

证券民事诉讼与投资者赔偿

——基于虚假陈述案件的实证分析

徐文鸣

摘要: 证券民事诉讼制度是重要的公司外部治理制度,肩负着在事后保护投资者权益的重任。对证券虚假陈述责任纠纷判决文书的实证分析显示,投资者和证券律师之间存在显著的代理成本。由于参与诉讼的预期收益有限,投资者主动提起诉讼的比例很低。为了实现有效赔偿投资者的政策目标,应当建立由公共机构主导的集团诉讼制度。该制度可以通过实现规模经济降低单位求偿成本,同时避免私人主导集团诉讼的高昂代理成本。

关键词: 证券民事诉讼;私人执行;代理成本;集团诉讼;公共机构

一、问题的提出

依据实施主体的不同,法律执行机制可以分为公共执行(Public Enforcement)和私人执行(Private Enforcement)。所谓公共执行,是指依靠公共机构实施法律,发现和处罚违法者^①。它的优势在于规模效应和处罚方式多样化,可以施加民事、行政和刑事处罚。公共执行也存在显著的劣势,公共机构拥有的资源有限,公职人员缺乏适当的激励(Incentive),都可能导致执法不足和选择性执法等问题。所谓私人执行,主要是指依靠私人主体实施法律,通过提起民事诉讼请求损害赔偿。民事诉讼的结果关系到投资者的切身利益,因而他们有充足的激励。但是,私人执行具有内在缺陷,即中小投资者参与诉讼的成本和收益不匹配,易陷入集体行动困境。

最高人民法院在2003年颁布了《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《虚假陈述若干规定》),建立了现行的证券民事诉讼制度。但是经过十余年的司法实践,该制度并未取得预期的效果。本文系统地收集了2013年11月至2016年10月人民法院关于证券虚假陈述责任纠纷的判决,从微观层面分析证券民事诉讼市场面临的主要问题。投资者请求损害赔偿需要重复承担起诉成本,因而预期净收益较低,导致他们偏好采取“用脚投票”的被动策略^②。当问题的核心转变为降低维权成本、提高投资者预期净收益时,美式集团诉讼制度的优势有限。在保留行

收稿日期:2016-11-15

基金项目:中国政法大学青年教师学术创新团队支持计划(16CXTD09)。

作者简介:徐文鸣,中国政法大学法与经济学研究院讲师,意大利博洛尼亚大学法学院法律经济学博士(北京100088;wenming.xu@cupl.edu.cn)。感谢北京大学法学院“北大金融、投资与法律论坛”、华东政法大学法学院“首届‘法律与金融’论坛”、四川大学法学院“中国法律实证研究的现状与未来研讨会”的与会嘉宾和两位匿名审稿人对本文的批评和建议,以及冯诗婷、陈建伟、邹宁尘、胡婷和朱良玉同学在数据收集方面的帮助。

① 公共执行虽然都由公共机构发起,但是执行程序也存在差异。例如,美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission,以下简称SEC)的执法部(Enforcement Division),需要向其内部的行政法官(Administrative Law Judge)或州法院提起诉讼程序,施加相应的法律责任,见Velikonja U.,“Reporting Agency Performance: Behind the SEC’s Enforcement Statistics,”*Cornell Law Review*, 2016,101(4), pp.901-908。与此相对应,我国证监会可以直接施加行政处罚,不需要经过法院审理。

② Black B.,“Shareholder Passivity Reexamined,”*Michigan Law Review*, 1990,(89)3:520-608。

政前置程序的前提下,建立由公共机构主导的集团诉讼制度,可以实现诉讼的规模经济,达到有效赔偿投资者的目的。

二、证券民事诉讼市场

我国证券法执行采用“集中执法”模式,以公共执行为主导。证监会垄断了执行证券法的权力,承担威慑(Deterrence)潜在违法违规行为的职能,而证券民事诉讼制度则承担赔偿责任(Compensation)投资者的职能。由于私人执行受到公共执行的制约,证券民事诉讼制度运行状况并不理想,并未实现有效赔偿投资者损失的目的。与我国“集中执法”模式不同,美国证券法采用“多头执法”模式,使公共执行和私人执行机制并行发挥作用。证券交易委员会、司法部、证券交易所、州检察长(State Attorneys General)以及“企业家式的律师”(Entrepreneur Lawyers)都可以独立执行证券法^①。分权式执法模式的特点是执法产出较高,科菲教授将其视为美国特例(American Exceptionalism)^②。

(一)证券民事诉讼的基本制度安排

2003年颁布的《虚假陈述若干规定》为审理因虚假陈述引发的民事侵权案件构建了制度基础,但投资者请求损害赔偿仍面临以下四方面的制度性约束:

首先,《虚假陈述若干规定》仅赋予因虚假陈述遭受损失的投资者请求损害赔偿的权利,将因内幕交易和市场操纵受到损失的投资者排除在民事赔偿之外^③。而后两类违法行为同样是主要的证券市场欺诈行为^④。

其次,《虚假陈述若干规定》设立了行政前置程序,即投资者提起民事诉讼请求损害赔偿,必须以监管机构的行政处罚或法院的刑事判决为前提^⑤。行政前置程序将私人执行机制置于公权力的控制之下,不利于受侵害的投资者提起有益诉讼(Meritorious Suit)^⑥。但是,黄辉教授收集了2002年至2011年间满足前置程序的案件和实际提起诉讼的案件,发现法院仅审理了25.7%(65/253)的可诉案件^⑦。从这个角度看,前置程序在现有制度环境下并非阻碍投资者寻求救济的主要障碍。

再次,受到侵害的投资者只能提起单独或者共同诉讼,而不能提起集团诉讼^⑧。证券民事诉讼制度忽略了诉讼程序对当事人激励的影响,中小投资者需要“声明加入”(Opt-in)诉讼程序,承担主动加入诉讼的成本,这将减少主动参与证券诉讼的当事人的数量^⑨。

最后,被告所在地的中级人民法院对证券民事诉讼拥有管辖权^⑩,而上市公司一般是国有企业或

① Amanda R., “The Multienforcer Approach to Securities Fraud Deterrence: A Critical Analysis”, *University of Pennsylvania Law Review*, 2010, 158(7), pp. 2173-2232.

② Coffee J., “Law and the Market: The Impact of Enforcement”, *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, 156(2), pp. 229-312.

③ 《虚假陈述若干规定》第一条。

④ 如2013年发生的光大“乌龙指”事件即产生了广泛的影响,受到侵害的投资者的利益并未获得监管者的重视,见缪因知:《光大证券事件行政处罚与民事索赔之合法性质疑》,《法学》2014年第1期。

⑤ 《虚假陈述若干规定》第五条。

⑥ 主张行政前置程序弊大于利的论述,见殷洁:《证券虚假陈述民事责任制度论》,《法学》2003年第6期;陈朝阳:《证券民事诉讼机制的完善——兼评最高人民法院〈关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知〉》,《华东政法学院学报》2003年第1期;陈岱松:《试论证券民事诉讼制度之完善》,《证券法苑》2009年第1期。

⑦ Huang H., “Private Enforcement of Securities Law in China: A Ten-Year Retrospective and Empirical Assessment”, *American Journal of Comparative Law*, 2013, 61(4), pp. 757-798.

⑧ 《虚假陈述若干规定》第十二条。

⑨ 由于A/B股市场投资者结构的差异,B股投资者更有激励克服集体行动困境,寻求损害赔偿。对于这一问题的实证分析,见Xu W., “Reforming Private Securities Litigation in China: The Stock Market Has Already Cast Its Vote”, *International Review of Law and Economics*, 2016, 45, pp. 23-32.

⑩ 《虚假陈述若干规定》第九条。

者对当地经济发展有重要影响的私营企业,与所在地政府有着紧密的联系,可能存在的地方保护主义将进一步减少投资者可以获得的预期民事赔偿。

(二) 证券民事诉讼市场的供求关系

为了从微观层面展示证券民事诉讼市场的全貌,笔者从“中国裁判文书网”和“OpenLaw”收集了人民法院在 2013 年 11 月 1 日至 2016 年 9 月 30 日之间,作出的 2815 份关于证券虚假陈述引发的民事赔偿案件的民事判决书和民事裁定书^①。在剔除关于管辖权争议的民事裁定书后,研究样本的容量变为 1747 份判决书和裁定书,共涉及 40 位被告^②和 2746 名投资者,有 47 家律师事务所提供了法律服务。其中,2016 年 894 份、2015 年 506 份、2014 年 279 份、2013 年 68 份。这些案件主要由广东省广州市中级人民法院/广东省高级人民法院、江苏省南京市中级人民法院、北京市第一中级人民法院和上海市第一中级人民法院审理。

上述判决提供了证券民事诉讼市场供给方和需求方的详细信息。表 1 从被告的身份(13 名)和原告的代理律师事务所(10 家)两个维度,展示了 2746 位原告的分布^③。总体来说,投资者对于证券民事诉讼服务的需求不高。黄辉教授曾指出仅部分有权机关处罚的违法行为人受到投资者起诉,但这只是问题的一个方面^④。表 1 的数据进一步显示,即便违法行为人被起诉,潜在的受侵害的投资者参与诉讼的比例也不高。判决数据显示仅有 24 名被告面临超过 10 名原告的起诉,仅 12 名被告面临超过 50 名原告的起诉。如果考虑到上市公司股东基数的差异,提起诉讼的投资者平均仅占上市公司股东总数的 0.22%。面临股东起诉比例最高的被告是南京纺织品进出口股份有限公司,有 1.25% 的股东提起了诉讼。其次,在佛山照明案和云南云投案中,也有近 0.7% 的股东向人民法院提起诉讼。剩下的被告面临股东起诉的比例都远低于 0.5%。

表 1 所示 13 名被告总共支付了近 1.03 亿元损害赔偿。其中,最成功的维权案例是涉及佛山电器照明股份有限公司的案件,979 位受侵害的投资者一共获得 63,676,892.16 元损害赔偿,平均每位投资者获赔约 6.5 万元。除去佛山电器照明股份有限公司外,样本中其他被告共支付 38,924,970.06 元损害赔偿,这些案件中 1767 位受侵害的投资者平均每人获得 2.2 万元损害赔偿。根据最新的数据,2015 年美国证券市场的投资者通过集团诉讼和解(Securities Class Actions Settlements)共获得 30.34 亿美元的损害赔偿,平均每名被告支付了 0.38 亿美元的和解金^⑤。

由于上述被告都已经受到有权机关的处罚,因而前置程序不再是限制因素。而管辖法院都是我国司法系统效率较高省市的中级人民法院,低效率的法院系统带来的负面影响有限。在排除这两个主要的潜在影响因素后,限制证券市场需求的主要原因就是“声明加入”模式所引发的高昂参与成本。因证券市场欺诈行为而引起的侵权案件最大的特点是“小额多数”,即受侵害投资者的数量大,而大部分投资者受到的实际损害小。如果让每个投资者都反复承担参与诉讼的成本,那么对于单个投资者来说,诉讼的成本将大于收益。因此,在现有制度下投资者偏好采取“被动的”策略,对证券民事诉讼的需求并不高。

从市场的供给侧看,由于总需求受到限制,提供诉讼服务的律所数量有限。根据表 1 的数据,近三年仅有 15 家律师事务所代理投资者人数超过 10 名,它们主要分布于北京、上海、广州三地。根据《虚假陈述若干规定》第八条,因虚假陈述引发的民事赔偿案件由被告所在地中级人民法院管辖,这三

① “中国裁判文书网”和“OpenLaw”的链接分别见 <http://www.court.gov.cn/zgcpwsw/>和 <http://openlaw.cn/>。笔者通过检索“案由:证券虚假陈述责任纠纷”,获得本文的研究样本。依据《虚假陈述若干规定》第五条的规定,虚假陈述民事赔偿案件的诉讼时效为两年,本文统计的每位被告所面临的投资者起诉的数量可能是不全面的。

② 该数据只统计了那些面临至少两位投资者起诉的企业和个人。

③ 由于篇幅的限制,表 1 展示的证券民事诉讼市场供给和需求方的信息有限,更加详细的信息表可以发邮件向作者索取。

④ Huang H., “Private Enforcement of Securities Law in China: A Ten-Year Retrospective and Empirical Assessment”, *American Journal of Comparative Law*, 2013, 61(4), pp. 757-798.

⑤ Cornerstone Research: *Securities Class Action Settlements: 2015 Review and Analysis*.

地也是上市公司最集中、区域金融市场最发达的省市,在这三地注册的上市公司约占上市公司总数的29.47%^①。投资者自身存在搭便车的激励,并不会成为证券民事诉讼的主要推动者。美国证券民事诉讼市场如此繁荣的一个主要因素在于存在大量专业的“企业家式的律师”,积极推动证券集团诉讼。当然,随着市场规模的扩大,我国证券民事诉讼市场中提供诉讼服务的律所数量预期也会逐步增加。

表1 2013年11月-2017年1月间证券民事诉讼市场的供给与需求

律所 被告	北京 盈科	广东 奔奔	环宇 京茂	东方 剑桥	上海 华荣	上海 汇业	嘉澜 达	上海 杰赛	上海 明伦	浙江 裕丰	其他 律所	小计	处罚 文件 时间	起诉依据 的处罚	管辖法院	投资者获得 的总赔偿(元)	起诉投资 者占比
佛山照明	73	68	9	174	98	2	98	357	0	21	79	979	2012/11	证监会	广州中级法院	63,676,892.16	0.63%
海润光伏	26	0	16	32	28	1	0	6	23	14	26	172	2015/10	江苏证监局	南京中级法院	16,250,445.43	0.08%
勤上光电	0	0	3	7	16	0	0	0	0	0	4	30	2014/05	广东证监局	广州中级法院	9,671,628.87	0.09%
协鑫集成	21	0	2	27	114	0	0	5	0	0	1	170	2015/06	证监会	上海一中院	3,893,388.50	0.07%
湖北三峡	0	0	1	36	2	0	0	0	1	0	0	40	2014/12	湖北证监局	武汉中级法院	3,213,982.72	0.10%
上海仪电	1	0	3	36	7	0	0	62	0	5	10	124	2013/08	证监会	上海一中院	1,723,672.23	0.19%
恒天海龙	8	0	0	1	12	19	0	0	14	0	14	68	2013/11	证监会	济南中级法院	1,634,507.93	0.08%
宁波富邦	0	0	0	7	47	0	0	0	0	21	4	79	2012/06	证监会	宁波中级法院	1,465,782	0.35%
云南云投	35	0	0	0	34	6	0	1	0	0	17	93	2013/05	证监会	昆明中级法院	587,122.30	0.63%
南京纺织	24	0	2	22	14	13	0	11	38	1	8	133	2014/04	证监会	南京中级法院	285,233.91	1.25%
上海神开	3	0	0	5	13	0	0	8	0	1	0	30	2015/02	上海证监局	上海一中院	112,605.32	0.14%
武昌鱼	0	0	0	11	13	0	0	0	0	0	7	31	2013/10	湖北证监局	武汉中级法院	84,373.85	0.09%
潍坊亚星	0	0	0	18	1	0	0	6	0	0	0	25	2013/01	证监会	济南中级法院	2,227	0.11%
其他被告	59	12	35	108	207	100	0	102	28	69	52	772	N. A.	N. A.	N. A.	N. A.	N. A.
总计	250	80	71	484	606	141	98	558	104	132	222	2746	N. A.	N. A.	N. A.	102,601,862.22	N. A.

注:1. 由于篇幅的限制,本表只列出投资者获得总赔偿最高的十三名被告,以及代理投资者数量最多的十家律所。

2. 本表使用上市公司在处罚决定当年年报披露的股东总数计算“起诉投资者占比”。其中,“上海仪电”未披露“华鑫股份”(代码 600621)的持股情况。因而,在计算起诉投资者比例时,使用“华鑫股份”的股东总户数。

三、证券律师与原告之间的代理成本

由于证券民事诉讼只能以单独或者共同诉讼的方式进行,每个“积极的”投资者都需要反复承担参与成本。现有文献对于证券民事诉讼成本的讨论主要集中在行政成本,如举证成本和时间成本^②,以及低效率法院系统带来的成本^③。对判决文本的进一步分析显示,投资者和证券律师之间的代理成本同样增加了证券诉讼的参与成本。代理成本指因证券律师和投资者之间的利益冲突给投资者带来的损失。一般来说,投资者希望最大化其获得的净赔偿,而证券律师则希望最大化其获得的代理费。当二者利益不一致时,证券律师即可能利用其信息优势侵害投资者的利益,这一行为会降低投资者的预期收益。证券律师存在显著高估损害赔偿的激励,这一方面造成投资者胜诉的比例较低,另一

① 程金华:《中国公司上市的地理与治理——对证券市场行政治理的再阐释》,《证券法苑》2010年第2期。

② 如大庆联谊案,投资人2002年1月24日最先提起诉讼,至2006年12月执行完毕,经历了近五年的时间。由于冗长的民事程序,原告人数由679人减少为不足500人,参见杨严炎:《群体案件的诉讼形式及其价值取向——以大庆联谊虚假陈述案为例》,《清华法学》2011年第2期。

③ Huang H., “Private Enforcement of Securities Law in China: A Ten-Year Retrospective and Empirical Assessment”, *American Journal of Comparative Law*, 2013, 61(4), pp.757-798.

方面造成在胜诉案件中,投资者还需要承担较高的受理费用。

(一)投资者的胜诉比例偏低

本小节研究的样本共包括 1197 份判决书,其中 1042 份为民事一审判决,88 份为民事二审判决,67 份为民事再审判决,图 1 展示了这些判决结果的分布^①。与此前研究的预测不同,投资者的诉讼请求获得支持的概率并不高^②。在民事一审判决中,仅有约 42.42%(442/1042)的原告获得了一定数额的损害赔偿。约 47.12%(491/1042)的原告撤回起诉,原告撤诉后案件受理费减半收取,可以节约一定的诉讼费用。约 10.46%(109/1042)的原告被判决败诉。对于二审案件来说,受侵害投资者胜诉的比例更低。仅有约 3.41%(3/88)的原告上诉成功,二审法院判决原告胜诉的原因有二:其一,原审法院对于损害赔偿的计算有误;其二,原审法院审理时,事实不清。约 26.14%(23/88)的原告未按时预交案件受理费,而被裁定撤诉。约 70.45%(62/88)的原告被判决败诉。在所有民事再审案件中,人民法院皆判决驳回原告全部的诉讼请求。

投资者败诉的主要原因在于虽然满足行政前置程序,却未能证明投资损失和虚假陈述行为之间存在因果关系。《虚假陈述若干规定》第十八条第二款、第三款规定,当且仅当投资者“在虚假陈述实施日及以后,至揭露日或者更正日之前买入该证券”,在“虚假陈述揭露日或者更正日及以后,因卖出该证券发生亏损,或者因持续持有该证券而产生亏损”,才符合认定虚假陈述与损害结果之间存在因果关系的标准。因此,如果投资者在实施日之前或者在揭露日之后买入相关证券,法院则不能认定虚假陈述与损害结果之间存在因果关系。本文收集的样本,即存在上述情况。例如,在云南云投证券虚假陈述的案件中,部分起诉的投资者是在虚假陈述揭露日之后买入证券。而在宝安鸿基证券虚假陈述的案件中,部分起诉的投资者是在虚假陈述的实施日之前买入证券。这两类交易都不符合《虚假陈述若干规定》第十八条对侵权行为因果关系的认定标准,因而法院驳回了原告的全部诉讼请求。

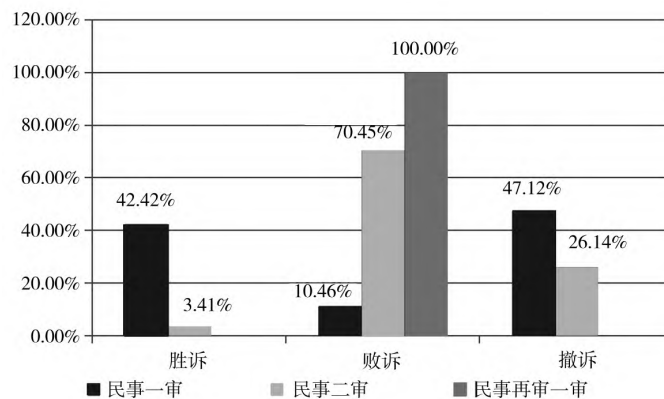


图 1 案件裁判结果的分布

(二)胜诉案件支付的受理费用较高

对于那些原告胜诉的案件,即投资者的诉讼请求在一定程度上获得支持的案件,法院判决的损害赔偿低于其请求的损害赔偿的概率较高。为了测量证券律师高估损害赔偿的程度,表 2 展示了涉及 442 位胜诉原告获得的损害赔偿与请求的损害赔偿之间比率的分布^③。第 1 列显示,在约 21.5%的案

① 与上节所分析的样本相比,本节剔除两类案件。第一,样本剔除了涉及被告佛山电器照明股份有限公司的判决。网上公布的判决是针对 700 余名投资者的文本,由于格式原因无法分离出每个投资者具体的判决结果。第二,样本剔除了涉及程序性的判决,如“合并为一个共同诉讼”、“案件移送”等,共涉及 542 份判决。因为此类判决不涉及是否支持原告诉讼请求和判决损害赔偿的金额。

② 一般认为满足行政前置程序的案件,原告的诉讼请求即会获得支持,获得损害赔偿是“直接的”(Straightforward),见 Benjamin L., Milhaupt C., “Reputational Sanctions in China’s Securities Market”, *Columbia Law Review*, 2008, 108 (4), pp. 929-983.

③ 该样本不包括被告为佛山电器照明股份有限公司的案件。

件中,投资者获得的损害赔偿小于其请求损害赔偿的20%。此外,在约10.5%的案件中,这一比例在20%和40%之间。约62%的投资者获得的损害赔偿大于其请求损害赔偿的80%。

表2 原告胜诉案件判决损害赔偿与请求损害赔偿之比的分

	0—0.2	0.2—0.4	0.4—0.6	0.6—0.8	0.8—1
数量	95	46	27	20	254
百分比	21.49%	10.41%	6.11%	4.52%	57.47%

导致请求的损害赔偿被高估的原因有二。第一,律师为了节约前期投入的成本,并未从被代理人利益的角度严格筛选可诉案件。即使满足了行政前置程序,投资者的损失还需符合证明侵权损害赔偿因果关系的标准。此外,法院在计算损害赔偿的数额时,一般还会考虑市场波动的影响,这也需要律师掌握专业的金融知识。第二,高估损害赔偿可以增加证券律师代理投资者的数量,最大化其代理费收益。一方面,由于证券民事诉讼一般采取胜诉酬金制度,律师代理案件的收益如同持有一份看涨期权。他们需要承担低估损害赔偿的成本,即如果请求的损害赔偿低于判决的损害赔偿,将减少律师的风险代理费。另一方面,较高的请求损害赔偿可以鼓励投资者参与诉讼。考虑到律师代理额外投资者的边际成本较低,证券律师的净收益与其代理投资者的数量成正比。因而,对证券律师来说,最优的请求损害赔偿是投资者交易标的证券的所有损失。

如果证券律师最大化自身收益的行为并不会增加投资者的维权成本,那么此类行为并不会影响投资者的决策。然而高估损害赔偿的行为会给投资者带来负外部性,它主要表现为会增加投资者支付的民事诉讼案件受理费用,即增加投资者和律师间的代理成本。关于合理的损害赔偿金额,律师和普通投资者间存在信息不对称。投资者并不具备专业知识计算损害赔偿的金额,该金额主要依靠证券律师的专业判断。民事诉讼案件受理费用由败诉一方承担,部分胜诉、部分败诉的,法院按照具体情况决定当事人所需负担的受理费^①。对于受理费的计算,财产性案件是根据诉讼请求的金额或价额,按比例分段累计缴纳^②。在此规则下,投资者面临的最优情况是诉讼请求完全获得支持;次优情况是其损害赔偿请求获得部分支持,并支付根据请求的和判决的损害赔偿的差额部分计算的受理费;最坏情况是投资者败诉,并承担依据诉讼请求金额计算的受理费。

表3 案件的受理费用的分布 (单位:元)

	未交费	0—500	500—1000	1000—10000	10000 以上
数量	123	617	146	286	24
比例	10.28%	51.55%	12.28%	23.89%	2.01%

表3展示了1197份判决原告支付的案件受理费的分布情况^③。约10.2%的投资者未交案件受理费。这些投资者主要分为两类:一部分投资者未在法定期限内预交案件受理费,被视为撤诉;另一部分投资者提起民事再审,而最高人民法院驳回其再审申请。约38.1%的投资者支付的受理费超过500元,其中有24人支付的费用超过1万元。投资者支付的最高的诉讼费用发生在林某诉宝安鸿基案,原告共支付了61615元案件受理费。而对于诉讼请求仅得到部分支持的投资者,他们同样需要支付不菲的受理费。如在被告为佛山电器照明股份有限公司的案件中,法院一审判决案件受理费总计2,157,108元,其中被告负担1,004,361元,原告共同负担1,152,747元,979名原告平均每人负担1177元。而在高某诉宁波富邦精业集团股份有限公司一案中,法院一审判决被告赔偿原告高某损失2,744.93元,而原告需要负担2,135元的案件受理费,约占损害赔偿的78%(案件受理费总计2,198元)。证券律师和投资者之间的代理成本,进一步减少了投资者获得的赔偿净额,降低了中小投资者参与证券民事诉讼的激励。

① 《诉讼费用交纳办法》第二十九条。

② 《诉讼费用交纳办法》第十三条。

③ 表3与图1使用的样本一致。

四、建立公共机构主导的集团诉讼制度

证券民事诉讼裁判文书的实证分析显示,由于中小投资者需要重复承担参与成本,其请求损害赔偿的预期净收益较低,偏好采取“用脚投票”的策略。证券民事诉讼制度并未发挥有效赔偿投资者损失的作用。降低高昂的求偿成本的思路之一是通过中央代理人处理求偿/赔偿事宜,利用规模经济降低单个投资者的维权成本。这一思路已经应用在证券市场创新的制度设计中,并取得了良好的效果。例如,发生在一级市场的证券发行欺诈案件,上市公司即通过设立专项赔偿基金,主动承担维权成本^①。对于发生在二级市场的违法违规案件,美式证券集团诉讼被视为解决投资者维权难的制度创新^②。私人主导的集团诉讼实际上将首席原告和代理律师视为大量受侵害投资者的中央代理人,以实现规模经济。如果仅从有效赔偿投资者的角度出发,借鉴我国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护中心”的制度创新,构建由公共机构主导的集团诉讼,更加适合我国现阶段证券市场状况和司法系统的效率水平^③。

(一)美式集团诉讼的缺陷

集团诉讼面临的主要制度成本是证券律师与投资者之间的代理成本。律师以最大化其代理费为目标,与最大化投资者获得赔偿并不一致。代理律师倾向于分散“投资组合”,即通过代理多个集团诉讼案件分散风险,通过与被告合谋和解能显著增加其代理费收入^④。由于集团成员(Class Member)持有的利益较小,缺乏激励有效监督律师的行为,诉讼程序因此被代理律师主导^⑤。集团律师通过与被告达成和解协议损害投资者利益的情况时有发生。此外,缺乏约束的集团诉讼制度还给证券市场参与者带来了高昂的诉讼成本。为了应对失控的集团诉讼,美国国会于1995年通过《私人证券诉讼改革法案》(Private Securities Litigation Reform Act of 1995,以下简称PSLRA),以降低代理成本为出发点,改革集团诉讼制度^⑥。

不仅制度成本高昂,集团诉讼对潜在违法违规行为的威慑效果也不明确。首先,那些仅受到私人集团诉讼处罚的违法行为的严重程度,远低于SEC处罚的案件^⑦。集团诉讼对违法违规行为产生的额外威慑力有限,其带来的预期收益亦是有限的。其次,针对1996至2004年间资产在7.5亿美元以上的企业欺诈案件的实证研究显示,私人集团诉讼发现欺诈行为的数量有限,仅占案件总数的3%^⑧。第三,由于PSLRA增加了限制集团诉讼的改革措施,在缺乏证据证明正当理由(Merit)的情况下,原

-
- ① 万福生科虚假陈述案和海联讯虚假陈述案实际已经将这个思路付诸实践。违法行为人和承销商设置了专项赔偿基金。其中,万福生科专项基金共向12756名投资人支付了1.79亿元,而海联讯主要股东共出资两亿元,赔偿了超过一万名股东。对于这两个案件赔偿方案的分析,见汤欣、杨祥:《虚假陈述损害赔偿的最新实践及法理检视——以万福生科与海联讯补偿方案为例》,《证券市场导报》2015年第3期。
- ② 支持移植集团诉讼制度的研究,见郭锋:《从大庆联谊股东诉讼案谈中国证券民事赔偿制度的构建》,《法学杂志》2006年第1期;章武生:《论群体性纠纷的解决机制——美国集团诉讼的分析和借鉴》,《中国法学》2007年第3期;钟志勇:《证券民事侵权诉讼前置程序与共同诉讼》,《法律科学》2003年第6期。
- ③ 支持构建由公共机构主导诉讼机制的观点,见王利明:《我国证券法中民事责任制度的完善》,《法学研究》2001年第4期;汤欣:《私人诉讼与证券执法》,《清华法学》2007年第3期。
- ④ Alexander J., “Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Actions”, *Stanford Law Review*, 1991, 43(3), pp. 497-598.
- ⑤ Coffee J., “Rescuing the Private Attorney General: Why the Model of the Lawyer as Bounty Hunter Is Not Working”, *Maryland Law Review*, 1983, 42(2), pp. 215-288.
- ⑥ 对PSLRA改革的探讨,见郭雳:《美国证券集团诉讼的制度反思》,《北大法律评论》2009年第2期。
- ⑦ Correia M., Klausner M., “Are Securities Class Actions ‘Supplemental’ to SEC Enforcement? An Empirical Analysis”, *Stanford Law School Working Paper Series*, 2012.
- ⑧ Dyck A., Morse A., Zingales L., “Who Blows the Whistle on Corporate Fraud?” *The Journal of Finance*, 2010, 65(6), pp. 2213-2253.

告提起诉讼的概率显著降低,并且案件被驳回的概率显著增高^①。因而,即便是在美国相对有效率的证券市场 and 司法系统的支持下,证券集团诉讼制度的实际净收益也并不如理论预测那么显著。鉴于证券集团诉讼高昂的制度成本,罗斯教授认为美国“多头执法”模式导致执法者之间协调难度增加,无法给被监管者提供稳定的预期,建议由 SEC 监督(Supervise)证券集团诉讼^②。

(二)公共机构主导的集团诉讼制度

由于我国证券民事诉讼需要满足行政前置程序,如果期望移植集团诉讼并实现其威慑职能,则需要配套取消行政前置程序。这一改革措施实际上将证监会执行证券法的部分权力,分配给证券律师和法院。支持这种制度安排至少需要满足三个隐含的假设。第一,证券律师和投资者比监管者更能够精确地发现市场上的违法违规行^③。第二,法院比证券监管者更有效率,法官裁判被告是否构成证券欺诈具有专业优势和信息优势^④。第三,法院比监管者更不易受到监管俘获,更有能力抵抗违法违规嫌疑人的游说。结合我国现阶段的制度基础,这三个假设并不一定成立,因而移植私人主导的集团诉讼制度的潜在收益是高度不确定的。

在保留行政前置程序的条件下,证券民事诉讼制度的核心目标即转换为最小化投资者请求损害赔偿的制度成本。如果采纳利用规模经济降低维权成本的思路,那么中央代理人将主要承担请求和分配损害赔偿的职能。由于存在行政前置程序,我国证券维权的中央代理人无需积极收集证据证明被告存在欺诈行为,也就无需保有美国证券市场上“企业家式的律师”的强激励。因而,我国台湾地区以非营利性的公共机构“证券投资人及期货交易人保护中心”,作为中央代理人的制度设计具有很强的吸引力。从实际运行情况来看,该机构一方面避免了滥诉风险,缓解了投资者与证券律师之间的代理问题^⑤,另一方面也为投资者争取到数额巨大的损害赔偿^⑥。

在我国移植公共机构主导的集团诉讼制度,还可以带来两方面的额外收益。第一,公共机构作为原告可以提高诉讼的对抗性。由于《虚假陈述若干规定》设定的管辖权规则,相比证券律师,公共机构更能降低审理法院受到被告不当影响的概率。第二,公共机构还可以增加民事赔偿金的威慑力,避免循环赔偿问题^⑦。如果民事赔偿是由企业支付,则是用现有股东的财富去赔偿另一部分股东,而真正从欺诈行为获益的内部人支付损害赔偿较低。对于私人控制的集团诉讼来说,律师最终的目标是诉讼费用最大化,因而其偏好起诉那些富有(Deep Pocket)的被告。而公共机构在起诉时,应当兼顾赔偿和威慑两个职能,即如果行政机构同时处罚了企业和个人,那么应当强制公共机构将企业和个人列为共同被告。当损害赔偿由企业支付,违法企业的董事、监事应当承担法定义务向内部人追索其应支付的赔偿份额^⑧。在企业的董事、监事未能承担起上述义务时,股东可以提起派生诉讼^⑨。

当然,公共机构作为中央代理人也在存在两方面缺陷。一方面,由于诉讼的结果和公共机构关联不大,因而其执法产出可能不足;另一方面,公共机构也面临监管俘获的风险。可以通过以下配套措施减弱上述问题的负面影响。第一,通过引入经济激励,允许公共机构留存一定比例的损害赔偿,作为机构运行

① Choi S., “Do the Merits Matter Less after the Private Securities Litigation Reform Act?” *Journal of Law, Economics, and Organization*, 2007, 23(3), pp. 598-626.

② Rose A., “Reforming Securities Litigation Reform: Restructuring the Relationship between Public and Private Enforcement of Rule 10b-5”, *Columbia Law Review*, 2008, 108(6), pp. 1301-1364.

③ 对于内幕交易和市场操纵案件,监管者天然具有信息优势,因而公共执行更有效率,见 Polinsky M., Shavell S., “The Economic Theory of Public Enforcement of Law”, *Journal of Economic Literature*, 2000, 38(1), pp. 45-76.

④ 由于我国相关法律法规并不完善,监管者在处罚违法行为人时,实际上在制造监管规则,见彭冰:《内幕交易行政处罚案例初步研究》,《证券法苑》2010年第2期。

⑤ 吴光明:《证券团体诉讼文化之探讨——美国与我国台湾地区比较法角度之观察》,《交大法学》2014年第3期。

⑥ 截止2015年,该机构已经完成201件团体求偿案件,为投资者争取到约合98亿元人民币的损害赔偿,见《证券投资人及期货交易人保护中心2015年年报》。

⑦ Coffee J., “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation”, *Columbia Law Review*, 2006, 106(7), pp. 1534-1586.

⑧ 我国《公司法》第一百五十二条第一款。

⑨ 我国《公司法》第一百五十二条第二款。

的预算,增加其起诉的动力和执法产出^①。这种制度设计在一定程度上统一了公共机构和投资者的利益诉求,将显著提高其起诉的积极性和对被监管者游说和腐败活动的抵抗力。第二,引入信息披露机制,强制要求公共机构披露损害赔偿的计算方式和数额,降低监管俘获的风险。因为保留了行政前置程序,公共机构可诉案件的数量是既定的^②。公共机构应当根据证券监管者的所有处罚决定,披露损害赔偿的计算方式和数额。经过一定时间的公示和评论后,方可以依据相关方案起诉。该制度设计将引入外部监督机制降低公共机构被俘获的风险。当然,公共机构主导的集团诉讼并不与现行的民事诉讼制度互斥,受侵害的投资者可以主动退出,选择自行提起民事诉讼请求损害赔偿。

五、结论

法律执行作为公司外部治理机制的重要组成部分,肩负着在事后保护投资者权益的重任。与美国公共执行和私人执行独立运行的模式不同,我国公共执行起主导作用,承担威慑潜在犯罪的职能。而私人执行以公共执行为基础,承担赔偿责任投资者的职能。经过十三年的司法实践,我国证券民事诉讼制度并未有效保护投资者的利益。通过对因证券虚假陈述引发的民事赔偿案件公开判决的实证分析,本文发现证券民事诉讼市场的发展严重滞后于证券市场的发展。由于参与诉讼的成本较高,理性的投资者偏好“用脚投票”,而不是利用民事诉讼程序维护自身利益。而投资者和证券律师之间的代理成本进一步降低了投资者获得的预期赔偿。为了有效赔偿投资者的损失,可以建立以公共机构主导的集团诉讼,利用规模经济降低单位求偿成本。公共机构可以避免私人主导集团诉讼的高昂代理成本,降低滥诉的风险。通过引入经济激励和建立信息披露制度,可以有效避免公共机构的监管产出不足和监管俘获问题。

Private Securities Litigation and Investor Compensation: An Empirical Analysis of the Securities Misrepresentation Cases

XU Wen-ming

(School of Law and Economics, China University of Political Science and Law, Beijing 100088, P. R. China)

Abstract: Private securities litigation is an integrate part of the external corporate governance system and functions to protect the interests of investors ex post. The empirical analysis of the judgments of securities misrepresentation cases reveals that there are significant participation costs and investors rarely bring about private suits. The agency costs between securities lawyers and their represented investors further reduce the expected return of private litigations. To effectively compensate harmed investors, the class action led by public agencies should be established. The institution could realize the economies of scale to reduce the average costs of compensation and avoid the significant agency costs of the class action led by private parties at the same time.

Keywords: Private securities litigations; Private enforcement; Agency costs; Class action; Public agency

[责任编辑:李春明]

① Lemos and Minzner 指出对公共执行机制的分析忽略了经济激励对执法者的影响,并指出为机构自身提供一定的经济激励将显著增加执法产出,见 Lemos M., Minzner M., “For-Profit Public Enforcement”, *Harvard Law Review*, 2014, 127(3), pp. 853-913.

② 我国证券监管者的公共执法产出在近年来出现了高速增长,特别是证监会的派出机构逐渐成为执法主力,因而行政前置程序不会成为当下公共机构请求损害赔偿的主要限制因素,见 Xu W., Chen J., Xu G., “An Empirical Analysis of the Public Enforcement of Securities Law in China: Finding the Missing Piece of the Puzzle”, *European Business Organization Law Review*, 2017, 18(2), Forthcoming.