

## 第三部分 专家评论



## 让投保机构在全面注册制时代发挥更重要的作用

皮海洲\*

在全面注册制刚刚正式实施之际,市场上就传来了投保机构的捷报。2月20日,上海金融法院裁定准予原告中证中小投资者服务中心有限责任公司(以下简称投保机构)代表上海大智慧股份有限公司(以下简称大智慧)诉公司董监高张某某(公司控股股东,时任公司董事长兼总经理)、王某、王某某、洪某等四被告损害公司利益责任纠纷一案撤诉。这意味着全国首例由投保机构代位追偿董监高案经法院调解宣告结案,上市公司大智慧获得3.35亿元全额赔偿。

这是继2021年全国首例特别代表人诉讼大捷后,投保机构取得的又一次胜利。在2021年的全国首例特别代表人诉讼案中,投保机构保护了广大投资者的利益。而这一次,投保机构捍卫了上市公司的利益,大智慧也避免了3.35亿元的赔偿损失。

作为投保机构的投服中心这次代表大智慧诉该公司董监高一案,是根据《证券法》第94条规定提起的股东派生诉讼,也是上市公司因证券欺诈被判令承担民事赔偿责任后,全国首例由投资者保护机构代位提起的向公司董监高追偿的案件。

这起案件的起因是大智慧公司2013年年度报告存在虚增利润等信息披露违法行为,并于2016年7月受到中国证监会行政处罚,一并被处罚的还包括张某某、王某等时任董监高共14人及承担年报审计工作的立信会计师事务所等。为此,截至2023年2月16日,大智慧公司根据生效民事判决向数千名投资者支付赔偿款共计3.35亿元。

有鉴如此,投服中心作为中国证监会依法设立的投资者保护机构,持有大智慧100股股票。投服中心遂依据《公司法》第151条及《证券法》新增的第94条的规定,于2021年9月8日以股东身份代表大智慧公司向上海金融法院提起股东派生

---

\* 皮海洲,先后在《中国证券报》《上海证券报》《证券时报》《新京报》《京华时报》《金融经济》等全国各地报刊杂志发表文章近万篇,为多家媒体特约评论员、专栏作家。

诉讼。2021年11月18日,大智慧公司作为原告,以张某某、王某、王某某、洪某、郭某某为被告提起另案诉讼,请求五被告支付其在证券虚假陈述责任纠纷系列案件中向投资者支付的民事赔偿款约3.25亿元,后变更诉请为3.35亿元。

因被告张某某已全额向上市公司赔偿诉请损失,原告投服中心以全部诉讼请求均已实现为由,申请撤回起诉。同日,该案关联诉讼即大智慧公司诉董监高追偿案当庭顺利调解,两案大智慧公司将获控股股东3.35亿元全额赔偿。

从全国首例特别代表人诉讼到全国首例投保机构代位追偿董监高,投保机构充分表现出了其在维权过程中的重要作用。而在A股市场正式进入全面注册制时代的当下,投保机构所表现出来的这种重要作用尤为重要,全面注册制时代就期待着投保机构能够更多地发挥出其更加重要的作用出来。

全面注册制时代有两个最大的特点,一个是市场化,不论是IPO还是上市公司再融资,更多强调的是市场化选择,同时降低或放宽IPO与再融资的门槛,让更多的企业可以到市场上来融资,让企业可以实现更多的融资。

另一个就是法制化,要用严刑峻法来为全面注册制护航。而在现有法律法规的情况下,就是要严格执法。这里的严格执法,既包括对违法违规者的惩处,也包括对投资者合法权益的保护。实际上,保护投资者利益是严格执法的重要组成部分,但一直以来,保护投资者利益始终是A股市场的一大软肋,包括这次全面注册制的实施,这个软肋仍然还在。

比如,伴随着全面注册制实施而推出的责令回购,这本是保护投资者利益的一项重要举措,然而,当发行人或者负有责任的控股股东、实际控制人拒不按照责令回购决定制定股票回购方案时,投资者又只能向人民法院提起民事诉讼,要求履行回购义务。如此一来,由哪位投资者来向法院提起民事诉讼?又或者是谁诉讼谁受益呢?因此,在这个问题上,希望投保机构能够肩负起这个神圣的使命。

不仅如此,在保护投资者尤其是在投资者索赔的案件中,应该更多地采取特别代表人诉讼的方式,充分发挥投保机构在帮助投资者维权过程中的作用。康美药业索赔案是我国证券市场首例特别代表人诉讼案件,最终赔偿投资者24.59亿元,这是A股市场有史以来最大的赔偿案。在全面注册制时代,投资者期盼投保机构可以续写更多的“康美药业案”。面对上市公司造假,面对上市公司重大违法退市,面对操纵市场案,希望都有投保机构挺身而出,让特别代表人诉讼成为一种常态化

的民事诉讼。因此,这就要求在全面注册制时代,投保机构能够更多更好地发挥其在帮助投资者维权过程中的重要作用。

## 投服中心开先例,代位追偿促公益

李国楚\*

2023年2月21日,上海金融法院对(2021)沪74民初3158号案作出民事裁定,中证中小投资者服务中心有限责任公司(以下简称投服中心)代表大智慧股份有限公司(下称大智慧)诉公司董事、高管四被告损害公司利益责任纠纷一案,以大智慧公司控股股东全额赔付公司损失及律师费、诉讼费等为本案画上圆满句号。

该案系全国首例投资者保护机构依据《证券法》第94条新规提起的股东代位诉讼,也是上市公司因虚假陈述被判令承担民事赔偿责任后,全国首例由投资者保护机构代位提起的向公司董、监、高追偿的案件。作为具有里程碑意义的重要案件,上海金融法院和各大媒体均有报道,从不同角度阐述了该案的的代表性。我在此以代理律师的角度,就案件疑难点谈谈切身感受。

本案的第一难点为诉讼当事人的选择和身份确认。虚假陈述的责任人包括公司董、监、高及进行年报审计的会计师事务所,但投服中心作为原告起诉的依据在于新《证券法》第94条的规定,该条文将适用的案件类型限定于发行人董、监、高、实控人和控股股东五类主体侵犯公司利益的情形。而本案中,董事长、董秘并未在虚假陈述赔偿案中被判决承担连带责任;控股股东、实控人身份也未经有既判力的文书确认;外部审计机构和财务经理,均不在法条明确的范围。

对此,考虑到法条表述和投服中心追究“首恶”的战略意图,经权衡后,我们起诉时仅将被行政处罚的控股股东、实际控制人和董、监、高列为被告,而将大智慧公司和外部审计机构、财务经理列为第三人。

本案的第二难点为虚假陈述案件追偿的责任层级划分,包括董、监、高责任划

---

\* 李国楚律师,上海贤思律师事务所创始人、主任,同时为美国(加州)执业律师,中国证监会下属中证中小投资者服务中心特聘公益律师。

分。现有法律未就虚假陈述案件赔付投资者损失之后，证券发行人和证券中介机构之间责任划分是否存在层级先后之分，发行人内部董、监、高的责任比例如何区分等问题进行规定。实务中，各地高院判决的划分方式大不相同，理论探讨中也存在较大争议。本案中，外部审计机构抗辩其不应承担终局责任。在起诉时确定的4位被告、3位第三人，以及法院审理过程中依职权追加的9位董事、独立监事及监事等合计16位当事人均不认可其需承担终局责任。

对此，经过细致的法律检索，对证监会所调取的几十卷、数千页案卷材料进行详细研究，与投服中心和相关专家仔细探讨后确定的意见为：外部审计机构具有过错应承担责任；各董、监、高均在虚假陈述中有不同程度的过错，应根据其过错承担不同比例的责任。

回顾本案，从代理律师的视角，我的感受是：

首先，承办本案的巨大挑战和职业成就感，让执业18年的我也终生难忘。许多资深律师在公益律师制度平台多年为投资者保护事业默默贡献力量，我与本所朱静律师作为其中成员深感荣幸和责任艰巨。无论是在法庭上1对16的博弈，还是从16位当事人提交的大量证据中找寻瑕疵逐一攻破，亦是从浩如烟海的法规中寻找可以适用的规范，以及多方当事人当庭或者庭前一天提供的数十上百页的证据，无一不是对执业律师的考验，无一不要求律师选取有说服力的陈述与辩论角度。在本案中，在暂无明确法律和司法解释规定的情况下，为明确界定会计师事务所和董、监、高的赔偿责任，我翻阅部门规章和其他规范性文件，从《上市公司信息披露管理办法》找到了直接可用于判决引用的依据，直接证明了相关主体严重违法法定义务，而不仅仅是较高专业要求的酌定义务。

其次，参与本案的专家辅助人发挥了重量级的积极作用。中央财经大学会计学院教授、博士生导师陈运森和中国人民大学商学院教授、博士生导师王玉涛对本案中大智慧公司财务报表的审计过程发表了专业意见，从相关行业标准、审计机构的实际操作等各个方面论证了会计师事务所在大智慧虚假陈述中的过错，为我们论证审计机构的责任承担提供了有力的支持。

本案因大智慧控股股东赔付大智慧公司全部损失而撤诉处理，公司利益得到维护，投服中心协调资源积极推动案件、充分发挥投保机构公益职能和示范引领作用的社会效果圆满实现。

然而,从律师视角,我们稍感遗憾的,不仅有和投服中心工作人员及专家辅助人多日辛苦、充分准备的庭审对抗未能真实上演,更有本重大案例未能最终以判决认定各方责任比例,给未来相关立法和类案司法实践留下了研究和关注空间。例如,关于投资者保护机构就虚假陈述行为为维护公司利益、以自身名义提起诉讼是否可以将公司董监高之外的他人列为被告,是否必须履行《公司法》规定的前置程序,是否需要满足持股比例和持股期限的要求,证券虚假陈述案件发行人及证券中介机构的责任承担层级和比例符合划分等问题,仍然需要业内人士的研究和未来司法解释或判例提供更确定的答案。

## 监管型小股东诉讼与投资者保护创新

陈运森\*

2023年2月20日,投服中心提起的全国首例投保机构代位诉讼大智慧案及其衍生诉讼,因控股股东全额赔偿损失,两案大智慧公司将共获赔约3.35亿元。大智慧案涉及时间较长,最初是由于其2013年年度报告存在虚增利润、调减成本费用、通过股权购买虚增收入等信息披露违法行为,导致公司股价暴跌,给投资者带来了巨大的损失。2016年7月证监会对大智慧下达《行政处罚决定书》,对其及相关涉事人员进行行政处罚。2019年4月公司控股股东及实际控制人张某某被公安机关拘留和接受调查。投服中心作为证监会依法设立的投资者保护机构持有大智慧公司100股股票。2021年4月投服中心向大智慧公司发送《股东质询建议函》,建议公司向相关责任人追偿,但大智慧公司并未采纳。投服中心遂以股东身份代表大智慧公司于2021年9月向上海金融法院提起股东代位诉讼。投服中心发起的大智慧股东代位诉讼案作为全国首例投保机构股东代位诉讼案件,对于压实相关主体,特别是“关键少数”责任具有重要的示范意义。

---

\* 陈运森,中央财经大学教授、资本市场监管与改革研究中心主任,担任投服中心持股行权专家委员会委员、证券诉讼案件评估专家委员会委员;曾依管辖法院审理安排,接受投服中心的委托,作为大智慧案专家辅助人,就案件涉及的会计、审计问题发表意见。

我国现有证券监管机制主要以证监会、证券交易所等政府主导的行政监管、一线监管公共实施机制为主，私人实施机制为辅。2005年《公司法》的全面修订正式引入了股东代位诉讼作为私人实施机制的主要监管手段。2020年3月开始实施的新《证券法》专门增设投资者保护章节，并规定特别代表人诉讼制度，从法律上赋予了投服中心一系列职责。作为党的十九大以来“进一步深化放管服改革、创新监管方式”的具体体现，投服中心具有监管型小股东的“半公共一半私人”的监管特质，结合了公共实施机制的执法威慑力，并以私人实施机制的股东身份参与公司治理。

党的二十大报告中提出强化金融稳定保障体系，依法将各类金融活动全部纳入监管，守住不发生系统性风险底线。随着2023年全面注册制改革的落地生效，对公司信息披露和证券监管提出了新的要求，证券监管和投资者保护的重要性也越来越凸显。近年来，国家加强证券监管和投资者保护的力度，出台了一系列政策文件，包括2020年新《证券法》、2023年《关于进一步加强财会监督工作的意见》等，这些政策文件为证券监管和投资者保护提供了更为完备的法律和政策基础，起到了震慑“关键少数”的积极效果，为建设中国特色现代资本市场提供了保障。

大智慧案，给予我们多个角度来探讨证券监管和投资者保护的深层次问题：

首先，上市公司与董监高等“关键少数”方面，在全面注册制背景下，上市公司需要更加遵守信息披露和会计准则等规定，以确保披露的信息真实、准确、全面和及时。董监高等“关键少数”作为公司高层管理者，是监管的重中之重，应该对公司的经营管理负责，包括信息披露的真实性、准确性和完整性。如果公司存在信息披露违法行为，且董监高等“关键少数”放任不管，将对投资者和证券市场造成重大影响。因此，公司应加强内部管理，建立完善的信息披露制度，严格遵守相关法规，董监高等“关键少数”积极履行责任，及时纠正公司错误信息，双方勇于承担相应的法律责任与社会责任。

其次，中介机构在证券交易中扮演着越来越重要的角色，如会计师事务所、保荐机构等。这些机构需要对自己所提供的信息或服务负责，并且确保信息或服务的真实、准确和完整。在服务过程中做到勤勉尽责，并保持职业怀疑，对于客户存在的舞弊和错报等现象及时纠正，在一些存在特殊风险的审计程序例如收入、股权合并中加强警惕，防止企业年末突击利润，或者利用调整分录虚增收入，调减成本等常见的舞弊或者错报行为。中介机构应当保持独立性，避免给客户与自身造成

更严重的损失。因此,中介机构需要严格遵守相关法规,履行职责,确保信息和服务的质量,履行中介机构“看门人”责任。

最后,在新《证券法》和全面注册制的大背景下,投资者的知识水平和风险意识需要系统提升。利用投保机构加强投资者教育,提高投资者的知识水平和风险意识,是保障投资者合法权益的重要手段。在加强投资者教育的同时应该在法律制度上加强对投保机构代位追偿的规范和完善,为投保机构代位追偿提供更加明确和稳定的法律依据。同时,加强对投保机构代位追偿的操作规程和实践指南的制定和完善,提高投保机构代位追偿的效率和公正性。

证券监管和投资者保护是一个综合性问题,需要各个实施机制之间加强协同合作。证监会、财政部、证券交易所、投服中心充分发挥公共实施机制、半公共—半私人实施机制和私人实施机制的优势,建立“监管联盟”。同时应该加强跨部门协作,形成合力,共同保护投资者合法权益。在全面注册制的背景下,我国证券监管机构需要加强对市场的监管,完善监管制度,加强对上市公司、中介机构和投资者的监管和保护,以确保我国证券市场健康稳定的发展,保障投资者的合法权益和社会公共利益,提高我国的投资者保护水平,共同建设中国特色现代资本市场。

## 各方齐聚力,共绘中小投资者保护美好蓝图

王玉涛\*

2023年2月20日,中证中小投资者服务中心有限责任公司(以下简称投服中心)代大智慧公司向公司董监高追偿的首单投保机构代位诉讼及其衍生诉讼,大智慧公司将获控股股东3.35亿元全额赔偿。该案系全国首例投资者保护机构根据新《证券法》第94条提起的股东代位诉讼,对我国上市公司监管、信息披露规范以及投资者保护等方面具有重要启示,我们拟从多个角度探讨资本市场中各个主体发挥保障信息披露质量功能、完善资本市场有效性、提升中小投资者利益保护等深层

---

\* 王玉涛,中国人民大学商学院教授、博导、会计专业博士项目(DPAcc)主任,曾依管辖法院审理安排,接受投服中心的委托,作为大智慧案专家辅助人,就案件涉及的会计、审计问题发表意见。

次问题。

首先,加强公司治理规范,引领高质量信息披露。信息披露是上市公司与外部信息使用者重要的沟通交流机制,是保护投资者利益的“引擎”。充分的、完整的、准确的信息披露有助于投资者充分了解公司的经营状况和未来发展战略,有助于引导资源的有效配置,充分保障投资者的合法利益。董监高作为公司日常经营决策的高层管理人员,不仅应对公司的经营管理负责,同时也是企业有效信息披露的执行人,加强内外部公司治理规范,能够从源头上正确引导和规范董监高对企业信息披露工作的重视和执行,提升信息披露质量。首先,应当不断优化公司决策机制,避免公司重大决策决议时存在权力垄断,以保障公司治理和管理的有效性。其次,应当完善企业内部信息披露流程和监督机制,改善独立董事以及监事会的中立性来维持其在公司治理机制中权力的动态平衡,充分发挥其监督职能,以更好地保证信息披露的真实性、准确性和完整性。最后,应当注重投资者关系建设,利用投资者实地调研、社交媒体、互动易和e互动等平台加强与投资者的交流与沟通,同时积极关注和回应中小投资者关注的重大问题,形成公司内部治理与市场外部治理并行的治理模式,从而保障上市公司信息披露质量。

其次,多方中介机构参与,共筑中小投资者利益保护港湾。资本市场各类中介机构的参与和共同治理能够全面发挥资本市场资源配置功能,改善多方协同治理的监管治理环境,为中小投资者利益保驾护航。证券公司以及基金公司应当不仅关注上市公司的投资价值,更应关注上市公司价值创造过程的合理性、合规性和合法性,充分利用其专业技能和知识对上市公司进行监督和引导,有效发挥上市公司价值创造功能。证券分析师应当发挥其专业的信息解读、信息加工和信息传递功能,向投资者传递、解读上市公司所披露的信息,进而提高上市公司披露信息质量。同时,也应当积极参与实地调研,与上市公司管理层直接沟通与问询,对上市公司信息披露、投资决策和价值创造过程进行引导和监督。会计师事务所应当在审计过程中勤勉尽责,高度重视职业道德建设,将社会主义核心价值观、道德观、世界观融入日常工作和决策中,积极发挥专业潜能,对上市公司潜在的舞弊和错报进行质询和纠正,在一些存在特殊风险的审计程序例如收入、股权合并中加强警惕,防止企业在年末突击调节利润,防止企业通过交易安排虚增收入、调减成本等舞弊或者错报行为。社交媒体等机构应当在保持独立性的同时,更多关注于投资者所重点关心

的问题,对上市公司进行提问和报道,以提醒投资者关注企业存在的潜在问题和风险。资本市场各类参与者共同努力,以高标准的道德要求自己,为共同提升资本市场有效性和中小投资者利益保护发挥各自的职能。

最后,严守职业道德底线,提升审计监管质量。审计监管始终发挥着保障财务报告质量和改善资本市场效率“看门人”的作用,其能否减少上市公司财务舞弊的概率、监督和约束管理层利润操纵的倾向,是提升信息披露质量的关键。而专业胜任能力是会计师有效发挥监督和发掘舞弊行为的第一步,更重要的是,会计师应该时时自醒,不断提升自身职业道德要求,不同流合污,充分保持自身的独立性,才能真正发挥“看门人”的作用,提升信息披露质量,改善资本市场效率,最终实现保护中小投资者合法权益的终极目标。

党的二十大报告提出“健全资本市场功能,提高直接融资比重”,为资本市场发展指导明了方向。而健全资本市场功能离不开市场参与各方的共同努力,离不开社会主义核心价值观的引领,离不开职业道德素养的锤炼;唯有如此,才能提升信息披露质量,完善资本市场功能,充分保护投资者的合法权益。