

虚假陈述民事司法的实践

——回顾与思考

汤欣* 陈旺**

摘要:统计数据显示,我国证券虚假陈述民事赔偿案件的赔付率,高于美国集体诉讼机制,在小规模投资者索赔案件中的赔付率也要高于我国台湾地区团体诉讼司法实践。同时,我国相关案件中的诉讼时长短于美国和我国台湾地区的法院。但目前国内证券虚假陈述民事诉讼的综合成本仍然较高,由于投资者受损数额较小,同时缺乏合适的诉讼形式来降低诉讼成本,投资者提起诉讼的积极性不高。在诉讼人数较少且赔偿责任多由上市公司承担的背景下,民事诉讼震慑不法行为的效果受到制约。

关键词:证券法 虚假陈述 民事赔偿 司法实践

一、概 述

允许证券市场投资者通过司法程序获取赔偿,是投资者保护的重要途径。《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)规定了在虚假陈述、内幕交易、操纵市场、证券公司欺诈客户等情形下投资者有权通过诉讼要求相关责任人承担赔偿责任。但《证券法》的规定较简单,在因果关系认定、损失认定以及诉讼时

* 清华大学法学院教授。

** 美国盛信律师事务所律师助理。

效等关键问题上没有明确具体的认定标准,人民法院在司法实践中也一度对证券民事赔偿案件不予立案。^① 最高人民法院2002年下发通知,允许受理虚假陈述类民事赔偿案件,^②直到2007年才开始受理内幕交易、操纵市场、证券公司欺诈客户等其他各类证券民事赔偿案件。即便如此,最高人民法院仅对虚假陈述类案件发布了较详尽的司法解释,而关于内幕交易、操纵市场等类型案件的司法解释则虽已酝酿多年却始终未见出台。

现行的虚假陈述民事赔偿制度建立于2003年《最高人民法院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2003年司法解释)。2003年司法解释就虚假陈述类型案件中“(民事责任)主体的确认、责任的构成、归责的原则、损失的计算等方面”^③作出了详细的规定。^④ 其基本的价值取向是“通过依法追究虚假陈述行为人的民事赔偿责任,有效填补投资人的合理损失,从而预防和遏止侵权行为的发生,依法规范证券市场秩序”。^⑤ 截至2016年年末,证券市场上虚假陈述案件频发,中国证监会和财政部就上市公司虚假陈述作出的行政处罚案件已逾240件,有70多起虚假陈述案件中的受损投资者已提起民事诉讼。随着2015年立案登记制改革的展开,理论上虚假陈述民事诉讼可以不再以行政处罚作为诉讼前置要件。^⑥ 但在实体法层面上,最高人民法院尚未进行较大变革。

相比之下,我国对于内幕交易和操纵市场等类型案件尚未颁布专门的司法解释,相关的民事诉讼主要由证券维权律师直接依照《证券法》的相关规定提起,

① 《最高人民法院关于涉证券民事赔偿案件暂不予受理的通知》,法明传[2001]406号。

② 《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》,2002年12月26日最高人民法院审判委员会第1261次会议通过。

③ 李国光:《在公布最高人民法院〈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〉新闻发布会上的讲话》,载李国光、贾伟编:《证券市场虚假陈述民事赔偿制度》,法律出版社2003年版,第271页。

④ 《最高人民法院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》,法释[2003]2号,2003年1月9日。

⑤ 李国光:《在公布最高人民法院〈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〉新闻发布会上的讲话》,载李国光、贾伟编:《证券市场虚假陈述民事赔偿制度》,法律出版社2003年版,第277~278页。

⑥ 《最高人民法院关于人民法院登记立案若干问题的规定》,法释[2015]8号,2015年4月15日;《最高人民法院关于当前商事审判工作中的若干具体问题》第2条。

案件数量非常有限。据学者统计,自2005年至2013年,仅出现了3起内幕交易民事赔偿案件,结果都是在因果关系认定上判决投资者败诉,^①直到2015年才首次出现投资者胜诉的内幕交易案件。^②证券市场上出现的首例操纵市场民事赔偿案件最终也以投资者败诉告终,后续的案件也因投资者无法证明损失与操纵市场行为间的因果关系而败诉。

笔者将选取虚假陈述案件分析我国法院对投资者提供司法救济的运行情况。此类案件的特殊性在于,已有专门的司法解释明确规定因果关系、损失计算等争议点的举证责任,而且有较多的诉讼案件可供研究。因此,虚假陈述类民事诉讼能够反映具有明确的法律规则时投资者的司法救济状况。

二、虚假陈述类案件的数据统计

自2002年人民法院开始受理虚假陈述民事侵权案件以来,民事诉讼长期是投资者挽回损失的主要途径。这些年发生了多少起虚假陈述民事诉讼?在诉讼中,投资者在多大程度上得到了赔偿?投资者索赔所付出的诉讼成本有多少?关于这些问题,既有文献给出的回答难以令人信服,学界对此也只有一个模糊印象。本文通过收集和整理所有公开发表的行政处罚决定书、上市公司公报、法院判决及新闻报道,期望更加全面地回答上述问题。

(一)数据来源

2003年司法解释为虚假陈述民事诉讼设定了前置条件,即只有在行政机关就虚假陈述行为作出行政处罚决定或法院作出刑事有罪判决后,投资者才能向相关责任人索赔。^③尽管2015年立案登记制改革后,理论上该项前置条件被废除,但仍然较少出现法院先于行政机关认定虚假陈述的情形。因此可以检索上市公司受行政处罚情况和虚假陈述刑事判决书,找到所有符合诉讼前置条件的

① 张心向:《我国证券内幕交易行为之处罚现状分析》,载《当代法学》2013年第4期。

② 曹中铭:《光大证券内幕交易案宣判意义非同寻常》,载《上海证券报》2015年10月12日,第6版。

③ 《最高人民法院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》第6条。

案件,再逐一检索是否发生民事诉讼。

笔者通过国泰安“中国上市公司违规处理研究数据库”检索了从2003年1月1日至2016年12月31日所有上市公司的信息披露违规的处理数据,^①并筛选其中处理方式为“警告、罚款、没收违法所得”及其以上的数据,共得到247起上市公司受到行政处罚的案件。^②在刑事有罪判决方面,笔者从北大法宝和法意案例库中找到了2003~2016年共2份无相关行政处罚的刑事有罪判决。^③据此本文统计出2003~2016年我国所有符合诉讼前置条件的虚假陈述案件,共289起。^④

在此基础上,笔者在巨潮资讯网上逐一手工检索了这289起案件所涉及的上市公司。根据上海证券交易所和深圳证券交易所新修订的《股票上市交易规则》,“上市公司应当及时披露涉案金额超过1000万元,并且占公司最近一期经审计净资产绝对值10%以上的重大诉讼、仲裁事项。”^⑤通过阅读公司的诉讼类临

① 虽然2002年全国各地法院就开始受理虚假陈述民事赔偿案件,但当时此类案件的法律适用尚不明确,与2003年司法解释颁布以后的案件数据合并统计的意义不大,因此笔者将统计的时间起点设在2003年。

② 这里的行政处罚包括两类:一类是中国证监会及其下属的各证监局作出的行政处罚;另一类是财政部对金融企业会计信息质量年度检查中对不合格企业作出的行政处罚。根据相关法律规定,“行政处罚”的范围即“警告、罚款、没收违法所得”,参见《证券法》第189条、第193条,《行政处罚法》第8条。

③ 这两起案件涉及的上市公司分别为沙钢股份和宏达兴业。检索方法为阅读北大法宝和法意案例库中案由为“欺诈发行股票、债券罪”“提供虚假财会报告罪”“违规披露、不披露重要信息罪”“提供虚假证明文件罪”“出具证明文件重大失实罪”的所有案例。其中,判决日期在2003年以后,且与证券市场虚假陈述相关的共3起,分别为“郭照湘等职务侵占、非国家工作人员受贿、违规披露重要信息案”,(2011)苏中刑二终字第0117号;“于在青隐瞒上市公司为他人提供担保的重要信息构成违规不披露重要信息罪案”,(2012)扬邗刑初字第0005号;“董某、李某、丁某某、阎某某、刘某某、徐某某提供虚假财会报告、出具证明文件重大失实案”(“银广夏案”)。另外,笔者通过巨灵网检索了2003年以后的相关新闻报道,关键词为“刑事+虚假陈述”,找到了2起刑事判决,分别为“何某某等欺诈发行股票、违规披露重要信息、伪造金融票证、故意销毁会计凭证案”(“绿大地案”),(2012)昆刑一初字第73号;“王某某、山东巨力股份有限公司欺诈发行股票案”,(2005)奎刑初字第50号刑事判决书。

④ 这里的案件数量指的是虚假陈述被揭露的次数。1起虚假陈述案件可能包含多个虚假陈述行为,并引发数百名投资者单独提起民事诉讼。例如,中国证监会在2011年对宜宾五粮液股份有限公司(以下简称五粮液)的行政处罚决定中分别认定了五粮液在2001年、2004年、2007年和2009年的信息披露违规行为,随后有259名投资者依据该行政处罚决定书提起诉讼要求赔偿。所以按虚假陈述被揭露的次数计算案件数量更加方便和准确。相关信息见《中国证监会行政处罚决定书(五粮液、唐某等8名责任人员)》,[2011]17号,2011年04月29日,载中国证监会网:http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201105/t20110530_195958.htm,最后访问日期:2016年5月17日;五粮液(000858),“2014年度报告”,2015年5月4日,第21页。

⑤ 《上海证券交易所股票上市规则》(2014年修订),上证发[2014]65号,2014年10月17日,第11.1.1条、第11.1.2条;《深圳证券交易所股票上市交易规则》(2014年修订),深证上[2014]378号,2014年10月19日,第11.1.1条、第11.1.2条。

时公告和案发后3年的年报,笔者找到了较大涉案金额的虚假陈述诉讼情况。此外,为了找到涉案金额在1000万元以下的诉讼数据,笔者通过巨灵财经资讯数据库逐一检索了各个上市公司2003~2016年的新闻报道。^①两项合计共有98起确定存在民事诉讼的虚假陈述案例,其中有77起案件截至2016年12月31日诉讼时效已经过。^②

(二) 统计结果

笔者统计了这98起案件的结案方式、原告请求金额、最终赔付金额、原告数量、诉讼时长和赔付率等数据。“结案方式”包括判决与和解,对于数据不明的案件则标记为受理。“原告请求金额”、“最终赔付金额”和“原告数量”在统计时都按已确定的最低数量计算。^③“诉讼时长”是指案件从诉讼前置条件满足之日起至案件完全判决或和解的时长。“赔付率”是指原告请求金额与最终赔付金额之比。

在案件数量方面,2003~2015年符合前置条件的案件共计289起,实际提起数量为98起,提起诉讼的比率约为33.91%。剔除2014年和2015年数据(诉讼时效尚未经过)后,符合前置条件的案件共218起,实际提起数为77起,提起率约为36.67%。从时间上来看,2003~2007年的诉讼提起率为22%(22/100),2008~2014年的诉讼提起率为46.61%(55/118),提起率有所提升。2014年可诉案件数(30起)、实际提起数(14起)和提起率(46.7%)都大幅提高。2015年可诉案件数有所增多(34起),截至2016年12月31日已提起12起民事诉讼;2016年可诉案件数进一步增多(37起),截至2016年12月31日已提起8起民事诉讼。2015年和2016年还有一部分可诉案件的诉讼时效尚未经过(见图1)。

① 检索关键词为“公司简称 and 虚假陈述”。

② 根据2003年司法解释第5条,此类案件诉讼时效期间为2年,自诉讼前置条件满足之日起算。

③ 相当一部分案件数据是通过新闻报道找到的,而新闻报道可能只涵盖了一部分投资者的诉讼信息。在统计时,笔者只记录了新闻报道中明确给出的数据。例如,在“杭萧钢构案”中,共127名投资者提起诉讼,索赔金额总计590万元,但新闻报道只能确定其中118名投资者获赔400万元。在统计时,最终赔付金额记为400万元,请求金额记为590万元,原告数量记为127名。参见陆媛:《杭萧钢构118名投资者历时两年索赔成功:赔付比例82%获赔金额合计约400万元》,载《第一财经日报》2009年5月21日,第B1版。

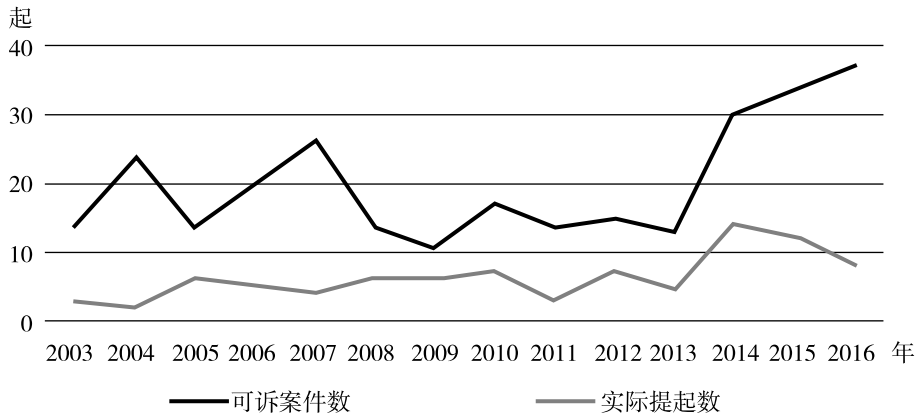


图1 可诉案件数与实际提起数

在结案方式方面,诉讼时效已过且存在民事诉讼的案件有 77 起,其中 26 起案件确定是以和解方式结案,35 起案件法院作出了明确判决(判决后的执行过程中仍可能产生和解),剩余 16 起案件虽然能够确认法院已经受理投资者起诉,但无法判别最终的结案方式。在有法院判决的案件中,有 8 起案件投资者集体败诉,另有 1 起案件的赔付率几乎为零。^①

在赔付情况方面,2003 ~ 2014 年共 218 起虚假陈述案件中有 77 起引发了民事诉讼。有 42 起民事诉讼能够确定请求金额、赔付金额、原告人数和诉讼时长,请求金额总计 92,301 万元,赔付金额总计 31,323.9 万元,原告人数总计 6108 人次,赔付率为 33.94%。剩余 34 起案件中,有 17 起案件的请求金额确定总计 8906.2 万元,还有 17 起案件的请求金额总和最高不超过 17,000 万元。^② 假设投资者请求金额按最高额计算,且在这 34 起案件中投资者获得全额获赔,那么 2003 ~ 2013 年投资者的请求金额应为 118,207.2 万元,赔付金额应为 57,230.1 万元,赔付率应为 48.42%。因此在全部民事诉讼中,投资者的实际赔付率应当介于 33.94% ~ 48.52%。如果剔除投资者完全败诉的案件(共 10 起,请求金额

^① 在“大唐电信案”中,66 名投资者的诉讼请求高达 3324.6 万元,但最终赔付金额仅有 3.5 万元。在该案中,多数投资者主张以行政处罚事先告知日为虚假陈述揭露日,而法院最终认定立案调查日为揭露日。参见大唐电信 2009 年年报。

^② 相关上市公司没有公告这 10 起案件,可以推定这些案件不构成涉案金额在 1000 万元以上的“重大诉讼”。因此这 10 起案件的实际涉案金额应当低于 10000 万元。

共计 16189.1 万元),那么在全部胜诉判决中投资者的实际赔付率应当介于 41.16% ~ 56.10%。

在诉讼时长方面,从行政处罚决定或刑事有罪判决作出到完全结案平均需要 30.5 个月。如图 2 所示,2007 年以后的年度平均诉讼时长都低于 2007 年以前的水平,但下降幅度并不大;2009 ~ 2013 年大体稳定在 31.4 个月,2014 年则进一步降至 21.4 个月。

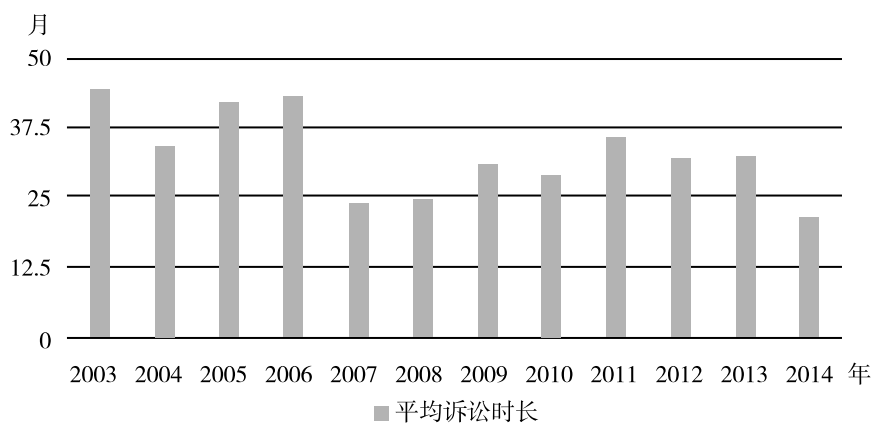


图 2 平均诉讼时长

在原告人数方面,2003 ~ 2013 年共 54 起民事诉讼中,有 26 起起诉人数不足 50 人,有 36 起起诉人数不足 100 人。如果除去“佛山照明案”,^①剩余 53 起民事诉讼中的平均起诉人数仅为 34 人。各年度的赔付情况整理见表 1。

表 1 各年度赔付情况

年度	请求金额 (万元)	赔付金额 (万元)	赔付率	平均诉讼 时长(月)	原告数量 (人)
2003	50	46.8	93.60%	44	5
2004	400	124	31.00%	34	14
2005	655.5	301.7	46.03%	41.7	72
2006	3058.9	1681.1	54.96%	42.7	224

^① 在“佛山照明案”中,2767 名原告提出合计 38,784 万元的诉讼请求,佛山照明最终赔偿 19,009 万元。该案的请求金额、赔付金额和原告数量都远远高于其他案件,在统计上不具有代表性,因此在计算时予以剔除。

续表

年度	请求金额 (万元)	赔付金额 (万元)	赔付率	平均诉讼 时长(月)	原告数量 (人)
2007	590	415	70.34%	24	136
2008	16,017.8	2122.5	35.27%	27.2	1129
2009	8347.9	201.3	2.41%	26.3	109
2010	8380.9	2649.3	31.61%	27.8	261
2011	2470.7	1622	65.65%	35.5	260
2012	6240.3	1001	16.04%	31.8	375
2013	40,353.7	18,987.8	47.05%	32.3	2939
2014	5735.3	2171.4	37.86%	21.4	585
总计	92,301	31,323.9	33.94%	30.55	6109

(三) 数据分析

虚假陈述民事诉讼制度有填补投资者合理损失和震慑违法行为两层制度目的,其中震慑不法行为是通过充分赔偿投资者损失来实现的。^① 仅就填补投资者损失而言,民事诉讼需要确保受损投资者能通过参与诉讼挽回因虚假陈述而遭受的损失。这一目标不仅要求每位提起诉讼的投资者能获得合理赔偿,还需要尽可能地降低投资者的诉讼成本,使更多受损投资者能获得实质赔偿;震慑不法则需要尽可能地增加原告数量进而提高赔偿数额,并且安排由虚假陈述的实际责任人最终来承担赔偿责任。^② 假定所有受损投资者都是理性人,那么只要参与诉讼所能获得的赔偿大于诉讼成本,受损投资者就会选择参与诉讼。因此“增加原告数量”的要求与“填补投资者损失”是一致的。总结来看,衡量虚假陈述民事诉讼成效的因素有三:提起诉讼所能获得的赔偿,投资者参与诉讼的成本,以及

^① 李国光:《在公布最高人民法院〈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〉新闻发布会上的讲话》,载李国光、贾伟编:《证券市场虚假陈述民事赔偿制度》,法律出版社2003年版,第277~278页。

^② John C. Coffee, Jr., “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation”, 106 *Colum. L. Rev.* 1534, 1547-1554 (2006).

赔偿责任的最终承担者。^① 接下来,本文尝试从这三方面来检视我国的虚假陈述民事诉讼制度。

1. 参考系:域外的经验

要衡量制度实施的成效,首先就要明确参照的对象是什么。在虚假陈述民事诉讼的比较法视野下,学界常将美国集体诉讼体制引为借鉴,不少学者和实务人士提出我国应当移植或借鉴美国式的集团诉讼体制。^② 美国集团诉讼制度以“明示退出”机制和风险代理机制为典型特点。^③ 前者规定集团诉讼涉及的当事人在收到通知后如果不声明退出,“就自动成为集团成员,诉讼结果对其发生效力。”^④ 后者是原告律师的收费方式,即原告只有在胜诉时才需要支付律师费,通常为赔偿金额的30%左右。^⑤ 集团诉讼极大地调动了原告律师提起诉讼的积极性,同时诉讼当事人也乐于坐享其成,由此形成了充满活力的诉讼市场,企业化的律师成了证券集团诉讼的主导者。^⑥

同时,新兴证券市场上由非营利组织主导的诉讼模式也备受关注,尤其是我

① 对投资者获赔数额的分析,参见黄辉:《中国虚假陈述民事赔偿制度:实证分析与政策建议》,载《证券法苑》2013年第9卷,第979页;James D. Cox, Randall S. Thomas & Dana Kiku, “Does the Plaintiff Matter?: An Empirical Analysis of Lead Plaintiff in Securities Class Action”, 106 *Colum. L. Rev.* 1587, 1621 (2006)。对投资者参与诉讼的成本的分析,参见何朝丹:《“虚假陈述证券民事诉讼”法律时效研究》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第5卷),法律出版社2011年版,第1192~1193页。对赔偿责任最终承担者的分析,参见John C. Coffee, Jr., “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation”, 106 *Colum. L. Rev.* 1534, 1547 - 1554 (2006)。

② 汤维建、陈巍:《缝隙策略:我国集团诉讼制度的移植路径探析》,载《政治与法律》2008年第1期;郭雳:《证券集团诉讼的功用与借鉴:一个基于现实的批判性解读》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第2卷),法律出版社2010年版,第165~191页;郭丹:《证券集团诉讼在中国的制度价值:法经济学与法社会学的悖论》,载《北方法学》2012年第2期;宋一欣、薛洪增、臧小丽、厉健等:《六大维权律师纵论投资者保护制度》,载《证券时报》2014年3月15日,第A4版;肖玉航:《A股市场应加快建立集体诉讼制度》,载《证券时报》2015年2月6日,第A8版。

③ 郭雳:《美国证券集团诉讼的制度反思》,载《北大法律评论》2009年第10卷第2期。

④ 同上。

⑤ John C. Coffee, Jr., “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation”, 106 *Colum. L. Rev.* 1534, 1545 - 1547 (2006)。

⑥ John C. Coffee, Jr., “The Regulation of Entrepreneurial Litigation: Balancing Fairness and Efficiency in the Large Class Action”, 54 *U. Chi. L. Rev.* 877, 882 - 890 (1987)。

国台湾地区投资人保护中心模式。^①我国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护中心”(以下简称台湾地区“投保中心”)由我国台湾地区2002年“证券投资人及期货交易人保护法”设立,其董事和监事都由我国台湾地区“金融监督管理委员会”(以下简称我国台湾地区“金监会”)遴选或指派,并受金监会监督。^②就同一虚假陈述事件,投保中心经20人以上受害投资者授权后,可以以自己的名义提起诉讼;辩论终结前,其他受害投资者可加入授权。^③我国台湾地区“投保中心”在提起团体诉讼时享受案件裁判费的减免,并在申请保全措施时无须提供担保。^④我国台湾地区“投保中心”胜诉后获得的赔偿金在扣除诉讼费用后须交付给受害投资者,而不得请求报酬。^⑤此外,我国学者还研究和讨论了德国式法院主导的示范诉讼和同样受高度监管的英国式集团诉讼等体制。^⑥

公共强制理论认为,任何制度设计“都需要两种社会成本间进行权衡:无序和专制”:前者指私人当事人在自由市场下为自身利益损害他人利益;后者指政府官僚对私人利益的损害。^⑦美国式集团诉讼受国家权力的干预程度较低,原告律师和投资者为追逐市场利益而提起或参与诉讼,“无序”的成本较高。一方面,在市场激励下,集团诉讼存在“滥诉”的风险;另一方面,律师为自身利益希望尽快达成和解,而不关心和解方案是否能充分弥补当事人损失,存在当事人利益受损的风险。^⑧我国台湾地区“投保中心”官方色彩浓厚,受权力干预程度较高,由

① Curtis J. Milhaupt, “Nonprofit Organizations as Investor Protection: Economic Theory and Evidence from East Asia”, 29 *Yale J. Int'l L.* 169, 175-181 (2004); 汤欣:《论证券集团诉讼的替代性机制:比较法角度的初步考察》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第4卷),法律出版社2011年版,第183~188页、第199~200页;何朝丹:《“虚假陈述证券民事诉讼”法律时效研究》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第5卷),法律出版社2011年版,第195~197页。

② 中国证券投资者保护基金有限责任公司:《投保基金公司2014年年度报告》,载中国证券投资者保护网:<http://www.sipf.com.cn/NewCH/zt/05/97951.shtml>,最后访问日期:2016年5月17日;中国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护法”(2002年7月17日制定,2015年2月4日修正),第11~16条。

③ 中国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护法”第28条。

④ 中国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护法”第34~36条。

⑤ 中国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护法”第33条。

⑥ 杨严炎:《示范诉讼的分析与借鉴》,载《法学》2007年第3期;汤欣:《论证券集团诉讼的替代性机制:比较法角度的初步考察》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第4卷),法律出版社2011年版,第188~190页。

⑦ 汤欣:《私人诉讼与证券执法》,载《清华法学》2007年第1卷第3期。

⑧ 郭雳:《美国证券集团诉讼的制度反思》,载《北大法律评论》2009年第10卷第2期;耿利航:《群体诉讼与司法局限:以证券欺诈民事集团诉讼为例》,载《法学研究》2006年第3期。

行政机关主导的我国台湾地区“投保中心”代表受害投资者向违法者索赔,“专制”的成本较高,存在政府失灵和不当干预的风险。^①

本文尝试以美国集团诉讼和我国台湾地区“投保中心”团体诉讼为参照系,检视中国大陆虚假陈述民事诉讼制度。美国集团诉讼和我国台湾地区“投保中心”团体诉讼分别代表了市场化和集权化两种模式。以它们为比较参照系,可以展现我国民事诉讼的特点,并更好地评价我国民事诉讼制度在保护投资者和震慑违法方面的数据。本文注意到美国集团诉讼和我国台湾地区“投保中心”团体诉讼与我国民事诉讼在制度设计和社会环境上都存在巨大差别,三种立法体例在赔偿力度、诉讼成本和责任承担数据上的差异不能说明总体上孰优孰劣。正如学者所指出的:“群体诉讼中能否采用集团诉讼制度更多的是一个司法政策问题,受到司法权限、能力、政治、经济、社会需求等多种因素的制约”,“不存在一个最优模式。”^②本文所作的比较将仅限于赔偿力度、诉讼成本和责任承担这几个小切面,无意仓促得出我国应当参照何种制度的结论。

2. 诉讼所能获得的赔偿:赔付率

现有文献一般通过赔付率(赔付金额与请求金额之比)来衡量投资者参与诉讼所能获得赔偿。^③根据Cox和Thomas的研究,美国集团诉讼的平均赔付率为12.7%;也有观点认为赔付金额与投资者实际损失的比例为5.1%。^④相对比的是,我国台湾地区“投保中心”提起的虚假陈述类证券团体诉讼判决赔付率约为76.4%(胜诉判决的平均赔付率为93.3%),但实际执行到位的金额与请求金额之比仅为8%。^⑤

① 王文宇、张冀明:《非营利组织主导的证券集团诉讼:论投资人保护中心》,载《月旦民商法杂志》2007年第15期;汤欣:《论证券集团诉讼的替代性机制:比较法角度的初步考察》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第4卷),法律出版社2011年版,第187页。

② 耿利航:《群体诉讼与司法局限:以证券欺诈民事集团诉讼为例》,载《法学研究》2006年第3期。

③ 黄辉:《中国虚假陈述民事赔偿制度:实证分析与政策建议》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第9卷),法律出版社2013年版,第979页;James D. Cox, Randall S. Thomas & Dana Kiku, “Does the Plaintiff Matter?: An Empirical Analysis of Lead Plaintiff in Securities Class Action”, 106 *Colum. L. Rev.* 1587, 1621 (2006).

④ James D. Cox, Randall S. Thomas & Dana Kiku, “Does the Plaintiff Matter?: An Empirical Analysis of Lead Plaintiff in Securities Class Action”, 106 *Colum. L. Rev.* 1587, 1621, FN 132 (2006).

⑤ 具体数字由笔者根据我国台湾地区学者林郁馨的研究整理,参见林郁馨:《投资人的诺亚方舟:投资人保护中心与证券团体诉讼之实证研究》,载《月旦法学杂志》2014年第229期。

曾有学者撰文认为我国同类民事诉讼的赔付率高达78.6%,^①仅就统计数据而言,此结论值得进行更加精细的研究。该文的数据来源是媒体报道、律师博客和与律师的私下访谈,不易保证数据的全面性与客观性。例如,在被誉为“迄今最成功的证券维权案例”的“杭萧钢构案”中,^②127名投资者中的118名以82%的比例与杭萧钢构达成和解获赔400万元,其余9名投资者则以败诉收场。^③该案有不少投资者后续加入和解,最终的赔付率为70%。从经验上来看,难以相信我国虚假陈述民事诉讼的赔付率可高达78.6%——高于“杭萧钢构案”中的平均赔付率。

基于广泛收集的案例,笔者认为我国民事诉讼赔付率应当介于33.94%~48.52%(胜诉判决中的赔付率为41.16%~56.10%)。与其他司法区相比较,这一数据虽然低于我国台湾地区“投保中心”同类诉讼的赔付率76.4%,但也远远高于美国集团诉讼的平均赔付率5.1%~12.7%。美国集团诉讼的赔付率低下,赔偿金中的30%还要被用于支付原告律师费,已有学者诟病这一制度难以实现填补投资者损失的功能。^④

我国台湾地区“投保中心”代理的诉讼虽然总赔付率较高,但案件胜诉率只有47.37%(2002~2012年共提起19起,胜诉9起),^⑤胜诉案件赔付率高达93.3%,而败诉案件中投资者分文未得,各个案件赔付率的平均数仅为39.65%(我国大陆的同类数据为45%)。^⑥在规模前五的案件中,我国台湾地区“投保中

① 黄辉:《中国虚假陈述民事赔偿制度:实证分析与政策建议》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第9卷),法律出版社2013年版,第979页。

② 陆媛:《代理律师谈杭萧钢构案投资者维权:“银广夏”时代成历史证券维权立法、司法环境大大改善》,载《第一财经日报》2009年7月14日,第A7版。

③ 宋一欣:《杭萧钢构案:和解之路不寻常》,载《证券时报》2009年5月23日,第A13版。吴敏:《杭萧钢构民事赔偿案尘埃落定,近120名股民将获500万赔偿》,载《证券日报》2009年5月21日,第B2版。

④ John C. Coffee, Jr., “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation”, 106 *Colum. L. Rev.* 1534, 1545-1547 (2006).

⑤ 2002~2012年共提起财报不实和公开说明书不实类诉讼共19起,胜诉9起。参见林郁馨:《投资人的诺亚方舟:投资人保护中心与证券团体诉讼之实证研究》,载《月旦法学杂志》2014年第229期。

⑥ 这里的“案件平均赔付率”是指各个案件赔付率的平均数。“规模前五”是指原告人数在100人以上、请求金额数量前五的案件。

心”都获得胜诉,个案赔付率都在94%以上(中国大陆的同类数据为37.38%)。^①而在委托人数低于100人的案件中,我国台湾地区“投保中心”共提起8起、胜诉3起,赔付率不足1%(中国大陆的同类数据为提起32起,胜诉24起,赔付率为31.38%)。

由此看来,我国台湾地区“投保中心”在代理社会影响较大的案件时往往能获得更高的赔付率,在代理小规模投资者索赔时的表现乏善可陈;而中国大陆民事诉讼制度虽然社会影响较大的案件中赔付率较台湾地区低,但在小规模投资者索赔案件中的赔付率则要远高于中国台湾地区。一个可能的原因是,我国台湾地区“投保中心”具有较强台湾当局色彩,需要在社会影响较大的案件中集中更多精力和资源,并会向被告公司施加更大的政治影响,而在小规模投资者索赔案件中,我国台湾地区“投保中心”则积极性不高。^②至少到2016年年末为止,中国大陆虚假陈述民事诉讼仍主要由原告律师主导,在利益驱动下会尽力提高赔付率,在小规模投资者索赔案件中表现相对出色。

我国大陆赔付率较我国台湾地区偏低的另一个原因是,原告在确定请求金额时一般不剔除系统风险,而系统风险恰恰是被告公司最有力的抗辩之一。根据相关统计数据,截至2016年10月,在剔除撤诉、调解及驳回的情况后,共计23个案例扣减了证券市场系统风险的因素,仅有11个不予扣除。在德棉股份、宝安地产等案件中,律师在代理征集公告里计算的投资者损失范围都没有考虑扣除系统风险部分,^③而法院最终就是以系统风险为由驳回了原告全部诉请。^④相

^① 规模前五的案件指“顺大裕案”(16,116.7万元,435人)、“东隆五金案”(62,129.8万元,1431人)、“皇统案”(33,191.8万元,1590人)、“大颖案”(30,926.8万元,714人)和“纽新案”(39,382.5万元,759人)。此处金额按新台币计算。参见林郁馨:《投资人的诺亚方舟:投资人保护中心与证券团体诉讼之实证研究》,载《月旦法学杂志》2014年第229期。

^② 王文宇、张冀明:《非营利组织主导的证券集团诉讼:论投资人保护中心》,载《月旦民商法杂志》2007年第15期。

^③ 刘国华:《诉讼期不足5月,德棉股份虚假陈述案索赔征集》,载《证券时报》2011年1月22日,第A4版。宋一欣:《征集宝安地产民事赔偿案诉讼委托代理》,载新浪博客网:http://blog.sina.com.cn/s/blog_3f549ab301018zdp.html,最后访问日期:2016年5月17日。

^④ ST德棉(002072)《2011年年度报告》,2012年4月27日,第47页;许峰:《不要以系统风险名义二次伤害投资者》,载《证券时报》2012年5月19日,第A4版;宝安地产(000040)《2015年年度报告》,2016年3月29日,第38页。

比较之下,我国台湾地区“投保中心”受制于其公益性的特点,在提起诉讼和确定请求金额时会更加谨慎。^①

由此看来,我国大陆民事诉讼制度在赔偿投资者损失方面的表现差强人意,虽然在重大案件中不如我国台湾地区“投保中心”成绩斐然,但投资者只要愿意参加诉讼,经过一系列诉讼与和解程序,就能挽回相当一部分损失。

3. 投资者的诉讼成本

投资者的诉讼成本典型的表现为金钱成本,包括法院收取的案件受理费和律师费。虚假陈述案件的受理费由国务院《诉讼费用交纳办法》统一规定,根据诉讼请求金额分段累计交纳,由败诉方负担。^② A 股市场上出现证券律师维权案例后,虚假陈述案件大多采用风险代理收费机制。^③ 按照相关规定,投资者获得赔偿后才需要支付律师费,最高收费金额不超过获赔金额的 30%,^④ 律师费的负担大大降低。客观地说,我国大陆市场上投资者提起诉讼的金钱成本虽然高于我国台湾地区“投保中心”模式(投资者可授权或加入台湾地区“投保中心”提起的团体诉讼,免收代理费并享受案件受理费减免),^⑤ 但与美国集团诉讼模式下的金钱成本相差无几。

诉讼的时间成本同样会影响投资者加入索赔的意愿。投资者为了提起诉讼需要提交“进行交易的凭证等投资损失证据材料”,^⑥ 损失发生(虚假陈述被揭发)与提起诉讼距离的时间越长,准备这些材料所需要的时间成本也就越长。在案件受理后,投资者需要不断与代理律师沟通诉讼进展、决定是否和解等事项,

① 邵庆平:《投保中心代表诉讼的公益性:检视、强化与反省》,载《台湾大学法学论丛》2015 年第 44 卷第 1 期。

② 《诉讼费用交纳办法》,国务院令 481 号,2006 年 12 月 19 日,第 13 条、第 29 条。

③ 黄辉:《中国虚假陈述民事赔偿制度:实证分析与政策建议》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第 9 卷),法律出版社 2013 年版,第 974~976 页;《臧小丽律师:状告上市公司成本很低》,载金融界网:<http://stock.jrj.com.cn/2016/03/16181820700391.shtml>,最后访问日期:2017 年 5 月 17 日。

④ 《律师服务收费管理办法》,发改价格[2006]611 号,2006 年 4 月 13 日,第 13 条。另外,投资者还可能需要承担部分差率费。参见《律师服务收费管理办法》第 20~22 条。

⑤ 汤欣:《论证券集团诉讼的替代性机制:比较法角度的初步考察》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第 4 卷),法律出版社 2011 年版,第 183~84 页。

⑥ 《最高人民法院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》,法释[2003]2 号,2003 年 1 月 9 日,第 6 条第 2 款第 2 项。

审理时间越长,投资者所耗费的时间也就越长。所以从损失发生到案件审结的时间长度可以一定程度上反映出投资者参与诉讼的时间成本。为统计方便,本文以行政处罚决定作出之日为起点(实践中通常以《立案稽查通知》或《调查通知书》公告日为虚假陈述揭露日),^①计算投资者的诉讼时间成本,即前文所定义的“诉讼时长”。

我国民事诉讼平均诉讼时长为 30.5 个月,2009 ~ 2013 年大体稳定在 31.4 个月左右,2014 年则进一步降至 21.4 个月。虽然法律规定的审理期限是立案后的 6 个月,^②但法院的通常做法是“分别立案,集中审理”,^③等到案件诉讼时效经过后再合并审理所有案件。比较而言,我国大陆法院的审理速度依然快于我国台湾地区法院和美国法院。我国台湾地区财报不实和公开说明书不实类案件的诉讼时长分别为 65.6 个月和 63 个月,几乎是我国大陆诉讼时长的 2 倍。美国法院的表现相对较好,但诉讼时长仍长于我国大陆法院。根据 Cornerstone 研究中心的统计,2014 年美国证券集团诉讼的平均诉讼时长为 36 个月,2015 年诉讼时长的中位值也是 36 个月。^④ 准此而言,我国大陆投资者的诉讼时间成本似乎不算太高。

尽管如此,我国投资者提起诉讼的积极性依然不高。只有 33.91% 的行政处罚案件引发了民事赔偿诉讼;2003 ~ 2014 年,投资者共提起了 77 起民事诉讼,原

① 参见刘雯亮:《三上市公司信披认定违规,受损股民债民可速速前来索赔》,载《证券时报》2015 年 4 月 25 日,第 A4 版。

② 《民事诉讼法》,2012 年 8 月 31 日修正,第 149 条。

③ 黄辉:《中国虚假陈述民事赔偿制度:实证分析与政策建议》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第 9 卷),法律出版社 2013 年版,第 977 页。

④ Laarni T. Bulan, Ellen M. Ryan & Laura E. Simmons, “Securities Class Action Settlements: 2014 Review and Analysis”, Cornerstone Research, Accessed on May 17th, 2016, <https://www.cornerstone.com/Publications/Reports/Securities-Class-Action-Settlements-2014-Review-and-Analysis.pdf>. Laarni T. Bulan, Ellen M. Ryan & Laura E. Simmons, “Securities Class Action Settlements: 2015 Review and Analysis”, Cornerstone Research, Accessed on May 17th, 2016, <https://www.cornerstone.com/Publications/Reports/Securities-Class-Action-Settlements-2015-Review-and-Analysis.pdf>. 但在美国集团诉讼体制下,1997 ~ 2014 年,从虚假陈述被揭露到提起集团诉讼间隔的时间中位数仅为 25 日。See “Securities Class Action Settlements: 2015 Year in Review”, Cornerstone Research, Accessed on Dec 18th, 2016, <https://www.cornerstone.com/Publications/Reports/Securities-Class-Action-Filings-2015-Year-in-Review.pdf>.

告数量约有 6500 人次,平均每起仅有 84 名原告。^① 相对比的是,在我国台湾地区“投保中心”2002~2012 年提起的 19 起证券团体诉讼中,共有 6309 人次的投资者加入了诉讼,平均每起有 332 名原告。在美国集团诉讼体制下,1997~2014 年,从虚假陈述被揭露到提起集团诉讼间隔的时间中位数仅为 25 日。

一个可能的解释是,我国采用的诉讼形式难以解决“小额多数”的证券虚假陈述诉讼中单个投资者诉讼成本过高的问题。^② 一起虚假陈述案件往往涉及上万名中小投资者,给投资者造成的损失可能上亿元,但每位投资者所遭受的损失可能仅有一两万元,^③ 诉讼预期能获得的赔偿平均仅有四五千元,^④ 此类诉讼明显具有“小额多数”诉讼的特点。在我国,这个特点尤为明显。我国证券市场上散户是股票交易的主力军,^⑤ 在虚假陈述案件中受损的投资者也大多是持股数量较少的散户。目前我国法院尚不允许在虚假陈述案件中采用人数不确定的代表人

① 此处数据与宋一欣律师估计的数据有较大差距,有两方面原因:一是统计的时间范围。宋一欣律师统计的时间跨度为 1993~2015 年,而本文只关注 2003 年以后发生的虚假陈述案件。二是统计标准不同。宋一欣律师可能根据自身执业经验对不确切的数据进行了预估,而本文对不确切的数据一律按最低标准计算,详见本文二、(二)。

② 仲崇玉、王燕:《论虚假陈述民事案件的诉讼方式》,载《现代法学》2003 年第 1 期。

③ 例如,在“万福生科案”中,有 12,756 名适格投资者与先行赔付人平安证券达成和解,约占适投资者总数的 95%,而和解总金额约为 17,857 万元,平均每位投资者获得 1.4 万元补偿。假定投资者获得的补偿数额即为其损失数额(实际上的补偿数额可能高于损失数额),那么该案中平均每位投资者的损失数额仅有 1.4 万元。在“海联讯案”中,平均每位投资者的损失数额为 0.9 万元。“万福生科案”信息,参见《平安证券有限责任公司关于万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿后续工作的公告》,2013 年 7 月 11 日,载新浪财经网:<http://finance.sina.com.cn/stock/t/20130711/005916082474.shtml>,最后访问日期:2016 年 12 月 18 日;海联讯案例信息,见海联讯(300277),《中国证券投资者保护基金有限责任公司关于海联讯虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金的终止公告》,公告编号:2014-054,2014 年 9 月 19 日。

④ 以“万福生科案”的数据为例,如果按 50% 计算赔付率,那么平均每位投资者获赔金额约为 7000 元,扣去 150 元案件受理费和胜诉金额中 20% 的律师费,平均每位投资者能得到实际赔付金额约为 5450 元。如果按“海联讯案”的数据计算,平均每位投资者能得到的实际赔付金额约为 3550 元。关于律师费的计算方法,参见黄辉:《中国虚假陈述民事赔偿制度:实证分析与政策建议》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第 9 卷),法律出版社 2013 年版,第 975 页,脚注 21。

⑤ 据中国证监会统计,2014 年“沪深两市股票总成交金额 74.39 万亿”,其中“自然人成交占比为 85.37%”。参见中国证券监督管理委员会:《中国证券监督管理委员会年报·2014》,中国财政经济出版社 2015 年版,第 22 页。

诉讼方式,投资者需要单独委托律师、单独提起诉讼,^①在诉讼过程中需要与律师保持沟通,而这些都是需要花费金钱和时间。此外,中国传统社会中对权力和熟人的信任度较高,而对法律和契约的信任度较低,^②投资者对赔付率的预期可能低于实际情况。所以,面对小额的损失和不高的预期赔偿,中小投资者缺乏委托律师诉诸诉讼的动力,而是更多地选择观望其他投资者的诉讼进展,^③或者自认倒霉,放弃诉讼的打算。^④

相比之下,美国集团诉讼制度采用“明示退出”机制(opt-out),中小投资者可以坐享其成,而没有充分动力和足够信息来监督原告律师的行为,也很少退出集团提起单独诉讼;^⑤而持有上市公司一半以上股票的机构投资者也大多不愿意担任首席原告(lead plaintiff),对原告律师的监督作用有限。^⑥代理监督的欠缺降低了诉讼时间成本,原告律师为了谋取利益可以不受制约地“奔向法院”(race to courthouse)。^⑦

① 《最高人民法院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》第12~15条。有学者认为2003年司法解释已排除了人数不确定的代表人诉讼的适用,参见李伟群、吴丹青:《论我国中小投资者对证券市场的信心构建:以证券民事赔偿诉讼方式的选择为视角》,载《政法学刊》2013年第3期;但也有学者认为2003年司法解释所规定的“共同诉讼”就是代表人诉讼,参见杨严炎:《共同诉讼抑或群体诉讼:评我国代表人诉讼的性质》,载《现代法学》2007年第2期。法院在审判实践中“以单一诉讼或共同诉讼立案,但在诉讼中均适用合并审理”,尚未采用人数不确定的代表人诉讼方式。参见罗斌:《我国证券群体诉讼实践形式的理论分析:“大庆联谊案”、“银广夏案”、“东方电子案”诉讼形式比较》,载《法学杂志》2010年第5期。

② 季卫东:《法治与普遍信任:关于中国秩序原理重构的法社会学视角》,载《法哲学与法社会学论丛》2006年第1期;董进、韦冰一:《对中国律师职业信任问题的分析与解决思路》,载《学术论坛》2015年第1期。

③ 例如,在“佛山照明案”中,第一批起诉的900余名投资者获得一审胜诉,随即起诉的投资者人数大幅增加,最终约有2700名投资者提起了诉讼。参见胡飞军:《佛山照明案二审,索赔投资者大幅增加》,载《每日经济新闻》2015年4月10日,第7版;佛山照明(000541):《2015年年度报告》,2016年3月28日,第37页。

④ 黄辉:《中国虚假陈述民事赔偿制度:实证分析与政策建议》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第9卷),法律出版社2013年,第976页;何朝丹:《“虚假陈述民事诉讼”法律实效研究》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第5卷),法律出版社2011年版,第1192~93页。

⑤ Elliott J. Weiss & John S. Beckerman, “Let the Money Do the Monitoring: How Institutional Investors Can Reduce Agency Costs in Securities Class Actions”, 104 *Yale L. J.* 2053, 2060-64 (1995); John C. Coffee, Jr., “Accountability and Competition in Securities Class Actions: Why ‘Exit’ Works Better than ‘Voice’”, 30 *Cardozo L. Rev.* 407, 416 (2008).

⑥ James D. Cox, Randall S. Thomas & Dana Kiku, “Does the Plaintiff Matter?: An Empirical Analysis of Lead Plaintiff in Securities Class Action”, 106 *Colum. L. Rev.* 1587, 1590 (2006).

⑦ Elliott J. Weiss & John S. Beckerman, “Let the Money Do the Monitoring: How Institutional Investors Can Reduce Agency Costs in Securities Class Actions”, 104 *Yale L. J.* 2053, 2062 (1995); 美国1995年通过的 *Private Securities Litigation Reform Act* 并没有改变这一状况,参见 Michael A. Perino, “Did the Private Securities Litigation Reform Act Work”, 2003 *U. Ill. L. Rev.* 913, 962-699 (2003)。

中国台湾地区“投保中心”模式采用“明示加入”机制,虽然投资者需要在辩论终结前声明加入,但我国台湾地区“投保中心”是以自己的名义提起诉讼,可以自行决定诉讼策略和是否和解,代理监督成本同样较低。^①此外,我国台湾地区“投保中心”浓厚的当局背景比较普通律师更容易获得我国台湾地区投资者的信任。投资者会基于对当局机构的信赖而相信参与我国台湾地区“投保中心”代理的诉讼可以获得一定赔偿,因而即使损失金额较小也有充分动力参与诉讼。与此相印证的是,在我国台湾地区“投保中心”提起的虚假陈述类团体诉讼中,平均每位投资者的请求金额约为新台币 39.9 万元,约合人民币 7.98 万元;^②而我国大陆平均每位投资者的请求金额约为人民币 15.55 万元。可见在中国大陆,只有受到较大规模损失的投资者才愿意提起诉讼,而多数中小投资者没有提起诉讼的动力。

4. 赔偿责任的实际承担者

只有当虚假陈述案件的实际责任人支付赔偿金额时,此类民事诉讼才具有震慑不法的效果。如果全部赔偿金都只由上市公司支付,那无异于用后来股东的钱去赔偿虚假陈述揭露时股东的损失;如果投资者持续持有股票,那就是用投资者自己的钱赔偿自己了。^③而操纵虚假陈述的上市公司董事、监事、高级管理人员或/和实际控制人却不需要自己的不法行为埋单。这样的财产循环会产生分配成本,相当一部分赔偿金要用于支付律师费、案件受理费等,^④使投资者因索赔而再次受损。因此,必须由上市公司董事、监事、高级管理人员或/和实际控制人以其自身财产承担赔偿责任,否则赔偿毫无意义,震慑不法也无从谈起。

关于责任实际承担者的信息难以从新闻报道中获知,笔者只能基于2003~

① 汤欣:《论证券集团诉讼的替代性机制:比较法角度的初步考察》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第4卷),法律出版社2011年版,第183~188页。

② 2002~2012年,中国台湾地区“投保中心”虚假陈述类团体诉讼的总请求金额约为新台币251,962万元,共6309名投资者加入诉讼。参见林郁馨:《投资人的诺亚方舟:投资人保护中心与证券团体诉讼之实证研究》,载《月旦法学杂志》2014年第229期。

③ 汤欣、谢日曦:《从洪良国际到证券民事赔偿》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第12卷),法律出版社2014年版,第79~80页。

④ John C. Coffee, Jr., “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation”, 106 *Colum. L. Rev.* 1534, 1556-1561 (2006).

2016年存在上市公司公告的33起虚假陈述民事赔偿诉讼的数据做出统计。这33起案件中有8起是投资者败诉,13起是由上市公司作出赔偿,2起是由上市公司作出赔偿后向控股股东、实际控制人及董事、监事、高级管理人员追偿,^①5起是完全由控股股东作出赔偿。^②由此看来,我国上市公司董事、监事、高级管理人员、控股股东和实际控制人承担赔偿责任的情况并不普遍,民事诉讼在震慑违法方面效果不明显。

这点可以在实体法上找到原因。根据《证券法》和2003年司法解释,发行人、上市公司应承担虚假陈述赔偿责任,董事、监事、高级管理人员能证明无过错的可以免责,控股股东和实际控制人有过错的应当承担连带责任。^③由于向发行人和上市公司索赔的举证责任最轻,投资者在诉讼时倾向于将发行人和上市公司列为被告,而较少通过民事诉讼追究董事、监事、高级管理人员及实际控制人的责任。对于投资者而言,尽可能多地获得金钱上的赔偿比惩罚实际违法者更重要。^④

三、小 结

通过以上分析可以看出,我国证券虚假陈述民事诉讼制度是以填补投资者合理损失为核心。数据显示,我国证券虚假陈述民事赔偿案件的赔付率远高于美国集体诉讼体制。虽然在社会影响较大的案件中赔付率较我国台湾地区低,但在小规模投资者索赔案件中的赔付率要高于我国台湾地区。同时,受益于法

^① 分别为“科龙电器虚假陈述案”和“绿大地虚假陈述案”,参见ST科龙(000921)《诉讼进展公告》,公告编号2009-048,2009年6月12日;云投生态(002200)《2015年年度报告》,2016年4月30日,第32页、第35页。

^② 分别为“中捷股份虚假陈述案”和“华盛达虚假陈述案”,见中捷股份(002021)《关于中小股民诉讼进展情况的公告》,公告编号:2010-036,2010年9月1日;刚泰股份(600687)《2010年年度报告》2011年4月28日,第29~30页。

^③ 《证券法》(2014年修正),第69条;《最高人民法院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》第21~22条。

^④ 陈岱松:《试论证券民事诉讼制度之完善》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第1卷),法律出版社2009年版,第259~260页。

律规则的明确性,我国法院对于相关案件的审理效率差强人意,虽然无法在6个月期限内审结,但已经明显快于美国法院和我国台湾地区法院。民事诉讼制度能够挽回投资相当部分的损失,在这方面已不逊于美国和我国台湾地区的类似制度。

目前证券虚假陈述民事诉讼制度的核心问题在于投资者的诉讼成本过高。目前我国大陆投资者参与民事诉讼的金钱成本高于我国台湾地区“投保中心”模式,投资者仍需要负担相当一部分律师费。^①更重要的是,投资人需要单独委托律师提起诉讼,在诉讼过程中投资者需要投入较多时间和精力。由于投资者受损数额较小,同时缺乏合适的诉讼形式来降低诉讼成本,因此投资者提起诉讼的积极性并不高。在诉讼人数较少、赔偿责任多由上市公司承担的背景下,民事诉讼震慑不法的效果也就无从谈起。

^① 有说法认为,律师费约为赔偿金额的20%。参见黄辉:《中国虚假陈述民事赔偿制度:实证分析与政策建议》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第9卷),法律出版社2013年版,第975页,脚注21。