

《证券法》修改背景下我国投资者 保护制度的立法模式选择*

袁 康**

摘要:投资者保护作为证券市场的基本原则,应当贯穿于证券法律制度的始终。当前各国投资者保护制度的立法模式主要表现为分散模式、集中模式和单行模式三种类型。采取了分散模式的我国现行投资者保护制度呈现出碎片化、立法层级参差、部分制度缺失等重大缺陷。我国《证券法》应当摒弃传统的分散模式,根据市场进化和法制发展的现实转向集中模式,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,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,以更好地实现保护投资者、维护资本市场有序健康发展的目标。

关键词:证券法修改 投资者保护 集中模式
制度设置

当前我国资本市场正处于“新兴加转轨”时期,

* 本文受教育部博士研究生学术新人奖资助(5052012106001)。

** 武汉大学法学院博士生。

证券法制也面临着逐步完善和进化的重大机遇与挑战。我国《证券法》自1998年通过、2005年修改至今,在规范证券发行和交易行为,保护投资者的合法权益,维护社会经济秩序和社会公共利益,促进社会主义市场经济的发展方面发挥了重要的作用。但随着证券种类扩展、交易形式更新等资本市场新形势和新问题的不断出现,加上投资者保护滞后、市场化程度不足等弊端日益凸显,现行《证券法》已不能对当前资本市场进行有效调整,亟须因时制宜进行相应的修改。在充分回应我国资本市场发展现实需求、充分吸收境外资本市场立法先进经验、充分反映证券法学理论研究最新成果的基础上,及时对我国现行证券立法进行检讨和修订,是有效发挥资本市场法律制度的规范功能,维护市场公开、公平、公正,维护投资者特别是中小投资者合法权益,促进资本市场健康发展的前提和基础。

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。完善的投资者保护制度,有利于维护证券市场秩序、有利于提振市场信心、有利于促进市场长远健康发展,因此在证券立法中,加强和完善投资者保护制度应该处于首要地位。事实上,各类证券法律制度都在不同程度上体现着投资者保护的价值旨向。可以说,《证券法》本身就是一部投资者保护法。^[1]我国现行《证券法》中证券发行和上市的条件限制、发行人信息披露义务、相关主体利益冲突防范、反欺诈制度、证券经营机构和证券服务机构的活动规则、证券监管等,都能够发挥一定的投资者保护功能,是我国投资者保护制度体系的有机组成部分。但是即便如此,我国投资者保护状况仍然不尽如人意,相关制度设计相对滞后,投资者权益实现、保障和救济的相关制度局部欠缺、整体零散、层级较低等问题比较突出。因此在我国《证券法》修改中,需要强调对投资者保护制度的系统性构建,以更好地实现保护投资者、维护资本市场有序健康发展的目标。但是,如何将投资者保护制度楔入证券法文本,即投资者保护制度是专列成章,抑或是条块分割散见于不同的章节之中,是在立法技术层面需要慎重考量并妥善解决的问题。

[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。

一、投资者保护制度立法模式概览:基于对各国证券立法的考察

投资者权益得到有效保护是资本市场成熟健康发展的前提和基础,各个成熟资本市场国家也在立法层面上建立了相应的投资者保护制度。由于市场发展程度不一,法制进程各异,世界各国的证券立法针对投资者保护制度的立法模式也不尽相同。根据各国立法对投资者保护制度的强调程度及其在证券法制体系中的表现形式,我们认为投资者保护制度的立法模式主要有分散模式、集中模式和单行模式这三种主要类型。

(一)分散模式:投资者保护条款散见于立法

所谓分散模式,即投资者保护制度的相关条款散见于证券立法之中,既无就投资者保护制定的单行法律,亦未在基本法律中设置投资者保护专章。采分散模式立法例的国家往往都是将投资者适当性制度、投资者保护基金制度、市场违法行为规制制度等糅合在证券基本法律的各个部分,这样的国家和地区包括韩国、英国、日本、香港和新加坡等。例如,韩国的《投资服务暨资本市场法》除了第一条宣示了保护投资者的立法目的之外,并未将投资者保护单独列为一编,而是在具体的条款中规定了关涉投资者保护的内容。该法一方面严格控制和预防金融机构的利益冲突〔2〕,另一方面将投资者区分为一般投资者和专业投资者,要求金融投资者在确定投资者适当性的基础上进行推介,并对金融投资者课以向一般投资者说明金融投资商品内容及风险之义务,而且明确了禁止不当劝诱行为并规定了相应的损害赔偿责任。〔3〕此外,该法还明确了对不公平交易行为的规制,基于保护投资者利益的价值导向规范了金融投资者的行为。再如英国关于投资者保护的相关规定也是散见于《金融服务与市场法》(Financial Services and Market Act, FSMA2000),该法在不同的章节分别规定了FSA在投

〔2〕 韩国《投资服务暨资本市场法》第44~45条。

〔3〕 韩国《投资服务暨资本市场法》第46~50条。

投资者教育和投资者保护方面的职责,建立了金融申诉专员服务机构(Financial Ombudsman Service, FOS)和金融服务补偿计划(Financial Service Compensation Scheme, FSCS),并且规范了相关机构和人员的行为以维护投资者权益。日本的《金融商品交易法》也未设置投资者保护专章,只是在第四章第二部分规定了投资者保护基金的设立、资金来源、管理、业务范围、财务和会计处理方式等,并且对金融市场违法行为课以严格的法律责任以保护投资者。^[4]香港的《证券与期货条例》在第三部第五分部对投资者赔偿公司进行了规定,在第十二部规定了对投资者的赔偿,包括了投资者赔偿基金的设立、资金来源、管理、代位求偿权等方面的内容。

由于投资者保护贯穿于证券法律制度的各个方面,较难将其与证券市场的主体制度和行为制度绝然划分开来,而分散模式则较好地投资者保护制度与证券市场其他制度融合在一起,容易实现法律制度内容上、逻辑上的整体性和协调性。但是分散模式也存在一定的弊端,即未能实现投资者保护制度在制定法层面的体系化,在分散模式下所呈现出的零散化、碎片化难以有效彰显投资者保护制度的重要性,也容易顾此失彼而形成制度缺漏。可以说,分散模式是投资者保护制度尚不成熟且证券法制处于发展初级阶段的选择,随着市场日趋成熟和立法技术的提高应当进行相应的改进。

(二)集中模式:单独设专章规定投资者保护

所谓集中模式,即将投资者保护制度进行系统性整合并在证券基本法律中集中设置专章的立法模式。采用集中模式的证券立法往往是将投资者适当性、投资者保护专门机构、投资者赔偿基金等具有典型性和相对独立性的制度单独列为一章,从而在具有保护投资者效果的维护证券市场秩序的制度之外建立一套系统的投资者保护制度。采用集中模式的国家和地区主要包括欧盟、法国和美国。欧盟的《金融工具市场指令》(Markets in Financial Instruments Directive, MiFID)是规范在欧盟从事证券投资业务的投资公司和证券市场运行的基本法律制度,虽然其后两个文件 Commission Directive 2006/73/EC 和 Commission

[4] 参见庄玉友:“日本金融商品交易法述评”,载《证券市场导报》2008年第5期。

Regulation No. 1287/2006 并未对投资者保护进行专章规定,客户资产保护、利益冲突、投资者适当性、最佳执行等制度都散见整个文件中,但是其最主要的指令即 Directive 2004/39/EC 的第二章第 2 节即“确保投资者保护的条款”,就投资公司的信义义务、最佳执行、投资者适当性等进行了系统性的规定。而法国虽然在《证券交易法》和《金融安全法》中未就投资者保护设置专章,但在《货币与金融法》的第四章第五部中专门规定了“投资者保护”,例如,储蓄保证基金在金融机构破产或丧失偿付能力时对投资者的补偿。美国的证券立法比较特殊,其《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》均未就投资者保护设置专章,在具有分散模式的特征,但其又专门制定了《证券投资者保护法》,又具有单行模式的特征。在这里我们单独选取其《多德—弗兰克法案》来看,该法案在第九章“投资者保护与证券监管改进”中集中地规定了设立投资者咨询委员会、投资者测试、证券经纪商咨询商的义务、投资咨询商评估、投资者保护办公室、自律监管组织报告、投资者教育、共同基金广告评估、投资产品和服务售前披露、利益冲突审查、改善投资者信息获取、理财规划师和指定金融产品的评估以及申诉专员等制度,^[5]是集中模式的典型体现。

集中模式的优势在于突出了投资者保护制度在整个证券基本法律中的重要地位,能更大程度地引起市场主体对投资者保护的重视。同时,将投资者保护制度在一个章节中进行集中性规定,有利于对投资者保护制度进行系统性的梳理,确保投资者保护制度的相对完备和全面。但是由于并非所有与投资者保护相关的制度都能集中纳入该章节,因此在集中模式下立法者需要妥善处理好证券基本法律中章节之间的协调,确保立法的内容凝练和逻辑周延。当然,这类问题在立法技术上并非不能克服。

(三) 单行模式:制定单行的投资者保护法

所谓单行模式,是指将投资者保护制度以单行法的方式进行规定,即在证券基本法律之外通过一部专门的法律规定系统全面地确立投资者保护制度。典型的采用单行模式的国家和地区主要包括美国、德国

[5] Investor Protection and Securities Reform Act of 2010, H. R. 4173.

和台湾地区。美国于1970年制定了《证券投资者保护法》，该法在《1934年证券交易法》的基础之上对投资者保护进行了细化规定，其内容涵盖范围非常系统全面，囊括了证券投资者保护公司的设立、治理结构、权限，以及证券投资者保护基金的设立、资金来源、资金用途，还有清算程序的一般和特别条款，其他自律组织的监督等。^{〔6〕}美国的立法者希望通过该法有效地监督证券公司，处置陷入财务困境的证券公司并保护投资者的索赔请求权。此外，美国还于2002年制定了《公众公司会计改革与公司责任法》（SOX法案），大幅度修改了原有的《证券法》和《证券交易法》的相关条款，以独立的会计监察委员会负责制定审计准则、对公众会计事务所进行调查并给予纪律处罚，^{〔7〕}通过提高财务报告的透明度和真实性起到保护投资者的效果。这些立法都是美国制定投资者保护单行法的尝试，事实上也起到了相当的作用。德国也是典型的采用单行模式的国家，其通过颁布《存款保障与投资者赔偿法》规定证券交易商须加入存款保险与投资人赔偿基金，并详细规定了证券交易商赔偿基金的征收与使用。德国颁布了《投资者保护改善法》，构建了证券投资者保护的整体制度框架，包括要求金融机构在销售金融产品时必须与投资者签订协议载明投资者的意愿和产品说明，为将来可能的因不当投资建议产生的诉讼保留证据，同时规定建立数据库将金融投资咨询人员的信息和投诉进行公开，此外还将因不当投资建议遭受损失的诉讼时效从损失发生之日起3年延长到10年。台湾地区于2002年颁布的“证券投资人与期货交易人保护法”也属于为保护投资者所制定的单行法律，其主要内容包括了投资者保护机构的设立、组织和监管，投资者保护基金的来源、运作和使用，投资争议的调处及其效力等内容。

单行模式通过建立投资者保护专项法律制度，能够将各种投资者保护的具体制度进行有机整合，实现投资者保护制度的体系化与专门化，有利于从整体上构建和完善投资者保护法律体系。同时，单行模式

〔6〕 SECURITIES INVESTOR PROTECTION ACT(15 USC § 78aaa - 111).

〔7〕 参见叶林、郭丹：“中国证券法的未来走向——关于金融消费者的法律保护问题”，载《河北学刊》2008年第6期。

能够在某种程度上摆脱特定金融业别法律制度的限制,扩大投资者、金融商品的概念范围和法律适用领域,实现对投资者更为全面的保护。但是单行模式是投资者保护立法较为成熟和发达的模式,必须建立在资本市场发展相对成熟,相关制度相对完善的前提之下。

二、我国投资者保护制度的现状与集中模式的现实选择

投资者保护向来是资本市场法律的重点,尤其是金融危机以来投资者保护立法的改进和完善已经成为了各国立法热点。我国正处于新兴加转轨时期,制定合理有效的投资者保护制度是进一步完善资本市场法制的应有之义,也是维护资本市场健康有序发展的必要条件。在加强投资者保护日益被重视的背景下,重新审视投资者保护制度在证券立法中的设置成为必然,而如何确立投资者保护制度的立法模式则是首当其冲的问题。

(一)我国投资者保护立法模式的现状与缺陷

我国《证券法》第一条即规定:“为了规范证券发行和交易行为,保护投资者的合法权益,维护社会经济秩序和社会公共利益,促进社会主义市场经济的发展,制定本法。”将投资者保护作为证券法的立法目的之一,确立了证券法律制度的投资者保护旨向。《证券法》中的包括证券发行、证券交易、证券市场主体等方面的规定都在不同程度上体现出了保护投资者的功能和目标。但在该法中,明确规定了投资者保护制度的只有第一百三十四条“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”。除此之外,还有《证券投资基金法》、《证券公司监督管理条例》以及《证券投资者保护基金管理暂行办法》等法律法规和部门规章都规定了相应了投资者保护制度。从这一层面来看,我国现行证券法制中投资者保护的立法模式属于分散模式。

但是这种分散模式在实践中存在诸多弊端。首先,制度过于分散,未能在证券基本法律即《证券法》中系统性地规定投资者保护的具体

制度框架。这就导致我国现行证券立法未能形成整体性的投资者保护制度体系,既不利于突出投资者保护制度的重要性,也不利于投资者直接有效地理解并适用法律,从而不利于投资者保护制度发挥应有的积极效果。其次,立法层级参差不齐,投资者保护制度散见于法律、行政法规和部门规章之中,相应制度渊源不一,效力各异,难以形成集中统一的力量对投资者形成有效保护。最后,制度的碎片化导致了投资者保护制度并不完备。投资者保护制度过于零散地分布在各类法律文件中,缺乏体系化和系统性的制度构成难免容易引起制度遗漏,许多境外成熟的投资者保护制度例如投资者适当性制度、投资者损害救济制度等在我国证券立法中未能得到有效规定。基于此,重构我国的投资者保护制度实属必要。

(二) 集中模式是现阶段我国投资者保护立法的必然选择

完善我国的投资者保护立法,重构投资者保护制度,应当尊重法制建设的客观规律和历史阶段,立足资本市场发展和法律制度建设的现实,既体现出一定的前瞻性,也要符合中国实际。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,而应结合实际采集中模式,以《证券法》修改为契机,将投资者保护制度设置专章进行系统性规定。这一选择具有内在的必要性和现实性。

一方面,选择集中模式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,使投资者保护制度能够形成一个系统化的有机整体,并且能够产生两方面的积极意义。第一,将投资者保护在《证券法》中设专章进行规定,能够在某种程度上完善投资者保护制度体系。设置投资者保护专章能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,且能将新类型的投资者保护制度纳入到立法内容中来,从而在维护《证券法》体系协调的基础上强化投资者保护,为系统性的投资者保护制度楔入证券基本法律提供空间。第二,将投资者保护在《证券法》中设专章进行规定,能够就投资者保护进行宣示,更加凸显投资者保护的重要地位,在完善投资者保护制度体系的基础上更好地实现

投资者保护目标,进而增进投资者的信心,有利于资本市场健康有序发展。

另一方面,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,因此在当前即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。

三、集中模式下投资者保护制度与证券法其他制度的协调

从立法技术的层面考虑,一部制定精良的法律除了要制度全面有效之外,还需满足制度之间逻辑清晰和体系统一的要求,以使其成为一

部“良法”。而所谓“良法”，需要做到内容的合规律性，价值的合目的性以及形式的合科学性。而形式的合科学性，即使要求结构严谨合理、体系和谐协调，具体要求是内容完备、结构严密、内部协调。^{〔8〕}因此将投资者保护制度在《证券法》中设置专章，必须充分注意法律文本的整体协调性，明确该章与《证券法》其他制度之间的关系并实现制度和条款之间的有效衔接，以确保《证券法》内在体系的逻辑性和合理性。我们认为，采取集中模式，需要而且可以与《证券法》其他条款完成内容上的衔接和主体上的对接。

（一）内容上的衔接

保护投资者是《证券法》的首要基本原则，这一原则贯穿于《证券法》的始终，体现在该法所设置的具体制度之中。证券法的核心内容不外乎两个方面：一是强调发行人或上市公司及其他市场主体的信息披露义务，二是全面限制证券市场中的各种欺诈行为。而这两方面的内容从本质上看都是为了保护证券市场投资者的利益。^{〔9〕}因此，证券法律制度中的证券发行和上市制度、证券交易制度、证券监管制度、证券经营机构法律制度、证券法律责任制度等，都在保护投资者的公平交易权、保护投资者的资产安全、保护投资者的知情权、维护市场交易秩序等方面发挥着重要的作用，也都在不同程度上构成了投资者保护制度体系。基于此，如果将投资者保护制度作为专章在《证券法》中进行规定，容易造成疑问和困扰：既然有投资者保护专章，那么应当将投资者保护制度集中规定在该章之中。既然如此，那就涉及能否将包括发行和交易制度等在内的与投资者保护相关的法律制度全部纳入该章的问题。假使这样，是否会造成证券法其他章节弱化而投资者保护章节冗杂的问题？倘若不这样，那么投资者保护专章会不会名不副实，在逻辑上有失周延？

事实上投资者保护制度涵盖面非常广，我们认为可以根据制度作用机制，将投资者保护制度分为“直接的投资者保护制度”和“间接的投资者保护制度”。直接的投资者保护制度是明确地对相应主体课以

〔8〕 李步云、赵迅：“什么是良法”，载《法学研究》2005年第6期。

〔9〕 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272页。

投资者保护义务或者赋予相应主体投资者保护职能、直接地规定投资者权利的内容和实现机制的相关法律制度。例如,投资者保护基金制度、投资者适当性制度、投资者损害救济制度等。而间接的投资者保护制度是旨在规范证券市场各类主体的行为以维护市场秩序,并能够产生投资者保护客观效果的相关法律制度。例如,信息披露制度、发行制度等。虽然直接的投资者保护制度和间接的投资者保护制度均能起到保护投资者的作用,但这两类制度发挥投资者保护功能的机制存在一定的差异:(1)就直接目标而言,前者直接着眼于投资者保护,即以投资者保护为直接目标,而后的直接目标是规范相关市场主体的行为,投资者保护只是其间接效果;(2)就功能实现而言,在投资者受侵害时,前者可以直接适用以维护投资者的合法权益,而后者发挥投资者保护功能有赖于各类市场主体依法行事,并不能直接实现投资者利益。

直接的投资者保护制度与间接的投资者保护制度之间具有差异性,将两者进行区分在某种程度上具有可行性,将直接的投资者保护制度设专章单独规定并不至于造成《证券法》中投资者保护制度的体系混乱,这构成了采取集中模式的逻辑起点。并且我国现行《证券法》中所规定的主要是间接的投资者保护制度,对直接的投资者保护制度设置并不多,在《证券法》中设置专章规定直接的投资者保护制度并不会对现有制度体系造成破坏和干扰,这构成了采取集中模式的现实条件。因此采用集中模式将直接的投资者保护制度在专门章节予以规定,间接的投资者保护制度则按照原有体系分散在相应的章节之中,并不会造成现有制度体系内的逻辑冲突,而且还能实现现有投资者保护制度的丰富和完善。概言之,集中模式下,在投资者保护专章中仅规定直接的投资者保护制度,一方面不会与其他条款形成冲突,另一方面还能进一步完善投资者保护制度体系,进而能够实现该章与《证券法》其他制度的有效衔接。

(二) 主体上的对接

我国现行《证券法》的制度逻辑是规范各类市场主体的行为,即主要是以主体为基本维度进行相应的制度安排。从法律文本来看,我国《证券法》主要就上市公司、证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构、证券业协会、证券监督管理机构和特定人员的行为

进行了相应的规定。但是证券市场主体并非仅局限于上述主体,投资者作为证券市场中至关重要的一类主体被现行《证券法》有意无意地忽略了。这种忽略造成了投资者在证券法律制度中被边缘化,直接针对投资者的法律规定严重缺失。应该说,现行证券法律制度的相关规定在主体范围上是不全面的,这为建立以投资者为主体的相关法律制度提供了立法上的空间,也是未来《证券法》制度的完善所需要考虑的问题。

采用集中模式将投资者保护设专章进行规定,能够在主体层面上与证券法其他制度做到有效对接。一方面投资者保护专章能够实现对接证券法律制度主体范围的有效补充。投资者保护专章主要是围绕投资者这一证券市场主体展开制度设计,可以填补证券法中以投资者为主体的法律规范的缺位,与上市公司法律规范、证券公司法律规范、证券登记结算机构法律规范等相配合,共同构成对包括所有类型的证券市场主体的证券法律规范体系。另一方面投资者保护专章具有独立的主体指向,并不会与其他章节产生冲突和重合。列入投资者保护专章的多为直接的投资者保护制度,相关规范的主体指向都是投资者或者承担直接投资者保护职能的专门机构,具有主体上的相对独立性。并且以投资者和专门保护机构为主体的法律规范在性质上多为赋权性规范,旨在明确这类主体的权限及其行使,与针对其他证券市场主体以限定性规范为主的相关制度在性质上也不尽一致。因此立足于投资者和专门保护机构的投资者保护专章中的法律规范基本上不会与其他章节中的以另外的证券市场主体为对象的法律规范出现冲突或重合。投资者保护专章强调投资者的主体地位并反映为证券基本立法的专门章节,能够实现投资者与其他市场主体的对接,进一步完善证券市场主体法律制度体系。

四、《证券法》修改中投资者保护制度的设置原则

基于前文的分析,采取集中模式将投资者保护制度在《证券法》中设置专章予以规定具有合理性和必要性,而且是当前市场发展和法制

建设现状之下的现实选择。但是,在投资者保护专章中如何规定具体的投资者保护制度,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层级的法律法规的协调,还需要在投资者保护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。

(一) 强调体系与突出重点相结合

投资者保护是一项系统工程,关系到证券发行和交易、上市公司治理、证券登记结算、证券公司和证券服务机构活动、证券监管以及证券法律责任等方方面面的制度。同时投资者保护制度本身也囊括了投资者资格认定、投资者权益的构成、投资者损害救济机制、投资者保护机构等内容。应该说投资者保护制度体系庞杂,覆盖面广且与其他相关制度联系紧密,将投资者保护制度在证券法中设置专章,需要把握投资者保护制度内容体系上的特征,做到强调体系与突出重点相结合。

所谓强调体系,一方面是强调投资者保护专章与证券法其他章节内容的协调,另一方面是强调投资者保护专章内部的协调。就前者而言,主要是需要确保投资者保护专章在证券法文本中的逻辑性,既不能将应当在其他相应章节中规定的内容机械地搬到投资者保护专章之中从而造成相应制度的人为割裂,也不宜在投资者保护专章中进行重复规定从而造成证券法文本的冗杂零乱。我们认为应当根据投资者保护制度的具体特点将直接的投资者保护制度设置在投资者保护专章之中,间接的投资者保护制度则放在其他的相应章节。这就要求在立法时充分评估和衡量具体条款在投资者保护方面的直接性,准确把握具体的条款在整部证券法中的设置。就后者而言,则是需要确保投资者保护专章中具体条款之间的逻辑性,避免投资者保护制度在该章中简单罗列和堆砌。

而突出重点,则是要有选择、有重点、有针对性地选取适宜在投资者保护专章中进行规定的投资者保护制度,将已经比较成熟而且是我国证券法律制度中所亟须规定的投资者保护制度纳入到证券基本立法之中来。正如前文所述,境内外投资者保护制度的内容十分丰富,相关的理论研究成果也相对比较成熟,但并非所有的投资者保护制度都应

当而且可以设置在投资者保护专章之中。因为部分投资者保护制度往往渗透在证券法其他制度之中,加上还有一些国外比较成熟的投资者保护制度并不一定与我国的法律体系和证券市场发育程度相容,因此对于各类投资者保护制度应该进行甄选后合理地写入我国证券法的文本之中。考虑到成熟度、紧迫性和相容度等因素,我们认为在投资者保护专章中应当重点对于投资者适当性制度、投资者保护基金制度、投资者损害救济制度进行规定。

(二) 着眼前沿与立足现实相结合

法要维护、促进现实社会中各种社会关系的存在与发展,就必须使其自身符合各种现实社会关系的性质和状况,符合各种社会关系本来的面貌,^[10]并且要在一定程度体现进步性以促进社会关系的发展。投资者保护制度在《证券法》中设置专章,将我国的投资者保护理论和制度实践提升到法律的层面,必须要做到既立足中国实际,充分反映中国资本市场的深刻变化和现实状况,又要做到着眼资本市场的长远发展,体现境内外投资者保护理论的前沿成果和法制经验。事实上不论是专章中的直接的投资者保护制度,还是分散在其他章节中的间接的投资者保护制度,都应该充分做到着眼前沿与立足现实相结合。

投资者保护从来都是证券法理论所关注的热点领域,也是世界各国证券立法的首要目标之一,相关的理论汗牛充栋,相应的制度异彩纷呈。境外比较成型且已经付诸实践的投资者保护制度主要有投资者适当性、证券公司最佳执行、金融申诉专员、投资者保护基金、投资者保护专门机构、投资者集团诉讼等,都反映了投资者保护制度的前沿趋势。建立和完善我国的投资者保护制度,单纯的制度创新很难超出境外成熟制度的基本范式,制度移植并加以适当创新是最为可行的方案。境外成熟资本市场在发展过程中经历了不断出现的金融危机和重大案件,相应的法律制度相对更为完善,而且境外资本市场发育程度相对较高,对于新型的资本市场活动以及侵害投资者利益的行为已经形成了相应的规制措施。从整体上看,对成熟资本市场投资者保护制度进行移植,直接借鉴境外成熟经验,可以不用摸着石头过河从而节省立法成

[10] 李步云、赵迅:“什么是良法”,载《法学研究》2005年第6期。

本。着眼前沿,将境外先进制度经验引入我国投资者保护制度之中,符合我国证券法发展的前瞻性要求。

但是制度移植并非简单的拿来主义,必须要符合我国资本市场发展的现实阶段以及我国法律体系的基本国情。由于制度变迁在很大程度上受制于最初条件和原生环境的制约,^[11]我国资本市场发展水平以及法律体系的特点使我国投资者保护制度具有特殊性,并不一定与境外成熟市场投资者保护制度相容。因此对境外投资者保护制度的移植必须要协调与我国法律体系之间的冲突。例如,在美国运行得比较成功且为我国学界所称道的证券集团诉讼制度虽然具有其天然优势,也能在保护投资者方面发挥重要的积极作用,但是我国《民事诉讼法》只规定了代表诉讼而未就集团诉讼进行规定。作为全国人大常委会通过的《证券法》显然不能超越由全国人大制定的《民事诉讼法》确立集团诉讼制度。因此,在投资者保护专章中规定投资者保护制度,并不能一次性地将所有先进制度全部纳入其中,而是应当充分考虑并立足于我国的现实情况,作出符合实际的制度安排。

(三) 原则性规定与具体性规定相结合

我国的法律体系中包括法律、行政法规和部门规章等不同位阶和层级的法律制度,以对不同重要程度和详略程度的制度进行分别规定。作为证券基本法律的《证券法》,主要着眼于对整个证券市场运行的基本制度框架进行系统规定,其条款多为基础性、原则性的规定,而具体、细化的规定则由国务院颁布行政法规或由证券监督管理机关出台部门规章。投资者保护制度由一系列的系统化的制度所构成,这些制度涉及诸多细节。在《证券法》中设置投资者保护专章,显然不宜在该章中对投资者保护制度事无巨细都予以规定,而是应当综合考虑,结合实际情况做到原则性规定与具体性规定的结合。

特定投资者保护制度在《证券法》中规定的详略程度,需要综合考虑该制度的内容和成熟程度。若该制度本身比较简略,或用少量条款即可完整表达,可考虑将其在《证券法》文本中具体性规定。例如,投

[11] Lucian Bebchuk, Mark Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, Stanford Law Review, Vol. 52 1999, p. 127.

投资者适当性,实际上是要求证券商在进行推介时依据投资者的风险承受能力和投资水平等确定其适合性。若证券商违反该义务则应承担相应的法律责任。^[12] 鉴于该制度权利义务结构明确,行为模式和法律后果比较简单,对此进行具体性的规定并不会占用过多的篇幅。但若该制度本身比较庞杂,为避免其在整个法律文本中比例失调,则应考虑对其进行原则性规定,然后通过授权条款将该制度的细化规定的制定权授予国务院或证券监督管理机关。例如,投资者保护基金制度涉及资金筹集、管理机构、赔偿范围、赔偿对象、赔偿限额以及治理结构等方面的问题,若面面俱到地对其进行规定显然不符合《证券法》作为基本法律的定位。因此可以将我国《证券投资者保护基金管理办法》中已经比较成熟的制度在适当完善的基础上写入《证券法》中,以提升该制度的效力层级,同时对于其他问题则继续由下位法进行具体规定。

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《证券法》修改工作的重中之重。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。我国现行的投资者保护制度主要采取了分散模式,存在过于碎片化、立法层级参差不齐、部分重要制度缺失等弊端。要进一步完善我国投资者保护制度,需要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,利用修法契机在《证券法》中设置投资者保护专章,将投资者适当性、投资者保护基金以及投资者损害救济等直接的投资者保护制度在该章中进行体系化的规定,并且在上述制度的具体设置中做

[12] 参见武俊桥:“证券市场投资者适当性原则初探”,载《证券法苑》(第3卷),第131页。

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层级的法律法规的协调。