

Doi:10.11835/j.issn.1008-5831.fx.2019.07.001

欢迎按以下格式引用:石超. 证券投资者保护的社会化[J]. 重庆大学学报(社会科学版), 2021(1):177-190. Doi: 10.11835/j.issn.1008-5831.fx.2019.07.001.

**Citation Format:** SHI Chao. The socialization of securities investor protection[J]. Journal of Chongqing University(Social Science Edition), 2021(1):177-190. Doi:10.11835/j.issn.1008-5831.fx.2019.07.001.

证券投资者保护的社会化

石超

(上海财经大学法学院,上海 200433)

摘要:从“监管主导”走向“社会保护”能够在规范之内给与证券投资者最高限度且最具实效性的权益保护。传统监管主导型保护痼疾在金融危机反思中突显,致力于通过独立性机制设计加强保护的行作为监管理念与我国“持股行权”的私法保护实践相结合提供了以专业化保护为进路的制度设计思考。基于此,鉴于商事精神兼容性以及监管保护模式的局限性,证券投资者的保护机制转变应是社会化进路的“私权”激励;即立意于确保保护目标“优位性”以及行为方式“能动性”机理,通过社会化、专业化与自觉性,以及司法保障的激励机制将其嵌入投资者保护制度设计之中,在减轻对公权监管保护路径依赖的同时,激活通过专业化与示范效应推进的社会保护权能,客观上达到一种“保护促进监管”的良性循环。

关键词: 证券投资者保护;行为监管;社会化;专业化;示范诉讼**中图分类号:** F832.51; D922.28 **文献标志码:** A **文章编号:** 1008-5831(2021)01-0177-14

金融是现代经济核心,但也具有两面性。一方面能配置社会资金服务于实体经济;另一方面,其固有的信息偏在性也会配置异化,导致“脱实向虚”。一方面供给端需要众多“小而散”资金汇集注入;另一方面却是需求端企业集团对稀缺资金的竞争性使用。在发展上,金融本身的排斥性与金融的普惠性发展需求以及其“数字化”“智能化”形式又进一步将其矛盾性扩大化。金融的矛盾复合性决定了其天生的“不稳定性”特质,稍有偏差就可能引发危机,故金融安全也被认为是国家安全的重要组成部分^[1]。在法律话语中也常与监管并用,但监管却具有明显的滞后性,故而金融监管理念的转变也通常由金融发展所拉动。与传统金融不同,新时代金融(New Finance)^[2]已偏重于行为与心理分析的视角^①,这也使得传统型金融监管亟需转变,2008年全球金融危机更是引发了对金融市场“行为与理性”的关注以及监管问题的深刻反思。实践已证明非理性繁荣易导致金融市场泡沫,

修回日期:2019-05-07

基金项目:中央高校基本科研业务费专项资金资助(CXJJ-2018-356)

作者简介:石超,上海财经大学法学院博士研究生,Email:shichaoier@163.com。

^①Haugen 将金融理论发展分为三个阶段:旧时代金融(old finance)、现代金融(mod-era)和新时代金融(new finance)。传统金融侧重于财务、会计分析方法与资产组合的理论研究。

如2000—2007年美国房地产市场泡沫致使信用过度并演变成抵押物赎回权的丧失,引发全球金融危机^[3]。而正是这些使人们深刻认识到非理性行为已然成为当今金融市场稳定的巨大威胁^[4]。确实,实证数据也表明加强金融消费者保护会显著降低金融危机的发生概率^[5]。故政府应加强金融消费者保护的监管与执法^[6]。回至法律实务,金融消费者保护也确已成为国际金融监管改革的核心举措^[7]²⁴,如2009年欧盟的“金融监理改革计划”,2010年美国的“多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法”,2012年英国的“金融服务法”等^[8]。具体到我国,至少在强监管的证券市场,该种非理性与监管的空缺也未能幸免,甚至2015年的股灾起因也更多指向场外非理性配资与监管非理性去杠杆^[9]。当然这仅是学理的聚焦,但我国证券市场涉众性强,信息偏在性大,监管力度也更大,对投资者保护之效果却反相关之怪现状,无疑也能引发思考我国证券市场投资者保护的困境以及亟需转变的现实需求。

一、证券投资者保护的“优先性”之困与“行为监管”求解

(一) 监管观念下的保护:“优先性”之困

证券市场监管的核心目标包括“投资者保护”^[10]。确实,其致力于为资金需求与供给者提供直接联系平台以配置资源,作为资金供给者的证券投资者也就被放置在了促进交易运行的基础作用之上。但证券市场存在严重的供求势差与信息偏在,还关涉公共利益。故而,对投资者保护不仅成为证券法制的当然之理,甚至也当然地为监管的观念所主导,于是“加强—再加强”的监管成为固有循环,证券法律责任方式亦为行政责任所主导^[11]。

应当承认,严格监管的保护模式在我国资本市场的探索发展阶段确有裨益。但随着资本市场的纵深化发展,监管与保护合一的监管保护模式也显出明显弊端:(1)理论层面行政监管资源的有限性与资本市场的多样化风险点本就匹配不足,更何况证券监管面对服务于现期的宏观调控政策目标以及预防“系统性风险”(慎重披露相关信息)等包含“整体性”利益元素目标竞争时,对身处科层体制的监管者而言,作为个体存在的投资者利益通常很难在实际取舍中获得优先。如在2015年的“宝万之争”案中,面对新闻媒体公开的万科某独董涉嫌违规的报道,监管部门表现出明显的被动性。而就案件整体的法律视角而言,无论是在前端宝能的资金来源监管的疏漏或是后端对“股东价值导向”规则引发的争议都反映出投资者保护在行政监管中并不能获得良好的兼顾。而至个体自主救济渠道,则会发现因虚假陈述等侵权诉讼前又放置了一个行政处罚的“前置程序”。基此逻辑再反观原《证券法》则不难理解为何作为证券监管核心目标的“投资者保护”缺少具体化的法律规范之境况。(2)监管者还通常在“关系”压力之下难以“独善其身”,“优先性”还面临交易对手甚至监管者自身的侵蚀。我国经济体制下,监管者与国有上市公司甚至国企证券机构管理人身份属性相同,级别相当,行政科层内部也可互相流动。此时监管者代表与所有者代表的角色冲突,优先性可能是服务于国企融资或在“寻租”行为中被吞没,而这些已由近年证券市场反腐败现实佐证。不仅如此,甚至该种属性还易于被市场中投资者的非理性行为所裹挟,监管机构非理性地参与救市的信息传递与市场众多投资者“以楼市为参照”盲目的投机心理之间关联性也值得反思。此外,以信息披露为主的监管手段的被动性也在一定程度上助长了当前困局。以上不足在宏观数据层面也有所映射,如经济实证显示证券市场繁盛程度与投资者保护水平正相关^[12],而我国市场整体低迷的结果抑或是巨大波动性反映出的“投机性”成分从侧面印证了保护的不足。数据统计也显示,

2001—2015年在214家上市公司因虚假陈述被行政处罚后,仅有65家被投资者提起诉讼,占比仅30%^[13]。反映出了投资者的维权积极性不高抑或并无自我保护的维权意识,甚至能引发关于这种监管模式的保护理念诱发了投资者们的这种自我维权惰性的猜想。

(二) 行为监管保护模式求解

依前述,在对2008年全球性金融危机的深刻反思中,各国都不同程度地对国内的金融监管模式或监管机构设置进行了或多或少的改变。虽形式有异,但指向却又基本相似,即强化弱势一方金融消费者的保护,这也即一种重新被重视的金融监管模式“行为监管”。在我国,2017年全国金融发展会议上也正式引入了“行为监管”概念,表述为“更加重视行为监管”^[14],而实际上之前实务部门已不同程度地有过类似转变或实践性知识习得,如投资者适当性制度的强化、金融消费者研究的兴起等。与其他监管模式相比,其虽以金融消费者之保护为目标,但却被对比分析认为是最为适合的监管模式^[15]。此或与其侧重于金融服务提供者与消费者之间行为方式关系的规则^[16]的监管有关,或言更与其对监管主导性的破立相关。在此模式下“保护”与“监管”虽被独立区分,但却具同向正相关性,其逻辑进路从附带型的“监管吸收保护”转换为交互型的“保护发散出监管”。更有意义的,此种转换对我国困境化解亦有助益。保护投资者是证券监管之核心目标,但我国监管机构却普遍短于行为监管之保护^[17],在行政的强力监管保护中,其虽强调保护但却往往被监管的“维稳”“调控”“不理性”或“寻租”等的优先性所吸收。实质上,监管与保护同向的关联性被切割,监管不一定为保护,甚至保护的机制设计也不必然促进监管的加强,如证券诉讼的行政前置程序等。而以保护为目标,着力于行为要素、行为模式的法理蕴涵无疑为其提供了新的思路。即便在理论层面也与行为金融学关注于非理性与行为的金融发展相契合,尤其是对我国这种中小投资者占据绝对比例的证券市场而言,市场中的非理性心理与行为更大。

但与此同时也应当认识到,行为监管着力于从金融参与者行为关系规则的监管展开以实现监管目的,固然实践性与理论支撑都能凸显其有益性,但无疑该种监管逻辑对监管资源/能力同样提出挑战。不仅如此,由其直观概念产生的“主动”“介入”“预判”以及“前置”等标签化认识也与传统公权保护的理念不尽相同。而这反映在证券领域同样具有代表性,证券市场强调兼顾保护与效率,调整法律关系横跨公私法两域,直接关联到“公司”与“投资个体”,监管与保护的资源需求更大,当然也是更需要“界限”的地带。故对基于行为监管的投资者保护理念借鉴深化前的规范探究亦尤为必要。

二、行为监管的制度源起及其法理意涵:一种“独立保护”理念的技术路径

后金融危机时代,关于投资者保护的学理与实务认知其实已无显著差异^②。固定该种无差异,则更多是一种保护逻辑的法律技术构设问题。如此,在金融风险转向“行为端”,而监管主导保护模式又难以负重时,以保护理念为中心的思维切换将增添制度设计的灵活性与多元性。而行为监管的制度起源及其法理意涵则不仅为从监管观念进行转变的推动力提供解释,亦是一种法律保护技术路径的初步简化展开,同时为投资者保护的技术方式优化设计提供前见性参考。

(一) 行为监管的制度源起

“行为监管”的金融用词源于20世纪70年代美国保险业监督管理的业务实践,起初被称为市

^②纵使监管理论也强调保护的优先性,保护投资者已成为多数国家证券法制所规定的主要目标。

场行为监管^[18]。不难反推,在金融业中保险机构的行为积极性最高,又适逢美国滞胀期,保险业出现控股集团化发展浪潮,是最需率先凸显“行为规范”价值的领域。在理论上,则于20世纪90年代中期由英国学者迈克尔·泰勒提出,当时英国陷入持续衰退期,银行业不良资产急剧扩张,金融部门系统性风险陡增。但此时不同监管者的问题凸显,监管机构如“字母汤”(alphabet soup)^[19]般繁杂混乱,导致了利益冲突,引发混乱与损害,强大的英国金融服务监管系统也被“不理智”的思想所“捕获”^[19]。与此同时,金融系统的合并混业趋势明显,包括出现具系统重要性的大型信贷组织(building societies)^[19],不同金融机构间愈发“界限模糊”。在此背景下,着力于“金融系统稳定”与“消费者保护”双向约束的“双峰模式”被提出,被泰勒称之为“市场行为和消费者保护监管机构”(a market conduct and consumer protection regulator)^[19]的行为监管被单独设置,获得与审慎监管职能同等的重视。职责在于确保消费者受到公平和诚实的对待,保护他们免受“欺诈、无能或滥用市场权力”的伤害^[19]。该理论最先在澳大利亚被应用于实践^[20],1997年证券和投资委员会(ASIC)在澳设立开展市场行为与消费者保护,与负责审慎监管的APRA相互独立。其除保护消费者不受金融产品和服务的误导或欺诈行为的影响外,还监督公司的董事和高管、融资、收购、财务报告、市场披露、管理投资计划、股东权利、公司管理和风投,以及还负责登记所有的公司发行,监管交易市场和执照,监督金融服务公司等^[21]。单就结果论,行为监管的作用也被认为是澳大利亚在2008年全球金融危机浪潮下独善其身的因由之一。实践效果更使得该模式获得广泛效仿,包括英、美等在内的多数国家都不同程度地参照该模式进行了变革。2011—2012年间我国一行三会也分别成立了相关“……消费者权益保护局”与“投资者保护局”。当然跟进与否的探讨也同步进行^[22],但至少从其源起所反射出针对金融发展的监管应变的有益性思考是存在的,也可为行为监管语境下转变的动力提供解释:一方面行为经济学/金融学的发展被作为金融监管与消费者保护的重要工具^[23],为行为监管提供经济学理论支撑,消费者或投资者保护程度与资本市场发展正相关性的经济实证得到支持。另一方面也是出于应对实务中金融机构混业经营新发展的监管问题所需,而这无疑与当前我国金融业发展尤其是证券市场现状有异曲同工之处。

(二) 行为监管的法理意涵:一种“独立保护”理念的技术路径展开

行为监管作为一种新型监管方式,以独立、专业化制度设计使保护之价值得以彰显,将监管要素法理化,其理论意涵也引发一种保护理论下的执行技术思考。甚至虽其价值思考已为实践理性所引出,但清晰理念指引下的实践无疑仍具指导性与规范性,也更具再拓展性。申言之,行为监管虽更相对于金融消费者而被关注,但其以保护为中心的制度设计的法理逻辑无疑具有普遍性。

其一,通过主体独立性强化权益保护的优位性。尽管“双峰”模式并非行为监管全部,但其对保护机构所要求的区分、独立的共性,则也使其内涵特征得以彰显。确实,监管与保护虽有硬币的一体两面之意,但两者在功能的“显示性”上并不总是兼容,而通常在监管者面对有拘束力的科层压力与无力的投资者时保护的价值很难获得保障。行为监管的区分独立设置则是对该种不兼容的有效调整,它将建立解决金融服务监管目标之间的冲突机制^[24],确保独立的监管机构以投资者利益保护为己任。

其二,行为方式的介入性。金融危机后,英国在银行监管中率先对行为监管职责赋予专门机构

尝试,根据 FCA 监管指导原则^③,不同于传统的“风险为本”,其所实施行为监管强调“判断为本”,尤其是对形成原因机制的判断,并对风险因素与偏离行为进行早期干预^[25]。通过审慎监管获得信息总落后于机构与市场的快速发展,将监管重心前移,采取干预性的提前介入,从源头管住风险是重要手段^[18]。

其三,具有引导行为主体自觉性的元素。不仅在于企业或金融机构行为的提前介入,同时更关注消费者行为,注重进行消费者教育,引导消费者行为,尤其重要的是为金融纠纷处理提供便利制度保障。正如泰勒所说这将同时解决四个问题^[19],其中第二个问题就是解决“字母汤”造成的消费者困惑^④。普遍设立纠纷调解机制^[26],实质上引导消费者积极维权,通过调动积极性,达到多层次的监管效果,具有一种间接促进社会参与增加发现机制的威慑功能。

其四,聚合性也是一个方面,行为双方的势差是需要弱势方被保护的重要因素之一,该种监管理念是将稀缺的专业知识与有限的监管资源进行汇集而不是重复重叠设置^[19]。

综上,行为监管法理意涵在于通过组织机制设计确保目标的优位性,行为方式能动性设计强化保护的提前预防,救济方式设计促进保护主体自觉化以扩宽监督等。而此对区分其与金融消费者关联增添了可理解性。行为监管切入点侧重于金融交易双方行为关系(直接、间接或可能的)的监管,着力于对损害的行为的预判,以实施提前介入性的干预。而金融消费者保护则源于一般化的被动性保护理念,其并不倚重倾斜保护之类的刚性干预,而侧重于在规范信息披露基础上引导交易双方自主选择及展开互动与博弈^[27]。

三、走向社会化:从监管到保护(理念)的规范主义取向

行为监管以保护为目标展开,理念特性既与金融发展的理论相一致,实证效果也为强化监管所期待。但对交易行为横跨公私两域的证券市场而言,对行为的管控需审慎处之。毕竟效率是重要的商法原则,自治是商事活动基本行为方式,两者构筑了商事精神核心。在法律架构之内,对商事行为即便司法亦是谨慎谦抑。而证券法制的法律保护之重心本在于投资者与其交易对手间失衡关系的修复,公司治理的法律逻辑也始自对平等保护的价值追求。基于此,行为监管再拓展语境下的投资者保护亦应如此。

一般而言,简化的商事活动中“交易自由,买者自负”是传统的消费者/投资者保护理念。但随着消费者/投资者与经营者/上市公司两主体间的平衡发生倾斜,传统的民法保护显出不足,这就需要公法的介入。行为方式包括特殊的权益结构安排,以弱势一方的权利直接匹配强势一方义务、增加社会保护设立消费者协会、公权介入由监管机构直接监管上市公司,而对投资者实施救济等。其中相对于权利倾斜性配置与社会组织保护,公权力介入更直接主动,也更多被使用。我国证券的审核发行也正是选择由监管机关把好事前的“准入”性门槛,为投资者选择好企业。但即便如此,其保护结果仍不甚理想,效果不佳,加强监管仅是一般的行政行为逻辑。与此不同,平等保护理念视角更侧重于行为方式或理念认识的转变。一般性地可以认为在公权监管参与的场景中,行为主体包括监管机构、上市公司与投资者,三者构成的应是三角形关系,监管机构监管的并非上市公司,而是

^③FCA. The FCA's Approach to Supervision for C1 groups. Financial conduct Authority, March 2014:8.

^④Llewellyn D T. Institutional structure of financial regulation and supervision: the basic issues [C]. Paper Presented at The World Bank Seminar Aligning Supervisory Structures With Country Needs, Washington, D. C., 2006:10.

上市公司与投资者之间的交易秩序。证券投资者保护的核心是保护证券投资者的合法权益,主要体现在两个方面:一是作为上市公司股东的相关权利;二是作为证券投资者的权利^[28]。而从监管视角,投资者保护内容则被具象化为信息披露、内幕交易与市场操纵行为监管等;从行为关联角度,投资者利益保护的监管承受主体为上市公司与证券服务机构。前者主要是信息披露和公司治理,而后者强调行业自治以及从业者的行为规范和义务体系^[29]。在行为监管语境下介入性被视为是针对监管承受体不合法行为的主要行为方式,但在证券法调整的“公司治理”关系层面却也是对传统的事前性权利义务分配如“上市公司治理准则”与事后行政监管处罚措施如信息披露等的突破,将对投资者保护的公权介入时间“不能预见性”地前移至双方行为关系之时(在证券市场中该种前置或主动则由股东身份属性突破),监管得以强化,实际中如包含公权元素的“持股行权”介入模式的权利配置无疑对消除双方势差也效果显著。但也应认识到,投资者作为上市公司股东的权利保护关乎公司内部治理,良好的公司治理被认为是上市公司的重要资产价值^[30],但良好的治理又因公司而异,公权背景的“强制”涉入在某种程度上将引致公司内部结构的同质化。上市公司虽为公众公司,但投资者与上市公司的股权投资关系属商事自由范畴,故在公司合意自治行为尚未“面市”之前,并不能等同于直接违反行政管理性规定的惩处,此时商事自决行为合法或不合法行为的判定应该秉持在行为终结之后与由司法终裁的准则。此外,金融创新与商事自由精神密切相关,监管机构的过早介入以及对行为的预判性等也将抑制金融市场创新。所以笔者认为在立于行为监管实用性制度构造时,法律逻辑的审视弥足珍贵,尤其对我国这样监管基线本不清晰者更是如此。

诚然,笔者认为证券投资者保护机制应秉持一种“规范主义”取向,助推从公权的行为监管到社会保护的转变,即在规范层面之内的最高限度且最具实效性的权益保护。申言之,在注重保护的同时不能忽视规范性,尤其是商事秩序的规范,不仅仅以保护为目标的监管,而应是在以保护为进路的基础之上汲取行为监管保护的能动性技术设计理念,而该种能动性与效率的发挥天然需要包括投资者个体在内的社会公众/组织的积极参与,是谓社会化,即通过“社会”“市场”以及“专业知识”等力量元素配置以提升弱势一方权利能力的实现进路。所以规范之内高的限度更多程度上应来自“个体自觉”(该种社会能动性的激发是一种不可预见性威慑);行政监管行为与行政责任惩处方式应保持一定的谦抑,尤其是在其监管前移,通过参与治理方式介入商事自决行为的事前或事中状态的合法性预判时应谦抑于司法判定。易言之,该种规范来自事前型规则以及事后型司法诉讼的可预见性(可参与性)规则^⑤,事中型规制则交由非行政的市场、社会或个体私力行使。实效性则不仅强调其“效”也需在法理与现行制度上具可施行性,故下文关于可行性的保护技术路径将涵括“论理”解释成分。

四、社会化保护的技术路线厘定:专业化进路的私权激励

“公权保护”与“私力自救”是传统弱者保护的结构形态。兼取两者,行为监管理念的再深化是一种社会化理念,所需要的仅是规范性的“补足”,即在行为监管与规范主义的双重语境下,公权保护与私力救济的最优结构平衡应在执行技术中彰显其与商事精神相兼容性(超越行为监管,公权元

^⑤尽管我国不是判例法国家,但个案裁判中法院的法律见解基于“法的平等性”与“法的安定性”仍会产生事实上的拘束力。(黄茂荣《法学方法与现代民法》中国政法大学出版社,2001年版第5页)。而平等性与安定性正是商事自由精神所需要的规则。

素的再剥离)以及更多源自私力主体自觉引致的保护。故而两者相融合,依托于社会化的执行(专业性)机制,在市场中寻求平衡是本文立意所在,当然这也是通过社会化与司法机制激励的倒逼机制加强公众监管的社会化进路。具体从组织体到行为方式的制度机理不仅是独立化,还涵括社会化、专业化、自觉性与示范性。

(一) 保护机构的独立性与社会化参与执行

1. 投资者保护机构的独立性

一直以来,行政监管机构是否具有有效维护公共利益的能力广遭质疑^[31]。并被认为在政治体系下,其受制于各种形式的压力,导致监管政策服务于特殊利益而不是公共利益^[32],于是金融监管机构去行政化或独立设置的诸多益处也为学者所称赞^[33]。与此相似,对法律人而言,独立性的价值毋庸置疑。依此展开,从行政监管观念转至保护技术维度破局,首先应是保障保护机构的独立性,这也正是行为监管实践性知识获取的价值之一,比较法意义上诸如澳、美、英及荷兰等也均不同程度对强调独立性的制度理念进行借鉴,显然投资者保护机构独立行使职权已成发展趋势。具体至我国,虽然证监会于2011年底成立了投资者保护局,但投资者保护机构仍属于证监会内设部门。易言之,其与审慎监管并未分离,相应的效果评断似也已有现实所呈现。当然在国家金融发展会议明确行为监管情况下,推动行为监管从审慎监管分离,构建独立化的保护机构是我国投资者保护改革的方向性目标。主要是我国证券投资者保护机构应当从监管观念束缚下分离,进行独立化设置,该种独立化包括“目标独立”“手段独立”与“经济独立”:(1)目标独立能够确保“投资者保护”目标的优先性,并非能够确保唯一性,也能够避免传统模式中被行政审慎监管的优先性目标所稀释;(2)手段独立则是职能机构能够不受干预地依法行使监管保护职责,也能最大程度抵御证券市场不理性的“捕获”行为;(3)经济独立以使投资者保护机构能够自主确定预算,将经费来源与监管部门与市场切割,避免利益集团的寻租行为。整体上可考虑整合一行两会分别内设的投资者/金融消费者保护机构单独化设置,独立于既有监管部门。而其下设投资者保护机构则统筹证券期货投资者保护工作,履行投资者教育职能、推动投资者保护的法律法规和政策的制定修订、主导投资者保护体系机制建设,以及施行社会保护组织工作及其投诉建议、纠纷调解等职能。

2. 执行机制的社会化

如果说为确保目标优位性对保护机构进行独立化设置属机制性问题不存在理论性困惑,那么执行机制的社会化参与则面临观念障碍。保护是监管的背面,保护的执行也就有了监管权的属性,监管权归属于国家是传统“全能型政府”治理理念的固有观念。将执行机制社会化分担通常会引起关于“合理”与“合法”的疑虑。实际上改革开放后,市场与社会作为多元治理的参与者在多个领域积极推动该种行政垄断的“单极结构”治理模式的“多极”转变^[34],但通常该种转变都不顺利,尤其是在事关经济社会安全的领域,以市场导向的证券领域而言,似乎一场源于2015年的股市震荡,已将推动多年的“注册制”改革的修法进程再次推迟、延后^⑥。事实上,即使从行政法角度,社会化的合作转变亦不乏理论支撑。其中辅助性原则就揭示了个人相对于社会和国家、较小的下位组织相对于较大的上位组织所具有的事务处理优先权^[34]。该原则产生于德国,并已发展成为支配给付行政

^⑥2015年《证券法》修订草案中明确了发行注册程序,但经过2015年6月至2016年初的三波股市剧烈波动之后,在2017年草案二审稿中不再提及,人大委员介绍暂不作修改。“注册制”改革一波三折。

的法律“通说”^[34]。在同样有着行政权主导传统的日本也已将其在生活保护法上得以实定法化^[34]。具体至我国,在诸如教育、养老或劳动者等领域,社会化的力量参与实际上已较多被成文法所鼓励。如果类型化则会发现该种多元结合的领域通常与单一行政供给不足以及社会化的效率优势突出的弱者保护有关,而这同样是当前我国证券市场投资者保护困境所面临的现实基础。即使在比较法上证券法“公共执行”也在美国证券监管执法领域中有着较好的存在,相比较于我国的证监会事实上的垄断性执法,美国则是一种包括政府部门、自律组织以及个人等多头执法主体的公共执法模式^[36]。

被动型保护的前提在于“发现”机制,功能意义上发现不仅为了事后惩处,其同样是一种事前行为的威慑性阻却。所以越多发现就意味着越多的保护,而发现概率与“主体”的参与度相关。然而与传统监管重在企业的审慎不同,侧重于保护的模式中,投资者与交易对手的行为关系更为分散,将使行政管控不足的矛盾更加凸显。投资者保护的社会化参与,即是转变当前行政监管部门的垄断主导观念,激励包括社会组织、市场及个人在内的多元主体参与证券市场的行为监督,增加发现能力。将执行权社会化分担,不仅仅是社会组织、证券中介机构、律师、会计、个人等,还包括证券民事责任的诉讼模式改造,譬如美国集团诉讼就承担有将证监会部分执法权转移给律师与法院的功能意涵,甚至还包括上市公司自身的“自我披露”性保护的声誉机制约束。但也应当明白,最大化的社会执行并不否定证监会的主导作用,归属于监管权的核心权力如惩处等将依然遵从法律保留原则,而本属于私权自治范畴的如上市公司治理等则主要依靠市场机制,其他领域则应为“政府、市场、社会”共享的社会化参与场域。

(二) 治理主体的“私法行权”及其专业化“权能”

1. 治理主体的“私法行权”

公司治理是现代企业制度的核心命题,尤其是对于作为公众公司的上市公司而言,有着更多“公”的属性,非一般性的公司,所以上市公司治理的命题实质横跨公司法与金融法两域,并与投资者保护共同构成了证券市场监管的两大核心问题。确实,上市公司的治理与投资者保护均是证券市场健康发展的重要指标,且彼此正相关。所以除受《公司法》约束外,上市公司治理还受证监会的“上市公司治理准则”调整,甚至信息披露就是监管者治理形式表现,收缩上市公司治理监管似乎也是行政监管调控的重要方式之一,但也有研究认为监管者提供的强制性“最佳治理”(是否最佳也值得怀疑)模板虽在一定程度上保护投资者,但却忽视了公司自治本身的市场价值^[36]³⁷。尽管遭到质疑,但该种监管治理都还是属于谦抑化的事前规范范畴,更为重要的是证券市场还依旧存在大量违规信息披露、关联交易等违法情况,投资者利益保护状况也并未改观,大概也正是如此强化投资者保护的理念愈加获得认同,行为方式也在实践中摸索转变。

2014年12月中国证监会创新性地成立了中证中小投资者服务中心有限责任公司(简称“投服中心”),试行“持股行权”模式。即通过投服中心买入所有上市公司股票100股,以上市公司股东的身份参与公司治理,着力在上市公司治理层面主动出击保护投资者。在2019年修订通过的《证券法》中也被“写入”作为一项制度安排。本文简称之为“参与治理”模式,其特点在于从被动变主动的“主动行权”,投服中心以股东身份参加股东会,征集投票,行使股东权利,对董监高进行监督、诉讼,将投资者保护的时间前移。截至2018年8月底,其共持有3533家公司股票,累计行权4757次^[38]。其中2017年首例证券支持诉讼“四凸凸”案,被支持的14名投资者全获胜诉,2018年首例

“股东诉讼”也获得支持^⑦。然直观上该模式也颇有“王海打假”意味。当然,笔者并无意否定,反倒非常赞赏其创新性与取得的丰硕效果,甚至在前文也已然明确了多元化保护的益处。但不同于前文所述的“投资者保护机构独立化倾向(非必然去行政化)”,“参与治理”机构应该去行政监管元素化,以更好彰显其行权的“私主体”特性。易言之,需对当前投服中心附带的证券监管元素进行剥离,使其成为真正的公益社会组织。虽然投服中心在参与治理中以市场组织自律,但其本身却过多地附带了“公权力”的元素;机构的监管角色化^⑧;董事会成员及高级高管人员均为证券业监管机构原中上层领导兼任或调任^⑨,甚至其自身行权都已意识到该种因素,如在投服中心的山东金泰行权事件中^[39],山东金泰登报致歉以及高管层们登门致歉对象不是投服中心的股东身份而是其证监会与交易所的身份,还如在多数上市公司及其律师对于与投服中心关于“章程条款”设置的合法性认识差异中也都主动退让,极不愿意与其对簿公堂。其实争议对错并无要紧,相信行权部门也有足够的法律水平,但理不在此,在于规范。基于此,笔者认为商事争议应当更多交由司法最终裁判,而不能让市场主体因对其“身份”的惧怕而“缄口”,毕竟监管者与股东两种不同身份实施监管保护的法理意涵不同,直观地股东是可以参与商事管理过程的,而监管者则需要提供具有稳定性且可预见的规范化监管。当然,行政监管身份元素的剥离并不必然削弱“参与治理”机构持股行权之“力量”,“专业化”同样可以为其以“股东”身份进行投资者保护目的提供强有力的支持。

2. 治理主体的专业化“权能”

去行政监管元素后的行权机构的威慑力则在于其“专业性”,即由专业的人或组织以“平等主体”的身份专职化行权。笔者认为“专业”本身自带力量属性,并不需要凭借与监管者的身份混同。常言道,最好的保护来自自身,然而证券市场存在着严重的信息不对称性,股东与上市公司间存在严重的势差,甚至很多投资者几乎无视股东身份的短期投机偏好而使依靠商事规则在公司治理层面进行监督面临困境,也在一定程度上助长了侵害中小股东或公司利益的行为。确实,处于弱势的投资者基本特征是分散,持股比例小,知识水平不高,维权能力不强,他们对公司价值、信息真实性、自身权利,以及是否被侵害等无力判断,即便其具有判别能力却又因持股比例以及诉讼时间与经济成本等问题面临救济困难。基于此,选择短期行为无疑成为其“最优策略”,形成股东在参与公司治理层面不作为,股东遭受侵害的恶性循环。而“专业化”则能突破该种识别能力上的局限性与诉讼救济成本上的困难,尊重商事自由规则而谦和。具体地,该种专业化组织使众多中小股东成为一个集合概念,获得多种单一股东无法获得的权力能力,从而在包括股东权利行使等方面不至处于信息劣势,而能充分发挥事前预防的监督功能。

其一,在参与治理能力方面。主要在于其存在的基于专业化衍生的代表性与聚合力,公司治理是投资者与上市公司行为关系发生的前端,所以治理层面的有效(专业)监督(参与)尤为重要。如我国虽是股东会中心主义,但公司决策的关键在于董事会,董事会明显更有控制力,这也是其具有的信息优势以及专业优势的体现。因此,介入预防性的投资者保护理念可将投资者保护重心移至董事会,如独立董事制度的变通,独董的初衷即是董事会层面的监督,但我国独立董事的“不独”却

^⑦参见(2016)沪01民初字166号与(2016)沪0120民初字13112号民事判决书。

^⑧“投服中心”虽以公司设置,但由中国证监会直接管理,股东单位包括上交所、深交所、上海期货交易所、中国金融期货交易所和证券登记结算公司等,均为证券监管与公共服务职能相关机构。

^⑨参见“投服中心”官方网站组织机构介绍栏目。[2017-11-23]. http://www.isc.com.cn/about_us/.

屡遭诟病,主要归因于独董由大股东选取,为大股东服务,所以可以因势利导,将其“不独”性配置给中小股东,代表中小股东利益,转变独董提名遴选机制,由代表中小股东的参与治理组织“征集股票”提名“专业专职”人员担任。此外,专业化的组织对公司章程、制度等规定的合法性与合理性判定都具有无可替代的优势,如此又为其进一步通过司法诉讼途径维权提供了可能。

其二,在司法诉讼能力方面。参与治理组织具有专业的法律知识以及诉讼技巧,能够提升诉讼的杀伤力,如对行为主体责任的穿透性,公司虽为法人,但其行为终究依靠人的意志支配,也因此董监高与责任人直接承担民事责任早已在公司法中有所规定,其相对公司作为责任主体更具威慑力,但现实中我国却非常少用,不知或举证困难似乎都是因由之一,但无论如何,专业化似乎更能够弥补该种不知或者相对于个人而言的举证困难性,这点已在中投服对皮凸皮的诉讼中得到印证。

其三,专职化的组织体也能够突破诉讼时间与经济成本的限制,在诉讼博弈中时间或经济成本无疑也是重要的力量元素,一定程度上这也可归为专业化的力量配置。

当然,拥有专业知识本身就是一种优势力量,但在规范主义下其也必须承受相应规范的约束。值得说明的是在2019年修订的《证券法》中,第90条赋予其公开征集股东权利,“代理行使提案权、表决权等股东权利”,第94条规定其不受《公司法》持股比例与期限的限制而“可以为公司的利益以自己的名义向人民法院提起诉讼”,这不仅为其提供法律依据,也是对其“专业化”配权外延扩张性的约束,与此同时,《证券法(2019)》正式文本将该种治理模式机构表述为依照“法律、行政法规”或者“国务院证券监督管理机构规定”设立的投资者保护机构。这一方面为去监管化理清法律障碍;另一方面也对通过制度设置以增强该“公益化”组织对“捕获”的免疫性提供了可操作的空间,更为激发投资者行权/诉讼积极性增添了可效仿性。

(三) 投资者保护的主体自觉

传统监管理念的重点集中在拟融资企业的资格准入,但无论是证券市场效率抑或投资者保护水平均增益不多,相反却使“壳资源”稀缺,行政监管价值凸显。然证券投资市场终究不能是完全自由的大众消费品市场,于是从“企业融资准入”到强化“投资者适当管理”并用。2017年7月《证券期货投资者适当性管理办法》正式实施,核心在于要求证券经营机构“将适当的产品销售给适当的投资者”,进行销售匹配。行为对象集中在经营机构,行为方式是“适当性管理”,责任方式为证监会的行政处罚。从上市公司到经营机构是对投资者交易对手行为对象的主体扩充,提前对投资者进行风险提示,锁定“证券经营机构”承担部分投资者不理性行为的管控,亦是对机构片面追求业绩最大化夸大甚至欺诈性宣传进行责任嵌入以实现其行为的自我约束,内涵与行为规范理念的实践相契合。但与此同时也应当看到:证券经营机构对投资者的适当性管理性质存在争议^[40],经营机构对投资者的管理者身份抑或是作为监管机构对投资者的管理均引发争议。这也直接引出了责任方式的问题,如行政责任承担为主的责任原则本身缺乏实效性,仍是一种被动性的行政保护机制。而此点在比较法上的美国制度安排更能引发思考,如关于投资者适当性的纠纷救济,存在着对不适当推荐进行诉讼的自主监督渠道,且在20世纪90年代后引入更具专业性的自律监管机构专门仲裁的机制^{[7]63-64}。同时,还应当认识到适当性的外控管理并不具有强制性。如在没有经受损害之前,投资者本身的“过度自信型”不理性是可以突破该种“外控”防御机制的,所以对不仅是关注投资者交易对手,同时还关注投资者本身行为的行为监管而言,加强投资者保护机制更应该来自投资者自身的自觉,且该种自觉不仅在于唤醒维权意识的自觉,更包括对自身的风险认识。

据报道,2017年证监会已经启动推动将投资者教育纳入国民教育体系的试点工作^[41],成熟的投资者是成熟的证券投资市场的重要部分。从最大化保护视角,利益保护的限度也与主体自觉密切相关:一方面是基于自我认识与风险判断的投资理性;另一方面是自我保护意识与能力,两者相辅相成共同构筑投资者的自我保护,而该种“内生型”的自觉意识更多来自教育。但不同于纯粹强调投资者教育的观念,中国证券市场发展历程短,整个市场参与者的理性水平无显著差异,甚至如作为监管者的证监会也不能例外^[42]。实际在金融场域,行为主体间相互影响,不理性会相互传染,存在着短板效应。基于此,我国的主体自觉化教育首先应当是受教育主体的扩大,即从强调的投资者教育转变为证券市场参与者共同教育。易言之,不仅是证券投资者,包括监管者、证券经营机构、上市公司在内的证券参与者均是受教育的主体。其次是教育形式的转变。针对投资者教育而言,我国证券市场投资者以中小投资者为主,存在知识水平不高和证券投资的投机性心理等特性,针对性的教育方式应该避免简单的理论灌输或文字警示,转向案例式解读,既有可读性,也给人感同身受的比照性,还可以汇编相关投资者遭受侵害诉讼赔偿的案例,由专业投资者教育机构推进并通过投资者行为的研究不断改进教化方式。此外,激励方式的转变,从文本倡议到经济性转变。一般而言,投资者不积极因素除“股东”的主人公意识性不足外(缺乏识别能力、自觉保护意识或投机性心理),还包括无经济利益性与维权救济困难等。投资者以经济利益入市,经济因素顾虑绝不能忽视,实际上公司法解释四已对此有所改变^⑩,但依旧存在可期待空间。如有研究认为证券执法应体现补偿投资者的内涵,该内涵更直接的是将执法没收的违法所得和罚金纳入补偿投资者的专门基金,而非上缴国库^[43]。

(四) 社会化保护的司法保障:示范性诉讼的激励性约束

“给我一个支点,我能把地球撬起来”,社会化机制的逻辑还在于“杠杆效应”的激发。对此,无论是监管资源的有限性约束或是保护理念维度的规范逻辑,证券投资者遭受“侵害”保护的民事诉讼路径都具不可替代的优势。其一,民事诉讼主体的平等性、法院的被动性、事后性,以及中立性的裁判方式,是市场交易双方民商事活动的自然延伸,强制色彩较少且与市场自治性相容^[44]。其二,民事诉讼是一种有效的社会化监督机制,毋需政府投资却可以调动大量“监管力量”,提高监管效率及时纠正违法违规行为^[45]。其三,民事诉讼能够激发投资者自主意识,不仅是投资者对所有证券参与者都是一场现实版的证券法制教育活动,同时诉讼判决具有功能意义上的软约束力,从而为证券法律实施提供具有稳定预期的规范补充。其四,一定程度上能够抵御或消减监管中的捕获与寻租行为的影响。但与之不同的是,现实中我国使用更多的是行政责任,可能是传统垄断行政思维惯性,抑或基于我国证券市场的阶段性特征如发展不成熟、司法资源/能力局限性等的综合考量。诚然证券民事诉讼通常涉及众多公众投资者,对司法资源与能力要求较高,但更应该做的是制度本身的转变而不是对私力救济的限制。甚至还可以说,商事活动的自治性与效率性仅仅获得私力自主救济远远不够,其还需要“救济的效率性”,传统诉讼模式的耗时耗力之处都构成证券民事诉讼的救济困难,客观上也是对投资者积极性的限制,在美国证券领域的和解制度设计或许就有该种效率因素考量。如此如何变通以应对以上困局就非常值得思考。

比较法上,证券群体纠纷的诉讼方式一般包括集团诉讼、代表人诉讼与团体诉讼。“代表人诉

^⑩参见2017年9月1日起施行的公司法解释(四)法释[2017]16号,第26条。

讼模式”与“集团诉讼模式”,一个需要登记加入对投资者保护出现空白,一个却是判决效力的不确定性扩张以及所引发的滥诉等负激励。“团体诉讼”^①又与证券诉讼的法理基础存在差异^{[45][46]}。所以面对2003年证券市场发生的“电信案”事件,德国司法部门不是简单地将“团体诉讼”制度扩大套用,而是试验性地创设了证券领域的“投资者示范诉讼”模式。其制度理念为:在大量投资者因为同一法律事实提起诉讼时,根据当事人的申请,就这些诉讼中共同存在的典型问题(如即时信息通报或发行说明书的真实性等)先行裁判,并以此构成平行诉讼的审理基础^[46]。尽管示范诉讼也遭到一定批评,但其基本理念亦能为我国证券诉讼制度改进提供有益参考,甚至其相对于呼唤已久的“集团诉讼”移植与我国证券市场与司法现状的阶段特征更相吻合。其一,在投资者“诉讼困难”与“防控滥诉”间寻以平衡。示范诉讼不像团体诉讼般对主体予以特定,也不像集团诉讼那样“不确定性”,在示范诉讼下取消证券诉讼的行政前置程序,既对投资者积极地私人“监管执法”进行了激励,同时“示范”的存在也不至于产生滥诉。其二,在提高诉讼效率与司法资源不足间取得平衡。示范诉讼由较高级别的法院与专业法官的“先行审判”除规范“平行诉讼”之外,还将具有功能意义上的规范性,有助于双方当事人预测未来诉讼结果从而达成和解以及诉讼成本和审判成本的节约^[47]。示范的存在既有利于群体案件的批量解决,也有利于避免“同案不同判”。其三,在示范教化与公权强制间寻得平衡。我国证券市场的非理性行为严重,示范诉讼具有公开的教育引导作用,激发自我保护意识。同时其司法规范也是司法能动作用发挥,为证券市场提供更具“中立”性的规范文本,是对监管者的软约束,有利于证券市场整体规范化发展。益处颇多,证监会已开始探索研究^[48],但具体化的实施机制也能左右制度效果,所以其也仍需在实践中检验完善。概言之,示范诉讼制度源于对证券群体纠纷的创新解决,是对集团诉讼与代表人诉讼等模式的取优去劣改进,相容于商事自由,能激励自我保护意识,也促进了诉讼困难化解与诉讼效率提升,同时还防止滥诉,客观上有利于证券诉讼行政前置程序的“放心”退出。

强化监管可以加强保护,反之,保护方式的拓展、转变、创新同样也有优化监管之功效。但从监管到保护的转变却也一直隔着从理论到实践的巨大鸿沟,或与“金融排斥”现象类似,投资者保护的社会化方式一直微弱,金融风险与保护似也与众多投资者“无关”。然在警醒于金融危机现实与行为金融学理论推进下,行为监管获得重视的同时,其法理意涵也已将其与保护逻辑关联打通,尤其是再与我国证券市场中的“投服中心”所实施的“持股行权”模式相结合,更为新金融时代摒弃监管观念转至“社会化保护”的路径提供指引。不仅包括确保目标优位性的独立化机制,还有增加威慑性的社会化参与,以及通过专业化机制对公权权能的置换,行业共同体的教育等。当然,所有社会化机制激励都应当为民事司法裁判所“反射”,这也是激发私权“监管”“杠杆效应”的关键,更是为证券市场实现“不可预见性监督”与“可预见性规则”平衡推动良性发展的前进方向。尽管实践之路漫漫,但无论如何,归因于行为因素的新形态危机所引发的关于传统监管模式的反思已然推动了金融法研究关于投资者保护模式变革的思考。

参考文献:

- [1]南方日报评论员.金融安全是国家安全的重要组成部分[N].南方日报,2017-04-28(F02).
- [2]HAUGEN R A. The inefficient stock market: What pays off and why[M]. New Jersey: Prentice Hall, 1999:3.

^①德国团体诉讼主要适用于直接受害人完全没有动力提起诉讼的小额分散性侵害,如消费者保护等。

- [3] SHILLER R J. The subprime solution: How today's global financial crisis happened, and what to do about it [J]. *The American Prospect*, 2009, 20(4): 56.
- [4] AKERLOF G A, SHILLER R J. *Animal spirits: How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism* [M]. Princeton (NJ): Princeton University Press, 2009: 264.
- [5] 戴国强, 陈晨. 金融消费者保护与金融危机: 基于全球 142 个经济体的实证研究 [J]. *财经研究*, 2015(3): 100-110.
- [6] MELECKY M, SUE R. Financial consumer protection and the global financial crisis [J/OL]. <https://mpa.ub.uni-muenchen.de/28201/>.
- [7] 张付标. 证券投资者适当性制度研究 [M]. 上海: 上海三联书店出版社, 2015.
- [8] 廖凡. 金融消费者的概念和范围: 一个比较法的视角 [J]. *环球法律评论*, 2012, 34(4): 95-104.
- [9] 缪因知. 证券交易场外配资清理整顿活动之反思 [J]. *法学*, 2016(1): 48-57.
- [10] 宋晓燕. 证券监管的目标和路径 [J]. *法学研究*, 2009, 31(6): 117-134.
- [11] 周友苏, 蓝冰. 证券行政责任重述与完善 [J]. *清华法学*, 2010(3): 61-65.
- [12] SHLEIFER A, WOLFENZON D. Investor protection and equity markets [J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, 66(1): 3-27.
- [13] 周松林. 投服中心提起全国首例证券支持诉讼 [N]. *中国证券报*, 2016-7-25 (A02).
- [14] 牛绮思. 全国金融工作会议上的新概念: 功能监管与行为监管 [J]. *中国经济周刊*, 2017(29): 31.
- [15] SCHMULOW A. Approaches to financial system regulation: An international comparative survey [J/OL]. Centre For International Finance and Regulation Research Working Paper Series.
- [16] LLEWELLYN D. The economic rationale for financial regulation [M/OL]. FSA Occasional Paper Series 1, 1999: 11.
- [17] 冯乾, 侯合心. 金融业行为监管国际模式比较与借鉴: 基于“双峰”理论的实践 [J]. *财经科学*, 2016(5): 1-11.
- [18] 廖岷. 对危机后银行业“行为监管”的再认识 [J]. *金融监管研究*, 2012(1): 64-74.
- [19] TAYLOR M W. Twin peaks: A regulatory structure for the new century [J]. *Centre for the Study of Financial Innovation*, 1995(20): 1-77.
- [20] TAYLOR M. The road from “twin peaks” and the way back [J]. *Connecticut Insurance Law Journal*, 2009(16): 61-96.
- [21] PAN E J. Structural reform of financial regulation [J]. *Transnational Law & Contemporary Problems*, 2011, 19(3): 796-867.
- [22] GODWIN A, LI G, RAMSAY I. Is Australia's twin peaks system of financial regulation a model for China [J]. *Hong Kong Law Journal*, 2016, 46(2): 621-646.
- [23] 孙天琦. 金融消费者保护: 行为经济学的理论解析与政策建议 [J]. *金融监管研究*, 2014(4): 32-56.
- [24] SCHMULOW A. Financial regulatory governance in South Africa: The move towards twin peaks [J]. *African Journal of International and Comparative Law*, 2017, 25(3): 393-417.
- [25] 雍冀慧. 银行业行为监管研究 [M]. 北京: 中国金融出版社, 2015: 66.
- [26] 焦瑾璞. 构建中国金融行为监管体系 [J]. *清华金融评论*, 2015(12): 54-55.
- [27] 林越坚. 金融消费者: 制度本源与法律取向 [J]. *政法论坛*, 2015, 33(1): 143-152.
- [28] 何德旭, 周宇. 中国证券投资者保护机制的创新方向与实现路径 [J]. *金融评论*, 2015(1): 1-9.
- [29] LOWRY J. Policy and theory in the securities regulation [J]. *商事法论集*, 2010(Z1): 351-372.
- [30] 弗兰克·伊斯特布鲁克, 丹尼尔·费希尔. 公司法与经济结构 [M]. 张建伟, 罗培新, 译. 北京: 北京大学出版社, 2005: 17-25.
- [31] STEWART R B. The reformation of american administrative law [J]. *Harvard Law Review*, 1975, 88(8): 1667-1813.
- [32] POSNER R. Theories of economic regulation [J]. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 1974, 5(2): 335-358.
- [33] RAMIREZ, STEVEN A. Depoliticizing financial regulation [J]. *William and Mary Law Review*, 2000, 41: 503-594.
- [34] 章志远. 私人参与警察任务执行的法理基础 [J]. *法学研究*, 2011(6): 96-111.
- [35] 陈新民. 公法学札记 [M]. 北京: 法律出版社, 2010: 75-77.
- [36] 徐文鸣, 朱良玉. 中美证券法公共执行机制比较研究: 基于监管机构投入产出的实证分析 [J]. *财经法学*, 2017(3): 125-138.
- [37] 楼秋然. 上市公司治理的监管模式选择: 向“遵守或者解释”规则转变 [J]. *证券市场导报*, 2017(1): 63-70.
- [38] 朱宝琛投服中心: 已累计行权 4757 次 [N/OL]. (2018-09-13) [2019-04-15]. <http://www.zqrb.cn/stock/gupiaoyaowen/2018-09-13/A1536840438172.html>.

- [39]周松林. 山东金泰抵制投服中心行权 投服中心将适时采取措施[N/OL]. (2017-06-18)[2017-12-07]. http://www.cs.com.cn/sylm/jsbd/201706/t20170618_5329865.html.
- [40]张付标,李玫. 论证券投资者适当性的法律性质[J]. 法学,2013(10):82-89.
- [41]刘歆宇. 从小抓起,证监会正在推动将投资者教育纳入国民教育体系试点[N/OL]. (2017-09-12)[2017-11-22]. <http://finance.sina.com.cn/roll/2017-09-12/doc-ifykuftz6536301.shtml>.
- [42]江德斌. 证监会主席不宜传授炒股经[N]. 现代金报,2013-01-18(A02).
- [43]洪艳蓉. 公共管理视野下的证券投资者保护[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版),2015(3):58-66.
- [44]缪因知. 政府性证券监管批判及与民事诉讼之权衡[J]. 交大法学,2015,6(1):142-158.
- [45]王利明. 我国证券法中民事责任制度的完善[J]. 法学研究,2001,23(4):55-69.
- [46]吴泽勇. 《投资者示范诉讼法》:一个群体性法律保护的完美方案? [J]. 中国法学,2010(1):146-160.
- [47]杨瑞. 示范诉讼制度探析:兼论我国代表人诉讼制度之完善[J]. 现代法学,2007,29(5):74-80.
- [48]熊锦秋. 证券期货示范诉讼制度值得探索试点[N]. 证券时报,2017-09-06(A03).

The socialization of securities investor protection

SHI Chao

(Law school, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, P. R. China)

Abstract: The change from “regulatory protection” to “social protection” of securities investor protection mode can give securities investors the maximum and most effective protection within the norms. The disadvantage of traditional supervision-oriented protection is highlighted in the reflection of financial crisis. The combination of the concept of “conduct regulation” devoted to strengthening the protection through independent mechanism and the practice of private law protection of “shareholding exercise” in China provides a systematic reflection on the way of professional protection. Therefore, based on the compatibility of commercial spirit and the limitation of regulatory protection mode, the transformation of protection mechanism of securities investors should be the “private right” incentive of “socialization” approach. That is, learning from the advantages of conduct regulation in ensuring the “priority” of protection objectives and the “initiative” mechanism of behavior mode, and embedding them into the design of investor protection system by means of the incentive mechanism of socialization, specialization, self-awareness and judicial protection. As a result, while alleviating the dependence on the path of public power regulation, it can activate the social protection power promoted by the specialization and demonstration effect, and objectively achieve a virtuous circle of “protection promoting supervision”.

Key words: securities investor protection; conduct regulation; socialization; specialization; model investor litigation

(责任编辑 胡志平)