

证券代表人诉讼：衍生逻辑、理论阐释与制度塑造

王珍容

贵州大学法学院，贵州 贵阳

收稿日期：2023年6月2日；录用日期：2023年6月16日；发布日期：2023年8月28日

摘要

证券纠纷代表诉讼是新《证券法》为保护投资者合法权益、促进证券市场发展而创设成文的新制度，目的在于实现私权救济、威慑和预防功能。这一制度能否实现其预先设立的目的，需要先在理论上明确衍生逻辑，进一步阐释催生证券代表诉讼的社会现实、法理渊源、职能定位等理论。此外，证券代表诉讼制度的塑造应当从制度类型上明确其区别于其他诉讼，是在此之外创设的新制度；主体设置上以投资者为主体，并调动多元主体参与；在适用条件层面遵循程序规制的前提下，系统化构建具有中国特色的证券民事纠纷解决机制；衔接机制层面当关注行刑与证券代表诉讼的衔接和互动，形成不同规制路径之间的良性互补，并相应提出构建证券公益诉讼这一创新路径。

关键词

证券代表诉讼，公共利益，证券纠纷，市场秩序

Securities Representative Litigation: Derivative Logic, Theoretical Interpretation and System Shaping

Zhenrong Wang

School of Law, Guizhou University, Guiyang Guizhou

Received: Jun. 2nd, 2023; accepted: Jun. 16th, 2023; published: Aug. 28th, 2023

Abstract

Representative litigation for securities disputes is a new system created by the new Securities Law

to protect the legitimate rights and interests of investors and promote the development of the securities market, aiming to realize the functions of private rights relief, deterrence and prevention. Whether this system can achieve its pre-established purpose requires clarifying the derivative logic in theory and further explaining the social reality, legal source, functional positioning and other theories that gave rise to securities representative litigation. In addition, the shaping of the securities representative litigation system should be clearly distinguished from other litigation from the type of system, and it is a new system created in addition to this; The entity setting is based on investors and mobilizes the participation of multiple subjects; Under the premise of complying with procedural regulations at the level of applicable conditions, we systematically construct a securities civil dispute resolution mechanism with Chinese characteristics; At the level of the connection mechanism, attention should be paid to the connection and interaction between execution and securities representative litigation, forming a benign complementarity between different regulatory paths, and correspondingly proposing an innovative path of building securities public interest litigation.

Keywords

Securities Representative Litigation, Public Interest, Securities Disputes, Market Order

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 前言

市场经济的健康发展促使证券市场呈现出一番胜景,市场交易的迅猛态势使得虚假陈述、欺诈客户、内幕交易等证券违法违规行为也层出不穷,证券违法违规行为既损害了投资者的私人权益也侵害了经济市场的管理秩序,具有私权和公权的双重损害性。于此,各国证券市场的规制也是在“私权救济”和“公共执法”两条路径中寻找出路,前者关注补偿,后者关注惩戒,“双轨制”的设置解决了很大一部分的证券纠纷,但也会在投资者信心重建、秩序回归等情形下陷入“双重失灵”的境地,而立足于救济私权,助力公共执法的证券代表诉讼的融入又进一步完善了证券法律规范、回应了实务困境。

我国证券市场呈现出“中小投资者众多的典型散户市场”特征,证券市场中小投资者投资比超 90%,小额多数的主体性质决定了小额分散性证券纠纷占据我国证券纠纷中的绝大多数比重,现如今,“投资者众多、利益分散且标的额总量相对较大”的群体性纠纷特征也开始在证券市场显现,由此就衍生出“证券代表诉讼”,该制度融合了美国集团诉讼的退出机制,借鉴了我国台湾地区团体诉讼中“投保机构”的法律主体,还遵循了民事诉讼法领域的程序规范。为此,我国在 2020 年 3 月正式实施的《中华人民共和国证券法》中以法条的形式明确了“证券代表诉讼”¹,并在同年 7 月颁布的《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》(以下简称《证券纠纷代表人规定》)中明确证券代表诉讼制度的实施细则。随后,深圳市中级人民法院、厦门市中级人民法院等地方法院也陆续出台证券群体性纠纷解决相关规定,并以实务经验不断回应证券诉讼代表人制度。这一系列规范的出现解决了代表诉讼在证券领域的

¹《中华人民共和国证券法》第九十五条 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。

对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。

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。

“休眠”状态，也促使实践不断探索代表人诉讼在证券法领域的适用，避免水土不服，以期能够通过案件的处理为投资者提供司法救济，维护证券市场秩序。

由此来看，借鉴他国经验，立足本国实际，循民事诉讼前迹，构建和完善我国证券代表诉讼，并进一步建立证券领域多元纠纷处理机制是至关重要的，以将这一制度发展成为打击证券市场违法违规行为、完善事后监管的有益举措，能够切实保护投资者利益，为投资者建立合理便捷的维权渠道，并在一定程度上倒逼证券发行人及中介机构遵守法律规定，主动诚实披露，这就必须解明证券代表诉讼的衍生逻辑、阐明其理论基础、明晰其制度塑造。

2. 证券代表诉讼的衍生逻辑

我国证券领域的代表人诉讼制度并不是凭空产生的，是有一定的理论逻辑、经验逻辑和历史逻辑所决定的。“代表诉讼”并不是在经济法领域最先出现，其是在私法救济的民事领域出现和得到进一步发展和完善的，但其在证券法上的适用并不是诉讼制度程序上的简单“嫁接”，而是基于经济法部门的社会本位性质平衡多方利益，立意于公私交织的市场活动下的竞争政策考量，以期于应对市场失灵风险下的市场秩序回归的综合要素。

2.1. 社会本位原则下的多元利益衡平

经济法的社会本位原则追寻的是对社会公共利益的保护，以最大程度地保障人民生存和发展权益。而证券法采用私人权利救济与公共执法并行的“双轨制”执法，尽管解决了诸多的证券纠纷，但“轨道”的划分却给实务带来了操作上的困难，并将私权救济和公共执法割裂开来，其在一定程度上偏离了经济法领域的社会本位原则。“无救济即无权利”，诚然，证券代表诉讼应当解决个体受损害的权益补偿问题，但是代表诉讼不同于一般侵权诉讼，其显现出更强的“群体性”，由此理性的经济人就会选择“抱团取暖”，通过集体诉讼的形式，最高的效率争取最大的利益，平衡群体诉讼多方主体利益。证券代表诉讼一定程度上产生了更多的司法效益，既尽可能保障原告权益，回归私权救济，又降低了司法机关的负担，威慑不法行为，助力公共执法，激励相关主体做出准确的陈述和披露，进而有效地阻止证券违法行为，改善了资本市场的运作和公司治理，因为它提高了投资者可用信息的准确性，提高了分配资本的能力。

证券代表诉讼明确突破民事诉讼法的限制，将“与案件不具备利害关系”的主体通过合法程序获得当事人委托也界定为代表人，进而允许其参与证券代表诉讼，这就使得律师、专业投资人等可以介入证券纠纷解决的过程，更好地保障某一具体受害投资者的权益。其次，证券代表诉讼采用“默示加入、明示退出”的诉讼方式，不仅最大程度将“潜在受害投资者”纳入保护范围，尽可能地保障受害群体的权益，也以“明示退出”的退出机制尊重和保障少部分受害投资者的权益，这是对“已知受害者”和“潜在(未知)受害者”群体的最大保护。此外，证券代表诉讼的作为夯实证券发行注册制度改革的基础配套制度而存在，其设置不仅是在于保护中小投资者的权益，对维护证券市场的交易秩序同样重要，证券代表诉讼不仅仅是对影响较大的个案的规制惩戒和对损害者的利益补偿，而且是对证券交易市场乃至经济市场的一种反向警示，减少不法行为的发生和降低对投资者造成损害的可能性，回应市场秩序的良性发展。综上，证券代表诉讼制度的构建形成了“个体权益 - 群体权益 - 市场秩序(社会公共利益)”的各方利益衡平的、周全的保护体系。

2.2. 公私利益交织下的竞争政策考量

20 世纪 90 年代，面对改革开放引发的巨大经济变革和制度变革，我国经济市场和社会生活均发生

了翻天覆地的变化，群体性纠纷的解决也日益受到关注，1991年颁布的《中华人民共和国民事诉讼法》中明确“代表人诉讼”，但并未深入到证券领域，直至2020年新证券法才以成文的形式将“代表人诉讼”纳入证券法领域，但并未以粗暴的法律移植的方式创设新的诉讼制度，而是巧妙化用民事诉讼法中人数不确定的代表人诉讼以及支持起诉的躯壳，很大程度上减少了滥诉，并以利益驱动和解的可能，尽可能节约资源，其是在民事代表人诉讼的基础和经验上进一步完善而产生的，具有很强的制度经验和实践经验。并且，除开对中国已有“民事代表人诉讼”的继承和发展，其还融合了美国集团诉讼中“默示加入、明示退出”的方式，以此方式保障中小投资者可以相对公平地受偿，甚至起到维护破产秩序的功能，为“小额多数分散”的中小投资者创设了激励制度，降低个别诉讼的风险和不经济性，一定程度上避免了滥诉，提高了市场的整体经济效益。此外，这一诉讼制度的构建和完善不仅是对证券行业的具体规制，而是对整个市场的调控，其并不是一种产业领域的，因为证券纠纷不仅涉及投资者的权益保护，也关系到市场竞争秩序问题，证券代表诉讼制度的构建目的也不仅在于个体投资者的权益保护，也在于市场秩序的保障。

产业政策和竞争政策有共同的理论依据，都是政府干预经济以弥补“市场失灵”的产物[1]，产业政策具有很强导向性和特定性，是一种特定产业指向的政策总和，其适用范围是特定产业或行业，而证券代表诉讼并没有限定产业或者行业，其看似只在证券领域适用，但其是周延至各个产业或行业的，不同于农业、工业这种特定产业或者是新能源这类特定行业。竞争政策是通过维护市场竞争秩序所应当保护的利益和实现的功能，旨在维护市场竞争机制的正常运转，以提高资源配置效率，从而促进经济稳定增长，这种对竞争秩序和市场安全的侧重能够在“证券代表诉讼”中找到例证。经济学家以帕累托最优解释何为效率，以资源配置不会导致任何人的现有处境更差作为衡量制度是否有效的唯一指标，并且有经济法学派学者认为“坚持效率是代表人诉讼的首要价值”[2]，其实不然，效率是证券代表诉讼带来的现实利处，但绝不是首要价值，首要价值应当关注到整个大市场中的竞争秩序和健康发展，因为效率的实现是基于市场资源配置和宏观调控的，除开市场资源配置功能的有效保障，很难谈论效率。证券代表诉讼一方面关注私权救济，兼顾诉讼经济原则，一方面倒逼相关主体继续市场良好的竞争秩序，主动、真实的披露信息，以此来看，证券代表诉讼并不是某一行业领域“助推”，而是为市场投资者权益保护和市场竞争秩序维护发力的竞争政策考量。

2.3. 市场失灵风险下的秩序回归救济

市场失灵是经济社会发展不可避免的问题，毕竟“强式市场理论”更多只是经济学上的理想建构，而非当下社会发展的现实状态，也由此产生了“宏观调控”对市场失灵后及时性的“矫正”，以回归市场配置资源的最佳状态。非对称信息导致市场资源配置的扭曲就是证券市场失灵的外部表现，这也是证券法将信息披露制度贯穿始终的立意之初，并且在“法玛”提出的有效市场竞争理论中“信息公开的有效性”是第一性要件，即要确保每一个证券的全部信息都能够充分、真实、及时地在市场得到公开，唯有确保信息本身是有效的，才能保证投资者作出的判断和实施的投资行为是有效的，才能最大限度地保障市场的有效性，而虚假陈述、内幕交易、操纵市场等诱发证券纠纷大都是源于信息没有有效公开而导致的。以证券代表诉讼的补救与威慑功能来看，其不仅为投资者提供有效的补救措施，弥补亏损，还可以在发挥“惩戒”作用的同时发挥预防功能，以证券代表诉讼倒逼相关主体披露真实、准确、完整、及时的信息可以最大限度地让“违法违规”企业尽快以“正确”身份回归市场，也可以威慑其他主体“合法合规”参与证券活动，最大程度地保障证券市场的良好秩序，促进证券市场健康持续发展。

代理人的败德行为是一种市场失灵的表现。欺诈客户、操纵市场等证券违法行为中就可能涉及证券代理人败德行为，其败德行为将会影响进一步影响市场配置资源的有效性，进而引发市场失灵，市场失

灵的之时就需要宏观调控的介入，但是此时的证券法面对人数多且分散，但涉及单个金额较小但总额较大的证券纠纷显得有些“心有余而力不足”，就个体而言可以民事诉讼实现相对不错的救济，但对市场秩序的回归却很难在民事诉讼中找到出路，毕竟民法是私法领域，更多的关注的是对个体权益的救济和保障，而非以公法的站位考量经济市场的整体发展，这也是经济法是公法、私法，亦或是公私兼容法的讨论之处，暂不论证券法的性质归属，但证券纠纷的解决必然不能只着眼于个体权利救济，而当是需要进一步考量对市场秩序的回归，以保障证券市场的良性运行，代理人的违法行为应当受到规制，以保障投资者的权益，同时，也需要通过对代理人败德行为的规范将市场资源配置拉回正轨，已通过投资者有效投资代理人遵循被代理投资者的意愿进行投资，尊重市场规律，保障市场秩序。

3. 证券代表诉讼的理论阐释

证券代表诉讼的确定和适用是具备相应的衍生逻辑的，并为救济证券纠纷、回归市场秩序提供了新的路径，极大程度地保障了投资者的个体权益，也助益于经济社会持续健康发展，但是其存在的社会现实需求、背后的法理渊源、其职能定位等理论都需要进一步的明确和阐释。

3.1. 社会现实：个体救济的狭隘性

3.1.1. 群体纠纷个案解决的不经济性

群体纠纷的个案解决并不是最佳选择，在古今中外的群体纠纷解决中出现了群体纠纷集中解决的例子，就如源于英国、进一步发展于美国的证券集团诉讼，将群体纠纷尽可能地集中解决是经济效益、司法效益追求下的最优选择，对其采取个案解决的方式呈现出明显的“不经济性”：其一，滥诉导致司法资源浪费。证券代表诉讼不同于一般侵权诉讼，证券纠纷显现出更强的“群体性”，即人数众多且分散、单个投资者损失金额较小、整体涉案金额巨大的特点，在实践过程中就会出现原告松散、诉讼成本高、类似案因累诉等问题，较大程度地浪费了本就紧张的司法资源，时间长、推进难、成效低、成本高等对投资者、司法机关等各方主体都是巨大的考验。由此理性的经济人就会选择“抱团取暖”，以在最短时间争取最多投资者的利益，以避免反复的司法资源浪费。其二，受害者举证困难，维权成本高。经济法的现代性使得证券交易中现代型企业往往占据更多的资本、人力和信息资源，而作为市场投资主体占比最大的散户往往在资源和资金方面都不敌企业，此之间存在明显的信息差，这种信息差不仅关系到投资者投资行为的有效性，也关系到其投资受损之后的维权可能性，证券违法行为可能涉及数以万计的受害者，遭受损害严重的投资者自然会寻求法律的救济而提起个案诉讼，以救济自身受损的权益，而损害金额较小、信息差导致无法第一时间掌握信息的投资者可能会选择放弃维权，因为基于诉讼成本时间成本以及举证困难等现实考量，小额分散的投资者会说服自己这是“投资风险”。企业是证券市场活动中的相对优势方，并且投资者投资行为所依据的正是这些企业公开披露的信息，所以投资者处于较为被动的地位，这种被动地位同样存在于诉讼中的举证阶段，致使投资者维权成本较高。其三，个案救济无法实现社会公益。个案救济关注的是个体权益保障，除开明确的公益诉讼外，基本无法在个案中实现对公共利益的保障，且在我国公益诉讼体系中尚未将个人纳入其中，这就使得在个案占据主要原告地位的“个人”无法通过个案诉讼达致保障公益诉讼的目的，在证券纠纷中众多投资者也会因为提起单独诉讼或共同诉讼成本过高而不得不放弃诉讼救济途径，即便提起的规模性诉讼也因法院分拆案件而致使诉讼程序格外繁琐而选择“退一步海阔天空”[3]，这使得证券市场的法律秩序受到极大破坏，并不利于我国经济发展。

3.1.2. 群体纠纷个案解决的不周延性

群体纠纷的利益受损者远不止一个人，以“个案”形式逐一解决纠纷、弥补损失是不切实际的，这

也在单独诉讼之外催生了共同诉讼和代表诉讼，但是这三种形式的诉讼并没有完美地解决群体性的证券纠纷，尽管民事代表诉讼已然在一定程度上拓展了诉讼主体，并在群体性纠纷的解决上寻找突破口，但是仍然存在“不周延性”：其一，群体纠纷个案解决对相似受损者的不周延。依照以往“一案一立、分别审理”的惯例来说，对资本市场违法行为来讲不痛不痒，且只能维护少部分受害者的合法权益，却要为相似主体和案由付出较高的诉讼成本[4]，在面临实力悬殊的企业，由于举证困难，使得诉讼风险远高于诉讼收益，因此绝大多数受损者都会选择放弃继续维权，纵使个案受损者维权成功，也只是某一“个体”的阶段性胜利，并不能周延到其他受损者，这也是证券纠纷案件难以妥善解决、几乎每个案件都会引起很大社会反响的原因。“默示加入”很好地解决了少数人维权的困境，加上作为特别诉讼代表人的投资者保护机构具有较强专业性和运作成本低等特征，使得诉讼风险降至最低，也能最大程度地实现案件解决的主体周延性。其二，民事代表诉讼程序“加入制”的方式降低了周延性。民事诉讼法中采用的是“加入制”，需要明确通过“登记”才能成为某一群体纠纷解决的“合格参与者”，否则就无法共享此次诉讼的收益，同样也无需承担相应的风险，这对于那些没有及时获取信息的投资者而言是相对不公平的，这部分投资者很大程度上将赶不上此次诉讼的“便车”，这就无法尽可能地涵盖到显性和潜性的受损者，并且其受制于民事诉讼法中有关禁止重复诉讼的规定，他们行权维护个人权益，寻找救济时将会处于更加被动的地步。其三，裁判结果的周延性存疑。依照民事诉讼法的相关规定，法院作出的裁判应当一体化的约束代表人诉讼中的全体成员，且他们不得另行就同样的案件进行单独诉讼、共同诉讼或其他代表人诉讼，就其本质而言，证券代表诉讼的诉讼结果对所有的登记者或视为登记者而言，均无所谓裁判结果的周延性问题，而更多是既判力的适用和落实，毕竟判例并非我国法律的渊源，同案中各个当事人的情况存在相似，但不尽相同，中小投资者群体利益是否会因此受到侵害也没有定论，是否是同一碗水“存疑”[4]。

3.2. 法理渊源：社会经济的市场性

3.2.1. 市场分配对资源配置的基础性

市场是配置资源的基础，同样，对证券诉讼方式的选用也应该更多地交由投资者自由选择，并且应当采用更多“市场化”的资源配置方式，创设“市场化”证券代表诉讼制度，也即将提起证券诉讼的实施权直接配置给投资者，投资者可以以自己的名义提起损害赔偿之诉，并由专业的团队主导诉讼程序的进行，而法院更多的是对代表人选任、和解协议等个别诉讼环节进行确认和监督[5]。首先，由市场配置诉讼方式的选用，将选择权交由受损投资者，通过灵活的方式保障当事人的程序选择权，让其自主根据诉讼成本、预期赔偿金额等自身实际选择个案诉讼、共同诉讼亦或是代表诉讼，并且其可以通过和解或调解达成合意，这有利于上市公司利益相关者获得更为缓和的利益分配方案，客观上促进上市公司的良性治理，这也是提高资源利用率，提升社会效果的一种表现。其次，由市场配置诉讼实施权的具体施用者，证券代表诉讼名义上的诉讼实施权仍然由证券群体纠纷的当事人所拥有，但其可以将实质实施权则可以被转交给律师或投保机构等专业机构。这是市场配置资源的必要导向，专业的事交给专业的人来做，投资者通过对诉讼实施权的转交，以赋予律师、投保机构等参与诉讼的代表人身份，进而以此获取酬金，证券纠纷诉讼代表制度试图实现纠纷的一次性化解，最大程度集合社会各方资源，降低诉讼成本。最后，由市场配置社会成本，证券诉讼代表成员可以通过“明确退出”的制度设计来保障个人意愿，不仅降低了协调成员一致行动方面的成本，也可以基于裁判的扩张力最大程度地保障显性和潜在受损者的权益，而且证券代表诉讼可以有效减少被告应诉的次数，从而降低被告的应诉成本，防止滥诉和累诉，节约个体付出和司法资源，在保障个体权益的同时最大程度地降低社会整体成本。此外，市场化证券群体诉讼主要是对上市公司等被告方提起损害赔偿之诉，侧重对投资者的私益救济，但通过损害赔偿之诉的目的

就是通过填补投资者损失的方式来恢复市场秩序，其呈现出更多的公益性。

3.2.2. 市场秩序对经济发展的促进性

良好的市场秩序是经济社会进一步发展的重要保障，但若要实现社会资源的优化配置，维护市场秩序以促进经济发展，仅仅依靠填补损失这种个人权利救济是无法实现的，在私益损害之外的更大范围，社会对群体纠纷治理规模化、集约化的呼声更大。首先，群体性纠纷表现为私益与公益交错并存。特别是证券纠纷，案情纷繁复杂，主体结构愈加分化，标的额规模愈加扩大，对司法人员的专业性和管理能力提出了更高的要求，调配证券纠纷诉讼过程中多方资源、能动性司法是不可回避的问题，不仅要关注处理结果的个体权益补偿和市场秩序维护，还要关注法律效果和社会效果的统一。其次，群体纠纷的私权救济能够重振市场信心，预防违法犯罪。证券代表诉讼制度有助于降低众多中小投资者维权成本，无需亲自参加诉讼就可获得证券损害赔偿，从而维护其合法权益，强化其投资信心和投资安全感，维护证券市场的良好秩序，并且依据群体纠纷的解决可以使得公共执法的预防性功能得到进一步的实现，对保障市场主体的信心，防范违法犯罪具有重要作用。经济法是发展促进法，经济法视域下构建的证券代表诉讼也同样能够促进经济社会发展，这更多是由证券代表诉讼的“公益性”决定的。最后，群体纠纷解决的正外部性极大地维护了市场秩序。通过证券代表诉讼个案正义实现产生的“正外部性”向社会投递一种威慑和正确的价值导向，实现由群体内部的权益保障向社会外部优化的良性发力，在保障受损者的私益权利，满足纠纷解决及时性与公正性需求的同时将违法违规的企业拉回“正轨”，尽快恢复市场秩序，警示“后来者”合法合规参与证券活动，维护更好的竞争秩序。通过惩治个别违法实现社会联动维权，共同营造市场秩序的良性发展。

3.3. 职能定位：双轨执法的公益性

3.3.1. 证券代表诉讼的私权救济补足性

证券代表诉讼作为诉讼形式之一，最为直接的关键的目的应当是解决纠纷，救济权利，并且，在实践中证券纠纷诉讼方式原则上限定于单独诉讼和共同诉讼之上，尽管人数确定的代表人诉讼能够被采用，但更适应于证券诉讼需要的起诉时人数不确定的代表人诉讼则被排除在外，这也使得证券代表诉讼成为单独诉讼和共同诉讼之外实现私权救济的关键形式，其更多是补足了原有两种私权救济的不足：一是加入制的普通代表人诉讼涉及的权利人范围相对确定^[6]，在新证券法颁布之前，已然有部分律师积极募集投资者的授权，试图以普通代表人诉讼的方式提起证券群体诉讼，以期通过明确加入并授权的方式更好地解决证券群体纠纷，但并未取得良好效果。新证券法中加入制的普通代表人诉讼明确成文，涉及的权利人范围相对确定，能够更好地弥补普通代表诉讼在证券领域的水土不服。二是退出制的特别代表人诉讼将涵盖最广泛的案涉投资者，证券特别代表人诉讼采用“明示退出”机制，原则上法律行为需要有行为人明确的意思表示，而此处例外将投资者的沉默拟制为加入诉讼的意思表示，其合理性主要在于尽可能多地涵盖显性和潜性的受损者，凸显“群体性”色彩，一是符合证券纠纷特别代表人诉讼保护中小投资者利益和威慑违法犯罪行为的制度目的，一方面投保机构根据证券登记结算机构提供的权利人名单代为登记权利，使大量潜在的受害投资者即使未采取任何行动也能获取胜诉成果^[7]。并且将所有未明示退出的适格投资者都将纳入案件管理，极大可能地增加损害赔偿的金额，也降低了团体行动一致的沟通成本，在追求公平正义的同时将司法效益最大化，促进证券群体纠纷一次性解决，这在民事单独诉讼和共同诉讼中是很难实现的。

3.3.2. 证券代表诉讼的公共执法助益性

证券法的目的在于私权的救济，同样关注到了公共执法所追寻的公共利益和市场秩序，证券特别代

表人诉讼不仅关乎当事人利益，还涉及不特定中小投资者合法权益的保护、证券法律秩序的维护等公共利益，如果运用得当可以给社会带来诸多益处：一是补救私权，间接监督。证券代表诉讼通过私人的诉权实现个体权益救济，补救个体的权益损失，且以私人诉权的实现获得被告公司行为是否合法的司法裁决来对其进行间接监督，进一步加强公共执法对监督的效率。此外，能够发挥群体诉讼的规模优势帮助弱势散户与财力雄厚的上市公司公平对抗，以将在证券代表诉讼中得到法律确定的证据材料、案件事实等借用到公共执法中去，降低公共执法成本。二是威慑不法，预防违法。证券代表诉讼不仅可以节约司法资源、提高诉讼效率、利于得出整齐划一的裁判结果，且能够威慑上市公司并帮助弱势群体与大企业之间创造公平的对抗环境[8]。通过“明确退出”机制尽可能涵盖投资受损者，人数规模庞大带来的巨额赔偿请求将对造假的上市公司形成威慑，警示参与经济活动主体合法合规，增强预防性，通过预防功能的实现来降低公共执法的必要性，以实现证券法律制度市场秩序的预防和保护功能。

4. 证券代表诉讼的制度塑造

证券代表诉讼制度的成文并不意味着这一制度的施行有了明确的方向和具体细则，也并非以此就能解决好证券群体性纠纷，针对证券代表诉讼施行的问题及现状，应当从其制度类型、主体设置、适用条件、衔接机制等方面明晰其制度塑造，方能更好地解决实务问题，真正发挥这一制度的价值，实现其目的。

4.1. 制度类型：弥补私权救济，助力公共执法

证券代表诉讼是立法者在应然层面所理想建构的，对其基本功能的预期当是为保护投资者合法权益，降低维权成本，打击证券市场侵害投资者合法权益的违法违规行为，保障证券市场健康发展等，呈现出明显的补救与威慑性，于私而言更多通过损害赔偿实现救济，于公而言更多是通过威慑实现预防。证券代表诉讼不同于民事诉讼领域的个人诉讼和共同诉讼，也只能相类似于民事代表人诉讼，但又不完全相同，民事诉讼法中的诉讼代表人制度更多是着眼于个体纠纷的化解，而非司法制度的创设和市场秩序的回归，这种以个体权利救济为中心的视角决定群体性纠纷解决更多是以填补个体损害为目标，进而从代表诉讼中获得简单补偿，这更多是个体纠纷的简单叠加，司法资源在个案之间的转移，并未考量到对证券市场的警示作用与示范效果乃至经济市场秩序的维护。而证券代表制度则不同，不仅是民事诉讼方式的延伸，更是证券领域的制度创设，这一制度并不仅是弥补其他民事诉讼方式的不足，也是对通过威慑和预防助力公共执法以维护市场秩序。此外，必须明确的是，证券代表诉讼制度并不是国外群体诉讼制度或集团诉讼制度的混合叠加，在制度设计上更多地是回应了本土社会的司法需求[9]，是在面对经济现代化的背景下，群体纠纷不断分化，单独诉讼与共同诉讼不足以解决更深层次的问题，更无法关注到市场的秩序，而衍生的单独诉讼、共同诉讼模式之外的第三种诉讼模式，立意于弥补私权救济，助力于公共执法，由单一的救济功能走向兼顾救济与威慑双重功能的法律制度类型。

4.2. 主体设置：以投资者主导，各方多元参与

诉讼代表人制度的核心主体应当是诉讼代表人，通常来说，也即证券纠纷中的投资者，但新证券法中增设特别诉讼代表人类型，突破民事诉讼法中自然人的限制，将投保机构纳入主体范围，并且证券纠纷特别代表人诉讼突破了关于“代表人必须是案件当事人”的传统认定，确定了投资者保护机构可以基于当事人的委托而取得代表人的法律地位，授予其诉讼代表人的资格是一种突破性的权利升格，这种主体范围的突破对保障投资者权益和维护证券市场秩序具有重大作用，其不但能实现案件审理的集约化和经济化，更重要的是能为中小投资者提供专业的保护，对证券违法行为予以有力地制裁。但是以此为限

的主体范围仍然存在问题：首先，我国“散户”较多，且大多不具备相关专业知识，举证难；其次，在现实社会中我国投保机构数量并不多，而群体性证券纠纷却很多，需求和供给无法相适应；再次，投保机构本身缺乏内生动力，目前尚无相应的激励机制鼓励投保机构积极起诉，甚至呈现出多一事不如少一事的“怠政”心理；最后，投保机构无法支撑主导证券代表诉讼所承担的巨大诉讼成本。以此来看，将投保机构纳入证券代表诉讼代表人主体范围已然是重大突破，但仍然不能实现好证券代表诉讼最初的制度目的，在此基础上可以构建以投资者为主，各方多元参与的主体模式，以投资者为主体，构建完善的投保机构激励制度，以证监会对证券违法行为作出的行政处罚中所收取的罚金补充财政拨款等国有资金以及少量的社会捐赠为续的投保机构，在资金保障的同时在投保机构内部也构建相应的奖励机制。在此之外，还可以在其他主体上寻找一些出路，就如英美法系国家及国际纠纷解决机制中被广泛运用的“法院之友”制度，引入第三方专业知识人员，简单来说就类似于我国专家证人制度，在案件审理过程中，涉及专业问题时可以寻求具有资质的第三方出具鉴定、审计、评估意见，充分发挥专家在代表诉讼中的作用，减少其他领域专业知识对司法的阻力，借助专家证人的力量解决原告在代表诉讼中举证能力相对较弱的问题，以多元主体的参与需求更加公正和更加有效的结果。

4.3. 适用条件：尊重程序规则，追求实体正义

证券代表诉讼的确立追求实体正义，保障投资者权益方面更进一步，也通过群体纠纷解决的威慑和预防性为公共执法助力，在普通代表诉讼和特殊代表诉讼共同作用的基础之外，尊重程序性规则，构建多元化证券纠纷化解方式，完善诉解衔接机制，如此更有利于各方获得更为缓和的利益分配方案，促进投资者的权利保障和企业的良性治理以及实现社会秩序的更佳保障。一是建立证券纠纷和解程序。诉讼和解是民事争议解决方法中最能体现当事人意愿自治的一项重要制度，在民事诉讼法中规定了“双方当事人可以自行和解”，并在代表人诉讼中规定了经被代表的当事人同意的代表人可以进行和解，且在单独诉讼和共同诉讼中均存在和解的可能性，并不能因为经济效益的追求而放弃证券代表诉讼和解处理的可能性，所以在证券代表诉讼中构建和解程序是有必要的。在证券纠纷和解程序中应当注重对投资者权利的保护，加强法院的干预，法院应在尊重投资者的意愿的前提下，主动对原被告达成的和解协议进行审查，而投保机构应当积极主动发挥的作用，积极促成和解，并及时公告，赋予持反对意见的投资者“二次退出”的权益^[7]，和解协议的效力不及于声明退出者，最终法院审查确定和解协议的法律效力。二是健全证券纠纷调解程序。实践中诉调对接机制不畅使得证券调节机制并未发挥预期的效用，目前来看，由于投保机构本身具有纠纷调解的职能且具有公益性的特征，可以将其作为证券纠纷中普通代表诉讼调解程序中的主体之一，调解不成的再移交法院进一步处理。而针对投保机构作为主导提起的证券特别代表诉讼则更多由法院进行调解，在法院调解过程中，可以简化平行案件的审理，对于特别代表诉讼判决生效后，案件各方当事人再次起诉的可以优先适用调解程序，并按照生效的裁决中共通的事实、法律适用标准和处理原则进行调解，不能达成调解的再进行审理。调解过程中投保机构应当尊重投资当事人对实体权利的处分，允许对调解协议持反对意见的投资者退出，尽可能考虑中小投资者的利益诉求，同时发挥机构投资者的辅助和监督作用。三是健全监督制度。无论是采用和解、调解或是开庭审理的方式解决证券群体纠纷，都应当进行全面监督，细化法院对和解、调解过程和内容的审查规则、强化事中监察作用，尊重程序规则，各方及时披露和解、调解相关信息保障相关利益者知情权，以发挥公众全面监督的作用，确保在尊重程序规则的前提下，以多样化的纠纷化解方式追寻实体正义。

4.4. 衔接机制：架梁行刑领域，多方形成合力

目前对证券违法行为的规制方式以行政处罚和刑事判决为主，且我国证券市场的秩序维持更依赖于

证券监管机构的行政执法，一定程度上重刑轻民，重监管轻诉讼。证券市场的有序维持依赖行政执法和刑事处罚，通过惩戒的方式实现市场秩序的恢复和威慑功能及预防功能，但众所周知“重罚”并不是治理的最佳选择，同样是威慑功能和预防功能的实现，不仅可以依赖于行政处罚和刑事处罚，通过对巨额的民事赔偿来填补投资者的亏损，也同样可以揭示企业的“违法成本”，且这一代表诉讼带来了三方面的效益，一是对投资者损害的赔偿，达致私权救济的目的；二是通过民事诉讼的赔偿结果揭示企业的违法成本，矫正其违法行为，恢复市场秩序；三是以此警示“后来者”保持良善，合法合规行事，达到预防的目的。简单地对违反者科处刑罚或者行政处罚对私权的救济是有限的，威慑的效果是存在的，但是否会招致“物极必反”的状态也是无法保证的。以此来看，我国证券领域的秩序维护需要民事执法、行政执法、刑事执法均囊括到制度体系之中进行一体化，并重新构建与推进，形成私权救济和公共执法双轨推进，同时关注证券纠纷多元化解决使诉讼机制与监管机制相衔接[3]。证券代表诉讼制度的确立既关注私权救济，又回应行政执法，其应当架梁到行政和刑法领域，多方形成合力，共同维系有序竞争和市场秩序。

4.5. 创新路径：构建公益诉讼，回应社会本位

投资者代表诉讼是《中华人民共和国证券法》第九十五条第三款在司法实践中的创新性回应，该条款正式在法律层面上确立了“中国式群体诉讼制度”，其以“明示退出，默示加入”为核心，具有较为明显的社会公益性，但并未突破只能由投资者保护机构作为代表人，以接受 50 名以上的投资者委托为前提的制度框架，简单来说其提起诉讼的大为受限的。我国目前的证券代表人诉讼机制适当赋予了投保机构原告资格，可以更好地弥补现行诉讼制度以民事主体的利益为动因、以授权为启动条件之不足，能够对证券市场的主体发挥震慑和预防的作用。但新证券法中投保机构的代表诉讼更多是以“私权”救济为诉求，在私权救济的实现中才会发挥震慑和预防的作用，这就使得在损害尚未发生之时，投保机构无法基于社会公共利益而提起公益诉讼，这对竞争秩序和市场维稳并不利。可以探索构建证券公益诉讼，不以实际损害事实的发生为要求，也可以系事前预防性提起诉讼，可以在证券虚假陈述行为尚未被揭露时提起相应诉讼，要求相关主体及时更正，或针对未来的防范措施提出要求，避免揭露后引发股市的动荡，造成投资者的巨大损失，能够提前遏制违法行为，有效避免不特定利益受损。并且在现有法律条文的设置中，倾向于将证券普通代表诉讼和证券特别代表诉讼设置为递进关系，其实并无需将其有先后之分，投保机构诉讼先行的模式也可以有效降低私益诉讼投资者举证的成本和难度，使得审理更加方便快捷，也可以借用消费领域民事公益诉讼关联私益诉讼期判力扩张的模式，将已认定的事实及部分理由扩张到私益诉讼中，降低后代表证券代表诉讼投资者的取证难度，提高司法效率。

5. 结语

证券纠纷代表诉讼是证券法为保护投资者合法权益、促进证券市场发展所尝试的独特立法设计，其中证券特别代表诉讼则是在原有民事代表人诉讼制度上向前迈出更大的一步，这一制度能否实现其预先设立的目的，真正成为保护投资者和惩戒违法行为的制度利器，需要先在理论上明确其衍生逻辑，应当是包含社会本位下多元利益衡量的理论逻辑，公司利益交织下的竞争政策考量的历史经验逻辑以及市场失灵风险下的秩序回归救济的历史逻辑。此外，催生证券代表诉讼的社会现实法理渊源，职能定位等理论也需要进一步阐释，群体纠纷个案解决的不经济性、不周延性决定了个案解决具有明显的狭隘性，市场分配对资源配置的基础性、市场秩序对经济发展的促进性又回应了证券代表诉讼在成为解决经济纠纷重要制度的必然性，私权救济和公共执法双轨同行下的证券代表诉讼仍然有存在意义，其公益性决定了其对私权救济的补足性以及公共执法的助益性。最后，对于证券代表诉讼的制度塑造，应当从制度类

型上明确其区别于单独诉讼、共同诉讼以及民事代表人诉讼，是在此之外创设的新制度；主体设置上应当以投资者为主体，关注投保机构在特别代表诉讼中的主导地位，并调动专家、律师等多元主体参与；在适用条件层面应当在遵循程序规制的前提下尽可能的构建包括和解、调解在内的其他纠纷解决途径，系统化构建具有中国特色的证券民事纠纷解决机制；衔接机制层面当关注行刑与证券代表诉讼的衔接和互动，形成不同规制路径之间的良性互补，并相应提出构建证券公益诉讼这一创新路径。在今日之中国，我们可以期待在证券监管机构、司法机关、投保机构、证券交易所和行业协会等各方的共同努力下，我国的证券市场投资者保护水平将获得巨大提升，资本市场法治生态环境能够得到不断优化。

参考文献

- [1] 刘桂清. 反垄断法中的产业政策与竞争政策[M]. 北京: 北京大学出版社, 2010.
- [2] 蒋玮. 代表人诉讼的成本收益分析[J]. 攀登: 哲学社会科学版, 2014, 33(1): 101-104.
- [3] 汤维建. 中国特色的证券代表人诉讼[J]. 人民司法, 2020(28): 42-47.
- [4] 杜放. 证券纠纷特别代表人诉讼制度完善之法律思考[J]. 北京政法职业学院学报, 2021(1): 89-94.
- [5] 刘君博. “双轨制”证券纠纷代表人诉讼的阶段化重构[J]. 西南民族大学学报(人文社会科学版), 2021, 42(11): 79-85.
- [6] 毛立琦, 李友根. 论证券特别代表人诉讼程序转换的司法审查[J]. 学习与探索, 2021(10): 79-87.
- [7] 陈雨. 证券纠纷特别代表人诉讼制度研究[J]. 福建金融管理干部学院学报, 2021(2): 23-29.
- [8] 梁庆. 证券代表人诉讼构造之革新——兼评《证券法》第 95 条的完善[J]. 社会科学战线, 2021(5): 274-280.
- [9] 雷桂森. 美国证券集团诉讼“选择退出”规则评析——兼论我国代表人诉讼采用“选择加入”规则的合理性[J]. 山东警察学院学报, 2016, 28(2): 57-63.