



诉讼激励视角下证券集体诉讼的完善路径

高玉贺

摘要 证券集体诉讼的激励充分与否，关涉到制度实践的激活及制度功能的实现。肇因于对美国集团诉讼弊端之矫正和我国本土国情体制，我国选择了“半官方”的公益性证券集体诉讼模式，这构成了诉讼激励制度革新的路径。目前我国证券集体诉讼在观念上呈现出“重震慑、轻救济”的功能定位，在制度上存在组织失灵、行政干涉与启动限制等现实掣肘，共同引致了诉讼激励缺位的困境。诉讼激励机制构建的前提是廓清证券集体诉讼功能的争议，坚持救济与震慑并重的功能取向。在我国证券集体诉讼的路径之下，借鉴非营利组织激励理论，采取内部与外部激励等多种方式，同时强化投资者保护机构信息披露机制、减少对证券集体诉讼启动程序的限制，是构建激励机制的可行路径。

关键词 证券集体诉讼 诉讼激励 非营利组织

一、问题的提出

证券集体诉讼制度始终是我国证券法学界关注的热点。在历经长期的理论探讨和实践摸索之后，2019年新修的《证券法》第95条第3款规定了证券集体诉讼制度，开辟了我国投资者保护的新阶段。2021年，中证中小投资者服务中心（以下简称投服中心）提起我国首例证券集体诉讼案件康美药业案并顺利结案，标志着我国证券集体诉讼制度的正式运行。时隔两年，2023年12月，我国第二起证券集体诉讼案件泽达易盛（天津）科技股份有限公司等虚假陈述案调解结案。两起证券集体诉讼的开展，昭示了我国保护投资者利益和打击证券违法行为的强大决心。然而，揆诸我国证券集体诉讼实践，有必要总结我国证券法制采取的以投资者保护机构为主导的公益性集体诉讼制度，在避免滥诉、降低

代理成本的同时，能否提供充足之诉讼激励。

自2019年年末新修订《证券法》通过，在引入证券集体诉讼制度的三年时间中，我国仅发生两起证券集体诉讼案件。“三年两案”的诉讼频率固然有制度初设阶段谨慎摸索的缘由，但其背后亦折射出诉讼激励制度不足的问题。过低的诉讼频率，不仅难以实现保护投资者的宗旨，亦会削弱震慑不法行为的功用。英国和韩国在借鉴美国集体诉讼制度之后，由于激励机制之匮乏，实践中几无证券集体诉讼制度之运用（Park & Rho, 2021；汤欣，2011）。因此，尽管证券集体诉讼已落实为“纸面上的法”，但若因激励机制欠缺导致案件罕见，导致制度目的落空。“可持续的提起”是有中国特色的集体诉讼制度有生命力的基础（肖宇，2023），而我国证券集体诉讼能否

高玉贺，中国政法大学民商经济法学院。



具备可持续性的关键即在于诉讼激励是否充分。在全面实行注册制的制度背景下，发行端放松管制的改革能否顺利推进，很大程度上取决于后端的责任追究与权益救济机制是否充分（刘婧，2020）。由此，我国证券集体诉讼激励机制的理性构建，深刻关系到集体诉讼制度激活与资本市场高水平发展，有必要展开深入讨论。

目前，学界对于证券集体诉讼之激励机制已有部分讨论。有学者主张借鉴美国的证券集体诉讼制度，采取物质激励之思路，要求从胜诉赔偿金提取部分建立投资者保护基金（汤维建，2020），并对投服中心实行绩效考核制、对律师实行胜诉酬金制度（沈伟和林大山，2021）。在与中国大陆模式更为接近的中国台湾地区，亦有学者指出由非营利组织主导集体诉讼所存在激励不足的问题，主张引入律师有偿代理制度，以此刺激外部律师的积极性（王文宇，2007），此种观点也为中国大陆学者所支持（吕成龙，2017）。然而，亦有观点指出此类物质激励与我国证券集体诉讼功能定位不符（焦津洪，2023）。其缘由在于，此类物质激励措施固然具有经济合理性，然而却与我国本土国情和制度模式不具有相容性。思忖我国证券诉讼激励困境之破解，首先需要关注我国证券集体诉讼的制度背景与路径约束，在此基础上对于制约诉讼激励的功能定位与制度设计进行系统总结，并据此针对性地提出本土化解决方案。

二、路径约束：我国证券集体诉讼的成因剖析

集体诉讼作为制裁集团性侵害和保护分散性利益的重要制度工具，是各国都需要面对的重要问题。然而各国面对这一相

同问题时，由于政治体制、司法权威、法律职业、当事人理念、社会观点和法律文化等诸多因素的不同，又会生成差异化的制度设计方案（范愉，2006）。证券集体诉讼作为一项新制度，其既是我国继受并改造比较法先进制度的“本土化”结果，也是我国法律体制内生秩序的“在地性”产物。从制度演进的角度看，由于报酬递增和自我强化机制的存在，制度的发展路径存在历史惯性，并受到经济、政治的交互影响和文化遗产的制约（Douglas，1997）。诸多制约因素共同构成了制度选择和变迁的路径约束（刘荣材，2007）。就我国证券集体诉讼而言，具有本土特色的国情和体制不仅构成了制度形成的内在原因，同时也构成了制度革新的路径约束。唯有充分考察我国证券集体诉讼发展的路径约束，对于该制度的创新才不会脱离实践。有鉴于此，下文将对于我国证券集体诉讼发展的原因进行系统检视，以此揭示诉讼激励机制完善的制度背景。

（一）域外借鉴：“市场失灵”的实践矫正

在关于引进证券集体诉讼的学理讨论中，美国式的证券集团诉讼成了学者主要参照的对象。美国证券集团诉讼由律师为主导，配合胜诉酬金制度的激励，使美国成了世界上证券集体诉讼最为活跃的国家之一。然而，以律师主导、以市场化方式推动证券集体诉讼也不可避免地伴随着“市场失灵”的问题。根据经济学的观点，由于有限理性、信息不对称、市场交易中的权力因素等，以市场方式进行资源配置会造成包括配置效率低下、对公共物品供给不足、分配不公等在内的诸多问题（朱富强，2021）。在集团诉讼法律服务市场中，



投资者作为分散的个体与专业律师存在显著的信息不对称，其缺乏必要能力和动机对律师进行监督，导致律师得以主导整个诉讼市场而缺乏基本的监督，进而造成资源配置效率低下和分配不公现象的出现。

具体来看，胜诉酬金制的激励之下，“企业家式律师”粉墨登场，司法资源可能被各种投机性诉讼浪费。同时，由于律师主导诉讼，在律师与集团成员的动机、利益并不一致时，就会导致集团成员的利益受到损害，一个最为明显的表现即是和解勾结现象。对于律师而言，其诉讼收入不能伴随法院裁决赔偿金额的增加而等比例增加，同时不和解并继续进行诉讼不仅会给律师增加经济负担，还会使其承受更大的经济风险，因此大部分律师会在和解等方面中接受被告的建议并做出相应让步（耿利航，2006），从而导致原告从诉讼和解中获得赔偿金的比例占其投资损失的比例很低。1991—2004年，每年这一比例均未超过7.2%，2002—2004年每年甚至都低于3%。

为了避免“市场失灵”所导致诸多的弊端，以中国台湾地区为代表的法域转向了由非营利组织主导的集体诉讼模式。根据中国台湾地区“证券投资人暨期货交易人保护法”（以下简称“投保法”）的规定，该地区实行的是以“财团法人证券投资人暨期货交易保护中心”（以下简称“投保中心”）为主导的团体诉讼制度。“投保中心”属于具有一定官方色彩的非营利组织，其承担了咨询申诉、争议调处、团体诉讼等诸多保护投资人权益的职能^①。由于诉讼

由公益性质的非营利组织主导，其收益不能分配给成员，且律师直接由投保中心雇员担任，因此不再存在由于律师追求巨额律师费从而引发的滥诉问题。另外，由于非营利组织带有公益目的且不存在收益分配的可能，因此在选取案件方面，非营利组织会更倾向于选择那些有助于维护证券市场秩序和改善公司治理的案例，进而有助于发挥集体诉讼的社会效应。有鉴于中国台湾地区“投保中心”运行的成功经验，中国大陆有学者建议引入非营利组织主导模式，以此克服美国式集团诉讼市场失灵的弊端（汤欣，2007），而这也构成了中国式证券集体诉讼的重要制度样本。

（二）本土限制：司法环境与政治体制之考量

自从1992年来我国建立资本市场开始，我国即出现了多起上市公司证券违法案件。然而，与上市公司层出不穷的违法案件不匹配的，是我国的证券集体诉讼长期不活跃的状态。2001年最高院颁布了《关于涉证券民事赔偿案件不予受理的通知》，明确表示“由于立法及司法条件的局限”，暂时不具备受理和审理证券违法民事案件的条件。2002年1月15日，最高院发布了《股东告上市公司虚假陈述案可以受理的通知》，并于2003年1月9日发布配套性文件《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》。尽管放松了对于证券虚假陈述案件的受案限制，但是在诉讼形式仍然将人数不确定的代表人诉讼排除在外。投资者仅能选择单独诉讼和人数确定的代表人诉讼，由此

^① 财团法人证券投资人暨期货交易保护中心中心介绍[EB/OL].[2023-11-27].<https://www.sfipc.org.tw/MainWeb/Article.aspx?L=1&SNO=I6M+rmmp+ncCQmZoO7Z28g>.



导致起诉门槛提高,投资者维权成本过高(汤维建,2020)。根据数据统计,2003年以来的虚假陈述起诉率基本维持在50%以下,部分年份甚至只有20%(杨旭和何积华,2018)。我国长期以来对集体诉讼进行限制的背后,是司法环境与政治体制的本土约束。

从司法环境的角度考虑,法院能力和权威的匮乏制约着集体诉讼的发展。面对着技术性与专业性较强的证券违法案件,我国法院和法官的应对能力仍然比较欠缺,这导致司法机关在处理规模性的证券诉讼时仍比较乏力(郭丹,2012)。实证研究表明,由于独立性欠缺、能力不足等原因,我国法院在证券诉讼立案、审理到执行等各程序均存在表现不佳的问题,这严重制约了证券诉讼的发展(黄辉,2019)。在美国集团诉讼中,法院力图通过集团诉讼确认、和解监督机制等控制集团诉讼的门槛和结果,进一步实质性发挥资源分配和参与公共决策的功能(耿利航,2006),这就要求司法机关在政治体系中具备较高的权威。而我国作为传统大陆法系国家,司法具有保守克制的特性,司法权相对立法权和行政权的能动性并未充分彰显。长期以来,我国资本市场存在“重行轻民”“重监管、轻诉讼”的治理传统(汤维建,2020),行政力量在证券市场治理中至关重要,而司法系统权威则相对较低,由此导致倚重司法系统推进的证券集体诉讼受到遏制,或是存在浓重的政府干预色彩。

从政治体制来看,纯粹市场化的证券集体诉讼模式与我国政治体制相容度较低。在强调稳定的体制目标下,我国对于群体性诉讼长期持慎重谨慎的约束立场。

2006年中华全国律师协会发布的《关于律师办理群体性案件指导意见》明确指出要“发挥律师在群体性案件中维护社会稳定的积极作用”,要求律师在受理群体性案件后要向司法机关、政府相关部门及时反映情况并谨慎进行媒体宣传。实证研究表明,法院在对当事人众多的案件决定是否受理和选择诉讼程序时,“是否涉及稳定等政治问题”是法院考量的重要因素之一(范愉,2005;吴英姿,2009)。证券集体诉讼的首要特点是投资者数量众多、代理律师规模庞大,一个案件往往牵涉证券监管机关、上市公司、中介机构、投资者等多方主体,立案、审理和执行周期均较长。比如,青岛中院2003年受理的东方电子案共有6989名投资者起诉,共委托120多家律师事务所,从立案至审理结案时间甚至长达6年(罗斌,2008)。此种大规模、长周期、往往触发破产程序的群体性诉讼,社会敏感性较强,若处理不当易引发社会问题(范愉,2005),因此其与我国强调维稳的政治体制存在一定内在张力(章武生,2017)。在此种政策考量的影响下,我国立法者在制度设计上更加强调对于证券集体诉讼的约束而非激励。

(三) 制度选择:“半官方”的公益性诉讼

在上述域外实践经验与本土限制的双重约束之下,2019年新修订《证券法》第95条第3款最终选择了由投资者保护机构(以下简称投保机构)主导的诉讼模式。在我国,承担代表投资者提起集体诉讼任务的投资者保护机构主要是投服中心。作为非营利组织的投服中心主导的诉讼机制呈现出迥异于美国式集体诉讼的特点,下文试作简要剖析。



其一，我国证券集体诉讼具有较强的公益性。在证券集体诉讼领域，投服中心延续了其在过往投资者保护实践中以民事身份从事不以营利为目的的维权活动的公益传统（邓峰，2018）。由于投服中心和律师的公益属性，其不参与证券集体诉讼赔偿金的分配，也不存在营利的动机，这就对干扰性、敲诈性的诉讼施加了约束条件，也有利于防止和解勾结等侵害投资者利益的行为发生。投服中心利用公共资源启动集体诉讼，利用自身较高的专业化、组织化和知识性优势为投资者提供维权服务，最终利益由投资者享有，这也体现出了我国证券集体诉讼的公益属性。

其二，由投服中心提起的证券集体诉讼具有浓厚的官方色彩。传统的证券集体诉讼采取的是私人执法之路径，强调通过激励市场提起诉讼来实现纠正违法行为、保护投资者的目的，以此来弥补公共执法之不足。我国的投服中心则很大程度处于政府的控制之下，由此使得证券集体诉讼呈现出了私人执法与公共执法融合的色彩。根据《中国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》第12条之规定，投资者保护机构应当及时将参加特别代表人诉讼相关重要情况向中国证监会报告，案件结案后进行专项报告。此种报告制度体现出了政府对于投服中心的约束。尽管投服中心采取的是民事化的授权和行动，但是其作为监管机关设立的公共组织，其“行为更多倚重巡视或监督，是一种确保法律适用和施行的实践”（邓峰，2018）。投服中心的官方属性传递至诉讼制度，亦构成了我国证券集体诉讼的制度底色。综合上述制度成因，正是由于我国司法环境和政治体制

目标的缘由，我国证券集体诉讼始终需处于政府的约束和引导之下，而这也构成了诉讼激励制度完善的重要路径约束。

三、证券集体诉讼激励的观念偏差

制度功能的认知是制度设计的统领性指导。长期以来，国内外理论与实务界对于证券集体诉讼的制度价值产生了多种认识，一个基本的理论共识是证券集体诉讼能够补充公共执法之不足，具有强化实体法实施的功能（章武生，2017）。但是，对于证券集体诉讼更为微观的功能却存在着许多争议。下文将对于我国证券集体诉讼的功能定位展开分析，以澄清在我国诉讼激励机制构建上存在的观念偏差。

（一）理论争议：救济抑或震慑

证券集体诉讼作为普遍性的群体性纠纷解决制度，承载着保护投资者利益与震慑不法行为的功能使命。而针对救济与震慑这两种差异性功能的侧重，学界也存在不同的认知偏向。美国学者 David 指出，私人诉讼之目的并不在于获得损害赔偿或对于个人权利的维护，而是使得做错事之人通过付出代价而为社会福利做出贡献（Shapiro，1998）。证券集体诉讼这种诉讼形式通过集合起成千上万投资者的请求，以及对于违法主体进行曝光，能够对于其他意图违法者起到心理阻吓作用。我国有学者同样持此立场，其理由在于，证券集体诉讼普遍存在赔偿不足的问题，唯有加强对于不法主体的震慑才能从根本上推动资本市场治理、预防证券违法行为之发生（张巍，2020）。

相反观点认为，证券集体诉讼应当着眼于投资者救济。针对美国证券集团诉讼实践中存在的和解欺诈与和解勾结等问



题，有学者指出，证券集团诉讼的震慑功能已被严重弱化（耿利航，2006）。有学者从“退出制”的制度安排出发，认为证券集体诉讼的制度目的即在于为投资者提供保护，特别是为诉讼成本高于收益的“负值诉讼”投资者提供保护（彭冰，2020）。有学者结合我国当前资本市场发展现状，认为证券市场的“投资”属性与投资者的市场主体地位尚未得到充分彰显，亟须提供切实有效的救济机制来保护投资者合法权益、完善资本市场投资功能，故而应当强调证券集体诉讼的救济功能（黄鹂，2016）。以上两种观点的对立体现了理论界对于证券集体诉讼功能定位的观念分歧，对于实证层面的功能面向，需要结合制度实践进一步分析。

（二）实践选择：从选案标准透视

不同于美国的证券集团诉讼，我国非营利组织主导下的证券集体诉讼出于资源有限性等考量，规定了选取案件的标准，进而在实体和程序上将部分证券违法案件排除出诉讼范围。投保机构之选案标准，集中折射了我国证券集体诉讼的价值选择与功能定位，下文将以此为视角具体展开分析。

《中证中小投资者服务中心特别代表人诉讼业务规则（试行）》（以下简称《业务规则》）第四章对于选取案件的实体和程序进行了规定^①，《业务规则》第16条第1项明确要求投保中心选取的案件需要符合刑事或行政处罚的前置程序。相对而言，

符合前置程序的案件更容易取得民事诉讼的胜利，此种选案标准之下的案件更容易发挥震慑效应、壮大投服中心之社会声望，因此投服中心的此种自我限权具有一定合理性。然而，将其他未经公权力处罚的案件排除在外，则无疑使得投服中心无法就该部分案件发动集体诉讼，抑制了投资者获得救济的可能性。《业务规则》第16条第2项要求，案件应当典型重大、社会影响恶劣、具有示范意义。案件典型重大、社会影响恶劣的案件若被提起诉讼，显然能够对违法产出起到一定的震慑效果。但与同时，“只管大案件，不管小案件”的选案思路，意味着其他社会影响相对较小的案件被排除出了考量范围，导致此部分投资者显然丧失了通过证券集体诉讼而获得救济的机会。理论上，案情没有非常重大、社会影响恶劣程度相对较低的案件中投资者所遭受的损害未必比案情重大、社会影响恶劣的案件中投资者所遭受的损害更小（张巍，2020）。更进一步分析，社会影响大、违规性质恶劣的案件中，公司经营状况往往本就不好，对于此种公司发动集体诉讼容易导致公司破产、增加投资者受偿的不确定性（冷静，2022）。《业务规则》第16条第3项要求“被告具有一定偿付能力”，旨在让投资者获得赔偿，进而确保集体诉讼救济功能的实现。然而，被告的财产能力需要经过法院审理的实体判断，由投保机构进行事前判断既不现实，也容易出现错误，进而可能将本应

① 2020年7月，最高院发布的《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第5条第1款第三项规定，除行政处罚决定、刑事裁判文书之外，原告可提交被告自认材料、证券交易所和国务院批准的其他全国性证券交易场所等给予的纪律处分或者采取的自律管理措施等证明证券侵权事实的初步证据亦可满足代表人诉讼立案要求，这在一定程度上对前置程序进行松绑，2022年1月最高院发布《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》正式宣告前置程序退出历史舞台。



获得救济的投资者挡在集体诉讼的大门之外。

综合上述分析，投服中心之选案标准固然有救济投资者之考量，然而其更多考虑的仍是发挥集体诉讼的震慑效应，以及防止过多案件涌入诉讼程序以维持诉讼秩序。实证研究显示，康美药业案发生后独立董事投非赞成票的数量明显增加（李娜等，2022），这体现出康美药业案对于上市公司治理和信息披露起到了警示作用，佐证了我国证券集体诉讼的震慑功能。中国证监会法律部负责人指出，肇因于中国证券集体诉讼的公共执法属性和公共资源的有限性，中国证券集体诉讼的主要功能就是震慑（焦津洪，2023）。在此理念选择下，证券集体诉讼的制度设计与震慑功能定位相契合，但这也导致了对于救济功能的关照不足。从诉讼数量来看，从2019年末《证券法》颁布至今，投服中心仅提起康美药业案和泽达易盛案两起证券集体诉讼。与之相对的是，根据中国证监会官方通报，仅2021年和2022年证监会就分别查处609起和603起证券期货市场违法案件。^①在巨大的行政处罚数量面前，两起证券集体诉讼显然对于投资者保护功能的实现相对不足。由此可见，我国证券集体诉讼存在着“重震慑、轻救济”的功能定位。在此种功能定位之下，证券集体诉讼的数量和规模并非制度设计者着意追求的结果，相应的诉讼激励机制也必然处于被忽视的状态。

四、制度掣肘：证券集体诉讼激励的现实障碍

不同国家出于不同的理念选择与政策考量，会在证券集体诉讼的激励与约束机制方面进行差异化的配置与衡量（范愉，2006）。我国囿于本土国情限制与功能定位选择，更加注重维持证券集体诉讼秩序而非激发诉讼活力，由此导致在制度设计层面侧重诉讼约束机制而弱化激励机制。下文将从组织失灵、外部干预与启动程序限制三个维度分析我国证券集体诉讼在制度层面所面临的激励困境。

（一）组织难题：非营利组织失灵

我国采取了非营利组织主导证券集体诉讼的制度模式，由此试图避免律师主导所导致的滥诉问题。然而，这也导致了另一个意料之中的问题，即非营利组织自身存在的激励不足。美国社会学家莱斯特·萨拉蒙所提出的“志愿失灵”理论指出，非营利组织基于组织特性会存在慈善不足、特殊主义、家长制作风和业务主义等诸多问题。其中慈善不足具体是指由于非营利组织普遍欠缺稳定的经费来源，同时又囿于其非营利性的性质而无法大规模从事营利性活动，仅能以组织的社会责任感来推动提供公共服务，因此缺乏稳定的激励制度，无法为社会提供充足的服务（杨帆和王诗宗，2017）。有学者指出，在采取非营利组织主导模式的日本，便存在着因缺乏稳定资金来源而导致激励不足的突出问题（Morita & Daisuke，2021）。我国的投保

① 中国证券监督管理委员会.中国证监会2021年法治政府建设情况[EB/OL].(2022-04-08).<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c2321617/content.shtml>.

中国证券监督管理委员会.中国证监会2022年法治政府建设情况[EB/OL].(2023-03-31).<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7399314/content.shtml>.



机构作为非营利组织，在参与集体诉讼方面也面临着激励不足导致“慈善不足”之问题。

具体而言，投保机构作为非营利组织具有公益性，不参与集团赔偿金的分配，因此投保机构的提诉意愿完全依赖于其履职尽责的程度。对于其内部工作人员而言，提起诉讼意味着复杂的诉讼程序和巨大的工作量，出于“多一事不如少一事”的考虑，其提起集团诉讼的积极性明显存疑。对于投保机构委托的律师而言，囿于公益服务的性质，律师只能领取参加诉讼的必要费用而无法获取任何报酬，由此使得律师缺乏参与繁杂、耗时过多的证券集团诉讼的意愿。从激励相容的角度来看，由于投保机构和律师不参与证券赔偿金的分配，诉讼的输赢，赔偿金数额的多少并不直接影响投服中心和律师的利益，故而后者缺乏使前者利益最大化的动力，因此亦无法充分保障赔偿比例（黄鹂，2016）。

作为中国大陆证券集体诉讼制度的借鉴对象，中国台湾地区“投保中心”亦面临着此类激励不足的问题。与中国大陆相似，“投保中心”亦属于非营利组织，不参与赔偿金的分配，不同点在于“投保中心”所提起的证券诉讼的代理律师由该中心的雇员担任，这使得其面临繁重诉讼工作的同时却欠缺市场化的报酬，由此导致提诉意愿匮乏（吕成龙，2017）。因此，中国台湾地区“投保中心”的提诉数量自然无法与美国集团诉讼的巨大数量规模相提并论。但若将中国大陆投服中心与同属于

非营利组织主导模式下的“投保中心”进行横向比较，则可发现“投保中心”自2001—2023年共提起167件案件^①，平均每年提起7起案件，其提诉数量远超投服中心，这更说明了中国大陆投服中心所面临的激励困境。

（二）外在干预：行政权力干涉

中国大陆投保机构诉讼激励缺乏的另一重原因在于，外在行政干预弱化了投保机构提起诉讼的意愿。这一点亦可从中国台湾地区“投保中心”的制度实践中窥见。在资金来源上，“投保中心”的运营资金来源主要是证券交易所、期货交易所等证券交易机构的“捐助财产”和各证券商、期货商等交易主体成交金额的提成。^②受资金来源的影响，“投保中心”也在一定程度上会受到上述证券市场主体的牵制。在人员组成上，根据中国台湾地区“投保法”第11条第2款的规定，在董事会人员的组成方面，主管机关指派的人数不得少于董事总额三分之二，由此进一步导致“投保中心”独立性之欠缺。在著名的博达科技案中，“投保中心”在其主管机关干预下，与同受“金管会”监管的涉案证券公司实行和解（吕成龙，2017）。有中国台湾地区学者指出，在“投保中心”与被告进行的和解谈判中，时常以“依主管机关之指示”或“此系主管机关之立场”作为谈判依据，或提出进行和解有利于“社会公益”“市场发展”等（王文宇，2007）。此种谈判话语直接反映了“投保中心”在诉讼过程中受到的行政干预，而这也进一步影响了“投

① “财团法人证券投资人暨期货交易保护中心”团体诉讼案件汇总表[EB/OL].[2023-11-22].<https://www.sfipc.org.tw/MainWeb/Article.aspx?L=1&SNO=XqIDNAZ/9DguYlTrwJhJrQ>.

② 我国台湾地区“证券投资人暨期货交易人保护法”第7条、第18条。



保中心”内在激励的动力。

我国投保机构所面临的行政干预问题则更为复杂。有学者指出，我国非营利组织存在着政府性异化的系统性问题，具体包括政府干预和自治能力匮乏，而作为非营利组织的投保机构亦难以避免此类问题（严若森，2010）。具体来看，我国之所以选择了非营利组织主导模式的证券集体诉讼模式，其制度原因在于当前司法环境与政治体制的约束，这在先天层面为投保机构带来了浓重的官方色彩。而我国资本市场构成与国有企业制度进一步强化了此种外在干预。就我国资本市场而言，国有企业的占比相对较高，国有企业与地方政府存在着关涉经济利益的复杂血脉联系（郭丹，2012），考虑到财政收入、就业等因素，投保机构针对上市公司提起诉讼的过程中可能会面对地方保护主义的阻碍；另一方面，在严格的科层制之下，作为最高证券监管机构的证监会在面对行政级别较高的国有企业时，也可能出现无从处罚的现象（蒋大兴，2014）。在以上多重因素叠加的影响下，本就缺失经济激励的投保机构在提起诉讼的过程中必然面临多重阻碍，而且在具体诉讼过程中亦会受到多方势力之掣肘。在此种背景下，投保机构是否可能偏离以投资者服务为中心的职能定位（邓峰，2023），而转向考虑自身的机构利益与个别股东的利益，甚至是被告上市公司的利益，亦不无疑问。简言之，行政权力的外部干预，弱化了投保机构为投资者利益最大化行事的内在激励。

（三）规则错配：启动程序限制

在微观规则方面，我国对于证券集体诉讼启动程序的管制亦抑制了诉讼激励。

具体而言，普通代表人诉讼与特别代表人诉讼的强制性程序转换不当限制了集体诉讼的启动。关于《证券法》第95条第2款与第3款所规定的普通代表人诉讼与特别代表人诉讼的关系，学界有“递进说”与“并列说”的理论争议。前者认为，普通代表人诉讼是特别代表人诉讼启动的程序前提；后者认为，二者处于程序上之并行关系，不存在严格的先后顺序。

最终，最高院考虑到试点阶段经验匮乏、规范解释、程序可操作性等诸多因素（李伟，2020），于《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》采取了“递进说”之立场。然而，以普通代表人诉讼作为特别代表人诉讼的程序前提却造成了诉讼激励不足的问题。由于集体诉讼由投服中心主导，因此前期普通代表人诉讼程序中的代理律师就不能再参与后续诉讼，由此便会抑制律师参与普通代表人诉讼的积极性，进而导致“递进说”下的特别代表人诉讼也就无从发动（陈洁，2020）。结合康美药业案与泽达易盛案的诉讼实践进一步分析，投服中心均是在法院发布普通代表人诉讼权利公告的同日公开征集权利人授权，这意味着投服中心在普通代表人诉讼开展之前已经进行了评估程序，并决定要提起特别代表人诉讼（彭冰，2022）。既然投服中心在普通代表人诉讼开始前已经介入，那么普通代表人诉讼的前置程序则显然并不必要，其存在仅会拖延诉讼流程、增加诉讼成本。

五、我国证券集体诉讼激励机制的完善路径

（一）厘清我国证券集体诉讼的定位

不可否认，证券集体诉讼的震慑功能



于我国违法违规乱象频发的资本市场而言确实具有重要意义。然而，强调震慑作用并不意味着救济功能就应被忽视。从我国资本市场发展现状来看，我国资本市场长期存在着分配不公的问题，“融资”功能过剩而“投资”功能不足，投资者的市场主体地位和财产权益无法得到充分有效的保护（黄鹂，2016）。投资者保护机制的欠缺不仅使得投资者权益受损现象频发，同时也制约了我国资本市场的发展。在此种现实背景下，增设证券集体诉讼制度是保护弱势群体合法权益，构建社会主义和谐社会和强化实体法实施之需要（章武生，2017）。因此，保护投资者合法权益应当成为证券集体诉讼的重要价值旨归。

接近正义理论指出，“一种真正现代的司法裁判制度的基本特征之一，必须是司法能有效地为人所接近，而不仅仅是在理论上对于所有人可接近，即实效性接近司法”（卡佩莱蒂，2000）。从纠纷多元化解决的角度来看，我国证券法与民事诉讼法确实为投资者寻求救济提供了包括单独诉讼、人数确定与不确定的普通代表人诉讼、特别代表人诉讼等在内的多种途径，地方法院还探索出示范判决机制等证券群体纠纷解决规则。出于制度协调的考虑，固然需要推动各种诉讼程序协调互补、均衡发展（叶林，2020）。然而问题在于，普通代表人诉讼采取的是加入制模式，投资者因

需要进行登记等程序性操作^①，寻求权益救济的成本大大提高；从实证角度观察，自新《证券法》实施以来，人数不确定的证券普通代表人诉讼的数量亦寥寥无几^②，由此说明在降低投资者索赔成本、推动接近正义方面，普通代表人诉讼无法取代证券集体诉讼。证券集体诉讼之存在，于程序上通过退出制促使投资者低成本的参加证券诉讼，于实体上通过投服中心的参与来提升原告维权能力，进而提升司法的可接近性。但是制度功能的实现仰赖于制度运行的具体效果，如果草创此制度后便将其束之高阁，不予或鲜少适用，那么接近正义、救济投资者之功能只是一种空谈。

根据立法机关之表述，本轮《证券法》修订的根本宗旨和使命就是“加强投资者保护，不断提高中小投资者保护水平”。^③最高人民法院及中国证监会相关负责人就《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》答记者问时明确指出，我国证券集体诉讼的功能之一即在于“有利于小额多数的受害投资者得到公平、高效的赔偿，保护中小投资者合法权益”。毫无疑问，加强投资者保护应当是证券集体诉讼的重要价值目标。然而，揆诸当下制度实践，一系列制度设计限制了证券集体诉讼的制度活力，忽视了证券集体诉讼对于投资者接近司法之意义，致使无法真正实现证券集体诉讼的救济价值。另

① 根据《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第8条第2款的规定，人数不确定的普通代表人诉讼权利人进行登记时，应当按照权利登记公告要求填写诉讼请求金额、收款方式、电子送达地址等事项，并提供身份证明文件、交易记录及投资损失等证据材料。

② 根据笔者不完全统计，新《证券法》实施以来证券违法领域人数不确定的普通代表人诉讼包括杭州中院审理的五洋债欺诈发行案、南京中院审理的江苏辉丰生物农业股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案件以及上海金融法院审理的上海飞乐音响股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案件。

③ 新华网.把加强投资者保护作为修法根本宗旨——全国人大常委会分组审议证券法修订草案[EB/OL].(2015-04-23).http://www.npc.gov.cn/npc/c2/c183/201905/t20190521_240771.html.



外,根据法经济学理论,违法成本与违法行为被查处的概率呈正相关关系(Becker, 1968)。如果投保机构提诉概率过低,也会降低违法主体的违法成本,弱化集体诉讼的威慑功能。有鉴于此,应当厘清我国证券集体诉讼的功能定位,明确救济与震慑并重的思路。而这这就要求进一步加强诉讼激励机制,确保更多的投资者可以进入证券集体诉讼,并维护自身合法权益。

(二) 非营利组织视阈下的激励机制构建

中国大陆证券集体诉讼放弃了美国式律师主导模式,而是借鉴中国台湾地区经验,选择了非营利组织主导模式,由此给诉讼激励带来了与美国不同的问题语境。就此问题,有学者主张将胜诉酬金制引入证券集体诉讼中,以此来激励律师参与诉讼(沈伟和林大山, 2021)。应注意的是,长期以来,我国对律师采取胜诉酬金制代理群体性纠纷案件一直持严格禁止之立场^①,将胜诉酬金制引入证券集体诉讼意味着对现行体制政策的极大突破。从制度定位而言,胜诉酬金制与我国证券集体诉讼的公益性质不相符。另外,考虑到现阶段我国律师行业自律和职业伦理水平仍然有待提高,引入胜诉酬金制有可能造成代理成本问题,这与我国证券集体诉讼避免侵害利益冲突、保护投资者利益的制度初衷相违背(范愉, 2005)。因此,现阶段暂时不宜将胜诉酬金制引入到我国证券集体诉讼。此外,肇因于我国证券集体诉讼的主要功能是救济投资者,因此从胜诉金中提

取款项作为投保机构活动基金的做法也会降低投资者受偿比例,进而与我国证券集体诉讼功能定位相扞格,亦无法成为可行之激励路径。

中国式证券集体诉讼的非营利组织主导模式,决定了我国证券集体诉讼的公益性,也决定了适配激励机制的独特性。非营利组织的本质是利他主义,因此以利己主义的理性人选择为假设的传统经济分析范式难以适用,但这并不意味着市场与政府无法在非营利组织激励方面有所作为(卡拉布雷西, 2019)。根据激励实施主体来区分,对于非营利组织的激励主要可以分为外部激励和内部激励两个方面,前者包括政府提供财政与税收上的优惠政策、不同组织间的竞争等措施,后者主要包括绩效考核激励、组织文化激励、声誉激励等(陈岳堂和熊亮, 2015)。以上措施为我国证券诉讼激励机制之完善提供了思路借鉴。

从外部激励的角度,可以引入竞争机制,增加适格投保机构数量,以此来推动诉讼激励。在制度性门槛的壁垒下,非营利组织可以取得于某一领域的垄断地位,这客观上导致了其缺乏竞争意识,进而致使其服务缺乏创新、服务质量低下(张冉, 2014)。根据《证券法》第90条的规定,我国《证券法》中的投资者保护机构是指依照法律、行政法规或者国务院证券监督管理机构的规定设立的特定机构,目前全国只有两家,即投服中心和中国证券投资者保护基金有限责任公司(以下简称

^① 2006年发展改革委、司法部印发的《律师服务收费管理办法》第13条明确禁止群体性诉讼案件进行风险代理收费;2021年司法部、国家发展和改革委员会、国家市场监督管理总局印发的《关于进一步规范律师服务收费的意见》在第4条中再次明确禁止群体性诉讼案件进行风险代理。



“投保基金公司”），而其中只有前者具有提起证券集体诉讼的职权。这无疑赋予了投服中心对集体诉讼的垄断权，导致其缺乏外在激励。笔者认为，未来可以考虑首先赋予投保基金公司以提诉权，其次再逐步扩大至国内其他具有保护投资者职责的组织，比如深圳证券期货业纠纷调解中心等机构。如此，一方面，可以促进投保机构之间竞争，增强其提起诉讼、勤勉履职的激励，缓解投保机构资源不足的问题；另一方面，对于此类机构的约束仍可借鉴证监会对于投服中心的管理监督经验，使其满足我国本土化的体制要求，以减少改革的可能阻力。

从内部激励的角度，应加强声誉和文化激励机制。我国投保机构采取的是公益性诉讼的模式，因此虽然可以考虑根据提诉情况进行绩效考核，但是进行大规模的物质激励并不具有现实性。对于非营利组织而言，组织的社会类别、形象、地位和目标会使员工产生一种内部认同感，此种心理认同能够激发非营利组织员工更好履职（李霞，2006）。对于投服中心而言，“能否自我体认到中心任务并取得成员认可，乃至获得行动自由和外部政治支持，是最为重要的命题”（邓峰，2018）。因此，应加强对于投保机构内部人员的培训和教育，引导其树立维护投资者权益的价值取向，增强其社会责任感以督促其勤勉履职。就声誉激励而言，有学者坦言，投保机构内部那些在发现、追究违法行为方面才能卓越的员工有可能成为未来各家做空机构高薪争聘的对象（张巍，2020），这体现出了声誉机制的激励功能。目前，在律师的声誉激励方面，投服中心已经出台了《中证中小投资者服务中心证券公益律师管理

工作细则》，初步规定了投服中心公益律师的选拔、公示、表彰等制度。笔者认为，后续可以进一步加强对于投保机构内部提诉人员和代理案件的公益律师的宣传，提升其公众影响力和社会声誉，以此对证券集体诉讼进行有效激励。

（三）强化投保机构信息披露机制

针对前文所提出的行政权力外在干预问题，笔者认为，完全消除行政机关指导与监督之路径并不可取，其原因有二。其一，前文已经指出，囿于我国本土司法环境和政治体制限制，我国证券集体诉讼存在着天然的路径约束，公共执法属性乃我国证券集体诉讼不可革除之特性。其二，行政机关对证券集体诉讼的适度引导反而有助于激发诉讼活力。在韩国证券诉讼中，原告的举证高度依赖由政府出具的政府调查报告，但由于非营利组织及律师在提诉时难以获得监管机构的帮助，其在举证时面临巨大困难，进而抑制了证券集体诉讼的发展（Park & Rho, 2021）。有学者指出，证券集体诉讼的公共执法特性，可以使司法与行政执法机制有机互动、相互配合，具有提高诉讼效率、节约执法资源之功（汤欣，2007）。这进一步说明了公共执法与私人执法属性融合之必要性。

但是，为证券集体诉讼保有一定的公共执法属性并不意味着行政机关可以肆意干涉投保机构。为防止投保机构因受行政机关干预而偏离投资者利益最大化目的，可以加强对于投保机构之监督与约束，其中最为重要的就是制定与完善信息披露规则。有学者指出，信息披露的充分与否对于投保机构公共责任的实现至关重要（邓峰，2023）。对每一个重要影响到案件结果和投资者利益的步骤，原则上投保机构



都应该及时准确地予以披露，具体而言包括对于特定案件是否提诉的理由、案件起诉书等内容都应及时披露，接受社会监督。另外，对于具有一定专业性的内容，应当以公众可理解的方式进行解释，以确保信息披露的有效性。信息披露虽然不能完全杜绝行政权力的外在干涉，但是可以最大限度地确保投保机构提诉行权的规范性，使其尽可能围绕着投资者利益最大化之宗旨来行事，减少外在干预的负面影响。另外，在未来允许多家投保机构提起集体诉讼的背景下，充分的信息披露有利于投资者通过比较各家投保机构的资金运用效率和法律服务品质来选择自身的委托对象（汤欣，2011），进而增强对投保机构勤勉尽责的激励。

（四）合理调整证券集体诉讼启动规则

如前所述，目前对于证券集体诉讼启动程序的严苛管制也是诉讼激励被遏制的重要原因。未来，应当减少对于诉讼启动的前端限制，开大证券集体诉讼的“闸门”，促使更多案件流入。一方面，应当减少投服中心选案的刚性约束。目前投服中心选案标准中前置程序之存在考虑到了投服中心自身资源和力量的有限性，但是也阻却了投服中心对于未被行政或刑事处罚的案件提起诉讼的可能性。在投服中心能力不断增强、证券集体诉讼不断成熟的背景下，为进一步释放集体诉讼之活力，应当减少甚至删除前置程序限制，使投服中心可以就未经前置程序，但确实存在证券违法行为，且严重损害投资者利益的案件提起诉讼。对于案件重大性、恶劣性、示范性的考量也应逐步转变为对于投资者利益受损程度的考量，以减少选案限制，更好保障投资者利益。另一方面，《最高人民

法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》对于普通代表人诉讼和特别代表人诉讼采取了“递进说”的关系，将前者设定为后者之前提，由此于程序上为特别代表人诉讼的发动设置了阻碍。为更好激励证券集体诉讼，应改为采取“并列说”，使投保机构可以直接提起证券集体诉讼，进而降低程序成本、加强诉讼激励。

六、结论

为了避免美国式集团诉讼存在的滥诉、投资者利益保护不力的弊端，我国证券法制选择由政府背景浓厚的投资者保护机构来提起证券集体诉讼，这体现出了公共执法与私人执法融合之鲜明特性（焦津洪，2023）。需要回答之疑问在于，在矫正私人执法所带来的“市场失灵”问题之余，公共执法属性所带来的“政府失灵”“非营利组织失灵”等问题应当如何克服，其中最为突出的一个问题即在于诉讼激励之欠缺。为理性构建诉讼激励机制，首先需廓清关于证券集体诉讼功能的争议，坚持救济与震慑并重的功能取向。在我国证券集体诉讼的路径约束之下，诉讼激励机制的构建无法倚重传统的物质激励方式，包括胜诉酬金制、有偿代理等市场化改革建议未必与我国体制环境相容。可行之路径在于借鉴非营利组织激励理论，采取外部竞争激励与内部的声誉激励、文化激励等方式，增强对于投保机构与律师的刺激，同时强化投保机构信息披露机制以减少行政干预的负面影响。针对投保机构发动集体诉讼上的不当限制，需进一步调整以降低提诉的门槛和成本。

制度的产生和建构是具体和情景化的，不存在一个最优模式（耿利航，2006）。各



国的证券集体诉讼制度需要结合本国的具体国情和实践经验来不断修正与完善。推动投服中心将提起更多特别代表人诉讼案件（刘礼文，2023）美好愿景的实现，需要着眼于我国的国情体制与制度模式对诉讼激励机制进行本土化创新，以此推动更

多集体诉讼案件落地，助力“纸面上的法”真正转化为“生活中的法”，进而激活证券集体诉讼救济投资者、震慑不法行为的制度功能。^[N]

学术编辑：张毓

参考文献

- [1] 陈洁.证券纠纷代表人诉讼制度的立法理念与制度创新[J].人民司法,2020(28):52-53.
- [2] 陈甦.我国公司立法的理念变迁与建构面向[J].中国法律评论,2022(03):31.
- [3] 陈岳堂,熊亮.非营利组织参与社区公共品供给激励机制研究[J].中国行政管理,2015(08):62-65.
- [4] 邓峰.论投服中心的定位、职能与前景[J].投资者,2018(02):97-98,105.
- [5] 范愉.集团诉讼问题研究——一个比较法社会学的分析[J].法制与社会发展,2006(01):75.
- [6] 范愉.集团诉讼问题研究[M].北京:北京大学出版社,2005:372-373,383.
- [7] 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[J].法学研究,2006(03):68,72-76.
- [8] 郭丹.证券集团诉讼在中国的制度价值——法经济学与法社会学的悖论[J].北方法学,2012,6(02):68.
- [9] 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[J].证券法苑,2019(03):657-658.
- [10] 黄鹂.中国证券群体诉讼:公共执法与私人执法的选择[J].上海金融,2016(05):80-82.
- [11] 蒋大兴.隐退中的“权力型”证监会——注册制改革与证券监管权之重整[J].法学评论,2014,32(02):39-53.
- [12] 焦津洪.我国证券集体诉讼的制度创制与初步实践研究[J].中国法学,2023(03):190-192.
- [13] 李娜,张括,石柱峰.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[J].财经研究,2022,48(08):139-153.
- [14] 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[N].人民法院报,2020-08-01.
- [15] 吕成龙.投保机构在证券民事诉讼中的角色定位[J].北方法学,2017,11(06):33-39.
- [16] 冷静.康美启示:证券集团诉讼首案的制度突破与未尽议题[J].中国法律评论,2022(01):89.
- [17] 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[J].金融法苑,2022(01):12.
- [18] 沈伟,林大山.激励约束视角下的特别代表人诉讼制度——以新《证券法》为背景[J].证券法苑,2021,31(01):383-387.
- [19] 汤维建.中国式证券集团诉讼研究[J].法学杂志,2020,41(12):101,103,106.
- [20] 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[J].证券法苑,2011,4(01):174-200.
- [21] 汤欣.私人诉讼与证券执法[J].清华法学,2007(03):113-117.
- [22] 王文宇.非营利组织主导的证券团体诉讼——论投资者保护中心[J].月旦民商法学,2007,15(01):28-31.
- [23] 吴英姿.代表人诉讼制度设计缺陷[J].法学家,2009(02):68.
- [24] 严若森.中国非营利组织的政府性异化及其适应性治理[J].管理世界,2010(07):167.
- [25] 杨旭,何积华.证券虚假陈述民事案件裁判规则研究[M].北京:北京大学出版社,2018:41.
- [26] 张冉.社会转型期我国非营利组织声誉研究:危机溯源与重塑路径[J].浙江大学学报(人文社会科学版),2014,44(01):107.
- [27] 张巍.特别代表人诉讼案件选取的考量[J].投资者,2020(04):86-87.
- [28] 章武生.我国证券集团诉讼的模式选择与制度重构[J].中国法学,2017(02):285-288.
- [29] 朱富强.市场失灵视域下的政府功能[J].人文杂志,2021(05):50-60.
- [30] [美]圭多·卡拉布雷西.法和经济学的未来[M].郑戈,译.北京:中国政法大学出版社,2019:137-139.
- [31] [意]莫诺·卡佩莱蒂等.当事人基本程序保障权与未来的民事诉讼[M].徐昕,译.北京:法律出版社,2000:40.
- [32] David L.Shapiro.Class Actions:The Class as Party and Client[J].Notre Dame Law Review.1998,73:913-924.
- [33] Gary Becker.Crime and Punishment:An Economic Approach[J].Journal of Political Economy.1968,76:



169-217.

- [34] Hai Jin Park, Hyeok-Joon Rho. Securities Class Actions in Korea[M]// Brian T. Fitzpatrick, Randall S. Thomas. The Cambridge International Handbook of Class Actions: An International Survey. Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press, 2021: 419-439.
- [35] Taeko Morita, Daisuke Eguchi. A Review of the Current Status of, and Future Issues Facing Consumer Class Action Systems in Japan[M]// Brian T. Fitzpatrick, Randall S. Thomas. The Cambridge International Handbook of Class Actions: An International Survey. Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press, 2021: 459-461.
- [36] John C. Coffee Jr. Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation[J]. Columbia Law Review, 2006, 106: 1534-1545.
- [37] NORTH D.C. The Contribution of The New Institutional Economics to an Understanding of the Transition Problem[J]. WIDER Annual Lectures, 1997, (1): 1-18.

Improving Incentives in Securities Class Action Suits

GAO Yuhe

(China University of Political Science and Law)

Abstract This paper examines the incentives for initiating class action suits in the securities sector. Taking into account the shortcomings of group litigation in the U.S. and the local conditions in China, Chinese authorities chose the "semi-official" public interest securities class action model, which constrains litigation incentives. In China, the emphasis is on the deterrent aspect of class action suits in the securities sector while the remedial function is neglected. China's securities class action framework has multiple drawbacks, including organizational shortcomings, administrative interventions, and restrictive requirements on initiating litigation. These factors contribute to a lack of incentives for litigation. The objectives of both deterrence and relief need to be protected, but due to existing constraints in China, the construction of a more robust incentive mechanism cannot rely on material incentives. A more feasible approach would be to draw on the incentive theories of non-profit organizations and adopt both internal and external incentives. Additionally, the information disclosure mechanism needs to be strengthened, and undue restrictions on the initiation of securities class action should be reduced.

Keywords Securities Class Actions, Litigation Incentives, Nonprofit Organizations, Path Constraints

JEL Classification K22 K41 L31