個保險產品旨在保護個人在因承擔企業或其他類型組織的董事或高級職員被起訴時，免受個人損失，並可支付因訴訟而產生的法律及其他相關費用。

除非法院裁定公司做假，否則公司都得到保險補償。而法院也很少裁決企業做假，因為絕大多數情況下，集體訴訟案要麼是遭法院撤銷；沒有撤銷的案件訴訟雙方一般都會在法庭外和解。因而極少有董事或高級經理個人「上身」，可以說，董事個人負上賠償責任的風險幾乎等於零。

關於「D&O責任保險」，有人認為很有機會造成經濟學上所謂的「道德風險」（Moral Hazard）。當董事等人獲得保險的保護，由於其行為成本由保險公司部分或全部承擔，於是可能作出「出軌」的行為，接受「做假」的利益引誘。有此風險，為何還要有此保險產品在世？

怕「上身」而避開風險

想深一層，如果沒有「D&O責任保險」，獨董為避免承擔法律賠償責任，可自保之道，就是公司牽涉一點兒風險的決策，都投反對票而不讓公司去做。事實上，公司做生意的任何投資，開發新產品都會有「天然性」的風險，有機會蝕錢。如果只要帶有一點兒風險的投資決策，獨董都反對，試問公司如何能夠發展？

有人亦說，內地企業一些獨董有一份全職工作，比如大學教授，對公司的營運未必有足夠的「認識」，也沒有足夠的時間去行使和發揮獨董的監督功能。但在不少財務做假的案件中，連專業的審計師，替公司上市的投資銀行專業人士，和投資公司的基金人員也覺察不到，試問要求獨董對公司財務負責是否要求過高？康美藥業的個案，除了財務做假之外還牽涉在市場「做市」，非法操控股票，獨董就更難發現這些行為的「蜘蛛馬跡」。事實上，獨董所得到公司的營運訊息，都是由該公司提供的。就算全職的分析師到企業現場考察，以及跟管理高層進行訪談，亦未必能發現到公司的做假行為。

「道德風險」憂慮

其實，從道德風險的角度來看，「D&O責任保險」與其他類別的保險並無不同。譬如，駕車人士會購買行車保險和第三者保險。購買了第三者保險，即使出錯意外撞傷途人，保險公司亦會對傷者作賠償。所以，此舉也會引起所謂的「道德風險」。但第三者保險依然得到社會接受。可以說，保險雖然有潛在的道德風險弊端，但同樣有好處，故而我們必須對弊端和好處作出平衡的考慮。

後期發展

今次法院對康美藥業個案裁判前，大家都沒有「發覺」獨董原來也會負上公司造

假的賠償責任風險。法院裁判後，媒體都報導出現獨董辭職潮。筆者做了一些數據調研，發覺在康美藥業判決後兩個星期，雖然的確有獨董辭職，但是數量上，與平時並無區別。因此，雖然大家看到裁決後，連續有多名獨董辭職，好像「蔚成風氣」，但上市企業有獨董辭任，也是普遍的現象和現實，不必把獨董辭職與賠償問題掛鉤，作出不必要的解讀。

最後，在文末一提，按照12月底最新的發展，由內地幾家企業組成的「神農氏合伙企業」及部分社會資本，參與並完成康美藥業的公司重整，為這宗內地首例証券特別代表人訴訟案件劃上句號，獨董毋須作賠償，同時此案也為投資者認識企業的治理上了寶貴一課。