

## 我国证券民事赔偿诉讼 方式改革的途径选择

李激汉\*

**摘要:**证券民事赔偿诉讼方式改革要考虑内部动力和外在约束条件。解决投资者组织诉讼中的“集体行动问题”应摒弃美国证券集团诉讼中的“选择性激励”集团律师之手段,积极采取替代性方法。《证券法》修订草案第175~176条忽略了机构代表人的“代理问题”;在通过生效裁判拟制“集团”的基础上大胆引入“退出制”,却忽略了投资者实施“退出权”的保障机制。因此,应尽快对相关内容予以完善,以严控制度运行成本。

**关键词:**证券法修订 民事赔偿 诉讼方式  
改革路径

在《证券法》修订草案(以下简称“草案”)出台之前,我国证券民事赔偿诉讼方式主要限定为两

---

\* 江西宜春学院社会治理中心研究人员,上海交通大学凯原法学院博士后研究人员。本文系作者主持的教育部人文社科规划基金项目《注册制背景下公共执法与私人诉讼动态平衡实现机制研究》(16YJA820027)阶段性成果。

种:单独诉讼和共同诉讼。<sup>[1]</sup>在这些诉讼方式适用过程中,分散投资者通常会因为“集体行动问题”而陷入诉讼不经济的困境,而上市公司却天然地享有诉讼方面的规模优势。<sup>[2]</sup>如果不重视“集体行动问题”的解决,证券民事赔偿诉讼当事人双方力量对比悬殊、原告举证困难、管辖上难以兼顾所有受害人利益等现状很难得到改变。因此,随着我国股票发行注册制的推进,改革现有证券民事赔偿诉讼方式的需求已经十分迫切。<sup>[3]</sup>但是,选择何种证券民事赔偿诉讼方式的改革路径才适合我国国情,目前在理论上仍存在较大争议,<sup>[4]</sup>实践中也缺乏系统性的见解。<sup>[5]</sup>本文首先对当前改革证券民事赔偿诉讼方式的内部动力和外部约束展开分析,然后试图在此基础上提出解决“集体行动问题”的具体立法路径。

## 一、我国证券民事赔偿诉讼方式改革的动力

《证券法》作为商法的重要分支,具有一定独立性。如果一味地按照一般的逻辑去建构其规则,显然难以适应证券市场复杂的商事环境。例如,《证券法》中的交易恒定规则就与《合同法》的合同效力规则就存在较大差异。与《民事诉讼法》的关系也一样,所谓证券民事赔偿诉讼

---

[1] 最高人民法院2003年1月9日发布的《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条规定:“本规定所涉证券民事赔偿案件的原告可以选择单独诉讼或者共同诉讼方式提起诉讼。”

[2] 陈楚钟:《集团诉讼抑制集体性虚假陈述》,载《理论月刊》2007年第11期。

[3] 虽然股票注册制目前被暂缓,但实施注册制无疑是未来证券发行制度改革的主要方向。

[4] 目前,对于证券民事赔偿诉讼方式的改革,学界有两种几乎对立的观点。章武生教授主张积极借鉴美国集团诉讼“退出制”,而范愉教授则主张谨慎借鉴美国集团诉讼“退出制”。参见范愉编著:《集团诉讼问题研究》,北京大学出版社2005年版,第450页;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。

[5] 全国人大在《2015年〈证券法〉修订草案说明》中仅仅提到完善股东派生诉讼和代表人诉讼制度。对其背后的改革则语焉不详。由于草案尚未获得通过,实务界对此规定亦尚无回应。

方式改革,并不是简单地将《民事诉讼法》的相关规定予以重述,而是要根据证券市场法治发展的内在诉求,在《证券法》上建立“特事特办”规则,以使相关规定与证券纠纷解决的特点完美结合起来。

### (一) 股票发行注册制改革对证券民事赔偿诉讼方式改革的推动

证券民事赔偿诉讼方式作为证券法私人执行的重要制度,在股票发行注册制推行后面临巨大的改革压力,因为证券发行管理制度正好处在证券交易监管的前端(事前执行),而证券民事赔偿诉讼方式的相关制度恰恰处在交易监管后端(事后执行)。如果政府为了实现企业发行证券市场化而推行注册制,那么,随着监管重心的后移,基于对政府监管资源有限性的考虑,立法必然会增强民事赔偿诉讼方式对《证券法》中相关民事责任规则的执行能力,以形成对公共执法的有力补充。

目前各国政府管理证券公开发行的方式大致有审批制、核准制与注册制三种,其中审批制与核准制强调的是政府对证券发行的监管,而注册制则更倾向于市场约束和行政监管相结合。“推进股票发行注册制改革,其本质是以信息披露为中心,由市场参与各方对发行人的资产质量、投资价值做出判断,发挥市场在资源配置中的决定性作用。”〔6〕从发行人的角度看,核准制和注册制的主要区别在于申请发行条件不同。核准制要求发行人除了公开有关信息,还需要财务、业务达到一定标准,并获得主管机关核准后才能发行证券;而在注册制下,“发行人却无须具备一定的财务、业务条件,只要按照规定申请注册并公开有关信息,如果主管机关在一定期间内未表示异议,发行人即可发行证券”〔7〕从证券监管的角度看,两者的主要区别在于政府对发行的管理方式不同。前者一般通过发审会核准程序直接控制证券发行的数量和节奏;而后者则通过注册程序来确保投资者能够获得必要的投资信息。因此,为了保证发行人诚信地提供投资者所需的重大信息,注册制的实施还要求有强大的反欺诈制度与之配套。诚如学者评价美国证券

〔6〕 参见全国人大关于《中华人民共和国证券法(修订草案)》的说明(2015年4月20日人大审议版)。

〔7〕 赖英照:《股市游戏规则——最新证券交易法解析》,中国政法大学出版社2006年版,第23页。

法时所言,“为了确保投资者接收到重大信息,当发行人在公开证券市场出售证券时,证券法将注册制度与高标准的反欺诈责任制度连结起来”〔8〕

从上述不同发行制度的比较中可以看出,不同证券发行制度一般对应着不同标准的反欺诈民事责任制度,而不同标准的反欺诈民事责任制度则要求相应民事执行制度与之配合。在审核制和核准制下,政府对企业的发行权进行严格控制,证券监管主要依赖行政和刑事执法,对设定高标准反欺诈民事责任的要求相对较低,因此对《证券法》中设置特别民事诉讼方式来执行反欺诈民事责任规则并不存在紧迫需求。相反,在注册制下,证券发行自主权复归于企业。为了保证企业发行证券符合信息披露的要求,立法必然会强化反欺诈民事责任的威慑功能。这样,通过改革诉讼方式提升执行高标准反欺诈民事责任规则的能力,就变得十分必要。

## (二)上市公司治理转型对民事赔偿诉讼方式改革的要求

上市公司治理转型与《证券法》和《公司法》上的民事诉讼制度之间存在密切关联。法经济学的研究表明,司法机关也是上市公司治理的重要促进方。“投资者作为公司所有者,对法院在经理人受托义务执行中担任一定角色存在确定性期待。司法程序是构成公司完整结构的四大关涉方——证券持有者、董事、经理人和政府(立法、行政和司法)中的关键组成部分。法院应该迅速、清晰、前瞻、稳定,并且经济上保持持续。”〔9〕研究《公司法》上股东派生诉讼的学者也直接指出,“股东派生诉讼确实可起到改善公司治理、增强少数股东权保护之作用。”〔10〕如果民事赔偿诉讼方式的设计无益于诉讼活动效率的提高,那么,通过外部诉讼对公司内部人的压力来改善公司内部治理就仅仅停

〔8〕 Alan R. Palmiter, *Securities Regulation, Examples and Explanation* (Third Edition), Aspen Publishers, 2005, p. 97.

〔9〕 E. Norman Veasey, *Should Corporation Law Inform Aspirations for Good Corporate Governance Practices. or Vice Versa?* University of Pennsylvania Law Review, Vol. 149, 2001.

〔10〕 胡滨、曹顺明:《股东派生诉讼的合理性基础与制度设计》,载《法学研究》2004年第4期。

留在理论上。因此,不同公司治理模式可能对股东诉权的类型以及其实施效果存在不同要求。“市场主导型的英美模式和组织控制型的日德模式是当今世界两种典型的公司治理模式。两种模式在内外外部监控、激励约束相容机制等方面存在着一定的异同。”<sup>[11]</sup>一般情况下,由于组织内部治理能力较弱,市场主导型公司治理模式下的公司治理会对外部并购市场产生严重依赖,而相应地对证券民事赔偿诉讼制度的执行能力也具有较高要求。此时,增强证券民事诉讼的执行能力被认为是为对证券法公共执行提供有力补充。相反,在组织控制型的公司治理模式中,股权集中会自然导致控股人对经理人的控制增强,而外部监控主要依赖债务市场而非股票市场,此时要求花费宝贵司法资源去增强证券民事赔偿诉讼的执行能力,仅从公司治理外部看可能不具备紧迫性。例如,德国公司治理中的共同决定制度(雇员控制监事会一半席位)阻碍了分散持股。“股东面临选择赋予监事会重任(因此强化公司治理结构中‘占半数雇员’的权力)还是学会容忍次级标准(当今世界标准)的董事会治理。面对这种选择,德国公司(即它们的经理和大股东)保持了‘半私有’的大股东治理结构,并且证券市场难以得到发展。”<sup>[12]</sup>在德国这种上市公司治理模式下,如果片面移植美国证券集团诉讼制度来提高私人执行证券法的能力,并不见得明智。因为德国企业组织内部控制力量已经较强,通过增加额外司法成本来强化私人执行实现公法目标可能得不偿失。从分散投资者较少的实际情况看,德国通过优化民事赔偿诉讼制度设计来加强对分散投资者的保护,远远没有美国等国家那么紧迫。

我国资本市场建设初期,上市公司的国家或者家族控制严重,股权集中度较高。上市公司治理模式偏向于组织控制型。经过长期的改革,特别是股权分置改革、机构投资者的发展等,公司股权已经出现分散化趋势。虽然在我国目前的国情下,适度集中、相互制衡的股权结构

---

[11] 姚益龙、姚莉:《美英—日德公司治理模式比较——兼论中国民营企业的治理结构》,载《中山大学学报论丛》2003年第2期。

[12] Mark J. Roe, *German Codetermination and German Securities Markets*, Columbia Journal of European Law, Vol. 5, 1998.

被认为有助于提高企业绩效和增加企业价值。<sup>[13]</sup>但是,适度集中同时也意味着适度分散。“在股权由集中向分散的演化过程中,法律制度是重要的影响因素。法律、规则不仅应在大股东、中小股东、代理人之间合理分配权利,更要有其不敢违背的义务制约,并达到相互监督的平衡状态。对管理者的监督约束主要在董事会与监事会的相关规定中加以强化完善。对中小股东的保护尤为重要,因为我国中小股东极易受到侵害,必须建立全方位多层次的法律体系并赋予其行权的便利,使其具有行使话语权和诉权的可能。”<sup>[14]</sup>如果通过增强证券民事赔偿诉讼执行上市公司治理制度的能力能够促使股权相对分散的上市公司改善其内部治理,那么,在公司治理由组织控制型向市场主导型的转变过程中,立法对相关诉讼方式进行及时改革也就显得十分必要。

## 二、我国证券民事赔偿诉讼方式改革的外部约束

证券民事赔偿诉讼方式作为《证券法》上重要的执行制度,其实际运行除了本身需要有良好的理念和规则外,还要与整个司法体制和证券法执行机制相适应。因此,如果考虑改革证券民事赔偿诉讼方式,必须事先考虑来自现有体制或者运行机制的约束因素,<sup>[15]</sup>否则,改革将难以达到预期目标。

### (一) 传统司法体制对证券民事诉讼方式改革的制约

在大陆法系国家,制定法具有绝对权威,法官一般不拥有通过案例“创造”法律的权力。法官的主要功能虽然是根据当事人形塑的争议和已有的法律标准对案件进行裁决,但出于法律原则和规则均相对明

[13] 叶敏敏:《后金融危机时代上市公司股权结构变化的动因及效应研究》,载《中国会计学会高等工科院校分会第十八届学术年会(2011)论文集》。

[14] 马立行:《中国公司股权集中度变化趋势及环境条件分析》,载《社会科学》2011年第10期。

[15] 毋庸讳言,诉讼文化也是一个重要的外部约束性因素,但有学者考察后认为,导致美国证券集团诉讼“退出制”负面影响较大的巨额律师费用和好诉文化因素在我国均不存在。因此,本文不再赘述。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。

确之原因,法官的角色整体上是被动的。如果立法为了增强证券民事赔偿诉讼方式的效率而反过来要求大陆法系法官主动承担监督集团律师的职责,那么,法官就很容易陷入滥用司法权的泥潭之中。相反,在英美法系的司法传统中,法官本身可以通过案例创造性地运用法律。如果在制定法上赋予法官主动管理案件的权力,这正好与法官本身的角色相适应。在美国,虽然哈佛大学教授富勒(Fuller)在1957年便提出了“司法的形式和限制”理论,<sup>[16]</sup>认为司法适当的责任范围是对权利声索和罪行指控所提出的问题作出权威决断,法官的功能则在于根据当事人形塑的争议和已有的法律标准对案件进行裁决;而多中心任务(polycentric tasks)则不适合运用司法裁决。但是,1966年修订的《联邦民事诉讼规则》第23条则对此理论并没有完全遵从。为了积极解决集团诉讼中律师与所代表投资者之间的利益冲突,《联邦民事诉讼规则》第23条赋予了法官监督集团律师的特别职能,包括指定集团律师、批准律师和被告方一起提出的和解方案,以及决定律师的报酬和费用等。这种特别职能的赋予使法官是否仍然能够保持中立充满争议,但从国会的态度来看,其并没有因此而认为该条规则存在根本性问题,而只是负责任地对其适用的负面影响进行了修正。为了解决诉讼中存在的律师滥用诉权(abusive litigation)和逼迫和解(coercive settlement)两大问题,国会适时出台了《私人证券诉讼改革法》(1995年)和《证券诉讼统一标准法》(1998年),前一法案对治理滥诉及不正当和解行为产生了积极作用;而后一法案则成功地阻止了律师通过选择法院而规避联邦法律。

美国证券集团诉讼为什么可以突破司法限制性理论而赋予法官特别监督职能?哈佛大学教授蔡斯(Chayes)给出的解释是:如果从司法审判和民事诉讼程序可以作为公共规制庞大系统要素的角度分析,法院和法官介入公法诉讼是可行的,而在不断增长的规制社会中实现正义,这种做法反而是不可避免的。<sup>[17]</sup>这显然公开承认了司法可以支持

---

[16] Lon L. Fuller, *The Forms and Limits of Adjudication*, Harvard Law Review, Vol. 92, 1978.

[17] Abram Chayes, *The Role of The Judge in Public Law Litigation*, Harvard Law Review, Vol. 89, 1976.

“私人诉讼追求公共目标”。因此,美国解决证券直接诉讼中“集体行动问题”的方法与立法要求私人诉讼执行证券法上的公共目标有关,总体上也与其法官拥有一定能动性的司法传统密不可分。这也可以解释,为什么加拿大、澳大利亚、韩国等能够顺利移植美国证券集团诉讼制度,而德国、日本、中国等国则不能直接“依着葫芦画瓢”进行此种诉讼方式的移植。我国属于大陆法系国家,以制定法为法律的主要渊源。如果不顾自身司法体制的约束来一个“东施效颦”,那么,其后果必然令自己难堪。我国也有学者对此提出警告:“迫使没有经验准备的法院去承担保持市场稳定、救济投资者、惩戒造假者和避免国有资产流失等多重甚至冲突目标的市场规制任务,后果可能不仅无助于问题的解决,反而会使法院自身走向崩溃。”<sup>[18]</sup>

如果证券民事赔偿诉讼制度改革过程中仍采取对律师进行“选择性激励”的方法来破除诉讼组织中的“集体行动”问题,那么,立法就不得不考虑现行司法体制的制约或者说局限。因为赋予法官主动监督律师的职能必然会对我国司法体系造成重大冲击,出于对制定法权威地位以及司法中立原则的维护,立法机关也不会轻易允许法官拥有太大的自由裁量权,因此也不会贸然突破司法限制性理论而对律师予以“选择性激励”。

## (二) 现有证券法执行体系对民事赔偿诉讼方式改革的限制

通常情况下,证券法执行体系一般包含四种执行方式:<sup>[19]</sup>(1)政府通过其许可、审查和监管权力执行;(2)法院通过禁令(injunction)和民事或者刑事命令(decree)执行;(3)自律组织如证券交易所和证券商协会通过自律规章执行证券法的规定;(4)私人对违法人提起赔偿诉讼。这四种执行方式各有所长。当对某一种执行制度进行优化时,自然需要考虑与其他执行制度之间的关系,以免发生执行功能重叠或者形成执行漏洞。如果将证券民事赔偿诉讼方式置于整个执行制度系统中,执行制度之间相互配合的要求就是对改革的一种“软约束”。例

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

[19] Misao Tatsuta, *Enforcement of Japanese Securities Legislation*, Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation, North-Holland Publishing Company, 1978.



如,对于尚处于资本市场发展初期的国家而言,法律不明确导致拥有“剩余立法权”的证券监管机关执行更有优势,此时投资者也不会过多依赖对法律明确性要求高的司法机关,践行所谓的“私人诉讼追求公共目标”的改革路径。所谓增强证券民事诉讼的执行能力,并不切实际。<sup>[20]</sup>而对于资本市场发展程度较深且法律制度相对完备的国家而言,其在证券法执行方面往往需要更多投入,因此也亟须利用民事赔偿诉讼来追求公共目标,以补充公共执法的不足。

我国早期“重行轻民”的证券法执行思想之所以广受学者批评,其背后的原因是单纯依靠刑事和行政执法支撑的执行系统已经难以满足证券市场法治发展的需要。随着市场规模的扩大和各种制度的不断完善,整个证券法执行系统“生态”应该实施转型,即单纯依赖公共执行转向私人诉讼与公共执行(包括行政、刑事执法)之间的适当平衡。具体而言,在法律责任方面,“证券行政责任和证券民事责任协调配合、共同作用,是良性证券法律责任实现机制的重要内容”;<sup>[21]</sup>而在执行制度方面,“公共和私人机制可以互相依赖而共同实现有效的证券规制”。<sup>[22]</sup>通过私人诉讼追求公共目标,实际上也是公共执行和私人诉讼两者之间的良性互动,其最终目的仍然是提升整个证券法执行体系的运行效率。

### 三、我国证券民事赔偿诉讼方式改革的路径选择

随着证券市场国际化、市场化改革的推进,我国证券发行、交易和公司治理制度均出现了新的变化;并且,现有司法体制和其他证券法执

---

[20] 以我国为例,在没有《证券法》情况下,证券民事赔偿诉讼无法实施。如1996年发生的我国首例证券民事赔偿诉讼案——刘中民诉山东渤海集团案。该案因为缺乏具体的证券欺诈民事责任规则而最终被驳回起诉。直到最高人民法院2003年1月9日发布《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》之后,证券民事赔偿诉讼有了比较规范的制度性依据,虚假陈述案件才出现大幅度增长。

[21] 周友苏、蓝冰:《证券行政责任重述与完善》,载《清华法学》2010年第3期。

[22] Mary Condon, *Rethinking Enforcement and Litigation in Ontario Securities Regulation*, *Queen's Law Journal*, Vol. 32, 2006.

行方式也都具有自己的特点。因此,证券民事赔偿诉讼方式改革路径的选择既要考虑当前证券法治需要,也要对改革面临的难以短时间予以改变的各种约束条件有所顾及。

### (一)我国证券民事赔偿诉讼方式适用的基本现状

在草案出台之前,《证券法》上并没有单独建立证券民事赔偿诉讼方式。因此,所谓证券民事赔偿诉讼,实际上就是《民事诉讼法》上相关规定在证券诉讼领域的自动适用。1991年《民事诉讼法》颁布以来,其规定的诉讼方式在证券领域的适用大体可以分为三个阶段:第一阶段是1998年《证券法》出台之前,因为证券民事责任规定尚付阙如,《民事诉讼法》上的相关规定在证券领域几乎无用武之地。例如,1996年发生的全国首例证券民事赔偿诉讼案——刘中民诉山东渤海集团案,就是因为缺乏证券民事责任规定而无果而终。在依照《民法通则》上一般过错侵权原则难以处理这种特殊案件的情况下,法院完全可以轻易驳回起诉,将案件拒之于门外;第二阶段是1998年《证券法》颁布到最高人民法院2002年1月15日《股东告上市公司虚假陈述案可以受理的通知》(以下简称《1.15通知》)出台。前者规定了虚假陈述和内幕交易的民事责任,而后者则通知有管辖权的法院可以受理虚假陈述案件。这样,有关虚假陈述的民事诉讼才得以开启,《民事诉讼法》上相关规定也得以在证券领域顺利适用,如“嘉宝实业虚假陈述案”、“红光实业证券民事赔偿案”,均属于首先遭遇受理难而《1.15通知》颁发后很快受理的案件;第三阶段则是在最高人民法院2003年1月9日发布《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》(以下简称《1.9规定》)之后。根据该司法解释第12条、第14条规定,证券虚假陈述案件可以适用单独诉讼和共同诉讼方式(含代表人诉讼)。但是,伴随着许多虚假陈述民事赔偿案件进入诉讼程序,代表人诉讼方式的缺陷也逐渐显现出来。从司法实践角度观察,代表人诉讼方式并不能有效应对证券群体性纠纷的原因主要有两个:一是《1.9规定》对人数不确定代表人诉讼制度的人为限制;<sup>[23]</sup>二是该诉讼方式

[23] 李激汉:《从〈1.9规定〉的实施效果审视其限制证券民事诉讼方式之规定》,载《河北法学》2016年第10期。

本身在应对证券多数人诉讼中的拙劣表现。<sup>[24]</sup>

仔细观察我国证券民事赔偿诉讼方式的发展过程,主要问题在于立法对解决多数人一方组织诉讼中的“集体行动问题”的重要性缺乏足够认识。在草案出台之前,我国对待诉讼方式的态度与其他领域民事诉讼并没有明显不同。<sup>[25]</sup>这恰恰是问题之所在。因为证券交易大部分是“非面对面”的交易,具有明显的“非个体性”(impersonality)。与近代兴起的消费者维权诉讼和反垄断私人诉讼一样,因欺诈交易而引发的证券多数人诉讼由于受害投资者一方比较分散,在组织诉讼时很容易遭遇“集体行动问题”。因此,要求诉讼方式相关制度设计集中解决此类问题的紧迫性应该远远高于其他诉讼领域。最高人民法院《1.9规定》第12条规定证券民事赔偿案件的原告只能选择单独诉讼或者共同诉讼方式提起诉讼,而第14条继续规定共同诉讼的原告人数应当在开庭审理前确定。这两条规定实际上对《民事诉讼法》第54、55条在证券领域的自动适用进行了严重限缩。<sup>[26]</sup>它不仅使得代表人诉讼被限制在人数确定的代表人诉讼;而且,由于大部分投资者并不愿意担任毫无实质权力的代表人(实际上只相当于委托代理人),人数确定代表人诉讼方式也日渐式微。例如,在2003年《1.9规定》颁布一个星期后的首件大型案件——烟台“东方电子案”中,一审法官就直接指出:“众多的代理律师对本案的许多关键问题(如被告的选择、揭露日的确定、系统风险是否扣除、损失如何计算等)存在重大分歧,因此,要取得他们的全部同意采取以一个代表人诉讼来审理全部案件的方法很难实现;虽然有的律所代理了数百个投资者,但由于律师获得了特别授权,所以就该律师所代理案件而言采取代表人诉讼也没有实际意义。”当《民事诉讼法》上多数人诉讼方式在证券领域适用全面“失灵”时,投

---

[24] 章武生:《代表人诉讼制度初探》,载《河南大学学报》1993年第3期;沈庆东:《完善代表人诉讼制度的几个问题》,载《现代法学》1994年第4期;刘磊:《关于我国代表人诉讼制度的经济分析》,载《法商研究》1997年第1期;王福华:《法院的司法能力与代表人诉讼》,载《烟台大学学报》(哲学社会科学版)2006年第4期;吴英姿:《代表人诉讼制度设计缺陷》,载《法学家》2009年第2期。

[25] 所谓没有明显不同,是指没有建立《证券法》上的特别实施机制。

[26] 2012年修订后为第53~54条。

资者远离司法而不能获得诉讼保护也就不足为奇了。

## (二)我国证券民事赔偿诉讼方式改革选择“第三条道路”

上述现状分析说明,我国证券民事赔偿诉讼方式存在的主要问题是立法对解决投资者组织诉讼中的“集体行动问题”重视不够,导致证券多数人诉讼方式在证券领域的适用全面“失灵”。目前解决问题的最好办法当然是借《证券法》重新修订之机会,建立符合证券市场法治实际情况和具有较高运行效率的诉讼方式特别实施机制。然而,对如何解决“集体行动问题”而言,摆在我们面前可供选择的途径可能只有三条:一是继续放任投资者诉讼组织中的集体行动问题,不对《民事诉讼法》上的多数人诉讼方式做任何变通和修改。二是效仿美国证券集团诉讼中“选择性激励”集团律师之手段,通过激励集团律师积极参与案件的调查,以增大投资者获得赔偿的可能。三是摒弃美国证券集团诉讼中“选择性激励”集团律师之手段,积极采取替代性方法破除集体行动问题。结合上面考察的外在约束因素,笔者认为,第三种选择更加适合我国国情,理由是:

第一,继续放任投资者诉讼组织中集体行动问题明显是不可取的。根据前面的论述,这种方法既不能给投资者“走近司法”带来便利,也无法提高诉讼对违法行为的威慑作用。更为致命的是,它不能通过解决投资者组织诉讼中的集体行动问题来增强诉讼活力,也不能满足我国实施股票发行注册制对增强证券民事赔偿诉讼的现实诉求。因此,即使这样做可以防止刺激或者加剧实体裁判中的经济问题,又可以避免引入选择性激励措施或者其他替代性措施可能带来的负面影响,但其不能对增加社会收益做出任何贡献,应该坚决予以摒弃。

第二,效仿美国证券集团诉讼“选择性激励”集团律师之手段十分诱人,但其面临的最大问题是传统司法体制的约束。也就是说,如果对律师或者代表人实施“选择性激励”,只有同时允许法官主动对激励对象实施必要的司法监督才能实现“激励相容”。考虑到我国制定法传统和与之相适应的司法体制,要求法官在裁判活动中主动承担对多数人一方律师或者代表人的行为监督(是否为集团利益行事)职责是不现实的。这样不仅会影响法官的中立裁判,而且可能引发更大的司法腐败风险。就制度改革的成本而言,也没有一个国家因为一种诉讼方

式的改革而推翻其背后的整个司法体制,这无异于对整个社会政治和司法文化宣战。有学者认为,“只要我们制度设计得当,法院就具备应对证券集团诉讼的能力……具体思路是在证券交易所所在地设立专门法院或法庭统一管辖证券集团诉讼案件……”〔27〕笔者不赞成这一观点,因为对集团律师进行监督不是设立几个专门法院或法庭便可以解决的,它需要法律直接赋予法官有违其中立地位的特别监管职权,这在我国是根本不可能做到的。

第三,第三种选择在技术上具有可行性,比较适合我国当前的情况。如上所言,我国在《1.9 规定》颁布后已经在证券代表人诉讼实践中积累了部分经验,并且也基本具备引入“退出制”的技术条件。〔28〕如果借鉴英美两国对集团诉讼进行特别司法规制之经验,在代表人诉讼中采取拟制“集团”措施来破除“集体行动问题”,同样会增加社会收益。当然,这一路径关键之处,就是要避开对律师或者代表人实施“选择性激励”这一特别措施。

总而言之,效仿美国证券集团诉讼“选择性激励”集团律师之手段虽然诱人,但其面临现有司法体制的硬性约束。而这种体制与政治、司法文化等紧密结合在一起,是不可能短时期内予以改变的。因此,要实现制度的“突围”,仍需在原有诉讼模式下采取务实的技术性策略,即坚持自主性改革,积极采取替代性方法破除投资者组织诉讼中的“集体行动问题”。虽然这样对整个证券法执行的贡献十分有限,但比起对整个司法体系可能遭受的巨大冲击而言,明显利大于弊。

#### 四、草案第 175 ~ 176 条的不足与完善

草案第 175 ~ 176 条在照顾我国司法体制的情况下,积极采取替代性方法破除投资者组织诉讼中的“集体行动问题”,体现了一定程度的

---

〔27〕 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。

〔28〕 同上注。

创新。但是,从其设计的解决“集体行动问题”的一般方法来看,仍存在诸多技术性问题值得进一步思考。

### (一) 草案第 175 ~ 176 条的创新与不足

草案对《公司法》中的股东的派生诉讼和《民事诉讼法》中的代表人诉讼在《证券法》中的实施机制进行了特别规定。其核心措施是引入“国务院证券监督管理机构认可的投资者保护机构(以下简称投资者保护机构)”。草案第 175 条规定:“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,国务院证券监督管理机构认可的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。”这一规定直面股东代表人因诉讼没有额外经济激励而不愿提起股东派生诉讼的现实,<sup>[29]</sup>授权象征性持有公司股份的投资者保护机构可以自己的名义为公司的利益起诉。立法的目的显然是要通过引入投资者保护机构来破除诉讼中存在的“集体行动问题”。即如果部分或者全体股东均不愿提起股东派生诉讼,投资者保护机构则可以以自己的名义提起股东派生诉讼。同时,草案第 176 条继续规定:“投资者提起虚假陈述、内幕交易、操纵市场等证券民事赔偿诉讼时,当事人一方人数众多的,可以依法推选代表人进行诉讼。国务院证券监督管理机构认可的投资者保护机构可以作为代表人参加诉讼或者清算程序。人民法院作出的生效判决、裁定,对全体投资者发生法律效力,但明确表示不受判决约束的除外。”这条规定与第 175 条稍有不同,投资者保护机构只能参加诉讼,而不能主动发起诉讼;并且,针对代表人诉讼原有“加入制”的缺陷,该规定巧妙地借鉴了美国集团诉讼中的“退出制”,从而顺利解决了诉讼裁判适用效力范围过于狭窄之问题。

两条规定实际上均根据证券民事赔偿诉讼的特点,以特别法的形式对《公司法》上的股东派生诉讼方式以及《民事诉讼法》上的代表人

---

[29] 虽然 2017 年最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(四)》第 26 条规定,股东诉讼请求部分或者全部得到人民法院支持的,公司应当承担股东因参加诉讼支付的合理费用。但这一规定明确的是公司承担股东合理费用而非对股东的额外激励。

诉讼方式进行了特别补充。其创新点主要体现在两个方面:一是采取替代性制度安排解决投资者组织诉讼中的“集体行动问题”。两条规定均避开对单个股东或者多数人一方代表律师实施“选择性激励”,而以引入投资者保护机构作为诉讼之补充力量。如上文所言,无论是股东派生诉讼还是证券代表人诉讼,诉讼的执行均存在他人轻易“搭便车”而诉讼代表人作为执行者缺乏具体激励之问题。引入投资者保护机构正好可以替代性地解决这一问题。这一修订也从侧面反映了在股票发行注册制的倒逼下,<sup>[30]</sup>立法者已经改变传统“重行轻民”的观念,开始真正重视解决投资者组织诉讼中“集体行动问题”。二是巧妙地在人数不确定代表人诉讼中引入裁判适用的“退出制”。根据最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》(以下简称《民诉解释》)第80条之规定,“人数不确定代表人诉讼中未参加登记的权利人提起诉讼,人民法院认定其请求成立的,裁定适用人民法院已作出的判决、裁定。”这一规定要求裁判的扩张与立案登记制保持一致,理论上可以视为“加入制”。草案则以特别法的形式改变了这一做法。考虑到《民诉解释》第80条既不利于解决既判力问题,也不利于扩张证券代表人诉讼裁判的效力,难以实现诉讼规模经济效应,因此摒弃“加入制”而转采“退出制”。“退出制”是英美集团诉讼中拟制“集团”后所采取的保障当事人单独诉讼权利的特别司法规制措施。<sup>[31]</sup>此次通过全体投资者(除非明示退出)适用代表人诉讼生效裁判的制度安排来拟制“集团”,不但为“集体行动问题”的解决创造了前提条件,而且有利于既判力问题的解决。

总体而言,草案对两种诉讼方式实现了全面创新。这种创新不仅充分照顾了我国证券发行和上市公司治理制度的实际情况,而且避开了我国司法体制难以适应对股东个人或者选定代表人进行“选择性激励”的最大约束条件。但是,在体会两条规定创新举措的同时,我们也应该看到,第175条、第176条仍存在诸多技术性问题。具体而言,主

[30] 草案虽然已经暂缓实施股票发行注册制,但证券发行注册制仍然是未来证券发行制度改革的基本方向。

[31] 李激汉:《英美集团诉讼的特别司法规制——以证券欺诈诉讼为例》,法律出版社2017年版,第62页。

要表现在以下几个方面：

第一，投资者保护机构作为代表人而产生的“代理问题”如何解决？两条规定虽然成功引入投资者保护机构用于破除“集体行动问题”，但引入投资者保护机构本身亦会引发另一问题，即如何解决该机构与被代表的投资者之间可能发生的利益冲突问题。上面提到，只有建立能使代表人“激励相容”的制度，才可能从根本上解决诉讼组织中的“集体行动问题”。虽然两条规定中投资者保护机构取得诉讼实施权的方式不同，但除了证监会实施监管外，司法上通过什么方式来控制保护机构自身的机会主义行为却语焉不详。从制度运行的角度讲，解决利益冲突恰恰是引入投资者保护机构作为代表人的关键。毕竟投资者保护机构也存在自身利益。如果其资金来源仍然像我国消费者维权机构一样依附于政府财政或者证券公司和其他社会实体的划拨或者捐赠，那么，如何解决诉讼经费不足以及防止机构本身与被告证券公司或者地方政府自身利益勾连而产生的“代理问题”，立法应进一步予以明确。

第二，两种诉讼与其他执行方式的配合问题。股东派生诉讼中的投资者保护机构因为自身拥有股份，也是名义上的法人股东，因此，没有改变股东派生诉讼的性质。同样，投资者保护机构作为代表人参加证券直接诉讼，也不会改变代表人诉讼之性质。因为投资者保护机构参加的诉讼是受害投资者已经起诉或者实施的诉讼，投资者保护机构不能也不应该以自己的名义进行诉讼，因此，应排除将改革后的诉讼方式纳入公益诉讼范畴之可能。<sup>[32]</sup> 由于证券法上公益诉讼实施机制尚付阙如，修改后的《证券法》并未规定与美国证券集团诉讼或公益诉讼类似的联合诉讼，但是，投资者保护机构作为代表人的诉讼与证监会等行政执法之间如何形成有效配合和协调机制问题，立法应予以考虑。

第三，和解中投资者权益保护和裁判适用中投资者“退出权”的保障问题。在英美集团诉讼中，通过司法确认事先拟制投资者之“集

---

[32] 第55条规定的公益诉讼“只是原则上确认对某些领域中侵害公共利益的行为可以由非直接关系的主体提起诉讼，通过诉讼维护公共利益。”参见张卫平：《民事公益诉讼原则的制度化及实施研究》，载《清华法学》2013年第4期。笔者认为，“参加诉讼”显然不能与“提起诉讼”相混淆。



团”,是对集团律师代表实施“选择性激励”的关键措施。<sup>[33]</sup> 草案虽然采用替代性方法,但如果要扩充代表人的代表范围,也需要拟制“集团”这一前提条件。和美国集团诉讼一样,当受害投资者“集团”被拟制后,其与被告的和解概率会因此增高。此时,如何保护和解中投资者权益问题将相对突出。遗憾的是,草案对此问题尚未有具体规定。另外,特别重要的是,草案第176条虽然规定了“退出权”,但对“退出权”实施的保障机制却陷入了“沉默”。一般而言,若规定退出制,对所有受损投资者的通知义务应该予以严格规定,而第176条对此却只字未提。

## (二)对草案第175~176条规定进一步完善的建议

鉴于草案第175~176条规定存在的上述不足,笔者建议,在草案“三读”完成之前,立法机关可以考虑对以下内容进行补充完善:

首先,应加强对投资者保护机构诉讼实施行为的立法控制。如上文所言,投资者保护机构也可能与其所代表的投资者产生利益冲突。立法应对其作为代表人之行为进行必要的司法规制,以降低诉讼中可能出现的“代理成本”。例如,在草案第167条规定的证券代表人诉讼中,如果因为投资者选不出代表人而由投资者保护机构担任代表人参加诉讼,其诉讼实施权并非由投资者授权,而是直接依据法律规定。此时,代表人已经失去了投资者哪怕最微弱的监督。由于投资者保护机构作为独立法人地位相对独立,如果单纯由证券监管机构来弥补监督真空恐难取得成效。此时该机构的“偷懒行为”或者谋取私利行为一旦泛滥,将严重破坏诉讼的公正性。因此,有必要对投资者保护机构的诉讼实施行为提前做出相应的司法规制措施。

其次,应建立投资者保护机构作为代表人实施的诉讼与证券行政执法之间相互协调的配套机制。如建立证监会与投资者保护机构之间的案件发现合作机制和证据共享机制等。甚至可以在相关法律中明确规定:证监会在行政执法中发现受害人众多并且案件事实已经比较清晰的案件,应当及时通知投资者保护机构作为代表人参与证券直接诉

---

[33] 李激汉:《英美集团诉讼的特别司法规制——以证券欺诈诉讼为例》,法律出版社2017年版,第62~94页。

讼。值得特别提醒的是,因为以何种方式对投资者保护机构进行激励之问题尚不明确,其侦查案件的能力可能与美国集团律师相去甚远。因此,注册制实施后加强证券监督管理机构的执法能力仍刻不容缓。另外,从草案第176条的文义看,投资者保护机构的介入是“可以”而不是“必须”,那么,在人数不确定的证券直接诉讼中,如果出现投资者自己不能选出代表人且诉讼达到一定规模的情况,则应强制规定投资者保护机构作为代表人参与诉讼;否则,这一制度可能因为投资者机构基于自身利益不断推诿而同样陷入实施困境之中。

最后,赋予法院批准和解的特别职能和通知相关投资者“退出”的义务。如上所言,如何在和解中切实保护投资者的合法利益,是草案正式通过后将面临的一个突出问题。为了防止投资保护机构作为代表人与被告私下达成和解损害投资者利益,可以考虑赋予法院批准和解的特别职权,通过法院对和解协议内容的审查充分保护全体投资者的诉讼利益。<sup>[34]</sup>另外,虽然草案中的“退出制”赋予了不愿受证券代表人诉讼裁判约束的投资者以“退出权”,但不能缺乏实施“退出权”的保障机制。退出制本质上也是一种特别司法规制措施,如果缺乏相应保障措施,将对正当程序原则构成挑战。<sup>[35]</sup>立法对此予以弥补的关键措施是在相关规定中同时明确法院的通知义务。例如,在最早实施集团成员“退出制”的美国,在《联邦民事诉讼规则》第23条(c)(2)项中曾明确规定:“对于根据第23条(b)(3)项确认的集团,法院必须向集团发出此环境下最实际可行的通知,包括向所有经过合理努力可以辨认的成员发出私人通知。通知必须使用简单易懂的语言准确、清楚地说明:……法院将把提出‘退出’要求的任何成员排除在集团之外,并说明成员选择‘退出’的期限和方式……”在“退出制”下,基于正当程序原则,通知

---

[34] 有学者亦提出,对于证券诉讼案件,即使和解结案,个人被告的赔偿数额也要由法院根据其责任的程度和可能获益的情况判决或批准,当事人也可以主动承担。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。

[35] 李激汉:《英美集团诉讼的特别司法规制——以证券欺诈诉讼为例》,法律出版社2017年版,第242~244页。

通常是法院的法定义务而非自由裁量权利。<sup>[36]</sup> 对美国《联邦民事诉讼规则》第 23 条中的相关规定,我国立法同样可以灵活借鉴。

## 五、结语

任何制度的改革均要考虑现实条件的约束。新制度经济学奠基人科斯曾提出,“如果将市场交易成本纳入考虑,只有权利的重新安排所带来的产值增加大于引起这一安排发生的相关成本,这一重新安排才会被执行”。<sup>[37]</sup> 在探索证券民事赔偿诉讼方式改革路径过程中,我们不能只看到增强民事诉讼执行证券法能力的现实需求,而忽略现有司法体制对诉讼方式改革的硬性约束。因此,改革整体上应践行“第三条道路”,即积极采取替代性方法破除投资者组织诉讼中的“集体行动问题”。虽然这样对整个证券法的执行的贡献十分有限,但比起对整个司法体系可能遭受的巨大冲击而言,明显利大于弊。《证券法》修订草案第 175~176 条的出台,标志着立法机关已经开始致力于解决“集体行动问题”,但是,其忽略了机构代表人“代理问题”的解决,以及遗漏了投资者实施“退出权”的保障机制。因此,应尽快采取措施对此予以补充和完善。

---

[36] 在美国证券集团诉讼中,考虑到履行通知义务工作的繁重,法院通常指定多数人一方律师执行该项工作,而通知的费用通常作为律师的费用予以扣除。为了避免律师因节省费用而不尽职履行通知义务,法院对律师的工作具有监督职责。

[37] R. H. Coase, *The Problem of Social Cost*, *The Journal of Law And Economics*, Vol. 3, 1960.