

投资者保护公益组织与 股东诉讼在中国的实践*

——基于中证投服证券支持诉讼的多案例研究

□辛宇 黄欣怡 纪蓓蓓

摘要:以2016~2017年间中证中小投资者服务中心(以下简称“中证投服”)提起的4例证券支持诉讼为研究对象,本文深入分析了该组织在证券支持诉讼中的作用实现机理及其在中小投资者利益保护方面所产生的直接经济后果和溢出效应。本文发现:中证投服提起的证券支持诉讼在很大程度上改善了虚假陈述案件的赔偿机制,主要体现为赔付主体更加合理化,赔偿金额的计算更加科学,赔付比例有明显提升,赔偿款项的执行力度得以加强;在作用实现机理方面,中证投服作为投资者保护公益组织向中小股东提供了公益服务,同时又具备政府弹性监管的色彩,与我国现行的司法制度形成互补;更为重要的是,中证投服参与证券支持诉讼产生了显著的溢出效应,在唤醒中小股东维权意识的同时,明显提升了民间律师团体的活跃程度,进而从整体上极大地带动了民间股东诉讼的兴起。

关键词:中证投服 股东积极主义 证券支持诉讼 虚假陈述诉讼 弹性监管

一、引言

投资者保护,尤其是中小投资者保护,是证券市场关注的焦点,而健全的信息披露制度是维护证券市场公平交易秩序、保护投资者利益的基石。自我国证券市场建立以来,上市公司进行虚假陈述、侵害投资者利益的案例并不少见,即使在各项制度安排已经有很大提升的当下,仍然会发生像康美药业财务丑闻这样的一系列“天雷滚滚”的恶性事件。作为我国证券市场的重要参与者,中小投资者在信息获取和自我保护方面天然地处于劣势地位,相应地,健全的司法制度及其有效实施就成为中小投资者权益保护的最后一道防线,而践行此精神的一个重要法律机制就是保障由于上市公司虚假陈述行为而遭受侵害的、为数众多的中小投资者获取民事赔偿的权利(黄辉,2013)。

我国证券市场中小投资者保护的法律制度经历了从无到有、从初步建立到不断探索完善的历程;然而相关法律制度在实施的进程中缓慢而艰难,同时不同地区的实施情况与效果也极不平衡;在相当长的一段时期,我国中小投资者的整体法律保护水平仍然相对较低(沈艺峰等,2004;肖珉,2008;姜付秀,2008)。从很多具体的虚假陈述案件来看,中小投资者的诉讼维权之路比较艰难,长期处于弱势甚至被漠视的地位,其在案件起诉、索赔、执行等多个环节都面临较大障碍,另外地方保护主义现象也比较突出。

中证中小投资者服务中心的成立在一定程度上打破了这一僵局。作为证监会批复成立的公益性金融服务机构,中证投服于2016年向上市公司匹凸匹提起了其首例证券支持诉讼,引起了证券市场的广泛关注。此后,中证投服陆续提起16例与上市公司虚假陈述行为相关的证券支持诉讼,代表广大中小投资者向上市公司提起索赔,维护中小股东的合法权

*感谢国家社科基金重大项目“国有企业监督制度改革与创新研究(17ZDA086)”的资助。文责自负。

益。证券支持诉讼制度的创建在很大程度上改善了我国中小投资者在虚假陈述诉讼中的不利地位,在我国证券市场的发展历程中具有标志性意义。

本文对目前已做出判决的4例证券支持诉讼案件进行多案例研究,基于委托—代理理论、法学相关理论以及非营利组织理论,深入分析中证投服在股东诉讼中发挥的作用,并进一步探究其对投资者保护的溢出效应。研究发现:(1)早期虚假陈述案件存在诉讼效率低下、赔偿机制不合理的问题,而中证投服提起的证券支持诉讼则明显提高了案件的诉讼效率,改善了对中小股东的赔偿机制,使赔偿主体更加合理化、赔偿金额的计算更加科学、赔付比率明显上升而且赔偿款项的执行力度得以加强;(2)中证投服具有政府弹性监管的色彩,与我国现行的司法制度形成互补,一方面通过提起证券支持诉讼的方式对上市公司形成震慑,另一方面通过示范判决机制与软件开发等方式提高司法效率与审判质量;同时,作为投资者保护公益组织,中证投服向中小股东提供了专业的公益法律服务,从而改变了中小股东在诉讼中的不利地位;(3)更为重要的是,中证投服发起的证券支持诉讼具有显著的溢出效应,在成功唤醒中小股东维权意识的同时,也与民间律师团体形成了良性互动,进而从整体上明显提升了民间股东诉讼的活跃程度。本文将遵循如图1所示的分析框架,对中证投服证券支持诉讼的制度背景、作用机理及其直接经济后果和溢出效应进行深入分析。

本文的研究贡献体现在两个方面:一是基于当前的证券市场背景及民事赔偿司法体系,以虚假陈述诉讼作为切入点,对新兴市场经济国家中小投资者法律保护理论及股东积极主义制度建设进行了拓展性研究,丰富了现有文献;二是从赔偿与利益分配的视角详细讨论了虚假陈述诉讼的特点与难点,为中小投资者补偿机制的完善提供了具有现实指导意义的分析判断,尤其是深入讨论了中证投服在帮助中小股东诉讼维权过程中的作用实现机理及其直接经济后果与溢出效应,这对于我国今后继续加强和改善对中小投资者的保护机制具有较强的启示意义。

本文其余部分的结构安排如下:第二部分是理论基础与文献综述;第三部分是制度背景分析,我们将对制度特征中的典型问题、中证投服的设立及其所提起的证券支持诉讼案件进行背景讨论;第四部分则从赔偿与利益分配的视角就中证投服参与下的证券支持诉讼对中小投资者利益保护的改进与提升情况进行具体的分析与讨论;第五部分考察中证投服在证券支持诉讼中所发挥的作用及其溢出效应;最后是研究结论与启示。

二、理论基础与文献综述

投资者法律保护是公司治理机制的重要组成部分(La Porta et al., 2000)。以公司法为依据的股东权利作为投资者保护的重要一环,为股东提供了强大的自救机制,并推动了股东积极主义的兴起(Hill, 2010)。La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer和 Vishny(LLSV)四位学者所开展的“法与金融”领域的一系列研究深入讨论了法律与投资者保护的相关关系,是公司治理研究的重要组成部分。

(一)双重委托代理问题与股东积极主义

中小投资者在信息收集与专业技能方面的天然弱势使其在与上市公司的利益博弈中频频受到侵害。企业所有权与经营权的分离驱动管理层为满足个人私利侵占股东利益(Jensen and Meckling, 1976),引发了第一类代理问题。企业的股权分散程度越高,第一类代理问题越严重(Gillan and Starks, 2003; Judge et al., 2010)。然而在大部分国家,

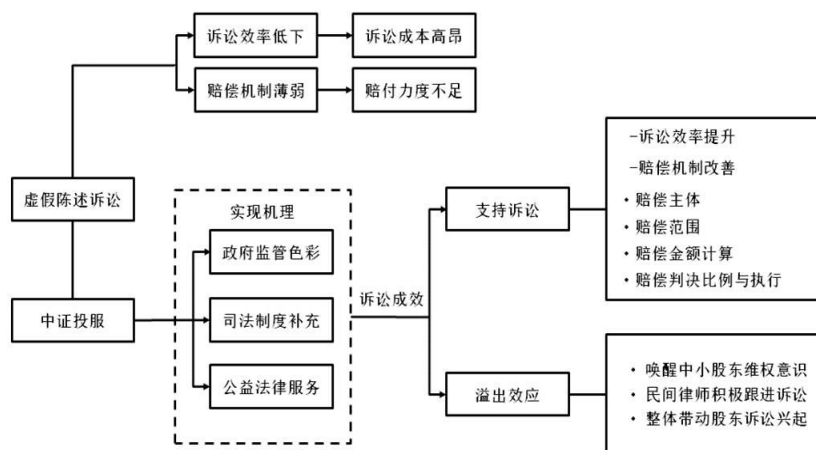


图1 中证投服参与虚假陈述诉讼的作用机理与成效

大型上市公司的股权相对集中,此时企业的公司治理问题主要体现为大股东与中小股东的利益冲突(La Porta et al., 2002; Gillan and Starks, 2003; Chen et al., 2013)。控股股东利用其控制权攫取上市公司资源,损害外部中小投资者利益,由此触发了第二类代理问题(Chen et al., 2013; 伊志宏、李艳丽, 2013; 田海鑫, 2018)。现阶段我国上市公司的股权结构相对集中,中小投资者很有可能要面对控股股东与管理层的双重利益侵占,而这种双重委托代理问题将更加严重地威胁中小股东的合法权益(冯根福, 2004)。

此时,股东积极主义作为公司内部治理结构的重要替代机制(Guercio and Hawkins, 1999),是投资者应对代理冲突与利益侵害、保护自身合法权益的强大自救机制。所谓股东积极主义,是指股东利用其享有的权利参与公司经营管理,进而影响企业管理层、董事会和其他投资者的利益(Nordberg, 2010)。股东积极主义早期由个人投资者主导,20世纪80年代中期机构投资者逐渐兴起。美股机构投资者持股比例由20世纪50年代的6.1%上升至2002年的50%,1992~1999年间欧盟机构投资者持有的金融资产总额增长了1.5倍,另外机构投资者在发展中国家资本市场也扮演了越发重要的角色,法律环境的改善也进一步推动了机构投资者的发展(Gillan and Starks, 2003)。随着持股数量的大幅增加,沿用传统的“用脚投票”的投资策略将使机构投资者遭受巨额损失,这就迫使机构投资者在企业经营中发挥更为积极的作用(Buchanan et al., 2012; Helwege et al., 2012),信托责任与绩效薪酬也激励基金经理人主动参与公司治理。在公司治理中,机构投资者能够充分利用其信息优势与投资多家上市公司的治理经验参与决策(Kang et al., 2018),通过股东议案、投票权等行权方式对公司经营管理施加影响(Appel et al., 2016),同时加强对管理层的外部监管,向市场传递信息。研究表明,机构投资者的积极主义行为能够降低企业信息不对称(Prevost et al., 2016)、限制管理层的薪酬水平(Khan et al., 2005)、驱逐不称职的CEO(Guercio et al., 2008)、改善经营绩效(Clifford and Lindsey, 2008),有利于增加股东价值(Lee and Park, 2009)。

受投资者结构的影响与法律因素的限制,我国机构投资者参与公司治理积极性不足(Xi, 2006)。中小投资者的天然劣势地位导致其难以通过正式治理机制对大股东形成制约。为应对中小投资者的权益保护问题,监管部门强制要求对增发、重大资产重组等事项实行分类表决,同时推出“网络投票”制度,提高中小股东参与公司治理的能力与积极性(孔东民等, 2012)。另一方面,随着互联网的发展,中小投资者通过网络社交平台表达意愿,媒体舆论作为正式治理机制的补充对企业大股东与管理层起到了外部监督作用,被誉为新时代的“散户积极主义”(杨晶等, 2017)。

中小投资者是否采取股东积极主义行为主要取决于两方面的因素,即中小股东是否能够克服其“搭便车”的倾向,以及其预期行权收益是否超出其行权成本(Gong, 2011)。行权股东的积极主义行为能够使其他投资者受益,但是行权股东自己需要承担全额的行权成本(Gillan and Starks, 2003),只有当其行权收益高于行权成本时,行权股东才有动力积极参与公司治理(张峰、杨建君, 2016)。然而中小股东仅持有上市公司极少部分股权,其发起股东积极主义行为所获得的收益远低于高昂的行权成本,因而中小投资者在参与公司治理的过程中往往面临“集体行动困境”(Black, 1992)。此外,中小投资者之间也存在利益冲突(Girard and Gates, 2014),导致中小股东的利益联盟十分脆弱,其短视性与专业能力的缺乏也极易引发公司治理的混乱(郑国坚等, 2016)。

(二)中小股东在股东诉讼中的困境

股东诉讼是投资者针对严重侵害行为所采取的一种司法救济方式,也是投资者保护的最后一道防线。股东诉讼是维权成本与对抗程度最高的股东积极主义形式(王彦超等, 2008),具有“威慑”与“补偿”作用。一方面,股东诉讼通过对管理层的违规行为进行经济与声誉方面的惩罚(Bourveau et al., 2017; Fich and Shivdasani, 2007),形成对管理层威慑,从而提高管理层及董事会成员与股东利益的一致性;另一方面,可以通过诉讼赔偿金来补偿投资者所遭受的损失(Afshar, 2014)。股东诉讼作为投资者保护的事后救济机制,是股东权益的最后一道防线。

在股东诉讼中,“搭便车”与“集体行动困境”同样成为中小股东积极行权的障碍(Lin, 2016)。当前大部分

国家实行“败诉方负担”的原则(loser-pay rule),原告投资者在败诉时需要承受巨额损失,而胜诉带来的预期收益难以激励投资者提起诉讼(Lin,2007)。由此可见,“集体行动困境”决定了中小投资者难以在与上市公司的利益博弈中自发地通过股东诉讼等积极主义行为来与管理层和大股东的不端行为进行对抗。

美国的证券集团诉讼制度即为应对企业内部的代理问题而产生(Erickson,2017),以其震慑作用之大与惩治范围之广而闻名。美国证券集团诉讼普遍采纳“胜诉酬金制”,优厚的胜诉酬金激励着专业律师积极搜寻诉讼目标,催生了大量证券集团诉讼案件,成功克服了股东诉讼的“集体行动困境”(郭雳,2009)。

长期以来,我国证券市场存在起诉率偏低、私人诉讼作用有限的问题,学者们关于在我国移植美国式证券集团诉讼制度的讨论不绝于耳(汤维建、陈巍,2008;章武生,2017)。但是诉讼制度的建立深受一国政治、法律、社会、文化因素的影响(Lin,2007),美国式集团诉讼的产生根植于其好讼的诉讼文化、激进的律师团体、强大的司法创制文化以及联邦制下的双重法院制(郭雳,2009)。诉讼文化与执法体系的差异使我国在现阶段缺少直接移植美国式证券集团诉讼制度的土壤,因此需要探索适合我国国情的诉讼模式,以增强私人诉讼在投资者保护中的作用。

(三)诉讼困境的解决:非营利组织所扮演的角色及其存在的理论依据

近年来东亚地区资本市场发展迅速,但是同时上市公司的舞弊丑闻亦层出不穷,急需在制度的顶层设计层面增强对中小投资者的保护。受到法律体制与文化传统等因素的限制,东亚地区未能建立起由律师团体主导的美国式证券集团诉讼制度。面对“集体行动困境”与诉讼程序的双重阻碍,作为上市公司外部监管机制重要组成部分的私人诉讼在东亚地区的表现并不活跃。经过长期探索,在东亚部分地区基于本土法律体系建立起了由非营利组织主导的股东诉讼模式。例如,韩国参与民主人民大联盟(People's Solidarity for Participatory Democracy,简称“PSPD”)与日本股东监督组织(Kabunushi Ombudsman)都是由当地民间团体自发建立起来的、以维护中小股东权利为目标的非营利组织,其拥有独立的资金来源,保持了较强的独立性(Milhaupt,2004)。PSPD与Kabunushi Ombudsman代表中小股东就具有社会影响力的证券纠纷案件发起诉讼,依靠非营利组织的力量与上市公司进行周旋,改善了中小股东在诉讼中的不利地位,并在一定程度上克服了中小投资者在诉讼中所面临的“集体行动困境”问题(Jang and Kim,2002;Milhaupt,2004)。

区别于PSPD与Kabunushi Ombudsman的民营性质,中国台湾地区投资人保护中心(Securities and Futures Investors Protection Center,简称“IPC”)是由中国台湾“金融监督管理委员会”发起成立的非营利组织,其董事会2/3以上的成员由中国台湾“金融监督管理委员会”直接任命,组织运营资金主要来源于证券交易所、证券集中保管公司、证券业自律组织以及部分证券金融公司(Shao,2013)。IPC享有提起证券集团诉讼的特权,加入制集团诉讼是其维护中小股东权利的主要方式。与PSPD和Kabunushi Ombudsman的民办性质不同,IPC发起证券集团诉讼的权利由2002年修订的“台湾投资者保护法”赋予,且权利的行使与行权对象的选择均受到严格控制(Lin,2007;Shao,2013),但是其组织运营相对独立,因而被视为是公共执法与私人执法的创造性结合(Milhaupt,2004)。

学者们通常采用“市场与政府失灵”、“合同失败”和“第三方治理体系”等有关理论来解释非营利组织的产生。“市场与政府失灵”理论认为,政府干预是克服“市场失灵”的有效机制,而非营利组织是为应对市场与政府公共产品提供不足而存在的,非营利组织的产生是“政府失灵”的体现(Weisbrod,1988;Kingma,1999)。这一理论为PSPD与Kabunushi Ombudsman等民办非营利组织的出现提供了佐证,但难以为政府创建的公益性组织提供合理解释。由政府设立的非营利组织与政府保持密切的合作关系,其产生正是源于政府认识到部分公共产品应由国家层面提供,并设立非营利组织来寻求广泛的社会支持(Knauer,1997)。从这一角度来看,非营利组织并非“政府失灵”的表现,而是政府履行职能的举措。

如果说“市场与政府失灵”理论将非营利组织的产生归因于社会公众对公共产品数量的需求,那么“合同失败”理论则认为非营利组织是为满足公众对公共产品提供质量的要求而存在的(Knauer,1997)。由于信息不对称程度较高,消费者难以衡量公共产品的提供质量,而非营利组织的“非分配约束”(non-distribution con-

straint)使其免受营利组织“逐利”动机与机会主义行为的困扰,在公共产品的提供过程中更容易受到社会公众的信任(Hansmann,1980)。但是,“合同失败”理论同样未能解释政府与非营利组织之间的互动关系。

20世纪50年代以来,美国政府与非营利组织的合作日趋普遍。Lester Salamon提出“第三方治理”的观点来解释政府与非营利组织之间日益增多的互动关系。Salamon指出,政府在提供公共服务的过程中广泛寻求第三方非营利组织的帮助,而非扩大行政官僚机构,由此形成了“第三方治理体系”。在该体系中,美国政府扮演着管理者的角色,为第三方机构提供发起资金;第三方非营利组织拥有多渠道的资金来源,同时在项目运营中享有较大的自由裁量权。Salamon将“第三方治理体系”视为政府政策实施工具的转换,强调公共执法部门与非营利组织的合作与责任共担,该体系的目标在于高效率、低成本地为社会公众提供高质量的公共产品,避免庞大的公共官僚体系可能产生的冗员弊端。

非营利组织在我国法律体系改革的进程中亦发挥了举足轻重的作用。自20世纪末以来,我国陆续创建了以消费者协会为代表的一系列非营利组织,这些机构大多与政府部门保持着紧密的联系。与美国的“第三方治理体系”不同,根植于中国特殊制度背景的非营利组织在人员任命与资金来源方面受到政府的严格控制,其组织运营与活动开展均受政府监管,具有浓厚的官办色彩,独立性较低。但也正是由于其官方背景,使得这类非营利组织的行动具备了更强的合法性与合理性,进而在市场中拥有了更大的影响力和话语权,易于赢得社会公众的信任和支持(Lee,2000)。从某种意义上说,具有官办性质的中国式非营利组织是政策实施工具的扩张和延伸。

综合以上分析,由非营利组织主导的诉讼模式与美国式的证券集团诉讼是在不同法律环境下诞生的两类诉讼机制,两者的目标均是维护中小投资者的合法权益,强化法律执行力度。在我国以公共执法力量为主导的执法体系中,由具备官方背景的投资者保护机构(如“中证投服”)参与诉讼的模式显然更符合中国国情。Lee(2000)在21世纪初便预告了非营利组织在我国法律改革进程中的重要地位,其观点随着中证投服的成立得到了进一步印证。一方面,通过非营利组织加强执法力度能够降低地方保护主义对执法行为的干扰,提高执法行为的公信力;另一方面,非营利组织的“非分配约束”能够克服美国式集团诉讼在律师逐利动机下引发的滥诉行为(Milhaupt,2004)。可以预见,以中证投服为代表的非营利组织在我国投资者法律保护与私人诉讼领域将发挥越来越重要的作用。

三、制度背景分析

(一)虚假陈述民事赔偿制度所面临的典型问题

我国证券虚假陈述民事赔偿制度经历了从无到有,从初步建立到不断探索、完善的历程,相关法律的颁布时间如图2所示。

自2002年司法解释颁布以来,投资者陆续提起多例虚假陈述民事赔偿诉讼。我国的投资者法律保护发展较为滞后,股东权利保护不足,在虚假陈述诉讼的审理与判决中长期存在问题。

从诉讼效率的角度看,早期信息披露违规案件的诉讼时间过长。我国虚假陈述民事赔偿制度建立之初,中小投资者面临“起诉不受理”的难题,投资者起诉与法院受理立案相隔时间较长,加大了投资者的举证难度,对诉讼产生不利影响。法院立案受理后,中小投资者将面临漫长的审理时间。我国虚假陈述诉讼案件审理进度缓慢,法院立案受理后迟迟未做出判决的情况时有发生。据黄辉(2013)统计发现,2002~2011年期间的65宗虚假陈述诉讼案件审理时间的均值为13.5个月。早期包括大庆联谊、银广夏、东方电子、科龙电器以及蓝田股份在内的5起典型案例自行政处罚作出至案件审结的时长均超过4

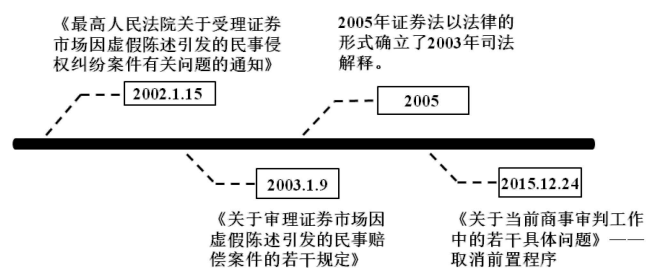


图2 虚假陈述民事赔偿制度相关法律颁布时间
注:根据《人民司法》杂志发布的相关法律、制度和文件整理而成。

年。诉讼效率低下导致投资者面临高昂的诉讼成本,消磨了中小股东参与诉讼的积极性。

从诉讼效果的角度看,虚假陈述案件对赔偿责任人的认定存在争议,且对中小投资者的赔付力度不足。在赔偿主体方面,我国虚假陈述诉讼多将上市公司作为被告,最终由上市公司承担赔偿责任。然而,由上市公司承担赔偿责任将直接损害企业中小股东的利益;此外,上市公司经历诉讼案后往往陷入经营困境,难以偿付巨额赔偿(沈晨小园,2008),此时将上市公司作为承担赔偿责任的唯一主体将加大赔偿风险。

在赔付金额的计算与认定方面,不合理的揭露日确认限制了可要求赔偿的投资者范围。根据2003年司法解释,投资者在揭露日前出售股票所遭受的损失与上市公司的虚假陈述行为不具有因果关系。而部分案件中,在法院最终认定的揭露日之前,投资者已经通过各种渠道获知上市公司实行虚假陈述的相关信息,并及时卖出股票止损(沈园小晨,2008)。但揭露日的不合理认定使这些投资者丧失了诉讼权。此外,部分法院倾向于做出不利于投资者的判决,导致原告投资者的胜诉率与赔付率偏低。早期银广夏与科龙电器案经法院调解后的赔偿比率仅为37%和30%(章武生,2009;王遂坤、郝小松,2010)。即使案件已作出胜诉判决,赔偿款项却迟迟不能执行到位。

总体来看,我国虚假陈述民事赔偿案件长期存在诉讼效率低下、赔偿力度不足的问题。导致我国虚假陈述民事赔偿制度中存在这些典型问题的原因主要有两点:一是投资者保护司法体系尚不完善。在制度层面上,2003年司法解释作为证券虚假陈述诉讼的主要审理依据,在赔偿主体的认定与赔偿损失计算等方面的相关规定仍存在较大争议;而在法院执行层面上,地方保护主义容易使地方法院丧失公平公正的立场。二是中小投资者参与股东诉讼时的天然弱势地位。一方面中小投资者的分布过于分散,在虚假陈述诉讼中往往势单力薄,难以与上市公司抗衡;另一方面,中小投资者专业性较低,而虚假陈述诉讼涉及大量证券专业知识,导致中小投资者在立案和诉讼过程中举证困难,庭审中也处于不利地位。

司法制度薄弱与中小投资者的天然弱势地位导致中小投资者诉讼维权成本高昂,降低了中小投资者诉讼维权的积极性。在这一背景下,中证投服的成立,开启了我国证券支持诉讼制度的建设进程。

(二)中证投服的成立及其证券支持诉讼的开展

针对我国中小投资者权益保护存在的问题,2014年证监会召开会议,提出“认真做好保护投资者特别是中小投资者合法权益工作”,探索“投资者损害赔偿救济机制”。依照证监会的要求,中证投服有限责任公司(以下也简称“中证投服”)于2014年12月在上海注册成立,注册资本30亿元。中证投服是归属中国证监会直接管理的证券类公益金融机构,致力于中小投资者保护工作。

中证投服的董事会成员主要由证监会、交易所管理层出任,其运营资金来自证券交易所、期货交易所等机构。一方面,中证投服在人事任命与资金来源方面都接受证监会的监管,业务开展具有一定的行政色彩;另一方面,中证投服公益性地持有每家上市公司1手(100股)股份,从而可以很方便地以股东身份行使股东所拥有的各项权利。中证投服业务模式包括持股行权、纠纷调解和诉讼维权。中证投服诉讼维权活动的开展主要针对上市公司的信息披露违法违规行为,如虚假记载、误导性陈述和重大遗漏,也涉足上市公司中《公司章程》的有关条款以及对市场操纵等违法行为方面的诉讼,能够为合法权益受损害的中小投资者提供公益性法律支持。截至2019年8月,中证投服共提起19例证券支持诉讼,其中有16例涉及上市公司的虚假陈述行为,可见上市公司的信息披露违规行为是当前中证投服关注的重点。本文对中证投服提起且已作出判决的4例虚假陈述证券支持诉讼案件进行研究,并将其与之前没有中证投服参与的股东诉讼情况作比较,进而考察中证投服在虚假陈述民事赔偿案件中的角色、作用、实现机理及其直接经济后果和溢出效应,并为我国中小投资者保护制度的发展和完善提供政策建议。

2016年7月,中证投服接受14名凹凸凹中小投资者的委托,就凹凸凹的虚假陈述行为向上海市第一中级人民法院提起全国首例证券支持诉讼,标志着我国支持诉讼制度的首次创建。其后,中证投服针对上市公司的信息披露违规行为,陆续提起多例证券支持诉讼。表1列示了本文所研究的4例证券支持诉讼的基本情况。

四、中证投服参与下的证券支持诉讼:基于赔偿与利益分配的视角

与早期虚假陈述诉讼案件相比,中证投服证券支持诉讼的效率得到明显提升(如表2所示)。从立案时间来看,证券支持诉讼的起诉时点与法院受理时点的间隔期大幅缩短,从之前的相隔时间较远(有的甚至达两年左右)缩短到基本上可以在当月甚至当日受理;从审理时长来看,4起案件自开庭审理至一审判决的持续时间均未超过6个月(之前一般在1年以上,3、4年的也并不少见),案件的审理效率得到显著改善;从整体诉讼时长来看,4起证券支持诉讼自行政处罚日到案件审结日的时长都在30个月以内,平均诉讼时长为19.25个月,远低于早期虚假陈述诉讼案的平均水平(37个月左右),降低了中小投资者参与诉讼的时间成本。

除了诉讼效率的提升,更为重要的是,中证投服的参与在很大程度上改善了虚假陈述案件的诉讼效果,主要体现在更加合理的赔偿主体认定,科学高效的损失赔偿计算,赔付比率与执行效率的提高等。补偿中小投资者损失是虚假陈述民事赔偿制度的核心,也是中小股东权益保护的关键。下文将基于损失赔偿与利益分配的视角,对中证投服证券支持诉讼的功能与作用做进一步分析。

(一)赔偿责任主体的认定

通过早期案件可以看出,原告及其代理律师多将上市公司作为唯一被告提起诉讼,法院亦倾向于认定由上市公司承担赔偿责任。然而这一赔偿方式易对继续持股上市公司的投资者造成“二次伤害”。中证投服在索赔方案中对被告范围进行了调整,其提起的前4例证券支持诉讼均将上市公司实际控制人列为虚假陈述行为的第一责任人,要求实际控制人承担首要赔偿责任,上市公司作为第二责任人承担连带赔偿责任(如表3所示)。法院也对该诉求予以支持。在凹凸凹一案中,上海市第一中级人民法院最终认定凹凸凹公司原实际控制人鲜言承担首要赔偿责任,凹凸凹公司及涉事高管对该义务承担连带赔偿责任。但自第二例虚假陈述诉讼始,法院对原告的诉求进行了调整。根据康达新材一案民事判决书,法院认为上市公司是虚假陈述的第一行

表1 证券支持诉讼基本情况

时间	上市公司	案由	被告	诉求	进展结果
2016年7月	凹凸凹	重大遗漏: 1.凹凸凹未及时披露控股子公司荆门汉通置业有限公司的多项对外重大担保及重大诉讼; 2.凹凸凹2013年年报中未披露对外重大担保事项。 2016年3月,上海证监局作出行政处罚。	原实际控制人鲜言、时任董事和财务总监恽燕桦、其他6名公司负责人、凹凸凹。	接受14名中小投资者委托,索赔金额233.89万元。	2017年5月18日一审胜诉,投资者获全额赔偿,赔偿款项已执行到位。
2016年8月16日	康达新材	虚假记载与重大遗漏: 1.康达新材的公司业绩在过会后至上市前出现大幅下滑,但其未按规定向证监会书面说明原因; 2.康达新材的上市公告书中存在虚增利润等虚假记载。 2014年10月17日,证监会作出行政处罚。	实际控制人陆企亭、康达新材。	接受11名中小投资者委托,索赔金额24.45万元。	2017年5月已胜诉,投资者获全额赔偿并已理赔完毕。
2017年6月	上海绿新(后更名为顺灏股份)	重大遗漏: 1.上海绿新未依法披露与实际控制人王丹的关联交易,累计金额高达2100万元; 2.未依法披露交易金额为3.68亿元的重大协议签署事项。 2016年7月27日,上海证监局作出行政处罚。	实际控制人王丹、上海绿新。	首批代理适格原告75人,索赔金额576万元。	2017年11月以来,投资者陆续获得胜诉判决,法院支持80%的索赔主张。
2017年7月5日	安硕信息	误导性陈述: 安硕信息误导性地披露公司已经开展互联网金融相关业务的信息,致公司股价在一年多的时间里增长15.9倍。 2016年12月15日,证监会作出行政处罚。	董事长高鸣、董事会秘书曹丰、安硕信息。	共有14名投资者提出支持诉讼申请,2名中小投资者索赔金额合计22.76万元;余下的12名投资者共计索赔164.22万元。	10名原告与上市公司和解结案,由上市公司支付赔付申请金额的70%;对于未接受调解的原告法院支持70%的索赔主张。

注:根据公开资料整理而成。

表2 中证投服证券支持诉讼时点

	凹凸凹	康达新材	上海绿新	安硕信息
起诉时点	2016年7月	2016年8月16日	2017年6月	2017年7月5日
法院受理时间	2016年7月20日至8月1日	2016年8月16日	2017年6月20日(部分受理)	2017年7月5日
审理时长(月)	3	5	6	3
诉讼时长(月)	14	28	19	16

注:根据公开资料整理而成。

为人,应当承担首要赔偿责任;实际控制人作为上市公司违规行为的直接负责人,应当承担连带责任。此后的虚假陈述诉讼案件中,法院沿用了这一认定。对于法院的认定,康达新材实际控制人陆企亭承诺向上市公司补偿其向投资者支付的所有民事赔偿;上海绿新的控股股东顺灏投资集团有限公司亦承诺对投资者进行赔偿,并对款项不足以抵补的部分承担兜底责任,保障上市公司及其中小股东的权益。

首先,从虚假陈述行为人的角度看,我国证券市场上因上市公司治理机制缺陷导致大股东侵害中小股东利益的情况屡见不鲜,上市公司的虚假陈述行为往往在实际控制人的授意与控制下进行,实际控制人通过一系列关联交易将上市公司的资源收入囊中(叶可,2008)。从该意义上说,实际控制人是虚假陈述的实际行为人,而上市公司仅是名义上的第一行为人,应当由实际控制人承担首要赔偿责任,这也有利于对实施虚假陈述、侵害中小股东利益的控股股东形成威慑。

其次,从中小投资者的角度看,由上市公司承担赔偿责任并未真正实现对投资者的赔偿。这一赔偿模式仅仅将上市公司的财富由一个口袋转移至另一个口袋里,损害了那些长期持有上市公司股票的投资者的利益(Alexander,1996)。由实际控制人承担赔偿责任则有利于避免这一效应。此外,经历了漫长的案件审理后,上市公司可能已陷入经营困境,无力向投资者赔偿,由控股股东承担赔偿责任更有利于判决的执行和投资者权益的保护(沈晨小园,2008)。

中证投服在虚假陈述诉讼中坚持追究上市公司实际控制人的首要赔偿责任,保障中小股东的权益。从证券支持诉讼的认定结果看,法院支持了实际控制人应当承担赔偿责任的诉求,但对实际控制人承担首要赔偿责任未给予全面肯定。与历史上的虚假陈述诉讼相比,上市公司的实际控制人在案件中也更加积极地承担赔偿责任。总体来说,上市公司实际控制人作为共同被告承担赔偿责任支付义务,反映了我国虚假陈述诉讼在司法实践中的进步,投资者的法律保护得到加强。

(二)赔偿范围的认定:揭露日的确认及揭露日前后的市场反应

2003年司法解释对上市公司虚假陈述行为与投资者损失之间的因果关系认定作了详细阐述,强调在虚假陈述实施日后至揭露日前买入,并持有至虚假陈述揭露日后卖出的被诉上市公司股票,其所产生的损失与虚假陈述行为相关。由此可见,我国虚假陈述诉讼案件赔偿范围的确定高度依赖于虚假陈述行为揭露日的认定。

表4列示了已判决的4例虚假陈述诉讼案的关键时点、原告与被告各自的诉求以及法院关于揭露日的最终认定结果。本文将就这4例已判决的虚假陈述诉讼对案件揭露日时点确认的考虑要素与法院判决的依据进行分析。

表3 虚假陈述赔偿主体认定

	归责	匹凸匹	康达新材	上海绿新	安硕信息
索赔方案	第一责任人	鲜言(原实际控制人)	陆企亭(实际控制人)	王丹(实际控制人)	高鸣(实际控制人)
	连带责任人	匹凸匹与恽燕桦等公司高管	康达新材	上海绿新	安硕信息
法院认定	第一责任人	鲜言(原实际控制人)	康达新材	上海绿新	安硕信息
	连带责任人	匹凸匹与恽燕桦等公司高管	陆企亭(实际控制人)	王丹(实际控制人)	高鸣(实际控制人)

注:根据中证投服官网、人民法院裁判文书整理而成。

表4 证券支持诉讼关键时点与揭露日认定结果

		匹凸匹	康达新材	上海绿新	安硕信息
关键时点与事件	2015年4月15日	发布《关于收到证监会行政监管措施决定书的公告》	2013年1月25日	2016年4月29日	2015年8月17日
	2016年3月18日	公告《行政处罚决定书》	2013年7月6日	2016年7月26日	2016年6月14日
索赔方案	揭露日	2015年4月15日	2013年7月6日	2016年4月29日	2015年8月17日
被告申辩	揭露日	-	2013年1月25日	2016年7月26日	2016年6月14日
法院认定	揭露日	2015年4月15日	2013年7月6日	2016年4月29日	2016年6月14日
	认定依据	警示性原则	警示性原则	警示性原则	实质性原则

注:根据人民法院裁判文书整理而成。

上市公司的违规信息披露包括企业的自发信息公开行为,受到证监会立案调查后的《立案调查通知书》公告,以及接受证监会行政处罚前后的《行政处罚事先告知书》与《行政处罚决定书》公告等。在诸多信息披露日中如何识别上市公司虚假陈述行为的揭露日是虚假陈述诉讼的难点。中证投服在目前提起的证券支持诉讼中坚持将股价波动作为识别虚假陈述行为揭露日的依据。法院在凹凸凹、康达新材以及上海绿新案中均支持了投资者一方的诉求,将上市公司股价大幅下降所对应的公告日认定为揭露日,依照警示性原则作出判决。然而在安硕信息一案中,法院认为股价波动不能作为揭露日判定的唯一依据,还应综合考虑揭露行为的内容、方式与强度。最终法院依照揭露内容的实质性作出认定,与中证投服提议的“立案调查通知书公告日”(2015年8月17日)相比,被告所提出的《行政处罚事先告知书》公告日(2016年6月14日)对被诉上市公司误导性陈述的违法行为进行了更加全面、充分的揭示,应确认为揭露日。法院在4例证券支持诉讼案件中分别基于警示性原则与实质性原则作出不同判决,引起广泛争议。

本文考察了法院认定的4家上市公司虚假陈述揭露行为的市场反应,将上市公司违规行为公告日确定为事件研究的基准日,即Day 0。考虑到上市公司的违规行为一经公告多由媒体转载,可被公众在短期内知晓,本文将窗口期定为(-5,5),共11个交易日,同时将估计期定为60天。本文以个股所在市场板块的综合指数作为市场收益率,采用市场模型法估计股票的期望收益率,进而计算每日超额收益率(AR, abnormal return)和累积超额收益率(CAR, cumulative abnormal return)。超额收益率(AR)的计算方法为 $AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{R}_{i,t}$ 。其中, $\hat{R}_{i,t} = \alpha + \beta \times R_{m,t}$ 是公司股票在时点 t 的期望收益率, $R_{i,t}$ 为股票实际收益率。将事件窗口期内上市公司的AR进行累积即得到 $CAR_{i,t_1,t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t}$ 。其中个股收益率与指数收益率数据均来自CSMAR数据库。需要指出的是,在4家公司的估计期和窗口期中,如果某交易日发生了与虚假陈述无关的重大事件,则剔除该交易日,由之前的交易日递补,例如,康达新材在事件日前两天披露了重大专利信息,导致股价异常上涨,这实际上是一种对信息披露的操纵行为,在本研究中有必要进行剔除。

由于凹凸凹公司自2015年4月15日(揭露日)发布《关于收到证监会行政监管措施决定书的公告》起停牌,本文以上市公司复牌后的第一个交易日4月29日作为事件研究的基准日。表5列示了4家上市公司在事件期的超额收益率和累积超额收益率,其结果在图3中有更为形象的体现。

可以看出,凹凸凹、康达新材与上海绿新的股价在公告日当天都有较为强烈的负面反应,其超额收益率分别为-6.63%、-6.17%和-10.42%,可见股票市场投资者在公告日当天即迅速知晓了上市公司进行违规信息披露的相关信息,并且对上市公司的虚假陈述行为持有强烈的负面态度,导致股票价格大幅度下降。公告次日3家上市公司的股票超额收益率分别为-8.36%、-2.35%和-3.88%,自Day 2始投资者的负面反应减弱但仍有所延续,凹凸凹与上海绿新的累积超额收益率在Day 5达到约-20%。安硕信息在法院认定的揭露日前后则呈现出截然不同的市场反应,自Day -3至Day -1安硕信息的超额收益率分别为-1.21%、-0.83%和-1.35%,股价略有下滑;《行政处罚事先告知书》披露当天超额收益率为0.20%,股价较为平稳;公告次日上市公司的超额收益率达到4.49%,显示出积极的市场反应。

从上市公司公告日前后的市场反应可以看出,凹凸凹、康达新材和上海绿新的违规信息披露在当期对市场投资者释放了足够的警示信号,起到了警示作用。康达新材一案的判决书表明,虚假陈述行为被揭露后即向市场发出警示信号,投资者基于信息公告对上市公司的价值进行重估,此时上市公司的股价将不可避免地受到影响,因而股价波动是揭露日认定的重要考量因素。而在安硕信息一案中,上市公司股价在法院认定的揭露日前略微下滑,且于公告次日大幅上涨,其原因可能是揭露日前投资者已通过上市公司披露的《立案调查通知书》公告与新闻媒体报道等途径提前知晓上市公司的虚假陈述行为,揭露日公告的相关信息已被市场预知并消化,因而市场在揭露日

当天并未呈现强烈的负面反应;另一方面,《行政处罚事先告知书》被投资者视为对上

表5 法院认定揭露日前后的市场反应

AR	Day -5	Day -4	Day -3	Day -2	Day -1	Day 0	Day 1	Day 2	Day 3	Day 4	Day 5	CAR
凹凸凹	-2.73%	-2.07%	0.37%	3.70%	1.20%	-6.63%	-8.36%	-2.05%	-0.52%	-3.27%	-0.58%	-20.95%
康达新材	0.04%	1.04%	0.19%	0.24%	1.17%	-6.17%	-2.35%	0.06%	-0.31%	0.44%	-1.24%	-6.87%
上海绿新	-3.87%	2.39%	-2.07%	-1.21%	-3.46%	-10.42%	-3.88%	-0.26%	0.64%	-1.23%	1.78%	-21.60%
安硕信息	2.50%	0.42%	-1.21%	-0.83%	-1.35%	0.20%	4.49%	0.60%	-3.05%	-1.70%	0.53%	0.59%

市公司误导性陈述行为的纠正,市场对上市公司的前景仍持积极态度,因而在公告次日股价大幅上涨。

本文认为,法院在安硕信息一案中以公告内容的实质性原则对揭露日进行判定的裁决具有不合理之处。自上市公司因虚假陈述受到立案调查至其违规行为被全面揭露需要经历漫长的过程,期间投资者通过上市公司公告以及新闻媒体的部分披露已对上市公司的虚假陈述行为有所了解并作出反应,通过抛售股票积极止损,此时上市公司的违规行为已对其股价产生影响。若以公告内容的实质性原则对揭露日进行判定将缩小可接受赔偿的投资者范围,在很大程度上限制了投资者追索赔偿的权益。与此同时这一裁定向投资者传递了消极信号,在上市公司的违规行为被充分披露之前都应当继续持有股票,不要积极止损,以期获得日后求偿的权利。在我国的司法体系下,通过股价的波动识别信息是否对市场产生了足够的警示作用,从而确定虚假陈述行为的揭露日,更有利于保障投资者的合法权益。

(三)赔偿金额的计算:系统性风险扣除比例的认定

依照2003年司法解释的要求,投资者因虚假陈述实际发生的损失=投资差额损失+投资差额损失部分的佣金和印花税+利息-系统风险引起的损失。投资差额损失是计算佣金和印花税及利息的基数,也是赔偿金额主要构成部分。基于此,2003年司法解释第三十条进一步规定,被诉上市公司所承担的赔偿金额应当以原告投资者因其虚假陈述行为产生的损失为限。因此在具体赔付中,投资差额损失需要剔除“虚假陈述”以外其他因素影响的部分。

匹凸匹与康达新材案件中法院均判定被诉上市公司按照投资者投资差额损失的100%进行赔付。而在上海绿新和安硕信息案件中,法院将上市公司虚假陈述行为实施日与揭露日期间“指数熔断”机制引发的股市剧烈震荡纳入考虑范围,在投资差额损失中扣除了系统性风险。2003年司法解释第十九条规定,因证券市场系统性风险导致的投资损失与上市公司的虚假陈述行为不具有因果关系,应予以扣除。但司法解释对系统风险的计算并未做明确规定,导致司法实践中对系统风险扣除比例的判定具有较大的主观随意性。上海市第二中级人民法院将上海绿新和安硕信息案的系统风险扣除比例分别认定为20%和30%,但未对比例的计算提供详细的依据。

基于以往文献,系统风险的计算方法主要包括市场指数与基准组合构建。市场指数法是实证研究中剔除正常回报、检测超额收益率的常用方法(Ritter, 1991; Ikenberry et al., 1995),在虚假陈述诉讼中亦可加以应

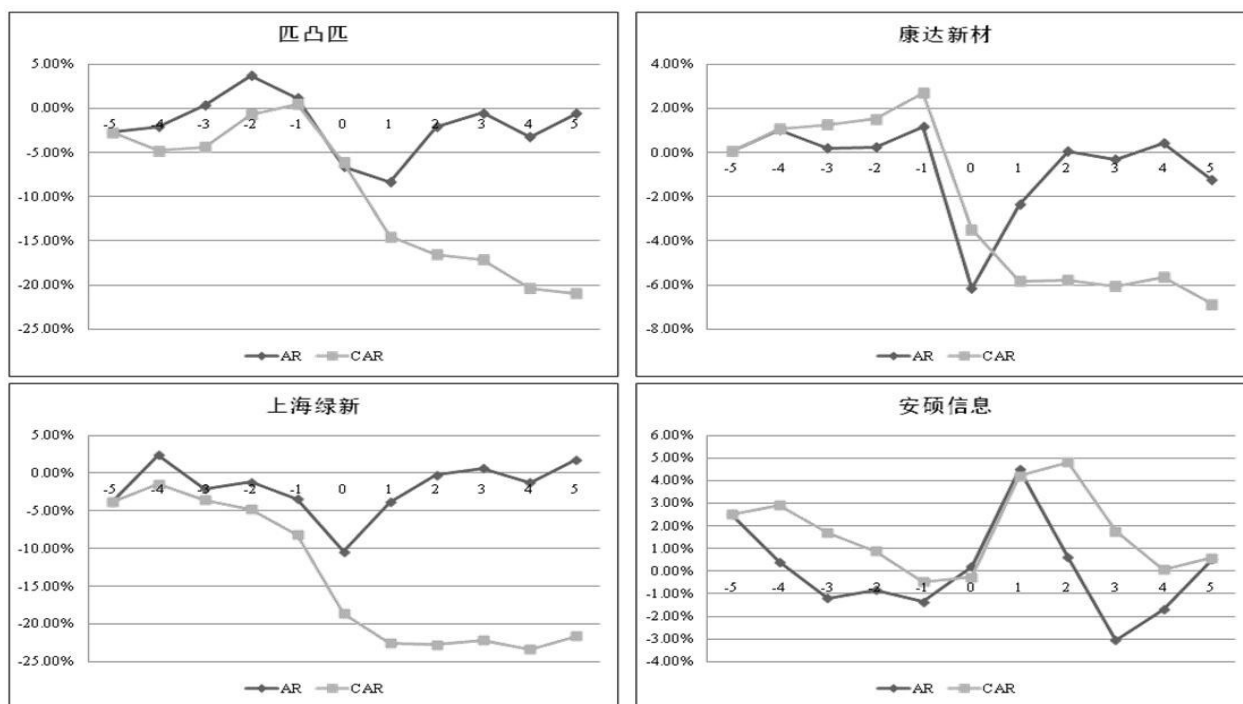


图3 法院认定揭露日前后的市场反应

用。2018年11月21日,中证投服在证券日报上发表《证券虚假陈述案投资者损失计算软件的运行逻辑》一文(杨宏等,2018),其中对证券市场系统性风险的比例计算进行了较为详尽的阐述。文章指出,可以通过大盘指数与行业指数的变动情况判断系统风险是否存在。其中,大盘指数体现了市场股价的整体走势,而行业指数则捕捉了局部市场的相关信息,与被诉上市公司的股价有更紧密的联系。中证投服参与开发的计算软件选择综合指数、申万一级行业指数与申万三级行业指数构成组合指数,3类指数在考察期间的平均涨跌幅即代表系统风险的变化。若组合指数上涨,则表明被诉上市公司并未受到系统性风险的影响。

系统性风险的考察区间是扣除比例计算的重要考虑因素。近日研发的运算软件将系统性风险考察的起始日界定为第一笔有效股份的买入日或虚假陈述行为的揭露日。本文认为,基于投资者的实际交易情况,依照其首笔有效股份的购买日确定考察区间更为公正合理,运算软件的使用为个案计算提供了便利。与此同时,运算软件依照投资者的实际投资情况分别将有效股份的卖出日或基准日(持有至基准日后的有效股份)确认为考察系统性风险的终止日。该计算方法的前提是被诉上市公司的股价在考察期间整体下跌。

本文依照《计算软件运行逻辑》提供的方法和指标,以虚假陈述行为的揭露日作为考察区间的起始日,对被诉上市公司面临的系统性风险进行估算。上海绿新与安硕信息案在审理中均涉及系统风险扣除的问题。由于安硕信息的股价在法院认定的揭露日后大幅上涨,且相关判决书并未披露原告投资者买入股份的时点,笔者无法估算其系统风险扣除比例。下文主要以上海绿新为例对系统性风险的计算思路进行分析。

基于市场指数的计算结果显示(如表6所示),上海绿新所属的中小板指数、轻工制造行业指数和包装印刷行业指数在以揭露日为起点的系统性风险考察区间均呈现出不同幅度的上涨。从整体来看,“熔断机制”对考察区间上市公司的股价影响较小,不应对原告投资者的投资差额损失进行系统性风险扣除。

构建基准组合是实证研究中计算股票超额收益率的另一重要方法。基准组合法意图寻找与上市公司特征最为相近的企业进行匹配,以其收益作为参照计算上市公司股票的异常回报率。其中,企业规模与账面市值比是最为常用的匹配指标。Barber和Lyon(1997)认为基于企业规模与账面市值比的基准组合法与市场指数法相比更具优势:一方面基准组合与上市公司处于同一板块,同样受到系统性风险的影响;另一方面,基准组合公司特征与上市公司接近,具有较强的相关性,能够在一定程度上消除市场指数法下的计量偏误。本文通过构建基准组合,对上海绿新在揭露日至基准日期间所面临的虚假陈述以外的影响因素进行剔除。笔者参考Barber和Lyon(1997)的组合构建方法,筛选出同行业且市值规模为上海绿新的0.7~1.3倍的A股上市公司,并从中选取与其账面市值比最为接近的企业构成基准组合,计算该组合在考察期间的市值加权组合收益率。

由表7可以看出,组合收益率随着基准组合公司数量的变化呈现出较大差异。当组合公司数量分别为2家、3家、4家时,基准组合在考察期间的组合收益率为正,此时不对投资差额损失进行系统风险扣除;当公司数量仅为1家和5家时,基准组合收益率为负,且组合收益率下跌幅度超过上海绿新。可见,基准组合收益率受组合公司构成及数量的影响较大,这导致其在司法实践中的应用存在一定困难。一方面,基准组合法能够根据被诉上市公司特征进行最优匹配,在考虑系统性风险的同时纠正异常收益计算的偏误;另一方面,不同基准组合的收益率又存在明显差异,在司法实践中存在较强的可操作空间。可以预见,基准组合法的运用容易使对基准组合的选择成为案件审理争议的焦点,而这同时也是损失差额扣除比例计算的难点。

从另一个角度分析,市场指数与行业指数可以被看作是扩大化了的基准组合。从司法实践可操作性的角度来看,市场指数法更具优势。市场指数与行业指数的选取受主观因素的影响较弱,因而在扣除比例计算中的可操纵空

表6 上海绿新相关指数涨跌幅计算

上海绿新	起始日 揭露日收盘价	终止日 基准日收盘价	涨跌幅	期间日均涨跌幅
中小板指数	10990.35	11203.88	1.94%	0.04%
轻工制造	3157.36	3229.52	2.29%	0.05%
包装印刷III	3601.85	3693.60	2.55%	0.06%
均值			2.26%	0.05%

注:数据来源于Wind数据库。

表7 上海绿新基准组合涨跌幅计算

	可比公司	基准组合			
		2家	3家	4家	5家
基准组合涨跌幅	-7.32%	7.12%	4.31%	6.53%	-12.05%
上海绿新涨跌幅		-2.33%			

注:数据来源于CSMAR数据库。“可比公司”的含义即基准组合中只包含一家最为接近的公司。

间较小,同时也降低了案件审理的难度。

(四)赔偿金额的判决与执行

表8列示了证券支持诉讼的判决与赔偿情况。从判决结果看,参与4起支持诉讼的中小股东均取得胜诉。从赔偿比例来看,匹凸匹与康达新材案件中法院支持了投资者的各项诉求,对中证投服提出的关键时点确认和赔偿金额计算方法均给予了认可,判决赔偿金额分别达到投资者诉求的100%和80%以上。上海绿新和安硕信息案件中,法院考虑了系统风险的因素,判决上市公司分别按照投资者投资差额损失的80%和70%进行赔偿。与早期案件相比,证券支持诉讼的判决赔偿金额比例也有所增加。

在款项执行方面,匹凸匹与康达新材在一审判决后均已履行赔偿义务,向投资者支付了赔偿款项。安硕信息在签署调解协议后的1个月内已向接受调解的10位投资者履行了支付义务,并在判决生效后向其余投资者支付了赔偿金额。上海绿新一案的赔偿款项执行情况尚未披露,但依据上市公司2018年半年报披露,目前公司已收到浙江德美破产清算款项约3246万元,其控股股东承诺以该款项履行赔偿义务。由此可见,证券支持诉讼的赔偿款执行效率与早期案件相比得到了大幅提升,投资者的权益得到一定程度的有效保护。

五、中证投服证券支持诉讼中作用发挥的实现机理及其溢出效应分析

基于前述理论分析,中证投服的成立及其在证券支持诉讼中的作用发挥,主要可以通过“第三方治理理论”来进行解释。作为有官方背景的专职中小投资者利益保护的公益组织及非营利机构,中证投服可以与政府监管部门密切合作,与正式的司法体系互补协同,配备有更具胜任能力的专业人员提供智力支持,进而高效率、低成本地为我国资本市场提供高质量的公共产品(即中小投资者利益保护)。在改善证券支持诉讼赔付机制的基础上,中证投服积极参与虚假陈述案件的诉讼也产生了明显的溢出效应,在唤醒投资者维权意识、推动民间律师团体兴起、提升股东诉讼的整体活跃程度等方面都取得显著成效。

(一)中证投服证券支持诉讼中作用发挥的实现机理

1. 中证投服的官方背景与监管色彩

中证投服的成立背景和股东实力雄厚,其官方背景使中证投服的行为在一定程度上代表监管机构的态度,而上市公司、公众媒体与中小投资者对中证投服的重视、认可和支持使其拥有较高的市场话语权。与此同时,中证投服在资源获取和整合上优势明显,能够与证券监管机构、各级法院、律师协会、金融中介机构开展深入的合作,其政治背景带来的便利性为中证投服发挥中小投资者保护作用奠定了基础。在证券支持诉讼中,中证投服的参与帮助投资者在与上市公司的博弈中实现了诉讼地位和能力上的实质对等,显著缩短了诉讼案件自起诉至立案受理的时长,加快了案件审理进程,促进法院公正审判,增强了判决后的赔偿款项执行力度,大大提高了证券支持诉讼的维权效率,改善了维权效果。

与此同时,中证投服着重追究对证券侵权行为存在过错的上市公司实际控制人及其他高管等主体的赔偿责任,警示效果明显,有助于督促上市公司董事、监事和高管勤勉尽责,确保上市公司依法合规经营。中证投服提起的证券支持诉讼往往获得市场的高度关注,被新闻媒体广泛转载报道,强大舆论和中证投服身份的双重压力,有助于发挥监督约束、净化市场的效用。从上市公司的反应来看,不管是对判决结果的认可还是对涉诉情况的公告,可以发现确实起到了一定的震慑作用。从该意义上来说,中证投服参与中小投资者诉讼维权是对行政监管的有效延伸与补充,发挥了通过事后保护强化监管的作用。

2. 示范判决机制:对司法制度的补充

虚假陈述诉讼案件在关键时点的确认和赔偿金额计算方面涉及了较为复杂的金融领域专业知识。由于法院审判资源有限,缺乏专业的审判力量,此类案件往往审理周期较长,少则1~2年,多则2~3年,此外专业知识的缺乏也导致判决结果不合理等问题。针对这一难题,中证投服致力于推动建立示范判决机

表8 证券支持诉讼审理情况

	匹凸匹	康达新材	上海绿新	安硕信息
判决结果	投资者胜诉	投资者胜诉	投资者胜诉/调解	投资者胜诉/调解
判决赔偿比例	原告诉求的100%	原告诉求的80%以上	计算所得投资差额损失的80%	计算所得投资差额损失的70%

注:根据上市公司公告、裁判文书网披露的相关文书整理而成。

制。所谓示范判决的构想,是指对于以某上市公司为被告、涉及投资者众多的证券纠纷案件,可由中证投服率先提起证券支持诉讼,法院对众多案件中最具代表性的案例先行审判,在审理中明确案件实施日与揭露日的确定、赔偿金额的计算以及系统性风险认定等难点,形成示范判例。此后针对同一被告的案件都将遵循示范判例的效力,如此一来有助于提升虚假陈述诉讼案件的审理效率,缩短审理周期,对案件制定统一的判决标准,提高判决结果的公正性与合理性,降低中小投资者的维权成本。

事实上,示范判决机制在中证投服已提起的证券支持诉讼中已初见成效。匹凸匹案件胜诉使虚假陈述诉讼中向上市公司实际控制人追责得到司法判例的肯定和认可。此后的案件多将上市公司的实际控制人作为共同被告提起诉讼,并且实际控制人的赔偿义务也得到法院的认可,可见证券支持诉讼起到了较好的示范判决作用。此外,中证投服选择较为典型、影响范围较广、涉案投资者众多的案件提起诉讼,其所代理案件的判决也在针对同一被告但由其他律师代理的案件中得到运用和借鉴,在群体性证券纠纷案件的审理判决中起到了示范作用,加快了审理进程。

2019年1月,上海金融法院发布《关于证券纠纷示范判决机制的规定(试行)》,提出优先选择中证投服等公益性组织发起的支持诉讼作为示范案件,这推动了示范判决机制的建立。示范判决机制作为对当前司法制度的补充和完善,其构建与实施将有利于提升诉讼案的审理效率,改善审理效果,从而加强对中小投资者的司法保护。

3. 推行损失计算软件的开发:提升司法效率

赔偿金额的计算和系统性风险扣除比例的认定是虚假陈述诉讼案件的难点。目前,这类案件的赔偿金额计算均由手工完成,需要耗费大量的时间和人力。这也是我国虚假陈述诉讼案起诉、举证困难,审理时间持久的重要原因。针对这一问题,中证投服以司法审判为导向,基于以往判例以及证券支持诉讼的司法实践,委托专业的金融软件开发机构开发了一套虚假陈述诉讼投资者投资差额损失计算的通用软件。目前,该软件在上海金融法院对部分虚假陈述案件的投资者损失计算中得到应用。截至2019年8月,中证投服已接到8起虚假陈述诉讼的损失核定委托。可以预见,损失计算软件将在虚假陈述诉讼中发挥更大作用。

软件运算对系统性风险扣除比例的认定有详细的界定,这是对2003年司法解释关于系统性风险阐述的补充和延伸,使虚假陈述诉讼案件中系统性风险的认定有理可依、有据可循。软件的开发和运用将在很大程度上节省虚假陈述诉讼案件审理的司法资源,提升案件审理质量与效率,有效解决人民法院由于缺少专业知识导致判决金额不合理的问题。

4. 提供公益性专业服务

作为证监会直属的金融机构,中证投服在组织架构和团队人员上具有强大的专业背景,其成员包括行业专家、一线监管人员、资深律师和会计师、教授、投资者代表等,保证了中证投服工作的专业、科学和权威。与此同时,中证投服与中华全国律师协会金融证券保险专业委员会展开深入合作,通过优势资源整合建立了首个证券公益律师团,代表投资者与上市公司对簿公堂,为投资者提供高质量的法律专业服务。

虚假陈述诉讼的诉前手续繁杂,起诉材料准备、投资损失计算均涉及大量的专业知识,起诉后漫长的审理过程也需要耗费投资者大量的时间和精力,消磨了投资者的耐心与信心,诉讼中高昂的律师费用和诉讼成本也往往使投资者望而却步,这些因素都成为中小投资者进行诉讼维权的障碍。针对中小投资者专业知识不足的特点,中证投服为其诉讼材料的准备提供指导和咨询服务,并承担了起诉材料整理、投资损失计算及出庭参与诉讼等主要工作,为中小投资者进行诉讼维权提供了极大便利。在案件审理过程中,中证投服代表中小投资者与上市公司展开拉锯式诉讼,委派公益律师与上市公司对簿公堂。此外,中证投服作为公益性服务机构,承担了证券支持诉讼中产生的律师代理费和差旅费等支出,参与诉讼的投资者仅需负担案件受理费。总体来说,中证投服提供的公益性专业服务最大程度地降低了中小投资者的诉讼成本。

(二)中证投服证券支持诉讼所产生的溢出效应

1. 唤醒中小股东的维权意识

长期以来,我国中小投资者通过提起诉讼主动维权的数量较低。首先,中国人具有“厌诉”的传统,多数中

小投资者宁愿承担损失而非提起诉讼;其次,中小投资者有“搭便车”心理,最终在等待和观望中错过最佳诉讼时间;此外,我国中小投资者的权利意识淡薄,习惯于“用脚投票”的市场投机思维,少有投资者积极参与上市公司治理。

中证投服作为投资者服务机构,在证券支持诉讼案件中通过针对性宣传等多种方式使支持诉讼的维权方式走进广大投资者。首先,中证投服发起支持诉讼的公开征集内容在四大证券报及其他新闻媒体上被广泛转载,案件的审理与判决也被媒体追踪报道,有利于加深中小投资者对证券支持诉讼的了解;其次,中证投服致力于开展投资者教育业务,多方位、多渠道地开展投教服务,提升广大中小投资者自我保护能力,例如中证投服与上海证券报合作开设的“权益360”专栏,详细解答虚假陈述诉讼中关于揭露日确认、投资差额损失计算以及系统性风险认定等专业问题,指导投资者理性维权,增强投资者的维权意识。此外,中证投服提起支持诉讼具有示范维权的作用,增强了中小股东的权利意识,鼓励中小投资者通过法律途径保护自身合法权益。

2. 民间律师积极跟进由中证投服发起的证券支持诉讼案件

公益律师是中证投服团队成员的重要组成部分,也是证券支持诉讼开展的主要推动力量。2016年6月中证投服与中华全国律师协会首次合作创建了70人的公益律师团队,2019年初中证投服通过与上海市律师协会共同招募及各地证监局的推荐将团队扩充为142人。中证投服的公益律师主要来源于民间律师团体,这些优秀的民间执业律师本着公益理念投身于中证投服主导的公益诉讼中。自2016年中证投服首次提起证券支持诉讼以来,公益律师承担了支持诉讼案件代理、疑难案件研讨等大量工作,是中小投资者权益保护工作开展的中坚力量。

与此同时,中证投服的证券支持诉讼对民间律师团体诉讼代理业务的开展也具有促进作用。通过对无讼网披露的匹凸匹、上海绿新和安硕信息已胜诉案件的判决书进行梳理,本文整理了民间律师团体代理案件的胜诉时点和判决结果(如表9所示)。尽管最高人民法院已于2015年明确取消前置程序,但从法院的审理情况来看,目前提起的虚假陈述民事赔偿诉讼多以证监会行政处罚作为依据,因此本文仍以被诉上市公司接受行政处罚的公告日作为可起诉时点。

由表9可以看出,民间律师团体代理案件的胜诉时点与中证投服较为接近,或集中于中证投服胜诉时点之后。匹凸匹于2016年3月18日公告称其收到证监会的《行政处罚决定书》,然而在此后长达1年的时间里均未出现关于该公司虚假陈述诉讼的投资者胜诉判决。2017年5月中旬,许峰、吴立骏律师团队与中证投服公益律师吕红兵代理的案件先后收到上海市第一中级人民法院胜诉判决。由此不难看出,中证投服参与虚假陈述诉讼能够推动针对同一上市公司的其他股东诉讼的审判进程,降低原告投资者的诉讼成本,保障股东的合法权益。类似地,在上海绿新与安硕信息案中,股东诉讼在上市公司披露行政处罚信息后短时间内均未能取得进展,直到中证投服胜诉后才集中涌现出部分民间律师团体代理案件的胜诉判决。继2017年末中证投服在支持诉讼中取得胜利后,上海绿新一案共有10个律师团队代理的股东诉讼分别在2018年3月和5月期间收到上海市高级人民法院的胜诉判决书。

此外,本文通过整理无讼网的裁判文书发现,2017年期间几乎未有公布上海绿新与安硕信息案件审理的相关裁判文书,但自证券支持诉讼胜诉以来,两家被诉上市公司2018年的裁判文书数量分别增长至30份和27份。可见,中证投服在提高案件审理效率、推动审理进程的同时,对民间律师的诉讼征集与开展也具有带动作用。一方面,中证投服参与诉讼提高了股东维权的胜算,部分律师团体及时跟进,

表9 中证投服支持诉讼与民间律师团体股东诉讼胜诉时点比较

	匹凸匹		安硕信息		
	许峰 律师团队	吴立骏 律师团队		厉健 律师团队	臧小丽 律师团队
胜诉时点	2017年5月17日	2017年5月17日	胜诉时点	2018年3月8日	2018年3月8日
中证投服胜诉时点	2017年5月19日		中证投服胜诉时点	2018年2月23日	
可起诉时点	2016年3月18日		可起诉时点	2016年7月28日	
上海绿新					
	刘华浩 律师团队	许峰 律师团队	厉健 律师团队	吴立骏 律师团队	王勤 律师团队
胜诉时点	2018年3月14日	2018年3月13日~ 2018年3月19日	2018年3月14日	2018年5月8日	2018年3月14日
	臧小丽 律师团队	王智斌 律师团队	姬智 律师团队	李佩璇 律师团队	周莉波 律师团队
胜诉时点	2018年3月15日	2018年3月15日	2018年3月15日	2018年3月15日	2018年3月14日
中证投服胜诉时点	2017年12月4日				
可起诉时点	2016年12月20日				

注:根据无讼网披露的裁判文书整理而成。

征集适格投资者发起诉讼,为其他没有能够参加支持诉讼的投资者提供了维权渠道;另一方面,中证投服的参与诉讼有利于增强投资者信心,促使更多权益受到侵害的中小股东寻找代理律师积极维权。表10列示了民间律师团体代理股东诉讼的胜诉判决情况。

由表10可见,从代理人数量来看,中证投服提起支持诉讼后,已有一定数量的投资者通过委托民间律师寻求损失赔偿,维护自身权益;从判决金额来看,股东诉讼赔偿金额具有一定规模,其中匹凸匹一案的股东诉讼赔偿金额达393.40万元,超过支持诉讼的233.89万元,而上海绿新已胜诉案件的总赔偿金额高达2185.55万元;从赔偿比例看,民间律师代理的股东诉讼赔偿比例与证券支持诉讼接近,体现了中证投服在司法审判中的示范判决作用,有利于保障投资者合法权益;最后,从律师团队可以看出,以许峰、吴立骏、臧小丽、厉健和刘华浩等为代表的民间律师在虚假陈述股东诉讼中日渐活跃,其代理的股东诉讼作为中证投服支持诉讼的补充,已逐渐成为中小股东寻求司法救济的重要途径之一。

3. 中证投服发起的证券支持诉讼对提升股东诉讼整体活跃程度的带动作用

中证投服证券支持诉讼除对同一虚假陈述案件的其他股东诉讼具有推动作用,亦能够带动其未直接参与的证券纠纷群体诉讼的发起。本文通过比较中证投服首次发起证券支持诉讼前后我国虚假陈述案件的整体起诉情况、诉讼规模以及诉讼成效,来进一步考察证券支持诉讼的溢出效应。本文对2013~2018年期间与虚假陈述相关的行政处罚和诉讼案件数量进行了统计。考虑到目前虚假陈述诉讼的提起仍多以行政处罚或刑事判决为前提,且刑事判决数量相对较少,本文将2013~2018年期间涉及虚假陈述的行政处罚数量作为可提起诉讼的案件数量,据此计算虚假陈述案件的起诉比例。

如表11所示,本文通过Wind数据库检索了2013~2018年期间所有上市公司的信息披露违规数据,筛选出其中“处理人”为“证监会”或“财政部”,且处理方式为“出具警示函”或“公开处罚”、“责令整改”及其以上的数据,得到200起上市公司受到行政处罚的案件。在此基础上,本文在Wind数据库中检索了所有上市公司于2013~2018年期间公告的与虚假陈述相关的诉讼仲裁情况,共有虚假陈述案件76起。可见,若忽略刑事判决的相关案件,我国A股上市公司在2013~2018年间的虚假陈述诉讼提起比例约为38%(76/200)。从时间上看,中证投服于2016年7月首次接受投资者委托向上市公司提起证券支持诉讼。此前,2013~2015年间的虚假陈述诉讼提起比率约为18.06%;中证投服提起证券支持诉讼的当年(2016年),案件起诉比率提高至34.88%;2017~2018年间的虚假陈述诉讼提起比率进一步增长至56.47%,与2013~2015年相比有了大幅提升。显然,中证投服所发起的证券支持诉讼在很大程度上唤醒了中小投资者的维权意识,促使其在权益受到侵害时主动积极地通过民事诉讼的途径寻求赔偿。

在统计案件起诉比率的基础上,笔者通过Wind数据库整理了证券支持诉讼发起前后股东诉讼规模与诉讼成效的变化。由于“佛山照明案”^①与“大智慧案”^②的原告数量、涉案金额与赔偿金额均远高于其他虚假

表10 民间律师团体股东诉讼胜诉判决情况

匹凸匹		安硕信息			
	许峰 律师团队	吴立骏 律师团队		厉健 律师团队	臧小丽 律师团队
代理人数量	5	14	代理人数量	2	1
赔偿金额	25.40万元	368.00万元	赔偿金额	9.00万元	0.93万元
请求金额	25.40万元	368.00万元	请求金额	12.24万元	1.33万元
赔偿比例	100%	100%	赔偿比例	73.56%	69.74%
中证投服所获 赔偿比例	原告诉求的100%		中证投服所获 赔偿比例	计算所得投资差额损失的70%	

上海绿新					
	刘华浩 律师团队	许峰 律师团队	厉健 律师团队	吴立骏 律师团队	王勤 律师团队
代理人数量	20	14	11	6	4
赔偿金额	632.91万元	642.28万元	293.37万元	29.25万元	24.64万元
请求金额	803.89万元	824.22万元	366.94万元	36.38万元	30.15万元
赔偿比例	78.73%	77.93%	79.95%	80.41%	81.72%
	臧小丽 律师团队	王智斌 律师团队	姬智 律师团队	李佩璇 律师团队	周莉波 律师团队
代理人数量	3	1	1	1	1
赔偿金额	476.70万元	3.74万元	27.83万元	20.77万元	34.05万元
请求金额	596.34万元	4.72万元	34.24万元	25.94万元	42.51万元
赔偿比例	79.94%	79.39%	81.29%	80.09%	80.09%
中证投服所获 赔偿比例	计算所得投资差额损失的80%				

注:根据裁判文书网披露的裁判文书整理而成。

表11 2013~2018年A股上市公司虚假陈述行政处罚与诉讼案件数量统计

年份	2013~2015年	2016年	2017~2018年
行政处罚数量	72	43	85
诉讼案件数量	13	15	48
平均起诉率	18.06%	34.88%	56.47%

注:数据来源于Wind数据库。

陈述案件,因此本文在计算过程中予以剔除。如表12所示,从诉讼规模看,2013~2015年间虚假陈述诉讼的平均原告数量约为69人;在除去“佛山照明案”后的12起诉讼中,有6起案件的起诉人数不足50人。在中证投服首次发起支持诉讼后,2017~2018年间虚假陈述案件的诉讼规模大幅上升,案件的平均起诉人数大幅增长至128人,约为2016年平均原告数量的2倍。在请求金额方面,2017~2018年虚假陈述诉讼的平均起诉金额由2013~2015年间的1265.13万元跃升至4086.78万元。可以看出,在中证投服首次发起证券支持诉讼之后,虚假陈述案件的整体起诉规模与请求金额均大幅提升,中小投资者参与股东诉讼的积极性有明显提高。

从诉讼成效看,2013~2015年间法院已作出判决的胜诉案件赔付率仅为27.12%;而中证投服首次提起证券支持诉讼的当年(2016年),赔付率上升至44.37%;2017~2018年,胜诉判决案件的投资者赔付率进一步增长为70.59%。在诉讼效率方面,2017~2018年间虚假陈述案件的平均诉讼时长约为23.29个月,明显低于2013~2015年间的平均诉讼时长(28.52个月)。中证投服的参与不仅增强了诉讼案件对中小股东的赔偿力度,同时也在一定程度上提高了诉讼效率,减少了诉讼时长,降低了中小股东的维权成本。

受到硬件设施、人力配备等因素的影响,中证投服自身所能直接提起的证券支持诉讼案件的数量肯定是有限的,其发起的证券支持诉讼所能覆盖的投资者数量也会受到限制。当前,我国上市公司的信息披露违规事件仍然相对较多,仅仅依靠公益性组织提起证券支持诉讼显然难以保护广大中小投资者的合法权益。但从另一个角度来看,证券支持诉讼的发起以及随之而来的广泛媒体宣传大大增强了中小投资者的维权意识,提高了中小股东在其他虚假陈述案件中的参与度;此外,证券支持诉讼的示范作用整体提升了虚假陈述案件的诉讼成效,在降低投资者诉讼成本的同时,给予了中小股东更为合理的赔偿。总体来看,中证投服证券支持诉讼具有显著的溢出效应,极大地改善了我国资本市场的诉讼环境,提高了中小股东参与诉讼的积极性。

民间律师团体是推动我国中小投资者进行诉讼维权的中坚力量。以许峰、吴立骏等为代表的民间律师不仅活跃在中证投服参与的虚假陈述诉讼中,而且积极接受其他信息披露违规案件的投资者委托。他们针对已发生的虚假陈述案例,通过新闻媒体与社交网站等渠道公开征集适格投资者,批量向法院提起诉讼,在很大程度上推动了私人诉讼与股东积极主义的兴起。例如,新浪股民维权平台为民间律师团体提供了与中小投资者沟通的桥梁。该平台是于2016年6月上线的公共维权网站,律师可入驻平台发布公告征集原告投资者;权益受到侵害的中小投资者亦可通过平台提交维权需求,委托心仪的律师提起诉讼。该平台为中小投资者提供了支持诉讼以外的司法救济渠道,大大降低了诉讼维权的沟通成本,催生了大量股东诉讼案件。自2016年中证投服提起证券支持诉讼以来,新浪股民维权平台的维权业务亦日渐活跃。截至2019年9月,平台上涉及及虚假陈述的涉诉违规公司数量达150家,维权量达30000人次以上。本文于2019年9月2日对新浪股民维权平台的民间律师业务量进行了初步统计。如图4所示,在证券支持诉讼中积极跟进的许峰、臧小丽、王智斌等律师团队在其他虚假陈述诉讼案中同样表现活跃。2019年9月2日,许峰律师团队在新浪股民维权平台上的代理公司数量已达到98家,其接受投资者委托的数量达7369位,成为平台上诉讼业务规模最大的律师团队。臧小丽、王智斌、厉健和刘华浩等律师团队亦代理了多家公司的维权业务,具有较大的业务量。

从很大程度上来说,中证投服的证券支持诉讼对民间律师团体维权业务的开展具有示范作用。在证券支持诉讼投资者覆盖面有限的情况下,中证投服与

表12 2013~2018年间股东诉讼案件的基本情况

	2013~2015年	2016年	2017~2018年
平均原告数量(人)	69	65	128
平均请求金额(万元)	1265.13	912.62	4086.78
胜诉案件赔付率(%)	27.41	44.37	70.59
平均诉讼时长(月)	28.52	20.90	23.29

注:数据来源于Wind数据库。

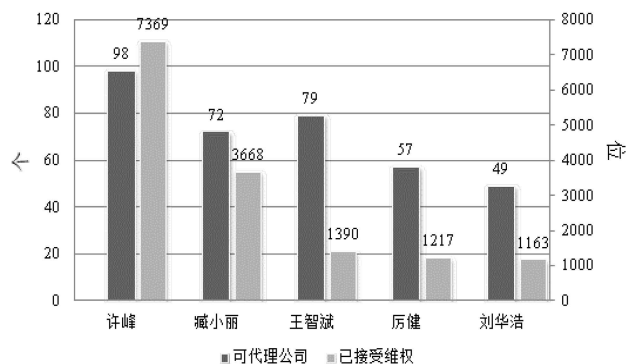


图4 新浪股民维权平台的民间律师代理业务量
注:根据新浪股民维权平台披露的相关数据整理而成。

民间律师团体的积极互动,以证券支持诉讼带动民间股东诉讼,同时借助网络平台的力量为投资者提供多元化的维权途径,必然能够产生协同效应,进而为更多中小股东打通司法救济渠道,这充分体现了中证投服的证券支持诉讼所带来的显著为正的溢出效应。

六、研究结论与启示

由于我国对投资者的司法保护较为薄弱,缺少强大的司法救济后盾,且中小股东天然具有分布较为分散、话语权弱、专业水平较低的特点,因此中小投资者在与上市公司的诉讼中长期处于弱势地位。虚假陈述案件诉讼效率低下、赔偿力度不足,严重打击了中小投资者诉讼维权的积极性,导致长期以来我国股东诉讼提起比率偏低。中证投服的建立在很大程度上改善了中小股东在与上市公司博弈中的不利地位,催生了中小投资者诉讼维权意识的觉醒,并拓宽了中小股东诉讼维权的渠道。

本文通过研究中证投服提起的4例证券支持诉讼案件,主要考察在中证投服实质参与后我国虚假陈述诉讼案件在赔偿与利益分配方面所产生的明显改善,并进一步探究中证投服在其中所发挥的作用机理及其溢出效应。

本文发现:(1)中证投服所提起的证券支持诉讼在很大程度上改善了虚假陈述案件的利益分配机制。从赔偿主体的角度看,中证投服坚持追究上市公司实际控制人的首要赔偿责任,并得到法院的部分支持,在实现“追首恶”的同时,避免误伤当前公司的中小投资者;从赔偿范围的角度看,法院在不同案件的揭露日认定问题上分别采用了警示性原则和实质性原则,其基于实质性原则的认定将缩小投资者的赔偿范围,具有不合理性;从赔偿金额计算的角度看,当前法院关于系统性风险的认定存在一定的随意性,而中证投服主导研发的损失计算软件主要采用市场指数法确认系统性风险扣除比例,可操纵空间小,在司法实践中可行性较强;从赔偿金额的判决比例与执行情况看,赔偿比率与早期案件相比有明显提高,中小投资者的大部分诉求都得到法院的支持和认可,上市公司亦积极作出赔偿,判决后赔偿款项均及时到位。整体来说,中证投服的参与完善了虚假陈述诉讼案件的补偿机制,使参与诉讼的中小投资者的利益得到较为有效的保障。

(2)中证投服作为证监会直接管理的投资者保护公益组织,其代表中小股东的维权行为具有政府弹性监管的色彩,与投资者司法保护制度形成互补。首先,中证投服的政府色彩使其在代表中小股东与上市公司博弈的过程中具有较大的话语权,能够通过提起诉讼的方式对上市公司形成威慑,起到软性监管作用;其次,中证投服与法院共同推动建立示范判决机制,有利于提高虚假陈述诉讼的审判效率与审判质量,改善司法审判的薄弱环节;此外,中证投服利用自身专业性委托开发的以审判需求为导向的损失计算软件有助于节省司法资源,提高司法效率。与此同时,中证投服作为公益组织向中小股东提供公益法律服务,大大降低了投资者进行诉讼维权的成本,提高其诉讼维权的积极性。

(3)中证投服参与虚假陈述诉讼具有显著的溢出效应。一方面新闻媒体的广泛宣传增进了投资者对证券支持诉讼的了解,鼓励更多的投资者拿起法律武器保障自身的合法权益,唤醒了中小股东的维权意识;另一方面,中证投服与民间律师形成良性互动,证券支持诉讼的开展推动了民间律师团体的兴起,民间律师不仅及时跟进中证投服参与的虚假陈述案件,而且积极就其他违规上市公司的民事赔偿案件进行投资者征集,为中小投资者开辟了多元化的司法救济途径,提高了股东诉讼的整体活跃程度,催生了大量虚假陈述诉讼。

可见,中证投服的成立畅通并拓宽了中小投资者诉讼维权的渠道,降低了维权成本,在提升中小股东维权积极性、推动股东积极主义的同时,增强了对投资者的司法保护。尽管中证投服受到资源等因素的限制,支持诉讼的提起数量与作用发挥具有一定局限性,但中证投服参与虚假陈述诉讼激发了中小股东维权意识的觉醒,对股东诉讼的兴起具有明显的带动作用,产生了显著的溢出效应。

截至2019年8月,中证投服已提起总计16例与虚假陈述相关的证券支持诉讼,而且公共的股民维权平台的维权数量亦在持续增长。可以预见,中证投服与民间律师团体在股东诉讼中将发挥愈加重要的作用。此时,对于投资者而言,应当提高主动维权的意识,树立价值投资观念,提高投资的专业性,遭受损失

时要勇于通过法律途径保障自身的合法权益;对于民间律师而言,可密切关注中证投服支持诉讼的动态,积极借助公共股东维权平台等渠道征集投资者提起诉讼;对于中证投服而言,应当进一步强化其证券支持诉讼服务,提升诉讼影响力,宣传推广相关经验,提高与增强投资者的认识和信心,循序渐进解决中小投资者维权难的问题。

最后,受到样本数量的限制,本文未进行实证检验。但随着中证投服在中小投资者诉讼维权活动中的表现日益活跃,股东诉讼逐渐兴起,本文的研究结论对未来可能进行的实证研究具有一定的参考与借鉴价值。

(作者单位:中山大学现代会计与财务研究中心/管理学院。责任编辑:尚增健)

注释

①参考《投资者》第1辑的相关文献,在2013~2016年期间的“佛山照明案”中,2767名原告提出合计38784万元的诉讼请求。该案的涉诉金额与原告数量均远高于其他案件,在统计上不具有代表性,因此在计算时予以剔除。

②根据大智慧2018年三季报披露,2016~2018年期间的“大智慧案”中,2537名原告提出合计50170.79万元的诉讼请求。该案的涉诉金额与原告数量均远高于其他案件,在统计上不具有代表性,因此在计算时予以剔除。

参考文献

(1)冯根福:《双重委托代理理论:上市公司治理的另一种分析框架——兼论进一步完善中国上市公司治理的新思路》,《经济研究》,2004年第12期。

(2)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。

(3)黄辉:《中国证券虚假陈述民事赔偿制度:实证分析与政策建议》,《证券法苑》,2013年第9期。

(4)姜付秀、支晓强、张敏:《投资者利益保护与股权融资成本——以中国上市公司为例的研究》,《管理世界》,2008年第2期。

(5)孔东民、刘莎莎、黎文靖、邢精平:《冷漠是理性的吗?中小股东参与、公司治理与投资者保护》,《经济学(季刊)》,2012年第12卷第1期。

(6)莱斯特·萨拉蒙:《公共服务中伙伴:现代福利国家中政府与非营利组织的关系》,商务印书馆,2008年。

(7)沈晨小园:《案例五现行虚假陈述民事赔偿制度的救赎——基于东方电子案的思考》,《公司法律评论》,2008年卷。

(8)沈艺峰、许年行、杨熠:《我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验》,《经济研究》,2004年第9期。

(9)田海鑫:《法律环境、盈余质量与企业股东诉讼》,《财会通讯》,2018年第36期。

(10)汤维建、陈巍:《缝隙策略:我国集团诉讼制度的移植路径探析》,《政治与法律》,2008年第1期。

(11)汤欣、陈旺:《虚假陈述民事司法的实践——回顾与思考》,《投资者》(第1辑),法律出版社,2018年。

(12)王彦超、林斌、辛清泉:《市场环境、民事诉讼与盈余管理》,《中国会计评论》,2008年第1期。

(13)王遂坤、郝小松:《完善我国虚假陈述民事赔偿制度之思考——科龙公司虚假陈述案的启示》,《财会月刊》,2010年第29期。

(14)肖珉:《法的建立、法的实施与权益资本成本》,《中国工业经济》,2008年第3期。

(15)杨宏、唐茂军、傅祥民:《证券虚假陈述案投资者损失计算软件的运行逻辑》,《证券日报》,2018年11月21日。

(16)杨晶、沈艺峰、熊艳:《“散户”积极主义与公司现金股利政策——以舆论关注为研究视角》,《厦门大学学报(哲学社会科学版)》,2017年第2期。

(17)叶可:《大庆联谊虚假陈述案若干实体法律问题探析》,《金融法苑》,2008年第9期。

(18)伊志宏、李艳丽:《机构投资者的公司治理角色:一个文献综述》,《管理评论》,2013年第25期。

(19)张峰、杨建君:《股东积极主义视角下大股东参与行为对企业创新绩效的影响——风险承担的中介作用》,《南开管理评论》,2016年第4期。

(20)章武生:《案例二北京、上海等地847名股民诉银广夏虚假陈述赔偿纠纷案》,《中国群体诉讼理论与案例评析》,法律出版社,2009年。

(21)章武生:《我国证券集团诉讼的模式选择与制度重构》,《中国法学》,2017年第2期。

(22)郑国坚、蔡贵龙、卢昕:《“深康佳”中小股东维权:“庶民的胜利”抑或“百日维新”?——一个中小股东参与治理的分析框架》,《管理世界》,2016年第12期。

(23) Afshar, V. A., 2014, “A Blended Approach to Reducing the Costs of Shareholder Litigation”, *Michigan Law Review*, vol.113, pp.315~344.

(24) Alexander, J. C., 1996, “Rethinking Damages in Securities Class Actions”, *Stanford Law Review*, vol.48, pp.1487~1537.

(25) Appel, I. R., T. A. Gormley and D. B. Keim, 2016, “Passive Investors, Not Passive Owners”, *Journal of Financial Economics*, Vol.121, pp.111~141.

(26) Barber B. M. and J. D. Lyon, 1997, “Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, pp.341~372.

(27) Black, B. S., 1992, “Institutional Investors and Corporate Governance: The Case for Institutional Voice”, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 5, pp.19~32.

(28) Bourveau T., Y. Lou and R. Wang, 2017, “Shareholder Litigation and Corporate Disclosure: Evidence from Derivative Lawsuits”, *Journal of Accounting Research*, vol.56, pp.797~842.

(29) Buchanan, B. G., J. M. Netter, A. B. Poulsen and T. Yang, 2012, “Shareholder Proposal Rules and Practice: Evidence from a Comparison of the United States and United Kingdom”, *American Business Law Journal*, Vol. 49, pp.739~803.

(30) Chen, Z., B. Ke and Z. Yang, 2013, “Minority Shareholders’ Control Rights and the Quality of Corporate Decisions in Weak In-

vestor Protection Countries: A Natural Experiment from China”, *The Accounting Review*, vol.88, pp. 1211~1238.

(31) Clifford, C. P., 2008, “Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.14, pp.323~336.

(32) Erickson J., 2017, “The Gatekeepers of Shareholder Litigation”, *Okla. L. Rev.*, vol.70, pp.237~279.

(33) Fich E. M. and A. Shivdasani, 2007, “Financial Fraud, Director Reputation and Shareholder Wealth”, *Journal of Financial Economics*, vol.86, pp.306~336.

(34) Gillan, S. L. and L. T. Starks., 2003, “Corporate Governance, Corporate Ownership and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective”, Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper.

(35) Girard C. and S. Gates, 2014, “Global Drivers of and Local Resistance to French Shareholder Activism”, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 26, pp.94~100.

(36) Gong B., 2011, “Understanding and Augmenting Institutional Shareholder Activism: A Comparative Study of the UK and China”, Durham University Working Paper.

(37) Guercio, D. D. and J. Hawkins, 1999, “The Motivation and Impact of Pension Fund Activism”, *Journal of Financial Economics*, vol.52, pp.293~340.

(38) Guercio, D. D., L. Seery and T. Woidtke, 2008, “Do Boards Pay Attention When Institutional Investor Activists ‘Just Vote No’?”, *Journal of Financial Economics*, vol.90, pp.84~103.

(39) Hansmann H. B., 1980, “The Role of Nonprofit Enterprise”, *Yale Law Journal*, vol. 89(5), pp. 835~901.

(40) Helwege, J., V. J. Intintoli and A. Zhang, 2012, “Voting with Their Feet or Activism? Institutional Investors’ Impact on CEO Turnover”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18, pp.22~37.

(41) Hill, J. G., 2010, “The Rising Tension between Shareholder and Director Power in the Common Law World”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol.18, pp. 344~359.

(42) Ikenberry, D., J. Lakonishok and T. Vermaelen, 1995, “Market Underreaction To Open Market Share Repurchases”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, pp.181~208.

(43) Jang, H. and J. Kim, 2002, “Nascent Stages of Corporate Governance in an Emerging Market: Regulatory Change, Shareholder Activism and Samsung Electronics”, *Corporate Governance An International Review*, vol.10, pp.94~105.

(44) Jensen, M. C. and W. H. Meckling, 1976, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp.305~360.

(45) Judge, W. Q., A. Gaur and M. I. Muller-Kahle, 2010, “Antecedents of Shareholder Activism in Target Firms: Evidence from a Multi-Country Study”, *Corporate Governance: An International Review*, vol.18, pp.258~273.

(46) Kang J. K., J. Luo and H. S. Na, 2018, “Are Institutional Investors with Multiple Blockholdings Effective Monitors?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 128, pp. 576~602.

(47) Khan, R., R. Dharwadkar and P. Brandes, 2005, “Institutional Ownership and CEO Compensation: A Longitudinal Examination”, *Journal of Business Research*, Vol.58, pp. 1078~1088.

(48) Kingma, B. R., 1999, “Public Good Theories of the Nonprofit Sector: Weisbrod Revisited”, *Economy Theory*, vol. 8, pp. 135~148.

(49) Knauer, N. J., 1997, “Reinventing Government: The Promise of Comparative Institutional Choice and Government Created Corporations”, *New York Law School Law Review*, vol. 41, pp. 845~999.

(50) La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., 2000, “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 3~27.

(51) La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and R. Vishny, 2002, “Investor Protection and Corporate Valuation”, *Journal of Finance*, vol.57, pp.1147~1170.

(52) Lee, C. D., 2000, “Legal Reform in China: A Role for Nongovernmental Organizations”, *Yale Journal of International Law*, vol. 25, pp.363~434.

(53) Lee, D. W. and K. S. Park, 2009, “Does Institutional Activism Increase Shareholder Wealth? Evidence from Spillovers on Non-target Companies”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 15, pp.488~504.

(54) Lin S., 2016, “Private Enforcement of Chinese Company Law: Shareholder Litigation and Judicial Discretion”, *China Legal Sci*, vol. 4, pp.73~97.

(55) Lin Y. H., 2007, “Modeling Securities Class Actions Outside the United States: The Role of Nonprofits in the Case of Taiwan”, *NYU Journal of Law and Business*, vol. 4, pp.143~190.

(56) Milhaupt, C. J., 2004, “Nonprofit Organizations as Investor Protection: Economic Theory and Evidence from East Asia”, *Yale J.intl L*, vol.29, pp. 169~208.

(57) Nordberg D., 2010, “The Politics of Shareholder Activism”, John Wiley & Sons, Inc.

(58) Prevost, A. K., U. Wongchoti, B. R. Marshall, 2016, “Does Institutional Shareholder Activism Stimulate Corporate Information Flow?”, *Journal of Banking & Finance*, Vol.70, pp. 105~117.

(59) Ritter., J. R., 1991, “The Long-run Performance of Initial Public Offerings”, *Journal of Finance*, Vol. 46, pp. 3~27.

(60) Shao C., 2013, “Representative Litigations in Corporate and Securities Laws by Government-Sanctioned Nonprofit Organizations: Lessons from Taiwan”, *Asian-Pacific Law & Policy Journal*, vol.15, pp.58~93.

(61) Weisbrod, B. A., 1988, “The Nonprofit Economy”, Harvard University Press.

(62) Xi, C., 2006, “Institutional Shareholder Activism in China: Law and Practice”, Working Paper.

Nonprofit Organization for Investor Protection and Shareholder Litigation in China: A Multi-Case Study of Securities Litigation Supported by China Securities Investor Services Center

Xin Yu, Huang Xinyi and Ji Beibei

(Center for Accounting, Finance and Institutions/Business School, Sun Yat-sen University)

Summary: Information disclosure is the foundation of maintaining market fairness as well as enhancing investor protection. There have been cases of information fraud since the begin of Chinese capital market. However, evidence shows that the legal systems have played limited role in fraud punishment and shareholder protection so far. The legislative protection of minority shareholders remained a relatively low level in China. The procedural hurdles in bringing securities action and the aversion to judicial adjudication in culture preference lead to low litigations rate in China, which explains the restrictive role of judiciary within Chinese market order and investor protection in long run. The establishment of China Securities Investor Services Center (ISC) relieve the dilemma to some extent. The ISC is a nonprofit organization established and controlled by China Securities Regulatory Commission (CSRC). The activities of ISC include participating in corporate governance issues as shareholders, taking investor complaints and acting as agents in shareholder suits. The ISC is committed to proceed shareholders litigations which has incentivized the private enforcement of corporate governance by providing the best balancing power for investors against the listed companies and arousing their awareness of right-protection. In a nutshell, the study of ISC from the perspective of shareholder litigations will make a new phase of securities action in China.

The results of our study show that minority investors historically suffered from procedural inefficiency and poor compensation mechanism. The participation of ISC has greatly improved judicial efficiency within the four cases it involved, and investors have been provided with more generous monetary compensation. We argue that it is the link to political power that strengthens the abilities of ISC, enabling the organization to take a tougher stance towards the fraudulent companies. The underlying political intervention, together with the judicial power, would have a greater deterrence effects on corporate misconduct. The model promotion of ISC litigations and its invention of compensation calculation software has also improved the professionalism of court system in dealing with security frauds. At the same time, ISC is committed to strengthen investors' power in lawsuits by providing legal consultation and promoting investor education. The establishment of ISC also have spillover effects. Media coverage has made it known to the public and individual investors who will be encouraged to seek compensation through formal settlement of lawsuits. In addition, the interaction with professional lawyers has boost the amount of shareholder litigations. Nowadays, more and more professional lawyers become involved in corporate lawsuits and actively seek representation of multiple plaintiffs to file securities fraud complaints on their behalf, which provides minority shareholders with alternative paths to legal settlements.

Our study has several contributions. Firstly, we provide new insights into the legal protection of minority investors and shareholders activism in emerging markets by examining shareholder litigations raised in information frauds. Secondly, we conduct detailed analysis of litigations procedures from the determinants of compensation, which may provide guidance for judicial judgement associated with investor compensation in following cases. Thirdly, our findings concerning the mechanism of ISC and its spillover effects suggest that the state-sponsored nonprofit organization may serve as a more appropriate regimes for investor protection in capital market of China.

Key Words: China securities investor services center; shareholder activism; securities litigations of ISC; shareholder litigations against misrepresentation; soft supervision

JEL Classification: G38, K41, L31