

附件 4：新证券法投资者保护制度的三大“中国特色”

来源：中证报

新证券法 2020 年 3 月 1 日起正式实施。为做好新证券法的普及工作，在中国证监会投资者保护局指导下，上海证券交易所在“3·15”即将来临之际邀请多位专家学者，围绕新证券法投资者保护制度安排畅谈、建言，帮助投资者进一步理解相关内容。本栏目所刊文章均为作者个人观点，不代表上海证券交易所立场。

设专章规定投资者保护制度

新增“投资者保护”专章是新证券法的一大亮点。域外尽管有专门制定诸如“证券投资者保护法”之类的立法例，但鲜有在证券法中专章规定投资者保护制度的。对此，尽管学界意见不一，但鉴于我国证券市场中小投资者众多且高度分散的“散户型”市场特征以及投资者保护机制的结构性缺陷和功能性障碍，新证券法设专章规定投资者保护制度契合市场需求、深具中国特色且颇富法理价值。

一是突出了投资者保护在证券法中的重要地位，凸显了立法者对投资者保护的重视，集中表达了证券法保护投资者权益的立法宗旨与核心价值。我国证券法立法伊始，就确立了保护投资者合法权益的立法宗旨和基本原则，但其实施效果却并不尽如人意。究其因，原因诸多，但证券法对如何实现投资者保护的机理思路尚未厘清是至为重要的原因之一，反映在证券法的文本设计上的一个重要表现就是投资者保护规定的散乱残缺。此次修法，立足投资者作为市场主体兼具投资者和证券交易者双重身份的特性，统筹兼顾，大胆借鉴，系统构筑投资者权益保护的顶层设计。这种单独成章的立法方式不仅仅有利于唤起整个市场对投资者保护的关注，增强市场各方对投资者保护的法治意识，对损害投资者行为起到宣示威慑作用，也便于整个市场充分利用证券法提供的投资者权益保护机制。

二是实现了立法层面投资者保护的法治逻辑与制度设计的一体化，有利于法律条文的具体落实与便捷应用。由于投资者保护关涉资本市场的方方面面，几乎每项证券法律制度都渗透着保护投资者的理念与思维，因此证券法中关于投资者保护的制度规范始终是零散不成体系的，而法条之间的逻辑与分布过于松散，势必影响到法律规范的整体把握与准确实施，实践中也着实给市场各方以及司法部门对法条的理解使用造成很大的困扰。新证券法“投资者保护”专章不仅把难以被其他章节吸收的内容，一并纳入到“投资者保护”的专章规定中，更重要的是建构了以投资者权利为本位的规范架构与思维范式，即以投资者与证券公司、投资者与上市公司、投资者与发行人的控股股东、实际控制人等的关系为主线，明确了投资者可以让渡的权利、让渡的途径以及接受权利让渡的投资者保护机构为保护投资者权益可以采用的方式。这种立法模式使我国投资者保护制度更加体系化更加科学完善，有利于把立法上的制度优势更好地转化为投资者保护的制度效能。

确立专门的投资者保护机构

新证券法第六章浓墨重彩地以四个条文（全章总共八个条文）对投资者保护机构的定位、职能予以规范，也是证券法的一大特色。以中证中小投资者服务中心（以下简称“投服中心”）为例，作为加强对中小投资者保护的一项重大举措，中国证监会于 2014 年 8 月批准设立证券金融类公益机构投服中心。投服中心的主要职责就是为中小投资者自主维权提供教育、法律、信息、技术等服务。其中，“公益性持有证券等品种，以股东身份行权维权”是其重要职责之一。投服中心采取由中国证监会主导，其他社会组织力量积极配合的模式依法组建。

此种由证券监管机构支持成立的半官方组织身份可能使投服中心的独立性受到质疑,但同时也方便了它的设立,使其具有较为充沛的经费来源。这种制度设计是充分考虑我国证券市场的结构特征以及证券监管机制的运行环境所做出的选择,也是对我国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护中心”模式成功经验的借鉴。

此次新证券法集思广益,砥砺前行,对专门的投资者保护机构的定位职能予以明确,无疑是对我国证券市场长期以来积极探索投资者保护机制创新成果的制度化规范化,具有重要的制度建构价值和实践意义。具体而言,投资者保护机构兼具公共机构和机构投资者(公益股东)的双重属性,是集市场职能和监管职能于一身的特殊市场主体。就其市场职能来看,投资者保护机构运行机制的本质逻辑是由政府成立专门的维权组织,通过公益性持有股票并行使股东权利,充分发挥市场自律作用,向市场释放信号,形成威慑,进而示范动员其他广大投资者共同参与到维权过程中,提高投资者维权意识和能力,将市场力量集中化、组织化。这种机制是为了弥补我国投资者保护体系中自为机制的不足,是我国中小投资者保护的重大制度创新,是我国资本市场监管部门为更深入、更全面保护投资者,尤其是相对弱势的中小投资者的合法权益而设计的一种具有中国特色的中小投资者保护创新机制,它与行政监管、自律管理共同构成我国保护中小投资者合法权益的“三驾马车”。实践表明,投资者保护机构的有效运行,一是在结构上可以弥补我国资本市场成熟投资者的数量不足,从而强化投资者权益保护自为机制的组织基础;二是在功能上,可以投资者身份行使民事权利,从而启动证券民事权利的实现机制,优化配置证券市场上的民事权利资源。

综上,新证券法对投资者保护机构的制度规范,表明了在我国证券市场转轨时期,建立由证监会统筹监管,与准行政性的投资者保护基金公司并存的投资者保护组织体系,是我国完善中小投资者保护体系的必然方向和重要措施。新证券法对投资者保护创新机制的确认,有利于市场多方利用制度资源,提高证券市场的自治能力,也为我国中小投资者权益保护提供新的制度创新思路 and 现实可能性。

创新投资者民事赔偿权利实现方式

保障因证券违法行为而遭受损害的投资者的民事赔偿权利是践行投资者保护宗旨的基础性制度。在借鉴域外成熟制度经验的基础上,证券法就如何切实高效地实现投资者的民事赔偿权利做了适应我国国情的重大探索与制度创新,具体包括责令购回、纠纷调解、支持诉讼等。其中最具中国特色的当数先行赔付与集体诉讼制度。

先行赔付是指在证券市场发生欺诈发行、虚假陈述或者其他重大违法行为案件时,在对发行人、上市公司等市场主体据以承担赔偿责任的行政处罚、司法裁判做出之前,由民事赔偿责任的可能的连带责任人之一先行垫资向投资者承担赔偿责任,然后再由先行赔付者向未参与先行赔付的发行人、上市公司以及其他责任人进行追偿的一种措施。先行赔付制度可以及时赔偿投资者的损失,有利于维护投资者的权益,避免因责任人之间的相互推诿和求偿程序复杂而导致投资者求偿无门,是我国证券民事责任制度的必要而有益的补充。在我国的证券市场运行与管理实践中,已经出现了先行赔付的做法。证券法总结市场监管实践经验,在全面实行证券发行注册制的制度预期下,为弥补当前证券民事责任制度实施机制之不足,果断引入先行赔付制度,积极建构我国资本市场民事赔偿的新模式,无疑是消除迈向注册制时产生的投资者市场疑虑的重要措施。

二是集体诉讼制度。此次证券法顺应市场的呼声,明确引入中国特色的集体诉讼制度,规定投资者保护机构可以作为诉讼代表人,按照“明示退出”“默示加入”的诉讼原则,依

法为受害投资者提起民事损害赔偿诉讼。在该集体诉讼机制下，一旦胜诉，法院作出的判决裁定对参加登记的投资者均发生法律效力，这无疑将有效利用司法资源，极大降低投资者的维权成本。与此同时，我国的集体诉讼制度以投资者保护机构为抓手，通过维权组织来发动对于证券违法行为的诉讼，同域外由律师主导的集团诉讼相比较，具有突出的优势。一方面，投资者保护机构公益性足以有效避免集团诉讼普遍存在的滥诉问题，同时，投资者保护机构可以更好地协调其与其他执法资源之间的关系，尤其有利于和政府监管、市场约束等执法机制的协同发展，既弥补现有的执法机制之不足，也避免执法资源的浪费。可以相信，证券法上述机制的有效运行，可以充分发挥证券市场机制的系统效益，增强各种社会组织在规范证券市场秩序方面的角色功能，尽快实现我国证券市场积极保护投资者权益的市场态势，确保证券法宗旨的有效实现。

证券市场的运行特点以及投资者在证券市场中的基础地位，决定了证券法要以保护投资者权益为宗旨。我国证券法自 1998 年颁行，历经四次修订，在 2019 年“大修”之际，设专章规定投资者保护制度，并对证券市场历经实践检验符合市场需求的创新安排加以制度化规范化，切实增强我国投资者权益保护的整体效能，彰显我国资本市场对投资者保护的决心、对投资者保护制度功能的积极探索以及努力构建具有中国特色的投资者保护机制的立法智慧与制度自信。新证券法对投资者权利保护系统的全新打造和科学构建，不仅是因应强烈而现实的市场运行和社会发展需求的重大举措，也是我国证券市场迈向法治化、成熟化的重要标志。