

激励约束视角下的特别代表人 诉讼制度

——以新《证券法》为背景

沈伟* 林大山**

摘要:新《证券法》中规定了特别代表人诉讼制度,投服中心作特别代表人提起诉讼。特别代表人诉讼制度能否有效运转仍有待观察。本文以双重委托代理关系中的激励约束机制为视角,比较美国版集体诉讼与中国特别代表人诉讼制度,指出投服中心、公益律师存在激励不足的现象尤为突出,需要改善投服中心内部的评价考核机制、引入胜诉酬金的方式增加激励。同时,通过发挥机构投资者作用、加强信息披露、提高律师担保成本的方式,加强对投服中心和律师的约束。

关键词:激励约束机制 特别代表人诉讼 首席律师 胜诉酬金

2019年11月8日发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)规定,人民法院可以选择个案以《民事诉讼法》第54条规定

* 上海交通大学法学院教授。

** 上海交通大学法学院硕士研究生。

的代表人诉讼方式进行试点审理。^{〔1〕} 2019年12月28日,第十三届全国人大常委会第十五次会议表决通过了新修订的《证券法》(以下简称新《证券法》),自2020年3月1日起施行。新《证券法》除规定全面实施注册制之外,另一大重大制度创新就是规定了中国特色的证券集体诉讼制度,规定了普通代表人诉讼和特别代表人诉讼制度。^{〔2〕} 而后,最高人民法院、证券监督管理委员会、中证中小投资者服务中心发布一系列文件,标志着中国特色证券集体诉讼全面开启,证券民事纠纷解决将迎来一个崭新时代。^{〔3〕}

特别代表人诉讼与普通代表人诉讼的区别在于:第一,起诉主体不同,普通代表人诉讼是在受损失的投资者之中推举产生代表人起诉,而特别代表人诉讼中,投资者保护机构接受投资者委托作为代表人提起诉讼。第二,普通代表人诉讼是“加入制”的代表人诉讼。特别代表人诉讼是“退出制”的代表人诉讼。特别代表人诉讼中创设了以“默示加入、声明退出”为表征的集体诉讼模式,引入了投资者保护机构作为诉讼代表人,为投资者进行维权,既是制度创新,也是本文的讨论对象。

在特别代表人诉讼制度中,投资者保护机构成为广大受损失的中小投资者的代表人,在投资者、投资者保护机构以及代理律师三者之间形成了双层委托代理关系,^{〔4〕}这一新《证券法》设计的双层委托代理关系如图1所示:

〔1〕《全国法院民商事审判工作会议纪要》第80条规定:“在认真总结审判实践经验的基础上,有条件的地方人民法院可以选择个案以《民事诉讼法》第54条规定的代表人诉讼方式进行审理,逐步展开试点工作。”

〔2〕《证券法》第95条第1款规定:“投资者提起虚假陈述等证券民事赔偿诉讼时,诉讼标的是同一种类,且当事人一方人数众多的,可以依法推选代表人进行诉讼。”第3款:“投资者保护机构受五十名以上投资者委托,可以作为代表人参加诉讼,并为经证券登记结算机构确认的权利人依照前款规定向人民法院登记,但投资者明确表示不愿意参加该诉讼的除外。”

〔3〕2020年7月31日,最高人民法院《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》正式施行。同日,证监会发布《关于做好投资者保护机构参加证券纠纷特别代表人诉讼相关工作的通知》,投服中心发布《中证中小投资者服务中心特别代表人诉讼业务规则(试行)》。

〔4〕即证券欺诈中被侵权的投资者与投资者保护机构之间的第一层委托代理关系以及投资者保护机构与代理律师之间的第二层委托代理关系。在这一双层委托代理关系中,投资者保护机构同时具备双重身份:既是第一层委托代理关系中的代理人,又是第二层委托代理关系的委托人。

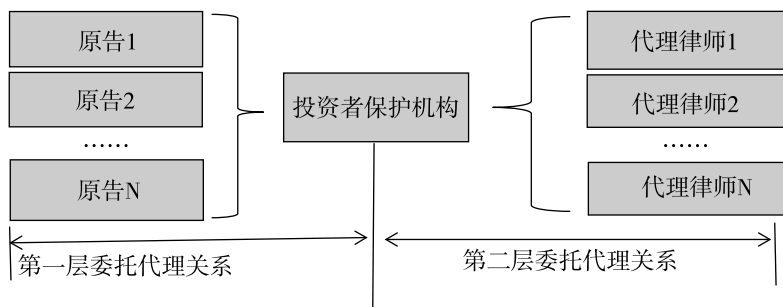


图1 新《证券法》设计的双层委托代理关系

在双层委托代理关系中,不同层次的委托代理关系具有不同的激励和约束机制。中国的特别代表人诉讼制度是否能够有效地激励投资者保护机构和代理律师保护投资者,同时对二者施加约束呢?本文以双层委托代理制度中的激励约束制度为视角,将美国版集体诉讼制度与中国特别代表人诉讼制度进行比较,在借鉴美国经验的同时,吸收其教训,为完善中国特别代表人诉讼制度提供思路和进路。

一、证券集体诉讼制度的研究基础

证券纠纷诉讼既是证券法研究的重要内容,又是与证券监管部门执法同等重要的私人执行机制。由于公共执行部门的行政资源有限,私人执行机制在某种程度上更为重要,因此也是证券法和证券市场研究的重要方面。

美国学者很早就开始研究集体诉讼中的代理成本问题,主要集中在原告如何加强对律师的监督。韦斯(Weiss)和贝克尔曼(Beckerman)提出,在胜诉酬金制度激励下,对集体诉讼的担忧在代理律师通过主动提起集体诉讼,谋求他们自己的经济利益,而不是他们声称代表的投资者的利益。由于律师对法律以及法律的适用的了解总是优于投资者,并

且在参与诉讼有很多私人信息,投资者难以监督。^[5]因此,他们提出“让金钱来监督”,即让证券欺诈中损失最大的投资者(往往是机构投资者)来充当首席原告。^[6]实证研究发现,公共养老基金作为首席原告有更强的谈判能力,能够有效降低律师费,同时监督律师更加努力工作,获得更高的和解金额。^[7]对于律师费的收取,有研究表明律师费与更高的和解金额存在相关性。^[8]

在证券集体诉讼领域,有不少学者通过激励机制进行分析和解读。汤欣指出,证券集体诉讼制度的关键在于设计适宜的激励机制,以克服可能出现的原告动力不足的问题,并且这种方式最好以市场化的方式给出。^[9]郭雳列举了美国集体诉讼的种种弊端,提出积极谋求私人诉讼与公共执法的配合,使集团诉讼重新“对抗起来”。^[10]对于投资者保护机构的职权,郭雳指出,监管者在助推投资者保护机构积极主义的同时,应当对其所难以触及领域的替代性市场机制保持开放态度。吕成龙认为,投资者保护机构作为代表人参与诉讼的模式可能存在激励不足、独立性不足和诉讼能力不足三大隐忧。^[11]

冯根福将委托代理理论运用到公司经理行为的研究中,比较了英美和德日两种模式下公司经理行为的约束机制和激励机制。^[12]邓旭

[5] See Geoffrey Miller, *Some Agency Problems in Settlement*, 16 J. Legal Stud. 189 - 214 (1987).

[6] See 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 Law Journal 2053 (1995).

[7] See James D. Cox & Randall S. Thomas, *Does the Plaintiff Matter? An Empirical Analysis of Lead Plaintiffs in Securities Class Actions*, 106 Columbia Law Review 1587 - 1618 (2006).

[8] See Baker, Lynn, A., *Is the Price Right? An Empirical Study of Fee - Setting in Securities Class Actions*, 115 Columbia Law Review 1371 - 1452 (2015).

[9] 参见汤欣:《私人诉讼与证券执法》,载《清华法学》2007年第3期。

[10] 参见郭雳:《作为积极股东的投资者保护机构——以投服中心为例的分析》,载《法学》2019年第8期。

[11] 参见吕成龙:《投保机构在证券民事诉讼中的角色定位》,载《北方法学》2017年第6期。

[12] 参见冯根福:《西方国家公司经理行为的约束与激励机制比较研究》,载《当代经济》1998年第6期。

东、欧阳权审视我国国有企业的委托代理关系,指出国有企业委托主体不明确,委托代理链条拉长,缺乏内在的连接机制。同时因为监控制度不严,约束软化导致国有资产流失严重。^[13] 付强将委托代理理论运用到风险投资中,研究如何加强对被投资企业的激励与进度。^[14] 在诉讼领域,新《环境保护法》颁布后,较多学者关注环境公益诉讼的激励机制问题。崔丽指出,环境公益诉讼制度落实不理想的深层原因则在于缺乏与其配套与衔接的激励机制。^[15] 王丽萍认为,原告资格的扩张与激励机制的构建,是突破环境公益诉讼“瓶颈”可供选择的两大举措。^[16] 陈亮认为原告律师应成为环境公益诉讼的激励对象,而“败诉方负担规则”因同时具备正诉激励、滥诉预防与行为矫正三重功能而成为激励律师的最佳举措。^[17] 换言之,通过有效的激励可以实现诉权和利益保护。

综合上述国内国外学者对证券集体诉讼中委托代理关系的研究,可以发现国内学者侧重于研究第一层委托代理关系即投资者与诉讼代表人之间的关系,而对诉讼代表人如何激励监督律师勤勉尽责疏于研究。而美国学者对证券集体诉讼的关注在于第二层委托代理关系即诉讼代表人与代理律师之间的关系。这是因为美国是律师主导型的诉讼机制,因此,学者更加关注如何更好加强对律师的约束。而中国的特别代表人诉讼制度是投资者保护机构主导型的诉讼机制,投资者保护机构如何体现投资者利益、为投资者维权,成为学者关注的焦点。

为了更好地了解集体诉讼制度完整的运行机制,本文从投资者与诉讼代表人、诉讼代表人与代理律师之间的委托关系出发,研究两层委托关系中的激励与约束机制,并将美国制度与中国制度进行对比,以美国制度为鉴,提出中国特别代表人诉讼制度的完善建议。

[13] 参见邓旭东、欧阳权:《委托代理理论与国企激励约束机制的构》,载《企业经济》2004年第10期。

[14] 参见付强:《风险投资中的委托代理》,载《当代财经》2003年第10期。

[15] 参见崔丽:《新〈环境保护法〉背景下环境公益诉讼激励机制研究》,载《生态经济》2015年第5期。

[16] 参见王丽萍:《突破环境公益诉讼启动的瓶颈:适格原告扩张与激励机制构建》,载《法学论坛》2017年第1期。

[17] 参见陈亮:《环境公益诉讼激励机制的法律构造》,载《现代法学》2016年第4期。

二、第一层委托代理关系:投资者与诉讼代表人

在普通代表人诉讼中,诉讼代表人由作为原告的广大投资者推举产生,作为代表人为广大受损失的中小投资者争取利益,诉讼代表人既是违法行为的受害人,也是诉讼收益的最终受益人。胜诉后的收益由所有原告共同享受,由于存在“搭便车”的可能性,投资者提起诉讼的积极性大大降低。这便是奥尔森提出的“集体行动的难题”,最终导致所有投资者行动的积极性降低。^[18] 在这种情况下,证券集体诉讼潜在原告最理性的选择便是不支付任何成本而坐享其成。由于“三个和尚没水喝”,证券集体诉讼潜在原告的起诉积极性由此降低。为了解决这个委托代理问题,美国逐渐形成了首席原告制度,鼓励机构投资者担任首席原告。中国则采取了投资者保护机构作为诉讼代表人的特别代表人诉讼制度。

(一) 美国首席原告制度

美国国会 1995 年通过了《私人证券诉讼改革法案》(Private Securities Litigation Reform Act),规定了“首席原告”条款(lead plaintiff)。^[19] 根据该条款,一旦集体诉讼被提起,主审法院就在全美范围内发出通知,邀请集体投资者成员寻求作为未决诉讼的首席原告的地位。当有相互竞争的申请者时,要追回的损失最大的一方推定为最适格的原告(most adequate plaintiff)。在此之前,首席原告制度是先到先占规则,即先提出申请的原告作为首席原告。因此产生了“奔向法院”(race to the courtroom)的竞争局面。律师争先恐后地联系投资者以便提起案件,而不问案件的证据收集情况如何,产生了大量的扰诉现象,稀释了私人执法机制的效果。^[20]

[18] 参见李激汉:《证券民事赔偿诉讼方式的立法路径探讨》,载《法学》2018年第3期。

[19] 7 S. REP. NO. 104-198, pp. 10-11 (1995), reprinted in 1995 U. S. C. C. A. N. 679, 689-692.

[20] See Stephen J. Choi & Robert B. Thompson, *Securities Litigation and Its Lawyers: Changes during the First Decade after the PSLRA*, 106 Colum. L. Rev. 1489, 1530 (2006).

该法案要求任何提起证券欺诈集体诉讼的原告在提出申请后 20 日内提供有关该诉讼的通知,在一份广泛发行的商业刊物上发出寻求首席原告地位的通知。在公告刊登后 90 日内,法院必须考虑任何寻求任命为首席原告的动议,并作出任命。

《私人证券诉讼改革法案》颁布并在经历了缓慢的起步之后,机构投资者开始频繁地作为首席原告出现。到 2007 年,机构投资者作为首席原告出现在所有证券集体诉讼和解协议中的比例约为 60%。^[21] 根据实证研究,在首席原告的争夺中,机构投资者一直受到法院的青睐,赢得了绝大多数有争议的首席原告地位。^[22]

(二) 中国特别代表人诉讼制度

1991 年《民事诉讼法》规定了人数不确定的代表人诉讼规则。2002 年最高人民法院规定了证券虚假陈述民事赔偿纠纷案件的司法审判程序,但该程序在实践中却鲜有使用。《民事诉讼法》中代表人诉讼规则在实际运用过程中,效率低下、可操作性不强。众多当事人的利益取向、学历背景、投资经验等主客观条件不尽相同的情况下,选出代表人十分困难,同时代表人确立程序规定较为简单,不利于有效解决纠纷。同时,根据《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》规定,^[23] 投资者对虚假陈述行为人提起民事赔偿诉讼,应当以行政机关(证监会或财政部)的行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书为前提,事实上确立了证券诉讼的前置程序制度。在 2009 ~ 2018 年十年间,全国证券业相关诉讼案件总量为 5576 件,证券虚假陈述责任纠纷共 278 件,占比仅为 5.1%。^[24] 证券欺诈纠纷进入诉讼程序并不多,投资者维权难成为证券市场的顽疾。

[21] See Laura E. Simmons & Ellen M. Ryan, *Securities Class Action Settlements: 2007 Review and Analysis* Cornerstone Research 2008, p. 10.

[22] 同前注[7]。

[23] 《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》第 2 条规定:“人民法院受理的虚假陈述民事赔偿案件,其虚假陈述行为,须经中国证券监督管理委员会及其派出机构调查并作出生效处罚决定。当事人依据查处结果作为提起民事诉讼事实依据的,人民法院方予依法受理。”

[24] 参见孙俊:《从诉讼大数据看证券行业这十年》,载《中国航空报》2018 年 12 月 20 日。

1991 年至今,我国颁布的证券诉讼相关法律法规如表 1 所示。

表 1 我国证券诉讼法律法规概览

文件名称	发布时间	发布主体	相关内容
《民事诉讼法》	1991 年 4 月 9 日	全国人大常委会	规定了人数不确定的代表人诉讼,构建类似集体诉讼规则
《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》 ^[25]	2002 年 1 月 15 日	最高人民法院	证券虚假陈述民事赔偿纠纷案件的行政前置程序
《关于审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》 ^[26]	2003 年 1 月 9 日	最高人民法院	证券虚假陈述民事赔偿纠纷案件具体程序:受理与管辖、诉讼方式、虚假陈述认定、因果关系认定、归责与免责事由等
《证券法》第二次修订	2019 年 12 月 29 日	全国人大常委会	按照“明示退出”“默示加入”的诉讼原则,探索证券集体诉讼制度

在这种情况下,2020 年 3 月 1 日正式实施的新《证券法》第 95 条确立了证券代表人诉讼制度,激活了《民事诉讼法》中原有的代表人诉讼规则。2020 年 3 月 24 日,上海金融法院发布全国首个关于证券纠纷代表人诉讼制度实施的具体规定,即《上海金融法院关于证券纠纷代表人诉讼机制的规定(试行)》(以下简称《代表人诉讼规定》)。2020 年 4 月 20 日,深圳市中级人民法院发布《关于依法化解群体性证券侵权民事纠纷的程序指引(试行)》。南京市中级人民法院于 2020 年 5 月 8 日正式启用《证券纠纷代表人诉讼程序操作规则》(试行)。这些文件规定了代表人诉讼程序的适用范围、适用标准、纠纷登记、公告发布、代表人选定、调解和立案、案件审理等程序,将新《证券法》的制度落地为可操作的规

[25] 法明传[2001]43 号。

[26] 法释[2003]2 号。

则。在实践中,2020年3月13日,杭州市中级人民法院发布《“15五洋债”“15五洋02”债券自然人投资者诉五洋建设集团股份有限公司等人证券虚假陈述责任纠纷系列案件公告》,宣布采取人数不确定的代表人诉讼方式审理该案,通知相关权利人在规定期限内向法院登记。这也是新《证券法》生效后,首例启动的代表人诉讼案。然而,在本案中,投资者保护机构并没有介入,因此是普通代表人诉讼。本案是新《证券法》后第一例代表人诉讼案,却不是第一例特别代表人诉讼案。^[27]

虽然实践中还未有个案,我们可以通过上海金融法院发布的《代表人诉讼规定》和《中证中小投资者服务中心特别代表人诉讼业务规则(试行)》,分析其对特别代表人诉讼制度的细化规定。

《代表人诉讼规定》明确规定了投资者保护机构参加诉讼的具体操作规范:第一,明确了投资者保护机构的诉讼职责。^[28]第二,明确投资者保护机构的代表权限。^[29]第三,明确了投资者的退出程序。^[30]第四,明确了一审判决生效后的上诉程序。^[31]《中证中小投资者服务中心特别代表人诉讼业务规则(试行)》的核心内容为:一是明晰了投服中心参加特别代表人诉讼的程序,包括内部决策和具体实施两个阶段。二是

[27] 参见《法律人士:证券民事赔偿代表人诉讼第一案示范意义大》,载 <http://news.10jqka.com.cn/20200315/c618455187.shtml>,2020年5月20日访问。

[28] 上海金融法院《关于证券纠纷代表人诉讼机制的规定(试行)》第42条规定:“本院经审查后发布案件受理公告,投资者保护机构可以依据公告确定的权利登记范围向证券登记结算机构调取权利人名单,并据此向本院申请登记。”

[29] 上海金融法院《关于证券纠纷代表人诉讼机制的规定(试行)》第44条规定:“投资者保护机构为全体原告的代表人,有权代表全体原告参加开庭审理,增加、变更或者放弃诉讼请求,与被告进行和解或者达成调解协议,提起或者申请撤回上诉,申请执行等。”

[30] 上海金融法院《关于证券纠纷代表人诉讼机制的规定(试行)》第45条规定:“投资者保护机构代表原告与被告达成和解或调解协议的,和解或调解协议内容须经本院审查确认。投资者保护机构应将和解或调解协议以公告方式通知全体原告,公告期间不少于三十日。原告可在公告期间内向投资者保护机构声明退出,和解或调解协议的效力不及于声明退出的原告。”

[31] 上海金融法院《关于证券纠纷代表人诉讼机制的规定(试行)》第47条规定:“一审判决后,被告不上诉的,分别情形予以处理:(一)投资者保护机构上诉的,一审判决在明确表示不上诉的原告与被告之间生效;(二)投资者保护机构不上诉的,除明确表示上诉的原告外,一审判决在其他原告与被告之间生效。投资者保护机构应当继续作为代表人参加二审程序。”

明确了投服中心参加特别代表人诉讼的公益属性原则。^[32] 三是规定了投服中心参与特别代表人诉讼案件的范围和标准。四是明确了投服中心作为诉讼代表人的权限。

在中国特色集体诉讼制度中,作为特别代表人的投资者保护机构是中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)。美国机构投资者多担任首席原告。在我国,虽然机构投资者有丰富知识,在股市中也占据了一定的份额,但是机构投资者的作用并不大。这主要是因为:

第一,法律法规限制了机构投资者持有股份的上限,使得机构投资者无法长期稳定持有某家上市公司的大量股份,进而参与该公司的经营管理。法律法规对机构投资者在持股数量方面进行限制,目的是分散股票市场风险、稳定股票市场,防止股价大幅波动。例如,《公开募集证券投资基金运作管理办法》中规定,同一个基金管理人管理的所有基金持有同一家证券公司发行的证券,不能超过该证券的10%。^[33] 除此之外,法律法规还对社保基金、企业年金持股上限做了规定。

持股比例限制对机构投资者的投资行为产生的影响是,当机构投资者不断加仓,处于持股上限时很难再加仓。此时,他们只能通过购买其他公司股票来最大化自己的收益。因此,机构投资者难以重仓某一个上市公司,参与上市公司经营管理,只能选择股票的高买低卖来获利。

第二,机构投资者的评价指标是每年的业绩,容易导致短期行为。大多数证券投资基金的管理费是按照基金总资产规模的一定比例计提的,而通常基金的净申购是与基金以往的业绩表现正相关的,因此基金业绩排名的相对位置会直接影响到基金的规模是否能够做大。以致基金经理在决定投资行为时,只关注短期的业绩表现,导致基金的投资行为的短期化。这与公司治理中为了避免公司董事会或高管的短视行为

[32] 特别代表人诉讼中,关于法院依法向原告收取的诉讼费用,投服中心将依据《中证中小投资者服务中心特别代表人诉讼业务规则(试行)》第29条,作为诉讼代理人向法院依法申请减交或免交等,并向法院主张败诉的被告赔偿诉讼过程中发生的公告费、通知费、律师费等合理费用。

[33] 《公开募集证券投资基金运作管理办法》第32条规定:“基金管理人运用基金财产进行证券投资,不得有下列情形:(一)一只基金持有一家公司发行的证券,其市值超过基金资产净值的百分之十;(二)同一基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券,超过该证券的百分之十……”

而鼓励和采取更加长期化的公司治理目标背道而驰。

第三,机构投资者易于与大股东合谋,难以监督大股东。机构投资者介于“一股独大”的股东和高度分散的二级市场个人投资者之间。对于机构投资者来说,与其选择对控股股东进行监督,改善公司治理获取公司增长收益,不如与控股股东合作,参与证券欺诈,侵害中小股东利益。机构投资者更可能从与控股股东的合谋中获利,而甚少有关保护小股东的激励机制存在。中国市场上较为泛滥的内幕交易、“抢跑交易”和“老鼠仓”行为当中,机构投资者与控股股东的合谋或隐或现。^[34]

20世纪80年代,美国联邦政府放松监管,进行大量革新,鼓励机构投资者进行投资。^[35]1989年,联邦参议院通过的《过度流动与投机法案》中,鼓励投资者从短期投资转向长期持有,实现“负责任的投资”。^[36]同时,美国从股东权利的多个方面给予了机构投资者行使股东权利的充分保障。例如,股东提案权,美国法律中规定股东只要持续持有公司1%以上股份超过1年或者2000美元以上有表决权证券即可。^[37]中国法律对股东持股要求为3%,增大了股东提出提案,参与公司治理的难度。^[38]

(三)激励视角比较

美国的首席律师制度源于韦斯和贝克尔曼教授的提议。^[39]两位学者认为,虽然有“搭便车”的问题存在,但是机构投资者在证券欺诈中遭受的损失比原告中的其他人都大,通过集体诉讼能够获得最大的好处,

[34] 参见王啸:《“一股独大”“关联公司系”与修法重心——证券法修改思考笔记(四)》,载财新网, opinion.caixin.com/2014-09-23/100732062.html,2020年5月20日访问。

[35] 参见沈伟:《私募投资和商事法契合法律问题研究——规则、监管与困境》,法律出版社2020年版,第85页。

[36] 参见汪忠:《基于机构投资者视角的目标公司治理评价及实证研究》,湖南大学出版社2012年版,第37~38页。

[37] Rule 14A-8(b)(1)(1998).

[38] 《公司法》第102条第2款规定:“单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东,可以在股东大会召开十日前提出临时提案并书面提交董事会;董事会应当在收到提案后二日内通知其他股东,并将该临时提案提交股东大会审议。”

[39] 同前注[6]。

因此,它们更愿意花时间和成本去提起诉讼、监督律师,主导诉讼活动。因为机构投资者对于集体诉讼结果有最强的利害关系,这将激励它们积极参与集体诉讼。他们设想,在机构投资者的参与下,将出现更高的和解金额与更低的律师费。

已有学者研究表明,衡量首席原告制度改革效果的指标有两个:一个是有没有为原告争取更高的和解金额;另一个是是否加强了对律师的监督,而律师的努力程度由集体诉讼中案卷条目的数量来衡量。

从第一个指标即和解金额来看,在对1996~2000年《私人证券诉讼改革法案》实施后122个证券集体诉讼和解案件的一个实证研究中发现,公共养老金作为首席原告与更高的和解有强相关性。^[40]但是,该调研不能排除是否是公共养老基金主动选择较高的和解金额案件提起诉讼。在更大样本上,对1995~2002年《私人证券诉讼改革法案》实施后的260个证券集体诉讼和解案件的实证研究中,学者们同样发现公共养老基金作为首席原告的出现与更高的和解金额之间存在强烈的相关性。^[41]1995~2004年PSLRA后501起案件的样本来研究公共养老基金作为主要原告参与和解规模之间的关系,发现在排除机构投资者主动选择之外,依然存在相关性。^[42]

从第二个指标即首席原告对律师的监督上看,研究发现,有公共养老基金首席原告的案件显示出更多的案卷条目,这显示出公共养老基金对律师的有效监督,使律师举出更多的证据、准备更多的案卷条目。^[43]在有公共养老基金作为主要原告的案件中,律师的律师费要求和费用奖励较

[40] See Stephen J. Choi, Jill E. Fisch and Adam C. Pritchard, *Do Institutions Matter? The Impact of the Lead Plaintiff Provision of the Private Securities Litigation Reform Act*, 83 Wash. U. L. Q. 869 (2005).

[41] 同前注[7]。

[42] See Michael A. Perino, *Institutional Activism Through Litigation: An Empirical Analysis of Public Pension Fund Participation in Securities Class Actions* (St. John's Legal Studies, Research Paper No. 06 - 0055, 2006), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=938722.

[43] See Michael A. Perino, *Markets and Monitors: The Impact of Competition and Experience on Attorneys' Fees in Securities Class Actions* (St. John's Legal Studies, Research Paper No. 06 - 0034, 2006), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=870577.

低,有两种可能的原因,一个可能的原因是公共养老基金经常提起集体诉讼,积累了丰富的经验,在长期博弈与合作中,律所为了获得公共养老基金选择其作为首席原告,降低了价格。另一个可能的原因是律师相互竞争,联系这些机构投资者,压低了律师费。

从上面两个指标可以看出,机构投资者作为首席原告大量出现,提高了和解价值,增加了案卷条目,降低了律师费用。机构投资者作为首席原告被证明是行之有效的。

最高人民法院发布的《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》,大幅度地降低了投服中心的诉讼成本,^[44]然而,投服中心作为中国证券诉讼的特别代表人,却缺乏足够的激励机制。投服中心的预算来源于财政拨款,而财政拨款数量有限,并且预算数额每年相对固定,缺少明确的奖励机制。存在的问题包括:

第一,财政预算数额有限、人力有限。从2016年成立到2019年12月底,投服中心共提起支持诉讼案件24件,支持诉讼诉求金额约1.14亿元,获赔总金额约5536.7万元。^[45]2020年5月8日,江苏省南京中院发布公告,对4家上市公司虚假陈述案采用代表人诉讼审理方式,召集在一定时间内购买上述股票的股民进行登记,据股民索赔代理律师表示,登记股东人数约20万人。^[46]在投服中心过往的支持诉讼经验中,其面对的都是50~100人的投资者。表2为2016~2019年投服中心已结案的支持诉讼中原告人数。^[47]

[44] 其中第25条指出,投资者可以请求败诉的被告赔偿合理的公告费、通知费、律师费等费用。第39条允许原告一方不预交案件受理费,败诉或者部分败诉时可以申请减交或者免交诉讼费用。第40条允许原告方在提出财产保全申请时不提供担保。

[45] 参见《新证券法代表人诉讼制度成司法救济新渠道》,2019年12月30日,载 [https://baijiahao. baidu. com/s? id = 1654333899517366368&wfr = spider&for = pc](https://baijiahao.baidu.com/s?id=1654333899517366368&wfr=spider&for=pc), 2020年5月20日访问。

[46] 参见《新证券法代表人诉讼试点第一案》,载 [http://finance. sina. com. cn/stock/ relnews/cn/2020-05-13/doc-iirczymk1299141. shtml](http://finance.sina.com.cn/stock/relnews/cn/2020-05-13/doc-iirczymk1299141.shtml), 2020年5月20日访问。

[47] 参见《支持诉讼》,载 [http://www. isc. com. cn/html/zcss/index. html](http://www.isc.com.cn/html/zcss/index.html), 2020年4月3日访问。

表 2 2016~2019 年投服中心已结案的支持诉讼中原告人数

案件	上海绿 新案	匹凸 匹案	鞍重股 份案	康达新 材案	安硕信 息案	ST 大 控案	超华科 技案	雅百 特案	恒康医 疗案	国农科 技案	建光 电案
原告 人数	首批 75 人	14 人	88 人	11 人	14 人	34 人	首批 10 人	首批 28 人	1 人	2 人	1 人

对于投服中心来说,过往支持诉讼面对的投资者是“登记加入制”,每个案件的原告在 100 人以下,人手与预算足以支撑。《证券法》修订之后,投服中心要面对的是“退出制”集体诉讼,每个案件十万级别的投资者。投服中心公益性质的定位和资金源于政府的现状会对其履职产生约束。如果投服中心未来要有效运转,除非在制度和技术层面加以改进,否则很有可能会面临人力、物力的短缺,给财政带来巨大的负担。

第二,财政预算相对固定,缺少奖励制度。固定预算制度相当于一份事前完全合约 (complete contract),提前预估了投服中心下一年接受多少证券诉讼,以及每一个证券诉讼相对应拨款多少资金。这种固定预算制度的直接后果是工作“打折扣”。原因是事前合约一旦规定了未来案件的数量及拨款额度,那么,投服中心全力参与诉讼、和解谈判、监督律师的努力,就会因为财力限制而面临折减。如果投服中心努力代表投资者提起诉讼,获得了更高的和解金额或者赔偿金额,固定预算制度下也不会让投服中心得到更多的拨款,这种制度激励下,投服中心便降低了努力的动机。投服中心的代理活动因其“政治任务”的属性,产生非经济的激励机制。但是,问题是“政治正确”的激励无法通过经济指标有效考核和评定。

将美国首席原告制度与中国特别代表人诉讼制度中的激励机制进行比较,可以得出如下结论:

第一,激励来源不同。机构投资者担任首席原告的激励来源于其在公司中的股份份额,投服中心的激励源于部门内部的考核机制。投服中心并不享有诉讼收益,因此可能降低其提起诉讼的积极性。经济学研究表明,人是其自利的理性最大化者,会对激励作出反应。^[48] 这一理性经

[48] 参见[美]理查德·A.波斯纳:《法律的经济分析》,蒋兆康译,中国大百科全书出版社 1997 年版,第 4 页。

济人假设表明,原告仅在其诉讼收益超过其诉讼成本的时候才会提起诉讼。^[49]在传统民事诉讼中,原告之所以愿意提起诉讼,是因为他们遭受了可以通过诉讼予以救济的损害,并且其预期损害赔偿金将超过其预期诉讼成本。^[50]与之不同的是,投服中心不能从证券诉讼中获取经济收益,提起证券诉讼是其履行公共治理职责的方式。^[51]

第二,首席原告胜诉后能够直接获得的赔偿利益,而投服中心缺乏明确的激励。投服中心有财政经费支持,也有可能从办理的案件中获得来自体制内晋升的激励。但是,投服中心人员经费有限,而且办理的案件数量、质量和晋升机制没有明确地挂钩,其所能享受到的诉讼收益也相对较少,甚至没有任何收益。在没有其他额外激励的情况下,投服中心的起诉积极性自然较低。

(四) 约束视角比较

美国的集体诉讼中,对首席原告缺乏约束,出现了以下两大问题:

第一,滥诉严重。2019年,美国联邦法院共受理集体诉讼433起。1999~2019年的20年间,新增证券集团诉讼案件数量与上市公司数量的比率从2.94%增加到7.94%。这意味着,上市公司面临证券集团诉讼案件的概率比十年前增加了1倍以上。2019年美国证券集团诉讼案件的结案数为312件,其中有2/3以上的案件被驳回,被告无须向原告作任何赔偿。^[52]美国证券诉讼提起的数量非常多,但是大部分提起的诉讼被驳回,这源于美国私人证券法改革提高了门槛,使得大量案件被驳回。美国的私人证券法改革提高了起诉的标准,更大程度上保护了被起诉上市公司的利益。但是,该项改革没有从源头上(起诉数量)上进

[49] See Louis Kaplow, *Private Versus Social Costs in Bringing Suit*, 15(2) *Journal of Legal Studies* 372-373 (1986).

[50] See Jill E. Fisch, *Class Action Reform, Qui Tam, and the Role of the Plaintiff*, 60 *Law and Contemporary Problems* 170 (1997).

[51] See Lara Friedlander, *Costs and the Public Interest Litigant*, 40 *McGill Law Journal* 61 (1995).

[52] 参见美国国家经济研究协会经济咨询公司:《关于2019年美国证券集团诉讼最新趋势的报告》,载美国国家经济研究协会经济咨询公司网站, <https://www.nera.com/publications/archive/2020/recent-trends-in-securities-class-action-litigation-2019-full-y.html>, 2020年5月20日访问。

行约束,投资者在律师的鼓动下,提起看似成功率不高诉讼,加大了法院的审查压力。

第二,律所“收买”机构投资者现象(*pay to play*)。律所接近机构投资者,向对公共养老基金有着决定权的官员提供竞选献金。反过来,官员们促使这些公共养老基金获得主原告任命,并任命该律所担任有利可图的首席律师职位。^[53] 在道富银行案中,拉巴顿(*Labaton*)律师付钱给一位名叫沙尔古瓦(*Chargois*)的中间人,帮助其获得阿肯色州教师养老基金作为机构投资者客户。沙尔古瓦主要工作是安排拉巴顿和养老基金之间的会面,事成之后,拉巴顿律师奖励他支付410万美元,占总和解金额的5.5%。这一金额是其他几家原告律师事务所收到的金额的两倍多。首席律师并没有向法院或原告集体中其他成员披露这笔款项。^[54] 在相关的实证研究中,学者发现官员的任命和首席律师的任命呈负相关,即公共养老基金的官员可能会被律所收买,但从统计数字上并不是定论。^[55]

《中证中小投资者服务中心特别代表人诉讼业务规则(试行)》第8条规定投服中心可以根据相关部门提议等,按照内部决策程序,自主研究决定是否参加相关案件进行特别代表人诉讼。^[56] 第16条明确规定

[53] 参见美国国家经济研究协会经济咨询公司:《关于2019年美国证券集团诉讼最新趋势的报告》,载美国国家经济研究协会经济咨询公司网站,<https://www.nera.com/publications/archive/2020/recent-trends-in-securities-class-action-litigation-2019-full-y.html>,2020年5月20日访问。In re Cendant Corp. Litig., 182 F. R. D. 144, 147-49 (D. N. J. 1998), rev'd on other grounds, 264 F. 3d 201 (3d Cir. 2001)。

[54] Special Master's Report and Recommendations, *Arkansas Teacher Retirement System v. State Street Bank and Trust Co.*, No. 1:11-cv-10230 (D. Mass. June 28, 2018), p. 219.

[55] See David Webber, *Is 'Pay-to-Play' Driving Public Pension Fund Activism in Securities Class Actions? An Empirical Study*, 90 *Boston University Law Review* 2031 (2010), https://scholarship.law.bu.edu/faculty_scholarship/497.

[56] 《关于做好投资者保护机构参加证券纠纷特别代表人诉讼相关工作的通知》规定：“八、投资者保护机构可以建立专家评估机制,根据国家经济金融形势、资本市场改革发展、具体案件情况、社会舆情、投资者需求以及相关部门提议等,按照内部决策程序,自主研究决定是否参加相关案件进行特别代表人诉讼。”

了投服中心案件选择的标准。^[57]实际上特别代表人诉讼的发动权利掌握在投服中心手中。对此,有学者提出担忧,认为提起中国版的证券集体诉讼,是投保机构的职责,而不是权力,投保机构不能因为困难重重,选择放弃履行该职责。这是公平保护投资者的要求,也是投保机构本身职责的定位。^[58]假如花费各界精力创设的新制度只被用来处理几个容易的案子,那大概也会辜负制度设计的一片苦心。^[59]

赋予投服中心选择权,体现了投服中心提起特别代表人诉讼受到的制约监督不足。投服中心在约束制度方面存在以下问题:

第一,投服中心带有监管机构的色彩,不可避免地选取案件的时候会出现政治倾向。投服中心是直属于中国证监会管理的正局级单位。投服中心可能对某一类案件有更多的偏好,也可能受到政治压力对某些类型的案件选择回避。有学者就提出担忧,会不会出现“奉旨维权”或者“奉旨不维权”的现象?是否会出现类似首次公开募股节奏控制那样的“维权节奏控制”?^[60]美国也有不少案例显示出美国证券交易委员会(SEC)尽管拥有很多案件线索,却不对欺诈的上市公司进行调查,被他们声称要监管的公司所“俘获”。^[61]

第二,广大受损失的中小投资者无法对投服中心产生良好的约束,投服中心也可能出现急于行使职权的现象。投服中心作为公共机构,没有和投资者签订权利义务明确的合同,投资者只能寄希望于投服中心尽

[57] 《中证中小投资者服务中心特别代表人诉讼业务规则(试行)》第16条规定:“……符合下列情形的案件,投服中心可以参加特别代表人诉讼:(一)有关机关作出行政处罚或刑事裁判等;(二)案件典型重大、社会影响恶劣、具有示范意义;(三)被告具有一定偿付能力;(四)投服中心认为必要的其他情形。”

[58] 参见彭冰:《中国版证券集体诉讼的发动》,载微信公众号“北大金融法研究中心”,2020年8月1日。

[59] 参见张巍:《雏形初已现,何时显峥嵘?——中式证券集团诉讼三问》,载微信公众号“比较公司治理”,2020年8月1日。

[60] 参见黄韬:《新〈证券法〉条文背后的看点》,载21世纪经济报道,2020年1月1日, https://m.21jingji.com/article/20200101/herald/dbd16e4a8866e7dd1d8c7cf60b7543e5_zaker.html,2021年3月5日访问。

[61] See Gretchen Morgenson, *Following Clues the SEC Didn't*, *New York Times*, Sunday Business, Feb. 1, 2009. See *Dirks v. Securities and Exchange Commission*, 463 U. S. 646 (1983).

力行使职权,而难以对投服中心提出有约束力的要求。

将美国首席原告制度与中国特别代表人诉讼制度中的约束机制进行比较,可以得出以下结论:

第一,二者均不存在标准的委托代理关系,因此可能出现约束不力的结果。标准的委托代理关系由委托人与代理人经由自主协商而产生,其权利义务清楚明确。因此,委托人对所形成的委托代理关系及其运行能给自己带来的效用目标有一个非常明确的预期,因此也十分关注代理成本问题,会想尽办法去监督代理人。^[62] 美国首席原告制度中,机构投资者作为首席原告来源于法院的认定,不是广大受损失投资者共同委托的结果。特别代表人诉讼中委托代理关系的形成则是法律的拟制,作为委托人的受损失投资者与作为代理人的特别代表人之间并没有以自主协商的方式签订权利义务关系明确的委托代理合同。

第二,美国首席原告制度设计的出发点是让机构投资者“自利的同时利他”,缺乏专门的首席原告约束制度。因此,机构投资者虽然是首席原告,但其身上这种对其他投资者的责任感并不强,其他投资者对他的约束权利较弱。机构投资者成为首席原告,源于自己的损失份额最大,因此它为自己争取利益。其他投资者只是“搭便车”,分享它努力的收益,难以对其进行监督。中国特别代表人制度设计的出发点是“利他”的公共产品,并且投服中心是公共机构,需要受到较多的来自上级机关及社会公众的来自权力上的、舆论上的监督。因此,在制度设计上,投服中心面临更多的约束。

三、第二层代理:胜诉酬金律师制度与公益律师制度

在诉讼中,当事人须聘请律师提起诉讼,在法庭上提出诉讼主张。^[63] 当事人的诉讼请求最终能否实现,在很大程度上取决于代理律

[62] 参见陆建新:《双层委托代理:苏南模式运行机制的理论实证分析》,载《学习与探索》1997年第2期。

[63] See Ronald J. Gilson & Robert H. Mnookin, *Disputing through Agents: Cooperation and Conflict between Lawyers in Litigation*, 94 Columbia Law Review 509 (1994).

师投入到诉讼中的精力。^[64] 律师投入案件中的勤勉尽责程度,则取决于当事人对律师的激励与约束。律师是当事人的诉讼代理人,各方面均受当事人的监督。^[65]

(一) 美国的胜诉酬金律师制度

《私人证券诉讼改革法案》规定,最适格的原告是“寻求的救济的原告中拥有最大经济利益的申请人”。当机构投资者申请被法院任命为首席原告之前,它通常已经选择了律师事务所作为自己的诉讼代理人,该律所有很大概率作为未来证券诉讼的首席律师。多家机构申请充当首席原告的时候,他们有各自的代理律师,法院从中挑选出首席原告之后,证券诉讼的代理律师团其他成员也将从这些律师中选出。美国证券诉讼的头6个月或1年通常主要是各原告与律师代表之间的争夺控制权的竞争。^[66] 美国证券诉讼中,首席律师能够拿走大部分的律师费。在律师团中,首席律师负责确定案件的总体战略,但随后将执行这一战略的必要工作分配给其他几家律师事务所。一般而言,两家律所作为该证券诉讼的首席律师,拿走律师费的65%;两家律所作为执行委员会律师,拿走律师费的30%,一家律所作为联络律师,拿走律师费的5%。^[67]

在众多提出申请的律所中,谁能够成为律师团的一员,谁能够担任该证券诉讼的首席律师? 特拉华州法院并没有采纳律所代理的原告持有股份份额更大,直接成为首席律师的规则,^[68] 而是使用了“Hirt 规则”来考察,这些因素包括诉状的质量以及律师的能力和他们获得起诉讼赔

[64] See Bruce L. Hay, *Contingent Fees and Agency Costs*, 25 *Journal of Legal Studies* 504 (1996).

[65] See Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *The Plaintiffs' Attorney's Role in Class Action and Derivative Litigation: Economic Analysis and Recommendations for Reform*, 58 *University of Chicago Law Review* 3 (1991).

[66] 参见《瑞幸能否甩锅? 美证券律师像鲨鱼聚集 四处召集集体诉讼》,2020年4月16日,载 [https://baijiahao. baidu. com/s? id = 1664084620526376432& wfr = spider&for = pc](https://baijiahao.baidu.com/s?id=1664084620526376432&wfr=spider&for=pc),2020年5月20日访问。

[67] See Jessica Erickson, *The Market for Leadership in Corporate Litigation*, *University of Illinois Law Review* 1479 - 1528 (2015).

[68] *TCW Tech. Ltd. v. Intermedia Commc' ns Inc.*, No. 18336, 2000 WL 1654504, at *4 (Del. Ch. Oct. 17, 2000).

所需的资源的能力。^[69]

(二) 中国的证券诉讼公益律师制度

目前我国风险代理制度无法适用于群体性事件中。^[70] 中国特别代表人诉讼制度中,投服中心委托公益律师作为诉讼代理人。中国的证券诉讼中,公益律师制度有以下特点:

第一,公益律师人数少、人力资源不足。^[71] 面对复杂的证券诉讼,146名公益律师只是兼职参与,所能投入的时间数量不足。证券诉讼需要的工作量大,来自不同律所的公益律师如何展开协作,沟通是否顺畅依然是个疑问。^[72]

第二,投服中心委托公益律师的程序没有明确规定。许多规则仍需要明确:例如公益律师库选拔机制;公益律师通常是律所合伙人,证券欺诈案件发生时,无论是将其委托给一个律师,还是将其委托给多位律师;如果多位律师同时竞争,投服中心委托哪位律师作为公益律师,是否需要律师们展示自己的诉状和准备的证据,或者获得足够多原告的委托;投服中心如何与公益律师对接,是否需要建立报告检查制度,对公益律师履行职责情况进行监督,等等。

(三) 激励视角

根据美国经济研究协会经济咨询公司(NERA)的研究报告,在美国最近十年的和解案件中,和解金额在500万美元以下的案件中,原告律师酬金与和解金额的比例的中位数为33.8%;和解金额在500万~1000万美元的案件中,原告律师酬金的占比中位数为33.3%;和解金额在1000万~2500万美元的案件中,原告律师酬金的占比中位数为27.6%;

[69] Delaware Court of Chancery's 2002 decision in *Hirt v. U. S. Timberlands Serv. Co.*, CIV. A. No. 19575, 2002 WL 1558342 (Del. Ch. July 9, 2002).

[70] 《律师服务收费管理办法》第12条规定:“禁止刑事诉讼案件、行政诉讼案件、国家赔偿案件以及群体性诉讼案件实行风险代理收费。”

[71] 在3年的支持诉讼实践中,投服中心形成了公益律师机制,现有公益证券法律服务专业律师146名,来自不同的律所。

[72] 参见《新证券法代表人诉讼制度成司法救济新渠道》,2019年12月30日,载 <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1654333899517366368&wfr=spider&for=pc>, 2020年5月20日访问。

和解金额在 5 亿 ~ 10 亿美元的案件中,原告律师酬金的占比中位数为 17.8%。^[73]

丰厚的胜诉酬金激励律所积极联系证券欺诈中受害的投资者提起诉讼。然而律师团内部就分工与报酬依然存在一些激励问题:

虽然特拉华州法院确立了集体诉讼首席律师及律师团的选拔规则,但是在实践中,各家律所能够获取的证据大同小异,能力高低难以判定,法院对律所的情况了解并不多,因此法院大多数时候选择将集体诉讼的律师团成员及首席律师交给律所们协商确定,除非律所们无法通过协商得出一致意见。^[74]律所们争取到了首席律师的位子,就相当于在集体诉讼中占据了领导权,因此竞争激烈。在律师团的代理过程中,出现了一些效率低下的情形。例如,执行委员会律师往往是竞争首席律师失败的律所,因此积极性低,在实践中几乎没有从事法律工作。首席律师却要给它 20% 左右的律师费,以换取对自己的支持。^[75]同时,律师在成为律师团成员之后,就产生了“搭便车”的心理,相互推卸责任,倾向于花少量时间而获得其他律师收集证据、写出法律文书的成果,最终损害了原告的利益。

中国的证券诉讼公益律师制度存在以下激励问题:

第一,制度上的障碍使得在中国提起证券诉讼面临立案难、开庭难、判决难、调解难、执行难的情况。^[76]18 位股民诉中核钛白操纵股价民事赔偿案败诉。法院给出的判决理由是,操纵证券市场行为与损害结果之间因果关系的确定以及行为人承担赔偿责任数额的范围、损失的计算方法,现行法律法规、司法解释均无明文规定,不能参照虚假陈述民事赔偿

[73] 同前注[52]。

[74] 同前注[65]

[75] See, e. g., Oral Argument on Motions for Appointment of Co - Lead Plaintiffs, Co - Lead Counsel, and Liaison Counsel, and the Court's Ruling, p. 46, In re Power - One, Inc. Stockholder Litig., No. 8506 - VCL (Del. Ch. June 4, 2013).

[76] 我国法律认定的证券欺诈行为包括虚假陈述、内幕交易和操纵证券市场。目前,最高人民法院只出台了关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的司法解释,内幕交易和操纵证券市场这两类证券欺诈行为的司法解释则迟迟未出台。

规定来处理。^[77] 第二,公益律师没有酬劳。上市公司会高薪聘请律师团,利用实体上的虚假陈述、揭露日认定、程序上的管辖权异议来进行抗辩。对于专门的维权律师来说,打一个证券诉讼官司就殊为不易,对公益律师来说,难以想象其能坚持下去。第三,公益律师面临人身安全的威胁。2009年4月,“中国股市维权第一人”上海律师严义明在办公室遭到3名歹徒殴打,肩胛骨骨折。^[78] 第四,索赔手续烦琐,^[79] 审理耗时费精力,时间漫长。^[80] 在美国,2001年1月1日至2015年12月31日提起的诉讼,大约有80%的案件在4年之内结案。14%的案件在1年内结案,28%的案件在1~2年内结案,23%的案件在2~3年内结案,高达20%的案件结案周期超过4年。^[81] 旷日持久的证券诉讼会让公益律师不堪重负。

两者比较而言,中国证券特别代表人诉讼中公益律师制度缺乏激励机制:

第一,证券诉讼不是简单的民事诉讼案件,而是标的额巨大、难度大、需要耗费律师大量时间精力的诉讼。美国律师提起证券诉讼的激励来源于胜诉酬金的奖励,走到和解环节,便能够得到和解金额20%~30%的律师费。中国公益律师提起证券诉讼的激励仅仅源于公益心,不仅得不到报酬奖励,还要花费很多的金钱和时间。公益律师的身份能够帮律师所在律所获得一些好的声誉,或许能起到一定的激励作用,但仍然存在问题即好的声誉能否马上转化为经济收入。

第二,更严重的问题是,公益律师在缺乏物质激励的情况下,是否依然能做到勤勉尽责,为代表的中小投资者尽最大努力进行诉讼。即使存在热心公益的证券律师,调查取证、联系原告、案卷整理雇用人手,都需

[77] 参见郭素凡:《中国资本市场民事维权缘何难》,载《法治周末》, <http://finance.sina.com.cn/review/mspl/20120229/095211479276.shtml>, 2020年5月20日访问。

[78] 同前注[77]。

[79] 同前注[77]。

[80] 张远忠代理的黄光裕内幕交易民事维权案,经过了超过5年的等待。该案件中,律师要先等待满足前置条件,等待投资者来维权,再等待立案,还要等待法院关于对方提出的管辖权异议的最终裁定。

[81] 参见赖冠能、孙素香:《美国2019年证券集团诉讼最新趋势》,载微信公众号“证券金融诉讼实务”,2020年2月10日。

要花费大量的金钱,公益律师是否有足够的资源和能力对抗上市公司聘请的高薪律师团。

(四) 约束视角

美国的胜诉酬金律师制依赖首席原告(主要是机构投资者)对律师进行监督。然而,机构投资者缺乏专业知识,难以对律师进行严格的监督,律师费用高昂,^[82]引起了很多人呼吁法院更积极介入审查。^[83]

美国证券诉讼中,在提交拟议的和解方案供司法审查时,律师还提交一份裁决申请,注明支付律师费和诉讼费用。在绝大多数案件中,原告律师事务所为了确定其收费要求的合理性,提供了他们的律师处理案件的小时数乘以该地区律师常见的时薪的信息。这种律师费计算方法称为“lodestar”。法院对所要求的百分比费用合理性的“交叉检查”。^[84]律师们预测法官对收费请求的反应,并采取行动。当他们请求的律师费可能看起来过多时,他们会包括 lodestar 信息,当他们希望法官批准他们的请求,或者他们认为 lodestar 对他们的诉讼没有帮助时,他们会省略这些信息。^[85] 在最近的一个例子中,Labaton Sucharow, LLP 律师事务所在 2016 年对道富银行和信托公司提起的集体诉讼中获得了 3 亿美元的和解。法院判给这些公司大约 7500 万美元的费用。法院下令对费用裁决进行调查。这项调查证实,原告律师重复计算了几名律师的工作时间。律所将处理此案的小时数夸大了 9322 小时,导致将律师费夸大了 400 多万美元。^[86]

中国的公益律师制度中,投服中心作为特别代表人能够对公益律师

[82] 根据美国经济研究协会经济咨询公司(NERA)的研究报告,2018 年证券集体诉讼的和解之于投资者损失的中位数比率为 2.6%。这意味着,在扣除律师费和诉讼费用之后,投资者实际上得到的报偿可能仅是实际损失的一小部分。

[83] 参见《瑞幸能否甩锅? 美证券律师像鲨鱼聚集 四处召集集体诉讼》,2020 年 4 月 16 日,载 [https://baijiahao. baidu. com/s? id = 1664084620526376432& wfr = spider&for = pc](https://baijiahao.baidu.com/s? id = 1664084620526376432& wfr = spider&for = pc),2020 年 5 月 20 日访问。

[84] See Third Circuit Task Force, *Court Awarded Attorney Fees*, 108 F. R. D. 237, 243 (1986).

[85] 同前注[8]。

[86] See *Special Master's Report and Recommendations*, Arkansas Teacher Retirement System v. State Street Bank and Trust Co., No. 1:11 - cv - 10230 (D. Mass. June 28, 2018), p. 219.

进行怎样的约束没有明确规定。由于公益律师不收费,因此不需要考虑公益律师是否虚报了律师费用。但是投服中心仍然需要监督公益律师是否勤勉尽责。最高人民法院发布《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第12条将能否“忠实、勤勉地履行维护全体原告利益的职责”作为普通代表人诉讼中代表人资格条件之一。^[87]然而,公益律师忠实、勤勉义务的规定却付之阙如。如果缺乏明确的约束制度,公益律师可能接了案子之后怠于履行职责,损害了投资者的利益。

两者比较来看,未来的约束制度设计出发点不一样:

美国的胜诉酬金律师制度下,律师自然会比较勤勉尽责,投资者要担忧的是其收取的律师费是否合理,是否存在欺骗虚报律师费的情况,这也是首席律师要进行监督的地方。律师费的计算,就要考虑 lodestar 制度中时间计算、每小时费率是否合理,需要首席律师花费大量时间精力去了解专业知识进行谈判。同时律师费的计算也应设计上限。

中国的公益律师制度下,投服中心要监督律师是否真的勤勉尽责,而无须考虑律师费问题。要让公益律师勤勉尽责,又不给律师报酬,投服中心只能要求较低程度的勤勉尽责水平,给投资者带来的也是不利的影

四、中国特别代表人制度改进进路

由于激励约束机制的欠缺,可以预见的是,特别代表人制度在具体操作过程中未必达到立法的初始目的,对其进行改进也就成为必然。

(一)对投服中心的改进建议

1. 激励制度设计

第一,投服中心是一个公共机构,其成员的考核晋升机制、薪酬制度需要与提起证券诉讼的数量、和解金额、赔偿金额等挂钩,激励其努力行

[87] 最高人民法院《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第12条第1款规定:“代表人应当符合以下条件:(一)自愿担任代表人;(二)拥有相当比例的利益诉求份额;(三)本人或者其委托诉讼代理人具备一定的诉讼能力和专业经验;(四)能忠实、勤勉地履行维护全体原告利益的职责。”

使特别代表人职责。

第二,投服中心的预算制度采用弹性预算制。投服中心提起的诉讼数量越多、为投资者争取到的赔偿金额越大,在下一年能够得到更多的预算收入。

2. 约束制度设计

虽然目前个人投资者在 A 股市场占据主导地位,机构投资者的占比稳步上升,2019 年年底机构投资者的占比达到 20.6%。^[88] 随着机构投资者积极股东主义的成熟,持有最大股份的机构投资者可以成为原告委员会的代表人,为投服中心提供协助和建议,同时也起到监督作用。

对于投服中心发动集体诉讼的选择权,笔者认为,在投服中心发展的初始阶段,人力、物力资源不足,必须把有限的公共财政资源投入到最有效的公共服务中去,可以赋予投服中心对案件适当的选择权。然而,随着投服中心制度不断完善,提起诉讼经验更加丰富,应当限制投服中心挑选案件的权利,让更多的案件经由投服中心起诉,使投服中心起到投资者维权利器的作用。

(二) 对公益律师制度的改进建议

1. 激励制度设计

第一,建立普通代表人诉讼律师与特别代表人诉讼律师之间的衔接机制,建议投服中心在普通代表人诉讼的委托律师中选任特别代表人诉讼的代理律师。在目前的制度设计中,律师组织最初发起代表人诉讼的 10 名投资人,普通代表人诉讼一旦转为特别代表人诉讼,案件由投服中心接管。一旦投服中心介入,普通代表人诉讼转变为特别代表人诉讼,投资人原先聘请的、帮助他们提起普通代表人诉讼的律师就可能要下马,因为现在的规定是特别代表人诉讼要由投服中心的公益律师代理。在这种情况下,只有那些投服中心介入可能性不大的案件,才会有律师愿意出来帮投资人提起最初的诉讼。^[89] 律师们担忧提起证券诉讼之后,投服中心的介入,会导致案件代理权被转移给投服中心的公益律师,

[88] 《方星海:中国股市有韧性去承受外部压力,机构投资者将发挥更大作用》,载第一财经网,<https://www.yicai.com/news/100478706.html>,2020年5月20日访问。

[89] 参见张巍:《雏形初已现,何时显峥嵘?——中式证券集团诉讼三问》,载微信公众号“比较公司治理”,2020年8月1日。

因此,大大降低了律师们提起诉讼的积极性。律师们不愿意“白费功夫”组织投资人提起诉讼。

然而,如果规定投服中心将在普通代表人诉讼中投资者聘请的律师中,选定适格的律师作为特别代表人诉讼中的律师,将有利于激励律师组织投资者提起诉讼。同时,《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第25条指出,投资者可以请求败诉的被告赔偿合理的公告费、通知费、律师费等费用,本条规定为律师进入证券诉讼领域留下了空间。律师费的收取以及特代表人诉讼律师选任机制将激励律师积极为投资者提起诉讼。

第二,适度引入胜诉酬金制度。有学者指出,对于这种具有“小额多数”特征的诉讼不集中代理并采用风险代理收费是很难进行的。^[90]但是目前这种收费方式的合法性不确定,如果该问题能够早日解决,将有利于股东派生诉讼的提起。^[91]

笔者认为,应当引入胜诉酬金制度,同时要限制律师的过高收入。可以按照如下方式设计胜诉酬金制度:

第一,证券集体诉讼中的胜诉酬金占赔偿金额的比例应事先确定。投服中心在提出聘请律师事务所担任集体律师时,应向法院披露谈判费用协议的条款。

第二,法院应当介入审查。法院可以采用小时数乘以律师费率的方式进行交叉检验,避免律所要求过高的胜诉酬金。法院在任命代理律师之前应审查协商的费用条款,并应批准这些条款,除非这些条款明显不合理或不是公平谈判的产物。

第三,法院在诉讼结束后再对胜诉酬金进行审查。在诉讼结束时审查代理律师的费用裁决请求时,地区法院应适用先前商定的和批准的条款,除非不可预见的情势变更使这些条款约定的律师费明显过高或不

[90] 参见黄辉:《中国股东派生诉讼制度:实证研究及完善建议》,载《人大法律评论》编辑委员会编:《人大法律评论》(2014年卷第1辑),法律出版社2014年版,第232页。

[91] 有业界人士提出,10%左右的胜诉酬金是比较合理、适当的;或者可以参见最高人民法院关于破产管理人报酬的规定,实行律师收费比例累退制。胜诉酬金的比例可由法院进行审查并确认。

公平。

这一制度设计的依据如下:

第一,对律师产生激励。在诉讼开始时,只有在原告和律师之间成立类似于合伙的关系,才能激励律师最大化双方的共同利益。相反,如果在诉讼完结时再确定律师费,追讨的金额是已知的。这加剧了原告和律师之间的冲突,因为一方每多分到一块钱,另一方就会少分到一块钱。此时双方更难达成律师费比例的分配方案。由于集体诉讼要求律师在时间和现金支出方面承担巨大的风险,胜诉酬金约定比例的不确定性可能会使他们倾向于减少努力。律师费用约定的不确定性会使得律师担心自己付出成本过大,不敢冒太大的风险,因此会降低勤勉程度,损害了集体成员的利益。^[92]

第二,避免事后偏见及法官的随意性。后见之明偏差是人类推理中的一个缺陷,它会导致知道实际结果的人错误估计事前的风险。^[93] 在计算胜诉酬金时候,律师面对的案件越复杂、风险越大,胜诉酬金比例越高。当胜诉酬金在事后设定时,所有诉讼风险、案件证据事实的结果都是已知的,事后偏差很有可能使法官低估诉讼中可能会面临的风险。^[94] 事前的谈判使证券欺诈集体诉讼中设定律师费的过程更加透明,在现行的市场费率下确定费用,而不是根据个别法官的直觉和偏好。

2. 约束制度设计

第一,加强信息披露。对于代理律师及律所,投服中心在签订风险代理合同时应对其作出评价^[95]。而且律师事务所应进行适当披露,接受投资者的监督。第二,对律师担保成本。首先,应当建设证券诉讼的律师职业行为规范,将其代理律师的不良行为报告给有权机关并进行处理。其次,建立律师声誉惩戒制度与信用评级制度,惩罚违法违规的律

[92] 同前注[8]。

[93] See Cass R. Sustein, *Christine Jolls & Richard H. Thaler, A Behavioral Approach to Law and Economics*, 50 *Stanford Law Review* 1471, 1523 (1998).

[94] See, e. g., *Singleton v. Domino's Pizza, LLC*, 976 F. Supp. 2d 665, 683 (D. Md. 2013).

[95] 例如,律师所接受的专业教育程度、从业年限、获得资格证的情况、以往办的证券诉讼业绩以及律师事务所的规格等外部信息。

师,并鼓励律师维持良好声誉,信用与声誉成为投服中心委托律师时的重要因素。第三,设置律师胜诉佣金收费的比例上限。这可以保证对律师的代理行为有所约束,使投资者能够通过诉讼获得最大的利益,回归股东诉讼制度的本源。

结 语

由于投资者众多,证券集体诉讼具有“搭便车”和集体行动的难题,因此需要设计符合其特征的激励安排,使证券市场的私人执行机制发挥更大的功效。美国作为证券集体诉讼的初创国,也造成了巨大的诉讼成本。我国应通过投服中心内部评价考核机制、胜诉佣金等制度的设计来有效实施特别代表人诉讼制度,在此基础上,建构出符合中国集体诉讼双层委托代理结构特点的激励约束机制,以推动我国方兴未艾的证券集体诉讼的良性运转。

(编辑:邹莹)