

证券代表人诉讼中投保机构角色的理论阐释与规则厘清

——基于“康美药业虚假陈述案”的分析

谷佳杰

摘 要：“康美药业虚假陈述案”反映出证券代表人诉讼实践中投保机构存在的角色困惑，主要表现为投保机构不同角色之间可能产生的利益冲突以及投保机构的诉讼代表人角色与投资者和法院之间的权责模糊。这是由投保机构公私属性的理论分歧和投保机构以诉讼代表人身份参加诉讼的理论争议所造成的。投保机构的性质应当定位为证券领域中以私法主体实现公益目标的专门机构。投保机构一方面通过相应投资者委托授权的任意诉讼担当获得以诉讼代表人身份参加证券代表人诉讼的资格，另一方面通过“明示退出、默示加入”的法定诉讼担当来集合最广泛的案涉中小投资者之诉讼实施权。通过厘清投保机构的股东、调解人、诉讼代表人等身份角色在纠纷事前预防阶段、事中控制阶段与诉讼执法阶段的功能分工，细化投保机构与投资者在诉讼实施权与监督权上的分配规则，平衡案涉权利人范围确定中法院的职权干预与投保机构的私人执法权限，才能在维护投资者合法权益的基础上，充分发挥证券代表人诉讼在我国资本市场中震慑违法企业、规范企业治理与维护证券市场秩序的治理效能。

关键词：康美药业虚假陈述案；证券代表人诉讼；投保机构；诉讼担当

〔中图分类号〕D925.1；D922.287 〔文献标识码〕A 〔文章编号〕2096-6180（2024）01-0022-17

引言

为了保护中小投资者的合法权益，适应证券发行注册制改革的需要，2019年修订的《中华人民共和国证券法》（下称《证券法》）新增了“投资者保护”章节，其中最引人注目的就是《证券法》第95条探索建立的适应我国国情的证券代表人诉讼制度。2020年7月发布的《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》（法释〔2020〕5号，下称《证券代表人诉讼规定》）将《证券法》第95条的证券代表人诉讼区分为第1款和第2款的“普通代表人诉讼”与第3款的“特

〔作者简介〕谷佳杰，法学博士，西南政法大学法学院副教授。

〔基金项目〕最高人民法院检察理论研究课题“破产检察监督的实现路径研究”（项目批准号：GJ2023D35）。

别代表人诉讼”。证券普通代表人诉讼是《中华人民共和国民事诉讼法》（下称《民事诉讼法》）第56条和第57条的代表人诉讼在证券领域的重申与具体化，其创新之处远不及《证券法》第95条第3款规定的证券特别代表人诉讼。证券特别代表人诉讼是指投资者保护机构（下称投保机构）在接受50名以上投资者的授权委托后，以诉讼代表人的身份参加投资者先行提起的证券普通代表人诉讼。它按照“明示退出、默示加入”规则，代表广大中小投资者依法维护其合法权益。证券特别代表人诉讼不仅是《证券法》在高效维护投资者合法权益方面的制度探索与创新，还是我国的本土立法资源与域外证券集团诉讼的立法潮流成功融合之典范，可谓“中国式证券集团诉讼”。^{〔1〕}

2020年3月《证券法》生效后，各地法院积极开展证券代表人诉讼的实践探索。杭州、南京、上海等地的法院率先尝试针对证券虚假陈述案件适用证券普通代表人诉讼程序。^{〔2〕}与此同时，投保机构也在积极谨慎地考虑尝试提起证券特别代表人诉讼。在康美药业股份有限公司（下称康美药业）承认2017年的财务报表存在造假情况后，投保机构便着手考虑通过支持诉讼的方式帮助中小投资者维权。^{〔3〕}在广东省广州市中级人民法院（下称广州中院）以证券普通代表人诉讼程序受理部分中小投资者提起的“康美药业虚假陈述案”，并依职权发布《普通代表人诉讼权利登记公告》的同一天，投保机构便无缝衔接地宣布接受50名以上投资者的授权委托，向法院申请以诉讼代表人的身份参加诉讼并将程序转换为证券特别代表人诉讼。而广州中院审查决定转换程序并依职权发布《特别代表人诉讼权利登记公告》，要求不愿参加本案证券特别代表人诉讼的投资者根据“明示退出、默示加入”的规则作出书面声明。在庭审过程中，投保机构接受法院的委托对投资者的损失进行测算，广州中院根据投保机构出具的《证券投资者损失测算报告》依法判决投保机构所代表的中小投资者获赔24.59亿元。^{〔4〕}

“康美药业虚假陈述案”成为证券特别代表人诉讼在我国适用的开创性案例，投保机构的参与对于“中国式证券集团诉讼”具有基础性、开创性与标杆性的意义^{〔5〕}，综合展示了我国当前证券领域立法、执法、司法等多方面的水平，真实反映了证券代表人诉讼在司法实践中的运行状况。^{〔6〕}当前，已有学者提出需要在理论上厘清和在实践中检讨投保机构在证券代表人诉讼中的地位和职责。^{〔7〕}遗憾的是，理论界对投保机构的研究多集中于“康美药业虚假陈述案”判决前的理论探索，

〔1〕 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。

〔2〕 2020年3月，杭州市中级人民法院发布《“15五洋债”“15五洋02”债券自然人投资者诉五洋建设集团股份有限公司等人证券虚假陈述责任纠纷系列案件公告》；2020年5月，南京市中级人民法院发布《对怡球金属资源再生（中国）股份有限公司、江苏辉丰生物农业股份有限公司、江苏澄星磷化工股份有限公司、江苏蓝丰生物化工股份有限公司四家上市公司所涉相关案件适用证券代表人诉讼审理的公告》；2020年8月，上海金融法院发布《飞乐音响案代表人诉讼权利登记公告》。

〔3〕 王婧、吴红毓、王娟娟：《康美药业300亿“失踪”之谜》，载《财新周刊》2019年第19期，第37—40页。

〔4〕 广东省广州市中级人民法院民事判决书，（2020）粤01民初2171号。

〔5〕 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3页。

〔6〕 李曙光：《康美药业案综论》，载《法律适用》2022年第2期，第120页。

〔7〕 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》2020年第28期，第53页。

缺乏从真实个案的视角对投保机构在证券代表人诉讼中的应然角色进行研究。⁽⁸⁾有鉴于此,笔者将探讨投保机构在证券代表人诉讼中的实然角色及其遭遇的争议,分析实践争议所反映出的围绕投保机构角色的理论困惑,从而在厘清和阐释证券代表人诉讼中投保机构相关理论的基础上,完善相关规则来解决投保机构遭遇的实践争议,以期能够明晰投保机构在证券代表人诉讼中的角色功能,充分发挥投保机构在我国资本市场中的治理效能。

一、证券代表人诉讼中投保机构角色困惑的考察

投保机构在维护中小投资者合法权益的过程中扮演着至关重要的角色,《证券法》赋予投保机构持股行权、调解纠纷、支持诉讼、提起证券特别代表人诉讼等职权来维护中小投资者的合法权益。根据中国证券监督管理委员会(下称证监会)《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》(证监发〔2020〕67号)的规定,证券特别代表人诉讼中的投保机构特指中证中小投资者服务中心有限责任公司(下称投服中心)和中国证券投资者保护基金有限责任公司(下称投保基金)。⁽⁹⁾“康美药业虚假陈述案”中,投服中心以诉讼代表人的身份承担起了《证券法》中保护投资者合法权益的主要职责,而投保基金则以鉴定人的身份在数据分析和风险监测方面为投服中心履职和法院依法判决提供专业性的支持⁽¹⁰⁾,二者共同发挥着惩治违法企业和规范证券市场秩序的治理效能。然而,“康美药业虚假陈述案”作为证券特别代表人诉讼的第一案,投保机构在其中扮演的角色颇为值得讨论。

(一) 证券代表人诉讼中投保机构角色所产生的实践争议

“康美药业虚假陈述案”中,围绕投保机构在证券代表人诉讼中的角色所产生的实践争议主要集中于投保机构不同角色之间可能产生的利益冲突,以及投保机构的诉讼代表人角色与投资者和法院之间的权责模糊,具体表现为投保机构与中小投资者以及法院之间的争议。

1. 投保机构与中小投资者之间的争议

在投保机构与中小投资者的关系中,投保机构可以根据维护中小投资者合法权益的需要而充当相应的角色。投保机构与中小投资者之间的关系争议,首先表现为投保机构可能会因其在证券纠纷解决程序中担任多种角色而面临利益冲突的问题。⁽¹¹⁾“康美药业虚假陈述案”中,作为以保护中小投资者合法权益为宗旨的专门性机构,投保机构一方面担任原告中小投资者一方的诉讼代表人,另一方面又接受法院依职权委托成为案件的鉴定人,出具要求中立且专业的《证券投资者

(8) 吕成龙:《投保机构在证券民事诉讼中的角色定位》,载《北方法学》2017年第6期,第34-35页;曹艺:《投保机构在我国证券集团诉讼中的角色困惑及应对》,载《中国商论》2021年第11期,第104-106页。

(9) 《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》,载中国证券监督管理委员会官网2020年7月31日, <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1000728/content.shtml>。

(10) “中心介绍”,载中证中小投资者服务中心官网, <http://www.isc.com.cn/html/zxjs/>, 2023年12月4日访问;《公司简介》,载中国证券投资者保护基金有限责任公司官网, <http://www.sipf.com.cn/gywm/gsjj/index.shtml>, 2023年12月4日访问。

(11) 程合红主编:《〈证券法〉修订要义》,人民出版社2020年版,第204页。

损失测算报告》。不同角色之间的利益冲突可能会影响投保机构在数据分析上的专业判断，甚至可能引发公众对法院中立性与庭审公正性的质疑。事实上，投保机构不同角色之间的冲突并不局限于同一纠纷解决程序中。在同一纠纷的不同解决程序中，投保机构可以同时是非诉程序中要求客观中立的调解人和诉讼程序中代表中小投资者一方的诉讼代理人或诉讼代表人。不同角色之间可能引发的利益冲突不仅会损害中小投资者的程序利益，还会影响纠纷解决程序的权威性与公正性。

其次，在证券特别代表人诉讼中，中小投资者对于投保机构的监督十分乏力。“康美药业虚假陈述案”中，广州中院不仅没有在程序转换初期发布的《特别代表人诉讼权利登记公告》中主动公开投保机构的诉状，甚至在整个诉讼过程中都没有让中小投资者有机会了解投保机构完整的事实和法律主张。^{〔12〕} 中小投资者不仅无法根据“明示退出、默示加入”的规则，以退出诉讼的方式来监督投保机构的诉讼主张，而且在以退出诉讼的方式监督投保机构的过程中会遭遇明显的程序不便。譬如，继续参加代表人诉讼的中小投资者无须表态，只须在广州中院的微信小程序“广州微法院”中核对原告资格信息即可；退出代表人诉讼的中小投资者却需要提交书面的退出诉讼声明并邮寄至广州中院，而广州中院对这一程序便利上的明显差异并未作出合理的解释。^{〔13〕}

最后，提起代表人诉讼的权利在投保机构与中小投资者之间分配模糊。《证券法》第 95 条第 3 款规定，投保机构接受 50 名以上投资者的授权委托，可以作为诉讼代表人参加投资者已经提起的证券普通代表人诉讼并将诉讼程序转换为证券特别代表人诉讼。《投服中心接受康美药业虚假陈述民事赔偿案投资者委托的说明》不但没有围绕提起代表人诉讼的权利归属问题，厘清 50 名以上投资者委托与投保机构选择案件之间的关系，而且将投保机构参加诉讼的原因归结于保护中小投资者合法权益以外的“案件重大、典型，社会高度关注且具有较强示范性，违法行为人已被行政处罚且具有一定偿付能力等因素”。这不仅使得投保机构选择案件的标准更加模糊抽象，还可能进一步引发公众对投保机构罔顾中小投资者合法权益的质疑。^{〔14〕}

2. 投保机构与法院之间的争议

在证券普通代表人诉讼转换为证券特别代表人诉讼的过程中，权利登记的规则从选择加入转换为“明示退出、默示加入”，案涉权利人范围也从时空范围的相对确定转换为人数范围的整体确定。在证券特别代表人诉讼中，案涉权利人的范围可能直接决定了未来判决将保护的中小投资者。故而，确定案涉权利人范围的权力在投保机构与法院之间模糊不清，是投保机构与法院之间的主

〔12〕 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 16 页。

〔13〕 《广东省广州市中级人民法院特别代表人诉讼权利登记公告》，载中证中小投资者服务中心官网，<http://www.isc.com.cn/html/kmyya/20210416/3734.html>。

〔14〕 《投服中心接受康美药业虚假陈述民事赔偿案投资者委托的说明》，载中证中小投资者服务中心官网，<http://www.isc.com.cn/html/kmyya/20210326/3701.html>。

要争议。

证券特别代表人诉讼中,《证券代表人诉讼规定》将确定案涉权利人范围的过程分为法院发出权利登记公告和投保机构依据公告向中国证券登记结算机构调取权利人名单的两个阶段,其中法院根据《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)以权利登记公告的形式确定虚假陈述的实施日、揭露日或更正日,这是确定案涉权利人范围的核心。由此可见,法院实际上掌握了确定案涉权利人范围的权力。具体到“康美药业虚假陈述案”中,投保机构虽然在纠纷发生伊始便介入投资者的维权活动,但是直到诉讼程序转换公告后,投保机构才有资格以诉讼代表人的身份正式参加诉讼,并代表案涉的广大中小投资者行使诉讼权利。然而,广州中院发布的《特别代表人诉讼权利登记公告》不仅将权利登记公告与程序转换公告合并,甚至还直接沿用了法院在证券普通代表人诉讼中依职权确定的权利人范围。^{〔15〕}投保机构由此丧失了代表广大不特定的中小投资者参与确定案涉权利人范围的机会。对此,不少学者质疑法院在证券特别代表人诉讼中依职权确定与中小投资者权益紧密相关的案涉权利人范围,是否具有正当性与合理性,同时考虑是否应当赋予投保机构相应的程序异议权以及如何完善相关的程序规则。^{〔16〕}

(二) 证券代表人诉讼中投保机构角色所产生的理论困惑

“康美药业虚假陈述案”中基于投保机构角色所产生的实践争议,源自证券代表人诉讼中围绕投保机构角色所产生的理论困惑。一方面,投保机构不同角色之间可能产生的利益冲突问题,反映出投保机构性质方面的理论分歧;另一方面,投保机构的诉讼代表人角色与投资者和法院之间的权责模糊问题,映射出投保机构参加诉讼的理论争议。

1. 投保机构性质方面的理论分歧

以投服中心和投保基金为核心的投保机构,是经国务院或证监会批准设立并由证监会直接管理的证券金融类公益机构。在证券市场中,虽然投服中心通过自动、固定、永久的股票持有机制成为所有上市企业中具有私益属性的股东^{〔17〕},但公益属性仍是投保机构区别于普通机构投资者的显著特征。投保机构以私法主体的身份实现公益性的目标,既能行使其作为普通投资机构所享有的股东权、调解权、起诉权等私益性权利,又能实现保护广大不特定中小投资者合法权益、震慑上市企业违法行为与维护资本市场法律秩序等公益性的目标,弥补长期以来我国资本市场监督管理中存在的行政监管有余而私人执法不足的缺陷。公私融合的性质是投保机构的优势所在,也是

〔15〕《广东省广州市中级人民法院普通代表人诉讼权利登记公告》,载中证中小投资者服务中心官网, <http://www.isc.com.cn/html/kmyya/20210326/3700.html>。

〔16〕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》2020年第28期,第53页;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12-13页;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106-116页。

〔17〕陈洁:《投服中心公益股东权的配置及制度建构——以“持股行权”为研究框架》,载郭文英、徐明主编:《投资者》2018年第1辑,法律出版社2018年版,第78-79页。

其不同角色之间的利益冲突之所在。

首先,公私目标之间的矛盾是证券代表人诉讼中投保机构不同角色之间可能产生冲突的根源。《证券法》第六章“投资者保护”中涉及投保机构权责的条款,主要都是侧重保护中小投资者的财产权益,而财产权益本身就具有强烈的私益属性。⁽¹⁸⁾同时,证券代表人诉讼中投保机构的诉讼请求主要集中在向违法行为的责任人索取民事赔偿以填补投资者的私益损失。这使得诉讼外观的公益属性淡薄,公众容易从私益救济的角度审视庭审的公正性与法官的中立性。因此,厘清证券代表人诉讼中投保机构的私益目标与公益目标之间的关系,是预防投保机构不同角色之间利益冲突的关键。

其次,同一证券纠纷的不同解决程序中投保机构不同角色之间的利益冲突,一定程度上源自投保机构科层化的管理方式。投保机构公益职能的本质是公权力的授权,所以投保机构在成立伊始就具有浓厚的公权力色彩,其管理模式基本遵循科层化的管理。而科层化的管理限制了投保机构在人员规模上的扩充,使得投保机构在面对快速增长的证券群体纠纷时容易显现出力不从心的疲态。⁽¹⁹⁾从我国台湾地区积累的经验来看,其证券投资人及期货交易人保护中心与我国大陆的投保机构在管理模式上类似。2015年,证券投资人及期货交易人保护中心的专职人员仅有32人,从发现证券违法行为到证券民事团体诉讼的判决通常耗时长达两到三年。⁽²⁰⁾证券投资人及期货交易人保护中心因资源有限而造成的“案多人少”问题,在我国大陆的证券纠纷中也已初露端倪。⁽²¹⁾我国《证券法》赋予投保机构在证券纠纷中同时承担居中调解、支持诉讼、代表诉讼等多方面的纠纷解决职能,但是由于专业人员规模及其能力的限制,投保机构既要积极主动地介入投资者的维权活动以保护投资者的合法权益,又要谨慎提起证券特别代表人诉讼以避免在同一证券纠纷中投入过多精力。为了合理分配投保机构有限的资源以及避免程序利益之间的冲突,应当厘清投保机构不同的角色功能在纠纷解决过程中的分工,发挥科层化管理专业、有序与高效等的综合优势。

2. 投保机构参加诉讼的理论争议

我国《民事诉讼法》第57条规定的人数不确定的代表人诉讼具有浓厚的“集团诉讼”色彩,而《证券法》第95条规定的证券代表人诉讼也被认为是本土化的“证券集团诉讼”。在“集团诉讼”的共性上,投保机构以诉讼代表人的身份参加证券代表人诉讼具有区别于诉讼代理的显著特征,即投保机构无须经过所有中小投资者的明示授权,就可以代表案涉的全体中小投资者进行诉

(18) 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。

(19) 刘君博:《“双轨制”证券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82页。

(20) 王文宇:《台湾地区投资人保护中心的法制与实践》,载郭峰主编:《证券法律评论》2015年卷,中国法制出版社2015年版,第429页。

(21) 吕成龙:《投保机构在证券民事诉讼中的角色定位》,载《北方法学》2017年第6期,第34-35页。

讼。⁽²²⁾虽然投保机构在获取参加诉讼资格时需要获得至少 50 名投资者的明示授权,但也不能据此认为中小投资者与投保机构之间形成了诉讼代理关系,因为前期明示授权的投资者与后期默示加入的投资者在证券代表人诉讼中的地位完全相同,能否成为前期明示授权的投资者并不产生实质性的利益。

投保机构参加诉讼方面的理论困惑主要集中于其证券代表人诉讼中的角色定位模糊不清,即我国的“证券集团诉讼”中诉讼代表人不是普通的中小投资者,而是极具公权力色彩的投保机构。投保机构能够成为诉讼代表人并不是因为它是资本市场中的机构投资者,而是基于其公益机构和社会组织者的身份。⁽²³⁾投保机构参加诉讼方面的理论争议导致了司法实践中投保机构与投资者和法院之间的权责模糊。

首先,投保机构在获得诉讼实施权上的理论分歧,引发了司法实践中投保机构与投资者关于监督权以及提起代表人诉讼权利方面的权责争议。投保机构替代证券纠纷中广大中小投资者行使诉讼实施权,且投保机构承受的判决效力也及于广大中小投资者的情形,在大陆法系的诉讼理论中被称为诉讼担当。诉讼担当根据诉讼实施权的来源可以分为根据法律规定当然发生的法定诉讼担当和根据权利义务主体之意思进行的任意诉讼担当。⁽²⁴⁾根据《证券法》第 95 条的规定,投保机构享有的诉讼实施权,一方面来自法律的直接规定,具有法定诉讼担当的意涵;另一方面来自 50 名以上投资者的委托授权,具有任意诉讼担当的意涵。有学者认为,证券特别代表人诉讼中的诉讼代表人应当划入混合型的诉讼担当人范畴。⁽²⁵⁾然而,投保机构诉讼实施权的不同来源决定了投资者监督权限的大小以及提起代表人诉讼的权利归属。如果投保机构的诉讼实施权直接来自法律的授权,那么提起证券特别代表人诉讼的核心即在于投保机构依法行使选择案件的职权,并且由于投保机构无须取得中小投资者的委托授权,在一定程度上限制甚至剥夺了与纠纷具有直接利害关系的中小投资者的诉讼实施权,而中小投资者对于投保机构的监督也会因此受到一定的限制。如果投保机构的诉讼实施权来自中小投资者的委托授权,那么提起证券特别代表人诉讼的核心即在于投保机构能否争取中小投资者的信任从而获得足够多的授权。为此,投保机构在证券特别代表人诉讼中应当充分尊重中小投资者的程序选择权,配合中小投资者对其诉讼行为所进行的监督;中小投资者的监督也能对投保机构的履职行为发挥更好的作用。

其次,我国的证券特别代表人诉讼与德国团体诉讼和美国集团诉讼在某种程度上类似。德国的团体诉讼与美国的集团诉讼关于法官权限的理论分歧,是证券特别代表人诉讼中投保机构与法院在确定案涉权利人范围上产生权责争议的根源。在德国的团体诉讼中,起诉团体是否为法律规定的团体以及起诉团体的权利能力、保护利益、代表范围等相关内容的阐释与证明皆由当事人承

(22) 江伟、贾长存:《论集团诉讼》(下),载《中国法学》1989年第1期,第103-113页。

(23) 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。

(24) [日]高桥宏志:《民事诉讼法:制度与理论的深层分析》,林剑锋译,法律出版社2003年版,第215-261页。

(25) 汤维建:《当事人适格的判断机制》,载《法律适用》2021年第7期,第43-44页。

担,法官不得依职权进行。^{〔26〕}而在美国的集团诉讼中,为了符合程序效率原则,需要强化法官对集团诉讼的管理,允许法官依职权介入代表人资格的审查、集团存在的审查、集团成员的确定等环节。^{〔27〕}我国的证券代表人诉讼在兼具德国团体诉讼和美国集团诉讼之制度优势的同时,还需要调适兼容制度之间的差异性,才能有效发挥制度的最大效益。

二、证券代表人诉讼中投保机构角色的理论析解

从“康美药业虚假陈述案”中不难发现,一方面,立法者希望能够通过证券特别代表人诉讼,实现保护广大中小投资者合法权益、规范上市企业行为与维护证券市场良好秩序等公益目标,从而激发证券领域中的私人执法力量;另一方面,为了避免我国的“证券集团诉讼”在发展过程中出现类似美国集团诉讼中的滥诉、律师“绑架”或操纵诉讼、诉讼代表人和代理人恶意勾兑等负面因素,立法者仅将证券特别代表人诉讼中适格当事人的资格赋予公权力色彩较为浓厚的投保机构。因此,从理论上阐释投保机构在证券代表人诉讼中的角色,必须厘清证券领域中私人执法与投保机构准公权力性质之间的关系,系统化阐述在证券领域中以私法主体身份实现公益性目标的理论基础。

(一) 证券发行注册制改革下执法主体的变革

2013年,中国共产党第十八届中央委员会第三次全体会议通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出要推进股票发行注册制改革,深化了证券发行体制的市场化改革。2019年,上海证券交易所设立科创板,尝试变更证券发行核准制为证券发行注册制,取得了不错的试点改革效果。2020年生效的《证券法》将证券市场全面推行证券发行注册制提上日程^{〔28〕},即推行以强制性的充分信息披露为中心,强调上市发行企业必须真实、完整、准确地披露信息,同时辅以监管机构对上市发行企业必要的形式审查及定期或不定期检查的证券发行监管制度。^{〔29〕}2023年2月,中国证监会及沪深交易所等发布全面实行股票发行注册制的制度规则,标志着证券发行注册制正式在全市场推开实施。

证券发行注册制旨在通过市场化的自由选择机制将资本配置到最需要、最有可能实现其自身价值的经营主体上,即将选择权交还给市场。该制度在本质上是为了调整证券市场中政府与市场的关系,改变传统“家长式”的行政监管模式,激发监督与规范证券市场的私人执法力量,强化市场约束。首先,证券发行注册制会使得上市企业的数量因证券市场准入门槛的降低而增加,进而导致单一的公共执法体系难以为继。近年来,证券领域违法案件的迅速增长,已经使得行政

〔26〕 [德] 罗森贝克、[德] 施瓦布、[德] 戈特瓦尔德:《德国民事诉讼法》(上),李大雪译,中国法制出版社2007年版,第299页。

〔27〕 肖建华:《群体诉讼与我国代表人诉讼的比较研究》,载《比较法研究》1999年第2期,第231页。

〔28〕 《证券法》第9条。

〔29〕 刘李胜:《证券发行注册制的实质》,载《中国金融》2021年第11期,第72页。

执法资源捉襟见肘。⁽³⁰⁾ 证券市场实行发行注册制后,全面审核申请发行企业的工作将彻底交由证券交易所承担,而证监会基于证券交易所的审核意见依法履行注册程序,不再对企业的投资价值作出判断。企业获得上市的机会将因前期行政审查“排队时间”的减少而大幅增加,从而导致证券市场中上市企业监管的需求激增,而公共执法本就存在的执法人员不足、执法效率低下、执法任务艰巨等问题面对激增的监管需求会呈现出愈发突出的供需矛盾。公共执法的供需矛盾愈发激烈,就愈发需要证券市场中的私人执法力量来填补相应的空缺。

其次,证券发行注册制强化了证券市场中买者和卖者自负盈亏的原则,激发了中小投资者的市场主体责任,有利于证券市场中私人执法力量的形成。为了契合以未来价值为导向的资本市场理念,证券发行注册制将证券监督管理机构的监管手段由全面审核监管转变为前期的形式审查以及后期的定期或不定期检查,而企业质量的优劣将彻底交由市场评判,企业经营的收益以及投资的盈亏将彻底由证券市场中的发行人和投资者自行承担。如果企业捏造信息、欺诈发行证券,不仅会损害证券市场中投资者的合法权益,还容易诱发“劣币驱逐良币”的现象,违背资本市场的基本价值理念,造成证券市场的秩序混乱。因此,一方面,证券监督管理机构要强化后发制人的惩处力度,使退市成为约束发行人和投资者的有效机制;另一方面,中小投资者作为盈亏直接的承受者与证券市场的主体,可以通过监督举报、提起普通的证券诉讼、发起证券代表人诉讼制度等私益救济机制,在向实施欺诈的企业及相关机构要求赔偿损失的同时,发挥遏制不法行为与规范证券市场的作用。相关研究表明,美国的集团诉讼不仅充分发挥了震慑和规范上市企业的作用,还有效弥补了政府监管工作的不足。⁽³¹⁾

最后,证券发行注册制要求上市企业进行强制且充分的信息披露,为中小投资者利用私益救济机制实现私人执法创造条件。美国的集团诉讼经验表明,投资者在揭发证券信息欺诈上往往具有比公共执法机关更多的机密管道,更有能力辨别上市企业公布信息的真伪。⁽³²⁾ 强制且充分的信息披露将使上市企业的经营活动完全置于投资者、新闻媒体和社会大众的全面监督之中,通过真实、完整、准确的信息披露来保障投资者能够利用私益救济机制,创新性地应对金融产品与网络交易方式迭代创新下日趋隐蔽复杂的违法手段,以补充公共执法手段上的不足。⁽³³⁾

(二) 证券领域中投保机构被赋予私人诉权

在证券市场建立与形成过程中,政府往往是主要的出资者,故而证券领域内发生的虚假陈述、内幕交易与市场操纵等违法行为,不仅会损害广大中小投资者的合法权益,还会严重破坏证券市

(30) 肖钢:《监管执法:资本市场健康发展的基石》,载《求是》2013年第15期,第29-31页。

(31) John C. Coffee, *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 Columbia Law Review 1534, 1536 (2006).

(32) David Freeman Engstrom, *Harnessing the Private Attorney General: Evidence from Qui Tam Litigation*, 112 Columbia Law Review 1244, 1270 (2012).

(33) 在“康美药业虚假陈述案”中,证监会启动对康美药业虚假陈述的调查时间为2018年12月29日,早在2018年10月16日,微信公众号“市场相对论”等自媒体就发布了质疑康美药业存在虚假陈述的文章。

场的基本秩序，侵害全体国民的共同利益。因此，惩治证券领域中的违法行为往往需要公私合作的联合执法。英美法系中的证券欺诈集团诉讼，因为具有显著的私人执法效果，被冠以“私人检察官诉讼”（private attorney general litigation）的头衔。^{〔34〕}“私人检察官诉讼”相对于公共执法，是由私人或律师代表公共执法者向违法者提起“私人检察官公益诉讼”并求偿。^{〔35〕}公私合作联合执法下的私人执法体系，呈现出从私人发动权（private right of initiation）延伸至私人诉权（private right of action）的演变过程。^{〔36〕}证券欺诈集团诉讼得以具有显著的私人执法效果，首先得益于法律或司法判例对证券领域私人诉权的承认。即便是在集团诉讼发达且成熟的美国，1934年美国国会通过的《证券交易法》也仅赋予当时的美国证券交易委员会（United States Securities and Exchange Commission）相应的执法权力，受欺诈的投资者并不享有通过私人诉讼求偿的权利。直到1946年，美国宾夕法尼亚州东区联邦地方法院才以侵权行为的法理承认了受欺诈的投资者享有提起证券欺诈诉讼的权利。^{〔37〕}美国联邦最高法院在此后的判例中也支持了地方法院的观点。^{〔38〕}

至于我国，由于证券市场早期的混乱，证券监督管理机构被赋予了全面且强势的监管职权，证监会几乎垄断了证券领域中所有的执法权力。^{〔39〕}这造成了我国证券市场监管体系中公共执法有余而私人执法不足的问题。对于投资者私益救济诉权的承认，我国经历了从不予承认到有限承认再到法律明确认可的艰难曲折历程。1990年12月到2002年1月，我国证券市场处于初步建立并不断规范与发展的阶段。受到立法与司法历史条件的限制，当时我国的司法机关尚不具备审理因证券内幕交易、证券欺诈、操纵市场等证券违法行为所引发纠纷的能力。2001年9月，《最高人民法院关于涉证券民事赔偿案件暂不予受理的通知》（法明传〔2001〕406号，已废止）发布，当时我国的证券司法实践尚不承认救济性的私人诉权。2002年1月，《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，已废止）发布，开启了我国民事司法实践对证券领域中私人诉权的有限承认阶段。2003年1月，紧随其后发布的《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，已废止）将证券领域中私人诉权行使的范围限制在因证券虚假陈述所引发的纠纷，而将行使方式限制在单独诉讼、共同诉讼和人数确定的代表人诉讼，另外还附加了行政前置的程序性规则。诸多的严格限制直接制约了证券民事诉讼的私人执法效果。直到2020年3月《证券法》生效，立法上正式确立了以证券代表人诉讼为核心的“中国式证券集团诉讼”，标志着我国法律明确承认投资者在证券领域中私益救济的诉权，同时“明示退出、默示加入”的诉讼规则也有利于投保机构在集中行使广大中小投资者权利的基础上，兼顾实现填补损失与惩治违法的公私融

〔34〕 Jeremy A. Rabkin, *The Secret Life of the Private Attorney General*, 61 Law & Contemporary Problems 179, 193 (1998).

〔35〕 李圣杰：《吹哨者保护的法制建构》，载《月旦法学杂志》2018年第272期，第157页。

〔36〕 Richard B. Stewart & Cass R. Sunstein, *Public Programs and Private Rights*, 95 Harvard Law Review 1193, 1208 (1982).

〔37〕 Kardon v. National Gypsum Co., 69 F. Supp. 512, 513 (E.D. Pa. 1946).

〔38〕 J.I. Case Co. v. Borak, 377 U.S. 426, 433 (1964).

〔39〕 柯湘：《中国证券市场监管权配置——基于不同监管模式的比较》，载《中南财经政法大学学报》2014年第4期，第77页。

合目标。

（三）私人执法理论下投保机构的诉讼担当

公法与私法的利益区别理论以侵害利益作为判断标准。如果违法行为侵害公共利益，那么执法的主体就应该是公共执法者，而公共执法的目的在于制止公益性违法行为；如果违法行为侵害私人利益，那么受侵害人有权决定是否通过民事诉讼寻求救济，而私人诉讼的目的在于填补私益性损失。^{〔40〕}事实上，公共执法和私人诉讼之间的界限在我国早已模糊化，二者在保护利益和实现目的上呈现交叉与汇合的局面。一方面，公共执法在一定程度上可以起到填补私人损失与维护私人利益的作用。另一方面，基于效率和分担“政府失灵”责任的考量，政府也需要在功能上寻求与私法主体达成公私合作的执法关系。^{〔41〕}投保机构以私法主体的身份保护不特定中小投资者的合法权益，辅助政府监督、规范与管理资本市场，契合了证券领域中的市场化改革浪潮；而证监会对投保机构的管理，保障了在公私合作过程中私人执法力量的可预测性与可控性，其核心在于确保投保机构参加的证券代表人诉讼，特别是证券特别代表人诉讼能够让真正的责任人承担因实施违法行为而造成的损失。相关研究表明，即便证券市场中的主体已经知悉了证券法律法规的变化，“康美药业虚假陈述案”判决的作出还是能够在边际上增加对涉嫌违法企业的威慑力^{〔42〕}，对于涉嫌违法违规风险越高的上市企业，独立董事非规定性辞职和投非赞成票的概率都得到显著的提
升。^{〔43〕}因此，投保机构的性质应当定位为证券领域中以私法主体实现公益目标的专门机构。

对于证券普通代表人诉讼而言，投资者向法院起诉，法院经过审查确定案涉的权利人范围并发出权利登记公告，享有诉讼实施权的不特定投资者在保留自身实体权利的基础上通过向法院登记的方式将诉讼实施权授予诉讼代表人，由此构成任意诉讼担当。之后，法院在审前准备程序中依职权以权利登记公告的形式确定证券虚假陈述的实施日、揭露日或更正日，以此来划定未来判决可能保护的权利人范围。投保机构由于长期且固定的持股被当然地排除在证券虚假陈述的普通代表人诉讼的适格当事人范围以外，因此它只能基于公益机构的属性经由投资者的委托授权或者法律的授权，才能获得以诉讼代表人的身份参加证券代表人诉讼的资格，集中行使中小投资者私益性的诉讼实施权。任意诉讼担当适用于小额且分散的证券代表人诉讼，一方面能够充分尊重中小投资者的程序选择权，另一方面也使得投保机构有机会在权衡参加诉讼能否实现填补损失与震慑违法行为的公私融合目标之基础上，决定是否接受中小投资者的委托成为诉讼担当人。因此，证券普通代表人诉讼向证券特别代表人诉讼的程序转换，是中小投资者与投保机构之间双向选择的结果。即便投保机构无法获得足够人数的授权委托或者投保机构经过权衡拒绝接受投资者的授

〔40〕 吴庚：《行政法之理论与实用》（增订13版），台湾三民书局2015年版，第28-35页。

〔41〕 〔日〕盐野宏：《行政法》，杨建顺译，法律出版社1999年版，第59页。

〔42〕 徐文鸣：《民事责任能威慑证券市场违法行为吗——基于证券代表人诉讼判决的准自然实验》，载《广东财经大学学报》2022年第2期，第110-112页。

〔43〕 李娜、张括、石桂峰：《中国特色证券特别代表人诉讼的溢出效应——基于康美药业的事件研究》，载《财经研究》2022年第8期，第150页。

权委托，也都不会影响证券普通代表人诉讼的正常进行。

对于证券特别代表人诉讼而言，我国《证券法》第95条第3款最终选择投保机构作为最有利于证券纠纷彻底解决的当事人，通过“明示退出、默示加入”的法律规则集中将广大中小投资者的诉讼实施权依法转移给投保机构。默示加入的中小投资者不再享有证券代表人诉讼的诉讼实施权，统一交由投保机构进行法定担当诉讼。^{〔44〕}这属于法定诉讼担当中的诉讼实施权法定转移。而《证券法》第95条第3款限制诉讼被担当人权利的正当性，首先体现在法律无法期待证券纠纷中具有实体利害关系的中小投资者能够充分行使诉讼实施权。美国证券集团诉讼的司法实践经验表明，默示加入的投资者主要属于没有资源提起个别诉讼而宁可搭乘证券集团诉讼便车的零散小股东^{〔45〕}，且其普遍缺乏监督证券集团诉讼代表及律师的能力，只能任由他们进行诉讼。^{〔46〕}因此，在受害者众多且分散的证券纠纷中，法律需要将诉讼实施权转移给更为合适的主体或者强化法院在集团诉讼中的职权来促进正义的实现。我国的证券特别代表人诉讼采取由投保机构集中行使中小投资者的诉讼权利以及由法院依职权确定案涉权利人的范围，或许正是基于这一考量。其次，“明示退出”的规则也为限制证券特别代表人诉讼中投资者的诉讼权利提供了程序上的正当性。美国集团诉讼的司法实践经验还反映出，“明示退出”集团诉讼从而提起独立诉讼的投资者普遍是资源丰富且与诉讼结果具有重大利害关系的投资人。^{〔47〕}“明示退出”的机制设计，一方面免除了众多且分散的中小投资者需要集中登记的辛劳，有利于审判效率的提升；另一方面也充分保障了有意愿独立提起诉讼的投资者有机会独自行使诉讼实施权，使其无须拘泥于证券集团诉讼之中。故而，“康美药业虚假陈述案”中法院发布的《特别代表人诉讼权利登记公告》继续沿用《普通代表人诉讼权利登记公告》中确认的案涉权利人范围，实际上并不会影响真正积极主动维权的投资者。

此外，《证券法》第95条第3款赋予投保机构诉讼实施权的妥当性，首先体现在由投保机构集中行使证券纠纷的诉讼实施权，相较于广大中小投资者分散各自提起独立的诉讼，更有助于及时、彻底、便利地解决纠纷。我国第一起证券虚假陈述赔偿案将涉及6827名中小投资者的证券纠纷拆分为独立的2716个案件，全部案件共耗时8年才彻底宣告审结完毕。而“康美药业虚假陈述案”将涉及55326名中小投资者的证券纠纷集中由投保机构代表进行诉讼，耗时1年左右即宣告审结完毕。在康美药业后续的破产案件中，投保机构直接代表案涉的全体中小投资者向破产管理人集中申报债权，在节省司法资源的同时，更有力地保障了案涉广大中小投资者的合法权益。^{〔48〕}其次，相较于由投资者充当诉讼代表人的证券普通代表人诉讼，投保机构的公益属性更加

〔44〕 黄忠顺：《法定诉讼担当的基本范畴研究》，载《法治研究》2012年第2期，第112页。

〔45〕 Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *The Plaintiffs' Attorney's Role in Class Action and Derivative Litigation: Economic Analysis and Recommendations for Reform*, 58 The University of Chicago Law Review 1, 28 (1991).

〔46〕 Jill E. Fisch, *Class Action Reform: Lessons from Securities Litigation*, 39 Arizona Law Review 533, 552 (1997).

〔47〕 John C. Coffee Jr., *Litigation Governance: Taking Accountability Seriously*, 110 Columbia Law Review 288, 315 (2010).

〔48〕《投服中心向康美药业破产管理人申报债权的公告》，载中证中小投资者服务中心官网 2021年7月23日，<http://www.isc.com.cn/html/kmyya/20210723/3898.html>。

契合国家利益与社会公共利益，更有助于起到私人执法的效果。证券特别代表人诉讼与证券普通代表人诉讼，虽然都是人数不确定的代表人诉讼，但是投保机构相较于普通投资者所具有的更为全面的专业素养和更为坚定的公益立场，使其能够在证券特别代表人诉讼中更为精准地监督律师的代理活动，避免美国证券集团诉讼中律师“绑架”诉讼或操纵诉讼现象的发生，让集团诉讼回归维护广大中小投资者合法权益的初衷。而选择加入与默示加入的诉讼参加机制之间的差异，也使得投保机构相较于普通投资者能够集中更多中小投资者的诉讼实施权，从诉讼规模和诉讼效果上充分发挥证券代表人诉讼保护中小投资者、震慑违法行为与规范证券市场法律秩序的私人执法效果。

三、证券代表人诉讼中投保机构角色的规则厘清

在系统化阐释投保机构性质及投保机构参加证券代表人诉讼的理论基础上，“康美药业虚假陈述案”反映出的证券代表人诉讼中投保机构角色所产生的实践争议，需要通过进一步构建证券代表人诉讼中投保机构与投资者和法院之间的具体规则来解决。

（一）投保机构与投资者之间的规则完善

证券投资的高风险与证券市场的复杂性使得中小投资者容易基于规避风险和降低难度的目的，倾向于信任证券市场中的制度体系和专家机构。在证券代表人诉讼中，契约信任已经逐步取代了熟人之间的特殊信任，成为投保机构能够参加诉讼的基本前提。⁽⁴⁹⁾ 为了有效应对中小投资者普遍寄希望于在未来默示加入证券特别代表人诉讼的“搭便车”心理，有序推进证券特别代表人诉讼的开展，有必要通过厘清投保机构不同的角色功能在纠纷解决过程中的分工以及细化投保机构与投资者之间的规则，来夯实投保机构与中小投资者之间的信任。

1. 投保机构阶段化的角色功能分工

作为以私法主体实现公益目标的专门机构，投保机构既要充分发挥其作为私法主体的灵活性，根据证券纠纷的具体形态和阶段，以适当的角色适时地参与证券纠纷的解决；又要严格秉持公私融合的目标追求，以保护广大中小投资者的合法权益和实现私人执法效果作为角色功能分工的重要标准。

如图 1 所示，首先，在证券纠纷的事前预防阶段，投保机构要充分利用自己在证券市场中的股东身份，针对上市公司治理过程中存在的资金占用、分红派转、违规担保等固有的顽疾，既可以独自行使质询权、建议权、查阅权等无持股时间和持股比例限制的权利，又可以联合其他股东行使提案权、表决权、召开临时股东大会等对持股时间和比例有所限制的权利，从而防范化解上市企业违法违规的风险，规范和提升上市企业的治理活动。⁽⁵⁰⁾ 投保机构合法、主动地争做一名积

〔49〕 慈勤英、赵彬：《论社会建设中的信任机制问题》，载《湖南社会科学》2014 年第 5 期，第 59 页。

〔50〕 郭雳：《作为积极股东的投资者保护机构——以投服中心为例的分析》，载《法学》2019 年第 8 期，第 149—150 页。

极合格的示范性股东，能够“唤醒和激发广大中小投资者的权利意识”^{〔51〕}，从而在保护投资者合法权益的基础上，激活维护资本市场可持续发展的私人执法力量。

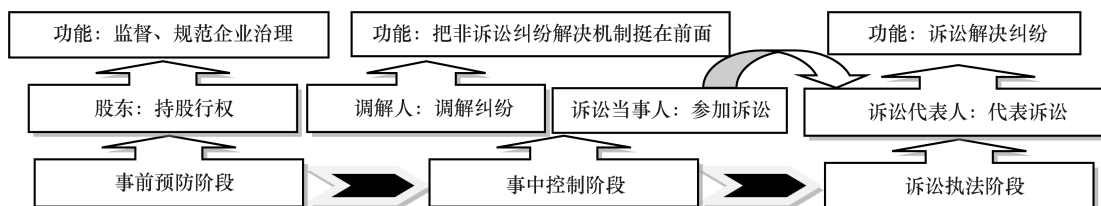


图1 投保机构阶段化的角色分工图

其次，在证券纠纷的事中控制阶段，投保机构要积极介入证券纠纷，根据上市企业的违法性质、当事人的意思表示、纠纷的规模态势等因素对证券纠纷进行综合评估，从而在多元化纠纷解决机制中选择最有利于保护投资者权益和实质性解决纠纷的角色。此外，为了避免不同程序中可能存在角色利益之间的冲突，同时保障纠纷当事人的程序利益，在同一纠纷的实体解决过程中，投保机构原则上只能在非诉讼纠纷解决机制中的调解人与诉讼中的当事人之间“二选一”。^{〔52〕}因此，对于不适宜通过诉讼解决的纠纷，投保机构要积极引导证券纠纷的当事人达成非诉讼纠纷解决的合意，“把非诉讼纠纷解决机制挺在前面”。

最后，在证券纠纷的诉讼执法阶段，作为证券纠纷解决的最后一道防线，投保机构要以诉讼代表人的身份参加最为适合以证券特别代表人诉讼解决的案件。投保机构以诉讼代表人的身份参加诉讼是投保机构与投资者双向选择的结果。故而，一方面，投保机构应当以填补损失与震慑违法行为的双重标准选择合适的案件。在证券代表人诉讼适用的初期，基于诉讼效率与震慑效果的综合考虑，投保机构可以谨慎地将是否已经受到行政或刑事处罚作为选择合适案件的标准，待时机成熟时再逐渐降低选择案件的标准。^{〔53〕}另一方面，对于符合选案标准的案件，投保机构应当在证券纠纷发生伊始就尽早地接触与帮助中小投资者处理纠纷，积极争取中小投资者的信任，以防在程序转换的过程中缺乏足够的明示授权；对于不符合选案标准的案件，投保机构在拒绝中小投资者委托的同时，仍应当在证券普通代表人诉讼或普通的证券诉讼中给予广大中小投资者推荐或指派公益律师、辅助组织诉讼、提供证据材料等多方面的支持。

2. 细化诉讼实施权与监督权的分配规则

证券代表人诉讼中投保机构与投资者之间权责分配的核心在于细化诉讼实施权与监督权的分

〔51〕 朱宝琛：《徐明：中国资本市场急需培育积极股东合格股东》，载证券日报网，<http://www.zqrb.cn/review/gushireping/2018-08-16/A1534408905312.html>。

〔52〕 刘君博：《“双轨制”证券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84页。

〔53〕 肖伟：《投资者保护机构在证券集体诉讼中的角色扮演》，载郭铎主编：《证券法律评论》2020年卷，中国法制出版社2020年版，第235-236页。

配规则。证券特别代表人诉讼的程序转换过程中，投保机构参加诉讼的理论基础经历了从任意诉讼担当到法定诉讼担当的转变，势必会影响诉讼实施权与监督权在投保机构与投资者之间的分配规则。

首先，在投保机构获得诉讼代表人资格前，投保机构与“明示授权”的投资者之间属于任意诉讼担当的关系，双方的契约信任成为程序顺利转换的关键。在诉讼实施权的授权委托上，一方面要充分尊重投资者与投保机构的意思自治，另一方面也要逐渐建立起投保机构与中小投资者之间的信任机制。而信任机制的建立需要彼此之间的熟悉以及所传递信息的真实。⁽⁵⁴⁾ 因此，除了前文提及的投保机构应当在证券纠纷发生后尽早地接触、帮助与支持中小投资者，中小投资者此时也应当积极主动地行使监督权，在监督投保机构的过程中逐渐熟悉投保机构的运行机制并检验其所提供信息的真实性。在中小投资者对投保机构选择案件的监督过程中，投保机构不仅应当详实地将选择案件的流程、标准与结果等涉及投资者切身利益相关的信息告知社会，将选择案件的工作置于社会公众与广大中小投资者的监督中；还应当将自身的诉讼优势、拟主张的诉讼、拟委托的诉讼代理人等与诉讼实施权紧密相关的内容同投资者的代表进行磋商，将未来的诉讼安排置于广大中小投资者的讨论中，从而促成投保机构在与广大中小投资者监督交流的基础上达成契约信任。

其次，在投保机构获得诉讼代表人的资格后，投保机构与默示加入的投资者之间属于法定诉讼担当的关系，诉讼效率与威慑效果成为证券特别代表人诉讼的核心。为了确保集体行动的效率，投保机构在集中行使诉讼实施权的过程中，应当尽量遵循前期与中小投资者磋商形成的诉讼方案，并在必要时及时向中小投资者通报、说明相关的诉讼情况。同时，由于中小投资者的诉讼实施权法定转移至投保机构，《证券法》应当适当地限制投资者的诉讼监督权，主要保留投资者以退出证券特别代表人诉讼的方式对投保机构进行监督。为了最大限度地发挥诉讼的威慑作用，投保机构在法院初步确定的案涉权利人范围内，应当尽可能地争取减少中小投资者的退出情况。虽然“康美药业虚假陈述案”中投资者“明示退出”的程序操作，相较于“默示加入”稍显繁琐，但是稍微繁琐的程序不仅有利于中小投资者在这一过程中仔细权衡其中的利弊，还能够使证券特别代表人诉讼最大限度地集中广大中小投资者的诉讼实施权，同时也让真正有实力独立提起诉讼的投资人不必拘泥于中小投资者的集体行动。

（二）投保机构与法院之间的规则完善

默示加入的证券特别代表人诉讼，相较于选择加入的证券普通代表人诉讼，能够集合最广大案涉中小投资者的诉讼实施权，集团诉讼的“群体性”色彩更为浓厚，而法院对于诉讼的管理难度将急剧增加，迫使其不得不通过加强职权干预来平衡多方诉讼主体之间的利益。⁽⁵⁵⁾ 证券特别代表人诉讼中，投保机构不仅需要维护前期“明示授权”投资者的利益，还需要承担保护广大不特

(54) 何明升、白淑英等：《虚拟世界与现实社会》，社会科学文献出版社 2011 年版，第 262 页。

(55) 毛立琦、李友根：《论证证券特别代表人诉讼程序转换的司法审查》，载《学习与探索》2021 年第 10 期，第 80 页。

定中小投资者的合法权益、震慑上市企业违法行为与维护证券市场秩序等私法执法责任。故而，与其说投保机构是偏向原告投资者的诉讼代表人，毋宁说是维护证券市场法律秩序的“私人执法者”。因此，完善投保机构与法院之间规则的核心即在于平衡投保机构的私人执法权限与法院的职权干预。

《证券代表人诉讼规定》将确定案涉权利人范围的决定权赋予法院，而将异议权赋予当事人。在证券代表人诉讼适用的初期，法院确定的虚假陈述实施日、揭露日或更正日应当尽量与行政或刑事处罚的内容保持一致，从而降低法院依职权确定案涉权利人范围的争议，统一私人执法与公共执法的标准。待时机成熟之时，投保机构应当在中小投资者提起证券普通代表人诉讼时以公益机构的身份提早介入其中，通过协助法院调查、主动接受询问、参与法院听证等方式就案涉权利人范围的划定发表专业性的意见。投保机构甚至可以在证券普通代表人诉讼中就接受广大中小投资者的授权委托，以任意诉讼担当人的身份代表潜在的涉案投资者就权利人范围的划定发表事实方面的主张。⁽⁵⁶⁾而法院应当以审前程序调查、询问、听证的结论为依据，参考行政或刑事处罚的内容，确定案涉的权利人范围。

四、结语

2020 年生效的《证券法》激活了我国沉睡已久的代表人诉讼制度，“康美药业虚假陈述案”的成功实践从结果上验证了证券代表人诉讼的制度优越性与可操作性。投保机构以诉讼代表人的身份参加诉讼是证券代表人诉讼的中国特色。理论界关于投保机构性质和投保机构参加诉讼的理论困惑集中反映在“康美药业虚假陈述案”之中，具体表现为投保机构不同角色之间可能存在的利益冲突，以及投保机构与投资者和法院之间的权责模糊。因此，系统化地阐释投保机构的性质与投保机构参加诉讼的理论，成为化解证券代表人诉讼中投保机构角色困惑的治本之策。投保机构的性质应当定位为证券领域中以私法主体实现公益目标的专门机构，通过任意的诉讼担当获得以诉讼代表人的身份参加证券代表人诉讼的资格，通过法定的诉讼担当集合最广泛的案涉中小投资者的诉讼实施权，在维护投资者合法权益的基础上，实现保护不特定投资者、震慑企业违法行为与维护证券市场秩序的私人执法效果。故而，投保机构与投资者之间的契约信任成为投保机构能够以诉讼代表人的身份参加诉讼的重要前提，而厘清投保机构阶段化的角色功能分工和细化诉讼实施权与监督权在投保机构和投资者之间的分配规则，成为构建投保机构与投资者之间的信任机制、解决投保机构不同角色之间可能存在的利益冲突以及投保机构与投资者之间权责模糊的出路。

⁽⁵⁶⁾ 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 114 页。

Theoretical Interpretation and Rule Clarification of the Role of Insurance Institutions in Securities Representative Litigation

—Analysis Based on the “Kangmei Pharmaceutical Company’s False Statement Case”

GU Jiajie

Abstract: “Kangmei Pharmaceutical Company’s False Statement Case” reflects the role confusion of insurance institutions in the litigation practice of securities representatives, mainly focusing on the possible conflicts of interests between the different roles of insurance institutions, as well as the unclear rights and responsibilities between the litigation representative of insurance institutions and investors and the court. This is brought about by the theoretical differences between the public and private attributes of insurance institutions and the theoretical differences about insurance institutions participating in litigation as representatives. The nature of insurance institutions should be targeted as specialized institutions in the securities field that achieve public welfare goals by private law. The insurance institution obtains the qualification to participate in securities representative litigation as a litigation representative by getting the authorization from proportionate investors, and gathers the widest range of litigation implementation rights involving both small and medium-sized investors through the legal undertaking rule of “expressed withdrawal and implied joining”. Only by clarifying the functions of shareholders, mediators, litigation representatives and other identity roles of insurance institutions in the dispute prevention stage, the control stage and litigation law enforcement stage, refining the distribution rules of insurance institutions and investors in litigation implementation and supervision rights, balancing the scope of rights involved in the case, and determining the intervention of the court’s authority and the private enforcement authority of insurance institutions, can we give full play to the effectiveness of securities representative litigation to deter illegal enterprises in China’s capital market, standardize corporate governance and maintain the order in China.

Keywords: Kangmei Pharmaceutical Company’s False Statement Case; Securities Representative Litigation; Insurance Institutions; Litigation Take-on

（责任编辑：王乐兵 汪友年）