

## 中国版证券集团诉讼制度研究 ——以新《证券法》第 95 条第 3 款为分析对象

黄江东 施 蕾\*

**内容提要：**新《证券法》第 95 条第 3 款确立了我国证券民事纠纷领域由投资者保护机构主导的“默示加入、明示退出”集团诉讼制度。美国律师主导的退出制集团诉讼、我国台湾地区投资者保护机构主导的加入制团体诉讼，以及我国香港地区证券监管部门主导的证券民事赔偿制度，均取得了不错的实践效果。我国证券集团诉讼作为一项新事物，存在缺乏相应的程序性设计、投保机构的性质和职责不够明确、律师在集团诉讼中的角色定位不够清晰等不足。结合域外集团诉讼经验和我国具体实际，建议细化证券集团诉讼的案件选取、适格原告登记、原告退出权公告、法院审理判决、赔偿金支付等诉讼流程，明确投保机构公益性质及其诉讼代表人职责，并鼓励律师参与集团诉讼。

**关键词：**证券法 集团诉讼 代表人诉讼

近二十年来，我国证券业取得了巨大的发展，为经济的高速发展提供了广阔的融资渠道，业绩斐然，但是证券领域的违法违规行为相当高发，而且有愈演愈烈之势。原因之一是公共执法监管机构（中国证监会）的人财物有限，很难做到对数千家上市公司以及其他市场参与主体进行实时监管和及时处罚；原因之二是我国法律体系一直以来存在重行政处罚、轻民事赔偿的倾向，针对证券领域违法违规行为的民事诉讼赔偿制度及其执行状况不尽如人意，违法违规成本过低，市场震慑力不足，从而导致铤而走险者数量增多。“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>〔1〕</sup>，在此背景下，探索和完善私人诉讼制度——证券集团诉讼——已是必然选择。2019 年底修订通过的新《证券法》明确规定了证券集团诉讼，但该制度影响面广、牵涉众多，而法律规定本身过于原则，且从域外成熟实施的案例来看也不乏质疑的声音，因此有必要对此进

\* 黄江东，国浩律师（上海）事务所资深顾问，华东政法大学兼职教授；施蕾，国浩律师（上海）事务所律师助理。

〔1〕 Mary Condon, Rethinking Enforcement and Litigation in Ontario Securities Regulation, 32 *Queen's Law Journal*, 33 (2006).

行更加深入细致的研究，进而为该制度的更好实施提供一些有益参考。

## 一、新《证券法》中国版证券集团诉讼制度的内涵及意义

新《证券法》第95条中国版证券集团诉讼是最引人注目的亮点之一，该条亦被称作最“激进”的条款之一，〔2〕该条文如下：

“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。”

如条文所示，新《证券法》第95条第1款规定的是人数确定的代表人诉讼，第2款规定的是人数不确定的代表人诉讼，第3款则规定了代表人诉讼制度框架下的以投资者保护机构（以下简称“投保机构”）为主导的“默示加入、明示退出”的集团诉讼制度。〔3〕前两款代表人诉讼制度原本便在我国《民事诉讼法》第53条和第54条有所确立，而第3款则是对民事诉讼参与方式作出的变革性规定，其改变了2002年《最高人民法院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》〔4〕（以下简称《虚假陈述有关通知》）和2003年《最高人民法院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》〔5〕（以下简称《虚假陈述若干规定》）关于诉讼方式的规定。因此，本文对第95条前两款不作赘述，而着重对第3款的内涵及适用进行分析。

第3款的核心是确立了“默示加入、明示退出”的诉讼参与方式，而投保机构在集团诉讼的提起和运行过程中将起到至关重要的作用。从文义角度进行解释，该制度有如下法律内涵：

1. 只有投保机构才能担任集团诉讼代表人。通常理解，这里所说的投保机构应是专业从事投资者保护的机构，目前我国仅有两家机构具有该主体资格，即中证中小投资者服务中心（简称“投服中心”）和中国证券投资者保护基金有限责任公司（简称“投保基金”）。其他机构如证券

〔2〕 参见《北大彭冰：证券法的立法初心在于既要促进企业融资又要保护投资者》，载 <http://money.people.com.cn/n1/2019/1231/c42877-31530442.html>，最后访问时间：2020年2月16日。

〔3〕 若无特别说明，本文所称“第3款”特指新《证券法》第95条第3款。

〔4〕 《最高人民法院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）于2002年1月15日发布。其中第四点规定：“对于虚假陈述民事赔偿案件，人民法院应当采取单独或者共同诉讼的形式予以受理，不宜以集团诉讼的形式受理。”

〔5〕 《最高人民法院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）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。”

业协会，虽然其法定职责中也包括“维护投资者合法权益”，〔6〕但一般认为证券业协会是证券行业自律机构，而不是《证券法》上所称的“投保机构”。此外，虽然在立法过程中曾有过提议由律师作为集团诉讼的主要发起人，且域外集团诉讼中不乏由律师作为发起主体的做法，但从第3款的表述来看，只提到了投保机构作为诉讼代表人，笔者理解，该款立法本意应是排除了律师作为集团诉讼的代表人。

2. 投保机构需得到50名以上投资者（此类投资者可称为“发起投资者”）的委托后方能启动集团诉讼。发起投资者的人数不能太多也不能太少：若人数太多，会增加集团诉讼发起的难度，有可能使该项制度难以实施；若人数太少则有可能使该项制度不够严肃，启动过于随意，再加之集团诉讼威力巨大，那就很可能放大其负面效果。与此相关的一个问题是：投保机构是主动还是被动接受发起投资者的委托。从字面理解，发起投资者主动委托投保机构，属第3款应有之意。但投保机构是否可以主动征集发起投资者，邀请投资者对其进行委托？这类类似于合同法上的要约邀请。本文认为，法律条文并没有排除主动征集的方式，再结合资本市场上中小投资者普遍存在的“搭便车”心理，应当允许投保机构主动发起征集。

3. 投保机构需向证券登记结算机构确认适格投资者名单，并向法院办理登记。投保机构接受发起投资者委托作为诉讼代表人的，需要确定潜在受害投资者名单，最高效的方式就是向证券登记结算机构申请确认。确定适格投资者名单后，需要向法院办理登记，这是适格原告身份的司法确认程序。与之相关的问题是：法院的确认是形式审查还是实质审查，是否可以拒绝确认。本文认为，证券登记结算机构具有一定公共管理职能，其提供的适格投资者名单具有较强的证据效力，只要符合必要的形式要求，法院无需对名单做实质审查。若被告提出合理质疑、抗辩，再组织双方进行质证。

4. 不愿意参加诉讼的投资者需要以明示的方式作出意思表示，即“默示加入，明示退出”。经法院登记确认后，法院应当发出公告，要求不愿意参加该集团诉讼的适格投资者，在一定期限内明示要求退出，逾期没有作出该等表示的，即视为默示加入集团诉讼。法律行为原则上要有明确意思表示，此处的“默示加入”是否合理？本文认为其应属合理，法理依据主要有两点：一是证券集团诉讼的根本目的是保护中小投资者利益，将该项制度设计为“默示加入”只会有利于、而不会损害广大潜在中小投资者的利益，因为在该项制度下中小投资者无需采取任何行动便可以“坐享”集团诉讼的成果；二是集团诉讼中适格中小投资者可能成千上万，如果仍然按照传统法律原则，要求其一一明示作出意思表示，则将导致诉讼程序旷日持久，无疑将大大降低集团诉讼的效率，使得证券集团诉讼的积极意义大打折扣。

5. 法院作出的判决、裁定将对所有参加登记的投资者发生效力。这是证券集团诉讼的题中应有之义，也是其巨大威力所在。一旦法院作出赔偿判决，被告将承担向所有适格原告赔偿的责任，甚至有可能因此倾家荡产。与此相关的问题是：投资者通过集团诉讼得到赔偿后，若认为其权利没有得到应有保护，是否还可以再行单独起诉。本文认为，投资者参加了集团诉讼，其相应

---

〔6〕《中国证券业协会章程》于2017年6月17日在中国证券业协会第六次会员大会上审议通过，2017年6月28日民政部核准。其第8条规定：“协会依据行业规范发展的需要，行使下列自律管理职责：……（三）推动会员开展投资者教育和保护工作，维护投资者合法权益；……”

的诉讼权利即由其代表人投保机构行使，其本人不应再单独保有诉权。此外，从有效解决证券市场纠纷的角度来看，若仍允许其单独起诉，则有悖设立集团诉讼的初衷，可能使得证券市场纠纷解决机制更加纷乱复杂。因此，本文理解，在证券集团诉讼下，“默示加入”的投资者不得再单独起诉。

新《证券法》确立了以投保机构为主导的“默示加入、明示退出”的集团诉讼制度，既借鉴了域外的经验，又结合我国实际巧妙地突破了传统的诉讼方式。因此，这是一种融贯中西、适合我国国情的新的群体性诉讼制度，其成功之处在于：

一是创新了证券纠纷领域的诉讼制度，回应了现实需求。近年来，我国证券违法案件呈高发态势，以2018年为例，证监会全年作出行政处罚决定310件，同比增长38.39%，罚没款金额106.41亿元，同比增长42.28%，市场禁入50人，同比增长13.64%。<sup>〔7〕</sup>新《证券法》实施后，我国的证券群体性诉讼，既可采用传统的单独诉讼和共同诉讼方式，又可采用代表人诉讼方式，并且可视情况转换为集团诉讼，实现了加入制代表人诉讼和退出制集团诉讼的巧妙融合，无疑是立法上的重大创新。

二是吸收融合了不同法系的成功经验。中国版证券集团诉讼并非简单地照搬照抄某一国家或地区的诉讼制度，而是在充分考虑我国证券资本市场以及既有司法体制的基础上，吸收了退出制集团诉讼和非营利性组织主导的集团诉讼的优点，摒弃了我国证券纠纷排除适用集团诉讼的陈旧观点，借我国法律中原有的代表人诉讼之壳植入了证券集团诉讼之实，形成了中国特色的证券集团诉讼制度。

## 二、域外证券集团诉讼制度及其实践效果

广义上的集团诉讼制度是指一方当事人人数众多，不可能同时参加诉讼，他们基于同一法律问题或事实问题，被视为一个集团，以一个或若干个集团成员作为集团代表人，代表整个集团提起诉讼。<sup>〔8〕</sup>美国是最早以制定法规定集团诉讼的国家，也是发达证券市场中退出制集团诉讼运用最广泛的国家。此外，不少大陆法系国家（地区）也结合本国（地区）的实际，建立了集团诉讼制度。这些国家（地区）的法律制度以及实践效果都为我国证券集团诉讼的实施提供了参考和借鉴，本文选取证券集团诉讼中几个关键问题予以比较分析。

### （一）默示加入还是默示退出

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（即“明示加入、默示退出”）和退出制（即“明示退出、默示加入”）两种模式。退出制还是加入制的选择关乎集团成员的确定方式以及诉讼判决的约束范围，所以它是设计集团诉讼制度时最为关键、最具争议的问题。<sup>〔9〕</sup>

美国采用的是典型的退出制集团诉讼。多年运行实践表明，退出制证券集团诉讼在补偿投资

〔7〕 参见《2018年证监会行政处罚情况综述》，载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201901/t20190104\\_349383.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201901/t20190104_349383.html)，最后访问时间：2020年2月16日。

〔8〕 参见陈志武：《证券集体诉讼在美国的应用》，载《证券法律评论》2002年第2期。

〔9〕 See Deborah R. Hensler, Nicholas M. Pace, Bonnie Dombey-Moore, Elizabeth Giddens, Jennifer Gross, Erik Moller, *Class Action Dilemmas: Pursuing Public Goals for Private Gain*, RAND Corporation, 2000, p. 477.

者损失、提高诉讼效率、威慑违法行为以及强化实体法的实施力度等方面都有着独特的价值与功能。在补偿投资者损失方面,退出制能够保证那些碍于诉讼费用或者缺少诉讼资源而无法提起诉讼的投资者得到补偿。<sup>[10]</sup> 在提高诉讼效益方面,退出制的功能更为突出,大量的证券集团诉讼案件的原告达到了几万甚至几十万,而且地理位置分布十分分散,若实行加入制,则要耗费很高的经济成本和时间成本,而退出制可以一次性解决具有共同争点的大量小额请求,实现权利实现的低廉化和效率化。有学者认为,相较于赔偿投资者损失,退出制证券集团诉讼对未来违法行为的规制与制止价值更为显著。<sup>[11]</sup>

值得一提的是,退出制集团诉讼的核心内容之一是原告投资者选择退出权(opt-out right)的行使。根据美国《联邦民事诉讼规则》(Federal Rules of Civil Procedure),集团诉讼成员享有两次选择退出权:首次选择退出权是在集团诉讼的确认程序阶段,即法院对集团诉讼进行确认时,如果在一定时间内,投资者不提出退出要求,法官在进行集团界定时便自动将投资者包括在证券诉讼集团内,之后作出的判决结果也将直接适用于所有未选择退出的投资者;第二次选择退出权发生在和解阶段,《联邦民事诉讼规则》第23条(e)(3)规定:“在根据第23条(b)(3)批准的集团诉讼中,授权法院有权拒绝批准和解协议,除非和解方案给予集团各个成员一次新的请求退出机会。”正因为美国集团诉讼中集团成员享有两次选择退出权,才增强了集团成员掌控相关诉讼权利的能力,也相应提高了集团成员在诉讼中意思表示的真实性。

集团成员是否可以及时有效地行使退出权,取决于法院是否履行了通知义务。通知程序在集团诉讼制度中具有特别的重要性,其出发点是给予不出庭以及不具名的集团成员以正当程序规则的保护,一方面在更大程度上提升集团诉讼的诉讼效益,另一方面也是集团诉讼的裁判或者和解结果对集团的其他成员产生拘束力的前提。<sup>[12]</sup> 若缺乏通知程序,集团成员的退出权则无从谈起,集团诉讼制度也会失去其独特的价值。

与美国退出制不同的是,英国、欧盟大多数国家、日本和我国台湾地区采用的是加入制集团诉讼的方式。然而,加入制证券集团诉讼在各国(地区)的表现普遍不佳,影响其发挥作用的重要因素在于加入制下当事人需要分别进行登记方能进入诉讼,而证券集团诉讼的当事人居住地相对分散,需要提供的材料或证明的事项较多,实施难度较大,且证券市场上中小投资者基于“搭便车”心理,往往怠于主动行使权利。<sup>[13]</sup> 以英国为例,若受损投资人想成为集团诉讼的一员,其不仅需要自己在列表中增加自己的名字,而且需要证明自己的损失及其他起诉要件。我国证券纠纷的多数人诉讼亦是如此,按照《虚假陈述若干规定》的要求,投资人提起虚假陈述证券民事赔偿诉讼,必须提交以下证据:自然人、法人或者其他组织的身份证明文件(不能提供原件的,应当提交经过公证证明的复印件)、进行交易的凭证等投资损失证据材料,实践中,一般投资者难以或怠于将上述材料准备齐全。

[10] 参见汤欣:《论证券集团诉讼的替代性机制——比较法角度的初步考察》,载《证券法苑》第4卷,法律出版社2011年版,第199页。

[11] See John C. Coffee, Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation, 293 *Columbia Law and Economics Working Paper*, 1534-1545 (2006).

[12] 参见上海市第一中级人民法院课题组:《证券纠纷集团诉讼制度研究》,载 <https://biz.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/jysjs/sseResearch/2003-4/20034d.pdf>, 最后访问时间:2020年2月16日。

[13] 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。

尽管对于加入制和退出制都有支持的观点，但从世界范围内集团诉讼运行的整体效果来看，退出制比加入制在群体权利救济方面发挥着更大的作用。特别是在证券集团诉讼领域，退出制集团诉讼给被告企业（通常是上市公司）带来的威慑力足以使得企业希望尽早与投资者达成和解以“息讼宁人”。

## （二）律师主导、非营利组织主导还是监管部门主导

以诉讼过程的主导者为标准，证券民事赔偿诉讼还可以分为律师主导、非营利组织主导和证券监管部门主导。从理论上讲，集团诉讼必须由权利受到损害的当事人以自己的名义并代表与自己处于相同地位的人向法院自行提出。然而，囿于投资者能力精力财力不足等原因，实践中通常由律师或者非营利组织代投资者发起集团诉讼，甚至由监管部门代投资者追偿损失。

### 1. 律师主导的证券集团诉讼——以美国为例

美国的证券集团诉讼往往由律师发动。原因很简单，因为启动集团诉讼需要投入较高成本，权利受到侵犯的单个当事人不愿意承担该成本，相反，律师愿意将该成本作为取得回报的投资而主动发起集团诉讼。诉讼过程中，律师在征集集团成员、提出起诉要求和起诉理由、选择起诉时机和管辖法院等实质问题上发挥着主导作用。

律师之所以有强烈的意愿和动机主导集团诉讼，与美国特殊的诉讼费用和律师酬金制度密切相关。按照美国的诉讼费用制度，败诉方原则上只需支付诉讼费用，不需要支付对方的律师费用。<sup>[14]</sup> 考虑到诉讼费用在整个诉讼成本当中占比很小，原告败诉时的实际负担主要是己方律师费。而胜诉酬金制的普遍运用，又让原告将支付己方律师费用的诉讼成本转嫁给律师。根据胜诉酬金制，律师可以与原告达成协议，约定倘若胜诉则从被告支付的赔偿金（或者和解金）中提取一定比例（通常是 20%~50%）作为律师费用，败诉的话则分文不取。<sup>[15]</sup> 胜诉酬金制激励了一批活跃于证券市场的专门代理投资者进行诉讼的律师，这些律师每天关注上市公司的信息披露情况和股票的市场表现，一旦发现上市公司信息披露文件存在疑点或股价出现异常波动，就会展开专业调查，如果发现上市公司或其他机构、个人有违法的情况，就立即组织集团诉讼。美国的实践表明，律师等专业人士的积极参与，使得处于弱势地位的中小投资者权益保障更加有力，也使得民事赔偿机制在证券纠纷领域发挥出很强的威慑作用，成为对证券违法行为进行监督的强大力量。

律师主导的证券集团诉讼尽管在促使上市公司遵守法律方面发挥了重要作用，但其自诞生之初就遭到了各种批评。其中最广为诟病的就是“企业家式律师”（entrepreneurial lawyer）问题，<sup>[16]</sup> 即集团律师与集团成员的动机、目标不一致，律师为了自身的利益最大化而不惜牺牲集团成员利益。美国的风险酬金制允许律师可以进行风险代理，而诉讼周期长、诉讼费用高必然会导致代理律师前期投入大、风险大。相应地，胜诉后律师酬金当然也十分高昂。为了能迅速地获得最大化利益，有些律师在和解时往往会做出较大让步，导致被告赔偿金额不足以赔偿所有集团

[14] See Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, The Plaintiffs' Attorney's Role in Class Action and Derivative Litigation: Economic Analysis and Recommendations for Reform, 1 *The University of Chicago Law Review*, 58 (1991).

[15] 参见前引 [14], Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller 文, 第 58 页。

[16] See Myriam Gilles, Gary B. Friedman, Exploding the Class Action Agency Costs Myth: the Social Utility of Entrepreneurial Lawyers, 155 *University of Pennsylvania Law Review*, 115 (2006).

成员的损失。<sup>[17]</sup>“滥诉”和“投机性诉讼”是律师主导的集团诉讼可能存在的最大问题。

## 2. 非营利组织主导的团体诉讼——以我国台湾地区为例

出于司法制度、诉讼文化等原因，东亚国家和地区多采用非营利组织主导的团体诉讼模式，<sup>[18]</sup>我国台湾地区的团体诉讼便是其中一例。

我国台湾地区“立法”机构于2002年通过“证券投资人暨期货交易人保护法”（以下简称“投资人保护法”），并于2003年成立“财团法人证券投资人暨期货交易人保护中心”（以下简称“投资人保护中心”），另辟蹊径开创了由投资者保护中心这一非营利组织代投资人起诉的特殊模式。“投资人保护法”第28条赋予了投保机构主导团体诉讼的职权，“保护机构为维护公益，于其章程所定目的范围内，对于造成多数证券投资人受损害之同一证券事件，得由二十人以上证券投资人授与仲裁或诉讼实施权，保护机构以自己之名义，提付仲裁或起诉”。

投资人保护中心主导的团体诉讼有以下特点：第一，投资人保护中心可以对潜在的团体诉讼案件进行筛选。依据“财团法人证券投资人暨期货交易人保护中心办理团体诉讼或仲裁事件处理办法”（以下简称“团体诉讼或仲裁事件处理办法”）的规定，同一证券或期货事件发生后，投资人保护中心经初步评估后，就是否受理团体诉讼以及受理之投资人范围、资格、求偿之被告及其法律依据报请董事会核准，经董事会核准后，投资人保护中心方可启动团体诉讼。<sup>[19]</sup>第二，投资人保护中心可以主动征集原告成员。台湾地区并未采用美国的选择退出模式，而是规定投资人保护中心获得二十名受害投资人授权便可以自己的名义提起诉讼。实践中，投资人保护中心会研究潜在的目标公司，确定拟起诉的公司名单，并将该名单公布在投资人保护中心的网站上。一旦超过二十名投资者授权，投资人保护中心将以自己的名义提起诉讼或仲裁。第三，通过配套措施保障团体诉讼的顺利进行。如，投资人保护中心在起诉前有权请求发行人、证券商、证券服务业、期货业或证券市场相关机构协助或提供文件、相关资料。又如，证券团体诉讼中投资人享受诉讼费减免机制，投资人在起诉阶段无需缴纳裁判费，也无需负担律师费，如此一来，有效避免了律师追求巨额律师费而引起的“滥诉”现象。

追求公共利益、避免“滥诉”以及配合监管部门的执法活动是非营利机构主导集团诉讼的主要优势所在。然而，其缺点也显而易见：首先非营利组织垄断证券团体诉讼带来的主要问题之一是缺乏效率；其次，公权力往往会给非营利组织资金补助甚至决定着非营利组织的人员安排，使得非营利组织的公益性和独立性受到质疑；再次，非营利组织缺乏有效监督也常为人所诟病，非营利组织进行的是公益活动，其背后缺乏有效的监督者，况且，公益活动本身就是一个模糊的概念，很难对公益活动的效果进行评估。

总体而言，美国式律师主导的证券欺诈民事诉讼利弊非常明显，犹如硬币的两面，在带来高效的私人执法的同时，也因滥诉、代理成本高、律师形象差成为美国社会批判的对象。而非营利组织主导的证券欺诈民事诉讼，虽能有效避免美国模式的“滥诉”问题，但是效率不高、独立性存疑、缺乏监督也制约着非营利组织功能的发挥。

[17] 参见〔美〕理查德·A.波斯纳：《法律的经济分析》（下册），蒋兆康译，中国大百科全书出版社1997年版，第780页。

[18] 日本和韩国以保护基金的名义为投资者提起集团诉讼。

[19] 参见我国台湾地区“财团法人证券投资人暨期货交易人保护中心办理团体诉讼或仲裁事件处理办法”第6条、第8条。

### 3. 证券监管部门主导——以我国香港地区为例

除了律师主导和非营利性组织主导两种集团诉讼（团体诉讼）主流模式外，我国香港特别行政区则采用由证券及期货事务监察委员会（以下简称“香港证监会”）直接向证券违法责任人提起民事诉讼的方式，帮助受损投资者快速获得民事赔偿。

2009年香港证监会诉“洪良国际”欺诈上市案中，香港证监会首次依据《证券及期货条例》（Securities and Futures Ordinance，以下简称“SFO”）第213条请求原讼法庭颁布命令使交易各方恢复至订立交易之前的状况，香港高等法院原讼法庭同意香港证监会申请，判令“强制当事人恢复交易之前状态”，即将洪良国际上市所募集的约10亿元资金返还给约7700名投资者。<sup>[20]</sup>

在香港证监会诉“老虎基金”内幕交易案中，监管部门再次以SFO第213条为请求依据，要求法庭颁令冻结被告相应金额的财产并判令被告向内幕交易相对人返还款项，即恢复到交易前状况。该案层层上诉至终审法院，<sup>[21]</sup>终审法院在判决理由中强调第213条的立法目的是为由于市场失当行为而遭受损失的当事人提供救济，在此类诉讼中，“证监会并非充当维护公众利益的检控官的角色，而是作为因被告违法行为而受损当事人集体利益的保护者”<sup>[22]</sup>。至此，香港证监会借助证明标准相对较低的民事诉讼，请求法院颁布冻结财产、恢复交易前状况、宣告合同无效或可撤销等法庭命令，为受损投资者提供了快捷有效的民事救济。

香港证监会作为市场监管机构直接对证券欺诈责任人提起诉讼，有其特点和独特价值。首先，提起诉讼的诉讼形式相对简单，香港证监会作为单一原告提起诉讼，大大减少了集团诉讼中大量的原告对受诉法院产生的程序负担和压力。其次，能够有效避免滥诉。香港证监会作为监管机构，其宗旨是维护投资者的集体利益、保障市场的公平和正常运行，一般不会出现为增加私人收益而滥诉的情形。实践中，香港证监会越来越灵活地运用SFO第213条提起证券民事诉讼，根据《2018—2019年报》所述，证监会一年中共计对101名个人及公司提起了民事诉讼。<sup>[23]</sup>

然而，也应当清楚地认识到，香港证监会拥有法定的调查取证权力、广泛的信息资源以及专业人才团队和丰富办案经验，这些优势使得其在民事诉讼中占据强势地位。因此，当证券监管部门不具有前述优势时，监管部门主导的民事诉讼模式是否能够效仿与推广，值得商榷。

#### （三）域外集团诉讼的实施效果

经考察，美国、我国台湾地区和香港地区的证券群体性诉讼实践，无论是采用退出制的律师主导的美国集团诉讼模式，还是采用加入制的非营利机构主导的我国台湾地区团体诉讼模式，实践中对不法企业产生了较强的威慑力，且在一定程度上弥补了投资者的损失。

以美国集团诉讼为例，2019年，美国联邦法院共受理集团诉讼433起，这是连续第三年案件

[20] See Hontex ordered to make \$1.03 billion buy-back offer over untrue IPO prospectus, available at <https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/doc?refNo=12PR63>, last visited on Feb. 25, 2020.

[21] 终审法院是香港特别行政区最高的上诉法院，根据香港法例第484章《香港终审法院条例》及其他法例所赋予的权力，处理针对高等法院（上诉法庭及原讼法庭）的民事及刑事判决而提起的上诉及有关事项。

[22] See CFA confirms SFC's broad powers - Securities and Futures Commission v Tiger Asia Management LLC, available at <http://csj.hkics.org.hk/site/2013/07/05/cfa-confirms-sfcs-broad-powers-securities-and-futures-commission-v-tiger-asia-management-llc/>, last visited on Feb. 25, 2020.

[23] 参见香港证监会《2018—2019年报》，载 <https://www.sfc.hk/web/TC/published-resources/corporate-publications/annual-reports/annual-report-2018-2019.html>，最后访问时间：2020年2月25日。

数量超过 400 起，投资者的索赔额高达 5180 亿美元。其中有三分之二以上的案件被驳回，被告无须向原告作任何赔偿，通过和解结案的总数仅为 81 例，和解结案的和解金平均数额为 3100 万美元。集团诉讼下，上市公司面临的诉讼风险日益增大，截至 2019 年 10 月，在美国主要证券交易所上市的公司有 5454 家，在截至 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几率比 20 年前增加了一倍以上。<sup>[24]</sup>

以我国台湾地区团体诉讼为例，2018 年，投资人保护中心协助团体诉讼案件共 10 件（财报不实 3 件，操纵股价 3 件，内幕交易 4 件），赔偿金额共计 10.9 亿元新台币（约 2.3 亿元人民币），涉及投资者人数为 1900 余人。截至 2017 年底，投资人保护中心共已结案 122 件，赔偿金额共计 78 亿元新台币（约 18 亿元人民币），涉及投资者人数为 22000 余人。此外，投资人保护中心还与部分刑事被告、董监高、会计师、承销商等达成和解，截至 2017 年，历年来共替投资者取得约 49 亿新台币（约 11.3 亿元人民币）的和解赔偿金额。<sup>[25]</sup>

### 三、新《证券法》中证券集团诉讼制度的若干不足分析

中国版证券集团诉讼是通过新《证券法》首次在我国证券民事诉讼中作出的尝试，并首次将投保机构确立为群体性纠纷的诉讼代表人，尽管学界此前不乏对集团诉讼的研究，但新《证券法》的规定仍过于原则，且审判实践经验尚处于空白，在这种条件下确立的中国版集团诉讼制度，难免存在缺陷和不足，有待进一步完善，下文对此展开讨论。

#### （一）缺乏相应的程序性制度设计

正如新《证券法》第 1 条所述，制定该法的目的是“为了规范证券发行和交易行为，保护投资者的合法权益，维护社会经济秩序和社会公共利益，促进社会主义市场经济的发展”，退出制集团诉讼正是保护投资者权益、维护社会公益的有效方式之一。与一般意义上的以损害赔偿救济为主要目的的民事诉讼不同的是，集团诉讼除了补偿受害投资者之外，还具有威慑潜在不法者、提升公司治理、净化证券市场秩序等功能。证券集团诉讼牵涉面极广、法律关系复杂、法律流程较长，如何做好具体法律程序设计，保障证券集团诉讼的可操作性，<sup>[26]</sup>是需要考虑的重要问题。遗憾的是，第 3 款对此只作出了原则性的规定，不具有可操作性。如前文分析，我国的集团诉讼兼具“退出制”和“投保机构主导诉讼”两方面的特点，属于诉讼制度的创新，如果不对其启动、受理、集团成员的确认等关键诉讼程序作出具体规定的话，集团诉讼在实践中将面临不少阻力，甚至不排除其沦为一纸空文的可能。

[24] See Stanford Law School Securities Class Action Clearinghouse, available at <http://securities.stanford.edu/index.html>, last visited on Feb. 20, 2020.

[25] 参见投资人保护中心《2018 年年报》，载 <https://www.sfipc.org.tw/MainWeb/Article.aspx?L=1&SNO=cETUAHMWj7bwkiS59QXNww==>，最后访问时间：2020 年 2 月 25 日。

[26] 与此类似、可资参考的一个情况是：《证券法》（2005 年修订）中规定了内幕交易、操纵市场的民事赔偿责任，但非常简略，没有具体程序规定，缺乏可操作性；导致的结果是，自该法实施以来，实践中内幕交易、操纵市场类民事赔偿案例寥寥无几。

## （二）投保机构的性质和职责不够明确

第3款的制度设计，在一定程度上突破了《民事诉讼法》项下诉讼代表人必须是当事人的限制，赋予了投保机构诉讼代表人的地位。不仅如此，综观新《证券法》全文，投保机构在证券纠纷处理中承担以下五种法定职责：一是可受托代表发行人及证券公司方与受损投资者方达成协议；<sup>[27]</sup>二是可依发行人及证券公司方、投资者方的申请，调解其纠纷；<sup>[28]</sup>三是可支持受损投资者方提起诉讼；<sup>[29]</sup>四是可受50名以上投资者委托作为代表人参加诉讼；<sup>[30]</sup>五是持股行权，如行使股东提案权、质询权、表决权等<sup>[31]</sup>。诚然，赋予并加大投保机构法律职责，强化其参与程度，旨在更好地应对当下频发的证券纠纷，然而，多重职责之下难免引发对投保机构性质不明、地位不清的担忧。如：当投保机构既受到发行人、证券公司的委托，要求其与其投资者达成协议，又受到投资者的委托，要求其作为诉讼代表人提起集团诉讼时，如何确保投保机构能够从投资者利益出发代表投资者进行诉讼？

投保机构在诉讼中的权限范围尚不够明确。投保机构是作为诉讼代表人参加集团诉讼的，然而，我国现有关于代表人诉讼的规定在一定程度上限制了诉讼代表人的处分权。《民事诉讼法》规定，代表人变更、放弃诉讼请求或者承认对方当事人的诉讼请求进行和解，必须经被代表的当事人同意。集团诉讼的特点之一便是原告人数众多（新《证券法》规定是50人以上，实际可能成千上万），如果投保机构的权限范围限于《民事诉讼法》所规定之列，集团诉讼下代表人征求被代表的当事人意见的过程将变得异常冗长，必然会影响到诉讼程序的顺利进行、降低诉讼效率。

此外，对投保机构行权的监督亦不可回避。众所周知，拟制集团原告是集团诉讼具有威慑力的主要原因，我国的拟制集团原告是通过投保机构向法院登记确权主体来实现的。具体而言，经50名以上投资者委托的投保机构“可以”作为代表人参加诉讼，这就意味着投保机构可以选择作为也可以选择不作为代表人参加诉讼，当投保机构选择不担任代表人时，其自然也不用向法院进行确权登记，那么集团诉讼也将因未能拟制集团原告而“流产”。值得研究的是投保机构作出选择的依据是什么。当投保机构拒绝50人以上投资者委托的时候，投资者是否有救济措施？又或者，即使投保机构接受了投资者的委托，但其怠于行使或者滥用诉讼代表人职权时，投资者或者法院是否可以对其进行监督？

## （三）律师在集团诉讼中的角色和定位不清晰

对于美国证券集团诉讼中律师的参与，有批评者认为原告集团律师在诉讼过程中有着自身的利益，而且原告集团成员对律师代理行为缺乏足够有效的监督和控制，因此律师在和对方当事人进行博弈以及和解的过程中有可能将其律师自身的利益置于首要地位。<sup>[32]</sup>我国新《证券法》的制度设计排除了律师提起集团诉讼的可能，只有投保机构是提起集团诉讼的唯一法定主体。

尽管近年来投保机构在参与证券诉讼方面作了不少尝试和创新，然而和专门从事证券诉讼的

[27] 参见新《证券法》第93条。

[28] 参见新《证券法》第94条第1款。

[29] 参见新《证券法》第94条第2款。

[30] 参见新《证券法》第95条第3款。

[31] 参见新《证券法》第90条。

[32] See G. Chin Chao, Securities Class Action and Due Process, 3 *Columbia Business Law Review*, 560 (1996).

律师相比,投保机构的专业性和内在驱动力还略显不足。本文认为,若因为律师可能存在利益驱动而否认律师在处理群体性证券纠纷中的专业性和不可或缺性,这无异于因噎废食;相反,我国证券集团诉讼的顺利有效推进离不开律师(尤其是专业能力较强的证券律师)的积极参与。在法律明确排除律师发起集团诉讼的情况下,律师是否还能参与集团诉讼、如何参与集团诉讼等,都不够明确,值得进一步探讨。

## 四、完善中国版证券集团诉讼制度的几点建议

### (一) 完善集团诉讼的具体程序安排

综观证券集团诉讼的整个流程,本文认为,至少以下环节需予以进一步明确:

#### 1. 集团诉讼对象的选取

鉴于集团诉讼客观上将被告(通常是上市公司及相关主体)造成极大打击,同时由于并非所有虚假陈述、内幕交易、操纵市场等证券违法犯罪的主体都会成为证券集团诉讼的对象,因此投保机构在选择集团诉讼对象时的公平公正性就成为不可避免的问题。本文建议,中国证监会和最高人民法院会商出台集团诉讼案件相关细则,明确诉讼对象的选取标准,以“座谈会纪要”等适当方式公布。<sup>[33]</sup>以下几个因素应当予以考虑:(1)案件的代表性。鉴于投保机构的公共资源有限,不可能也无必要对所有的证券违法犯罪对象提起集团诉讼,故应当优先选取典型的证券违法犯罪案件,如违法(犯罪)所得金额较大、事实清楚确凿的案件。(2)涉及投资者的多寡。在同等情况下,应当优先选取涉及投资者更多的案件,这样保护面更广,集团诉讼的效率更高。(3)案件的社会影响。应当优先选取社会影响大的案件提起集团诉讼。<sup>[34]</sup>(4)案件的难易程度。由于集团诉讼在我国是一个新事物,且威力巨大,因此投保机构应当以相当审慎的态度来对待,应本着先易后难、稳步推进的原则予以实施。本文建议以证券监管部门已经作出行政处罚或者法院已作出刑事处罚为提起集团诉讼的前提。尽管我国已取消了因虚假陈述、内幕交易和市场操纵行为引发的民事赔偿案件中的行政处罚或刑事处罚的前置条件,<sup>[35]</sup>但将行政处罚或者刑事判决作为选取集团案件的前置条件,有利于消除集团诉讼中的不确定性,避免可能出现的反复,且有利于提高诉讼效率。

#### 2. 请求证券登记结算机构确定适格原告名单

投保机构确定集团诉讼对象并接受(或主动征集到)50名以上投资者委托成为诉讼代表人后,应当向证券登记结算机构申请确定适格原告名单。在此,投保机构应当明确适格原告的选取

---

[33] 从《证券法》法条文义上看,投保机构是集团诉讼的提起主体,从法理上看,由其出台相应的集团诉讼对象选择标准并无不可,但考虑到集团诉讼需要监管部门和司法机关充分协调、配合,且在当前实践中,投保机构都是中国证监会的会管单位,其工作受中国证监会领导。从权威性和可操作性角度考虑,建议由中国证监会联合最高人民法院会商,以“座谈会纪要”等方式公布实施集团诉讼案件相关细则,再由投保机构制订更细的操作流程和标准。下文相关完善措施建议均以上述方式体现,不再赘述。

[34] 此处可借鉴投服中心选择支持诉讼案件的情况。近两年来,投服中心选取了“匹凸匹信息披露违法案”和“恒康医疗市场操作案”提起支持诉讼,这两起案件较为典型、具有较大的社会影响,其提起支持诉讼的效果也较好。

[35] 2015年12月24日,最高人民法院在《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》中提出,根据立案登记司法解释规定,因虚假陈述、内幕交易和市场操纵行为引发的民事赔偿案件,立案受理时不再以监管部门的行政处罚和生效的刑事裁判文书认定为前置条件。

标准。证券登记结算机构提供的原告数据非常重要，其一方面明确了权利人范围，即哪些投资者可以参与到该集团诉讼中，另一方面确定了投资者交易数据，据此可以计算确定投资者损失，进而在集团诉讼中主张民事赔偿。

### 3. 向法院起诉并请求法院予以公告

投保机构取得相应适格投资者数据后，向法院提起集团诉讼，并申请将适格原告予以登记。由于我国集团诉讼实行“默示加入、明示退出”，因此应当在程序上保障投资者有知情并退出的机会和权利。本文建议，法院受理集团诉讼后，应通过法院公告栏、《人民法院报》《中国证券报》及中国证监会指定的其他信息披露方式公告所有原告的身份，要求不愿意参加该诉讼的投资者在一定期间内向法院作出明确意思表示。当然，法院在通知中还应根据案件的情况载明对集团的赔偿总额和单位股份的赔偿额、诉讼代表人的联系信息，以及法官认为有必要载明的其他信息。

### 4. 法院审理并判决

法院审理集团诉讼案件时，与个人提起的同类证券民事诉讼相比，在专业问题上并不具有特殊性。在程序上可能存在一些技术性问题，比如如何高质高效地计算好成千上万原告的应获赔金额、如何更好地与证监会及相关部门沟通协助等。此外，由于集团诉讼牵涉面太广，很容易成为社会、市场关注的焦点，法院在审理时如何适当地做好舆情管理也是一个挑战。

### 5. 赔偿金支付给全体原告

法院判决后，若被告没有主动履行判决，投保机构应申请执行。赔偿金到位后，投保机构应请求证券登记结算机构配合，及时将相应金额准确划付到各投资者账户。

## （二）明确投保机构的性质与法律职责

投保机构作为中国版证券集团诉讼中的重要参与主体，其行为直接影响诉讼的公正性，有必要对投保机构在诉讼过程中的地位及职责作进一步的明确。

首先，通过立法赋予投保机构更多的职权。如果新《证券法》仍完全在《民事诉讼法》的框架下运行，会带来不少问题。根据《民事诉讼法》第54条第3款，代表人变更、放弃诉讼请求或者承认对方当事人的诉讼请求，进行和解，必须经被代表的当事人同意，亦即代表人必须经登记的被代表人特别授权。而在实行退出制集团诉讼时，取得所有集团成员的特别授权显然是不现实的。但如无特别授权，投保机构又无法与被告进行调解、和解，这似乎不符合我国鼓励调解、和解，构建多元化纠纷解决机制的立法和司法态度。本文建议，新《证券法》下投保机构作为集团诉讼代表人，其职权不应囿于《民事诉讼法》的相关限制，作为“特殊的”诉讼代表人，投保机构应当享有“特殊的”职权。选定集团诉讼案件时，投保机构应当享有一定的自由裁量权，即根据案件选取标准以及投保机构的专业判断，决定是否接受投资者的委托并成为诉讼代表人。此外，投保机构承担着集团诉讼中“首席原告”的职责，其有权指定律师，有权代表全体集团成员变更、放弃诉讼请求，有权与被告进行和解，等等。甚至，还应当赋予投保机构一定的调查权，以便其获得提起集团诉讼时所需的证据材料。

其次，法院应对投保机构的诉讼活动进行监督。监督贯穿于集团诉讼的各个方面，包括投保机构是否接受委托担任诉讼代理人、是否及时向法院进行集团诉讼成员的登记、是否及时主张执行并协助向投资者划付赔偿金等等，以确保投保机构既不消极应对、也不过分行权。同时，中国

证监会作为行业监管部门也应对投保机构的诉讼行为予以指导、监督。

再次，充分发挥投保机构在定损方面的专业技术优势。以投服中心为例，投服中心在参与证券诉讼纠纷方面有着丰富的经验，从首起支持诉讼“匹凸匹”案件，到参与上海金融法院首例示范判决案件，投服中心在诉讼过程中主要承担着损失计算的职责。2019年2月，投服中心研发的虚假陈述损失计算软件已投入使用，接下来，面对集团诉讼中海量投资者损失计算问题，投服中心可利用其技术优势，精准高效地实现大规模的受损投资者损失计算。考虑到投保机构在担任诉讼代表人时代表的是原告一方利益，从理论上讲其不宜再接受法院委托在该案中从事专业辅助工作。一个较为合适且可操作的方案是，在由某投保机构担任诉讼代表人或支持诉讼角色的案件中，法院委托另外的专业投保机构从事具体技术辅助工作。当然，这些技术辅助工作的结果并不具有当然的证据效力，应像其他证据一样接受法庭审查。

### （三）鼓励律师参与集团诉讼

如前文所分析，在集团诉讼案件中，投保机构作为诉讼代表人，有权委托律师作为代理人参与集团诉讼活动，本文认为应当鼓励律师参与证券集团诉讼。近年来，随着被行政处罚的上市公司数量激增，越来越多的律师加入证券维权队伍，参与代理证券虚假陈述案，我国已涌现出一批专业能力强、证券诉讼经验丰富的律师群体。据了解，目前全国约有近百位律师专门代理投资者证券虚假陈述案件。作为“私人检察官”<sup>[36]</sup>，证券律师已形成了一套成熟的工作模式，一旦上市公司因信息披露违法被证券监管部门行政处罚，维权律师便会公开征集符合索赔区间的投资者向上市公司进行索赔，甚至在行政处罚事先告知阶段，维权律师便开始进行预征集。根据新浪股民维权平台统计，因涉嫌虚假陈述而正处于被维权律师公开征集索赔的上市公司多达几百家。<sup>[37]</sup>

律师的参与可以弥补投保机构作为诉讼代表人在诉讼技能和积极性上的不足。面对繁杂、耗资巨大、耗时过久的证券诉讼，不少小额原告投资者往往打退堂鼓，放弃通过诉讼取得赔偿的权利。新《证券法》制度下，即便将投保机构作为诉讼代表人，限于其参与诉讼经验不足、缺乏相应的激励机制等原因，实施效果如何尚待进一步观察。而律师的参与恰恰可以弥补当前诉讼代表人制度的不足，以美国为例，集团诉讼主要是靠律师的加入得以提起和推进。律师的加入，无疑可以很好地弥补原告投资者以及诉讼代表人在专业和动力上的不足。

为鼓励律师参与集团诉讼，可适当改变公益律师的付费模式。此前投服中心在进行证券支持诉讼时，是通过聘任公益律师来代理的。公益律师代理通常是无偿的或仅须由投服中心给予适当补助。本文认为，集团诉讼不同于证券支持诉讼，证券支持诉讼仅是选取典型案件，支持个别、少数投资人进行诉讼，并非支持全部适格投资人进行诉讼，工作量和复杂程度与集团诉讼完全不同。短期试点而言，或可使用聘请公益律师的方式，但从长远来看，还是应向代理律师支付一定律师费更为合理。当然，在中国特色的集团诉讼制度下，为了避免扰诉、滥诉，避免因律师费过高导致投资者赔偿金额大为减少的问题，我们当然不能实行美国式的高比例胜诉酬金制。本文建议，10%左右的胜诉酬金是比较合理、适当的；或者可以参考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。

[36] 汤欣：《公共利益与私人诉讼》，北京大学出版社2009年版，第56页。

[37] 参见新浪股民维权平台，载 <https://wq.finance.sina.com.cn/>，最后访问时间：2020年2月16日。

意大利著名法学教授莫诺·卡佩莱蒂曾断言：“新型社会的、集体的、分散的权利和利益，只有通过同样新型社会的、集体的、分散的救济程序才能得以维护。”<sup>〔38〕</sup>我国新《证券法》首次在证券纠纷领域引入投保机构主导的“默示加入、明示退出”的集团诉讼制度，正是运用“集体性”的救济程序应对“分散的”利益损失的大胆创新与尝试。然而，徒法不足以自行，新《证券法》第95条第3款仅仅是中国版证券集团诉讼的原则性、框架性制度设计，落实到具体层面，还需要配套规则予以支撑，我们期待中国的证券监管部门和司法机关积极履行职责、运用智慧，完善中国证券集团诉讼的细则，从实体和程序两方面提高该项制度的可操作性，真正实现私人诉讼和公共执法在证券纠纷领域的良好结合，使证券集团诉讼成为一项“活”的而不是停留在纸面上的、真正能够较好保护中小投资者合法权益的、促进我国证券市场长期健康发展的制度利器。

---

**Abstract:** Paragraph 3 of Article 95 of the new Securities Law establishes the system of “implied opt-in, expressed opt-out” class action led by investor protection institutions in the field of the securities civil disputes in China. The “opt-out” class action led by lawyers in the U. S., the “opt-in” class action led by the investor protection institution in China Taiwan, and the securities civil compensation system led by the Securities and Futures Commission in China Hong Kong, all of which have achieved good practical results. As a new system, China’s securities class action lacks corresponding procedural design, the nature and responsibilities of the investor protection institutions are not clear enough, and the role of lawyers in the class action is not clear either. Combined with the experience of extraterritorial class action and the specific reality of China, it is suggested to refine the litigation process such as the case selection of the securities class action, the registration of suitable plaintiffs, the announcement of the plaintiff’s right to withdraw, the court’s judgment and verdict, and the payment of compensation, to clarify the public interest nature of the investor protection institution and its representative responsibilities, and to encourage lawyers to participate in class actions.

**Key Words:** the securities law, class action, representative litigation

---

(责任编辑：缪因知 赵建蕊)

---

〔38〕〔意〕莫诺·卡佩莱蒂：《比较法视野中的司法程序》，徐昕、王奕译，清华大学出版社2005年版，第373页。