

我国证券集体诉讼的制度创制 与初步实践研究

焦津洪^{*}

内容提要 2019年修订的《证券法》确立了具有中国特色的证券集体诉讼制度,首单司法案件“康美药业案”也顺利结案。比较而言,境外证券集团诉讼本质上属于私人执法,尽管它具有一定公共性并在公共执法和私人执法的平衡调整过程中不断优化完善。而我国则在制度构建理念上,注重统筹发挥公和私的力量、主要以公的力量推动私利实现,有机混合了公共执法与私人执法,同时注重借鉴境外证券集团诉讼实践优点并发挥我国资本市场独特优势,呈现出混合式中国特色证券集体诉讼内涵及其特征。从“康美药业案”的执法实践来看,在执行定位、选案标准、案件重大疑难复杂问题处理等过程中,都充分体现了公共性特征,通过公共执法的私人化充分保护了投资者合法权益,避免了境外证券集团诉讼滥诉、律师费用暴增等弊端,体现了中国方案的优势。

关键词 证券集体诉讼 境外证券集团诉讼 康美药业案

目 次

- 一、制度缘起：公共执法与私人执法
- 二、创制理念：公私力量权衡之后的混合式证券集体诉讼制度
- 三、执行逻辑：通过公共执法的私人化充分保护投资者合法权益
- 四、结语

^{*} 中国证监会首席律师兼法律部主任。中国证监会法律部陈黎君、吴伟央、李非凡、赵蓉等同志参与了证券集体诉讼的制度创制与初步实践部分相关工作,对本文亦有贡献。

我国证券集体诉讼是指由投资者保护机构受 50 名以上投资者委托,作为代表人参加虚假陈述等证券民事赔偿诉讼,为经证券登记结算机构确认的权利人向人民法院登记,法院裁判效力适用于所有未明确表示退出的权利人的民事诉讼制度,也称“特别代表人诉讼”。境外证券集团诉讼是指境外市场上运行较为成熟、由受害者集体中的一人或数人代表所有集体成员进行诉讼,法院裁判效力适用于所有未明确表示退出的集体成员的民事诉讼制度。^①2019 年 12 月修订的《证券法》第 95 条确立了区别于境外证券集团诉讼的具有中国特色的混合式证券集体诉讼基础制度,与后续出台的《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》(法释〔2020〕5 号,以下简称《代表人诉讼规定》)以及中国证监会发布的《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》、中证中小投资者服务中心发布的《中证中小投资者服务中心特别代表人诉讼业务规则(试行)》等配套落实相关具体规定和制度等,共同构成了证券集体诉讼的“中国方案”。作为证券集体诉讼首例司法案件的“中国实践”,“康美药业证券集体诉讼案”(以下简称“康美药业案”)于 2021 年 11 月顺利结案,被称为资本市场法治建设的里程碑,实现了政治效果、法律效果、社会效果的有机统一。

党的二十大报告提出坚持和发展马克思主义,必须同中国具体实际相结合、必须同中华优秀传统文化相结合。我国证券集体诉讼的制度创制与初步实践,就是中国特色现代资本市场践行“两个相结合”的生动写照。本文结合参与我国证券集体诉讼制度创制及首例司法案件实践的全过程经验,从理论角度系统梳理阐述制度缘起、创制理念、执行逻辑,并提出进一步优化完善的建议。

一、制度缘起：公共执法与私人执法

徒法不足以自行,资本市场健康持续发展的关键一环就是严格执法。诺贝尔经济学奖获得者加里·贝克尔(Gary Becker)对违法预期成本的分析认为,法律的威慑力主要由法定处罚和违法行为被定罪的概率所决定。^②在资本市场,法律的执行制度分为公共执法(Public enforcement)和私人执法(Private enforcement)。一般来说,公共执法是由国家官员(如监管者或检察官)发起,而私人执法则是由私人当事人提出。公共执法与私人执法的区别基于两个一般标准。首先,公共和私人执法人员可能有不同的动机:前者通常是支付公务员工资而不管案件结果如何,而后的动机主要是在诉讼成功后获得经济利益;其次,公共执法人员相对集中,受明确的政治控制,而私人索赔人则不受政

^① 从广义上讲,集团诉讼是指具有共同或同种类法律利益的一方当事人人数众多且不能进行共同诉讼时,由其代表人进行诉讼的一种制度。以当事人选择退出和加入为标准,集团诉讼可以分为加入制和退出制两种模式。为便于表述和对比,本文中的集团诉讼专指以美国为代表的退出制集团诉讼。

^② See Gary Becker, *Crime and Punishment: An Economic Approach*, Journal of Political Economy, Vol.76:169, p.169-217 (1968).

治控制。^③公共执法和私人执法是维护市场秩序、保护投资者合法权益的两股力量。究竟是公共执法还是私人执法能够带来更高的执法效率和实际的执法效果,一直是学术争论的问题,存在不同的理解。有学者认为私人执法比公共执法的效率更高;^④也有学者通过对比英美两国对上市公司和证券市场的不同执法态势发现,虽然英国利用诉讼实施私人执法比美国少得多,但两国都有发达的资本市场,因此,似乎没有理由认为是美国频繁的股东诉讼造就了发达的资本市场;^⑤另有学者研究发现,一国对资本市场公共执法资源投入越大,其资本市场的发展越有深度,在控制公共执法资源投入后,私人执法能力的强弱与资本市场深度无关。^⑥总体而言,公共执法和私人执法之间关系复杂,两者在补偿受损投资者和震慑市场违法的功能上相互竞争,但同时也会在获取信息、损失计算等方面相互补充、实现协同。具体到一国资本市场法律执行制度的创制理念、对公私执法两股力量的功能强弱如何把握,需要基于本国政治生态、市场成熟度、司法执法资源配置、律师行业发展状况、诉讼习惯、民族文化等因素来综合考量确定。从境外证券集团诉讼制度的萌芽和发展来看,公共执法与私人执法的力量平衡一直贯穿其中。

(一) 证券集团诉讼的起源——私人执法的“聚沙成塔”

集团诉讼是允许多个原告针对同一被告的多个索赔请求能在同一诉讼程序中得到解决的诉讼机制,原告中的一人或几人(代表原告)可以以自身和有索赔权的其他原告(集团成员)的名义向同一被告提出起诉,前提是集团成员和代表原告的诉求具有同类的法律和事实问题。集团诉讼源于英国衡平法院的“息诉状”(The bill of pence),息诉状案件具备群体诉讼的特征,适用代表制和判决效力的扩张成为现代意义上的集团诉讼,传到美国后生根发芽并最终成长为当地民事诉讼法上主要的群体性诉讼机制。^⑦在美国,强化追究证券欺诈行为民事责任具有重要地位。有学者指出,如果限制对证券欺诈进行个人补偿,相当于“削弱了市场参与者遵守信息披露法律的动力,将从根本上破坏我们这个目前世界上最强大、最安全的资本市场,破坏我们资本市场的完整和秩序”^⑧。集团诉讼制度在美国发展较快,1938年《联邦民事诉讼规则》第23条打破集团诉讼只适用于衡平法的传统,将其引入普通法领域,1966年修订的《联邦民事诉讼规则》扩大了集团诉讼的适用范围,规定集团成员除非明示退出,否则推定加入,美式集团诉讼制度的主要框架基本定型,并逐渐发展成为境外资本市场影响力和威慑力最大、运行最成熟的证券集团诉讼模式。

③ See Robin Hui Huang, *Rethinking the Relationship between Public Regulation and Private Litigation: Evidence from Securities Class Action in China*, *Theoretical Inquiries in Law*, Vol.19:333, p.334 (2018).

④ 参见汤欣:《私人诉讼与证券执法》,载《清华法学》2007年第3期,第99页。

⑤ 参见张巍:《美式股东集团诉讼问题与矛盾》,载《投资者》(第10辑),法律出版社2020年版,第176-177页。

⑥ See Howell Jackson & Mark Roe, *Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resources-Based Evidence*, *Journal of Financial Economics*, Vol.93:207, p.207-238 (2009).

⑦ 参见汤欣:《建立中国式证券集体诉讼制度》,载《中国金融》2019年第23期,第58页。

⑧ [美] 乔尔·塞利格曼:《华尔街的变迁:证券交易委员会及现代公司融资制度演进》(原书第3版),徐雅萍等译校,中国财政经济出版社2009年版,第622页。

私人执法往往有其自身的局限性,受制于分散原告集体行动难题和“搭便车”效应、律师专业能力限制、司法程序繁复低效、法律责任威慑力不足等,^⑨其提起规模可能不尽如人意。作为资本市场应对“小额多数”诉求的群体性民事诉讼制度,境外证券集团诉讼机制缘起于克服“公益品”供给不足的困境,旨在有效激活私人执法。因为在上市公司中,股东作为整体会因证券违法行为而遭受巨大损失,但对于单个股东来说,其所受损失仅仅是其中的极小一部分,而股东作为个人提起诉讼则要负担非常高的诉讼成本,即为全体股东提供“公益品”,^⑩由此绝大部分股东会产生等待心理,私人执法的效率难以保障。从本质上讲,集团诉讼是一种聚沙成塔的机制安排,是“普通民事诉讼原则的放大”^⑪,它让诉讼的整体收益超过整体成本,从而不断激活私人起诉,使私人执法发挥其应有效用。

(二) 美式证券集团诉讼制度的弊端及矫治——私人执法的限缩与平衡

法的应然价值是一项法律制度追求的目标,是法律制度在内容和形式上所追求的理想状态。^⑫美式证券集团诉讼制度的目标,是在美国证券交易委员会(SEC)的行政执法之外再增加一条独立检举惩罚虚假陈述等违法行为的司法途径。1994年,时任SEC主席阿瑟·莱维特(Arthur Levitt)指出:“我们一贯重视依据联邦证券法律进行私人损害赔偿的重要性,将之作为我们执法行动的辅助手段和补偿蒙受欺诈投资者的主要方法”^⑬。在公共执法之外建立一种发现、惩罚违法行为的私人执法机制,以弥补行政执法机关的资源和信息不足,在行政机关集中搜集违法行为信息的渠道之外,再创设一种分散式的信息收集机制,以便加大惩处违法行为的密度。^⑭

为提高私人执法效率,美式证券集团诉讼制度将“申明退出制”(Opt-out)作为其核心要素,原告律师实行风险代理的业务模式,成为赏金猎人(Bounty-hunter),^⑮这大大刺激了证券集团诉讼的提起规模,但同时也带来一系列问题,逐渐背离了集团诉讼制度设计的初衷。如在发行人股价显著波动的情况下,原告不问缘由即惯性地提起诉讼以致“滥诉”(Frivolous suit)盛行^⑯;最终无论诉讼成本还是和解金都由公司买单,即股东自己出钱给自己赔偿、还要支付律师费,^⑰造成“循环补偿”(Circularity);^⑱小公司少有受

⑨ 参见汪青松:《关联交易规制的世行范式评析与中国范式重构》,载《法学研究》2021年第1期,第161页。

⑩ 参见前注⑤,张巍文,第166页。

⑪ Richard A. Epstein, *Class Actions: The Need for a Hard Second Look*, Center for Legal Policy at the Manhattan Institute, Civil Justice Report No.4, p.16 (2002).

⑫ 参见[德]罗伯特·阿列克西:《作为理性的制度化》,雷磊译,中国法制出版社2012年版,第178页。

⑬ 前注⑧,乔尔·塞利格曼书,第617页。

⑭ 参见前注⑤,张巍文,第167页。

⑮ See John C. Coffee, Jr., *Understanding the Plaintiff's Attorney: The Implications of Economic Theory for Private Enforcement of Law through Class and Derivative Actions*, Columbia Law Review, Vol.86:669, p.679 (1986).

⑯ See Stephen Choi, *The Evidence on Securities Class Actions*, Vanderbilt Law Review, Vol.57:1465, p.1466 (2004). 所谓滥诉,是指不关注案件在事实、法律上是否站得住脚,从而提起大量的“无谓诉讼”(Frivolous suit)。

⑰ 律师往往能从赔偿金额中获得20%—30%的律师费。See John C. Coffee, Jr., *The Regulation of Entrepreneurial Litigation: Balancing Fairness and Efficiency in the Large Class Action*, The University of Chicago Law Review, Vol.54:877, p.889 (1987).

⑱ See John C. Coffee, Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implication*, Columbia Law Review, Vol.106:1534, p.1556-1557 (2006).

到起诉而专诉大公司;^{①9} 滥用证据开示程序,迫使被告达成和解,对有价值的公司创新造成阻碍;^{②0} 以财力雄厚的会计师事务所、承销商等作为诉讼目标,而不考虑其行为是否具有可归责性;^{②1} 原告律师机会主义诱使产生道德风险,律师更倾向于通过和解草草结案,公司可能也不顾案件的是非曲直而去寻求和解等。^{②2}

为解决上述问题,美国国会自20世纪90年代中期开始了对证券集团诉讼制度的改革,于1995年通过《私人证券诉讼改革法》(Private Securities Litigation Reform Act),力图对私人执法进行限缩和平衡。^{②3} 总体而言,主要有两种措施:一是限缩的方法,通过修改实体责任或程序规则从而缩小私人执法的范围,如《私人证券诉讼改革法》提高了原告起诉时所提供的证据标准,将外部董事及中介机构的连带责任改为比例责任,确立预测性信息(Forward-looking Statement)安全港规则等;^{②4} 二是监管的方法,授权公共执法主体对私人执法进行筛选把关,如规定首席原告由法院挑选任命,在诉讼初期承担发布公告和通知集团成员的义务,还应满足“最充分代表性”在内的5项条件^{②5}等。《私人证券诉讼改革法》实施后,滥诉风险确有降低,但学者对其实施效果褒贬不一,有研究认为滥诉减少的同时“善诉”也减少了。^{②6}

证券集团诉讼制度在美国发展成为最主要的群体性私人执法机制,与美国资本市场公共执法资源投入有限、去中心化的私人执法理念盛行、专业成熟的律师行业、浓重的对抗传统、强大的司法创制文化等因素密切相关,契合了美国的政治制度、历史传统、文化习惯。这也说明,私人执法在信息收集、专业发挥及资源利用等方面具有一定优势,且在公共执法失灵时能够发挥“兜底”功能。^{②7} 2005年美国《集团诉讼公平法》(Class Action Fairness Act of 2005)即强调:“集团诉讼是法律体系中重要的、有价值的组成部

^{①9} 参见前注⑤,张巍文,第168页。

^{②0} See Elisabeth Kempf & Oliver G. Spalt, *Attracting the Sharks: Corporate Innovation and Securities Class Action Lawsuits*, European Corporate Governance Institute - Finance Working Paper No. 614/2019, at <https://ssrn.com/abstract=3143690> (Last visited on June 24, 2022).

^{②1} See Stephen Choi, *supra* note 16, 1468.

^{②2} 参见前注⑧,乔尔·塞利格曼书,第619页。

^{②3} 《私人证券诉讼改革法案》在众议院和参议院分别以320:102和65:30的投票结果通过,时任美国总统克林顿否决了该议案,但最终国会两院推翻了克林顿的否决意见。这是克林顿的否决意见第一次被推翻。可见各方的分歧程度,更在深层次上反映出各方对私人执法功能发挥程度的微妙平衡。参见前注⑧,乔尔·塞利格曼书,第626页。

^{②4} See Stephen Choi & Robert Thompson, *Securities Litigation and Its Lawyers: Changes During the First Decade after the PSLRA*, Columbia Law Review, Vol.106:1489, p.1493-1494 (2006). 该比例责任规则可以适用于中介机构、监高(包括外部董事),但在欺诈发行中不适用于中介机构。

^{②5} “最充分代表性”原告为满足以下条件的一名或多名个人或组织:第一,已提交起诉书或对相关集体诉讼的早期通知作出了回应;第二,在集团成员寻求的救济中享有最大经济利益;第三,能公正且充分地保护集团成员利益;第四,有能力挑选并控制集团律师,令其从事有利于原告的代理活动;第五,为限制职业原告,除非法院允许,任何人在3年内不得5次担任首席原告或首席原告的董事、高级管理人员及受托人。

^{②6} 参见前注⑤,张巍文,第172页。所谓善诉,是指提起诉讼的案件确实具有理由的诉讼。

^{②7} See John C. Coffee, Jr., *Rescuing the Private Attorney General: Why the Model of the Lawyers as Bounty Hunter is Not Working*, Maryland Law Review, Vol.42:215, p.227 (1983).

分,是将众多分散原告诉求合而为一、得以公平有效解决争议的手段”。^{②⑧}可以说,美式证券集团诉讼的本质是用私人执法达到保护投资者权益、维护市场信心、提高市场国际竞争力等资本市场公共治理的目的。

(三)其他国家或地区对美式证券集团诉讼制度的引进及改良——对私人执法开放度的选择

美式证券集团诉讼制度在其本土实践中不断自我校正,同时也向全世界强势辐射输出。普通法系的部分国家及地区相继建立该制度,^{②⑨}但由于理论、文化、经济、制度等各种原因,大陆法系国家在引进该制度时遇到更多阻力。如既判力向第三人扩张与其大陆法系民诉原理不符、损失计算与赔偿分配困难等问题。总体来看,相关国家及地区在引进美式证券集团诉讼制度时多有改良以及本土化安排,该类诉讼的实践发展程度也有很大差别。^{③⑩}如韩国引进证券集团诉讼时突出的改良做法是分阶段实施,并大量照搬了美国的限缩性安排。2003年年底韩国国会通过《证券集团诉讼法》,自2005年1月1日起分阶段实施。^{③⑪}该法呈现出下列特点:受案范围采列举方式;原告50人以上、合计持有公司股份0.01%的方可提起集团诉讼;实行“申明退出”规则,但要求法院给予成员逐一通知;诉讼费用按普通诉讼打5折并规定上限,只在法院认为必要时要求原告提供担保,但原告如败诉需负担被告诉讼费用;律师持有被告公司股份的则不能担任集团律师;3年内3次的起诉限制较美国更严厉,且不仅适用于集团代表,还适用于集团律师。由于门槛设定较高,限诉方面几乎照搬了美国《私人证券诉讼改革法》,该诉讼目前实际应用情况很少,制度功效尚未充分显现。^{③⑫}

对美式证券集团诉讼的采纳程度,无非是对私人执法的开放度选择,其本质是在寻求私人执法与公共执法功能发挥的平衡,而对私人执法和公共执法相对价值的理解是资本市场深化和发展的关键。^{③⑬}要引进证券集团诉讼制度,改进证券法律执法状况,既要提高执法机构的公共执法效率,还要切实关注私人执法的重要作用,最重要的是结合本国市场特征,动态调整并处理好公共执法与私人执法的关系平衡,强化两者之间的联动和协同。正如有学者指出,理解公共执法和私人执法之间的复杂关系是很重要的。一方面,

^{②⑧} See Class Action Fairness Act of 2005 § 2(a)(1).

^{②⑨} 如1992年加拿大安大略省通过了集体诉讼法(Class Proceedings Act, 1992),加强了投资者提起民事诉讼的权利,此后其他省份也陆续通过了集体诉讼立法。根据加拿大各省的集体诉讼立法,如果投资者意欲采用集体诉讼的方式寻求救济,则应先向法院申请集体诉讼程序认证(Certification)。

^{③⑩} See Walter Huites, *Private Securities Litigation in China: Material Disclosure about China's Legal System*, University of Pennsylvania Journal of International Law, Vol.24:599, p.603 (2003).

^{③⑪} 首先适用于总资产2万亿韩元(约17亿美元)以上的公司,2007年起适用于所有上市公司;对某些案件类型有例外。

^{③⑫} 参见郭雳:《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《证券法苑》(第2卷),法律出版社2010年版,第187页。另据统计,2015年之前韩国集团诉讼案件每年只有两三件,在2015年后数量有所上升(如2016年6件、2017年5件、2018年7件、2019年4件)。参见卢衍璐:《论韩国证券集团诉讼的适用困境与构建》,载《山东大学法律评论》2019年第1期,第366页。

^{③⑬} See Howell Jackson & Mark Roe, *Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resources-Based Evidence*, Journal of Financial Economics, Vol.93:207, p.207-238 (2009).

由于公共执法和私人执法在履行补偿和威慑双重功能时可能相互竞争,私人执法的效用会受到公共执法有效性的影响。如果公共执法能够有效地保护投资者,那么投资者发起私人执法的需求可能会减少;另一方面,公共执法和私人执法可以同步运用、互为补充,在获取信息方面可能会产生协同效应。^{③④}从美国证券集团诉讼制度发展过程及相关国家或地区制度引进改良来看,公共执法与私人执法的良性互动是证券法治发展的关键。笔者也注意到资本市场治理实践中,存在着借助公共执法的内核解决本应通过私人执法方式解决的情形,如美国证券欺诈赔偿检诉制度,检察官提起私诉是公权以诉讼方式在私权领域内的渗透,其目的是对被破坏的市场秩序强力纠偏。^{③⑤}这种公私执法相混合的制度安排,为中国特色证券集体诉讼制度的创制提供了比较法上的借鉴。

二、创制理念:公私力量权衡之后的混合式证券集体诉讼制度

在我国,随着证券民事赔偿诉讼不断付诸实施,实施证券集体诉讼的条件逐步形成。但在创制证券集体诉讼制度过程中,存在着是以私人执法为主还是以公共执法(政府和公共机构)为主的两种不同理念。经过反复考量,我国选择了同时发挥公的力量和私的力量、主要以公的力量推动私利实现的创制理念。由此,我国证券集体诉讼制度不仅充分混合了公共执法和私人执法,而且借鉴了相关国家和地区的集团诉讼、团体诉讼制度,呈现出自身的丰富内涵和鲜明特征。

(一) 证券集体诉讼的条件在我国逐步形成

在我国证券民事诉讼领域,对私人诉讼积极效能的认识经历了一个渐进式的过程。1998年《证券法》通过前,证券侵权民事纠纷的投资者可根据《民事诉讼法》等规定,通过单独诉讼和共同诉讼提起诉讼。1991年修订《民事诉讼法》时,首次在第54、55条中明确了人数确定的代表人诉讼和人数不确定的代表人诉讼。为进一步激活代表人诉讼制度在证券领域的应用,最高人民法院于2002年发布《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》(法明传〔2001〕43号,现已废止)、2003年发布《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,现已废止),进一步明确了相关程序性操作问题。虽然进行了上述探索,但从实际运行状况看,代表人诉讼制度在证券民事诉讼中几乎没有运用,一度面临“起诉不收案、收案不立案、立案不审理、审理不判决、判决执行难”等质疑。^{③⑥}随着证券群体纠纷数量的上升,更是难以实现保护投资者的目标。人数不确定的代表人诉讼与境外集团诉讼之间的核心区别日益凸显:一是代表人诉讼规定了不确定人数转化为确定人数的程序,即登记程序。在法院公告期间没有明确表示参加诉讼的,不作为群体成员。而集团

^{③④} See Robin Hui Huang, *supra* note 3, 335.

^{③⑤} 参见焦津洪、高旭:《美国证券欺诈赔偿检诉制度对我国的启示》,载《法学论坛》2015年第3期,第156页。

^{③⑥} 参见陈洁:《证券纠纷代表人诉讼制度的立法理念与制度创新》,载《人民司法·应用》2020年第28期,第49页。

诉讼则规定在法院公告期没有明确表示不参加集团诉讼的,视为参加诉讼;二是在诉讼代表人的产生问题上,集团诉讼允许以默示的方式消极地认可诉讼代表人的代表地位;而代表人诉讼规定以其他当事人积极的明确授权作为代表人产生的基础,这既符合当事人处分原则,又避免了集团诉讼中存在的无法解释的理论问题。^{③7}代表人诉讼在制度设计方面存在受害人参与诉讼不便、代表人选择困难和重大事项征得当事人同意困难等问题,限制了私人执法功能的发挥。特别是社会息诉文化、涉众维稳要求、司法准备不足等因素,均影响到代表人诉讼作用的发挥。^{③8}

随着证券民事赔偿诉讼快速发展,学术界及实务界越来越认识到有必要研究改进证券民事诉讼审判机制,以实现案件审理的集约化和诉讼经济。一是证券民事诉讼意识提升。当时,证券民事诉讼案件数量增长较快,如2017—2019年年均超过1万件,^{③9}人数上千、金额上亿的案件越来越多,^{④0}证券民事赔偿案件的群体性、巨型化特征越来越明显,证券民事诉讼意识得到极大提升。二是证券民事赔偿案件审理方式明显不适应。证券侵权案件涉众性强,法院在审理过程中面临着案多人少、审判专业性要求高、案件政策性强、法规不够明确等现实困难。而各地法院往往“一案一立、分别审理”,把因同一侵权事实引起的证券纠纷案件拆分为成百上千个案件进行审理。^{④1}面对证券侵权这一典型的群体纠纷案件,法院无法采用境外集团诉讼等现代群体诉讼机制,造成被动局面。三是律师牵头、平台辅助等类似境外集团诉讼的专业服务力量初步形成。经过多年实践,国内服务证券民事案件的律师队伍已经比较成熟且专业化服务明显,一些头部律所主要服务上市公司等被告,一批专注于原告的证券维权律师队伍初步形成。公开征集投资者维权的平台功能显著,往往能征集数量非常可观的受害投资者群体。^{④2}同时还出现了社会资本介入证券赔偿案件的现象,以事先垫付诉讼费和差旅费、事后按比例分享收益等方式推动投资者起诉索赔。^{④3}四是司法审判专业化程度持续提升。此前,由于审判经验积累不足,各地法院处理证券民事诉讼案件的专业化程度受限,在前置程序、案件管辖和受理、市场风险认定、揭露日认定、损失计算、裁判标准等方面出现不同做法。近年来,法院系统在处理证券民事纠纷方面的专业性和权威性得到极大提升,在完善证券纠纷审

③7 参见江伟、肖建国:《关于代表人诉讼的几个问题》,载《法学家》1994年第3期,第4页。

③8 2000年7月,来自20个国家的90位法律界人士聚集在日内瓦,就集团诉讼问题召开了一次国际研讨会,大家分别介绍了本国集团诉讼的情况和社会评价意见,并集中探讨了美国式集团诉讼的移植问题。会上各国法学界人士存在激烈争议和巨大分歧。包括美国学者本身,也对其集团诉讼存在着截然不同的评价。参见范愉:《集团诉讼问题研究——一个比较法社会学的分析》,载《法制与社会发展》2006年第1期,第78页。

③9 中国裁判文书网相关数据显示,在2017年至2019年间,案由为“证券纠纷”的民事案件裁判文书数量分别为6454份、8373份、15705份。

④0 证券民事赔偿案件的群体性、巨型化特征越来越明显。如:东方电子案涉及原告6989人,赔付金额约4.42亿元;佛山照明案涉及首批原告2749人,诉讼索赔金额约3.85亿元,判决金额约1.8亿元。

④1 如“东方电子案”中,青岛市中级人民法院签发了民事调解书6836份、民事裁定书152份,还为此专门开发软件生成裁判文书。

④2 除维权律师个人发布征集信息外,还有《大众证券报》《金陵晚报》等报社设立的“大众维权易”“金证券”等新闻媒体平台、新浪财经等门户网站设立的网络维权平台、同花顺等股票交易软件征集平台。

④3 如2018年4月深圳前海鼎颂投资有限公司设立虚假陈述维权专项资金。

判规则、加强证券审判专业化建设等方面进行了积极探索,并且还在上海、北京等地设立了金融法院。这些都为处理更加复杂的证券集体诉讼案件提供了专业保障。

(二)“以公为主”还是“以私为主”理念权衡

证券集体诉讼对于保护投资者尤其是中小投资者合法权益、规范上市公司经营行为、节约司法资源、维护司法公信力、优化纠纷解决机制具有重要意义,总体上引进证券集体诉讼制度利大于弊。^④但很长一段时间,对基于何种理念创制证券集体诉讼制度,存在以下两种不同的理念主张:

1. 主要以“公的力量”推动私利实现

有观点主张审慎借鉴美式证券集团诉讼制度,即统筹《民事诉讼法》“登记加入制”原则和国情市情,借鉴《证券法》第93条等先行赔付制度和经验,协同发挥公的力量和私的力量,主要以公的力量推动私利实现,同时起到集团诉讼震慑违法行为的目的。主要理由如下:

一是通过借助公的力量向投资者提供“制度补贴”。证券市场的健康发展,有赖于行政与司法力量的良性互动。以证券虚假陈述民事侵权案件审理为例,根据最高人民法院2003年发布的《虚假陈述司法解释》(现已废止),投资者以受到虚假陈述侵害为由,依据有关机关的行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书提起民事赔偿诉讼,符合《民事诉讼法》相关规定的,人民法院应当受理。这种前置程序的设计,一方面抬高了寻求司法救济的门槛,增加了起诉难度;另一方面也大大减轻了投资者的举证负担,提高了胜诉机会,对投资者提供了“制度补贴”。^⑤与此类似,设计证券集体诉讼制度时,也可以借助公的力量向投资者提供“制度补贴”,由投资者保护机构(以下简称“投保机构”)代表投资者,动用公共资源启动集体诉讼,极大减轻投资者在诉讼中的各项负担,最终利益归投资者享有。二是我国投资者保护工作具备良好的实践基础。从我国资本市场投资者维权实践来看,鉴于中小投资者分散的多元利益和天然的弱势地位,寻求公益性维权组织作为中小投资者的利益代言人无疑是迅速提升中小投资者维权能力的现实路径。^⑥通过在大规模群体性纠纷解决方面的实践,中证中小投资者服务中心(以下简称“投服中心”)、中国证券投资者保护基金有限责任公司(以下简称“投保基金公司”)等投保机构逐步构建了相对完善的工作机制、储备了专业人才、开发了投资者损失计算专业技术等,并可以更好地协调与官方执法之间的互动关系,在提高效率的同时避免执法资源的浪费。^⑦如《证券法》修改前,投服中心共提起支持诉讼案件24件,股东诉讼1件;支持诉讼诉求金额约1.14亿元,获赔总金额约5536.7万元。^⑧投保基金公司积极推动证

^④ 参见《“证券集团诉讼专题研讨会”观点综述》,载中国证券监督管理委员会法律部《证券法制通讯》,2019年6月3日。

^⑤ 参见焦津洪:《行政与司法良性互动是证券法治发展关键》,载《财经》2007年第19期,第28-29页。

^⑥ 参见前注^③,陈洁文,第49页。

^⑦ 参见前注^④,汤欣文,第115页。

^⑧ 参见《投服中心将推动证券群体性诉讼机制落地》,载新华网, <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1654312966323773970&wfr=spider&for=pc>, 2022年7月18日访问。

券纠纷多元化解机制的发展,先后开展了“万福生科”“海联讯”“欣泰电气”三案先行赔付,共赔付3.4万人、金额达5.09亿元,赔付比例均在95%以上,高效、便捷、低成本地对投资者进行了损害赔偿。^④三是可以从根本上避免全面引进美式证券集团诉讼带来的投资者保护困境。美式证券集团诉讼的弊端虽然可以通过制度约束和司法审查加以缓解,但其最根本的矛盾在于要依靠私人提供公益品、就不可能不让私人牟利。^⑤因此,投资者保护实效大打折扣,突出体现在原告有效监督不够,律师在案件代理过程中常常懈怠,^⑥和解结案居多,^⑦原告获得赔偿额少、与投资者损失之比极低^⑧。如果我国全面引进美式证券集团诉讼,上述问题同样可能出现。反之,由于公共机构并不以经济利益为自身诉求,若以“公的力量”推动私益实现,则可从根本上解决上述困扰。

2. 发动“私的力量”全面出击

有观点主张积极借鉴美式证券集团诉讼,即完全引进美式证券集团诉讼,发动私的力量全面出击。主要理由如下:

一是发动私的力量可以对公共执法形成重要补充。通过去中心化的私人集团诉讼,可以及时发现违法行为,从而促使发行人和其他市场参与主体履行法律义务。从比较成熟的美式证券集团诉讼实践看,私人集团诉讼被认为是赔偿受损投资者的根本性手段,客观上反映了市场呼声,补充了政府监管部门职能,被视为执行证券法律的“最有力的武器”。^⑨二是美式证券集团诉讼的风险基本可控。经过美国、澳大利亚、加拿大、韩国等国家持续的探索完善,证券集团诉讼已经发展成为一种比较成熟的证券纠纷解决机制,滥诉等风险基本可控。以美式证券集团诉讼为例,美国联邦法院年均受理230件左右,^⑩实际未出现大量滥诉。境外一些国家还对诉讼条件、诉讼确认、法院管辖权、当事人利益冲突、诉讼代表人和代理律师的选任、和解协议批准、律师酬金等进行了管控。此外,导致美式证券集团诉讼失控的几个最重要因素,有的在我国并不存在,例如错综复杂的双

^④ 参见葛毅:《助力集体诉讼落地实施 促进投资者保护新发展》,载中证网, https://www.cs.com.cn/xwzx/hg/202009/t20200904_6091921.html, 2022年7月18日访问。

^⑤ 参见前注^⑤,张巍文,第173-174页。

^⑥ 参见张巍:《简评股东集体诉讼》,载《投资者》(第8辑),法律出版社2019年版,第148页。

^⑦ 原告律师往往追求以最少成本获得最大收益,希望原告与被告迅速和解。被告公司及其管理层、内部股东也希望通过和解避免诉讼成本。

^⑧ 参见肖宇、朱纯烨:《证券集团诉讼和解与调解制度研究》,载《证券法苑》(第30卷),法律出版社2020年版,第4页。以2021年为例,投资者损失中位数为7.31亿美元,而获偿金额与投资者损失之比的中位数仅为1.8%。See Janeen McIntosh & Svetlana Starykh, *Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2021 Full-Year Review*, 25 January 2022, at <https://www.nera.com/publications/archive/2022/recent-trends-in-securities-class-action-litigation--2021-full-y.html> (Last visited on August 28, 2022). 另需说明的是,美国国家经济研究协会定义的“投资者损失”是根据假设投资者在集团诉讼指控的非法活动导致股价变化的期间(class period)购买了表现近似标准普尔500指数的股票所造成的损失计算得出的,用作衡量投资者因使用公开数据购买被告股票而遭受的总损失。因此,这些比率代表的是基于股价下跌的投资者损失与和解金额之间的关系,而不是基于直接归因于欺诈的投资者损失。但根据美国国家经济研究协会及部分学者观点,股价下跌是能够精准测量且与真实情况最为接近的数值。

^⑨ 参见杨峰:《证券欺诈群体诉讼制度研究》,中国社会科学出版社2007年版,第223-224页。

^⑩ See Cornerstone Research, *Securities Class Action Filings 2021 Year in Review*, at <https://securities.stanford.edu/research-reports/1996-2021/Securities-Class-Action-Filings-2021-Year-in-Review.pdf> (Last visited on July 24, 2022).

重法院制度以及惩罚性赔偿金制度;有的在我国并不突出也容易得到控制,例如巨额的律师费用和好讼的诉讼文化。^{⑤6}三是通过非营利组织参加诉讼容易出现“自发失灵”。“自发失灵”是指非营利组织由于执法资源的限制,不得不主动放弃一些已知的违法行为。^{⑤7}我国投资者人数众多,证券侵权行为多发,证券集体诉讼往往本身工作量巨大,经济来源有限的投保机构不可能每个案件都参与。如果只参与部分案件,就可能会招致其他部分案件当事人的质疑。^{⑤8}此外,禁止公共机构以外的私人主体担任诉讼代表人还可能带来一些其他问题。如,我国台湾地区的证券投资人及期货交易人保护中心尽管名义上是一个私人非营利组织,但由于其资金和人员配备的方式,使它具有强烈的官方色彩,因此被质疑可能会受到政府的过度影响。^{⑤9}

(三) 中国特色证券集体诉讼内涵及其特征

立法机关经过广泛调研、综合权衡,尤其是立足我国资本市场实际以及证券民事诉讼司法审判实践,倾向于“主要以公的力量推动私利实现”的创制理念,在我国现有民事诉讼制度的基础上借鉴境外集团诉讼“申明退出制”的核心要义,最终在《证券法》第95条确立了有中国特色的证券集体诉讼制度,明确规定:“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”。这是将资本市场一般规律与中国市场的实际相结合、与中华优秀传统文化相结合,不断推动资本市场理论创新、实践创新、制度创新,加快建设中国特色现代资本市场的重要体现。有学者将其称为“立法移植与本土资源相融合的成功范例”^{⑥0}。美国哥伦比亚大学法学院约翰·科菲(John C. Coffee Jr.)教授评论称,中国避免了“投票式的”单纯的明示加入或者默示加入机制,而是提出一个折中方案,继续允许明示加入机制,同时也对“申明退出制”作了规定。^{⑥1}这种在证券群体诉讼领域率先实行证券集体诉讼、在其他群体诉讼领域仍然实行代表人诉讼的机制安排,将《民事诉讼法》确立的单轨制群体诉讼制度改造成为由普通代表人诉讼和集体诉讼并驾齐驱的双轨制群体诉讼制度,将我国群体诉讼制度推到了历史发展的新高度。^{⑥2}该制度呈现出两个突出特征:

1. 混合了公共执法与私人执法

我国证券集体诉讼以私的名义启动,但带有强烈的公共色彩。相关制度安排充分融

^{⑤6} 参见章武生:《论群体性纠纷的解决机制——美国集团诉讼的分析和借鉴》,载《中国法学》2007年第3期,第27页。

^{⑤7} 参见前注④,汤欣文,第115页。

^{⑤8} 此外,有学者担心投保机构参加诉讼会与律师出现竞争。参见叶林:《试点期间特别代表人诉讼案件选取应考量的因素》,载《投资者》(第12辑),法律出版社2020年版,第81页。

^{⑤9} See Robin Hui Huang, Hailong Li & Gavin Yao Lin, *The Anatomy of Securities Class Action in China: A Functional and Comparative Approach with the United States*, Securities Regulation Law Journal, Vol.46:365, p.365-402 (2018).

^{⑥0} 汤维建:《中国式证券集团诉讼研究》,载《法学杂志》2020年第12期,第104页。

^{⑥1} 相关评论来自美国哥伦比亚大学法学院约翰·科菲(John C. Coffee Jr.)教授在第十三届陆家嘴论坛金融法治国际研讨会上的发言,2021年7月16日。

^{⑥2} 参见前注⑥0,汤维建文,第105页。

合了公共执法与私人执法的特征,是一种混合式的投资者权益救济机制,也是中国特色证券集体诉讼的核心。

如在证券集体诉讼的启动方式上,投保机构不能主动“提起”诉讼,须先有私人发起的普通代表人诉讼,投保机构在此基础上才能“加入”并启动集体诉讼,即“嵌入式”地参加普通代表人诉讼。在制度构建和配套司法解释起草制定过程中,关于证券集体诉讼启动方式,曾有两种意见。第一种意见是“并行说”,认为《证券法》第95条第2款、第3款之间不存在严格的先后顺序,既可通过投保机构的介入将普通代表人诉讼转为集体诉讼,也可由投保机构征集投资者委托后直接向人民法院提起集体诉讼。理由在于:证券集体诉讼是《证券法》修改的最大亮点,用好用足该机制符合各方预期,不应再就投保机构提起诉讼设置障碍。第二种意见是“递进说”,认为启动第95条第2款程序是启动第3款程序的前提。理由在于:立法原理上,《证券法》不能超越《民事诉讼法》代表人诉讼的基本框架创设新的诉讼制度。从第95条三款之间的关系上看,第2款与第3款之间存在程序上的递进关系。从可操作性角度,在没有公告确定权利人范围的情况下,投保机构自行征集和确定权利人范围的标准不明确,可能出现对权利人范围的反复调整,不利于程序推进。最终,“递进说”得到采纳。主要理由是:从《证券法》第95条的文义看,三款内容在逻辑上存在递进关系。第3款使用的是“参加”而非“提起”,即投保机构在已有普通代表人诉讼的情形下参加诉讼。从实际工作角度看,投保机构依法选择参与法院已经发布权利登记公告的案件,在案件选择、权利人范围划定、权利人征集等方面更易开展工作,同时也更有利于加强司法与行政监管部门的沟通,并降低可能带来的负面影响。^{⑥3}还有学者提出,从现行规则看,先走普通代表人诉讼程序而后迂回转入特别代表人诉讼的方式,无疑极大地损害了诉讼效率,同时考虑到特别代表人诉讼后续由投保机构全面接手,前面提起普通代表人诉讼阶段的律师就不能加入特别代表人诉讼,那么这些前期介入的律师该怎么安排、费用由谁负担等将是个棘手的问题。这些问题最终可能导致实践中没有原告也没有律师愿意去法院率先启动普通代表人诉讼程序。^{⑥4}但从近两年的诉讼实践看,学者担心的上述情况并未出现,普通代表人诉讼时有发生。原因可能在于,投保机构按照证券集体诉讼制度的实践执行定位,遵循较高的选案标准,特别代表人诉讼并未频繁启动,因此未对普通代表人诉讼的启动造成显见的负面影响。

又如在信息数据上,证券集体诉讼充分利用证券登记结算机构的数据优势,这是我国证券集体诉讼的最大优势。^{⑥5}在境外,由于证券集团诉讼当事人往往人数众多且分布较广,而首席原告和律师不掌握每一名投资者的具体情况,给诉讼开展带来一定困难。以美国为例,证券集团诉讼的通知、确认、分配等程序极为复杂,因此参与各方都要付出

^{⑥3} 参见林文学、付金联、李伟、张凌云:《〈关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定〉的理解与适用》,载《人民司法·应用》2020年第28期,第41页。

^{⑥4} 参见前注^{⑥3},陈洁文,第52页。

^{⑥5} 参见程合红主编:《〈证券法〉修订要义》,人民出版社2020年版,第204页。

高昂的诉讼成本。^{⑥⑥}而我国长期实行“看穿式”账户实名制和电子化交易结算,证券登记结算业务由国务院证券监督管理机构批准设立、不以营利为目的的中国证券登记结算有限责任公司(以下简称“中国结算”)承接。中国结算掌握大量证券交易数据信息,可查询与投资者一码通账户^{⑥⑦}具有关联关系的所有子账户及具有对应关系的所有其他账户的证券账户信息等,^{⑥⑧}查询的具体内容包括证券持有余额、证券持有变更、证券冻结情况、证券冻结变更等。在司法机关认定侵权行为的关键要素后,中国结算能根据相关交易数据整理出受损投资者的范围及逐笔投资情况,有助于证券集体诉讼原告身份确认、通知登记、执行赔付等。有学者提出,传统代表人诉讼无法适用的关键原因之一就是无法确定原告的主体范围,而中国结算可以提供权威的交易记录和持股凭证,准确划定投资者范围。如果没有中国结算的交易信息,证券代表人诉讼一定会遭遇巨大的启动阻力。^{⑥⑨}因此,《证券法》第95条第3款明确了证券登记结算机构发挥职能作用的相关内容。作为配套的司法解释《代表人诉讼规定》进一步规定,履行或者执行生效法律文书所得财产,人民法院在进行分配时,可以高效地通过证券登记结算机构等依法协助执行。

2. 借鉴了不同国家或地区证券集体诉讼制度的经验

证券群体性纠纷解决机制在境外国家或地区经过多年实践并得到不断完善。我国证券集体诉讼制度充分借鉴美国、韩国、我国台湾地区等集团诉讼、团体诉讼制度要素,集各家之长,创制出适合我国国情的证券集体诉讼“中国方案”。

一是在《民事诉讼法》“登记加入制”框架内嫁接“申明退出制”原理,释放出证券集体诉讼制度的内在价值。约翰·科菲(John C. Coffee Jr.)教授将“申明退出制”列为美国“企业家式”集团诉讼(Entrepreneurial litigation)的核心要素。^{⑦⑩}“申明退出制”证券集团诉讼有其独特价值,主要包括提高诉讼效率,节约诉讼成本;避免针对同一情形,不同受案法院依不同标准作出不一致的裁决;在被告资产有限的情况下,使投资者相对公平地受偿;为以小额多数的受害者提供诉讼激励,克服个别诉讼的风险和不经济,减少对“搭便车”的顾忌,缓和“集体行动困境”;^{⑦⑪}通过对涉及众多利益主体并具有一定公益性质的问题作出司法判断,影响和改变公共政策^{⑦⑫}。因此,《证券法》修订过程中

^{⑥⑥} 参见肖建华、陈迎宾、宋芳:《论我国证券欺诈代表人诉讼制度的完善》,载《天津法学》2012年第3期,第58页。

^{⑥⑦} 投资者的证券账户由一码通账户及关联的子账户共同组成。一码通账户用于汇总记载投资者各个子账户下证券持有及变动的情况,子账户用于记载投资者参与特定交易场所或用于投资特定证券品种的证券持有及变动的具体情况。一码通账户的子账户包括A股账户、B股账户、衍生品合约账户、封闭式基金账户、中国结算根据业务需要设立的其他证券账户。

^{⑥⑧} 查询范围包括证券账户中所持有的A股股票、B股股票、优先股、债券、基金、权证、港股通标的港股、衍生品合约账户中持仓的股票期权等衍生品合约等。

^{⑥⑨} 参见刘哲玮:《证券代表人诉讼中权利人范围确定程序的检讨与展望——从康美药业案展开》,载《中国法律评论》2022年第1期,第108页。

^{⑦⑩} See John C. Coffee, Jr., *The Globalization of Entrepreneurial Litigation: Law, Culture, and Incentives*, University of Pennsylvania Law Review, Vol.165:1895, 1898 (2017).

^{⑦⑪} 参见郭雳:《美国集团诉讼的制度反思》,载《北大法律评论》(第10卷第2辑),北京大学出版社2009年版,第429页。

^{⑦⑫} 参见前注^{⑤⑥},章武生文,第21页。

主张引入“申明退出制”集团诉讼的呼声很高。但由于“申明退出制”集团诉讼与《民事诉讼法》“登记加入制”代表人诉讼存在很大区别,如果“照抄照搬”,引进难度非常大。有学者提出,境外集团诉讼采用的“申明退出制”与我国现行民事诉讼自我处理诉权的基本法理不兼容。^⑬支持登记加入制的观点极力主张应维护个人参与诉讼的自由,不愿诉讼的人,不应因为沉默而被捆绑在群体诉讼中。希望从群体诉讼中获益的个人,至少应采取肯定的行动表示对群体诉讼的最低兴趣。这种权利行使的外化特征,使得司法程序的启动获得了正当性与合法性支撑。最终,《证券法》结合本土资源,充分利用我国市场“看穿式”登记结算模式和投保机构良好实践等基础条件,从立法技术角度做好法律之间的衔接,在《民事诉讼法》“登记加入制”框架内嫁接“申明退出制”原理,由投保机构按照中国结算提供的受损投资者名单向法院进行登记,投资者不明确表示退出即视为加入诉讼,“全名单登记+明示退出”模式实质上起到了申明退出的作用,同时也维持了《民事诉讼法》代表人诉讼的制度逻辑。^⑭相比于普通代表人诉讼,上述安排将显著增加原告数量和索赔金额等,更能发挥对违法行为的震慑作用。^⑮

二是突破了学理上关于“代表人必须是案件利害关系人”的传统认识,允许专业机构参加证券集体诉讼。在美国、韩国的证券集团诉讼中,首席原告/代表人由案件的实体权利人担任。而在我国台湾地区,根据“证券投资人及期货交易人保护法”,证券主管机关在2003年1月成立的证券投资人及期货交易人保护中心(以下简称“投保中心”)专门负责提起证券团体诉讼等工作,即投保中心基于保护公益目的,并在法定及其章程规定目的范围内,可以对因同一不法行为造成多数投资者受损的证券事件,在获得20人以上投资者授予诉讼实施权后,以自己的名义提起诉讼。^⑯这一安排是以诉讼担当理论作为基础的。所谓诉讼担当,即实体法上的权利主体(或法律关系主体)以外的第三人,以自己的名义,为了他人的利益或代表他人的利益,以正当当事人的地位提起诉讼,主张一项他人享有的权利或诉求以解决他人间法律关系所生之争议,法院判决的效力及于原来的权利主体。诉讼担当有两类,一类是法定诉讼担当,另一类是任意诉讼担当。法定诉讼担当,是基于实体法或诉讼法上的规定,第三人对他人的权利可以以自己的名义进行诉讼。任意诉讼担当是权利主体通过自己的意思表示,赋予他人诉讼实施权。^⑰我国台湾地区投保中心原本与证券侵权行为并无法律上的直接利害关系,因此不属于适格原告,但按照任意诉讼担当理论,其基于实体法律关系人(受损投资者)的授权,也可取得

^⑬ 参见朱洪超、胡雪、夏旻昊:《对我国特色证券集体诉讼制度的思考与完善》,载微信公众号“上海律协”,2020年8月7日上传。

^⑭ 正如学者评论,《证券法》第95条第3款设计极为精巧,并没有突破《民事诉讼法》的规定,而只是借用了人数不确定的代表人诉讼的躯壳。参见彭冰:《新修〈证券法〉的四大亮点和两个不足》,载新浪财经, <http://finance.sina.com.cn/wm/2019-12-29/doc-iihnzhfz9125546.shtml>, 2022年8月28日访问。

^⑮ 同时,为了解决当事人处分权的保障问题,我国证券集体诉讼制度赋予投资者充分的退出机会。“任何人都可以选择退出”,这也是颇受 John C. Coffee, Jr. 教授赞赏的我国证券集体诉讼制度的核心要素之一。

^⑯ 参见我国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护法”第28条第1款相关规定。

^⑰ 参见肖建华:《诉权与实体权利主体相分离的类型化分析》,载《法学评论》2002年第1期,第139-140页。

诉讼实施权,以原告身份从事诉讼行为。我国混合式证券集体诉讼制度借鉴上述经验,以诉讼担当理论为基础,允许投保机构基于投资者授权取得诉讼代表人的法律地位。用公共机构作为代表人具有诸多优势:首先,投保机构成为代表人不会或者很少会导致滥诉;^{⑦⑧}其次,投保机构具有专业优势,既可亲自实施诉讼活动,也可从专业视角选聘、监督律师;最后,代替众多投资者进行权利登记,免除投资者登记之苦和推荐代表人之累。^{⑦⑨}

三是通过对进行授权的投资者作出最低人数限制,更加有效地防范滥诉风险。不同国家或地区对证券集团诉讼的提起有不同的条件限制。如,根据韩国《证券集团诉讼法》规定,对于因有价证券买卖及其他交易过程中所发生的损失赔偿,具有共同利害关系的全体被侵权人,被称为“全员”,构成全员的各被侵权人被称为“成员”,原告仅指提起诉讼的“成员”,其中实际履行诉讼程序的主体被称为“代表人”,须由法院许可选任。在起诉时,成员数应当在50人以上,并且以成为请求原因的行为发生当时为准,成员所持有价证券合计应超过被告公司所发行的有价证券总数的0.01%。^{⑧⑩}我国混合式证券集体诉讼制度借鉴有关起诉成员最低人数的限制,在启动方式上将投资者保护机构获得50名投资者的授权作为条件之一,从而能有效防范潜在滥诉风险,也增加了投保机构作为代表人的合法性基础。

三、执行逻辑:通过公共执法的私人化充分保护投资者合法权益

我国混合式证券集体诉讼制度将投保机构作为诉讼代表人,在提升专业性的同时,有效避免了境外证券集团诉讼“职业原告”滥诉、律师费用暴增等弊端,及时赔偿投资者损失,对违法行为人形成震慑,充分体现了坚持人民至上、坚持问题导向的重要原则,实现了新型“制度补贴”效应。从制度实施情况看,2021年11月,“康美药业案”作为首单证券集体诉讼案顺利落地,^{⑧⑪}52037名投资者获赔24.59亿元。该案涉案范围广、赔偿金额高、社会影响深远,诉讼过程中还面临诸多事实认定、法律适用和程序创新等重点难点问题。如果采用私人执法模式,完全依靠众多受损害投资者自身力量组织推动诉讼,不配置一定的公法执行协调处理力量,从以往我国民事群体诉讼纠纷的实践经验来看,本案有可能会产生代表人推选困难、部分投资者加入诉讼意愿不强、法院受理积极性

^{⑦⑧} 参见伍坚:《证券集团诉讼的模式创新与制度设计》,载《多层次资本市场研究》(第2辑),中国金融出版社2020年版,第167-168页。

^{⑦⑨} 参见前注^⑥,汤维建文,第43页。

^{⑧⑩} 参见董新义:《韩国证券集团诉讼法》,载《金融服务法评论》(第5卷),法律出版社2013年版,第464页。

^{⑧⑪} 案件基本情况:康美药业于2001年3月在上海证券交易所主板上市。经查,康美药业2016年年度报告、2017年年度报告、2018年半年度报告、2018年年度报告中存在虚假记载和重大遗漏等。2020年5月,证监会对康美药业及相关责任人员作出行政处罚及市场禁入决定。2020年12月31日,顾华骏等11名投资者就康美药业虚假陈述案向广州中院提起普通代表人诉讼,请求判令被告赔偿其投资差额损失及相应的佣金、印花税和利息损失合计412228.20元。2021年4月8日,投服中心根据50名以上投资者的特别授权,向广州中院依法提交了转为特别代表人诉讼的申请。4月16日,广州中院发布案件转为特别代表人诉讼的公告。7月27日,广州中院开庭审理康美药业集体诉讼案。11月12日,广州中院就康美药业集体诉讼案作出一审判决,确认5万余名投资者获赔24.59亿元。

受影响以及审理协调难度大等情况,对制度实施的总体效果会带来一定影响。本部分将结合首案实践,对混合式证券集体诉讼制度的执行逻辑进行阐释。

(一) 证券集体诉讼制度有明确的实践执行定位

混合式证券集体诉讼实质上是具有特定目的的公共执法,旨在实现震慑违法的社会功能,是证券纠纷的解决方式之一。证券集体诉讼作为“核武器”,不宜经常性启动,而应有所选择。

投保机构在国家力量的支持下启动证券集体诉讼个案,必须把有限的公共资源投入到最有效的公共服务中去,发挥集体诉讼的引领和示范作用,合理协调与其他诉讼模式之间的关系。^{⑧2} 与实现赔偿的功能相比,公共资源支持下的证券执法行为首要任务应该是震慑。正如谷口安平教授所言:“与其说是为了救济已受侵害的权利并挽回损失,还不如说是基于让侵害者吐出不法取得的利益并不敢再犯的动机。”^{⑧3} 约翰·科菲(John C. Coffee Jr.)教授认为,集团诉讼更多产生的是威慑作用,而不是赔偿作用。^{⑧4} 而追诉不同案子,产生的震慑效果会不同,^{⑧5} 因此需要有所选择。更何况,证券集体诉讼只是多元纠纷解决的一种类型,不影响投资者通过调解、仲裁、单独诉讼、共同诉讼、普通代表人诉讼等其他方式解决纠纷。如果过度采用证券集体诉讼,也会限缩其他纠纷解决方式的适用。

基于上述定位,证券集体诉讼制度出台后,并未经常性地启用,而是本着震慑违法行为的主要目标,有选择性地启动了“康美药业案”。对于其他证券侵权案件,投资者通过其他私人诉讼的方式加以解决,从而达到公共资源支持下的集体诉讼与单纯的私人执法互为补充的效果。

(二) 选案标准与制度实践执行定位相平衡

基于证券集体诉讼现阶段的实践执行定位,落实国务院金融稳定发展委员会提出的“对典型重大、社会影响恶劣的个案,依法及时启动‘集体诉讼’”的要求,证券集体诉讼一般应当满足较高的案件选择标准。

一方面,相比境外律师主导的私人执法模式,投保机构参加诉讼的目的并不是追求经济收益,不“挑肥拣瘦”,可将律师不愿触碰的、但却具有典型性的案件纳入选案范围;^{⑧6} 另一方面,公益性并不意味着投保机构必须接受所有个案委托,而是应当针对个案具体情况,通过科学合理的案件评估机制作出慎重判断。选案时有必要倾听社会舆情,特别是投资者的重点关切,但不应偏离集体诉讼的制度价值而作相关决定。^{⑧7} 如果变相强制投保机构启动证券集体诉讼,可能带来案件震慑效果不足的后果,同时也影响公共资源的使用效率。

^{⑧2} 参见前注^{⑧1},叶林文,第79页。

^{⑧3} [日]谷口安平:《程序的正义与诉讼》,王亚新、刘荣军译,中国政法大学出版社1996年版,第192页。

^{⑧4} See John C. Coffee Jr., *supra* note 15, 692-693; John C. Coffee, Jr., *supra* note 18, 1536.

^{⑧5} 参见张巍:《特别代表人诉讼案件选取的考量》,载《投资者》(第12辑),法律出版社2020年版,第87页。

^{⑧6} 参见前注^{⑧1},伍坚文,第167页。

^{⑧7} 参见郭雳:《投服中心参加特别代表人诉讼的选案标准:学理视角与参考建议》,载《投资者》(第12辑),法律出版社2020年版,第85页。

实践中,中国证监会《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,对于典型重大、社会影响恶劣的证券民事案件,投资者保护机构依法及时启动特别代表人诉讼。现阶段承担诉讼代表人职能的投服中心发布了《中证中小投资者服务中心特别代表人诉讼业务规则(试行)》,规定了案件选定专章,将案件典型重大、社会影响恶劣、具有示范意义作为案件选择的标准之一;同时明确建立重大案件评估专家委员会,实施重大案件评估机制,请评估专家结合国家经济金融形势、资本市场改革发展、具体案件情况、社会舆情等,独立发表意见,由投服中心结合重大案件评估专家委员会意见,决定是否参加特别代表人诉讼。通过聚合外部法律、会计、金融等专业力量,重点对案件的典型性、示范性、事实和法律争点等问题进行评估,强化决策的科学性和专业性。^⑧

“康美药业案”被投服中心选为首单证券集体诉讼启动,正因其符合上述标准。“康美药业”在2016年至2018年连续3年有预谋、有组织、系统性实施财务造假约300亿元,涉案金额巨大,持续时间长,性质特别严重,社会影响恶劣,涉及5万多名投资者的切身利益,对其启动集体诉讼,充分体现了对资本市场违法活动“零容忍”的要求,与证券集体诉讼制度的实践执行定位相契合。

(三) 公共执法资源为证券集体诉讼重大复杂问题的解决提供保障

证券集体诉讼案件往往事实、法律关系疑难复杂,会面临各种新情况新问题,需要充分发挥公共机构的优势,统筹协调解决。如果仅依靠私人执法,效果上很可能不甚理想。从首单实践看,该案开启了“刑行民民金破”六类型的多重交叉,^⑨创造了我国司法史上多个第一——涉及A股财务造假数额第一、原告人数第一、赔偿金额第一、相关人员承担刑事责任罪名之多第一,是证券民事诉讼、上市公司破产重整、化解地方金融风险、地方涉众维稳处置、保护投资者合法权益的一次综合实践,涉及三级法院、地方省市两级政府及各部门、证券监管机构及其派出机构、投资者保护机构等多方主体紧密协调配合,充分体现了“坚持以人民为中心”的发展思想、对证券违法行为“零容忍”以及“追首恶”等理念。自2020年12月31日启动到2021年11月12日一审宣判,“康美药业”集体诉讼结案周期远低于美国证券集团诉讼平均3.3年的结案周期,受损投资者可得到人均4.5万元的赔偿,损失50万元以下的投资者(人数占比99.41%)获全额现金赔付,远远高于美国证券集团诉讼10%的平均赔付率。案件推进过程中,其公共性主要体现在:

一是司法政策给予特殊保障。根据《代表人诉讼规定》,法院作出许多降低投资者

^⑧ 参见《投服中心持续推动证券诉讼案件评估机制有效运行》,载中证中小投资者投服中心网, <http://www.isc.com.cn/html/zxxw/20220721/4359.htm>, 2022年8月28日访问。2021年3月,投服中心组建了证券诉讼案件评估专家委员会,首批共有专家委员33人。2021年12月,结合首单特别代表人诉讼实践,投服中心在原有评委会的基础上,又增聘了4位专家委员,进一步丰富了评委会委员构成。

^⑨ 即包含刑事责任、行政责任、民事责任的认定,民事诉讼制度中证券集体诉讼制度的实践突破,涉及复杂的金融领域,以及一家启动破产程序的上市公司。参见李曙光:《康美药业案综论》,载《法律适用》2022年第2期,第120页。

维权成本的特殊安排。原告未预交案件受理费,即便在败诉需要承担诉讼费用的情况下,也可以根据特定情形申请减交甚至免交,人民法院应当依照《诉讼费用交纳办法》的规定,视原告的经济状况和案件的审理情况决定是否准许。对于一般的民事诉讼,人民法院采取保全措施,可以责令申请人提供担保,申请人不提供担保的,裁定驳回申请。而投服中心提出对相关责任人员的财产保全申请,法院未要求其提供担保。投服中心提供诉讼服务未向投资者收取费用,胜诉后也未获得任何报酬。不仅如此,案件管辖也充分体现了公共政策考量与法律考量并重,最大限度降低司法沟通成本、化解企业和市场风险的努力。^⑨“康美药业”财务造假引发的系列案件,包括证券虚假陈述民事诉讼、债权人提请法院启动破产重整程序、追究虚假陈述中的信息披露犯罪及其他犯罪行为的刑事诉讼,分别由广东省的广州中院、揭阳中院和佛山中院处理。其中,证券集体诉讼案件是经最高人民法院指定广州中院管辖,而不是在上海金融法院审理,这样可以在省内协调相关部门更加顺利地配合司法审判工作。

二是地方政府发挥沟通协调等作用。“康美药业”案发后,广东省委、省政府高度重视“康美药业”的整体处置工作,积极协调各方力量推动相关涉稳涉诉等工作在法治轨道上稳步推进。广东省各方的政策支持和资源投入发挥了突出作用,^⑩推动公司托管重组、债务处置、资产核查追收等,为最终高比例清偿及执行分配奠定了基础,兼顾了投资者、债权人、员工等各方利益。在“康美药业”刑事案件办理中确定了相关刑事责任主体操纵市场行为的事实,因不具有交易因果关系,从而依法将这部分主体从适格原告范围内排除;刑事案件中追收原大股东、实际控制人占款,为民事赔偿案件的执行、破产重整计划的实施提供财力保障。

三是投服中心依法履行诉讼代表人职责。投服中心认真准备诉讼方案,在公开征集投资者委托、向法院申请作为代表人参加诉讼、提交权利人名单、案件审理等过程中积极履职。在破产重整程序中,投服中心以5万余名投资者诉请金额一次性打包向法院申报债权,在提高申报效率的同时确保了相关投资者小额清偿资格,提高清偿率;坚持在破产重整计划草案中同等对待集体诉讼中小投资者和其他小额普通债权人;当选债委会委员,^⑪确保深度参与破产重整重大事项。投服中心委托的两名公益律师提供专业的代理服务,面对被告方20余位律师提出的大量证据材料和答辩意见据理力争。投服中心还利用中国投资者网公开征集投资者委托、发布案件重大进展情况公告、解答投资者问题等,有效提高投资者维权便捷度,保障其知情权。

^⑨ 参见冷静:《康美启示:证券集团诉讼首案的制度突破与未尽议题》,载《中国法律评论》2022年第1期,第81页。

^⑩ 参见前注^⑨,冷静文,第81页。

^⑪ 按照《企业破产法》(2006年)第七章“债权人会议”的相关规定,债权人可以通过参加债权人会议、债权人委员会这两种途径参与破产重整。其中,参加债权人会议是个体债权人参与破产程序的主要途径。债权人会议可以决定设立债权人委员会。该委员会由债权人代表和一名债务人的职工代表或者工会代表组成,行使《企业破产法》第68条、第69条赋予债权人委员会的权利,包括监督债务人财产的管理和处分、监督破产财产分配、提议召开债权人会议等。

四是证券登记结算机构发挥了数据优势。中国结算依法对“康美药业案”权利人名单进行整理并提供给投服中心,解决了权利人确定及登记难题,也为后续精准开展损失测算奠定了牢固基础。在资金赔付方面,中国结算借鉴先行赔付经验,协助法院做好执行工作,在“康美药业”将现金转至中国结算后,由中国结算再转至各投资者开户证券公司,最终分配至投资者资金账户,投资者足不出户便能及时获得实实在在的赔偿。

五是投保基金公司接受法院委托进行损失测算。上市公司欺诈行为给投资者带来损失的界定是个难题。金融工具的价格计量受到众多变量的影响,有些是内生性变量,而有些则可能是场外的外生性变量(例如政策环境的变化)。因此,很有可能一位股民的损失并非是或不全是虚假陈述侵权造成的。^{⑨③}在“康美药业案”中,与以往案例损失计算不同,本案投资者数量大(5万多人)、种类多(包括自然人以及各类机构投资者)、标的特殊^{⑨④}、交易情况非常复杂^{⑨⑤}。投保基金公司接受法院委托进行损失测算,充分发挥其专业优势,积极研究新情况新问题,科学合理地测算损失,“康美药业案”损失计算中的一些具体做法,在2022年发布的《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》中得以体现,很好地发挥了引领示范作用。如账户合并问题,第30条规定:“证券公司、基金管理公司、保险公司、信托公司、商业银行等市场参与主体依法设立的证券投资产品,在确定因虚假陈述导致的损失时,每个产品应当单独计算。投资者及依法设立的证券投资产品开立多个证券账户进行投资的,应当将各证券账户合并,所有交易按照成交时间排序,以确定其实际交易及损失情况。”又如交易因果关系的认定问题,根据第12条第4项规定,“原告的交易行为构成内幕交易、操纵证券市场等证券违法行为的”,人民法院应当认定交易因果关系不成立。另外,与市场化机构不同,其不参与市场投资且未向各方收费,充分体现出国有机构的中立性及公益性特征。

“康美药业案”体现了显著的公共执法色彩,实现了混合式证券集体诉讼制度向投资者提供“制度补贴”的初衷,也获得了各方认可。“康美药业案”获评“新时代推动法治进程2021年度十大案件”“2021年度人民法院十大案件”“2021年度全国法院十大商事案件”。同时我们也注意到,在证券集体诉讼实施方面还有一些不同的理解和认识。有学者提出投保机构、公益律师激励还存在一些不足,如投保机构的运转有付出无产出,不具可持续性;对公益律师缺乏物质激励,其难以做到勤勉尽责。^{⑨⑥}笔者认为,上述观点主要是基于私人执法模式的逻辑而得出的。我国证券集体诉讼的机制定位以公共执法为主,需要从更加全面的视角对激励机制加以理解。这种激励不是直接经济利益

^{⑨③} 参见前注^{⑨②},李曙光文,第123页。

^{⑨④} 康美药业曾被誉为中国股市的白马股、中国医药行业的“领头羊”,曾是A股最有名的医企之一。康美药业股票曾是上证50成分股、沪港通的标的股、多个ETF基金的标的股,被众多机构购买配置。

^{⑨⑤} 本案即面临着投资者账户合并标准、T日多账户合并流水的顺序、特定大股东账户、融券账户、指数基金等被动投资者账户、非交易变动处理、同期刑事案件中涉嫌操纵市场账户处理、系统性风险等各类具体问题。

^{⑨⑥} 参见前注^{⑨④},汤维建文,第106页;沈伟、林大山:《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》,载《证券法苑》(第31卷),法律出版社2021年版,第360-387页。

激励,而更多体现为“非显性激励”,如获评各类奖项、提高公众影响力和社会声誉、提升相关机构和个人的业绩考核等,这将对相关机构和公益律师等开展业务形成强大的无形激励。总体而言,我国证券集体诉讼制度目前只是进行了初步实践,还需要在以后的深入实践中,及时发现不足并不断总结和完善。

四、结 语

证券集团诉讼制度在提高诉讼效率、节约司法资源、保护“小额多数”受损投资者等方面具有诸多优势,不少国家和地区都尝试结合本国情况加以学习借鉴。我国混合式证券集体诉讼制度,立足于我国政治体制、经济社会发展程度、司法功能、法律职业、当事人、社会观念及法律文化等多种现实因素,旨在强化公共执法与私人执法的良性互动与协调互补,选择了同时发挥公的力量和私的力量、主要以公的力量推动私的利益实现的创制理念,从而将私的利益更加直接高效地分配到每一名受损投资者。两种创制理念虽然在公私力量的平衡和运用方面存在差异,但均以保护投资者利益的最终目标,为投资者提供了“制度补贴”,可谓各具特色,殊途同归。

我国证券集体诉讼制度具有鲜明的中国特色,其制度创制与首单实践表明,我们应当坚定制度自信,继续坚守证券集体诉讼制度以公共执法为主的本质特征,兼顾私人执法的启动需求,充分发挥震慑性、人民性、引领性作用,在实践的基础上不断完善证券集体诉讼制度并逐步推广;继续注重发挥个案的震慑效果,重点关注典型重大、社会影响恶劣的案件,不断优化选案标准及选案机制,做到选案标准规范化、工作流程透明化和投资者利益保护最大化,不断优化诉讼启动机制,把有限的公共财政资源投入到最有效的公共服务中,有效回应市场关切,着力推进证券集体诉讼常态化实施,努力实现政治效果、法律效果、社会效果相统一;继续注重做好相关案件的程序性统筹衔接,协调好案件管辖、民刑破程序之间的关系,平衡好集体诉讼集中管辖与最高人民法院指定管辖的关系,在典型重大的证券集体诉讼综合性案件中做好刑民协调且相互促进的衔接机制,从制度层面明确投保机构代表投资者参与破产程序申报债权、债权人会议表决、当选债委会成员、参与破产重整清算等提供更坚实的制度保障;继续注重完善投保机构及公益律师的激励机制,在立足于公共执法本质的基础上,将参加证券集体诉讼相关情况、专业水平、司法评价、投资者监督意见等纳入投保机构的考核体系,根据案件难度以及耗费律师时间和精力等情况适当强化对公益律师的物质激励机制。条件成熟时,可依法适当扩大投保机构的范围,在证券集体诉讼的启动力量上更加多元化,以适度的竞争激励机制强化诉讼代表人的力量,不断增强诉讼原告一方的专业能力,提升投保机构为投资者服务的动力和实力;继续注重加强信息技术保障,针对证券集体诉讼“小额多数”的特征以及资本市场良好的信息化基础,探索发展为投资者提供身份核验、交易数据调取、诉讼风险评估、无纸化立案等一站式诉讼服务的全流程网上办案模式,在进一步细化投资者损失

计算标准的基础上研发完善损失计算模型等。从长远看,可以适时修改《民事诉讼法》,因为在引入证券集体诉讼制度时,考虑到修改《民事诉讼法》涉及面广、周期长,我国通过修改《证券法》的方式实现“申明退出制”集体诉讼的引入。目前,《民事诉讼法》第 57 条仅规定了“登记加入制”的代表人诉讼类型,与“申明退出制”集体诉讼存在很大区别。另外,在环境侵权、消费侵权等涉及众多社会公众权益和社会公共利益的更多民事诉讼领域,也可以考虑引入“申明退出制”集体诉讼。

Abstract: The 2019 revision of the *Securities Law* established the securities class action institution with distinct Chinese characteristics, as demonstrated by the groundbreaking judicial case of the ‘Kangmei Pharmaceutical’ Case in 2021. From the perspective of comparative law, securities class actions in the U.S. and other common law countries, despite having some public aspects, are fundamentally rooted in private enforcement. In contrast, China dedicates itself to optimizing both public and private forces, facilitating the pursuit of private interests through public means. Drawing on the practices of securities class action in Western countries as well as the national conditions of China, such as a special political system, mixed economic structure, and unique judicial institutions, China has ultimately established a hybrid mode of securities class action with Chinese characteristics. The groundbreaking court judgment of the ‘Kangmei Pharmaceutical’ Case in 2021 exemplifies the public nature of Chinese securities class action through aspects such as regulatory enforcement orientation, case selection criteria, and the administration of the course of judicial procedures. The ‘Chinese Solution’ of securities class action provides more effective protection for investors while circumventing the major drawbacks of the ‘Western style’ securities class actions, such as frivolous litigation and soaring attorney fees.

(责任编辑:王莉萍)