

## 投资者保护法律制度完善研究

武汉大学课题组\*

**摘要:**我国现行《证券法》在维护证券市场健康发展、保护投资者利益方面发挥了重要作用,但在制度设计上仍然存在不足。充分借鉴境外资本市场证券立法中的先进成果,吸收金融消费者保护潮流中的有益经验,是我国《证券法》进一步完善时应当注意的一个方面。在我国构建一个更完善的投资者保护体系,需要对“投资者”进行科学、合理定义,引入投资者适当性制度,提振投资者保护基金制度的实际功效以及丰富投资者损害救济的方法和渠道。

**关键词:**金融消费者 投资者保护 证券法

投资者保护是证券市场运行应遵循的基本理念,也是在各 国证券立法中一以贯之的基本原则,可以说,《证券法》本身就是一部投资者保护法。<sup>[1]</sup>我国现行《证券法》中证券发行和上市的限制条件、发行人信息披露义务、相关主体利益冲突防范、反

---

\* 课题组负责人为武汉大学冯果教授,课题组成员包括吴国栋、李安安、袁康、杨为程、张东昌、谢贵春、胡传高。

[1] 参见张育军:《投资者保护法律制度研究》,人民法院出版社2006年版,第271页。

欺诈制度、证券经营机构和证券服务机构的活动规则、证券监管等,是我国投资者保护制度体系的有机组成部分,在投资者保护的实践中发挥着重要作用。但是毋庸讳言,我国投资者保护状况仍不尽如人意,在制度设计上的不足与缺失主要有以下几个方面:第一,投资者主体界定不清,既未明确投资者的范围,也未根据投资能力对投资者进行适当性区分,这种对证券投资者界定的缺位容易造成保护对象的模糊和混乱;第二,现行投资者保护制度多为具有投资者保护的客观效果的“间接的投资者保护制度”,缺少以投资者保护为直接内容的“直接的投资者保护制度”;第三,保护制度多散见于行政法规、部门规章以及自律规则等低位阶的法律制度之中,在作为证券基本法律的《证券法》中未能得到充分体现,相应层级和效力较低;第四,投资者损害救济制度并不完善,投资纠纷解决机制单一且不畅通,缺乏相应救济途径造成了投资者权益的脆弱。为了更好地实现投资者保护的目标,亟须利用《证券法》修改这一契机解决上述问题,进一步完善我国的投资者保护制度。

本研究报告围绕《证券法》修改中投资者保护制度的完善这一命题,结合制度运行的现状以及实践中存在的现实问题,着重从两个层面展开研究:一方面,从整体制度架构上对作为保护对象的投资者进行界定,探讨投资者保护制度的立法模式选择,以解决制度设计的基础性问题;另一方面,从具体制度安排上,对当前比较典型且较为成熟的直接的投资者保护制度进行研究,提出具体的制度设计方案。报告包括以下四个部分:第一部分尝试界定投资者与金融消费者概念的联系和区别,分析了部分证券持有者的投资者属性和金融消费者属性的重合,强调《证券法》应引入金融消费者保护理念;第二部分以投资者适当性的理论成果和境内外立法实践为依据,提出应在《证券法》中确立投资者适当性制度;第三部分检讨了我国投资者保护基金的资金来源、管理机构、赔偿机制和运行现状,提出了投资者保护基金制度的完善方案并认为应将其纳入《证券法》之中以提高其法律位阶;第四部分则在充分考虑我国市场发展和法制体系现实情况的基础上,就投资者保护专门机构、投资纠纷多元化解决机制等方面提出相应的制度设计,并认为应当在《证券法》修改中予以体现。

## 一、证券持有者的投资者属性与金融消费者属性均应体现在《证券法》中

2008年金融危机的爆发使得金融消费者保护得到了前所未有的重视,各国对危机进行全面反思之后,纷纷对监管理念进行了革新,对监管机构进行了权力的重新整合,对相关规则进行了再造。作为监管改革的重头戏,世界范围内掀起了一股确立或重塑金融消费者保护理念的热潮。

然而对于我国证券市场而言,金融消费者尚属较为崭新的概念。证监会及其出台的相关文件中始终强调保护投资者利益,尚未正式使用过金融消费者的概念,甚至在下设机构的称谓上也沿用投资者概念而称之为投资者保护局。在当前“金融消费者保护”理念炙手可热的背景下,辨析投资者与金融消费者的概念,厘清二者的关系,并在可能的情况下借鉴金融消费者理念及既有成果为证券投资者提供更为充分的保护,无疑对《证券法》修改具有重要意义。

### (一) 投资者与金融消费者概念辨析

#### 1. 投资者与金融消费者的概念厘定

传统意义上的投资者一般是指证券投资者或资本市场投资者,随着金融市场的发展,投资对象范围从证券领域向所有金融产品扩展,投资者的概念也超出了传统的证券投资者范围,延伸至金融投资者,投资者成为各类金融产品的购买者和使用者的统称。<sup>[2]</sup>本报告所提及的投资者仅指称证券投资者,即在证券市场上从事证券投资活动,享有证券投资收益并承担投资风险的自然人、法人或其他组织。这一概念包括三层含义:一是投资者可以是个人,也可以是机构;二是从事证券投资活动;三是享受投资收益的同时承担投资风险。

当前与投资者具有一定关联性的“金融消费者”概念正日益受到

---

[2] 参见廖凡:“金融消费者的概念和范围:一个比较法的视角”,载《环球法律评论》2012年第4期。

理论界和实务界的重视。迄今为止,金融消费者的定义尚未在学术界达成共识,<sup>[3]</sup>即便金融监管的规范性文件中提到了金融消费者概念,也未对其予以清晰的界定。我们认为,金融消费者应当满足如下几个条件:(1)金融消费者从事了购买或使用金融产品或服务的行为;(2)该行为出于非经营目的;(3)金融消费者应为自然人。

## 2. 投资者与金融消费者的关系

首先,投资者与金融消费者是不同语境下的两个概念。金融消费者是相对于金融服务提供者而言,强调的是购买产品或接受服务后,消费者与金融服务提供者之间的对应关系。而投资者是相对于投资对象的概念,主要描述的是特定主体参与投资活动、投资于特定对象。

其次,投资者与金融消费者在外延上存在着交叉,非专业的个人投资者同时具备投资者和金融消费者的双重属性(参见图 1.1)。非专业的个人投资者对证券产品的理解力以及风险承受能力较低,与消费者一样在证券市场上处于弱势地位,容易受到不法侵害。而且非专业个人投资者是从事了购买或使用金融产品或服务行为的自然人,投资行为出于非经营目的,也符合金融消费者定义的三个条件。

最后,正因为投资者与金融消费者外延上的交叉,二者在保护制度的构建上也存在重叠部分。金融消费者的知情权、隐私权及求偿权应当是金融消费者权利最为核心的部分,证券投资者保护的诸多制度分别与金融消费者的核心权利相对应。<sup>[4]</sup>如《证券法》上贯穿始终的信息披露制度与金融消费者知情权的契合,而《证券法》中关于证券服务提供者对客户保密义务的规定,投资者保护基金的设立,欺诈、内幕交易等损害投资者利益行为的禁止,以及投资者损害赔偿等相关规定,也分别与金融消费者的隐私权、求偿权等权利相呼应。

---

[3] 参见王伟玲:“金融消费者权益及其保护初探”,载《重庆社会科学》2002年第5期;邢会强:“处理金融消费纠纷的新思路”,载《现代法学》2009年第5期;郭丹:“金融消费者之法律界定”,载《学术交流》2010年第8期;陈洁:“投资者到金融消费者的角色嬗变”,载《法学研究》2011年第5期;廖凡:“金融消费者的概念和范围:一个比较法的视角”,载《环球法律评论》2012年第4期。

[4] 参见郭丹:《金融服务法研究——金融消费者保护的视角》,法律出版社2010年版,第72~85页。

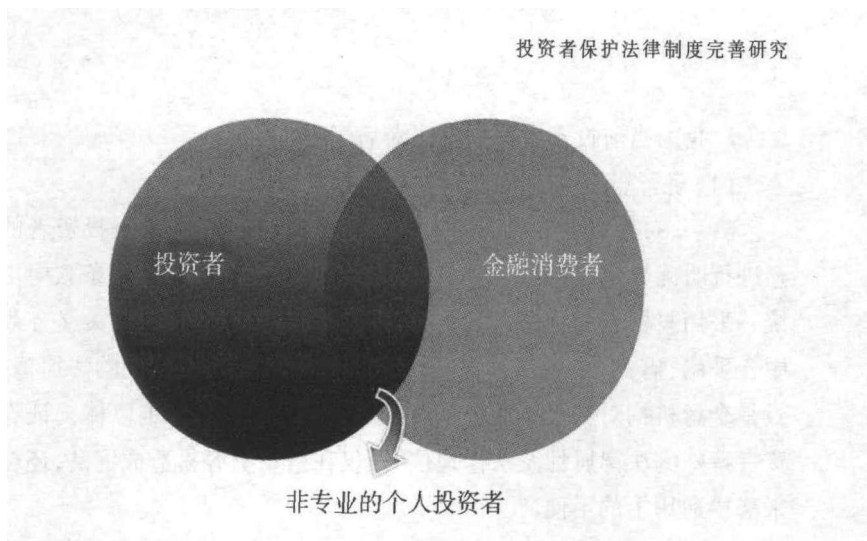


图 1.1 投资者与金融消费者的关系

## (二) 我国《证券法》应吸收金融消费者保护理念

### 1. 复杂的证券市场现状呼唤强化对投资者的保护

近年来,我国证券业快速发展,金融创新日新月异,混业经营愈演愈烈。一方面,证券服务提供者多样化,不仅包括了传统券商,商业银行、信托公司等金融机构也在通过开展资产证券化等业务为投资者提供多样化的证券服务,甚至各地涌现出一大批地方性文交所、技术交易所、产权交易中心,虽“无证券之名”却也从事着“有证券之实”的标准化份额交易。另一方面,“证券”的内涵不断扩大,除了传统的股票、债券等证券产品外,商业银行推出的银行理财产品、信托公司出台的信托公司集合资金信托计划、保险公司提出的投资连结保险等金融产品都具有了证券的属性。

证券市场的发展必然带来市场主体身份角色的相应变化。一个多层次的资本市场在我国渐成规模,相对应的,投资者群体也呈现出多层次的形态。投资者在专业知识、风险识别与承受能力、投资决策信息的获取及损害救济等方面强弱不一,采取“一刀切”方式,以同一保护标准应对不同层次投资者显然难以充分体现“保护”的精神与实质,特别是对非专业的个人投资者更是如此。立足现状,立法应当回应复杂证券产品带来的更高层级保护需求,正确评价证券持有者的金融消费者属性,吸收借鉴金融消费者理念与研究成果,为证券市场投资者提供更充分的保护。

## 2. 我国当前投资者保护立法滞后于现实需求

### (1) 现行《证券法》难以满足当前投资者保护需求

第一,对投资者的称谓尚未统一。我国《证券法》未对投资者的概念进行明确界定,造成了使用这一概念时的随意性,在具体条款中也未统一采用投资者的称谓,尤其是对证券公司对投资者的相关义务规定中皆采用“客户”的说法。而“客户”一词并非严格意义上的法律概念,只是金融机构对其提供服务的相对人的一般性称谓,难以体现证券投资者特殊的法律属性及法律地位,不仅在语句上容易造成混乱,还会带来法律适用上的不便。

第二,未对投资者进行类型化区分,不利于有所侧重进行差异化保护。现行《证券法》简单划一的保护看似公平,实际上却仅能对个别侵害投资者权益的行为及个别金融服务提供者的经营活动进行规制和调整,极易造成投资者内部出现权利义务不对等的现象,不足以保护相对处于弱势地位的非专业个人投资者。

第三,对投资者保护的思路尚未厘清,规范制度失之片面。我国证券领域的投资者保护相关法律制度基本上是围绕证券服务提供者制定,直接规范证券提供者的市场行为,进而保护证券投资者的合法权利,鲜有从服务接受者的角度考虑问题和设计规则。而境外对金融消费者提供保护的金融服务法则改变了规范的视角,金融服务法作为金融服务一般性行为准则的体现,通常直接以金融消费者保护为导向,保护消费者的普遍性权利,制度设计也围绕着这一价值目标的实现来进行。<sup>[5]</sup>从义务性规范向权利性规范的转变是金融消费者保护较投资者保护的优势所在,也是《证券法》修改中我们应当投入更多关注的部分。

### (2) 现行《消费者权益保护法》无法将金融消费者保护囊括在内

现行《消费者权益保护法》(以下简称《消法》)第2条规定:“消费者为生活消费需要购买、使用商品或者接受服务,其权益受本法保护;本法未作规定的,受其他有关法律、法规保护。”国内诸多学者通常基于该条规定,将消费者定义为“为生活消费需要购买、使用商品或接受服务”的自然人,并由此得出获得金融产品或服务的行为是出于获取

[5] 参见冯果:“金融服务横向规制究竟能走多远”,载《法学》2010年第3期。

投资收益而非生活消费目的,故金融产品或服务的购买者或接受者不能被称之为金融消费者。暂且不论现行《消法》在消费者内涵外延的阐述上存在的诸多不合理之处,单就其保护措施而言,即使《消法》将金融消费者纳入其保护范围,金融产品复杂性带来的金融消费者特殊性也使得其难以为金融消费者提供周延的保护。<sup>〔6〕</sup>因而,我们在短时期内无法借助《消法》的相关规定使金融消费者获得与其他消费者同等的保护,这种情形也要求我们通过证券市场的基本法对其进行基础性的法律制度构建与维护。

### 3. 境外关于金融消费者保护可资借鉴的经验

作为金融危机的应变之道,金融消费者保护在后危机时代被全球多个国家所推崇,各资本市场都在酝酿、实施或推进金融消费者保护体系的系统性变革,并旗帜鲜明地进行了诸多保护金融消费者利益的制度设计。这些立法动态与经验是我们在深入思考我国《证券法》修改及投资者保护体系完善时应当予以充分考虑和重视的。

#### (1) 选择适当的金融消费者保护立法模式

一般而言,金融消费者保护的立法形式包括三种模式。一是金融消费者保护相关的条文散落在诸多金融领域法中,这种立法模式通常在分业监管格局的国家较为常见;二是制定统一的金融服务法,以金融消费者保护为专章、专节进行规定并贯穿全文,这一模式通常是混业经营趋势下的产物,如2001年英国《金融服务与市场法》,2007年韩国《资本市场法》以及日本的《金融商品贩卖法》与《金融商品交易法》;三是制定独立的金融消费者保护法,范例有美国《2010年华尔街改革和消费者保护法》(又称《多德—弗兰克法案》)及我国台湾地区2011年的“金融消费者保护法”。可见,立法模式的选择根源于该国的法律体制、金融市场发育情况以及政治、舆论的考量。例如,日韩两国自20世纪80年代以来启动了金融领域的混业经营、混业监管,而通过在基本的金融立法中保护金融消费者的利益,能够节约大量的立法、司法成本。

〔6〕《消费者权益保护法》第2条规定存在诸多不合理之处:首先,该条款并非对消费者的定义性条款,仅是规定了《消法》的适用条件;其次,该条款虽然对适用该法的条件予以说明,但又未对何为“生活消费”进行明确解释。参见叶林:“金融消费者的独特内涵——法律和政策的三重选择”,载《河南大学学报》2012年第5期。

## (2) 组建专门的金融消费者保护机构

根据《多德—弗兰克法案》,美国在联邦储备委员会下设立了新的消费者金融保护局,其三大宗旨是:一是帮助消费者获取简洁清晰的信息,免受不公平及欺诈行为的侵害,二是帮助建立面向消费者的公平、有效而富有创新性的金融服务市场;三是提升消费者获得金融服务的能力。<sup>[7]</sup>而早在2001年,英国便通过《金融服务与市场法》创设了金融服务局(Financial Service Authority)这样一个综合性的金融监管机构,其四大监管目标为:维护公众对金融市场的信心,促进公众对金融体系的了解,在消费者“买者自负”的基础上适当维护消费者权利,以及打击金融犯罪。

## (3) 明确金融服务提供者的责任义务

境外金融消费者保护立法通常对金融服务提供者提出较为严格的要求,明确规定金融服务提供者应遵循诚实信用和忠实义务,禁止不当劝诱等行为,并建立利害冲突预防制度,以对其提供较为全面而充分的保护。根据韩国《资本市场法》第37条的规定,金融投资企业应遵守诚实信用原则,公平地从事金融投资业。金融投资企业对其从事的金融投资营业,在无正当理由的情况下,不得损害投资者利益,为自己或者为第三人谋取利益;为了预防金融投资企业与投资者之间发生直接利害冲突,《资本市场法》还规定了二者之间的利害冲突预防制度,在从事单一的金融投资经营时,明令禁止牺牲投资者利益追求自身利益或者为第三人牟取利益等行为类型。

## (三) 《证券法》修改中对投资者和金融消费者保护的制度安排

### 1. 证券持有者的称谓宜统一为投资者

首先,金融消费者与投资者之间虽然存在概念上的交叉,但两者毕竟都有彼此所不能涵盖的范畴。“投资者”一词由于其固有的概括性和包容性,能较好地适用于整个证券市场,而金融消费者接受的金融服务不限于证券交易,还涉及银行服务、保险产品等。再者,我国金融消费者的法律地位还未正式确立,理论上仍有深入探讨的必要,构建金融

---

[7] 参见郭东:“金融危机购美国投资者保护制度的变化”,载《中国金融》2010年第18期。



消费者保护机制的条件尚未成熟,目前仍宜以“投资者”对证券持有者进行统一概括。

其次,“买者自负”与倾斜保护是辩证统一的关系,前者是证券市场发展的基本法则,后者是社会本位在立法中的投影。细细品读,不难发现,证券立法中更强调的是买者自负、公平交易,而金融消费者保护立法中表露出对弱势金融消费者压倒性的偏爱。我们认为,在完善《证券法》这一命题指导下,只能通过对信息的对称性、投资者适当性和监管正当性的制度设计,来对较为弱势的投资者提供更为完善的保护,而不能如金融消费者保护般对全部投资者都设置密不透风的保护墙。在《证券法》修改中以投资者统称证券持有人是较为合宜的做法,这是证券市场的属性和特点所决定的,也是出于立法技术的现实选择。

最后,尽管混业经营趋势愈演愈烈,但短期内我国的分业经营、分业监管格局不会发生变化,《证券法》调整范围有限,不能延伸到银行、保险领域。只要证券产品没有完全实现向金融产品的转变,金融消费者的内涵与外延就不能涵盖所有的证券投资者,也就不可能迅速地出台一部金融消费者保护法替代证券法,不属于金融消费者范畴的专业投资者的保护职能只能继续由《证券法》承担。因此,我国只能继续优化《证券法》中投资者保护制度的构建,不可能在《证券法》中采用金融消费者来代替投资者。

## 2. 证券投资者保护以专章集中体现

当前各国的投资者保护制度的立法模式包括三种主要类型,即投资者保护条款散见于立法的分散模式,在证券基本立法中单独设置投资者保护专章的集中模式,以及制定专门的投资者保护法的单行模式。就投资者保护立法模式而言,我们认为,在当前市场进化和法制发展的现实状况下,我国既不宜故步自封坚持分散模式,也不宜过于超前选择单行模式,而应以《证券法》修改为契机,将投资者保护制度设置专章进行相对系统性的规定。

这一选择具有内在的必要性和现实性。其一,设立专章是弥补现有分散模式缺陷的必然选择。将分散的投资者保护制度集中统一到证券基本法律的专门章节之中,能够在一定程度上解决现行分散模式下投资者保护制度内容零散和层级参差的弊端,使得投资者保护制度能

够形成一个系统化的有机整体,进而将不宜或难以在其他部分规定的投资者保护制度进行兜底性规定,并就投资者保护进行宣示,更加凸显投资者保护的重要地位。其二,选择集中模式是我国市场进化和法制建设发展特定阶段的现实选择。

纵然单行模式是成熟资本市场投资者保护立法的主流趋势,但在立法中也应充分考虑我国的现实国情,从而选择当前最有效的立法模式。第一,我国资本市场发展程度以及投资者结构具有一定的特殊性,资本市场以证券市场为主,个人投资者多于机构投资者,投资者保护主要是证券投资者的保护,这就使得在证券立法中体现投资者保护具有尤其重要的现实意义。第二,由于理论基础缺乏、制度资源不足,制定单行的投资者保护法还需要进一步研究和讨论。当前对于投资者保护和金融消费者保护在理论上仍在探讨,投资者与金融消费者的概念还有待进一步厘清,到底是制定投资者保护法还是金融消费者保护法目前仍未形成统一意见,加上我国投资者保护制度本身尚不健全,因此在当前制定专门的投资者保护法时机还不成熟。第三,完善投资者保护制度具有相当的紧迫性,而单行立法会耗费大量的立法资源与时间,在投资者保护亟待规范的背景下,利用《证券法》修改的契机将投资者保护在《证券法》中设置专章,不失为专门立法缺位下的权宜之计。

因此,投资者保护立法采用集中模式既是进一步建立和完善投资者保护制度的必然要求,也是立足于当前特定现实条件作出的理性选择。当然,我们并不否认采用单行模式制定专门的投资者保护法的必要性,相反我们认为单行模式应该是投资者保护立法未来发展的必然趋势,而且在时机成熟时我国应当制定一部专门的《投资者保护法》或《金融消费者保护法》。但是囿于现实条件,集中模式才是我国当前的理性选择。

## 二、投资者适当性制度在《证券法》中的设置

### (一) 投资者适当性制度概述

#### 1. 投资者适当性制度的定义及内容

所谓投资者适当性制度(suitability),或称投资者适当性原则、适当

性要求,按照美国证券交易委员会(SEC)的定义,是指证券商向投资者推荐买入或者卖出特定证券时,应当有合理依据认定该推荐适合投资者,其评估的依据包括投资者的收入和净资产、投资目标、风险承受能力,以及所持有的其他证券。<sup>[8]</sup>完整的投资者适当性制度包含了主体、主体间权利义务关系以及评价机制三方面内容。在主体上,包括了投资者、以证券公司为主的证券服务提供者以及监管层(含行政监管部门及自律机构)这三个证券市场的主要参与者。<sup>[9]</sup>在权利义务关系上,突出体现在证券服务提供者对投资者的适当性义务,以及监管层对于证券服务提供者履行适当性义务的监管、检查职责。在评价机制上,主要包括证券服务提供者违反适当性义务后监管层的处罚和投资者提起民事诉讼等。

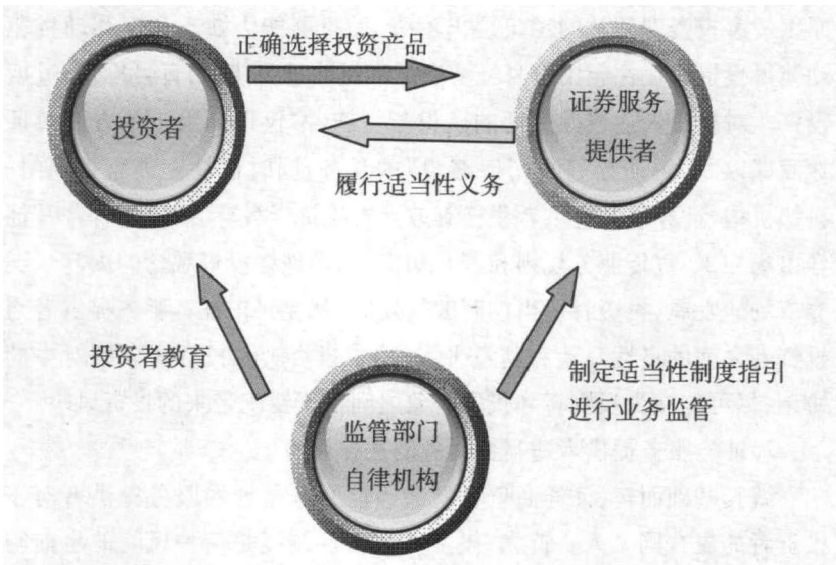


图 2.1 投资者适当性制度中投资者、证券服务提供者及监管层关系结构图

- [8] 参见美国证券交易委员会网站, <http://www.sec.gov/answers/suitability.htm>, 2013年7月13日访问。
- [9] 传统上,对于适当性义务的要求主要针对证券公司而言。随着证券市场的发展,证券产品日益多样化,提供证券推介、销售等服务的主体亦日益多样化,在仅以“证券公司”显然难以规制所有提供证券服务的主体。因此,这里把投资者适当性义务的主体界定为“证券服务提供者”。

投资者适当性制度的核心内涵,在于其“适当性”,在于证券服务提供者应当主动向投资者承担的义务和责任。<sup>[10]</sup>适当性规则具体包含了“合理根据适当性规则”以及“投资者特定适当性规则”两方面内容:一方面,要求证券服务提供者“了解证券”,在向投资者推介特定证券产品或服务前已经对其有相当的认识,且在推介过程中充分告知投资者相关产品、服务的收益、风险信息;另一方面,要求证券服务提供者“了解客户”,基于已搜集到的投资者财务状况、风险承受能力、投资阅历和经验等信息进行综合分析,就特定产品或服务是否适合投资者进行合理有效判断。<sup>[11]</sup>

值得注意的是,近年来随着证券市场的发展,令人眼花缭乱的证券衍生品日益增多,证券服务提供者滥用交易中的优势地位、违背适当性原则侵害投资者利益的现象层出不穷,而投资能力缺乏和逐利动机驱动使得投资者往往超出自身经济实力和风险承受能力,盲目投资、过度投资。对投资者适当性制度的认识与实施,不仅仅局限于单方面对证券商课以“了解证券”和“了解客户”的义务,同时也补充进监管部门、自律机构、证券服务提供者积极有效开展投资者教育,向投资者普及证券市场知识、宣传业务规则和产品知识、倡导理性投资观念的内容。证券市场的发展、投资者适当性制度的发展,都在寻求证券服务提供者与投资者之间的良性互动和利益平衡,追求投资者和投资对象配对中的协调,尽可能减少投资者和投资对象之间由于错配带来的投资风险。

## 2. 证券服务提供者适当性义务的法律性质

就其基础而言,证券商负有的适当性义务是证券服务提供者对于投资者的先合同义务。首先,投资者适当性制度是一种风险的事前防范机制,其具体实施——如证券服务提供者搜集投资者信息,判断投资者类型,告知投资者拟投资对象收益、风险等信息——一般发生在投资

[10] 参见何如:“投资者适当性制度是一项投资者保护制度”,载《中国证券报》2012年3月26日第A04版。

[11] 也有学者从量的角度引申出“数量适当性规则”,即要求证券公司不得利用投资者账户从事不适当的频繁交易,以避免过度交易超出投资者所能承受的证券交易数量范围。参见武俊桥:“证券市场投资者适当性原则初探”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第3卷),法律出版社2010年版,第135页。

协议订立之前,这与先合同义务出现于双方为签订合同而互相磋商时是一致的。这同时也是投资者适当性原则下,证券商的义务并非合同附随义务的重要判断依据。其次,按照“买者自负”原则,投资者在投资活动中,有责任对投资对象已存在或潜在的瑕疵予以充分的谨慎和注意,自行作出独立的识别与判断,并承担由此所带来的风险。<sup>[12]</sup>换言之,证券服务提供者对于投资者基于买者自负原则、进行投资活动而造成的损失不承担任何责任。而投资者适当性制度则要求证券服务提供者充分考虑投资者的投资能力及特定投资对象的风险特质,并及时告知投资者,尽可能减少投资者失当投资造成的利益损失,是诚实信用原则下证券商履行告知、注意和保护义务的具体体现。

证券服务提供者的适当性义务虽然主要源自《合同法》上的先合同义务,但又不止步于此。第一,《合同法》在规范投资者(尤其是个人投资者)与证券服务提供者的交易关系时,天然地将个人投资者视为与证券服务提供者无差别的民事主体,因而证券服务提供者与投资者在承担先合同义务时地位并无二致。而《证券法》中的投资者适当性制度,显然考虑到了个人投资者在知识储备、信息获取和经济实力等方面都远远落后于证券服务提供者,因而规定了证券服务提供者单方面对投资者所负有的“认识证券”、“认识客户”的义务。投资者适当性制度对于投资者的倾斜保护功能,这是《合同法》所不具备的。第二,先合同义务是基于诚实信用原则而产生的法定义务,根本目的在于维护交易安全,保护合同双方的权益。投资者适当性制度,其初始目的毫无疑问也是维护交易双方的权益、维护交易安全,但更深层次的目的则在于通过将低风险承受能力的投资者排除在高风险投资领域之外,充分起到维护证券市场安全稳定的作用。因而投资者适当性制度所体现的社会本位也是先合同义务所不具备的。第三,合同当事人违反先合同义务,相对人进行权利救济一般通过协商、调解、仲裁和诉讼方式进行。投资者适当性制度则在此基础上增加了公力救济的途径,赋予了证券监管机构响应投资者请求对证券商违反适当性义务进行调查、处罚的职权。

---

[12] 参见胡伟:“金融消费‘买者自负’原则的检视与展望”,载《西南金融》2013年第5期。

(二) 各证券市场投资者适当性制度的比较

投资者适当性制度是在证券市场不断发展、证券产品种类日益增多、证券领域风险逐步扩张中出现、成型和发展起来的。出于保护投资者利益及维护证券市场稳定的需要,世界各地证券市场亦充分总结投资者适当性原则在实践中的经验,以成文立法或者判例的形式将投资者适当性制度予以明确,从而实现了投资者适当性制度的法制化、体系化。(主要证券市场投资者适当性制度的立法形式可参见表 2.1)

表 2.1 主要证券市场投资者适当性制度的立法形式

国家或地区	法律法规及规则
美国	主要法律:《1933 年证券法》、《1934 年证券交易法》、《商品期货交易法》、《1940 年投资公司法》等 监管规则:SEC 制定的相关规则 自律规则:美国金融业自律监管局(FINRA) 规则,各交易所制定的要求证券经纪商履行适当性义务的行为规范
英国	欧盟法律:《金融工具市场指令》(MiFID) 本国法律:《2000 年金融服务和市场法》、《2001 年金融促进条例》等 监管规则:英国金融服务局(FSA) 制定的规则
德国	欧盟法律:《金融工具市场指令》(MiFID) 本国法律:《德国证券交易法》、《证券服务、行为和组织规范》
韩国	主要法律:《资本市场法》
新加坡	主要法律:《证券及期货法》、《财务顾问法》
日本	主要法律:《金融商品交易法》、《金融商品销售法》
越南	主要法律:《证券法》
中国香港地区	主要法律:《证券及期货条例》 监管规则:《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》
中国台湾地区	主要“法律”:“金融消费者保护法” 监管规则:《证券投资信托事业募集证券投资信托基金处理准则》、《证券投资顾问事业管理规则》、《证券投资信托事业管理规则》、《境外基金管理办法》、《期货信托事业管理规则》、《期货信托基金管理办法》、《境外结构型商品管理规则》、《证券商管理规则》、《金融服务业确保金融商品或服务适合金融消费者办法》等 自律规则:台湾证券商同业公会、台湾证券柜台买卖中心、台湾证券交易所制定的自律规则等

## 1. 操作流程之比较

一般来说,证券商履行投资者适当性义务主要包括收集客户信息、评估客户投资特性、推介产品或服务、订立合同和资料存档五个环节。

德国的证券立法中,对于证券商适当性义务操作流程的规定较为细致。根据《欧盟金融工具市场指令》(MiFID)、《德国证券交易法》(WpHG)<sup>[13]</sup>以及《证券服务、行为和组织规范》(WpDVerOV)<sup>[14]</sup>相关要求,德国金融机构一般要求在收集客户信息、订立合同、适当性审核以及资料存档等环节开展投资者适当性,不同业务种类的适当性要求有所不同,如投资咨询业务(Investment Advice)<sup>[15]</sup>包括了收集客户基本信息,订立合同、调查客户投资信息、适合性审核、资料存档五个步骤,而非咨询业务(Non Advice)<sup>[16]</sup>则更为复杂,包含收集客户基本信息、订立合同、调查客户投资信息、适当性审核、警告提示、执行客户订单、资料存档七个步骤。

## 2. 投资者分类之比较

对投资者进行分类在整个投资者适当性制度中处于中心地位。向前,它承接了“认识证券”——证券商只有在对证券产品、服务有充分、足够的了解,对其进行了合理的分类之后,才能依照产品与服务的分类结果,制定出适格投资者的标准。向后,它是证券服务提供者作出合理推介、劝诱,乃至与客户签订协议的依据——证券服务提供者只有全面收集投资者的各项必要信息,以一定的标准、方式对投资者进行归类,实现分类管理,才能真正落实“把合适的证券推荐给合适的投资者”的要求。表 2.2 中反映的是全球主要证券市场投资者的分类。关于投资者分类,需要进一步说明的是:

(1)对于投资者的分类,较为常见的是将投资者区分为一般投资者

[13] 《德国证券交易法》原文可参见:<http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/wphg/gesamt.pdf>,2013年7月19日访问。

[14] 《证券服务、行为和组织规范》原文可参见:<http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/wpdverov/gesamt.pdf>,2013年7月19日访问。

[15] 根据《德国证券交易法》第2条第3款,投资咨询业务是指储蓄银行或州立银行向客户提供某种金融产品的个性化推荐业务,是银行提供证券服务的核心部分。

[16] 相对于投资咨询业务而言,非咨询业务是指客户的投资决定并不以储蓄银行或州立银行的投资推荐为前提的业务。

(普通投资者)和专业投资者。这种分类方法下的一般投资者和专业投资者并不一定与个人投资者和机构投资者相对应,如一些高风险承受能力、高资产净值的个人可能被划入专业投资者中,而一些投资经验匮乏、内部控制不太健全的法人则可能被归入一般投资者中。在市场发育程度良好、投资产品极为丰富、监管经验较为成熟的证券市场,会在一般投资者和专业投资者的基础上进一步细化投资者的分类标准,原则性的投资者分类与特定投资产品所需合格投资者标准相结合。

(2)对于投资者的划分具有一定弹性空间。首先,随着证券市场的发展、部分产品风险的变动,投资者的标准也会相应地进行调整。其次,不同的证券服务提供者对于相同的投资者可能作出不同的分类。最后,投资者在不同的类型之间可以转换。

(3)对于不同的投资者,证券服务提供者在履行适当性义务上有所差异。在新加坡,根据《证券与期货法》的规定,对合格投资者的适当性要求少于普通投资者,为合格投资者提供产品和服务的持牌机构所受到的监管要求也相对宽松:首先,合格投资者不属于诚信基金<sup>[17]</sup>保护的范 围。其次,在向合格投资者、合格投资者持有的公司或合格投资者作为受益人的信托提供证券、债券产品、商业信托、集体投资计划等投资产品时,持牌公司可免于遵守金融监管局关于招募说明书的要求。最后,在向合格投资者提供资本市场产品或人身保险产品时,持牌机构可免于遵守《财务顾问法》第 25 条关于提供产品信息<sup>[18]</sup>的规定。

---

[17] 诚信基金是新加坡《证券与期货法》规定证券交易所必须设立的投资者保护基金。

[18] (1)无须披露产品的条款;(2)无须揭示产品带来或可能带来的收益以及可能产生的风险;(3)无须揭示收费情况;(4)如产品是集体投资计划,无须披露投资计划的管理人名称及持牌公司与管理人的关系;(5)如产品是人身保险保单,无须披露保险公司的名称及持牌公司与保险公司的关系;(6)无须披露新加坡金融管理局可能要求的其他信息。



表 2.2 主要证券市场投资者分类明细

证券市场	分类明细
欧盟	合格对手方
	专业客户
	零售客户
加拿大	机构客户
	零售客户
中国香港地区	专业投资者
	非专业投资者
中国台湾地区	专业投资人(包括高净值客户)
	非专业投资人(包括金融消费者)
新加坡	合格投资者
	机构投资者
	专家投资者
	个人客户
	自然人
韩国	一般投资者
	专业投资者
日本	专业投资者
	普通投资者

### 3. 法律后果之比较

证券服务提供者违反适当性义务的法律后果,包括监管机构行政处罚以及证券服务提供者向受害投资者承担民事赔偿责任两种。

在监管机构处罚方面,日本《金融商品交易法》第 43 条规定,主管机构对于违反适当性义务的金融销售或服务机构,应要求金融机构限期停止、改正其行为或采取必要的更正措施;期限届满仍未采取有效措施的,主管机构将继续限期命令其停止、改正其行为或采取必要的更正措施,并按次处以 2~5 倍的罚款,直至其行为改正;情节严重的,则可令限期撤换负责人或受雇人、停止全部或部分业务,甚至废止其业务许可。

在投资者损害赔偿方面,美国证券市场上投资者可对经纪商违反适当性义务的行为,以过失、违约等为由起诉主张赔偿,具体的请求依据包

括《证券交易法》第10节b的规定、10b-5规则以及反欺诈条款。<sup>[19]</sup>我国台湾地区“金融消费者保护法”第11条规定,金融服务业违反前二条规定(即了解客户以及对产品进行说明),致金融消费者受有损害者,应负损害赔偿责任。但金融服务业能证明损害之发生非因其未充分了解金融消费者之商品或服务适合度或非因其未说明、说明不实、错误或未充分揭露风险之事项所致者,不在此限。韩国《韩国资本市场法》第48条规定,金融投资者违反该法第47条第1款<sup>[20]</sup>或者第3款<sup>[21]</sup>的规定导致一般投资者损失的,应当承担赔偿责任。损失金额推定为“从一般投资者因取得金融投资商品而支付的或者应当支付的金钱等总额(总统令规定的金额除外)中,扣除该金融投资商品的处分金额,以及依据其他方法让该一般投资者回收或者可以回收的金额等总额(总统令规定的金额除外)之后的余额”。

### (三)我国现行投资者适当性保护制度的检讨与完善

#### 1. 现行投资者适当性保护制度的梳理与评述

我国金融领域适当性规则最早于2005年出现在银行业监管文件中,<sup>[22]</sup>而证券业正式确立投资者适当性规范则是以2008年4月国务院通过《证券公司监督管理条例》为标志。随后,证监会依其职权,在创业板、股指期货、融资融券等业务中制定了投资者适当性的相关规定,投资顾问、新三板和一些创新产品也正在酝酿适当性制度具体规则。<sup>[23]</sup>2012年12月30日,证券业协会发布《证券公司投资者适当性制度指引》。至

[19] 参见赵晓物:“中国资本市场投资者适当性规则的完善”,载《证券市场导报》2012年第2期。

[20] 即“金融投资者向一般投资者进行劝诱投资时,应当向其说明金融投资商品的内容、投资风险以及总统令规定的其他事项,以便让一般投资者了解”。

[21] 即“金融投资者依据本条第一款规定履行说明义务时,对投资者合理的投资判断,或者相关金融投资商品的价值能够产生重大影响的事项应当如实进行说明且不得有遗漏、不得作出虚假或者歪曲(指将不确定的事项断言为确定的事项或者误导别人产生确定性判断的行为)的说明”。

[22] 2005年中国银行业监督管理委员会颁布《商业银行个人理财业务管理暂行办法》,要求商业银行在推介投资产品时应当“了解客户的风险偏好、风险认知能力和承受能力,评估客户的财务状况,提供合适的投资产品由客户自主选择,并向客户解释相关投资工具的运作市场及方式,揭示相关风险”。

[23] 参见《证券市场导报》2012年第4期,编首语。

此,一个包括行政法规、部门规章以及行业自律规则在内的、体系较为完备的投资者适当性制度在我国基本确立。(见表 2.3)

表 2.3 我国证券市场现行投资者适当性规则

名 称	颁发机构	颁发日期
《证券公司监督管理条例》	国务院	2008 年 4 月
《证券公司融资融券试点管理办法》	证监会	2006 年 6 月发布 2011 年 10 月修订
《创业板市场投资者适当性管理暂行规定》	证监会	2009 年 6 月
《创业板市场投资者适当性管理实施办法》	深圳证券交易所	2009 年 7 月
《关于建立股指期货投资者适当性制度的规定(试行)》	证监会	2010 年 2 月发布 2013 年 7 月征求修订意见
《股指期货投资者适当性制度实施办法(试行)》	中国金融期货交易所	2010 年 2 月
《股指期货投资者适当性制度操作指引(试行)》	中国金融期货交易所	2010 年 2 月
《证券公司客户资产管理业务管理办法》	证监会	2012 年 8 月发布 2013 年 6 月修订
《证券公司投资者适当性制度指引》	中国证券业协会	2012 年 12 月

投资者适当性制度是在证券市场、证券业务创新的背景下建立和发展起来的,以投资者风险认知和风险承受能力为核心,随着主板、创业板、融资融券和股指期货市场的风险衍生环节依次增多,系统性风险逐渐加大,区别层次实行适当性保护的必要性日显重要。通过对适当性规则的梳理,可以看出目前我国证券市场适当性制度规范体系已在逐步建立。检视相关制度与规则,我国证券市场适当性制度体系还存在以下问题:第一,确立适当性规则的规范性文件效力层级偏低,限于证监会的部门规章或证券交易所、证券业协会等自律规则,强制性约束力有限;第二,适当性规则只是针对个别业务进行调整,缺乏体系性内容分散,不同业务间的规则存在较多的重复性规定;第三,缺少违反适当性规则规定

所致的法律责任,尤其是民事赔偿法律责任的规定。<sup>[24]</sup>

## 2. 我国现行投资者适当性制度体系的完善

借鉴其他国家、地区证券市场中投资者适当性制度的立法和实践经验,针对我国证券市场适当性制度规范体系目前存在的不足,未来该体系之更新与完善可以从以下几方面着手:

### (1) 提高立法位阶,将投资者适当性制度纳入《证券法》

相比较域外适当性规则经验,各国或地区都是通过用较高级别的法律和法规对这些制度进行立法确认及完善的。从我国现有投资者适当性制度来看,仅以部门规章为最高立法,辅之以交易所和行业协会的业务规则。这样的立法模式弱化了投资者适当性制度的法律效力,降低了其法律层级,影响了市场对其重视程度,增加了运行阻力。未来我国应当建立统一完备的投资者适当性管理法律制度,首先是在《证券法》中以明确的条文,规定证券服务提供者对投资者的适当性义务;其次是在对投资者类别划分、资格条件以及权利义务等方面的内容进行全面、系统而详尽的规定,提高投资者适当性制度的法律效力层级和完备性、权威性,使所有投资者获得公平、公正的对待,公平正义的人权价值观念在证券交易活动、证券市场发展中得到实现。

### (2) 实行分类管理,构建投资者适当性评估体系

证券业是管理风险的行业,由于交易双方存在严重的信息不对称,且风险识别及承受能力方面又差异显著,因此为降低交易风险应构建投资者适当性规则。投资者适当性源自市场均衡的要求,是根据投资者的禀赋和投资能力,通过评估确保投资者参与与其个人情况相适应的金融产品交易。具体而言,根据结构及风险大小,证券产品分为基础产品和复杂产品。前者如股票,后者主要为金融衍生品。为避免缔约能力较弱的投资者在选择证券产品过程中遭受超过其承受能力及财产状况的损失,有必要规制金融衍生品销售者的行为,确保了解金融产品复杂程度及风险特征的消费者参与交易。分析其本质,投资者适当性规则并非重在设定特定证券市场市场的准入门槛,而是在金融创新不断满足资本市

---

[24] 参见赵晓钧:“中国资本市场投资者适当性规则的完善”,载《证券市场导报》2012年第2期。

场发展的现实背景下,通过相应的标准和程序设计,引导证券服务提供者将合适的证券产品提供给适合的投资者群体,发挥资本市场资源配置和风险管理的职能。证券服务提供者应当充分地“了解自己的客户”,结合硬性指标和弹性指标,理性选择投资者。<sup>[25]</sup>因此,构建投资者适当性保护的合理性分析制度,旨在恰当分类地保护不同特质证券产品的投资者利益。

### (3)健全归责体系,明确违反适当性义务的法律責任

鉴于我国不完善的投资者保护法律体系,需要借鉴域外市场成熟的证券商“适当性义务”的有效经验,确立以规制证券服务提供者行为为重要内容的投资者保护制度。为更好地履行适当性义务,证券服务提供者应当在开展业务时,采取相应措施确保其向投资者提供的证券产品或服务是“适当的”。在适当性义务范围内,证券服务提供者应建立投资者信息库并收集投资者的信息,了解客户投资目标、风险承受能力、财务状况及投资组合等相关信息,以在证券服务中开展适当性评估,并根据评估结果向投资者提供服务。同时,针对妨害投资者对交易的风险形成正确认识,或者积极地劝诱超过投资者风险承受能力的金融交易,造成投资者损失却难以举证等侵害行为,应当确立举证责任倒置原则的适用以及损失赔偿金额的推定制度。在具体规定违反适当性原则的民事责任形态时,应坚持缔约过失责任和侵权责任竞合的责任制度,赋予投资者自由选择进行民事救济的权利。<sup>[26]</sup>

## 三、投资者保护基金制度在《证券法》中的完善

### (一)投资者保护基金制度概述

投资者保护基金是依法筹集形成的、用于保护投资者利益的资金,其功能在于借助投资者赔偿制度保护投资者,维持投资者信心,维护证

[25] 参见赵晓钧:“中国资本市场投资者适当性规则的完善”,载《证券市场导报》2012年第2期。

[26] 参见董新义:“论韩国违反金融适合性原则的民事责任”,载《证券市场导报》2012年第1期。

券市场的稳定。投资者保护是一个动态的过程,投资者保护基金制度的功能也嵌入到投资者保护的全过程之中,包括事前的风险防范功能、事中的风险处置功能和事后的风险补偿功能,三位一体、相辅相成。

如前文所述,买者自负原则是证券市场投资的基本原则,投资者保护基金制度并非是对这一原则的否定,而是一种补充。证券市场中的广大中小投资者(“散户”)在专业知识、资金规模、信息方面都处于弱势,风险承受能力有限,在证券交易中极易遭受损失。通过投资者保护基金制度可以在一定程度上减少中小投资者的损失,维护弱势投资者的合法权益。当然,投资者保护基金也并非面面俱到,对投资者的损失全部兜底,它只保护由于证券公司被撤销、关闭和破产或者被实施接管、托管经营等强制性监管措施时的投资者债权,至于投资者在证券投资活动中因证券市场波动或投资产品价值本身发生变化等原因所导致的正常投资损失,由投资者自行承担。

## (二) 投资者保护基金制度的国际比较

### 1. 投资者保护基金制度的立法模式

总体来看,投资者保护基金制度的立法模式主要有三种:一是对投资者保护基金制度专门立法,如美国、澳大利亚、欧盟、德国、爱尔兰以及我国台湾地区等。<sup>[27]</sup>二是依托综合性的证券或金融立法,对投资者保护基金制度设专章规定,如英国、新加坡、我国香港地区和日本等。三是不对投资者保护基金制度进行立法规范,这种模式以加拿大为特例,加拿大投资者保护基金是由加拿大的一些证券行业协会和交易所自发设立的。

---

[27] 需要指出的是,美国1970年《证券投资者保护法》和我国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护法”虽然都取“投资者保护法”之名,但其所规定的的内容都是关于投资者保护基金制度。

表 3.1 部分国家和地区投资者保护基金制度立法

立法形式	国家或地区	基金名称	法律依据
专门立法	美国	证券投资者保护公司	1970年《证券投资者保护法》
	澳大利亚	证券交易担保公司	1987年《国家担保基金法》
	欧盟	投资者赔偿计划	1997年《投资者赔偿计划指引》
	德国	证券交易赔偿基金	1998年《存款保护和投资者赔偿法案》
	爱尔兰	投资者赔偿公司	1998年《投资者赔偿法》
	印度	投资者教育保护基金	2001年《投资者教育及保护法规》
	中国台湾地区	证券投资人保护基金	2002年“证券投资人及期货交易人保护法”
依托综合性的证券或金融立法	英国	金融服务赔偿计划	2000年《金融服务与市场法》
	新加坡	互保基金	2001年《证券及期货法》
	中国香港地区	投资者赔偿基金	2003年《证券及期货条例》
	日本	投资者保护基金	2006年《金融商品交易法》
其他	加拿大	加拿大投资者保护基金	尚无相应的法律依据

## 2. 投资者保护基金制度的资金筹集

证券投资者保护基金是以一定的资金为基础的,保持稳定的资金来源以及充足且适度的资金规模是证券投资者保护基金制度得以持续运行的前提。比较美国、加拿大、新加坡、我国香港地区、我国台湾地区等国家和地区有关立法规定,可以看出投资者保护基金的资金来源主要包括会员缴纳会费、政府或银行借款、政府拨款、投资收益、捐赠和罚金等。通常会员缴纳会费及投资收益都被作为投资者保护基金的主要资金来源,这也是投资者保护基金制度市场化原则的体现。

表 3.2 部分国家和地区投资者保护基金的资金来源

国家或地区	资金来源
美国	启动资金,会员会费,银行贷款,SEC的借款,投资收益,罚没收入基金。
加拿大	会员会费,自律监管组织利息收入的捐赠,特许银行贷款,保险收益,投资收益。
新加坡	交易所会员交付的资金,交易所缴纳的资金,基金利息和投资收益,交易所在行使法定权利时获得的资金,或者代表交易所获得的资金,保险人根据保险或弥补合约而支付的所有资金;向基金合法支付的其他资金。
中国香港地区	付予证监会或认可投资者赔偿公司的所有款项,证监会从储备金拨付适当数额,证监会从联交所赔偿基金和商品交易所赔偿基金中拨付适当数额,证监会或认可投资者赔偿公司行使诉讼权而追讨所得的资产,证监会为赔偿基金的目的向认可的财务机构借入款项,投资收益或利润。
中国台湾地区	券商受托买卖有价证券提拨之款项,交易经手费,保护基金的孳息及运用收益,公司、团体或个人捐赠财产,保护基金管理机构向金融机构借款。

### 3. 投资者保护基金制度的管理机构

证券投资者保护基金的管理模式大体上分为两种。一是独立模式,即成立独立的公司在证券或金融监管机构的监督下负责投资者保护基金的管理和运作,如美国的证券投资者保护公司(SIPC)、英国的金融服务赔偿计划有限公司、香港的投资者赔偿公司等。二是附属模式,即由证券交易所或证券商协会等自律性组织发起成立,并负责保护基金的日常运作。此模式下又可进一步分为两类:一类是由交易所运作并监管的投资者保护基金,如澳大利亚的国家担保基金即是由澳大利亚证券交易所下属的证券交易担保公司管理;另一类是由自律行业协会监管的投资者保护基金,如加拿大投资者保护基金由加拿大投资经纪商协会、多伦多证券交易所、蒙特利尔交易所、加拿大创业交易所和温尼泊股票交易所共同发起,设立管理委员会进行运作。<sup>[28]</sup> 总的来说,两种管理模式各

[28] 参见廖凡:“证券投资者保护基金运作研究”,载《金融法苑》2005年总第67辑;洪艳蓉:“投资者保护基金的功能与运作机制——基于比较法的制度完善”,载《河北法学》2007年第3期。



有优劣,投资者保护基金管理模式的选择很大程度上取决于一国金融市场的状况和具体的法律制度背景。

在明确了管理机构的基础上,各国家或地区在还在立法中明文规定了机构的治理结构、权限职责的内容。首先,完善的公司治理结构是投资者保护基金管理机构得以有效运行的基础,各国(地区)在立法规定管理机构的同时大多对其公司治理结构作出相应的规定。例如,美国《证券投资者保护法》§ 78ccc(c)规定 SIPC 由 7 人组成的董事会负责公司政策制定和管理运作,分别由财政部、美联储和总统任命;SIPC 董事会的主席和副主席由总统任命,但必须是公众代表。我国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护法”第 11 条规定基金保护机构董事会中非捐助人代表的学者、专家、公正人士人数不得少于董事总额 2/3。其次,法律明确投资者保护基金管理机构的职权是其依法行使职责的依据,管理机构职权的合理配置也是基金有效运作的必要条件。特别是,除了投资者保护基金的管理运作以及一些咨询服务之外,起诉权也是基金保护机构的重要职权。例如,美国《证券投资者保护法》§ 78ccc(b)(1)规定 SIPC 享有独立的诉权,可以以自己的名义在任何州或联邦的法庭起诉或者应诉。

#### 4. 投资者保护基金制度的赔偿机制

##### (1) 赔偿对象

证券投资者保护基金首先保护的是证券法上的适格投资者。例如,依美国《证券投资者保护法》第 § 78III(2)条的规定,<sup>[29]</sup>其所保护的是基于交易和投资目的将现金或证券托管给证券公司的人,也即那些与证券公司存在传统意义上信义义务(fiduciary duty)关系的投资者,而排除出于其他目的(如帮助充实净资本的出资人或贷款人等)将现金或证券借给证券公司的人。

[29] 该条规定:“债务人的‘客户’指的是任何人(包括债务人以本人或代理人身份与之交易的任何人),其对债务人在日常经营中从其证券账户中或为其证券账户而收到、取得或持有的证券——这些证券由债务人保管,用于出售、质押或执行交易——具有请求权。‘客户’包括任何对债务人具有源自这些证券的出售或转换的请求权的人,或者任何为购买证券而在债务人处存放现金的人,但不包括任何因为与会员证券公司在外国附属公司发生交易而提出请求权的人,也不包括具有任何已构成债务人资本份额的请求权的人,或具有附属于债务人其他所有债权人请求权的人。”

但并非只要符合投资者身份就一定能受到投资者保护基金的保护,为了防范道德风险,在遵循“买者自负”原则的前提下,投资者保护基金立法通常会附载“除外条款”,将一些投资者排除在赔偿对象之外。一是将处于强势地位的机构投资者排除在外,由于机构投资者相对于中小投资者(或者“散户”)具有资金优势、专业优势和信息优势等,其风险承担能力也更强,因而多数国家或地区的投资者保护基金只对处于弱势地位的中小投资者提供保护。二是不区分机构投资者和个人投资者,而是将一些具有特殊身份或利害关系的投资者排除在投资者保护基金的赔偿对象之外。

### (2) 赔偿范围

就投资者保护基金予以赔偿的投资工具而言,多数国家或地区都包括股票、债券、基金等基础性金融工具的投资,有些还包括期权、期货等金融衍生工具的投资。但与此同时,各国也都对投资者保护基金不予赔偿的事项做出了规定,主要包括:(1)由于错误的投资建议而导致的损失;(2)由于市场价格变动而造成的损失;(3)由于通货膨胀影响而招致的损失;(4)大型机构投资者的损失;(5)由于股票发行人破产而使投资者持有的股票缩水所造成的损失;(6)由于其他不可抗力因素而导致的损失。<sup>[30]</sup>

### (3) 赔偿限额

为了防范道德风险和使有限的资金效用最大化,通常会对投资者保护基金设定一个赔偿限额。从限定方式上看,通常规定赔偿的最高限额或者附有赔偿比例的规定。另外,有些国家和地区的立法还进一步区分了现金和证券的赔偿限额和比例,或者限定单个证券公司所有客户偿付总额的上限。

## 5. 投资者保护基金制度的监管模式

对于投资者保护基金的业务监管,不同的国家由于国情不同而呈现出不同的特点。总体而言,目前各国投资者保护基金的监管模式主要有以下四种类型:

(1) 由证券监管机构或金融监管机构监管。这种监管模式是目前

---

[30] 参见傅浩:“证券投资者赔偿制度国际比较研究”,载《证券市场导报》2002年第1期。

各国保护基金最常采用的一种模式,例如美国的 SIPC 受美国证监会 (SEC) 监管,英国的金融服务赔偿计划 (FSCS) 受英国金融服务局 (FSA) 监管。

(2) 由行业自律组织监管。这种模式的典型代表是日本,日本的投资人保护基金由日本证券经纪商协会 (JSDA) 监管。

(3) 由证券交易所运作并监管。这种监管模式以澳大利亚为典型代表,澳大利亚的证券交易担保公司 (SEGC) 是澳大利亚证券交易所的独资子公司,受证券交易所监管。

(4) 多家机构共同监管。这种监管模式以加拿大为典型代表,加拿大投资者保护基金由多伦多股票交易所、蒙特利尔交易所、加拿大风险交易所和加拿大投资经纪商协会共同设立并监管。另外,印度也主要由印度储备银行和印度证券交易所共同监管。

### (三) 我国投资者保护基金制度的现状和问题

#### 1. 我国投资者保护基金制度的现状考察

##### (1) 我国投资者保护基金制度的立法现状

《证券法》第 134 条规定:“国家设立证券投资者保护基金。证券投资者保护基金由证券公司缴纳的资金及其他依法筹集的资金组成,其筹集、管理和使用的具体办法由国务院规定。”2008 年 4 月通过的《证券公司风险处置条例》第 53 条规定“证券投资者保护基金管理机构应当按照国家规定,收购债权、弥补客户的交易结算资金。证券投资者保护基金管理机构可以对证券投资者保护基金的使用情况进行检查。”此外证监会还出台了《中国证券投资者保护基金有限责任公司受偿债权管理办法(试行)》、《关于缴纳证券投资者保护基金有关问题的通知》、《证券公司缴纳证券投资者保护基金实施办法(试行)》、《关于证券公司缴纳证券投资者保护基金有关事项的补充规定》等一系列的部门规章制度。这些法律、行政法规和部门规章等共同构建了我国证券投资者保护基金制度的法律框架。

##### (2) 我国投资者保护基金制度的发展状况

自 2005 年 8 月证券投资者保护基金有限公司成立以来,我国投资者保护基金制度从无到有、从小到大,得到了较为迅速的发展(见表 3.3),并在保护投资者利益、处置证券公司风险以及投资者教育等方面

都发挥了一定的作用。从投资者保护基金参与证券公司风险处置情况来看,截至2012年10月底,24家证券公司完成了账户清理、第三方存管、证券类资产转让和司法破产,占全部被处置证券公司的100%,全部被处置证券公司的624家营业部中也都完成上线。<sup>[31]</sup>

表3.3 投资者保护基金筹集和使用情况历年统计表

年度	投资者保护基金筹集					投资者保护基金使用			
	交易经手费	证券公司上缴基金	申购冻结资金利息	接受捐赠	有关责任方追偿收入和破产清偿收入	使用市场筹集资金		偿付人民银行再贷款本金	偿付人民银行再贷款利息
						客户证券交易结算资金	个人债权		
2006	3.467	0.000	13.270	0.026	0.000	0.000	0.000	0.128	0.000
2007	20.339	28.403	56.593	0.005	1.348	0.000	0.000	0.000	7.711
2008	15.783	44.025	44.258	0.000	3.949	1.985	2.088	67.927	4.985
2009	28.518	40.810	13.490	0.038	5.900	1.161	2.111	51.929	3.380
2010	16.681	12.390	26.211	0.000	9.112	2.750	0.067	50.618	2.350
2011	25.441	28.681	13.078	0.000	5.870	0.306	0.263	58.343	0.536
2012	13.813	14.343	4.192	0.000	4.371	0.078	0.000	0.000	0.000
2013	5.207	5.138	0.120	0.000	0.883	0.081	0.000	0.000	0.000
合计	129.249	173.790	171.212	0.069	31.433	6.361	4.528	228.945	18.962

注:2013年统计数据为1~4月累计数据;单位为亿元。

## 2. 我国投资者保护基金制度的问题检讨

### (1) 投资者保护基金的资金来源不足

虽然从现行法律规定上看,我国投资者保护基金的资金来源渠道广泛,包括交易经手费、证券公司上缴基金、申购冻结资金利息收入、向有关责任方追偿所得和从证券公司破产清算中受偿收入、捐赠等。<sup>[32]</sup>此外,根据防范和处置证券公司风险的需要,投资者保护基金公司可以多种形式进行融资,必要时经国务院批准可以通过发行债券等方式获得特别融资。<sup>[33]</sup>但是相对于庞大的证券市场和潜在赔偿需求而言,投资者

[31] SIFF:“证券投资者保护基金统计月报(2013年4月)”,第4页。

[32] 《证券投资者保护基金管理办法》第12条。

[33] 《证券投资者保护基金管理办法》第14条。

保护基金仍然存在市场化的资金筹集渠道不足、资金来源不稳定的问题(参见图 4.1)。在投资者保护基金市场化资金筹集不足的情况下,央行再贷款成为了投资者保护发放的主要资金来源,但也导致保护基金主要投放集中于偿还央行再贷款本息,远远超过用于弥补客户证券交易结算资金和收购个人债权的资金,这在很大程度上背离了投资者保护基金“取之于市场,用之于市场”的原则。

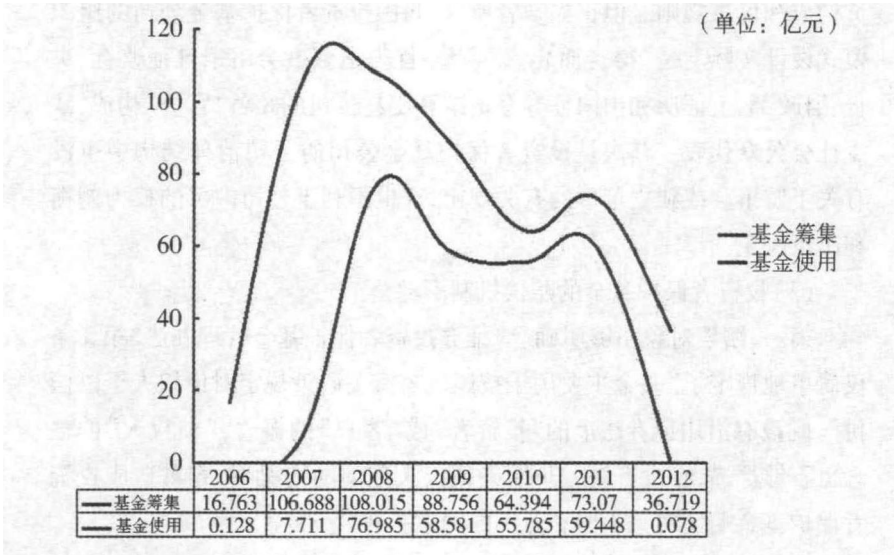


图 4.1 投资者保护保护基金筹集和使用对比

## (2) 投资者保护基金公司的职责和治理结构存在缺陷

在实践中,《证券投资者保护基金管理办法》第7条规定的投资者保护基金公司的主要职责大多只停留在“纸面上”,而没有真正落到实处,特别是基金公司在证券公司风险监测、监管和处置建议、建立纠正机制等方面的职责虚置。除此以外,目前的投资者保护基金用途单一,不能完全适应市场发展需要。《证券投资者保护基金管理办法》规定,投资者保护基金是依法筹集形成的、在防范和处置证券公司风险中用于保护证券投资者利益的资金,主要用于按照国家有关政策规定对债权人予以偿付。因目前证券公司均实施客户交易结算资金第三方存管制度,客户资产安全度大幅提高,《证券法》规定的投资者保护基金的用途较为狭窄,导致负责管理和使用保护基金的投资者保护基金公司的职责也较为

单一。因此,如何使投资者保护基金公司的职责由“务虚”向“务实”转变,真正落实投资者保护基金的功能,是《证券法》修改中对投资者保护基金公司职责设定的核心问题。

就投资者保护基金管理机构的组织模式而言,我国成立了中国证券投资者保护基金有限公司,采纳的是美国式的独立公司模式。《证券投资者保护基金管理办法》第9~11条规定投资者保护基金公司董事会人员构成和议事规则。但正如学者所言,我国投资者保护基金公司的组织模式设计实际上是“得行而忘意”。<sup>[34]</sup>首先是董事会由来自证监会、央行、财政部、上证所和中国证券登记结算交易公司的8名“官员”构成,缺少社会公众代表。其次是投资者保护基金公司的公司治理结构中也没有关于监事会或独立董事的有关规定,这也不利于公司内部的权力制衡和决策民主。

### (3) 投资者保护基金的赔偿机制不健全

第一,赔偿对象不够明确。《证券投资者保护基金管理办法》第3条仅简单地规定了“基金主要用于按照国家有关政策规定对债权人予以偿付”,既没有沿用证券法上的“投资者”或“客户”的概念,“债权人”的概念也不够严谨,在没有进一步明确债权人范围的情况下,容易造成投资者保护基金赔偿对象不明和范围的随意扩张。

第二,赔偿范围不够清晰。《证券投资者保护基金管理办法》第17条关于基金用途的中规定“证券公司被撤销、关闭和破产或被证监会实施行政接管、托管经营等强制性监管措施时,按照国家有关政策规定对债权人予以偿付”。但是,如果将这些债权人的债权全部纳入投资者保护基金的赔付范围,无疑是不合理地扩大了投资者保护基金的赔偿范围,也背离了投资者保护基金的宗旨和证券市场的“风险自担”、“买者自负”原则,不仅对投资者保护基金附加了“不可承受之重”,也容易滋生投资者的道德风险。

### (四)《证券法》修改中投资者保护基金制度的立法完善

#### 1. 拓展投资者保护基金的资金筹集渠道

首先,可将证券市场罚没款纳入投资者保护基金,以进一步拓展资

[34] 黎四奇:“对我国证券投资者保护基金制度之检讨与反思”,载《现代法学》2008年第1期。

金筹集渠道。据统计,2008~2012年间,证监会共调查案件1458件,其中正式立案500件,收缴罚没款5.6亿多元,其中仅2012年的罚没款总额就达到4.36亿元。<sup>[35]</sup>但是,《证券法》对这些数额庞大的罚没款去向并没有做具体规定,现行规定是没收的违法所得和罚款均上缴国库。我们认为,将证券市场罚没款所得归入投资者保护基金更具有合理性,即违法违规者得到了处罚的同时受害人的权益亦得到了保护。

其次,应当允许投资者保护基金公司在法律规定的范围内使用保护基金进行投资,并在《证券法》修改中将投资者保护基金的利息收入和投资收益作为基金的来源渠道。但要指出的是,投资者保护基金的属性决定了应对基金的投资对象做出限制,只能投资于高流动性、低风险的金融产品,如银行存款、国债、中央银行债券(包括中央银行票据)以及中央级金融机构发行的金融债券等,并保持适当的投资比例。

## 2. 完善投资者保护基金公司的职责

(1) 赋予投资者保护基金公司支持或提起证券民事赔偿诉讼的职责。目前,我国证券市场投资者在对证券市场虚假陈述、内幕交易、操纵市场等违法行为主体提出民事赔偿诉讼请求时,存在信息不足、实力不够、地位不高的弱势处境,使得投资者利益难以通过诉讼途径得到有效保护。赋予投资者保护基金公司可以支持或提起证券民事赔偿诉讼,对受到侵害的证券投资者提供法律支持,不失为一个可行的投资者保护途径。对此,可以借鉴我国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护法”第28条的规定,即投资者保护机构为保护公益之目的,在获得投资者授权后可以自己名义提起仲裁或诉讼。在我国投资者公益诉讼制度尚未建立的情况下,赋予投资者保护基金公司提起投资者公益诉讼的职权,既可以解决目前投资者保护基金用途单一的问题,又可以此为契机建立起我国的投资者保护公益诉讼制度,此举具有重要的现实意义。

(2) 完善投资者保护基金公司的组织机构。具体应从以下两方面着手:(1)严格依法配置投资基金公司董事会人数,在董事会人员组成上应改变单一政府来源的做法,引入公众代表,并明确其所占比例,力求

[35] 数据来源于网易财经:<http://money.163.com/13/0222/22/80BN8QU00253B0H.html>,2013年7月18日访问。

使董事会能够兼顾政府、证券公司和投资者三方利益和意志;(2)对投资者保护基金公司的监事会作出相应规定,通过规定监事会的人员构成和职责等,建立起投资者保护基金公司完善的公司治理结构,实现内部的权力制衡机制,保证投资者保护基金公司的决策科学化、民主化,以更好地筹集、管理和运作投资者保护基金,保护投资者利益。

### 3. 明确投资者保护基金的赔偿对象和范围

首先,《证券法》修改中投资者保护基金的赔偿对象应采用证券法上的“投资者”概念替代“债权人”,并且对赔偿对象的范围加以限定。具体而言:一方面,《证券法》修改后对于投资者保护基金赔偿对象的规定,应仅限于自然人投资者,从而将政府、企事业单位、金融机构等机构投资者排除在投资者保护基金的赔偿对象之外,凸显对自然人投资者特别是广大中小投资者的保护。另一方面,要将一些具有利害关系的投资者排除在投资者保护基金的赔偿对象之外,包括证券公司的董事、监事、高级管理人员、持有5%以上股权的股东和实际控制人,以及上述人员的配偶及其他近亲属等。

其次,对投资者保护基金的赔偿范围做出规定,一方面,要根据《证券法》修改后“证券”的定义和范围调整证券投资者保护基金的保护范围,将投资者保护基金的保护范围由传统意义上的股票、债券等拓展至集合投资计划以及证券衍生产品等;另一方面,要在《证券法》中处理好投资者保护基金与“买者自负”原则之间的关系问题,合理利用排除条款将由于投资者个人因素、市场波动、通货膨胀以及投资产品市场价值变动引发的损失排除在投资者保护基金赔偿范围之外。

## 四、投资者损害救济制度在《证券法》中的完善

### (一) 立法的零散与制度的滞后:投资者损害救济现状检视

我国投资者损害救济制度的立法包括实体法与程序法。从实体法来看,我国已经确立了以《民法通则》和《侵权责任法》为依托,以《证券法》为骨干,以《公司法》、《证券投资基金法》等为支撑的证券民事赔偿法律框架。除此之外,《股票发行与交易暂行管理条例》、《禁止证券欺



诈行为暂行办法》、《上市公司治理准则》等规范性文件也有一些关于投资者损害赔偿与救济的零散规定。从程序法上看,我国投资者损害赔偿与救济主要依赖于《民事诉讼法》及其最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的意见》(以下简称《意见》),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》(以下简称《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》(以下简称《规定》)也是我国投资者损害赔偿与救济的主要程序法依据。整体而言,上述立法或司法解释存在严重的零散与滞后现象,尚有极大的制度完善空间,具体表现在:

### 1. 专门投资者保护机构形具而实不至

2011年年底成立的投资者保护局作为证监会的内设机构,其职责之一是“推动建立完善投资者受侵害权益依法救济的制度”,但其作为证监会的内设机构,在人员、编制、经费等方面存在严重的依附性,难以有效行使“替投资者说话”的职能,也难以确保其对上市公司、中介机构等市场主体的独立性。

### 2. 投资者救济“重行(刑)轻民”

我国的证券市场带有强烈的管制色彩,投资者保护方面的法律责任设置依然是“重行(刑)轻民”。但实践表明,仅仅通过传统的行政处罚、刑事制裁已不足以对违法行为人形成足够的威慑,建立民事赔偿的救济措施是保护投资者利益的真正有效举措。令人遗憾的是,《证券法》虽然规定内幕交易、操纵证券市场、欺诈客户等行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任,但由于规定过于原则化,缺乏可操作性,司法实践中鲜见有投资者获得民事赔偿的成功案例。这固然是由于民事赔偿诉讼的先天不足所致,正如有学者所言,“内幕交易和操纵市场的受害者很难发现损害他们权益的违法行为人,往往无法主动提起民事诉讼,只能等待证券监管机构追究内幕交易人和操纵市场者之后,才能据此提起民事诉讼,而这时这些违法行为人的资产已经所剩无几,投资者

往往索赔无门”,<sup>[36]</sup>更重要的原因在于理念的错位与立法的滞后。就理念的错位而言,立法者与监管者存在浓厚的管制情结,偏好“法律父爱主义”,对私法自治报以怀疑的态度。就制度的滞后而言,专门的投资者保护法尚付阙如,多元化的投资者损害赔偿与救济机制尚未建立,投资者维权的渠道与机制尚不通畅。以证券仲裁为例,到目前为止,中国国际贸易仲裁委员会受理的仲裁案件屈指可数,其他仲裁委员会受理的则更少。究其原因,主要在于证券业内未形成仲裁的氛围,在绝大多数的证券发行和交易关系中事先没有仲裁协议的安排。证券仲裁发展缓慢的局面会产生如下问题:第一,未能充分利用证券专家的资源,不利于证券纠纷专业化审理的发展需求;第二,不能适应证券业内按自由意愿解决纠纷的实际需要;第三,不利于我国证券市场化和国际化的发展趋势;第四,增加了法院司法审判工作的压力。由于解决争议途径单一,大量案件涌向法院,增加了法院的受案数量,使相对有限的司法资源承受重负。

### 3. 证券诉讼制度存在较大缺陷

在诉讼形式上,现行法律与司法解释对代表人诉讼限制重重,削弱了诉讼代表人的权利,影响了代表人诉讼的效率。例如,代表人诉讼中的权利登记程序与选定代表人程序都人为增加了诉讼的复杂性,没有考虑到群体性证券诉讼的现实境况,甚至会使案件的审理陷入僵局。具体来说,代表人诉讼中的权利登记程序增加了受害当事人的诉讼成本,使得当事人企求通过诉讼来维护自己权益的积极性大打折扣。如果有关权利人由于交通阻隔、信息不畅等原因没有登记,并且在诉讼时效内也不主张权利,那么违法者受判决确定的赔偿额就可能大大低于其违法所得收益,这无异于对证券违规行为的纵容。按照《民事诉讼法》第53条和《意见》第61条的规定,诉讼代表人基本上是由人民法院指定,这能否反映全体当事人的意思表示和代表其利益诉求,值得怀疑。再如,我国《民事诉讼法》第53条规定,“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”,如果众多当事人无法形成统一意见,则诉讼将陷入搁浅,这对于诉讼资源是极大的浪费。

---

[36] 彭冰:“建立补偿投资者的证券行政责任机制——针对内幕交易和操纵市场行为”,载《中外法学》2004年第5期。

最高人民法院2002年下发的《通知》第2条规定：“人民法院受理的虚假陈述民事赔偿案件，其虚假陈述行为，需经中国证券监督管理委员会及其派出机构调查并作出生效处罚决定。当事人依据查处结果作为提起民事诉讼事实依据的，人民法院方予依法受理。”2003年的《规定》第6条也规定：“投资者以自己受到虚假陈述侵害为由，依据有关机关的行政处罚决定或人民法院的司法判决书，对虚假陈述行为人提起的民事赔偿诉讼，符合民事诉讼法第108条规定的，人民法院应当受理。”按照官方的说法，设置这种前置程序一是为了充当证券侵权民事诉讼的屏障，防止大量案件涌入，影响审判质量；二是可以解决原告在起诉阶段难以取得相应证据的困难。<sup>[37]</sup>但前置程序的设定至少带来了几个方面的消极后果：首先，前置程序变相剥夺了受害人的诉权，将投资者置于一种极为被动的状态，使本已低效的司法效率雪上加霜。其次，等到证监会或其派出机构公布处罚决定或法院宣布判决书之后，银行等债权人势必会抢先冻结上市公司财产，受到损害的中小投资者在“僧多肉少”的利益博弈中极有可能丧失获赔机会。最后，该“前置程序”还超越了《民事诉讼法》规定的起诉条件，违背了“法官不得拒绝裁判”的法律原则，使得证券法规定的民事赔偿优先原则形同虚设，正如有学者所言，“在马拉松式的行政处罚程序中侵害股东权益的行为人有充分的时间从容地转移、挥霍或者隐匿其从股东身上搜刮的财产”。<sup>[38]</sup>因此，前置程序的合法性、正当性均存在不少问题，有必要尽快废弃。

## （二）投资者损害救济制度的域外经验

发达证券市场普遍重视投资者损害救济制度，通过建立专门机构、颁布相关立法以及建立多元化的证券争议解决机制来保护投资者权益。这些做法尽管并非尽善尽美，但很大程度上可以因应投资者保护的制度诉求，无疑值得借鉴和学习。

### 1. 颁布和健全相关立法

发达证券市场国家较为重视投资者保护方面的法律制度供给，逐步

[37] 参见李国光、贾维：《证券市场虚假陈述民事赔偿制度》，法律出版社2003年版，第189页。

[38] 刘俊海：《股份有限公司股东权的保护》，法律出版社2004年版，第610页。

建立健全了投资者保护法律体系,确保能够满足投资者保护法制变革的内生性需求。例如在美国,投资者保护方面的法律除了《证券投资者保护法》、《证券交易法》实体性法律外,还包括诸多程序性法律。围绕着证券集团诉讼,美国1995年通过了《私人证券诉讼改革法》,旨在矫正私人证券诉讼体系中鼓励原告律师提起投机性集团诉讼和被告不管诉讼有无价值进行和解之间的失衡,通过对证券法和证券交易法相关条款的修正来实现利益的平衡,以达到对证券集团诉讼滥用现象的有效法律控制,恢复投资者对资本市场的信心。为了遏制律师规避《私人证券诉讼改革法》,美国1998年通过了《证券诉讼统一标准法》,规定了联邦法院对证券集团诉讼案件的独占性管辖权,并通过特定的制度设计有效地排除了原告律师可以利用的绝大多数法律漏洞。2005年美国又通过了《集团诉讼公平法》,首次确立了联邦法院对集团诉讼的初始管辖权和移送管辖权,并完善了集团诉讼的和解规则,此法案被誉为“结束美国诉讼文化的关键一步”。<sup>[39]</sup>此外,典型的投资者保护立法还包括韩国2009年《资本市场统合法》、英国1986年《金融服务法案》和2000年《金融服务和市场法》、德国1998年的《存款保护和投资者赔偿法案》、日本1998年的《证券交易法》等。

## 2. 构筑多元化的证券纠纷解决机制

为有效保护投资者权益,大多数发达资本市场国家建立了高效而多元的证券争议解决机制(Alternative Dispute Resolution system, ADR),包括调解、仲裁、申诉专员制度(Ombudsman)、诉讼等。

在美国,绝大部分证券争议是通过诉讼外纠纷解决机制予以解决的,形式主要包括行政和解、调解、仲裁和集团诉讼和解等,其方式灵活、程序简便,极大地降低了争议解决成本,提高了解决效率和减少了诉讼风险,对保护投资者权益提供了便利。美国投资者损害的诉讼救济机制主要是依靠投资者集团诉讼,集团诉讼的具体规定见诸于《联邦民事诉讼法》、《1995年私人证券诉讼修改法》、《1998年证券诉讼统一标准法》及《2005年集团诉讼公平法》等多部法律。在美国证券市场发展过程

---

[39] 任自力:“美国《2005年集团诉讼公平法》及其启示”,载《国家检察官学院学报》2007年第4期。

中,投资者集团诉讼制度的巨大威慑力对美国证券违法行为主体形成了一股强大的外在监督力量,因此该制度已成为中小投资者权益保护的极其有效的保障途径。

英国的投资者保护救济体系由金融企业纠纷投诉处理制度、金融督查服务制度和金融服务赔偿制度三种制度构成,与此相对应,对投资者保护救济从三个层面入手:第一是在金融企业层面,通过监管部门强制规定金融企业建立起投诉纠纷处理制度,争取在第一时间内妥善解决客户的投诉纠纷;第二是设立带有行政仲裁性质的金融督查服务有限公司,以第三方的身份处理解决金融企业与客户之间无法解决的纠纷;第三是在金融企业倒闭后,由金融服务赔偿制度有限公司对投资者予以有限的赔偿。<sup>[40]</sup>

在日本,金融专业调解制度首次正式被提起是在2000年金融厅金融审议会《面向21世纪金融新体系》的报告中,该报告将构建金融领域的诉讼外纠纷解决体系作为金融服务法的重要组成部分,肯定了行业团体在完善投诉处理纠纷解决模式的重要作用,以该报告为基础,由消费者行政机关、消费者团体、行业团体、自律规制机关、律师协会、金融机构等组建了自律性组织“金融纠纷联络协调协议会”,以完善金融领域的非诉讼纠纷解决制度。2007年4月起开始施行作为日本司法制度改革重要环节的《关于促进利用诉讼外纠纷解决程序的法律》,规定了诉讼外纠纷解决程序方面的基本理念,导入了法务大臣对有关民间纠纷解决程序业务的认证制度。2007年9月起施行的《金融商品交易法》导入了“认定利用者保护团体”的制度,以此作为以投资性商品为对象的纠纷处理、斡旋的体系框架,全面推进ADR制度。<sup>[41]</sup>

### (三)我国投资者损害赔偿与救济制度的完善建议

#### 1. 打造专业、独立的投资者保护机构

对症下药,就是要强化投资者保护局的独立性,充实其监管和保护职能,通过有效的制度安排确保其有效发挥作用。投资者保护局的职能

[40] 参见上证所—山东证监会联合课题组:“证券法功能定位演变的国际比较与我国《证券法》的完善”,第22期上证联合研究计划课题,2011年11月。

[41] 参见张华东:“完善证券调解机制化解证券纠纷矛盾”,载《中国证券报》2011年12月15日版。

应当包括但不限于拟定证券投资者保护政策法规、对证券监管政策制定和执行中对投资者保护的充分性和有效性进行评估、对证券市场投资者教育与服务工作进行统筹规划、组织协调和检查评估、协调推动建立完善投资者服务、教育和保护机制、研究投资者投诉受理制度,推动完善处理流程和运行机制并组织有关部门办理投资者咨询服务事宜、推动建立完善投资者受侵害权益依法救济的制度、按规定监督投资者保护基金的管理和运用、组织和参与监管机构间投资者保护的国内国际交流与合作。

与此同时,可以考虑由证监会牵头组建“中国证券投资者保护协会”,加强自律组织功能建设,使其成为保护投资者权益的强有力的群众性自治组织。“中国证券投资者保护协会”的职能应包括但不限于向投资者提供投资信息和咨询服务;参与有关行政部门对证券欺诈行为的监督、检查;就有关投资者合法权益的问题,向有关行政部门反映、查询,提出建议;受理投资者的投诉,并对投诉事项进行调查、调解;就损害投资者合法权益的行为,支持受损害的投资者提起诉讼;对损害投资者合法权益的行为,通过大众传播媒介予以揭露、批评。

## 2. 建构多元化的证券纠纷非诉解决机制

首先,引入证券纠纷调解机制。调解作为民商事纠纷的一种解决机制,因其快捷、自愿、低成本等比较优势而为人们所接受。但在我国证券纠纷解决机制中,调解方式基本上处于缺失状态,这主要源于调解不具备法律强制力,极易沦为当事人拖延时间的一种手段。强化调解的法律效力,可以从应当从以下两方面着手:一是严格限制调解主体,保障调解质量,这是强化调解效力的前提;二是在保证调解质量的前提下寻求调解与司法的契合点。就民间调解来讲,调解权应当赋予证券业的自律组织。就行政调解来讲,调解权应当归于证券业的政府主管机关证监会及其派出机构。<sup>[42]</sup> 在实践中,中国证券业协会已经于2012年6月27日颁布了《证券纠纷调解规则》,并正式成立了证券调解专业委员会和证券纠纷调解中心,《证券法》有必要对此予以回应。长远看来,随着分业经

[42] 参见胡改蓉:“证券纠纷解决机制多元化的构建”,载《华东政法大学学报》2007年第3期。

营逐步走向混业经营,我国有必要在证券调解制度逐步完善的基础上引入金融申诉专员服务制度,为投资者提供更加完善的制度保护。<sup>[43]</sup>

其次,健全证券仲裁机制。我国证券仲裁制度起步于1990年上海证券交易所颁布的《上海证券交易所市场业务试行规则》,目前发挥主要作用的是1994年颁布的《仲裁法》和同年证监会发布的《关于证券争议仲裁协议问题的通知》。由于相关的仲裁规则并不完善,而且没有遵循证券业本身的特点进行个性化设计,使仲裁在证券纠纷解决机制中难以发挥功效。我们建议首先要修改《仲裁法》,认可行业仲裁的地位;其次要在《证券法》中对证券仲裁作出原则性规定并设定授权性条款;最后,针对证券争议仲裁的特殊性,借鉴国外先进仲裁经验,有必要由中国证券监督管理委员会牵头,会同中国证券业协会、中国国际经济贸易仲裁委员会、上海和深圳证券交易所等相关部门的专家学者,组织制定符合证券争议解决特点的全国性的《证券仲裁示范规则》,通过制度创新的方式来指导证券争议仲裁实践。当然,“徒法不足以自行”,除了证券仲裁立法完善之外,还有必要在其他几个方面进行努力,如在业内加强仲裁的宣传和普及工作、倡导在有关合同中规定示范性的“证券仲裁条款”、倡导投资者适用示范性仲裁规则、向业内介绍和推荐经验丰富和制度完善的仲裁委员会、用行业内部的仲裁实验拓展灵活多样的仲裁模式等。

### 3. 完善证券民事诉讼机制

首先,取消群体性证券诉讼的前置程序,疏通投资者司法救济机制的通道。当前,取消前置程序的时机与条件已经成熟。一方面,前置程序本身面临合法性危机,它超越了《民事诉讼法》又违反了《立法法》,这在任何一个法治国家都是一个不能接受的事实,因而取消前置程序有着深厚的社会心理基础作为支撑。司法是社会正义的最后一道防线,法律应当充分发挥其在群体性证券纠纷中的定分止争作用,为投资者提供充分的司法救济机制。从法理上看,前置程序无形中剥夺了投资者诉权,导致其损害赔偿请求权的旁落,与保护投资者权益的基本公共政策背道

[43] 参见杨东:“政府主导型金融申诉专员制度评介”,载《政法论坛》2013年第3期;邢会强:“金融督察服务(FOS)比较研究”,载《法治研究》2011年第2期。

而驰,它体现出的是政府浓厚的管制情结以及司法的被动保守与无所作为。另一方面,前置程序不仅将大部分证券违规案件拒之于法院之外,而且法院已经受理的证券违规案件也可能因前置程序的存在而被终结诉讼,行政处罚决定书在民事侵权诉讼中所引起的争议更是此起彼伏,因此前置程序的正当性已经丧失殆尽。此外,在后金融危机时代,投资者的信心更加低迷,资本市场尚处于股市暴跌后的信心恢复阶段,若法院再固守僵化思维,对投资者的诉权进行限制或剥夺,则投资者要么选择“用脚投票”离开股市,要么诉诸非理性的私力救济渠道,这对于本已脆弱的资本市场无疑是场灾难。为了有效填补投资者的合理损失,预防和遏制侵权行为的发生,依法规范证券市场秩序,建议最高法院尽快废除前置程序。最高法院可以在废除前置程序的基础上,规定“投资者以自己受到虚假陈述、内幕交易、操纵市场或其他证券侵权行为的侵害为由对行为人提起民事赔偿诉讼,符合《民事诉讼法》起诉条件的,人民法院应当受理”。这是对以前的“司法消极主义”的制度修正,扫除了投资者诉讼的制度障碍,这无论对于司法本身的信誉而言,还是对减轻证监会的监管压力而言,无疑都是一个有价值的制度举措。<sup>[44]</sup>

其次,采用“明示退出,默示加入”规则,合理确定证券诉讼原告当事人的范围。美国证券集团诉讼“明示退出,默示加入”规则(又被称为“选择退出”规则)对于我国的群体性证券诉讼制度有较高的借鉴价值。该规则是指在集团诉讼中,法院为了维护集团成员的诉讼权利,通知集团原告准许其在一定时间内向法院明确表示自己不愿意被包括在集团诉讼中,而被排除在集团诉讼之外,使集团诉讼的法律后果对其不具有拘束力,未选择退出的集团成员将被自动视为集团成员,并有权获得集团诉讼获得的利益且丧失对该法律问题的另行起诉权。<sup>[45]</sup>在美国的证券诉讼司法实践中,极少出现投资者“选择退出”的情况,这使得集团诉讼包容规模空前的当事人成为可能,从而对原告构成了一股强大的威慑力量。基于其强大的制度优势,该规则被认为是美国证券集团诉讼的一

[44] 参见马光远:“真正‘救市’之举曙光终现”,载《新京报》2008年12月10日版。

[45] 参见章武生、罗健康:“退出制的本质及集团成员的确定方法之分析”,载《政治与法律》2008年第6期。



个创举,它使集团诉讼制度成为弱者对抗现代庞大组织不法行为的利器,甚至有学者将其视为代表正义的“闪光的利剑”,是“治疗各类现代社会病的灵丹妙药”。我国的群体性证券诉讼若采用该规则,则可以充分形成对上市公司的强大威慑力,有效阻却证券违法行为。声势浩大的投资者队伍,巨额的赔偿费用以及庞大的诉讼开支足以让人望而生畏,在违规与守法之间,上市公司会更加理性地作出选择,这对于净化资本市场和打造诚信文化意义重大。此外,采用“明示退出,默示加入”规则意味着省去了权利登记程序,减轻了举证责任负担,投资者的厌讼情结将得到扭转,市场信心进一步增强,这对于资本市场的长远健康发展不无裨益。

最后,借鉴胜诉酬金规则,完善我国的风险代理制度。风险代理的胜诉酬金规则具有两面性。一方面,允许律师以收取胜诉酬金的方式代理案件是美国证券集团诉讼得以成功运用的一大关键因素。胜诉酬金机制为律师代理复杂的证券集团诉讼提供了充分的财务激励,促进了一个具有企业家性质的律师阶层的产生。另一方面,胜诉酬金的标准是集团诉讼面临的最大困境之一,酬金低导致律师缺乏发动诉讼的动力,酬金高则有损于集团诉讼本身的正当性价值,甚至会导致程序公平与社会正义的荡然无存。<sup>[46]</sup>因此,我们在引入美国的胜诉酬金规则时,务必要“大胆假设和小心求证”,进行充分的调查论证。目前我国的律师收费制度存在形式单一、标准偏低等问题,律师介入群体性证券诉讼的热情受到抑制。2006年出台的《律师服务收费管理办法》第12条规定:“禁止刑事诉讼案件、行政诉讼案件、国家赔偿案件以及群体性纠纷案件实行风险代理收费。”这些障碍使胜诉酬金制度在我国面临严峻困境。但司法实践中,我国已经出现了不少风险代理,只是尚未得到法律的确认。将来在群体性证券诉讼中引入风险代理制度时,需考虑几个问题:其一,要做到利益平衡,兼顾投资者和律师的利益。要明确律师费的收取比例,具体比例可以由法院根据个案中律师的服务质量及诉讼的复杂程度等因素来确定。同时要强化律师的责任,遏制其进行投机性诉讼的冲

---

[46] 参见陆庆:“集团诉讼代理的酬劳——胜诉酬金制度的引入”,载《改革与开放》2012年第24期。

动。其二,建立律师收费纠纷的争端解决机制。可以考虑借鉴我国香港地区的“讼费评定官”制度,在法院内部设置相关职能的法官来解决律师收费争议,也可以考虑和解、调解或者仲裁等争议解决办法。<sup>[47]</sup>

#### 4. 健全投资者教育机制

投资者教育主要包含三方面的主题内容:投资决策教育、个人资产管理教育和市场参与教育。三者相辅相成,缺一不可。在市场经济比较发达的国家和地区,投资者教育的理念被人们广泛接受。如美国证券交易委员会在1994年设立“投资者教育及协助中心”,协调并直接进行全国的投资者教育活动;英国金融服务局(FSA)在1998年《金融服务及市场法》实施后,增加了一项新的法定职责,即促进公众对金融体系广泛了解,专门成立投资者关系部,开始实施系统的投资者教育战略;日本东京证券交易所将投资者教育作为一项重要工作,在交易所网站里开设“投资者信息”栏目,介绍现货市场产品、期货和期权、介绍股票价格指数、股票与税收以及海外公司上市指南和日本二板市场等方面的知识,帮助和方便投资者从事证券投资;我国香港证监会在20世纪90年代设立投资者教育及传讯科,系统地开展投资者教育活动。

鉴于我国证券市场“新兴加转轨”的特性以及投资者理性的相对欠缺,有必要将投资者教育纳入《证券法》,赋予其法定地位,使其成为监管机构与证券交易所的一项法定职责,以此推动市场自律与投资理性的良性互动。

## 五、结论

投资者保护是资本市场有序运行和健康发展的前提和基础,是资本市场立法所应遵循的基本原则和价值旨向。进一步完善投资者保护制度并使之体系化,应当作为本次《证券法》修改工作的重中之重。本报告基于我国证券市场法制的现实、境外资本市场的立法经验以及投资者

---

[47] 参见秦梅玉、李安安:“我国群体性证券诉讼制度的法律迷思与改进路径”,载《青岛行政学院学报》2012年第3期。

保护理论的发展,针对投资者保护与金融消费者保护的交错、投资者保护在《证券法》中的立法模式、投资者适当性制度的确立、投资者保护基金制度以及投资者损害救济制度的完善等问题进行了探讨,并得出如下基本结论:

1. 投资者与金融消费者的范畴存在交叉重合,非专业的个人投资者同时具有金融消费者的属性。随着金融创新和混业经营的发展,证券产品范围日益扩大,投资者类型也愈加丰富,证券持有人往往具有投资者和金融消费者的双重属性。然而现行《证券法》对投资者未进行有效区分,简单划一的投资者保护标准难以满足多样化投资者类型的保护需求,而《消费者权益保护法》也尚未将金融消费者纳入有效的调整范围。面对这样的立法困境,可以将投资者属性与金融消费者属性重合的那部分证券持有者统一称为投资者,并将金融消费者保护的理念与制度纳入到《证券法》的投资者保护制度体系之中。

2. 当前各国的投资者保护制度的立法模式包括三种主要类型,即投资者保护条款散见于立法的分散模式,在证券基本立法中单独设置投资者保护专章的集中模式,以及制定专门的投资者保护法的单行模式。我国的投资者保护制度过于碎片化,立法层级参差不齐,且部分重要制度缺失,亟须摒弃传统的分散模式,根据市场进化和法制建设发展的现实选择集中模式,利用《证券法》修改的契机在《证券法》中设置投资者保护专章,将直接的投资者保护制度在该章中进行体系化的规定。在该章中系统规定投资者适当性制度、投资者保护基金制度和投资者损害救济制度,在上述制度的具体设置中做到强调体系与突出重点相结合、着眼前沿与立足现实相结合、原则性规定与具体性规定相结合,以确保投资者保护专章与《证券法》其他章节的协调、投资者保护理论与投资者保护立法的协调、证券基本法律与其他位阶的法律法规的协调。

3. 投资者适当性制度的目的是使投资者选取与其财务状况、风险承受能力、知识经验储备相匹配的投资产品,避免可能造成的损失,从而保护投资者利益,维护证券市场乃至整个社会的稳定。成熟资本市场国家在充分总结投资者适当性原则实践经验的基础上,以成文立法或者判例的形式将投资者适当性制度予以明确。我国的投资者适当性制度实践主要表现为部门规章和自律规则的规定,存在立法层级低、适用范围

小以及法律责任缺位等弊端。为了更好地保护投资者,应当将投资者适当性制度纳入到证券基本立法之中,提高立法位阶,明确适当性制度在《证券法》中的应有地位,同时实行投资者分类管理,构建投资者适当性评估制度,另外还要健全归责体系,完善违反投资者适当性义务的损害赔偿责任。

4. 投资者保护基金制度事前的风险防范功能、事中的风险处置功能和事后的风险补偿功能,对于投资者保护具有重要的意义。我国现行《证券法》和《证券投资者保护基金管理办法》基本上确立了投资者保护基金制度,但是依然存在着投资者保护基金的资金来源不足、投资者保护基金公司的职责和治理结构存在缺陷、投资者保护基金的赔偿机制不健全等问题。在《证券法》修改中,应当拓展投资者保护基金的资金筹集渠道,将证券市场罚没款纳入投资者保护基金,并允许投资者保护基金公司在法律规定的范围内使用保护基金进行投资。同时应完善投资者保护基金公司的职责,赋予投资者保护基金公司支持或提起证券民事赔偿诉讼的职责并改善其治理结构,并明确投资者保护基金的赔偿对象和范围。

5. 当前我国投资者损害救济的立法或司法解释存在严重的零散与滞后现象,具体表现为专门投资者保护机构缺位、民事救济途径不足、证券诉讼机制存在严重缺陷等问题和弊端。我国在《证券法》修改中,一方面,要有效借鉴境外成熟市场的制度经验;另一方面,要充分考虑我国资本市场发展以及法律体系的现实,抓住重点,有针对性地回应资本市场关切的重大问题,作出开放务实的现实选择。《证券法》需要对投资者保护局进行立法确认,并鼓励创设投资者保护协会,以形成官方、民间的投资者保护专门机构。同时,应对协商、调解、仲裁等替代性纠纷解决机制进行原则性规定,以丰富投资者损害救济的途径。