法学年鉴
Annals of Law
ISSN Print: 3079-5389
ISSN Online: 3079-5397
https://doi.org/10.63313/Law.8020

证券代表人诉讼中权利人范围的反思

—— 基于康美药业案的思考

郑天升

北京联合大学应用文理学院，北京

发布日期：2026年5月20日

摘　要

康美药业案作为证券代表人诉讼最具代表性的示范，打开了我国代表人诉讼长期被搁置的新局面，对代表人诉讼的激活具有重要价值。但同时代表人诉讼的适用在现实中仍存在诸多复杂问题，如代表人诉讼由谁发起、管辖法院如何确定以及判决效力等。要解决这些问题不是一蹴而就的，而是需要循序渐进，进行多方论证。本文限于篇幅，将基于证券市场的特殊性，聚焦证券代表人诉讼的权利人范围角度展开论述，以期利用代表人诉讼为更好保护中小投资者的权益提供一点思考。

关键词

证券代表人诉讼；权利人保护；康美药业虚假陈述案

Reflections on the Scope of Rights Holders in Securities Representative Litigation

— Insights from the Kangmei Pharmaceutical Case

Tiansheng Zheng

College of Arts and Sciences of Beijing Union University, Beijing, China

Abstract

The Kangmei Pharmaceutical case, as the most representative example of securities representative litigation, has opened up a new situation where representative litigation, which had long been on hold in China, has been activated. It holds significant value for the activation of representative litigation. However, in reality, the application of representative litigation still faces many complex issues, such as who initiates the representative litigation, how to determine the jurisdiction of the court, and the effect of the judgment. Solving these problems is not something that can be achieved overnight but requires a step-by-step approach and multi-faceted arguments. Due to space limitations, this article will focus on the scope of rights holders in securities representative litigation based on the particularity of the securities market, with the aim of

文章引用：郑天升. (2026). 证券代表人诉讼中权利人范围的反思——基于康美药业案的思考. 法学年鉴, 1(2), 70 - 75.
ISSN Print: 3079-5389, ISSN Online: 3079-5397.
DOI: 10.63313/Law.9020

providing some thoughts on how representative litigation can better protect the rights and interests of small and medium-sized investors.

Keywords

Securities Representative Litigation; Rights Protection; The Case of False Statements By Kangmei Pharmaceutical Company

Copyright © 2026 by author(s) and Erytis Publishing Limited.
This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).
http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/



1. 案件梳理

1.1. 顾华骏、刘淑君等十一名投资者与康美药业证券虚假陈述纠纷案

本案分为两个阶段：第一阶段，2020 年 12 月 31 日，顾华骏、刘淑君等 11 名投资者向广州中院提起普通代表诉讼，该院裁定本案的权利人范围为自 2017 年 4 月 20 日（含）起至 2018 年 10 月 15 日（含）期间以公开竞价方式买入、并于 2018 年 10 月 15 日闭市后仍持有康美药业股票，且与本案具有相同种类诉讼请求的投资者，同时发布了《普通代表人诉讼权利登记公告》；第二阶段，2021 年 4 月 8 日，投服中心接受了黄梅香等 56 名权利人的特别授权，向广州中院申请作为代表人参加诉讼。经最高人民法院指定管辖，该院适用特别代表人诉讼程序审理本案，并发布了《特别代表人诉讼权利登记公告》，明确权利人范围与普通代表人诉讼权利人范围一致，同时规定前述权利人范围的投资者如未在公告期间届满后十五日内向该院书面声明退出本特别代表人诉讼的，即视为同意参加本特别代表人诉讼。由此，广州中院确定了本案的权利人范围，该权利人范围的界定标准为虚假陈述行为的实施日至虚假陈述行为的揭露日。同时，广州中院认为康美药业披露存在虚假记载和重大遗漏的《2016 年年度报告》，此日期应当被认定为虚假陈述行为的实施日，同时以自媒体质疑康美药业财务造假的 2018 年 10 月 16 日为案涉虚假陈述行为的揭露日。

1.2. 刘超与康美药业证券虚假陈述纠纷案

本案中康美药业虚假陈述行为实施日为《2018 年年度报告》披露日即 2019 年 4 月 30 日，虚假陈述揭露日为中国证监会宣布初查结果的当日，即 2019 年 5 月 17 日为准。而刘超买入康美药业股票的时间为 2019 年 5 月 10 日，可见刘超购入时间在虚假陈述行为实施日和揭露日期间。然而，广州中院仍认为刘超受到的经济损失与本案虚假陈述行为之间不存在因果关系，因此康美药业对刘超的经济损失不承担赔偿责任。与顾华骏、刘淑君等人案的不同的是，本案似乎并没有把该虚假陈述行为实施日和揭露日期间的权利人刘超纳入保护范围内。

2. 问题提出

从上述案件中可以看出，其中存在以下问题。

2.1. 程序法中权利人范围的质疑

在程序法上，涉及权利人范围确定过程中，法院采取了先裁定再公告的模式，与民事诉讼法所确定

的先公告再审查的模式截然不同。证券代表人诉讼采取这种模式的规定是否存在对权利人保护不够充分的情况有待进一步考量与论证。

2.2. 实体争议上权利人范围的质疑

首先，从案件的具体审理来看，关于权利人的范围为虚假陈述行为实施日至揭露日期间以公开竞价方式买入股票，并在闭市时仍持有该股票的人。期间的确定并无问题，虚假陈述行为实施日为做出虚假陈述行为当日即年度报告披露日也并无异议，但关于虚假陈述行为的揭露日在顾华骏等 11 人诉康美药业案中的确定方式为自媒体质疑康美药业财务造假日，而在刘超与康美药业案中的确定方式为中国证监会宣布初查结果的当日。由此可见，关于虚假陈述行为揭露日的确定方式在两案中并不统一。在顾华骏案中以自媒体的质疑即非官方的报道为准，而在刘超案中却以官方的公布为准。因此，在实体法上，这两种标准区分下所保护的权利人范围显然存在差异，由此就会带来对权利人范围确定产生的争议。例如，不在法院确定的虚假陈述行为实施日和揭露日期间的权利人对此种划分方式不认可时，应当如何救济？

其次，由刘超案可以看出，刘超购入股票时在法院确定的虚假陈述行为实施日和揭露日期间，但是从法院的判决来看认为刘超的经济损失与案涉虚假陈述行为不具有因果关系，而是属于明知披露信息不实而“自甘风险”的投资行为。法院一方面确定虚假陈述行为实施与揭露期间，另一方面对处于该期间的权利人不给予保护。这似乎形成了一种自相矛盾，若认为处在该期间的权利人买入股票属于“自甘风险”，那么认定权利人处于该期间的意义为何呢？

3. 权利人范围确定的程序和实体考量

3.1. 权利人范围确定的程序考量

要解决上述之质疑，程序问题的解决是前提，即在权利人范围的确定上究竟应当先进行公告再进行审查，还是由法院先进行裁定再进行公告登记呢？刘哲玮教授将其称之为《民事诉讼法》上的“公告——审查”模式和《证券代表人诉讼规定》中的“裁定——公告”模式。

首先，关于《民事诉讼法》中规定的“公告——审查”模式。《民事诉讼法》第 57 条规定，起诉时原告人数尚未确定的，人民法院可以发出公告，说明案件情况和诉讼请求，通知权利人在一定期间向人民法院登记。《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》第 80 条还规定，向人民法院登记的权利人，应当证明其与对方当事人的法律关系和所受到的损害。证明不了的，不予登记，权利人可以另行起诉。这种模式的确定具备更加有利于保障权利人行使诉权的优势。这是由于在发出的公告中并不会直接限制权利人的范围，由此降低了当事人主张权利的门槛。尽管在法条的规定的登记中设置了对主张权利的权利人审查，但此种模式仍然给予了权利人最大限度保障诉权的形式。更何况，法院在进行登记审查时仅进行形式上的简单审查，并不直接就实体权利的纠纷做出处理。例如：在消费者权益纠纷中，只需要主张权利的消费者提供购物的小票或者其他能够证明自己进行消费的记录即可。因此最大限度的保障了权利人的诉权。但从实践应用角度来看，正是由于这种方式对权利人保护的宽泛，同时在相关法律与司法解释中对具体审查方式、审判组织、审判方式、如何判决、效力延伸没有明确规定的情况下，导致了代表人诉讼长期被搁置的状态。

其次，关于《证券代表人诉讼规定》中的“裁定——公告”模式。该《规定》第 6 条规定，对起诉时当事人人数尚未确定的代表人诉讼，在发出权利登记公告前，人民法院可以通过阅卷、调查、询问和听证等方式对被诉证券侵权行为的性质、侵权事实等进行审查,并在受理后三十日内以裁定的方式确定具有相同诉讼请求的权利人范围。当事人对权利人范围有异议的，可以自裁定送达之日起十日内向上一级

人民法院申请复议，上一级人民法院应当在十五日内作出复议裁定。这一模式的确定，给予了法院适用代表人诉讼的空间。首先，这种模式提高了法院确定权利人范围的效率。司法解释的起草者明确指出，先行审查实施日、揭露日等关键时点进而确定权利人范围的目的是“为防止不适格的投资者进入权利登记程序并导致权利人范围‘翻烧饼’的现象”。其次，因其在法条中明确规定了当事人对权利人范围确定有异议的，可以向上一级人民法院申请复议，给予了争议处理的救济方式，因此兼顾了对其他权利人的保护。“裁定——公告”模式的确立也正是为什么证券代表人诉讼能够激活我国代表人诉讼的原因之一。但在此种模式下，一方面，引出了潜在权利人诉权无法准确保障的问题，即公告的通知督促潜在权利人参加诉讼的功能被架空；另一方面，也引出以下需要探讨的实施日、揭露日等实体争议如何界定的问题。

3.2. 权利人范围确定的实体考量

从上述案件处理的方式已然归纳出了权利人范围确定的两大实体争议问题。接下来逐一解构。

1. 关于虚假陈述行为揭露日如何确定的问题

在顾华骏一案中，广州中院认定自媒体质疑康美药业财务造假为案涉虚假陈述行为的揭露日理由为：一是自媒体质疑报道的主要内容，与中国证监会行政处罚认定的财务造假性质、类型基本相同，满足揭露行为的一致性要件；二是自媒体揭露内容引发了巨大的市场反应。康美药业股价在被自媒体质疑后短期内急速下挫，走势与上证指数、行业指数的走势存在较大背离，满足揭露行为的警示性要件；三是虽然揭露文章仅是首发在自媒体而非官方媒体，但从本案来看，相关文章确实被多家媒体转载，并直接导致康美药业的百度搜索指数和资讯指数暴增，成为舆论关注重心，满足揭露行为的广泛性要求，达到了揭露效果。由此确定了虚假陈述行为的揭露日为自媒体质疑日。而在刘超一案中，广州中院则认为康美药业虽然已于 2018 年 10 月 16 日被媒体揭露，但 2019 年 4 月 30 日《2018 年年度报告》仍涉及大量虚假陈述，因此不宜认定 2018 年 10 月 16 日为本案虚假陈述揭露日。2019 年 5 月 17 日，作为国家证券行业监督管理机构的中国证监会召开新闻发布会宣布，初步查明康美药业披露的 2016 年至 2018 年财务报告存在重大虚假，且该信息与最终《行政处罚决定书》认定的事实相符。因此，该案中康美药业虚假陈述揭露日应以中国证监会宣布初查结果的当日为准，即以 2019 年 5 月 17 日为本案证券虚假陈述行为揭露日。

对比两案可以发现，广州中院在确定虚假陈述行为揭露日时似乎具有较大的自由裁量权。在处理两案过程中，广州中院看似采用了两套标准，但仍可以归结为一套标准，即以涉案企业的股票实质受到影响为标准，并不直接区分是否为官方媒体公布的质疑信息。这种裁判方式以法律及相关的法规无明确的规定为前提，并且在两案中似乎也并未受到质疑。但从总体适用角度来看，在相关规定并不明确的情况下，必然会产生有关揭露日确定的争议问题，例如，在乐视网一案中，被告方对北京金融法院确定的实施日、揭露日和其他程序事项提出了多项抗辩。因此，对揭露日的参考进行明确规定在证券代表人诉讼中十分必要。

2. 关于虚假陈述行为实施日至揭露日期间确定的权利人是否当然具备直接主张权利的判断问题

此问题集中体现在刘超案中，刘超买入康美药业的时间显然处于虚假陈述行为实施日和揭露日期间，但法院认为刘超诉请的损失与案涉虚假陈述行为之间没有因果关系。具体理由在于康美药业披露的《2018 年年度报告》中虽然存在虚假陈述行为。但在本案中，刘超买入康美药业之前，多家媒体发布了大量质疑康美药业披露的财务信息真实性的文章。康美药业也公告了因涉嫌信息披露违法违规被中国证监会立案调查。康美药业公告的《2018 年年度报告》载明了审计机构广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）对该年度报告的保留意见。康美药业又公告了上海证券交易所对康美药业进行了监管问询。上述情

况导致康美药业股价连续五个交易日跌停，累计跌幅 40.94%。刘超在此后仍买入康美药业股票，因此，属于明知康美药业《2018 年年度报告》披露信息不实而“自甘风险”的投资行为。这种判断方式从实质上似乎认定了刘超是一种“自甘风险”的投资行为。但值得质疑的是，在此期间当事人买入的行为既然不值得保护，为何该上市公司的股票仍可自由流通？既然能够自由流通当事人买入为何又不被保护？这种实质判断与期间内买入行为都应当进行保护的形式判断冲突如何解决？

4. 关于权利人范围确定的展望

4.1. 权利人范围确定的程序界定

由前述可知，“裁定——公告”的模式已然成为激活我国代表人诉讼的重要方式。其优势可见一斑，在没有更好的方式替代的情况下，对该种模式的完善十分必要。即保持对诉讼效率有序进行的同时，探寻更好保护投资者权益的方法。

首先，在顾华骏案中，是由最初的普通代表人诉讼转化为特别代表人诉讼的。这种转化的前提是投服中心接受了权利人的特别委托，将投服中心这种投保机构作为代表人参加诉讼，似乎使证券代表人诉讼对中小投资者权益的保护更具合理性。从投保机构的性质来看，其是由中国证监会设立并管理的非营利性公益组织，其官方背景使得相关案件的审理过程引起社会各界广泛关注，促进公众监督案件审理，提升案件审判的公正性。同时投保机构作为证券领域更为专业的机构，能够更好的组建专业公益性律师团队，积极为中小投资者提供诉讼维权服务。并且能够针对重点内容提出诉辩，争取投资者利益最大化。同时其溢出效益也能够进一步唤醒投资者的维权意识，规范上市公司的行为以及督促独立董事履行职能。

其次，加强对法院自由裁量权的控制，对审查程序进行细化适用规定。在繁简分流已经成为我国司法改革大势的背景下，显然不宜将所有实体问题都必须进行开庭审理。因此，在同时保持效率，又要持续加强对权利人保护的情况下，就要考虑当事人是否对权利人范围的确定存在异议以及异议的性质。在当事人对权利人范围不存在异议的情况下，直接做出裁定；在当事人提出适用法律异议的情况下，可以进行书面审理；在当事人又提出存在事实异议的情况下，可以进行听证程序以保障当事人辩论权的行使。

4.2. 权利人范围确定的实体明确

4.2.1. 虚假陈述行为揭露日的界定

针对虚假陈述行为揭露日的标准，为了满足法院做出判断时具有明确依据，又能更大程度保护当事人的合法权益。在笔者看来，有必要对揭露日的判断标准进行多重界定。首先，要以官方公布的文件为首要准则，例如：《立案调查通知》、《行政处罚事先告知书》、《行政处罚决定》等文件的公告日，这些文件往往以具体的虚假陈述行为的实施为依据，具有更为权威的效力，具有直接适用性。其次，可以以进行官方认证的媒体报道为准，但需要严格限制此种媒体报道作为揭露日的条件，即要在该媒体的影响范围、报道的来源以及可信度等多个角度进行全方位考察，确保揭露日的确定具有科学性。除此之外，由于缺乏权威性、广泛性以及影响力等多要素，其他任何自媒体或者区域性的报道均不具备作为揭露日的确定标准。

4.2.2. 虚假陈述行为实施日至揭露日期间确定的权利人应当当然具备直接主张的权利

与《证券代表人诉讼规定》中关于代表人诉讼保护范围的规定相呼应，若当事人在实施日和揭露日期间买入并在揭露日之后仍然持有该股票显然就处于代表人诉讼的保护范围之内，就应当给予对应的权利救济措施。若认为其存在“自甘风险”的投资行为，那么虚假陈述行为实施日与披露日期间的确定显

然失去应有的作用。同时，反向来看，上市公司股票的发行存在政府的规制，对于存在虚假陈述行为的上市公司，证监会也会及时叫停该公司股票的买入，即通过政府介入的方式保护投资者的权益。因此，当股票仍在正常买入卖出、虚假陈述行为又未被披露的情形下，投资者有理由相信该股票的买入具有增值效果，投资者的权益值得保护，应当具备直接主张的权利。

5. 结语

证券代表人诉讼打开了我国代表人诉讼的新局面，不仅在证券领域具有显著意义，而且对于民事领域代表人诉讼的提起具有借鉴意义。本文以康美药业案为切入点，聚焦证券代表人诉讼中权利人范围进行展开梳理，明确了权利人范围确认过程中程序和实体存在的不同问题，并提出了相应解决路径的思考。从程序角度，进一步完善“裁定——公告”模式，引入投保机构这个第三方参与诉讼以提升权利人范围确定的公正性，同时加强对法院自由裁量权的限制、规定具体的审查模式以加强对权利人的保护。从实体角度，明确虚假陈述行为揭露日的判断标准，同时保障处于虚假陈述行为实施日与揭露日期间的权利人享有直接主张救济的权利。

参考文献

[1] 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[J].中国法律评论,2022,1:110-113.

[2] 林文学,付金联等.《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》的理解与适用[J].人民司法,2020,28.

[3] 马德水,李雪晴,靳芷昕.新《证券法》下投服中心持股行权与中小投资者保护——以康美药业特别代表人诉讼案为例[J].财会月刊,2023.20:123-124.