



中国特色证券特别代表人诉讼制度的功能实现

肖 宇 *

摘 要 证券特别代表人诉讼是立足中国实践形成的有中国特色的诉讼制度创新，由证券投保机构作为特别代表人，代表所有未明示退出的适格投资人提起诉讼。该制度在康美药业案中展现了良好的法律效果和社会效果。证券侵权诉讼有救济投资者和威慑违规者两大功能，传统民事侵权诉讼将救济投资者作为核心功能，对威慑功能的实现关注不够。通过对域内外不同证券诉讼形式功能实现的比较研究发现，我国特别代表人诉讼的核心功能应定位为威慑功能，在此基础上方能厘清制度理念，并完善制度设计。根据威慑理论，违规者受到的惩罚金额和概率都会影响威慑效果，同时对首恶的追责也是重要的影响因素。结合我国特别代表人诉讼的实践探索，诉讼的提起主体应限于投保机构而不宜扩张到律师，为了便于诉讼的提起，应取消普通代表人诉讼作为前置程序的规定。通过竞争和监督机制来促进投保机构持续性的提起诉讼，同时可以通过与股东代位诉讼配合实现对首恶的追责。投保机构提起的诉讼与律师提起的诉讼的关系是引领而不是替代，需要各种诉讼形式共同发展以实现威慑和救济功能，实现中国特色诉讼体系的优势。

关键词 特别代表人诉讼 威慑功能 救济功能 康美药业案 普通代表人诉讼

习近平总书记指出：“一个国家走向现代化，既要遵循现代化一般规律，更要符合本国实际，具有本国特色。”〔1〕中国式现代化既有各国现代化的共同特征，更有基于自己国情的鲜明特色。中国特色资本市场的发展也如此。2019年《证券法》修改推出了一系列的证券诉讼改革，其中，由证券投保机构作为特别代表人，代表所有未明示退出的适格投资人的特别代表人诉讼被称为“中国式证券集团诉讼”，是结合中国实践彰显中国特色的制度创新。2024年国务院发布的《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（国发〔2024〕10号）中提到，坚持把资本市场的一般规律同中国国情市情相结合，并指出要加大证券纠纷特别代表人诉讼制度适用力度。

我国特别代表人诉讼制度吸取了域外制度运行的经验与教训，不是简单的拿来主义，是立

* 华东政法大学国际金融法律学院教授。

本文系2020年度国家社科基金项目“证券发行注册制法律实施机制研究”（20BFX130）的阶段性成果。

〔1〕 习近平：《中国式现代化是强国建设、民族复兴的康庄大道》，载《求是》2023年第16期，第4页。



足于中国证券市场的发展阶段,结合了中国证券诉讼的文化传统与实践,探索的有中国特色的证券诉讼,是中国特色现代资本市场的组成部分。作为制度创新,证券特别代表人诉讼在实践初探阶段,也难免出现一些争议问题与实施难点,需要厘清基础的理论问题,才能在我国行稳致远。其中,功能定位是制度设计的基石,其是以救济还是以威慑功能为核心,需要结合制度特点和实践,更加科学合理地定位,在此基础上才能明确特别代表人诉讼在我国证券诉讼体系中的地位,优化制度设计,为其持续、有效地发挥作用提供坚实的理论支持。

一、中国特色证券特别代表人诉讼改革与功能定位难题

(一) 特别代表人诉讼改革对传统诉讼困境的回应

民事诉讼的提起有利于证券法的实施,是救济的基本手段,也是对证券监管有效的补充,弥补公共执行的不足。^{〔2〕}实践中证券诉讼的主要类型是虚假陈述侵权之诉,由于证券市场的特殊性,其功能实现上有较大的障碍。各国都在探索证券诉讼改革,以期更好地实现诉讼功能。证券特别代表人诉讼是有中国特色的制度创新,《证券法》第95条第3款规定:“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。”由投保机构担任全体符合条件投资者的代表人,投资者以“明示退出,默示加入”的方式参与诉讼。证券特别代表人诉讼制度被誉为“中国式证券集团诉讼”,是富有中国特色的制度创新,开启了投资人保护的新里程碑,其对传统证券诉讼困境的回应,主要体现在以下几个方面:

第一,投资者众多且分散的问题。证券在公开市场发行与交易,侵权行为涉及的投资者人数众多且分散,损害金额差异大,诉讼争点相对集中。特别代表人诉讼由投保机构代表没有明示退出的所有符合赔偿条件的投资者,与美国的退出制诉讼类似,起到自动聚合、集中审理的作用,大大提高了审判效率。

第二,投资者提起诉讼比例低的问题。由于投资者诉讼的成本高、程序繁杂、结果不确定,大多数投资者对通过诉讼维权的信心和动力不足。还有不关注账户和公告的投资者,不知晓自己的权利受到了侵害,故主动提起诉讼的比例相当低。实证研究发现,我国2002年到2011年符合行政和刑事处罚前置条件的案件为253个,但提起诉讼的只有65个,仅占约25.7%。^{〔3〕}而且,即使违法行为人被起诉,受侵害的投资者参与诉讼的比例也不高,如2013年11月至2016年9月,通过公开渠道查询的民事判决显示,仅有24名被告面临超过10名原告的起诉,仅12名被告面临超过50名原告的起诉。^{〔4〕}可以看出,尽管行政或刑事处罚作为前置程序已经解决了最难的虚假陈述的认定问题,但投资者提起诉讼的数量和比例仍不高。而就特别代表人诉讼而言,当有50名以上投资者委托后,除明示退出投资者以外的全部适格投资者自动参与诉讼,实现了高比例的投资者参与。而且投保机构的公益律师无需投资者承担费用,诉讼费用也无需

〔2〕 参见缪因知:《中国证券市场法治化的道路》,载《交大法学》2013年第4期,第60页。

〔3〕 参见黄辉:《中国证券虚假陈述民事赔偿制度:实证分析与政策建议》,载《证券法苑》(第9卷),法律出版社2013年版,第973页。

〔4〕 参见徐文鸣:《证券民事诉讼与投资者赔偿——基于虚假陈述案件的实证分析》,载《山东大学学报(哲学社会科学版)》2017年第3期,第69页。

预缴，极大减轻了诉讼的经济负担和精力投入。

第三，诉讼双方当事人地位不对等的问题。证券诉讼一方是弱势的、缺少诉讼经验的投资者，另一方是强势的、有着强大律师团队的上市公司及中介机构。格兰特把当事人分为偶然卷入诉讼的单次当事人，和长期打某类官司的重复当事人，实证研究证明重复当事人是诉讼中是更有资源的一方，胜诉率更高。^{〔5〕} 证券投资人多为单次当事人，需要外部力量的加持才能在一定程度上改善不对等的地位。如美国由律师主导的集团诉讼，是通过市场的方式加强。我国特别代表人诉讼是由投资者保护机构提起，投保机构是公益机构，证监会是主管机关，有半官方的特点，通过公益机构参与加强了投资者的力量。特别代表人诉讼体现了公共性特征，通过公共执法的私人化保护了投资者权益，^{〔6〕} 是中国的制度创新。

可见，特别代表人诉讼的制度设计在一定程度上回应了证券诉讼的难题，一方面，退出制在解决群体纠纷成员众多的小额请求权时，实现了“沉默的大多数”与诉讼集团的关系由“排除在外”向“包括在内”的根本性转变。^{〔7〕} 另一方面，公益专业机构的加入增强了投资者的诉讼能力，并最大程度地降低了诉讼成本。那么该制度在实践中能很好地实现诉讼功能吗？

（二）特别代表人诉讼功能定位的难点：以救济功能为中心是否适用？

证券侵权之诉有两大功能，救济功能和威慑功能，本文以虚假陈述侵权诉讼为对象进行分析。传统民法对于侵权诉讼的功能，强调的是权利救济，即投资者赔偿。王利明认为，侵权法的主要功能是救济，不管是西方法律发展史，还是我国的侵权法，都是将救济作为核心的观念，实现“有损害必有救济”的原则。不同的法律定位，会影响到法律规范的构建与制度的功能。基本定位是救济法，则制度的设计是以损害赔偿为中心，归责原则与构成要件就会不同，从而影响对受害人的保护程度。^{〔8〕} 侵权法的定位直接影响到虚假陈述侵权诉讼的定位，也是以救济为中心，证券诉讼现行制度设计的相关表述中都体现了这种思想。

在立法中，《证券法》是在第六章“投资者保护”中规定了证券特别代表人诉讼制度，体现出该制度浓厚的救济和保护投资者的制度价值取向。《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《最高院证券代表人诉讼规定》）对制度设计的目的做出阐释：“便利投资者提起和参加诉讼，降低投资者维权成本，保护投资者合法权益，有效惩治资本市场违法违规行为，维护资本市场健康稳定发展。”这也是将投资者保护作为优先原则。证监会就康美药业案答记者问中，指出诉讼有利于受损的中小投资者得到公平、高效的赔偿，有利于解决受害者众多分散情况下的起诉难、维权贵的问题。^{〔9〕} 有学者认为，美国集团诉

〔5〕 See Marc Galanter, *Why the Haves Come out Ahead: Speculations on the Limits of Legal Change*, 9 Law and Review 95, 97-148 (1974).

〔6〕 参见焦津洪：《我国证券集体诉讼的制度创制与初步实践研究》，载《中国法学》2023年第3期，第196页。

〔7〕 参见罗健豪：《美国集团诉讼退出制研究》，法律出版社2011年版，第64页。

〔8〕 参见王利明：《我国侵权责任法的体系构建——以救济法为中心的思考》，载《中国法学》2008年第4期，第3页。

〔9〕 参见《证监会有关部门负责人就康美药业特别代表人诉讼问题答记者问》，载中国证券监督管理委员会网站2021年4月16日，<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c228c4fb55b214f51a54704ffe05a155c/content.shtml>。



讼以制止不法行为为目的，投资者赔偿是第二位的，所以，投资者得到赔偿的比例低也就可以容忍，而我国集团诉讼的理念和目的与美国是不同的，中国应尽量提高投资者获得赔偿的比例。^{〔10〕}那么，我国的证券特别代表人诉讼能很好地起到救济投资者的作用吗？

当前对特别代表人诉讼的相关学术研究，从比较的角度对美国集团诉讼等域外制度研究较多，对我国特别代表人诉讼的研究主要关注于具体的实体和程序问题，但对制度功能定位与反思的文章较少。对其救济功能和威慑功能的评价，不仅要考量个案中的功能实现，更要考察该制度在整个市场中的实施效果。下文将从比较的视角，检视不同法域的证券诉讼制度在救济和威慑方面的效果实现。

二、证券诉讼救济功能实践效果比较与归因分析

（一）证券诉讼功能实践效果比较

侵权民事诉讼的两大功能，即对受害者的赔偿和对违规者的阻遏或威慑作用，在不同国家侧重点有所不同。^{〔11〕}为了观察不同法域的实施情况，本文将这两大功能进一步细化提炼为四个指标：A. 获赔投资者占受损投资者的比例、B. 投资者获赔金额占其损失的比例、C. 违法者被提起诉讼的比例、D. 纠纷解决的时间。从理想状态来讲，A、B、C 三个指标实现高比例，指标 D 的纠纷解决时间短，是最佳状态，可以最好地实现救济功能和威慑功能。但现实中，这些指标可以同时高质量地实现吗？本文以美国和我国证券诉讼的实践进行比较分析（见表 1）。

表 1 四种诉讼形式功能实现的比较分析

评价指标 诉讼形式	A. 获赔投资者占 受损投资者的比例	B. 投资者获赔金额占 其损失的比例	C. 违法者被提起 诉讼的比例	D. 纠纷解决的 时间（月）
美国退出制 集团诉讼	高	极低	高	较短
	约 67%	约 1-6%	每百家上市公司年均遭受 诉讼数量在 2.34-4.51 次	中位数 11.8 平均数 15.7
中国台湾地区 公益机构提起 的诉讼	较低	较高	低	长
	平均每个案件 649 人	8%-93% 执行情况不同	每百家上市公司年均 遭受诉讼数量 1.58 次	42.9
中国大陆由律师 提起的诉讼	低	较高	低	较短
	5%	20-80% 个案情况不同	每百家上市公司年均遭受 诉讼数量 0.33-0.63 次	中位数 11.7 平均数 13.5
中国大陆特别 代表人诉讼	高	高	低	短
	近 100%	近 100%	2 起	7-8

从美国的实践来看，律师有很强的营利动机，集团诉讼提起的比率非常高。学者的研究显

〔10〕 参见章武生：《我国证券集团诉讼的模式选择与制度重构》，载《中国法学》2017 年第 2 期，第 293 页。

〔11〕 参见邓峰：《反垄断民事诉讼机制的当下选择》，载《中国应用法学》2022 年第 5 期，第 71 页。

示,每百家上市公司年均被提起诉讼的数量在 2.34-4.51 次,其中 2023 年的数据是 3.4 次,^[12]通过和解的结案速度较快,中位数是 11.8 个月。和解结案在实践中比例高达 87.6% 左右,在这些案件中,67% 原告得到赔偿,^[13] 平均赔付率是投资者损失的 1%~6%。^[14] 美国集团诉讼提起频率高,受偿的投资者覆盖面宽,和解的速度较快,但投资者获得的赔偿金额很低。

从我国台湾地区的实践来看,由政府背景的非营利组织投资者保护中心(以下简称“投保中心”)提起的证券诉讼,平均每年 15 起,每百家上市公司年均被提起诉讼的数量 1.58 次,每个案件的参与人数为 649 人。^[15] 对原告的赔偿,胜诉案件判决的金额能达到诉讼请求的 93.3%,但由于被告的偿付能力,原告实际拿到的赔偿款是 8% 左右。另外,由于我国台湾地区的诉讼提起大多是以刑事诉讼的提起作为前置条件,从不法行为发生到提起刑事诉讼,平均需要 18.97 个月,投保中心再提起证券民事诉讼到判决确定所需的平均时间是 42.9 个月。^[16] 可见,提起的案件数量有限,受偿的投资者人数有限,诉讼时间长,证券诉讼市场活力不足。

从我国的实践来看,投资者和律师提起的证券诉讼,提起的频次较低,每百家上市公司年均遭受诉讼的数量为 0.33-0.63 次,法院判决的赔偿金个案差别较大,主要集中在提起诉讼请求的 20%~80%,^[17] 通过公开征集参与的投资者人数不多,约占全部受损投资者的 5%,诉讼时长的中位数是 11.7 个月。^[18] 我国常规的诉讼实践情况是提起的案件数量不多,参与诉讼的投资者不多,投资者获赔比例较高,诉讼持续的时间约一年。

我国的特别代表人诉讼实践目前有康美药业和泽达易盛案 2 起,提起率很低。首例康美药业案,由广州中院受理,有 9 名投资者明示退出,52037 名适格投资者获赔总额约 24.59 亿元,

[12] See Cornerstone Research, *Securities Class Action Filings 2023 Midyear Assessment*, Cornerstone, <https://www.cornerstone.com/wp-content/uploads/2023/07/Securities-Class-Action-Filings-2023-Midyear-Assessment.pdf>, last visited on Sep.10, 2023.

[13] See Stephen J. Choi, *SEC Investigations and Securities Class Actions: An Empirical Comparison*, 1 *Journal of Empirical Legal Studies* 27, 27-49 (2016).

[14] 文章从 1993-2004 年十余年间 PSLRA 美国私人诉讼法前后 773 个案例的分析,和解金占投资者损失的比例的中位数是 1-6%,不同类型的首席原告,数值有所不同。在和解金额在 3 百万以下的小额诉讼中,和解金占损失的比例是 1-2%。See James D. Cox, Randall S. Thomas & Lynn Bai, *There are Plaintiffs and There are Plaintiffs: An Empirical Analysis of Securities Class Action Settlements*, 61 *Vanderbilt Law Review* 355, 375 (2008).

[15] 我国台湾地区投保中心自 2003 年成立起至 2020 年年底,共协助投资人进行 268 件诉讼赔偿案件。参见投保中心 2020 年年报,载我国台湾地区“投保中心”网站, <https://www.sipc.org.tw/Event/ebook/mobile/index.html#p=12024>。

[16] 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《台湾地区》《月旦法学杂志》总第 229 期(2014 年),第 81 页。

[17] 文章比较了 2005 年至 2011 年间中国和美国证券民事诉讼的数量,为了保证数据的可比性,采用中美两国当年上市公司总数对数据进行标准化处理,即以证券民事诉讼的数量除以当年上市公司的数量。6.92% 的案件,法院判决损害赔偿超过请求损害赔偿的 80%;在 27.68% 的案件中,投资者实际获得的损害赔偿小于请求损害赔偿的 20%。参见徐文鸣:《证券民事诉讼制度的实证研究》,载《中国政法大学学报》2017 年第 2 期,第 78 页。

[18] See Robin Hui HUANG, *Private Enforcement of Securities Law in China: A Ten-year Retrospective and Empirical Assessment*, 61 *The American Journal of Comparative Law* 757, 769 (2013).



诉讼时间从投服中心 2021 年 3 月开始征集投资者到 11 月作出一审判决, 历时 7 个月。^{〔19〕} 第二起泽达易盛案是特别代表人诉讼首例调解案件, 由上海金融法院受理, 有 26 名投资者明示退出, 以调解方式审结, 7195 名适格投资者获 2.8 亿余元, 从 2023 年 4 月投资者提起诉讼, 7 月投服中心参加诉讼, 到 12 月调解结案, 历时 8 个月。^{〔20〕} 整体而言, 特别代表人诉讼投资者受偿的人数比例和赔偿金额比例接近 100%, 效率很高, ABD 三个指标表现极佳, 但指标 C 提起数量太少。

从上述的数据来看, 在当前的诉讼形式的实践中, ABC 三个指标很难同时高比例地实现, 往往只能实现其中的一个或两个, 指标 D 诉讼效率, 时间过长也会影响效果。为什么诉讼的核心功能救济功能难以较充分实现, 下文将展开讨论。

(二) 证券诉讼救济功能难以充分实现的原因

前文的分析可见, 几个法域当前的证券诉讼形式, 救济功能的实现效果总体不佳。本文将从损害赔偿计算方法、不同法域的市场特点以及制度保障等角度进行分析。

第一, 现行证券市场侵权损失计算方式的科学性与准确性有待提高, 明示退出的制度会放大过错与责任的不对等性。投资者对虚假陈述人提起诉讼的请求权基础属于特殊侵权行为规范。《证券法》第 85 条、第 163 条与《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》(法释〔2022〕2 号) 均按照特殊侵权责任设定请求权基础, 实行因果关系推定, 且投资者不必举证。^{〔21〕} 目前计算投资者损失的方式以欺诈市场理论为基础, 为推定成立交易上的因果关系提供了基础, 解决了投资者很难完成的因果关系举证难题。^{〔22〕} 但该理论是建立在“有效市场假说”的前提下, 在有效市场并不能实现的情况下, 其因果关系推定扩大了对投资人的救济范围, 既包括投资人的范围, 也包括赔偿的金额。在我国的司法实践中, 通过确立虚假陈述的实施日、披露日、基准日几个重要的时间点来推算投资者的损失, 实践也在探索扣除影响股价的其他因素。如上海金融法院委托上海交通大学上海高级金融学院运用多因子计算模型, 通过“收益率曲线同步对比法”对投资者损失进行较精确核定。^{〔23〕} 但对每个案件建立模型并精确地计算, 当前尚难普遍推广。如若采用相对粗略的损失计算方法, 在数量有限的投资者“明示加入”的虚假陈述赔偿中, 被告的赔偿责任相对有限。但若采用“默示加入”的退出制诉讼模式, 针对那些对公司信息毫不关心的投资者也采用这种计算方法,

〔19〕 据广州中院《关于康美药业证券虚假陈述责任纠纷的普通代表人诉讼权利登记公告》, 投服中心于 2021 年 4 月 23 日向中国证券登记结算有限责任公司调取康美药业案权利人名单, 依据登记结算机构提供的数据代表 55326 位投资者向广州中院予以登记, 依本判决, 扣除系统风险后损失金额为正数的投资者共有 52037 人, 获赔总额约 24.59 亿元。其中 50 万元以下的债权部分, 全额现金清偿; 超出部分将以现金、以股抵债、信托收益权等方式予以清偿。参见《投服中心首单特别代表人诉讼一审判决答投资者问》, 载中国投资者网 2021 年 11 月 15 日, https://www.investor.org.cn/rights_interests_protection/rights_protection_service/representative_action/xxxaction/202111/t20211115_523108.shtml。另, 根据判决书的原告判赔明细, 个人投资者占总赔付适格投资者约 98.77%, 其中 50 万以下的个人投资者占总判赔人数约 98.45%。

〔20〕 参见郭燕:《中国证券集体诉讼和解第一案生效》, 载《人民法院报》2024 年 1 月 13 日, 第 3 版。

〔21〕 参见郭锋:《资本市场信息披露双层规范体系的基本构建》, 载《中国法学》2024 年第 3 期, 第 262 页。

〔22〕 参见焦津洪:《“欺诈市场理论”研究》, 载《中国法学》2003 年第 2 期, 第 111 页。

〔23〕 参见阮申正、郑倩:《上海金融法院首创“收益率曲线同步对比法”认定投资者损失》, 载微信公众号“上海高院”2020 年 12 月 29 日。

每次诉讼被自动聚合，赔偿很可能超出了投资者的实际损失，对部分漠不关心的投资者提供了类似炒股失误的保险。虚假陈述行为对资本市场效率、资源优化配置等造成了损害，但损害大小与通过这种因果关系推定计算出来的投资者的“损失”并不等同。^[24] 有学者认为当前有证券虚假陈述民事赔偿巨额化现象。^[25] 当过错与责任的不相当累积到一定的程度，就可能成为压垮上市公司的稻草。

第二，从美国的实践来看，证券集团诉讼难以较充分实现赔偿功能，是因为律师以自身营利为诉讼动力。律师进行风险代理，原告方律师承担着败诉后费用自付的风险，因此更倾向于促成和解，近 90% 的案件以和解结案，律师费提成约为和解金的 25%~30%，通过和解方式结案对于律师而言收入稳定且高效。因此，律师大多放弃了为投资者进行利益最大化的权利争取，而是以拿到和解金提取高额律师费结案为主要目的，对原告利益最大化的动力不足，^[26] 形成了诉讼多而投资者获得赔偿少的现象。

第三，从我国台湾地区的实践来看，难以较充分实现赔偿功能是因为证券诉讼对公益机构的依赖。在投保中心创设之前，我国台湾地区证券诉讼的案例极少，投保中心有效推动了证券诉讼的发展。^[27] 但是由于投保中心人力与物力资源有限，要选择和挑选案例，基本是检察机关提起了刑事诉讼的案件，才会考虑提起证券民事诉讼。当前证券诉讼基本由投保中心提起，市场律师较少参与其中，且是“选择加入”的诉讼。因此证券诉讼并不活跃，市场激励机制不足，损害救济不足。

第四，我国的传统证券诉讼难以较充分实现赔偿功能，是因为投资者诉讼提起率很低，投资者参与比例低。投资者的诉讼维权意识不强，诉讼成本高，程序复杂，结果不确定，以上因素综合形成了救济不足的局面。

第五，我国特别代表人诉讼实现了个案救济的最佳效果，但很难有普适性。当前的两起案例几乎覆盖了全部的适格投资者和损失，但是指标 C 违法者被提起诉讼的比例极低，原因在于：第一，诉讼提起主体的特殊性决定了案件提起的数量不多。公益机构提起的诉讼，公共资源有限，大范围的救济功能很难实现。第二，特别代表人诉讼自动聚合了所有投资者的诉讼，扩大了赔偿范围，索赔总额会数倍于其他的诉讼案件，欺诈市场理论难以化解的困境将被顶格放大。^[28] 如果这种巨额赔付的特别代表人诉讼的案件比例很高，市场可能难以承受。第三，现有的两起案件能高比例赔付，与政府的介入与影响有紧密联系，康美药业案中广东省各方的政策支持和资源投入发挥了重要作用，泽达易盛案的中介机构向证监会申请适用行政执法当事人承诺制度，并缴纳上亿的惩戒性承诺金。但后续的其他案件能否有这些条件充满了不确定性。因此，特别代表人诉讼由于提起的案件数量少，对整个证券市场的违法行为的受害者而言，救济效果很有限。

[24] See Donald C. Langevoort, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud-on-the-Market*, 2 Wisconsin Law Review 151, 182 (2009).

[25] 参见邢会强：《证券虚假陈述赔偿的巨额化与有限社会化的分散机制》，载《东方法学》2024 年第 4 期，第 212 页。

[26] 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》2020 年第 3 期，第 5 页。

[27] See Wen-yue Wang & Jhe-yu Su, *The Best of Both Worlds On Taiwan's Quasi-Public Enforcer of Corporate and Securities Law*, 3 The Chinese Journal of Comparative Law 1, 6-20 (2015).

[28] 参见耿利航：《欺诈市场理论反思》，载《法学研究》2020 年第 6 期，第 146 页。



三、特别代表人诉讼威慑功能的价值重塑

(一) 特别代表人诉讼功能的重新定位：以威慑功能为中心

特别代表人诉讼能较好实现威慑功能吗？侵权诉讼的赔偿，既是人文关怀的救济，同时也是实现威慑的工具，与刑罚有共同的效率逻辑，也影响行动者微观层面理性选择的后果。民事赔偿作为法律责任的组成部分，也具有相当的威慑功能。^{〔29〕}通过威慑违法违规者，阻却尚未发生的行为，从而实现对投资者的保护，维护市场的健康稳定发展。

科菲认为，美国的集团诉讼赔偿效果如此之弱，还要保留该制度的核心原因在于威慑作用，它比公共执行的威慑作用效果好得多。美国证券和解的年平均金额远远超过了公共制裁即民事罚金的金额，威慑效果比公共执行好。^{〔30〕}在我国的相关论述中，也越来越重视威慑功能。证监会发言人指出康美药业案让幕后实际操纵上市公司的作恶者付出沉重代价，实现了“惩首恶”的目标，有利于强化惩恶扬善、扶优限劣的鲜明导向，不断增强市场各方的敬畏之心，共同营造良好市场生态。^{〔31〕}最高人民法院亦表示，对于那些严重损害投资者权益的违法者，不仅要对其“罚得倾家荡产”，更要让其“赔得倾家荡产”。^{〔32〕}专家的研究指出，特别代表人诉讼，与实现赔偿的功能相比，公共资源支持下证券执法行为的首要任务应该是震慑功能。^{〔33〕}美国学者对东亚非营利组织提起诉讼的研究中指出，诉讼的目的在于通过威慑的作用改善公司治理，开创先河。^{〔34〕}可见，特别代表人诉讼以威慑功能为核心的观点越来越受到重视，目前论证尚不充分，下文将以威慑功能为核心展开讨论。

首先，将特别代表人诉讼的核心功能定位为威慑，并不是要弱化我国证券诉讼的救济功能。赔偿救济功能需要进一步加强，这是投资者权益保护的直接方式，但它可以由其他诉讼形式实现，如律师征集的诉讼、示范诉讼等。而特别代表人诉讼对“典型重大、社会影响恶劣、具有示范意义、被告具有一定偿付能力”的案件提起诉讼，有重大的社会影响力，形成威慑和阻却的作用。不同的诉讼在功能实现上各有侧重，共同实现救济和威慑两大功能。

其次，从特别代表人诉讼的实践来看，康美药业案是“刑行民金破”六类型多重交叉的案例，财务造假数据、原告人数和赔偿数额第一，是标杆性案例。^{〔35〕}法院判决康美药业公司赔偿5.2万余名原告投资者24.59亿，由相关责任人员按过错程度承担比例连带责任，该案引起了

〔29〕 参见戴昕：《威慑补充与“赔偿减刑”》，载《中国社会科学》2010年第3期，第130页。

〔30〕 See John C. Coffee Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 Columbia Law Review 1534, 1534–1586 (2006).

〔31〕 《证监会有关部门负责人就康美药业特别代表人诉讼案作出判决答记者问》，载中国证券监督管理委员会网站2021年11月12日，<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1556048/content.shtml>。

〔32〕 刘婧：《保护投资者合法权益，维护资本市场健康发展——相关负责人就〈最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定〉答记者问》，载《人民法院报》2020年8月1日，第4版。

〔33〕 参见同前注〔6〕，焦津洪文，第197页。

〔34〕 See Curtis J. Milhaupt, *Nonprofit Organizations as Investor Protection: Economic Theory, and Evidence from East Asia*, 29 The Yale Journal of International Law 169, 177–178 (2004).

〔35〕 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。

舆论的广泛报道，形成了独董离职潮，^[36]以及中介机构民事责任承担在理论界和实务界的热烈讨论，体现了判决对社会关系的重塑、影响力和威慑力。泽达易盛案是首例涉科创板上市公司，也是注册制上市的首例欺诈发行案件，该公司已强制退市，既对案件当事人形成特定威慑，也对市场其他主体形成普遍性威慑。

不同的功能定位会有不同的制度设计，将特别代表人诉讼的核心功能定位于威慑，在此理念下厘清其制度设计中有争议的问题。当前理论界和实务界几个有争议的问题包括，我国现行仅能由投保机构提起特别代表人诉讼是不是过于保守，是否需要将提起的主体扩大到律师等市场主体，投保机构提起特别代表人诉讼是否会与律师在市场争夺业务，威慑理论可为争议问题提供分析的框架。

（二）威慑理论视角下影响证券诉讼功能实现的因素

法律威慑理论是贝卡利亚在《论犯罪与刑罚》的经典著作里提出的，刑罚有两大目的，一是阻止继续犯罪，二是规训和威慑其他人不要犯罪。^[37]边沁认为人都是具有理性的，会对犯罪行为进行苦乐估算，如果犯罪得到的快乐大于刑罚获得的痛苦，则会犯罪，反之会放弃。因此，需要通过刑罚的痛苦大于犯罪的快乐来实现预防犯罪之目的，同时也从功利主义的角度指出刑罚须遵循经济性原则而保持一定限度。^[38]芝加哥学派的加里·贝克尔开启了用经济学的研究方法来分析威慑理论，在其经典论文《犯罪与惩罚：经济学分析的路径》中构建了理性人选择犯罪的“期望效用模型”（expected utility model），他将犯罪行为作为“理性的经济人”进行分析，认为他们选择实施犯罪行为，是因为其从事犯罪行为的效用大于其从事合法行为的效用，选择犯罪行为的预期效用公式是： $EU = pU(Y-f) + (1-p)U(Y)$ ，其中， EU 代表理性人从事犯罪行为的预期效用， p 代表理性人从事犯罪行为被定罪的概率， Y 表示理性人从事犯罪的收益， f 代表理性人从事该犯罪行为被抓获后受到的处罚。该公式的经济学含义是：理性人选择犯罪行为的预期效用=被抓获的概率*（犯罪的收益-惩罚）+不被抓获的概率*犯罪的收益，其中预期效用 EU 越低，威慑效果就越强。^[39]可见，惩罚的严重程度与被抓获的概率都是影响行为人犯罪选择的重要因素，可以通过提高惩罚的严厉程度和提高制裁的概率，或通过二者间的组合和相互替代来降低违法率，起到威慑作用。美国波斯纳大法官沿用经济学分析方法，对理论进行了发展，他探讨了边际威慑，罪责相匹配的“重罪重罚，轻罪轻罚”是边际威慑发挥效能的前提，对不同危害程度的犯罪行为配置轻重不同的处罚措施，总体上可以让犯罪行为变得更加理性，即罪犯将会对应于犯罪目的，尽可能选择处罚程度低的犯罪。如果盲目增大刑罚制裁程度会导致边际威慑的效能变低甚至消失，适度的刑罚是实现威慑效用最大化的重要因素。^[40]

民事侵权责任与刑罚在威慑效能方面有共通的效率逻辑，包括侵权在内的一切违法行为，

[36] 《5个月870多家！A股掀起独董离职潮》，载微信公众号“中国证券网”，2022年6月3日。

[37] 参见[意]切萨雷·贝卡利亚：《论犯罪与刑罚》，黄风译，北京大学出版社2008年版，第29页。

[38] 参见吴宗宪：《西方犯罪学》，法律出版社2006年版，第51页。

[39] See Gary S. Becker, Crime and Punishment: An Economic Approach, 76 The Journal of Political Economy 169, 177 (1968).

[40] See Richard A. Posner, An Economic Theory of the Criminal Law, 85 Columbia Law Review 1193, 1193-1231 (1985); 李中良：《刑罚威慑理论认知视野转向》，法律出版社2022年版，第12-71页；桑本谦：《法律教义是怎样产生的——基于后果主义视角的分析》，载《法学家》2019年第4期，第3页。



我们可以使用上述理论分析证券民事诉讼的威慑效果。简单地将前文表一的数据与公式关联,我们可以看到,要实现较强的威慑功能,就需要降低上市公司通过实施证券欺诈行为获得利益的期待值EU,其中指标“C.违法者被提起诉讼的比例”可以表征“p.理性人从事犯罪行为被定罪的概率”;指标“A.获赔投资者占受损投资者的比例”与“B.投资者获赔金额占其损失的比例”的乘积与实际赔偿金额的结合,可以表征“f.代表理性人从事该犯罪行为被抓获后受到的处罚”。美国的诉讼提起比例相对较高,赔偿金额很低,但根据该公式的原理,其威慑效果尚可。我国的诉讼比例较低,虽然赔偿金额较高,但在威慑效果上也并没有优势。将上述的理论应用于证券诉讼威慑效果分析,可以得到以下启示。

对于证券诉讼体系,威慑效果的实现,首先,不仅要关注诉讼的赔偿金额,还应关注诉讼提起率指标,提高诉讼提起比例是实现投资者补偿和救济的重要方式,也是增强威慑效果的重要途径。其次,并不是赔偿金额越大越好,过高额赔偿会出现“过责不相当”的新问题,威慑的边际效果会下降,可能出现市场主体的用脚投票离开市场的负外部性。侵权法从救济的角度考虑的是有损害就有赔偿,并不考虑赔偿金额与侵权人的获益之间的关系。而从威慑的角度,当赔偿金额大于获益金额就有威慑效果,就能起到阻却违法的作用。对于侵权行为实施者虚假陈述人的收益,虚假陈述人在一级市场的收益可以大致与投资者的损失等价,但是在二级市场上,虚假行为导致的投资者损失,只有很小一部分为欺诈行为人自己获得,其余部分则被市场上的其他主体获取,如投资者的交易对手方。金融法相对于传统民法,需要从市场效率、市场承受能力等多维度考虑。若只是少数投资人提起诉讼,采用填平损失原则,上市公司尚能承受,且能起到威慑作用。但如果采用代表所有符合条件投资人的退出原则,赔偿的金额过大,可能就会存在过责不相当的问题,会损害资本市场的效率与包容性。

对特别代表人诉讼而言,要起到威慑作用,需要持续地提起诉讼,否则该制度的威慑效果不能持续。但是,赔偿金额并不是越大越好,大于侵权者的收益,精细化的计算投资者损失,都有利于实现威慑效果的最大化。

(三) 特别代表人诉讼提起的中国选择:投资者保护机构的可持续提起

从威慑理论推导,更多的诉讼提起有利于威慑效果的实现,理论上提起诉讼的适格主体越多,可能提起的诉讼就越多。我国现行的《证券法》规定,特别代表人仅能由投保机构提起,制度设计上是否需要考虑在条件成熟时突破该规定,将提起的主体扩大到律师等市场主体呢?

首先,从制度设计的初衷来看,我国将公益机构作为特别代表人诉讼的提起主体,是有中国特色的制度创新,是克服美国集团诉讼内生性制度缺陷的方式。美国的律师以营利为目的,希望通过和解尽快结案,忽视了投资者利益,存在利益冲突,美式诉讼的内在逻辑具有难以调和的矛盾。^[41]如果将诉讼提起主体扩大到市场律师,那么美国集团诉讼的问题就会再次重现。

其次,投保机构既具有公共机构的法律地位,又有私人执法的特殊授权,^[42]其从事诉讼的优点在于,①投保机构不以营利为目的,投保机构的宗旨就是为投资者服务,为投资者的利益最大化行事,而且公益机构专业人士与公益律师,为投资者提供免费的法律服务,投资者只需

[41] 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168页。

[42] 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171页。

要在胜诉时支付法院的诉讼费用。②对诉讼方向的引领。市场提起的诉讼是有天然缺陷的，如对疑难案件的畏难，鲜有提起操纵市场、内幕交易等民事诉讼难度较大的案件；而投保机构可以探索新的诉讼类型，引领市场的发展。③对于典型重大、社会影响恶劣的案例，诉讼效果的聚集。这类案件靠市场本身，不一定能自动聚集，产生有影响力的法律效果与社会效果，需要公共力量的介入来协助实现案件的最佳诉讼效果。

再者，如果将退出制特别代表人诉讼主体扩大到律师，证券市场的承受能力可能会面临极大的压力。退出制下的赔偿金额，大多数公司是难以承受的。美国由律师提起大量的案件，但平均赔付率仅是投资者损失的1%~6%，经协商的和解金额大体是可以承受的。康美药业案成功实现了高赔付率，公司没有破产清算和摘牌退市，有其特殊性。如广东省政府积极协调引入战略投资者，协助中小投资者受偿，确定了“现金+债转股+信托受益权”的债务清偿方式；地方国资广药集团以重整投资人身份向康美药业投入资金总额约为65亿元，为困局提供了出路。^{〔43〕}若可由律师主导提起诉讼，案件数量肯定大幅上升，若没有适当的配套制度，就会超出市场承受能力，较多的上市公司退市或破产，也超过法院的办案承受能力。威慑的目的，不是消灭市场，而是希望能阻却违规，促进市场健康持续发展。因此，本文认为，我国特别代表人诉讼提起的主体不宜扩大化，不仅是现在，而且将来，由法定的投保机构提起即可，这是中国特色制度设计的精要之处。

最后，投保机构提起的诉讼要有可持续性。威慑效果的形成需要案件的数量达到一定的程度，本文不赞成扩大诉讼提起主体的范围，但认为投保机构应常态化可持续地提起诉讼。根据选案标准，条件符合时“当提尽提”，才能更好地起到威慑作用。同时后文将讨论如何在制度设计上顺畅投保机构的诉讼提起机制。

（四）在证券诉讼体系中的地位：是引领而不是替代律师诉讼

特别代表人诉讼制度的另一个争议是，其是否会替代律师在市场征集投资者提起的诉讼？调研发现，有从事维权诉讼的律师事务所认为，投服中心与律所的业务形成竞争关系。^{〔44〕}对该问题的回应需要从我国现有的诉讼体系展开。我国已形成多层次的诉讼体系，如表2所示。投服中心作为公益机构其经费来源是注册资本所生利息，并无其他收入来源。^{〔45〕}投服中心的诉讼工作由维权部开展，专职工作人员10余人，另聘请了兼职的评估专家与证券公益律师，康美药业案提供法律服务的是维权部员工与2名公益律师。特别代表人诉讼需要投入大量的时间、物力与人力，而资源很有限。

表2 我国证券诉讼形式

主体	诉讼形式
律师主导	律师通过市场征集投资者的诉讼、投资者主动提起的诉讼
投服中心参与	特别代表人诉讼、支持诉讼、股东代位诉讼、普通代表人诉讼
法院参与制度创新	普通代表人诉讼、示范诉讼以及上述所有诉讼形式

〔43〕 参见刘磊：《首例特别代表人诉讼康美药业案的几点思考》，载《投资者》（第17辑），法律出版社2022年版，第72页。

〔44〕 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91页。

〔45〕 参见徐明：《证券民事赔偿优先的逻辑、现状与发展》，载《法律适用》2024年第10期，第61页。



我国台湾地区的实践表明,诉讼过于依赖政府的公益机构,效果并不佳。市场的繁荣可以由政府精心设计,但是,需要运用相适应的市场治理术。^[46]公益机构如果成为诉讼市场的主力,可能反而影响诉讼市场的发展。

我国需要多种诉讼形式共同发展以提高诉讼率。市场律师在高额酬金的激励下,有极强的动力盯梢上市公司,成为违规事件的重要发现者。^[47]但市场提起诉讼有缺陷,如对疑难案件的畏难。政府主导的公益组织对诉讼是示范引领功能,^[48]不是替代,才能形成政府与市场的良性互动。这种正外部性已显现,有学者对投服中心的支持诉讼实证研究发现,支持诉讼唤醒了中小股东维权意识,明显提升了民间律师团体的活跃程度,带动了民间股东诉讼的兴起。^[49]其他诉讼创新也在推进中,如示范诉讼,法院在示范判决既判力扩张的基础上,对平行案件进行审理,可以促进适法统一,提升审判效率,节约司法资源,降低诉讼成本,维护当事人合法权益。^[50]各种诉讼形式充分发挥特点,通过功能分工,既可以避免滥诉的弊端,也可以逐步提高诉讼提起率与诉讼效率,共同实现威慑功能和救济功能,逐步形成有中国特色的运行效果良好的证券诉讼体系。

四、特别代表人诉讼威慑功能实现的制度完善

在当前投保机构作为诉讼提起主体的实践中,威慑功能的有效发挥,还面临一些困境,如提起诉讼的障碍,投保机构常态化持续性提起诉讼的动力,以及如何实现追首恶的效果,需要制度进一步改革和完善。

(一) 取消普通代表人诉讼作为特别代表人诉讼提起的前置程序

投保机构提起特别代表人诉讼,要实现较好的威慑效果,需要减少诉讼障碍,便利诉讼的提起。当前将普通代表人诉讼作为特别代表人诉讼的提起的前置程序,为诉讼的提起带来了较大的障碍,需要进行改革。

对于前置程序的法律依据与争议。《证券法》第95条与最高人民法院司法解释对普通代表人诉讼和特别代表人诉讼进行了规定,对两类诉讼间的关系,存在一定的争议。第95条第2款规定了普通代表人诉讼:“按照前款规定提起的诉讼,可能存在有相同诉讼请求的其他众多投资者的,人民法院可以发出公告,说明该诉讼请求的案件情况,通知投资者在一定期间向人民法院登记。人民法院作出的判决、裁定,对参加登记的投资者发生法律效力”;第3款规定了特别代表

[46] 参见[美]斯蒂文·K.沃格尔:《市场治理术:政府如何让市场运作》,毛海栋译,北京大学出版社2020年版,第9页。

[47] 参见郭雳:《注册制下我国上市公司信息披露制度的重构与完善》,载《商业经济与管理》2020年第9期,第97页。

[48] 参见鲁小木、夏雯雯:《投资者保护机构在中国式证券集体诉讼的主体构想》,载《投资者》(第9辑),法律出版社2020年版,第140页。

[49] 参见辛宇、黄欣怡、纪蓓蓓:《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》,载《管理世界》2020年第1期,第69页。

[50] 参见林晓锦、单素华、朱颖琦:《全国首例证券群体性纠纷示范判决解析》,载《证券法苑》(第28卷),法律出版社2020年版,第289页;秦拓、罗娜:《示范诉讼:现实选择与程序完善》,载蒲海涛、邢会强执行主编:《证券法律评论》(2021年卷),中国法制出版社2021年版,第409-434页。

人诉讼：“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。”对第2款与第3款之间的关系，有两种观点，一种认为是递进说，普通代表人诉讼程序是投保机构可以启动特别代表人诉讼的前提。第二种意见是并行说，认为两类诉讼之间不存在严格的先后顺序，特别代表人诉讼可以单独提起。两种观点有一定的争议，支持递进说的人士认为，一是从立法原理上看，《证券法》第95条应该是在《民事诉讼法》（2017修正）第54条的框架下进行设计，证券法不能超越民事诉讼法的基本框架创设新的诉讼制度。二是从程序可操作性的角度，在人民法院没有公告确定权利人范围的情况下，投保机构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确定“翻烧饼”的情况。法院需要对权利人范围进行先行审查，确定适格原告的范围，以保证投保机构征集的投资人范围与法院认定的范围一致。支持并行说的人士认为，用好用足特别代表人诉讼机制符合各方预期，长期以来代表人诉讼制度长期处于休眠状态，现行改革既然要鼓励投保机构提起诉讼，就不应再人为设置障碍。^[51]《最高院证券代表人诉讼规定》第32条第1款对此规定：“人民法院已经根据民事诉讼法第五十四条第一款、证券法第九十五条第二款的规定发布权利登记公告的，投资者保护机构在公告期间受五十名以上权利人的特别授权，可以作为代表人参加诉讼。”该条规定了特别代表人诉讼是法院发布公告的普通代表人诉讼案件的转化，普通代表人诉讼是特别代表人诉讼的前置程序，采纳了递进说的观点。美好的制度构想的实现需要建立在现实可行性的基础上。被认为是“科层制”的证券集体诉讼模式^[52]从当前的实践来看，将普通代表人诉讼设为前置程序给特别代表人诉讼的提起造成了较大的障碍。

设置前置程序的实践困境。①普通代表人诉讼自身实施机制尚未理顺。两年多来，全国仅有10余起案例，在个案的实施过程遇到不少困难。上海金融法院作出了飞乐音响案判决，权利人范围是2.9万人左右，经过广泛宣传后，登记的人数仅为315人。^[53]律师没有动力提起普通代表人诉讼，没有被选定的律师有被解约的风险，律师费落空。另外，被选定的律师后续律师费的确定与落实也有一定的障碍，法院酌定律师费的依据不明确，五洋债案是原告每人2000元，但后续律师费的分配与发放也存在困难，律师的所得有限。^[54]律师不愿意将案件转化为普通代表人诉讼，该制度本身运行艰难。②程序转化的时间难题。《最高院证券代表人诉讼规定》第7条规定，普通代表人诉讼中“人民法院应当在权利人范围确定后五日内发出权利登记公告，通知相关权利人在指定期间登记。……公告期间为三十日”。根据该规定投保机构需要在30天内完成下述的所有程序，第一部分是投保机构的内部与外部决策程序，第二部分是投资者的征集

[51] 参见最高人民法院民事审判第二庭编：《最高人民法院证券纠纷代表人诉讼司法解释理解与适用》，人民法院出版社2021年版，第182-188页。

[52] 参见刘君博：《“双轨制”证券集体纠纷代表人诉讼的阶段化重构》，载《西南民族大学学报（人文社会科学版）》2021年第11期，第79页。

[53] 判决书载明，截至登记期间届满，共有340名投资者符合权利人范围。代表人推选结果公告发布后，58名原告在法定期限内撤回权利登记。一审开庭前，另有33名投资者进行补充登记，判决书适用于315名参加普通代表人诉讼的投资者。律师费用，以人均3,000元为标准。参见魏锋等与上海飞乐音响股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，上海金融法院（2020）沪74民初字第2402号民事判决书。

[54] 参见彭冰：《证券特别代表人诉讼第一案述评——关于康美药业虚假陈述案的程序性分析》，载《金融法苑》2022年第1期，第25页。



工作与报送工作。如此复杂的程序若30个自然日不能完成,则会因超时而不能转化为特别代表人诉讼。③管辖权难题。根据《最高院证券代表人诉讼规定》规定,证券纠纷代表人诉讼案件,由省、自治区、直辖市人民政府所在的市、计划单列市和经济特区中级人民法院或者专门人民法院管辖。特别代表人诉讼案件,由涉诉证券集中交易的证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所所在地的中级人民法院或者专门人民法院管辖。先受理的人民法院不具有特别代表人诉讼管辖权的,应当将案件及时移送有管辖权的人民法院。即普通代表人诉讼可由全国符合条件的中级人民法院受理,而特别代表人诉讼的管辖法院是上海金融法院、北京金融法院和深圳市中级人民法院。如果普通代表人诉讼不是在上述三个法院提起的,其他法院公告的普通代表人诉讼若要转化为特别代表人诉讼,就需要移送管辖权。^[55] 现实中对先受理的法院,从法院的绩效评估,和地方企业保护等考虑,做出同意批准的难度与阻力都很大,除非有上级法院协调。在康美药业案中,广州中院作为普通代表人诉讼的受理法院,案件顺利转化很关键的环节是最高人民法院指定了广州中院作为该特别代表人诉讼的管辖法院,避免了案件移送的问题。若案件转化需要上级法院协调管辖权事宜,则给特别代表人诉讼的提起增加了新的障碍。

但是,如果采用并列说,前文担心的问题是否会出现呢?对于第一个担心,直接提起特别代表人诉讼是否会突破法律框架,《证券法》作为特别法可以直接适用。对于第二个担心,权利人范围认定不一致的问题,在《最高院代表人诉讼规定》第6条规定了权利人范围的现行认定和异议复议程序,对权利人范围进行认定,以法院认定的范围为准。同时,原告和被告也有提起异议的权利。因此,并不构成实施的障碍。而且实践也在探索新的模式,如康美药业案为了确保权利人范围确定的效率,没有采用“公告一审查”模式,而是设计出先行审查的“裁定一公告”模式,有学者认为进一步改革可以吸收投保机构提前介入权利人范围确定程序,这样就可以增加法院在权利人范围确定裁定上的公信力和公正性。^[56]

综上,将普通代表人诉讼作为特别代表人诉讼的前置程序,达不到预期的效果,影响了投保机构提起诉讼的自主权,大大减损了特别代表人诉讼的提起效率。在实践中可能让普通代表人诉讼和特别代表人诉讼都成为摆设,不能发挥持续的制度功能。当然,没有普通代表人诉讼作为“屏障”,投保机构会面临更大的选案压力,选案标准的科学性与公正性就更为重要。但从特别代表人功能实现的角度,需要赋予投保机构更大的自主权,弥补市场机制的不足,对律师有难度和难以启动的诉讼进行突破,而不仅是转化。^[57] 本文建议,对特别代表人诉讼的提起减少不必要的管制,扩宽投保机构提起诉讼的渠道,一种是现行的路径不变,先提起普通代表人诉讼,再转化为特别代表人诉讼;另一种是投保机构按照其选案标准与程序选案,符合条件的案件就可以启动公开征集50名以上投资者的程序,向法院提交特别代表人诉讼的申请。提高投保机构诉讼的提起率,更有效地实现特别代表人诉讼的功能。

(二) 投保机构提起诉讼的可持续动力: 竞争与监督机制

投保机构要可持续地提起诉讼,需要足够的动力与压力。根据公共选择理论,政府或公益

[55] 参见单素华:《证券纠纷特别代表人诉讼相关程序性法律问题分析》,载《投资者》(第12辑),法律出版社2020年版,第68页。

[56] 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111页。

[57] 参见华东政法大学肖宇课题组:《证券特别代表人诉讼实践若干问题研究》,载《投资者》(第18辑),法律出版社2022年版,第63页。

机构也有自我效益最大化的经济人取向，会追求自身利益的最大化，从而使运转成本增高。^{〔58〕}公益组织在运行中可能存在着以下问题：第一，自发失灵，相对于政府失灵和市场失灵，公益组织基于资源的限制，会主动放弃一些本应提起的诉讼。第二，内部治理的困境，公益组织存在代理人问题，所有权人不明确，公益目标难以量化，缺少竞争和监督，组织性质决定了其治理措施效果有限。^{〔59〕}因此，需要通过激励机制与外部压力机制，以克服公益机构内生动力不足等短板，促使其更好地发挥作用。

从激励机制来看，以投服中心为例，其是由交易所和中国结算出资设立的公司法人，由证监会指导管理，属于证监会会管单位。公益机构不以营利为目的，因此对组织的经济激励不太能发挥作用，但对人的激励机制有重要作用。中心的领导，主要是监管机构的干部任职，监管系统的考核机制对他们有重要影响。中心的员工，薪酬奖励和晋升机制对他们的行为有重要的激励作用。公益律师，作为证券领域有声名的专业律师，声誉和公益服务的需求是他们工作的重要动力。对人的激励机制，可以有效地促进投保机构积极履职。

从压力机制来看，可以通过机构竞争、行政监督、司法监督、舆论监督等多渠道多方位实现，以促进投保机构持续性地提起诉讼。

1. 建立投保机构间的竞争机制

《证券法》规定特别代表人诉讼由投保机构提起，目前投保机构有投服中心和投保基金。从当前的实践来看，两家机构有所分工，投保基金主要从事风险处置，当事人承诺金、先行赔付金的发放；投服中心的主要职责包括持股行权、证券诉讼、纠纷解决、投资者宣传与教育等，证券诉讼只有投服中心提起。如果多家机构的参与，可以增加提起案件的数量和范围，同时也可以形成良性的竞争。投保基金可以探索成为诉讼的提起主体，增加提起诉讼的机构，形成机构间的分工与竞争，增加诉讼的提起。

2. 加强对投保机构的监督

（1）行政监督。证监会作为主管机关，对投保机构进行监督，投保机构应向证监会报告特别代表人诉讼相关的重要情况，并在结案后提交专项报告。这种监督还体现在工作人员的任命、考核和收入等方面，对投保机构的行为方式有重要的影响。

（2）司法监督。法院是特别代表人诉讼的受理机构，对投保机构参与的诉讼活动进行审查和监督，发挥司法权的制约作用。法院的审查与监督体现在多个环节，包括对案件是否能提起特别代表人诉讼进行认定。对权利范围的先行审查，法院对被诉证券侵权行为的基本事实进行审查以确定权利人范围。对调解协议的审查，通过召开听证会，对调解协议草案的合法性、适当性和可行性进行审查。对重要诉讼事项的审查，如代表人变更或者放弃诉讼请求、承认对方当事人诉讼请求、决定撤诉的，法院依法裁定是否准许。^{〔60〕}

（3）舆论监督。投保机构代表的是所有适格投资者，涉及公众利益。投保机构应向公众披露诉讼的进展，实现案件进展的透明化。除了选案过程不公开外，一旦确定要提起特别代表人

〔58〕 参见王文字：《台湾地区投资人保护中心的法制与实践》，载施天涛执行主编：《证券法律评论》（2015年卷），中国法制出版社2015年版，第429页。

〔59〕 参见汤欣：《私人诉讼与证券执法》，载《清华法学》2007年第3期，第115页。

〔60〕 参见林文学、付金联、李伟等：《〈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》2020年第28期，第37-41页。



诉讼,就需要将各个时点的重要信息及时向公众公开,接受公众的监督。选案环节不公开的原因在于,上市公司若被选为特别代表人诉讼的对象,影响巨大,构成信息披露的“重大性”标准,可能引起市场波动。信息的公开是保障投资者知情权,行使监督权的重要路径与保障。舆情反馈会影响公益机构的行为,形成激励或带来改进。投服中心在诉讼期间会内部制作《关键时点舆情监测报告》,以实时回应和调整。通过市场评价给公益机构带来行为的动力与压力。

(三) 与股东代位诉讼配合实现追首恶目标

有效地实现威慑,需要责任与惩罚由真正作恶的人来承担。如果将赔偿与诉讼成本由公司承担,无辜的中小股东间接承担这些成本,不公平且威慑效果不佳。科菲认为,美国集团诉讼有威慑效果,但仍效果不足的原因在于,集团诉讼大多数通过和解结案,和解金主要由上市公司和保险承担有关,公司现行股东不公平的承担费用,而真正应受惩罚的参与者却没有付出成本。因此,他建议提高威慑的方法是原告律师对公司真正应惩罚的个人提起诉讼,而不是和解,同时改变董责险的保险惯例。^[61]

我国的特别代表人诉讼能精准实现追首恶的目标吗?虚假陈述案件被告是在虚假陈述中起到主要作用和辅助作用的所有主体,包括上市公司、控股股东、实控人、董监高、中介机构等。根据《证券法》现行的规定,被告间承担过错连带责任,即使法院在五洋案、康美药业案中创新采用了比例连带责任后,赔偿款也是可以由部分主体垫付。在虚假陈述赔偿的实践中,基本上由上市公司垫付,事实是由所有股东包括中小股东承担责任,公司的赔偿成为了对中小股东的“二次伤害”。^[62]康美药业案中,所列被告人数多达20余位,法院判决公司应赔偿投资者损失24.59亿元,同时上市公司原董事长、总经理、会计师事务所以及相关责任人员根据过错程度承担全部或部分连带赔偿责任。该案在广东省各方的协调努力下,揭阳中院对公司控股股东关联方资产进行强制执行,所得款项共计16.41亿元已支付至公司管理人账户,用于冲抵关联方占用公司资金。^[63]同时,司法机关追究原实际控制人等相关责任人的刑事责任,马兴田等被判处刑事责任并处罚金。^[64]康美案对首恶追责的特殊性,并不意味着追责的普适制度的形成,特别代表人诉讼制本身是较难精准追责于实施行为的首恶个人的。

要精准追究违规者的责任,可以通过股东代位诉讼来实现追首恶的效果。新《证券法》中赋予了投保机构提起股东代位诉讼的特定诉讼地位,根据第94条第3款的规定:“发行人的董事、监事、高级管理人员执行公司职务时违反法律、行政法规或者公司章程的规定给公司造成损失,发行人的控股股东、实际控制人等侵犯公司合法权益给公司造成损失,投资者保护机构持有该公司股份的,可以为公司的利益以自己的名义向人民法院提起诉讼,持股比例和持股期限不受《中华人民共和国公司法》规定的限制。”投服中心持有沪深两市全部上市公司每家100

[61] 参见同前注[30], John C. Coffee Jr. 文, 第1534-1586页。

[62] 参见肖宇:《投保机构股东代位诉讼的选案考量因素》,载《投资者》(第16辑),法律出版社2021年版,第189页。

[63] 参见同前注[31]。

[64] 广东省佛山市中级人民法院17日对康美药业原董事长、总经理马兴田等12人操纵证券市场案公开宣判。马兴田因操纵证券市场罪、违规披露、不披露重要信息罪以及单位行贿罪数罪并罚,被判处有期徒刑12年,并处罚金人民币120万元;康美药业原副董事长、常务副总经理许冬瑾及其他责任人员11人,因参与相关证券犯罪被分别判处有期徒刑并处罚金。参见李雄鹰:《康美药业原董事长马兴田等人操纵证券市场案一审宣判》,载新华网2021年11月17日, http://www.news.cn/2021-11/17/c_1128072152.htm。

股的股票，同时不受公司法“连续一百八十日以上单独或者合计持有公司百分之一以上股份的股东”的时间和持股比例限制，因此，可以根据实际需要提起股东代位诉讼。学者认为，当实际控制人以控制公司的方式损害公司利益时，其承担的是事实董事的角色，非控股股东可以通过股东派生诉讼追究实际控制人违反董事信义义务的责任，实际控制人应作为法定的违法行为人之一承担直接责任。^{〔65〕}2023年2月20日上海金融法院受理的投服中心代表大智慧公司诉公司董监高一案调解成功，该案系全国首例投保机构提起的股东派生诉讼，该案最终以公司控股股东全额向上市公司赔偿3.35亿元调解结案。^{〔66〕}

综上，特别代表人诉讼本身不能实现对首恶等责任人的精准打击，其与股东代位诉讼的配合，可以更好地震慑“关键少数”，同时避免了对中小股东的二次伤害，这也是新《证券法》新诉讼制度间相互呼应与体系化的精妙之处。当然，以上只是从民事诉讼威慑作用发挥的角度进行的讨论，威慑作用的发挥还需要依靠行政责任、刑事责任立体化的责任追究体系来实现。

结 语

证券特别代表人诉讼是有中国特色的诉讼制度，投保机构作为代表人提起诉讼，提升了作为弱势方的投资者的诉讼地位，自动聚合了所有符合条件的投资者参加诉讼，回应了证券诉讼实践中的难题，避免了美国集团诉讼滥诉的风险，是值得探索的中国式集团诉讼。侵权诉讼有救济投资者和威慑违规者两大功能，传统民事侵权诉讼将救济投资者作为核心功能，对威慑功能重视不够。实践来看，各法域证券诉讼的救济功能都表现不佳，有的与制度的内生性缺陷相关，有的与提起率低相关。我国特别代表人诉讼应将其核心功能定位于威慑。救济功能则可以通过我国证券诉讼体系中的律师代理的诉讼、示范诉讼、普通代表人诉讼等形式来共同实现。

威慑理论表明，违规者受到的惩罚金额和概率都会影响威慑效果，对首恶的追责也是重要的影响因素。过责相当的威慑效果最佳，不相匹配的过重处罚会使边际威慑效能变低。在威慑功能的定位下，对特别代表人诉讼的制度理念进行厘清，由公益机构提起是中国特色制度创新，是避免滥诉的重要手段，也与我国的市场环境相匹配，不宜扩大到市场主体，但公益机构要持续性地提起诉讼。同时，由于公益机构的人力物力有限，提起的数量有限，对律师等市场提起的诉讼是引领作用，而不是替代作用。在制度的完善方面，应取消将普通代表人诉讼作为提起特别代表人诉讼的前置程序，减少特别代表人诉讼提起的障碍。构建特别代表人诉讼的持续提起机制，可以通过对人的激励，以及对机构的竞争机制和监督机制来实现。特别代表人诉讼可以和股东代位诉讼相互配合向首恶追责，以实现更好的威慑效果。特别代表人诉讼与我国诉讼体系中的其他诉讼方式，共同推动我国证券诉讼救济功能和威慑功能的实现，形成中国特色的诉讼体系优势，促进证券市场的高质量发展，为建设安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场提供司法保障。

〔65〕 参见郑斌：《上市公司实际控制人法律责任的反思与构建》，载《法学研究》2021年第2期，第102页。

〔66〕 《全国首例！投保机构代位追偿董监高，上市公司获3.35亿元全额赔偿》，载微信公众号“上海高院”，2023年2月20日。