

美国证券投资者诉前程无忧公司 在美国发行证券欺诈案评析

龚柏华 孔 莉

摘 要: 本文涉及美国私人投资者告主营机构在中国但在美国上市的前程无忧公司证券发行欺诈。美国法院认为原告的起诉无法满足指控证券欺诈的详细性和充足性标准,驳回了原告的起诉。本文对该案的基本案情、法院推理、法院判决作了归纳,并就该案相关方面对中国有关方面的启示作了简要评析。

关键词: 证券欺诈; 集团诉讼; 详细性; 充足性

中图分类号: D416 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2007)01-0041-06

2006年9月28日,美国纽约州南部法院就美国证券投资者诉前程无忧公司(51job)证券欺诈案作出判决,认定原告无法达到《联邦民事诉讼程序规则》中规则9(b)和《证券诉讼改革法》(PSLRA)所规定的详细性和充足性的要求,驳回原告起诉的申请。^①

2006年11月16日,美国法院再次判决:2006年9月法院的驳回裁决对被告及诉讼集团中的所有成员有拘束力。

一、基本案情

本案是一个集团诉讼,原告是美国的投资者,他们在2004年11月4日至2005年1月14日之间购买了被告前程无忧公司发行的股票,原告主张,因被告在2004年11月4日的新闻稿中做出了虚假陈述,误导了投资者,并对其造成了损害,构成证券欺诈,因此根据美国《证券交易法》第10节(b)节和美国证券交易委员会(SEC)第10b-5条,诉前程无忧公司证券欺诈,并将首席执行官、财务总经理、以及董事会主席作为共同被告,要求赔偿损失。

被告前程无忧是一家在开曼群岛注册的主营业机构在上海并在美国上市的公司,它目前在中国提供人力资源服务,主要经营招聘广告及相关服务业务。该公司于2004年9月28日在美国首次公开募股(IPO),并且非常成功,第一个交易日股价就从14美元升至20.75美元。2004年11月4日,该公司发布了一份新闻稿,新闻稿中称,2004年第3季度财务结果良好,总收益达1.35亿人民币元(1630万美元),净收益达1.281亿人民币元(1550万美元),比上年同期有较大增长。首席执行官甄荣辉(Rick Yan)说:“我们认为第3季度的财务结果显示出了我们公司良好业务计划的运行状态和执行能力。”同时,新闻稿对第4季度的情况作了预测:估计第4季度的总收益将在1.4亿到1.45亿元之间,且

摊薄每股盈余将在0.42到0.44元。此新闻稿发布之后,其股价从28.29美元曾一度涨到55.37美元。可见此新闻稿中的信息的确对股价起到了作用。但在2005年1月18日股市开市前,该公司又发布了一条新闻公布了几个负面情况:第一,公司销售额从2004年12月后半月出现下降;第二,第4季度的预期收益从1.4亿元降至1.17亿到1.21亿元,预期全面摊薄每股盈余也从0.42到0.44元降至0.24到0.27元;第三,对公布的第3季度网上招聘服务收益作出修改。由于时间的调整,大约2~3百万元计算在第3季度中的网上招聘服务收益应当归入第4季度。上述调整的收益预测已经将其考虑在内。第四,公司文具和办公用品的销售出现中止。此条新闻发布后,股价从2005年1月15日的43.82美元骤然跌落至18日(第二个交易日)的28.32美元。因此,于2004年11月4日至2005年1月14日购买前程无忧公司股票并遭到损失的美国投资者认为该公司前一个新闻稿做出了虚假陈述,误导了投资者,导致了他们的损失,于是法院于2005年1月起陆续收到起诉书诉前程无忧公司证券欺诈。2005年7月26日,美国纽约州南部法院认为这些投资者的诉讼涉及相同的事实和法律问题,因而作出合并案件的决定,并指定了首席原告Webster组和首席代理律师Milberg Weiss。2005年8月25日,首席原告提起集团诉讼。2006年9月28日,南部法院审理了此案。原告提出依据美国《证券交易法》第10(b)节和SEC第10b-5条被告因虚假陈述、证券欺诈,应负赔偿责任。被告则主张驳回起诉。法院经过分析推理,认为原告的起诉未能满足指控证券欺诈必须符合的《联邦民事诉讼程序规则》中规则9(b)和PSLRA所规定的详细性和充足性的要求,最终裁定驳回,并允许原告在规定时间内提交修改后的起诉书。起诉书的修改期限为2006年10月30日之前。但原告并未提交,因此法院于2006年11月16日判决:9月份法院驳回起诉的裁定对所有当事人具有拘束力。

二、法院推理

本案实际上涉及两个问题,一个是程序上的问题,即法院将众多投资者的起诉合并,第2个问题是实体问题,即被告是否构成证券欺诈。

(一) 程序问题——集团诉讼案件的合并

法院认为,根据《联邦民事诉讼程序规则》第42条,这些起诉都是由2004年11月4日至2005年1月14日之间前程无忧公司股票的购买者提起,并且都诉该公司证券欺诈,涉及相同的法律和事实问题因而应当合并审理。

同时,将此集团诉讼案件合并之后,法院还必须在众多原告中任命首席原告以及首席律师。根据PSLRA,法院必须指定最能充分代表集团成员利益的原告为首席原告,该原告必须具有原告资格并且提出成为首席原告的申请。本案中提出申请的有两个原告小组,分别为Webster组和Mayeri组,究竟任命谁为首席原告就要看谁能最充分地代表集团成员利益,因为Webster组主张了更多的经济损失赔偿额,符合《联邦民事诉讼程序规则》第23条规定的典型和充分的要求,并且Mayeri组也没有对这种有利于Webster组的法律推定提出质疑,法院最终任命该组为首席原告。

对于首席律师的任命,PSLRA规定由确定的首席原告来选择并经法院批准,首席原告选择了Milberg Weiss律师事务所作首席律师,法院认为该所经验丰富,有能力代理

原告投资者进行证券诉讼，同意任命其为首席律师。

（二）实体问题——证券欺诈的成立

首先，法院指出根据 Ganino 诉 Citizens Utils 公司案的先例，原告要依美国《证券交易法》第 10 (b) 节和 SEC 第 10b-5 条起诉，必须证明被告在证券买卖过程中，故意做出了重大不实陈述或者有重大事实的遗漏，并且原告基于对被告行为的信赖，遭到损害。同时，诉证券欺诈必须满足《联邦民事诉讼程序规则》中规则 9 (b) 以及 PSLRA 规定的较高的诉辩要求（即详细性和充足性的要求），包括两个方面：(1) 对被诉事实的详细说明；(2) 故意的证明。被告请求驳回的依据就是原告未能满足这两个方面。法院对此作了具体分析。

1. 被诉事实的详细说明 判断原告是否详细说明了被告存在证券欺诈的事实，首先遇到的问题是：判断原告已经详细说明事实存在的标准为何？就这一点，法院分别指出了规则 9 (b) 和 PSLRA 这两部法律的相应规定。规则 9 (b) 规定的条件是原告指明了哪些陈述是欺诈性的原因、陈述人、陈述做出的时间和地点以及认为该陈述为欺诈性陈述的原因。PSLRA 的规定与此相类似。因此，首先看原告是否明确指出了哪些陈述是误导性的。

被告认为原告只是引用了其在 2004 年 11 月新闻稿的段落，然后在援引的段落后罗列了其认为该段是误导性陈述的原因，但未指出具体哪项陈述是误导性的。法院并未支持被告的主张，认为虽然起诉书中只是摘录了新闻稿中的几个段落，但后面列出的原因已经具体表明了哪些陈述是误导性的。法院认为原告指出的误导性的陈述有 4 个：(1) 新闻关于第 3 季度收益的陈述是不实的，误导性的；(2) 新闻稿中的陈述，包括历史性陈述和前瞻性预测均缺乏事实基础，因而构成对投资者的欺诈；(3) 公司在发布新闻时未能披露其正在遭受的广告收益的实质性减少；(4) 公司没有在其明知业务量急剧下降的情况下调整其对第 4 季度收益过于乐观的预测。

因此，法院认定原告具体指出了其认为的误导性陈述，下面要判断的是原告是否详细说明了认为陈述是欺诈性的原因。被告认为：原告只摘录了新闻稿，没有提出任何文件或证据支持其主张的上述陈述是欺诈性的。因而法院分别对原告认为上述 4 个陈述具有欺诈性的原因是否成立进行了分析。

(1) 第 3 季度收益的陈述。原告指出，因为 2004 年新闻公布的第 3 季度的财务结果将 200 到 300 万元属于第 4 季度的网上招聘广告收益划入到第 3 季度中了，这足以充分详细证明其对第 3 季度财务结果的陈述必然是错误的，并且因夸大了收益额而具有误导性。但法院认为，根据详细性和充足性的要求，指控欺诈存在不能仅仅说明陈述是错误的，还需要更多的证据。原告必须提供表明被告当时就知道或应当知道其陈述是不实的证据支持。对这一点，原告认为鉴于被告在公司中的高层职位，他们有条件通过公司内部文件、会议或报表来获取未被披露的财务信息，因此被告知道或应当知道其有关第 3 季度收益的陈述是错误的。但法院认为，在 Novak 诉 Kasaks 案中，第二巡回法院已经就此作出过解释：当原告指控被告有条件接触反面事实时，他们必须具体指明包含这些反面信息的报告或陈述。在 San Leandro Emergency Med. Group Profit Sharing Plan 诉 Philip Morris Cos 案中，第二巡回法院也指出“只是概括地称存在揭示销售下降的公司保密报告，而没有具体的证据不能对抗被告要求驳回的动议。”更确切地说，原告“需要详述内部报告的内容，谁在何时

制定了该报告，这些数据有多大的可靠性或哪些公司职员对该报告进行了审查”。具体到本案，原告没有指出任何文件、会议或报告表明被告知道或应当知道其陈述是错误的。因此，法院认定原告未能满足详细性和充足性的要求。

(2) 公司首席执行官甄先生关于第3季度公司状况的评述。在2004年11月公布的新闻中，首席执行官甄荣辉说：“我们认为第3季度的财务结果显示出了我们公司良好业务计划的运行状态和执行能力。”原告认为这种评述具有误导性。法院认为，因为这一指控依赖于上述第3季度收益状况的陈述必须是错误的和误导性的，鉴于原告未能证明第3季度收益的陈述是误导性的，这一指控也不能成立。

(3) 关于对广告收益急剧下跌事实的遗漏。原告称2004年11月的新闻稿有误导性遗漏，因为被告没有披露公司业务正遭受广告收益的急剧下跌。法院认为，原告也没有提供充足事实支持这一主张。

首先，原告没有充分证明在2004年11月的新闻稿发布时广告收益的急剧下降就已经存在。原告主张2005年1月的新闻称公司第3季度网上招聘广告收益应减少200到300万元，陈述本身就表明其关于第3季度广告收益的陈述是不实的。但法院认为这却不能说明广告收益下跌在当时已经存在，并且原告没有主张2004年第3季度实际广告收益少于2004年第2季度或上年同期。原告还主张公司总收益从2004年第3季度的1.33亿元降至第4季度的1.17亿到1.21亿元，这表明广告收益在这段时期很可能出现下跌。但没有证据表明下跌于2004年11月就已经开始，且2005年的新闻稿恰恰表明公司销售额于2004年12月的后半月才减少。因此，原告没有提出事实证明在新闻稿发布的2004年11月4日网上广告收益就已经出现实质性下降。

其次，即使原告证明在发布新闻的当时广告收益的下跌就已经存在，还需要证明当时被告知道或应当知道这一情况，但原告也没能证明。原告同样主张凭借被告在公司的高级职位，有条件通过公司内部文件、会议、报告获得未被披露的不利财务信息。但正如前面分析过的，这种概括的主张同样因原告未能提供具体事实和资料（文件、会议、报告）而未获得法院的支持。

鉴于以上原因，法院认定原告对被告未能在2004年的新闻稿中披露其广告收益的实质性下降的指控也不能满足规则9(b)和PSLRA的详细性和充足事实的要求。

(4) 对第4季度预测。原告认为被告对第4季度收益盈余的预测是不实的、误导性的，因为其预测被2005年1月的新闻稿作了重大改动：预期收益从1.4亿到1.45亿元降至1.17亿到1.21亿元，预期摊薄每股盈余也从0.42到0.44元降至0.24到0.27元。法院不承认事后知情构成的欺诈(fraud by hindsight)，仅仅主张被告应当预见到未来发展的情势并较早地披露相关信息而非等到已经发展为客观事实时不能作为诉讼理由。并且原告没能说明在预测作出时业务量的实质下降已经存在；即使存在，原告也必须证明预测做出时被告知或应知预测是误导性的，而原告同样只是笼统地说鉴于被告的高层职位使其有条件获取这种信息，但没有指出载有这些信息的具体文件、会议或报告。因此，原告关于第4季度预测不实，误导公众的主张不能满足规则9(b)和PSLRA的要求。

总之，虽然起诉书指出了原告认为的误导性陈述，但与欺诈相关的法律和原告提供的支持其每一个欺诈指控的事实证据均不能满足详细性和充足性的要求。但是，如前所述，法院退一步讲，即使原告满足了要求，证明了这些陈述是欺诈性的，还必须证明被告存在欺诈的故意。

2. 故意的证明 首先,同样需要明确证明故意的标准。考虑到规则9(b)的目的,原告须提出足以得出欺诈故意结论的有力的事实证据。并且PSLRA也对证券欺诈采用“有力推论”的标准。这一标准在Acito诉IMCERA Group, Inc案中第二巡回法院具体化:有事实证明被告有动机和机会实施欺诈;或者存在有力的间接证据证明被告明知而实施了不法行为或有重大过失。

(1) 关于动机和机会。因为被告并未对其有机会实施欺诈做辩驳,所以问题就集中在原告是否能够证明动机的存在。原告主张被告进行欺诈是为了使公司2004年9月28日的首次公开募股能够成功,以便使自己可从中获得的利益最大化。但被告指出被控的误导性陈述是在公司首次公开募股一个月后做出的,因而法院认为显然不能成立。

原告还主张自然人被告欺诈的动机是为了增加其个人财产因为他们共拥有公司1.9亿的股份,但原告并没有证明自然人被告在集团诉讼期间内卖掉了他们持有的任何股份,根据Shield诉Citytrust案中第二巡回法院的判例,只声称被告持有公司股份而无法举证证明被告如何从膨胀的股价中获益,并不足以证明规则9(b)要求的动机。在Acito案中,第二巡回法院进一步做出解释:原告主张被告欺诈公众的动机是膨胀股价将增加对他的补偿是不能成立的,因为如果这样可以证明故意的话,那么几乎在美国的每一家股价下跌的公司都将被迫应诉证券欺诈。同时,原告声称的这种动机也因同样适用于公司其他管理人员,太过宽泛而不能证明“故意”。

(2) 明知的不法行为或重大过失的间接证据。首先,原告只是概括地称基于被告在公司的高层地位,有条件通过公司内部文件、会议或报告获取不利信息,但没有提供具体的事实材料,因此不能证明被告知道或应当知道与陈述相反的事实。

其次,原告辩称他们提供了间接证据可以证明故意:1)被告在其2004年11月发布的新闻中对第3季度财务结果的陈述以及第4季度的预测在仅仅两个月后就被修改,只有短短两个月表明11月份的陈述作出时就是不实的,从而构成间接证据。但是法院认为这种推定是不能令人信服的,因为问题的发生到突出或明显起来是需要时间的,本案中并不能有力推出被告应当于两个月之前意识到其网上招聘收益减少了200到300万元。而对第4季度情况的预测,公司在2005年1月也就是2004年第4季度结束之后对其财务状况会比2004年11月有更加清楚的了解。因此,这两个月不能作为推定公司重大过失的间接证据。2)原告称2005年3月14日的公司公布的新闻中含有对2004年第2季度财务结果的修改,而这一修改未能在2005年1月的新闻中公开从而构成了推定被告欺诈故意的间接证据。法院认为这一主张未能在其起诉书中提及,因而不宜对此进行审查。退一步讲,即使考虑这一主张也不能有力推出重大过失,因为对第2季度收益的修正并不能表明被告于修正之前已知或应知与陈述相反的事实。另外,对第2季度错误的修正晚于第3季度并不能证明两个陈述的错误是在同时被发现的,因而不能作为推出欺诈故意的间接证据。

基于以上原因,原告没能通过有力的间接证据推出被告的欺诈故意。

3. 控制人责任 除了指控公司证券欺诈之外,原告还依据《美国证券交易法》第20(a)节(该条是关于控制人的责任)起诉3个自然人被告,法院认为根据该条法律,原告必须证明以下3点:(1)有违反《证券交易法》规定的事实;(2)被告有对违反规定的人的控制;(3)控制人在一定意义上参与了对该规定的违反。因原告未能证明有对《证券交易法》第10(b)节的违反行为的存在,其追究控制人责任的主张也不能予以支持。

三、法院判决

通过对是否存在证券欺诈行为以及欺诈故意的分析,法院最终驳回了原告的起诉,并且同意原告在2006年10月30日之前提交经过修改的起诉书,起诉书必须符合《联邦民事诉讼程序规则》第11条的规定。但原告并未提交修改的起诉书,于是2006年11月16日,法院判决2006年9月法院的驳回裁决对被告及诉讼集团中的所有成员有拘束力。

四、简要评析

本案涉及美国证券欺诈案的程序和实体问题,即法院合并案件并分析了证券欺诈的成立条件,通过对本案诉讼过程的分析,我们可以得出以下3个方面的启示:

第一,通过本案,可以看到在美国法院审理证券欺诈案一般采用集团诉讼的形式并将案件合并,并且被告通常除公司外还有董事和高管人员。美国证券欺诈集团诉讼具有自身的一些特点:如抑制性、扩张性(案件相关投资者如无相反表示,法院即推定其为集团的一员)、间接性(由法院指定首席原告代表集团诉讼)以及律师胜诉取酬制,这种形式可以节约诉讼成本、法庭负担,也可以较好地保护投资者的利益。同时,律师胜诉取酬极大地调动了律师追究证券欺诈责任的积极性,但也导致美国起诉证券欺诈的案例特别多,出现了律师雇原告的怪现象,并且很多案件没有实质意义,导致滥诉。针对这一情况,美国1995年出台了PSLRA,提高了构成证券欺诈的标准来限制过多的证券诉讼。但是每年起诉证券欺诈的案件依然很多,似乎该法的颁布并未挫伤律师的热情。因此,我国在美国上市的公司一定要对这种集团诉讼的形式以及起诉的规模有个清醒的了解,做好遭到来自投资者起诉的心理准备并冷静应对。

第二,要了解美国关于证券欺诈的法律,包括不利的也就是容易被用来做起诉依据的法律以及有利的可以作为抗辩的法律。从本案中,可以看出,《美国证券交易法》中的第10条(b)以及SEC规则中的第10b-5节是经常为原告援引作为起诉证券欺诈的依据。《美国证券交易法》中的第20条则是作为起诉公司高管人员及董事的依据。而对被诉方有利的则是《联邦民事诉讼程序规则》中规则9(b)条以及PSLRA中规定的详细性和充足性这一较高的诉辩门槛,要起诉证券欺诈必须有充足详细的事实证明欺诈行为及故意的存在。从法院推理来看,美国起诉证券欺诈的门槛是比较高的,我国在美国上市公司了解并懂得充分利用这一法律来保护自己的利益是十分重要的。

第三,在美国这样一个成熟的证券市场上,上市公司的披露义务是其灵魂,对披露信息的全面性、真实性都有很高的要求,而在我国,这些方面都有较大的差距。因此,在美国上市的我国公司一定要谨慎地履行披露义务,学习披露的技巧,尤其在披露有利信息时,应考虑到披露可能为公司带来利益的同时,是否有被诉虚假陈述的隐患。

(作者单位:复旦大学)

注 释:

① Goplen v. 51job, Inc.F.Supp.2d, 2006 WL 2801881, S.D.N.Y.,2006.Sep.28,2006.