

证券仲裁的禀赋特性与制度创新： 自愿性与强制性的冲突与调和

黄 辉 王 超*

目次

一、导论	干预
二、我国证券仲裁法律实践的历史发展与制度创新	四、证券仲裁法律规制比较分析：完善建议与未来展望
三、美国证券强制仲裁的行业自律与司法	五、结论

摘要 随着证券市场纵深发展和 2019 年《证券法》确立特别代表人诉讼,我国证券纠纷数量急剧增长。为保障证券纠纷高效处理和投资者合法权益,证监会、司法部于 2021 年制定了《关于依法开展证券期货行业仲裁试点的意见》。然而,我国对证券仲裁的规制尚不完善,而美国 FINRA 规则和联邦最高法院 Concepcion 案判决具有重要启示意义。本文梳理了我国和美国证券仲裁制度的历史发展和现行规则,比较分析了证券仲裁的自愿性和强制性规制模式。鉴于证券仲裁的禀赋特性,我国应从利益平衡角度规制证券仲裁,不能完全照搬美国证券强制性仲裁格式条款规制模式,但可借鉴其在证券仲裁中增加强制性的经验,在允许当事人自愿选择仲裁的基础上,采用默认选择仲裁的规定。在尊重当事人意思自治的前提下,我国应对证券强制仲裁的格式条款具有更大的包容度,以实现快速解决证券纠纷和妥善保护投资者的多重政策目标。我国法律应循序渐进地建立集团仲裁制度,借鉴代表人诉讼的实践经验,先发展普通代表人仲裁的模式,然后探索特别代表人仲裁制度。

关键词 证券仲裁 仲裁自愿性 强制仲裁协议 集团仲裁 FINRA

一、导 论

随着证券市场纵深发展和 2019 年《证券法》确立特别代表人诉讼,我国证券和其他领域的金

* 黄辉,香港中文大学法学院讲席教授,上海交通大学高层次访问教授,法学博士;王超,澳门科技大学法学院助理教授,法学博士。本文受香港特别行政区政府研究资助局“人文学及社会科学杰出学者奖励计划”重大课题“跨境上市与监管回应:中国经验和国际启示”(项目编号:34000322)和香港中文大学 Direct Grant 资助。

融纠纷数量急剧增长,出现了康美药业等涉及人数众多的巨额赔偿重大案件。然而,证券诉讼在包括我国内地在内的许多亚洲法域都存在一定的局限性,民事诉讼未能成为解决证券纠纷的主流形式。^{〔1〕} 多元化纠纷解决方式的相对缺失是我国证券市场的弱点之一,而证券仲裁因其专业性和程序灵活性等优点为证券投资者提供了诉讼之外的高效纠纷解决方式。^{〔2〕} 为保障证券纠纷高效处理和投资者合法权益,国家大力支持通过仲裁方式解决证券纠纷。为此,证监会、司法部于 2021 年 10 月 15 日制定了《关于依法开展证券期货行业仲裁试点的意见》(以下简称《试点意见》)。《试点意见》在很多方面促进了我国证券仲裁的发展,但在强制证券仲裁的规制方面仍有较大不足。在金融市场中,很多证券经营机构在与金融投资者发生纠纷的时候,会面临诉讼还是仲裁的选择。^{〔3〕} 然而,在某些情况下,市场中存在着投资者被迫选择仲裁方式解决纠纷的现象。如根据法律规定或当事人合同约定,投资者必须选择证券仲裁作为唯一的纠纷解决方式,从而排除了诉讼方式。据此,证券强制仲裁主要分为两个类型:法律明文规定的证券强制仲裁(可称为“法律规范型强制仲裁”)与当事人约定的强制仲裁(可称为“格式合同型强制仲裁”)。^{〔4〕}

本文选取了美国法律和实践作为比较分析对象。在美国市场中广泛存在格式合同型强制仲裁,很多金融机构利用自己的行业地位,在与投资者签订的服务合同中包括所谓的“争议前仲裁条款”(pre-dispute arbitration provision),排除了投资者选择集团诉讼方式解决潜在纠纷的途径。^{〔5〕} 对于这种强制性仲裁格式条款,美国的金融业监管局(Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)和美国联邦最高法院都进行了规制和干预。FINRA 要求其成员不得通过“争议前仲裁条款”来强制客户选择仲裁方式解决纠纷。2011 年,美国联邦最高法院在 AT&T Mobility v. Concepcion 案(以下简称“Concepcion 案”)^{〔6〕}中根据 1925 年《联邦仲裁法》(Federal Arbitration Act)做出的判决成为转折点,实质上否定了 FINRA 的规则,从而极大改变了美国的强制性证券仲裁的局面。^{〔7〕} 本文梳理了我国和美国对于证券仲裁的法律规制模式,聚焦强制性仲裁格式条款

〔1〕 关于我国证券市场民事诉讼和行政监管的分析,参见 Robin Hui Huang, *Private Enforcement of Securities Law in China: A Ten-year Retrospective and Empirical Assessment*, 61 The American Journal of Comparative Law 757 (2013); Robin Hui Huang, *Rethinking the Relationship between Public Regulation and Private Litigation: Evidence from Securities Class Action in China*, 19 Theoretical Inquiries in Law 333 (2018); 缪因知:《政府性证券监管批判及与民事诉讼之权衡》,载《交大法学》2015 年第 1 期。关于我国香港和新加坡证券民事诉讼和行政监管的比较,参见 Wai Yee Wan, Christopher Chen & Say H. Goo, *Public and Private Enforcement of Corporate and Securities Laws: An Empirical Comparison of Hong Kong and Singapore*, 20 European Business Organization Law Review 319 (2019)。

〔2〕 Weixia Gu, *Securities Arbitration in China: A Better Alternative to Retail Shareholder Protection*, 33 Northwestern Journal of International Law & Business 283 (2012)。

〔3〕 强制性仲裁条款在许多法律领域都广泛存在,经营者单方面订立仲裁格式条款来限制消费者处理纠纷时的路径选择。例如,天猫国际《用户服务协议》规定:“凡因本协议引起的或与之相关的争议、纠纷或索赔、包括违约、协议的效力和终止,均应根据提交仲裁通知时有效的《香港国际仲裁中心机构仲裁规则》,在香港仲裁解决。”参见《用户服务协议》,载天猫国际官网 2014 年 8 月 12 日, https://rule.tmall.hk/rule/rule_detail.htm?spm=0.0.0.0.UITu3t&id=1521&tag=self。

〔4〕 有学者称之为“证券行业仲裁”。参见王克玉:《确立与完善我国证券侵权仲裁机制的路径分析:以美国证券仲裁机制的发展为视角》,载《法学论坛》2015 年第 2 期。

〔5〕 关于美国集团诉讼制度的讨论,参见吴光明:《证券团体诉讼文化之探讨——美国与我国台湾地区比较法角度之观察》,载《交大法学》2014 年第 3 期。

〔6〕 AT&T Mobility, LLC v. Concepcion, 131 S. Ct. 1740 (2011)。

〔7〕 Jean R. Sternlight, *Tsunami: AT&T Mobility LLC v. Concepcion Impedes Access to Justice*, 90 Oregon Law Review 703 (2012)。

的法律规制,分析了在不同模式之下证券仲裁的自愿性和强制性的平衡问题,并在此基础上提出了我国证券仲裁制度的完善建议。

二、我国证券仲裁法律实践的历史发展与制度创新

(一) 证券仲裁的禀赋特性和法律基础

1. 证券仲裁的禀赋特性

由于许多社会因素的存在,证券诉讼在我国和其他一些亚洲法域具有一定的适用局限性。^{〔8〕}相比于证券诉讼,证券仲裁在我国具有很强的优势。证券交易当事人签订的强制性仲裁格式条款在证券纠纷解决和普通金融消费者保护上具有一定的作用。例如,仲裁相对诉讼更加快捷、高效,适合证券纠纷的有效解决;仲裁可以发挥保密性优点,保障证券行业成员不受国家干预;仲裁的专业性能保障争议双方的共同利益。^{〔9〕}

然而,证券仲裁也具有明显的缺点。在证券金融纠纷领域,投资者通常在知识、经验和资金方面都处于弱势,强制性证券仲裁条款就有沦为阻止投资者获取司法救济的工具之虞。投资者表面上有签订合同的自由,但为了获得金融机构的服务,投资者不得不签订强制性仲裁格式条款,显示了格式合同的强制性属性。实证研究表明,消费者往往没有阅读或理解标准合同条款的能力。^{〔10〕}仲裁过程存在缺乏程序保护和仲裁员选择程序不公正的问题,仲裁员人才库与金融业界关系密切,缺乏多样性且很少更新。强制仲裁会减少小额索赔的消费者获得有效补救的机会,并削弱私人诉讼在法律规范执行方面的威慑价值。^{〔11〕}

综上,证券仲裁具有不同于一般仲裁的特殊性,例如证券纠纷数量多、专业技术性强、需要快速处理等。^{〔12〕}根据证券仲裁的这些禀赋特性,我国法律对证券仲裁进行了规制。

2. 证券仲裁的法律基础

我国2019年《证券法》条文对证券仲裁的规制较为粗糙,因此只能参考一般性的仲裁合同规则。2020年《民法典》的基础性规则对强制性证券仲裁条款的有效性进行了规制。采用格式条款订立合同的,提供格式条款的一方应当遵循公平原则确定彼此的权利和义务,并采取合理方式提示对方注意和向对方说明免除或者减轻其责任等与对方有重大利害关系的条款,否则对方可以主张该条款不成为合同的内容。^{〔13〕}合同免责条款的无效情形包括造成对方人身损害和因故意或者

〔8〕 See Robin Hui Huang, *supra* note〔1〕, *Private Enforcement of Securities Law in China: A Ten-year Retrospective and Empirical Assessment*; Robin Hui Huang, *supra* note〔1〕, *Rethinking the Relationship between Public Regulation and Private Litigation: Evidence from Securities Class Action in China*; Wai Yee Wan, Christopher Chen & Say H. Goo, *supra* note〔1〕.

〔9〕 See Robin Hui Huang & Shahla F. Ali, *Governing Financial Disputes in China: What Have We Learned from the Global Financial Crisis of 2008?* 7 East Asia Law Review 196(2012).

〔10〕 See Yannis Bakos, Florencia Marotta-Wurgler & David R. Trossen, *Does Anybody Read the Fine Print? Consumer Attention to Standard Form Contracts*, 43 The Journal of Legal Studies 1(2014).

〔11〕 See Michael S. Barr, *Mandatory Arbitration in Consumer Finance and Investor Contracts*, in Robin Hui Huang & Nicholas Howson eds., *Enforcement of Corporate and Securities Law: China and the World*, Cambridge University Press, 2017, Chapter 4.

〔12〕 See Robin Hui Huang & Shahla F. Ali, *supra* note〔9〕.

〔13〕 参见《民法典》第496条。

重大过失造成对方财产损失。^{〔14〕} 格式条款无效情形包括提供格式条款一方不合理地免除或者减轻其责任、加重对方责任、限制或排除对方主要权利。^{〔15〕}

根据 2017 年《仲裁法》的一般性规定,证券仲裁的前提是双方签订了有效的仲裁协议,包括合同订立仲裁条款和以其他书面方式在纠纷发生前或者纠纷发生后达成的请求仲裁的协议。^{〔16〕} 仲裁协议无效情形包括约定仲裁事项超出法定仲裁范围、无民事行为能力人或者限制民事行为能力人订立仲裁协议、一方采取胁迫手段迫使对方订立仲裁协议、仲裁协议对仲裁事项或者仲裁委员会没有约定或者约定不明确的而当事人又达不成补充协议的。^{〔17〕} 当事人对仲裁协议的效力有异议的,可以请求仲裁委员会或者法院做出裁定,而法院具有做出裁定的优先权。^{〔18〕} 根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国仲裁法〉若干问题的解释》,当事人约定争议可以向仲裁机构申请仲裁也可以向法院起诉的,仲裁协议无效,但一方向仲裁机构申请仲裁,另一方未在仲裁法规定期间内提出异议的除外。^{〔19〕} 最高人民法院也在万某与某证券公司申请确认仲裁协议效力的指导案例中明确,仲裁协议应由双方协商约定,单方公告变更的仲裁协议不成立。^{〔20〕}

由此可见,如果强制性证券仲裁条款具有上述情形,当事人有权请求法院判定其无效。这就意味着强制性证券仲裁条款本身是法律允许的,法院尊重当事人的强制仲裁约定。只要不具备上述情形,金融机构可以采取这种格式条款的策略来规避诉讼风险,优先选择强制仲裁方式解决纠纷。

(二) 证券仲裁自愿与强制模式的历史发展

1. 1993 年至 2004 年:二元模式

1993 年至 2004 年,我国法律确立了二元模式,对涉及证券机构和证券投资者的纠纷采取了不同的对待方式。在这方面,最早进行规定的是 1990 年上交所制定的《交易市场业务试行规则》。证券商对相互间发生的纠纷在自行协商无效时,可以提请交易所仲裁。^{〔21〕} 证券商在与委托人订立委托书时,应约定发生纠纷在自行协商无效时,由交易所进行仲裁。^{〔22〕} 在这两种仲裁中,当事人必须承认交易所仲裁为终局裁决,这实际上排除了普通投资者的诉权。虽然上交所最早确立了这一模式,但是国务院和证监会规则将二元模式进行了重置。

国务院 1993 年制定的《股票发行与交易管理暂行条例》(以下简称《股票条例》)对证券强制仲裁进行了规定。《股票条例》第 79 条适用于与股票的发行或者交易有关的争议,当事人可以按照协议的约定向仲裁机构申请仲裁。同时,《股票条例》第 80 条规定了证券机构之间的“法律规范型强制仲裁”。证券经营机构之间以及证券经营机构与证券交易场所之间因股票的发行或者交易引起的争议,应当由证券委批准设立或者指定的仲裁机构仲裁。^{〔23〕} 然而,《股票条例》的规定非常笼

〔14〕 参见《民法典》第 506 条。

〔15〕 参见《民法典》第 497 条。

〔16〕 参见《仲裁法》第 16 条。

〔17〕 参见《仲裁法》第 17 条、第 18 条。

〔18〕 参见《仲裁法》第 20 条。

〔19〕 同上注。

〔20〕 参见《北京市第四中级人民法院 2022 年国内仲裁司法审查十大典型案例》,载石家庄仲裁委员会网站, <https://www.sjzac.org.cn/index.php?c=show&id=1800>。

〔21〕 参见《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国仲裁法〉若干问题的解释(2008 调整)》(法释〔2006〕7 号),第 7 条。

〔22〕 参见《上海证券交易所交易市场业务试行规则》(已失效)第 253 条。

〔23〕 根据 1994 年《国务院证券委员会关于指定中国国际经济贸易仲裁委员会为证券争议仲裁机构的通知》(已失效,证委发〔1994〕20 号),中国国际经济贸易仲裁委员会成为指定的仲裁机构。

统,且在很多方面没有得到很好地执行。^[24]

证监会于1994年制定了《关于证券争议仲裁协议问题的通知》,重复了《股票条例》的立场。证券经营机构之间以及证券经营机构与证券交易场所之间因股票的发行或者交易引起的争议必须采取仲裁方式解决。上述机构签订的与股票发行或者交易有关的合同,应当包括证券争议仲裁条款。^[25]

1996年12月18日,最高人民法院发布了《关于证券经营机构之间以及证券经营机构与证券交易场所之间因股票发行或者交易引起的争议人民法院能否受理的复函》。该复函规定,证券经营机构之间及证券经营机构与证券交易场所之间因股票发行或者交易引起的争议,只要双方当事人间没有仲裁协议或仲裁协议无效的,一方向法院起诉,法院可以受理。这一规定与之前规定的精神没有本质区别。

至此,我国法律区分了强制仲裁的适用对象,确立了类似于我国台湾地区的二分模式,即普通金融投资者与证券经营机构的区分对待。^[26]我国台湾地区“证券交易法”规定:“依本法所为有价证券交易所生之争议,当事人得依约定进行仲裁。但证券商与证券交易所或证券商相互间,不论当事人间有无订立仲裁契约,均应进行仲裁。”^[27]首先,我国证券机构之间的证券纠纷采用强制仲裁方式解决。不同的是,我国大陆地区采用的做法是强制证券机构签订仲裁协议,而我国台湾地区规定的强制仲裁规则不需要当事人事先签订协议。其次,涉及普通金融投资者的证券纠纷采用双方自愿协商的方式选择是否采用仲裁方式解决。我国“法律规范型强制仲裁”只适用于证券机构之间,不适用于普通金融投资者。

2. 2004年至2021年:过渡阶段

国务院法制办、证监会于2004年制定《关于依法做好证券、期货合同纠纷仲裁工作的通知》(以下简称《证券仲裁通知》)。其中规定,证券、期货市场主体有权选择任何仲裁机构负责仲裁。各有关方面要根据尊重当事人意愿和便捷的原则,积极为证券、期货市场主体提供就地选定具体仲裁委员会的便利,仲裁委员会要根据便民的原则协助当事人确定适当的仲裁地点。^[28]1994年,中国国际经济贸易仲裁委员会曾经成为国务院证券委员会指定的仲裁机构。^[29]这体现了尊重当事人意思自治的立法精神。

2017年,最高人民法院在《关于为自由贸易试验区建设提供司法保障的意见》中鼓励运用仲裁等多元化机制解决自贸试验区民商事纠纷。^[30]2018年11月13日,最高人民法院、证监会联合发布《关于全面推进证券期货纠纷多元化解机制建设的意见》,提出“建立、健全有机衔接、协调联动、高效便民的证券期货纠纷多元化解机制”。2021年,中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于依法从严打击证券违法活动的意见》,提出“开展证券行业仲裁制度试点”。至此,证券仲裁制度的完善成为国家战略,新的监管框架呼之欲出。

[24] 关于证监会对于《股票条例》的执行情况,参见王超:《法律规避视角下强制全面要约制度实证研究》,载彭冰主编:《金融法苑》总第104辑,中国金融出版社2021年版,第3—12页。

[25] 参见《中国证券监督管理委员会关于证券争议仲裁协议问题的通知》(已失效,证监发字[1994]139号),第1条。

[26] 参见中国台湾地区2018年“证券交易法”第166条。

[27] 同上注。

[28] 参见《国务院法制办公室、中国证券监督管理委员会关于依法做好证券期货合同纠纷仲裁工作的通知》(国法[2004]5号),第2条。

[29] 见前注[23]。

[30] 关于自贸区的仲裁法律改革,参见陈磊:《自贸区临时仲裁的制度基础与完善路径——以临时仲裁与机构仲裁关系之优化为视角》,载《南京社会科学》2020年第8期。

3. 2021 年至今：试点仲裁阶段

根据国家发展战略的调整,证监会、司法部于 2021 年制定《试点意见》,完善了证券期货纠纷多元化解机制。《试点意见》要求在资本市场发展程度较高、证券期货业务活跃的北京、上海、深圳三地的仲裁机构内部试点组建证券期货仲裁院,适用专门的仲裁规则,专门处理资本市场产生的证券期货纠纷。^[31] 2021 年 11 月 1 日,全国首个证券期货行业仲裁试点机构中国(深圳)证券仲裁中心正式揭牌运作。

《试点意见》界定了证券期货仲裁院(中心)的仲裁范围,明确将证券期货民事赔偿纠纷纳入仲裁范畴。^[32] 证券期货合同纠纷和其他财产权益纠纷具体包括:(1) 证券期货市场主体之间及其与投资者或客户之间因证券期货合同或协议引起的纠纷;(2) 证券期货交易场所、证券登记结算机构、证券期货行业协会等证券期货市场自律组织的会员、参与人之间,以及会员、参与人与投资者或客户之间因交易结算、登记存管等证券期货业务产生的纠纷;证券发行人、非上市公司与证券交易场所因上市协议、挂牌协议等协议产生的纠纷;(3) 证券期货市场平等主体之间产生的财产性权利受到侵害引起的民事赔偿纠纷;(4) 证券期货市场主体之间产生的其他证券期货类合同纠纷和其他财产权益纠纷,即兜底条款以应对资本市场创新需要。^[33]

(三) 最新改革与司法实践

1. 《试点意见》对自愿性的加强

值得注意的是,《试点意见》实质上推翻了《股票条例》规定的二元模式,证券机构之间的纠纷不再进行强制仲裁。^[34]

首先,关于证券投资者和证券机构之间的纠纷,《试点意见》规定投资者与证券侵权行为人有仲裁协议的,可以依据有关机关的行政处罚决定或法院裁判文书对侵权行为人提起民事赔偿仲裁。发生证券纠纷后,投资者也可以与赔偿方签订仲裁协议。^[35] 此外,《试点意见》规定了证券仲裁与调解、诉讼的有效衔接机制。仲裁庭在做出裁决前,可以根据当事人意愿先行调解。调解协议达成的,仲裁庭应当制作调解书或者根据协议结果制作裁决书,积极争取司法支持保障,加强与司法机关的协调沟通,积极建立健全信息互联互通平台或机制。^[36]

其次,证券机构之间的纠纷不再进行强制仲裁。证券期货交易场所、证券登记结算机构、证券期货行业协会等资本市场自律组织的会员或参与人之间、投资者与资本市场自律组织的会员或参与人之间发生的证券纠纷,当事人可以采用证券仲裁方式解决。^[37] 资本市场自律组织的会员之间发生的证券期货业务纠纷,当事人选择仲裁方式解决的,应当选择试点仲裁委员会作为仲裁机构。^[38]

2. 证券仲裁条款有效性司法案例

本文的实证研究也支持了上述观点,协议没有违反法律强制性规定的,法院通常尊重证券仲

[31] 参见中国证券监督管理委员会、司法部公布的《关于依法开展证券期货行业仲裁试点的意见》(中国证券监督管理委员会公告[2021]25 号),第 3 条。

[32] 同上注,第 4 条。

[33] 同上注。

[34] 尽管我国《股票条例》至今仍是有效的法律文件,但很多规则并没有被证监会认真执行。

[35] 见前注[31],《试点意见》第 5 条。

[36] 同上注,第 9 条。

[37] 仲裁协议包括事先在合同或协议中约定仲裁条款或者事后达成仲裁协议。资本市场自律组织的会员章程可以载明会员之间证券期货业务纠纷的仲裁条款,规定或约定仲裁方式解决的争议范围,当事人可以根据仲裁条款申请仲裁。同上注,第 6 条。

[38] 同上注。

裁协议的效力。根据最高人民法院的司法解释,当事人约定争议可以向仲裁机构申请仲裁也可以向法院起诉的,仲裁协议无效。^[39] 证券机构和投资者签订服务合同的时候,往往根据自身的合规需要,为投资者提供诉讼和仲裁二选一的格式合同条款。具体选哪一项,是由双方协商的结果,而金融机构往往占据信息优势。

本文搜集了我国法院关于证券仲裁条款的有效性纠纷的所有案例,排除了不涉及证券仲裁协议有效性的案件。截至2024年3月1日,我国法院在56个案件中审理和裁决了证券仲裁协议的有效性问题。法院采取了单独审理和单独裁判的方式,没有对涉及同一主体和同一事由的案件进行合并审理和裁判。其中,51个案件裁决证券仲裁协议具有有效性,只有5个案件裁决证券仲裁协议不成立,没有案件裁决证券仲裁协议无效。

在5个仲裁协议不成立的案件中,4个案例的当事人是中信建投证券股份有限公司(以下简称“中信建投”)。^[40] 在这4个相似案件中,法院的判决依据是依照最高人民法院指导案例的精神,判决单方面改变争议解决方式的行为无效。^[41] 例如,在中信建投案中,万某某与中信建投于2017年4月7日签署《融资融券业务合同书》,约定合同争议由双方友好协商解决。协商不成的,双方同意采取以下第二种方式(向中信建投所在地法院提起诉讼)解决。中信建投于2020年6月30日单方面发出“将争议解决方式统一为北京仲裁委员会”的条款。万某某认为中信建投严重侵害自己的程序及实体权益。法院最终确认这一条款对万某某不产生效力,中信建投与万某某之间的仲裁协议不成立。^[42] 实证研究表明,只要是双方意思自治基础上达成的证券仲裁协议,没有违反法律法规的强制性规定的,法院大概率会尊重协议的效力。

三、美国证券强制仲裁的行业自律与司法干预

(一) Concepcion 案前的行业自律

1. FINRA 的机构属性

FINRA 主要负责金融行规的制定和执行等,是根据《证券交易法》第15A条在美国证券交易委员会(SEC)注册的全国性行业协会,是美国证券经纪交易行业最大的自律监管机构。^[43] 目前,FINRA 是解决成员公司与其客户之间证券纠纷的最大仲裁机构,解决了大部分美国金融消费者纠纷,为客户在法庭系统之外提供了公平补救。^[44]

FINRA 是于2007年7月由美国全国证券交易商协会(National Association of Securities Dealers, NASD)和纽约证券交易所监管部门合并而成,所有经纪交易商都必须在FINRA注册。^[45] FINRA

^[39] 参见《仲裁法》第20条。

^[40] 参见万某某与中信建投证券股份有限公司申请确认仲裁协议效力案,北京市第四中级人民法院民事裁定书(2021)京04民特189号;王某某与中信建投证券股份有限公司申请确认仲裁协议效力案,北京市第四中级人民法院民事裁定书(2021)京04民特216号;李某某与中信建投证券股份有限公司申请确认仲裁协议效力案,北京市第四中级人民法院民事裁定书(2021)京04民特190号;陶某某与中信建投证券股份有限公司申请确认仲裁协议效力案,北京市第四中级人民法院民事裁定书(2021)京04民特188号。

^[41] 见前注[20]。

^[42] 见前注[40],万某某与中信建投证券股份有限公司申请确认仲裁协议效力案。

^[43] See Barbara Black & Jill I. Gross, *Investor Protection Meets the Federal Arbitration Act*, 1 Stanford Journal Complex Litigation 1(2012).

^[44] See FINRA Official Website, <https://www.finra.org/#/>.

^[45] See 1934 Securities Exchange Act § 15(b)(8).

下设执法部(Department of Enforcement)和听证干事办公室(Office of Hearing Officers)等部门。FINRA 听证干事办公室是一个由 FINRA 执法部对 FINRA 成员提起纪律案件的公正裁决机构。该机构严格独立于 FINRA 的监管计划,并与 FINRA 的其他部门实际分离。听证干事不参与调查过程,享有就业保障(employment protections)以确保其独立性。所谓的就业保障是指,除了 FINRA 首席执行官(Chief Executive Officer)外,没有人可以终止听证干事的工作。被终止工作的听证干事有权向 FINRA 理事会的审计委员会(Audit Committee of FINRA's Board of Governors)提出上诉。^[46]

2. FINRA《客户纠纷仲裁程序规范》

美国联邦最高法院 1987 年的 *Shearson/Am. Express, Inc. v. McMahon* 案(以下简称“McMahon 案”)判决允许了金融公司采取强迫客户选择仲裁的方式解决纠纷的做法。该案之后,美国绝大多数金融公司在与客户签订协议时往往加入“争议前仲裁条款”,限定客户选择仲裁的方式解决纠纷。^[47]“争议前仲裁条款”实质上是强制性仲裁格式条款,排除了投资者提起诉讼的权利。在美国,证券集团诉讼是解决证券市场中群体性纠纷的一个重要途径,即“将具有同一事实或法律关系之不确定当事人拟制为一个群体,而群体中之一人或数人视为代表整个群体而提起诉讼,该判决效力及于群体中之每一个个体”。^[48]集团诉讼属于证券法的私人执行机制,特别适合于具有小额多数特点的证券纠纷(即原告人数众多,但每个原告的诉讼标的数额都很小)。虽然美国的集团诉讼存在一些问题,但总体而言在保护投资者和威慑违法者方面发挥了巨大作用。^[49]然而,强制性仲裁格式条款旨在排除集团诉讼的适用,因此引发广泛争议。

2010 年美国国会制定多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act,以下简称“Dodd-Frank 法”),授权 SEC 限制或禁止客户与其经纪交易商签订仲裁条款。^[50]这实际上是通过国会立法的形式修正了最高法院在 McMahon 案中的判例。但是,SEC 自己没有采取多少积极行动,而是敦促以 FINRA 为代表的行业自律组织对相关的仲裁规则进行重大改革,使其对投资者更加公平。^[51]美国金融行业自律规则中影响最大的之一就是 FINRA 于 2007 年制定的《客户纠纷仲裁程序规范》(Code of Arbitration Procedures for Customer Disputes)。^[52]

为保护处于弱势地位的金融消费者,FINRA 要求其成员不得在合同中强制客户通过仲裁来解决集团诉讼纠纷。《客户纠纷仲裁程序规范》中的 FINRA Rule 12204(a)和 FINRA Rule 12204(d)规定,FINRA 成员不得强制客户通过仲裁来解决集团诉讼纠纷。另外,FINRA Rule 2268(d)规定,所有选择使用“争议前仲裁条款”的 FINRA 成员都被禁止限制任何可供客户使用的程序性和实质性救济,尤其是不能限制客户提起或参与集团诉讼的权利。这些 FINRA 自律规定

^[46] See *Office of Hearing Officers' Decisions and Orders*, FINRA Official Website, <https://www.finra.org/rules-guidance/adjudication-decisions/office-hearing-officers-oho>.

^[47] See *Shearson/Am. Express, Inc. v. McMahon*, 482 U.S. 220, 226(1987).

^[48] 见前注[5],吴光明文,第 101 页。

^[49] See John C. Coffee, Jr., *Entrepreneurial Litigation: Its Rise, Fall, and Future*, Harvard University Press, 2015.

^[50] See Dodd-Frank Act, Pub. L. No. 111-203, § 921(a), 124 Stat. 1841(2010).

^[51] See Teresa J. Verges, *Opening the Floodgates of Small Customer Claims in FINRA Arbitration: FINRA v. Charles Schwab & Co., Inc.*, 15 Cardozo Journal of Conflict Resolution 623(2014).

^[52] 《客户纠纷仲裁程序规范》适用于 2007 年 4 月 16 日或之后提交的索赔。See 12000. *Code of Arbitration Procedures for Customer Disputes*, FINRA Official Website, <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/12000>.

相互结合补充,使金融行业普遍认识到必须保证投资者有机会通过法院的集团诉讼机制来有效地解决纠纷。

(二) Concepcion 案后的司法干预

1. 基本案情

2011 年 10 月美国联邦最高法院在 Concepcion 案^[53]中根据 1925 年《联邦仲裁法》做出的判决成为一个转折点。Concepcion 案判决使得 FINRA 的仲裁规则不再具有法律上的执行效力。^[54]自此之后,FINRA 的仲裁规则发生了质的变化,影响了后续案件的裁决方向。^[55]

根据联邦最高法院在 Concepcion 案中的裁定,《联邦仲裁法》使得 FINRA 关于“争议前仲裁条款”的自律规则不具有法律上的执行效力。^[56]该案引起了对规制“争议前仲裁条款”的行业规范的可执行性争论。美国 AT&T 公司发布广告进行充话费送手机活动,购买公司手机服务的客户将免费获得手机。文森特·康塞普西翁(Vincent Concepcion)和丽莎·康塞普西翁(Liza Concepcion)等客户于是与 AT&T 公司签订了手机服务合同并收到了手机。公司要求客户们支付了 30.22 美元的销售税,客户们认为这不是真正的“免费”,便向美国地区法院指控 AT&T 公司在“免费手机”促销活动中存在欺诈和虚假广告。这些案件被法院合并为一个推定的集团诉讼。^[57]AT&T 认为其与客户们签订的手机服务合同中包含了“争议前仲裁条款”,即禁止客户通过发起集团诉讼的方式来解决争议。初审案件的美国加州南区地区法院基于加州 Discover Bank 规则^[58]驳回了 AT&T 的主张。初审法院认为强制性仲裁条款是不合理的,因为 AT&T 未能证明该条款充分替代了集团诉讼的威慑效应。第九巡回上诉法院维持了这一判决,也认为该条款不合理,而且认为《联邦仲裁法》并没有排除 Discover Bank 规则的适用。

最终案件结果发生了反转,美国联邦最高法院以五比四的判决推翻了先前的判决。Concepcion 案的判决体现了美国联邦最高法院自 1980 年代中期以来积极推进的“支持仲裁运动”。联邦最高法院认为,《联邦仲裁法》的首要目的是“确保根据仲裁协议的条款执行仲裁协议,以便简化诉讼程序”。^[59]《联邦仲裁法》排除了那些使合同仲裁条款无效的州法的适用,原因是 Discover Bank 规则违背了《联邦仲裁法》的立法目的。斯卡利亚大法官认为《联邦仲裁法》是为了应对司法系统对仲裁协议的敌视问题而颁布的,反映了支持仲裁的自由主义政策。^[60]

2. 裁判依据和影响

加州法院最初试图拒绝遵循 Concepcion 案的判决,一些消费者也试图与 Concepcion 案进行

[53] See AT&T Mobility, LLC v. Concepcion, 131 S. Ct. 1740(2011).

[54] Ibid.

[55] See Dep't of Enforcement v. Charles Schwab & Co., Disciplinary Proceeding No. 2011029760201, 2013 WL 1463100.

[56] See Teresa J. Verges, *supra* note [51].

[57] See AT&T Mobility, LLC v. Concepcion, 131 S. Ct. 1740(2011).

[58] See Discover Bank v. Superior Court, 113 P.3d 1100, 1110(Cal. 2005).

[59] See AT&T Mobility, LLC v. Concepcion, 131 S. Ct. 1740(2011).

[60] See Teresa J. Verges, *supra* note [51].斯卡利亚法官将 Concepcion 案定性为两种政策的冲突。加州法院的政策倾向于支持集体诉讼,而《联邦仲裁法》的政策倾向于支持仲裁。See Robert M. Buchanan Jr., *The U. S. Supreme Court's Landmark Decision in AT&T Mobility v. Concepcion: One Year Later*, Bloomberg Law (May 2012), <https://www.choate.com/images/content/1/2/v2/1292/buchanan-bloomberg-the-us-supreme-courts-landmark-decision-in-att-mobility-v-concepcion.pdf>.

区别,依靠州法进行索赔,但都以失败告终。^[61] 有学者对于 Concepcion 案的判决持批评态度,认为联邦最高法院的做法导致《联邦仲裁法》从解决司法系统敌视仲裁问题的法律蜕变成了反消费者的法律,这使得《联邦仲裁法》不仅排除了保护投资者的州法的适用性,也与 1934 年《证券交易法》中对投资者的法定保护相抵触。^[62] 还有学者认为 Concepcion 案的判决也损害了私人诉讼机制的作用。尽管美国有加强证券公共执法的新趋势,但证券私人诉讼仍然是一种必不可少的法律执行机制。^[63]

联邦最高法院 Concepcion 案模式对于集团诉讼实践造成了很大影响。^[64] 不仅是集团诉讼,Concepcion 案的最终判决被认为对金融消费者提起集团仲裁(Class Arbitration)也造成了致命打击。^[65] 2013 年,CFPB 发布了一份关于“争议前仲裁条款”的初步报告,并于 2015 年 3 月进行了第二次研究。根据该报告,目前几乎所有的消费者金融合同都包含禁止集团仲裁的条款。^[66] 集团仲裁如同集团诉讼,解决了小额金融消费者受到同一家公司损害时的集体行动难题。^[67] 自 Concepcion 案发生到 2012 年 3 月,联邦法院共驳回了 45 个集团诉讼。^[68]

在 Concepcion 案判决后,有多个判例重申了最高法院的立场,将其扩展到具体法律领域。^[69] 2018 年 5 月 21 日,美国最高法院在 Epic Sys. Corp. v. Lewis 案中重申其立场,即仲裁协议必须以书面形式执行。该案的主要争议点是雇佣合同是否可以合法禁止员工进行集体仲裁。美国最高法院以五比四的投票做出裁决,个人仲裁和禁止集体诉讼的仲裁协议在《联邦仲裁法》下是可执行的。^[70] 这一判决巩固了 Concepcion 案的裁判立场,使得美国强制仲裁法律在今后若干年具有了一定的稳定性。

四、证券仲裁法律规制比较分析:完善建议与未来展望

(一) 中美模式比较:内容、对象与形式

在比较法考察的基础上,本文发现我国改革后的规则和美国的现行规则都没有证券商与证券交易所或证券商相互间的纠纷应进行仲裁的强制性法律规定。

我国和美国针对普通金融投资者的强制仲裁的规制风格存在差异。中美在国家法律层面都没有规定针对普通金融投资者的强制证券仲裁。实践中,只有在证券市场博弈中才可能存在通过

[61] See Josephine Lee, *California Consumer Contracts after AT&T Mobility v. Concepcion*, 15 U.C. Davis Business Law Journal 219(2015).

[62] See Barbara Black & Jill I. Gross, *supra* note [43].

[63] See Michael S. Barr, *supra* note [11], Chapter 4.

[64] See Myriam Gilles & Gary Friedman, *After Class: Aggregate Litigation in the Wake of AT&T Mobility v. Concepcion*, 79 The University of Chicago Law Review 623(2012).

[65] See Maureen A. Weston, *The Death of Class Arbitration After Concepcion?* 60 Kansas Law Review 767, 791(2012).

[66] Consumer Financial Protection Bureau, *Arbitration Study: Report to Congress, Pursuant to Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 1028(a)*, page 10, March 2015, https://files.consumerfinance.gov/f/201503_cfpb_arbitration-study-report-to-congress-2015.pdf.

[67] See Michael S. Barr, *supra* note [11], Chapter 4.

[68] See Robert M. Buchanan Jr., *supra* note [60].

[69] *Am. Exp. Co. v. Italian Colors Rest.*, 570 U. S. 228, 238 – 39(2013); *DIRECTV, Inc. v. Imburgia*, 136 S. Ct. 463, 471(2015); *Epic Sys. Corp. v. Lewis*, 138 S. Ct. 1612, 1619(2018).

[70] *Epic Sys. Corp. v. Lewis*, 138 S. Ct. 1612, 1632(2018).

签订强制性仲裁格式条款的方式强迫投资者接受仲裁纠纷解决方式的现象。选择仲裁作为纠纷解决方式的合同条款虽然看起来是在证券纠纷双方自愿基础上签订的,但对处于弱势地位的投资者存在潜在的强迫性。证券机构很可能采取各种手段和利用自身市场优势地位,逼迫投资者签订格式合同条款放弃诉讼。在这方面,我国和美国在规制内容、对象和形式上产生了分歧。

1. 规制内容

美国最高法院 *Concepcion* 案判决之后,FINRA 关于强制仲裁的规则不具有约束力。*Concepcion* 案确立的判例明确了金融机构的强制性仲裁格式条款的有效性,从而使这种做法大行其道。我国缺乏国家法层面上和市场自律层面上的规则,采取尊重当事人意思自治的立法精神。由于强制性仲裁格式条款的有效性存在模糊性,证券机构在格式合同的草拟上占据了主导地位。我国对这种现象的规制主要体现在两方面:

第一,尊重当事人的意思自治。2004 年《证券仲裁通知》规定了证券市场主体有权选择任何仲裁机构进行仲裁。各有关方面要根据尊重当事人意愿和便捷的原则,积极为证券市场主体提供就地选定具体仲裁委员会的便利,仲裁委员会要根据便民的原则协助当事人确定适当的仲裁地点。^{〔71〕} 2021 年《试点意见》规定,证券合同纠纷符合《仲裁法》规定的,可依法适用仲裁方式解决。纠纷类型具体包括证券基金期货经营机构和服务机构、私募投资基金管理人和托管机构、证券发行人、上市公司和非上市公众公司等证券期货市场主体之间,上述主体与投资者或客户之间因证券期货合同或协议引起的纠纷。^{〔72〕} 投资者与证券期货侵权行为人有仲裁协议的,投资者可以提起民事赔偿仲裁。发生证券期货民事赔偿纠纷后,投资者可以与赔偿方签订仲裁协议。投资者与赔偿方在基础合同或协议中约定了仲裁条款,或者公司章程中载明相关纠纷的仲裁条款,投资者可以根据仲裁条款申请仲裁。^{〔73〕}

第二,法院为了保护弱势投资者而对仲裁条款变更权的干预。最高人民法院在万某与某证券公司申请确认仲裁协议效力的指导案例中指出,金融产品销售机构所发行的金融产品往往适用统一制式的合同条款,而金融机构经常通过公告方式调整其业务规则或其他权利义务条款。中小投资者在合同签订过程中具有弱势地位,因此法院在合同提供方单方公告变更合同条款而未就争议解决条款单独进行变更说明时,做出不利于提供该格式合同一方的解释,认定一般“合同变更权条款”不适用于“争议解决方式”条款。除非双方明确约定一方可以单方对争议解决条款进行变更,否则该部分变更事项应对另一方不发生效力。^{〔74〕} 这说明我国的司法机关对于仲裁的态度非常友好,这也能体现在最高人民法院近些年为了促进营商环境而对仲裁发展全面支持。^{〔75〕}

2. 规制对象

FINRA 主要仲裁的证券纠纷类型是侵权纠纷,我国主要的证券仲裁类型是合同纠纷。早在 1987 年,美国联邦最高法院就通过 *McMahon* 案将证券仲裁的适用范围扩展到证券发行、交易产

〔71〕 参见《国务院法制办公室、中国证券监督管理委员会关于依法做好证券期货合同纠纷仲裁工作的通知》,国法〔2004〕5 号,第 2 条。

〔72〕 参见《试点意见》第 4 条。

〔73〕 参见《试点意见》第 5 条。

〔74〕 见前注〔20〕。

〔75〕 Lei Chen & Hao Wang, *Judicial Control over Arbitral Awards in Mainland China*, in L. DiMatteo, M. Infantino & N. Potin eds., *The Cambridge Handbook of Judicial Control of Arbitral Awards*, Cambridge University Press, 2020, p. 208-223.

生的侵权争议。^{〔76〕} 随后的市场发展, 证券侵权纠纷超过了证券合同纠纷, 成为美国证券仲裁的主要类型。以 FINRA 在 2023 年受理的客户仲裁案件为例, 前 15 种争议类型中的合同纠纷有 1 095 个, 只排在第五位, 数量少于违反信义义务和虚假陈述等侵权案件类型。^{〔77〕}

相比之下, 我国主要的证券仲裁类型是合同纠纷。值得注意的是, 我国现行法律并未限制证券侵权纠纷通过仲裁方式解决。最高人民法院 1987 年《关于执行我国加入的〈承认及执行外国仲裁裁决公约〉的通知》中明确规定适用于“契约性和非契约性商事法律关系”, 即由于合同、侵权或者根据有关法律规定的经济上的权利义务关系。^{〔78〕} 但是, 实证研究表明我国法院处理的证券仲裁类型主要是合同纠纷。在证券侵权案件中, 虚假陈述的主要解决方式是行政处罚和民事诉讼, 而不是证券仲裁。

3. 规制形式

在规制形式上, 美国是行业自律加司法干预模式, 尤其是在 *Concepcion* 案判决后加强了司法干预。美国通过 FINRA 制定行业自律规范的形式予以规制。联邦最高法院通过 *Concepcion* 案等案件的判决对 FINRA 的规则予以重塑。这体现了在证券仲裁领域, 美国充分发挥了市场自律组织的规则塑造功能, 同时注重司法机关对规则的导向。

我国是市场主体的意思自治模式, 国家层面的法律和证券业协会的规则在这一领域没有任何细致规定, 而将这一问题交给了市场。作为我国金融市场最大的行业协会之一, 证券业协会长期存在缺乏足够独立性、政府色彩过于浓厚等缺陷。^{〔79〕} 2019 年《证券法》第十一章专门规定了证券业协会的职责功能, 但只有几个条文。类似于 FINRA, 证券业协会是证券业的自律性组织, 所有证券公司都应当加入证券业协会。^{〔80〕} 与 FINRA 比较, 证券业协会的自律组织属性较弱, 对于市场的自律监管落后于同样是自律监管组织的证券交易所。^{〔81〕} 证券业协会制定行业自律规则的权力来源于证监会的授权, 证券业协会实质上仍然是证监会领导下的准政府机构, 其自律性和独立性存疑。^{〔82〕} 此外, 证券行业协会的调解权等纠纷解决功能因难以实现效力性的保障而停留在形式上。^{〔83〕}

(二) 证券仲裁强制性与自愿性的平衡

1. 从利益平衡角度采纳默认仲裁模式

本文认为, 鉴于证券仲裁的禀赋特性, 法律应从利益平衡角度规制证券仲裁。我国既不能完全照搬美国模式过度提倡和支持强制性, 也不宜拘泥于传统模式采取完全的自愿性。

〔76〕 See *Shearson/American Express Inc. v. McMahon*, 482 U. S. 220(1987).

〔77〕 See *Dispute Resolution Statistics*, FINRA Official Website, <https://www.finra.org/arbitration-mediation/dispute-resolution-statistics#top15controversycustomers>.

〔78〕 参见《最高人民法院关于执行我国加入的〈承认及执行外国仲裁裁决公约〉的通知》, 法(经)发〔1987〕5 号, <http://gongbao.court.gov.cn/Details/e4defa983a153b314590d73e5a0c60.html>.

〔79〕 现实中证券业协会的作用是“会员之间关系的协调机构、从业人员的培训中心和一般的信息中介机构”。参见孙昌兴、秦洁:《我国证券自律监管中存在的问题与完善对策》, 载《法治研究》2009 年第 10 期。

〔80〕 参见《证券法》第 164 条。

〔81〕 关于证券交易所的自律监管, 参见 Robin Hui Huang, *Reputational Sanctions as A Self-regulatory Tool of China's Stock Exchanges: Recent Developments of the Law and Practice*, 50 Securities Regulation Law Journal 321(2022).

〔82〕 See Robin Hui Huang, *Securities Dispute Mediation in China*, 10 Journal of Comparative Law 177 (2015); 康耀坤:《证监会与证券业协会监管权配置研究》, 载《甘肃社会科学》2010 年第 6 期。

〔83〕 参见陈雷:《组织法视野下证券市场自律组织法人治理的完善——以证券行业协会为例》, 载《现代经济探讨》2018 年第 9 期。

一方面,美国强制模式完全排除了投资者的选择权,被很多人诟病。虽然理论上美国普通金融投资者和金融机构可以通过协商选择采取诉讼或仲裁方式解决纠纷,但实践中金融机构经常通过格式条款的形式强制普通投资者选择仲裁方式解决纠纷。另一方面,我国传统的自愿模式虽然尊重了当事人的意思自治,但不能发挥证券仲裁的快捷、高效、专业等优势。如果完全拒绝证券仲裁的强制性,将难以改善证券纠纷解决效率低下、成本高昂等固有难题。证券行政监管存在权力滥用、寻租等风险,而证券民事诉讼发育迟缓。^[84] 投资者难以及时获赔,金融机构也将深陷纠纷泥潭,影响经济效率和社会稳定。

本文建议我国不能完全照搬美国对证券强制性仲裁格式条款的规制模式,而是应该采纳默认仲裁模式。我国应适度加强证券仲裁的强制性属性,在允许当事人自愿选择仲裁的基础上大力支持证券仲裁的发展,采用默认选择仲裁的规定。应当承认,证券强制性仲裁格式条款在证券纠纷解决和普通金融消费者保护上具有一定的优势。例如,仲裁具有快捷性、保密性、专业性。^[85] 证券纠纷中的金融专业问题给法官的知识背景和专业技能带来了挑战,^[86] 而证券仲裁员具有更高的专业度。有研究表明,现实中由于种种原因,比如对于诉讼的传统依赖、对于仲裁的不熟悉等,我国许多金融消费者通常不愿意通过仲裁的方式解决其与金融机构的纠纷,而是更倾向于诉诸法院寻求救济。^[87] 2023年,我国法院证券民事诉讼案件数量达2684件。^[88] 法院证券案件的平均审理时长是30.5个月。^[89] 相比之下,上海国际仲裁中心同年受理的金融类仲裁案件数量是388个,平均周期是165.23天。^[90] 2023年,美国证券集体诉讼案件新增228起,^[91] 平均审理时长是36个月。^[92] 同年,FINRA证券仲裁案件新增711起,平均周期是17.2个月。^[93] 这说明证券仲裁解决纠纷的效率比诉讼更高,Concepcion案件裁决采取的支持仲裁立场在一定程度上具有合理性。美国证券仲裁更受投资者的欢迎,而我国证券仲裁的发展潜力尚未完全开发,需要法律加强证券仲裁的强制性属性。

在强制性仲裁格式条款的具体设计上,我国法律应规定金融机构的标准服务合同中自动包括仲裁条款,在客户没有打勾的情况下,应把现有的默认选择诉讼改为默认选择仲裁。金融机构应设置单独填表程序,即如果投资者不选择仲裁,金融机构应要求投资者另外填写表格进行单独申请。在此过程中,金融机构应针对投资者进行证券仲裁常识教育。这种做法既尊重了投资者的最

[84] See Robin Hui Huang, *supra* note [1], *Rethinking the Relationship between Public Regulation and Private Litigation: Evidence from Securities Class Action in China*; 汤维建:《中国式证券集团诉讼研究》,载《法学杂志》2020年第12期。

[85] See Robin Hui Huang & Shahla F. Ali, *supra* note [9].

[86] 见前注[4],王克玉文。

[87] See Shahla Ali & Robin Hui Huang, *Financial Dispute Resolution in China: Arbitration or Court Litigation?* 28 *Arbitration International* 77(2012).

[88] 这一数据来源于北大法宝案例数据库。

[89] 参见陈海祥、吴比:《以证券诉讼视角剖析证券法实施背景下之虚假陈述》,载德恒律师事务所官网2020年3月4日, <https://www.dehenglaw.com/CN/tansuocontent/0008/017985/7.aspx?MID=0902>。

[90] 参见《上海国际经济贸易仲裁委员会2023年度仲裁业务报告》,载上海市发改委官网2024年4月8日, <https://fgw.sh.gov.cn/ys-syjf-zc-2.11-h5/20240408/5d8c949cf1634fd2b1d0fbe17bbfb11e.html>。

[91] Edward Flores & Svetlana Starykh, *Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2023 Full-Year Review*, NERA (Jan. 23, 2024), <https://www.nera.com/insights/publications/2024/recent-trends-in-securities-class-action-litigation-2023-full-y.html>。

[92] 见前注[89],陈海祥、吴比文。

[93] See *supra* note [77].

终选择权,又避免了投资者的盲目选择行为,体现出了恰到好处的证券仲裁强制性,比美国模式的完全强制性更具有合理性。法律应对证券强制性仲裁格式条款给予适当的包容度,以利于提高证券纠纷解决的效率,最终增强投资者的保护力度。

2. 强制性仲裁格式条款的干预

除了支持强制证券仲裁之外,我国法律应对强制性仲裁格式条款的具体内容进行更多的干预,以保护在知识、经验和资金方面处于弱势地位的普通投资者。确实,虽然有些法律争议类型采用了强制仲裁机制,譬如劳动争议和 B2B 的商事争议,但这些争议的一个共同特征是,争议双方在仲裁条款制定方面的谈判力量对等,因此能够保证仲裁机制的公正性。相反,在证券金融纠纷领域,与金融机构相比,很多投资者根本不读或读不懂相关的产品或服务协议,更遑论对于其中的仲裁条款进行有意义的同意或谈判。这主要是因为投资者与金融机构的知识信息水平及业务能力等方面存在显著差异。^[94] 因此,完全自由放任的证券仲裁就有阻止投资者获取司法救济之虞。以上的情况在美国同样存在。^[95]

为了避免证券公司故意不告知客户或不明确揭示这个条款,我国法律应干预仲裁条款的具体内容,明确要求金融机构加强投资者适当性管理。^[96] 法律需要规定仲裁协议的格式规范,例如采取合理方式提示对方注意、^[97] 显著位置的信息披露等。^[98] 此外,我国法律应要求仲裁机构设立专门的证券仲裁庭,以利于对证券强制性仲裁格式条款进行更专业的审查。实践中,一些仲裁机构已经主动进行了机构设置的探索尝试。例如,深圳国际仲裁院专门设立了深圳仲裁中心,且地址就位于深交所附近。^[99] 上海仲裁委员会设置了上海金融仲裁院。^[100] 这种做法极大提升了证券仲裁的专业化和便捷度,可以起到妥善保护证券投资者利益的作用。

(三) 证券仲裁强制性的未来发展: 证券集团仲裁制度的构建

上文讨论了证券仲裁强制性与自愿性的平衡问题,建议适当加强证券仲裁的强制性,采纳默认仲裁的模式。但需要注意,此建议是针对传统的单独仲裁形式而言的。因此,进一步的问题是,证券仲裁的强制性能否继续推广到集团仲裁的场合? 显然,集团仲裁的强制性色彩是高于单独仲裁的,就像集团诉讼相比于单独诉讼的强制性一样。这是证券仲裁制度的有机组成部分,更是仲裁强制性理论问题的重要一环,但由于该问题比较复杂,限于篇幅,本节仅做简要论述。

1. 美国经验

当证券经营者将同类业务与多个当事人签订的格式合同约定采用仲裁方式解决时,仲裁机构很容易陷入“小额多数”求偿者救济困难。^[101] 因此,探索集团仲裁是一个非常关键的问题。在这方面,美国经验具有一定的启示意义,且对世界其他国家产生了重要的影响。^[102] 如前所述,

[94] 这与我国建立的投资者适当性和先行赔付等制度的理念是一致的。参见黄辉:《金融机构的投资者适当性义务: 实证研究与完善建议》,载《法学评论》2021 年第 2 期;黄辉、黄江东、李海龙、肖宇:《证券民事赔偿责任优先的法理逻辑与实现路径》,载《投资者》2019 年第 2 期。

[95] See Michael S. Barr, *supra* note [11], Chapter 4.

[96] 对于适当性管理制度的详细讨论,见前注[94],黄辉文。

[97] 参见《民法典》第 496 条。

[98] See Michael S. Barr, *supra* note [11], Chapter 4.

[99] 参见深圳国际仲裁院官网, <https://www.scia.com.cn/Home/index/aboutdetail/id/16.html>。

[100] 参见上海仲裁委员会官网, <https://www.accsh.org/story.html?id=2>。

[101] 参见赵以:《我国民商事群体性纠纷集团仲裁解决机制建构》,载《商事仲裁与调解》2023 年第 4 期。

[102] Stacie I. Strong, *From Class to Collective: The De-Americanization of Class Arbitration*, 26 *Arbitration International* 494(2010).

Concepcion 案的最终判决对集团诉讼产生了冲击,削弱了 FINRA 规则对于投资者的保护。不仅是集团诉讼,Concepcion 案的最终判决被认为对金融消费者提起的集团仲裁也造成了致命打击。^[103] 基于 1925 年《联邦仲裁法》相比于州法的优先性,美国联邦最高法院认为金融机构可以要求消费者仅能提起单独仲裁,而不能提起集体仲裁。斯卡利亚大法官代表的多数派称,单独仲裁是精简、高效和廉价的,而集团仲裁速度较慢、成本更高且可能产生程序困境,允许集团仲裁会干扰仲裁的基本属性。集体仲裁没有有效的司法审查手段,给被告带来了更高的风险。^[104]

由于 Concepcion 案判决有利于证券经纪商,嘉信理财(Charles Schwab)公司修改了 680 万份客户协议,内容包括客户放弃提起集团诉讼的权利,并排除了在仲裁中的客户合并索赔。这样一来,客户仅能提起单独仲裁(或称双边仲裁),而不能联合起来提起集团诉讼。^[105] 2012 年,FINRA 执法部认为嘉信理财公司的行为违反了其作为 FINRA 成员的行为规则(Conduct Rules),即 FINRA Rule 12204(d)和 FINRA Rule 2268(d)禁止成员在“争议前仲裁条款”中采取违反自律组织规则和限制客户集团诉讼权利的条款。此外,仲裁员无权合并一方或多方的条款违反了 FINRA Rule 12312。FINRA Rule 12312 允许仲裁程序中的一方或多方共同提交多项索赔,前提是这些索赔包含法律或事实上的共同问题,并且可以共同或分别主张救济权利。这些自律规则已经被证券行业所接受。^[106]

嘉信理财公司辩称《联邦仲裁法》阻止了这些 FINRA 自律规则的实施。FINRA 听证干事办公室虽然同意 FINRA 执法部的说法,但拒绝就嘉信理财公司排除客户集团诉讼权利的行为采取自律处罚措施,其根据就是 Concepcion 案中联邦最高法院的裁决。根据 Concepcion 案裁决,FINRA 规则是不可执行的。^[107] 最终听证干事办公室只单独就嘉信理财公司排除客户合并索赔的行为进行了处罚。^[108]

2. 我国证券集团仲裁制度的未来展望

具体到我国,集团仲裁制度的缺乏是一个明显的法律漏洞,尤其是考虑到我国证券集团诉讼不发达的现实情况。相比于单独仲裁,集团仲裁具有明显的优势。证券纠纷具有当事人众多、总体金额较大等特点,普通的单独仲裁会极大增加仲裁机构的工作压力。虽然中国国际经济贸易仲裁委员会等仲裁机构的仲裁规则中有合并仲裁规定,但法律缺乏这方面的监管规则。^[109] 因此,本文认为,我国法律应弥补漏洞,为投资者提供集团仲裁制度。在这一方面,我国集团仲裁制度构建可以学习证券代表人诉讼的经验。

我国法律规定的代表人诉讼包括普通代表人诉讼和特别代表人诉讼。前者采取“明示加入、默示退出”的模式,原告人数可以是确定的或不确定的,投资者完全自愿加入。后者采用“默示加入、明示退出”的模式,具有很明显的强制性特征。^[110] 一方面,由于收益低成本高、影响社会

^[103] See Maureen A. Weston, *supra* note [65], at 791.

^[104] AT&T Mobility, LLC v. Concepcion, 131 S.Ct. 1740(2011).

^[105] See Teresa J. Verges, *supra* note [51].

^[106] See *supra* note [55].

^[107] Ibid.

^[108] See Teresa J. Verges, *supra* note [51].

^[109] 参见《中国国际经济贸易仲裁委员会仲裁规则(2015 版)》,载中国国际经济贸易仲裁委员会网站, http://cietac.org/Uploads/rule_C.pdf.

^[110] Robin Hui Huang, *Class Action in China: Opportunities and Challenges*, in Brian Fitzpatrick & Randall Thomas eds., *Cambridge International Handbook of Class Actions*, Cambridge University Press, 2021, p. 350, 365.

稳定等因素,我国普通代表人诉讼的实施效果未能达到充分保护投资者的目标。^[111] 另一方面,截至目前,投服中心只参与了康美药业案和泽达易盛案,特别代表人诉讼实践经验积累尚不完善。^[112] 案件数量稀少的原因在于投服中心的“激励不足、独立性不足和诉讼能力不足”^[113]。因此,集团仲裁应循序渐进地学习代表人诉讼的强制性,降低投资者的维权成本,提高投资者保护水平。

首先,我国应参照普通代表人诉讼的模式设计普通代表人集团仲裁制度,学习德国、西班牙等法域的明示加入规则。^[114] 在默认选择仲裁方式的基础上,投资者们明示加入集体仲裁并且选举仲裁代表人。对于仲裁代表人的选举、授权等问题,可以借鉴普通代表人诉讼的规则在仲裁法里规定相关规则。例如,证券仲裁代表人必须是自愿担任,拥有相当比例的利益诉求份额,具备一定的专业经验,能忠实、勤勉地履行维护全体证券投资者利益的职责,与被告不存在可能影响其履职情形的关系等。代表人的推选实行一人一票,人数为二至五名。推选不出代表人的,由法院指定。^[115]

其次,在改革的进度方面,本文建议循序渐进,先探索普通代表人仲裁,积累经验后再决定是否采用特别代表人仲裁。这是因为仲裁具有一定的保密性,证券仲裁当事人很难像证券代表人诉讼的当事人一样获得法院的参加诉讼通知。如果当事人要采用集团仲裁方式需要双方当事人事后另外授权的话,集团仲裁将很难成立。因此,我国应尝试建立特别代表人集团仲裁制度。相对普通代表人仲裁,特别代表人仲裁(集团仲裁)的强制性色彩更强,即在默认仲裁的基础上,还默认特别代表人的代表权,这需要法律的强制规定,类似于 2019 年《证券法》对于特别代表人诉讼的规定。^[116] 然而,特别代表人诉讼制度的引入时间还不长,相关案例也不多,还需要继续积累经验。因此,本文建议我国暂缓引入集团仲裁制度,而应先发展普通代表人仲裁,待时机成熟(尤其是在特别代表人诉讼实践取得一定经验后)再决定是否采用特别代表人仲裁。

特别代表人集团仲裁的具体规则设置主要包括集团仲裁代表人、适格投资者范围、投资者加入与退出机制等问题。在这方面,我国法律可以充分参照特别代表人诉讼的法理和实施经验,使证券仲裁投资者适用“默示加入、明示退出”的机制。当证券仲裁条款对集团仲裁表示“沉默”时,仲裁庭应将其解释为当事人的默示同意。^[117] 当然,为了维护投资者和金融机构的利益平衡,“明示退出”机制需要有一个时间限制,比如投资者一旦进入仲裁程序就不能再退出。

五、结 论

证券仲裁因其专业性和程序灵活性等优点,为证券投资者提供了诉讼之外的高效纠纷解决方式,有利于缓解我国金融纠纷数量急剧增长带来的问题。根据证券仲裁的这些禀赋特性,我国法

^[111] See Robin Hui Huang, *supra* note [1], *Private Enforcement of Securities Law in China: A Ten-year Retrospective and Empirical Assessment*.

^[112] 参见中证中小投资者服务中心官网, <http://www.isc.com.cn/html/dbrss/>。

^[113] 吕成龙:《投保机构在证券民事诉讼中的角色定位》,载《北方法学》2017 年第 6 期,第 28 页。

^[114] 见前注[102],赵以文。

^[115] 这里的规则设计参考了 2020 年《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第 12 条、第 14 条、第 15 条对于证券普通代表人诉讼的规定。

^[116] 参见 2019 年《证券法》第 95 条。

^[117] 参见唐力、赵以:《论我国集团仲裁制度的构建》,载《学海》2022 年第 5 期,第 164—173 页。

律在不同历史阶段采纳了不同的规制模式,试图平衡证券仲裁的自愿性和强制性属性。2021年《试点意见》实质上推翻了1993年《股票条例》规定的二元模式。实践中,只要证券强制性仲裁条款没有违反法律强制性规定的,法院通常尊重协议的效力。在这方面,我国和美国证券仲裁制度在内容、对象和形式上各不相同。首先,美国联邦最高法院2011年裁决的 *Concepcion* 案具有里程碑式的分水岭影响,使美国对强制性仲裁条款采取了支持态度。我国对强制性仲裁条款采取尊重当事人意思自治的立法精神,同时法院为了保护弱势投资者而对仲裁条款变更权进行干预。其次,美国证券仲裁的主要纠纷类型是侵权纠纷,我国主要是合同纠纷。再次,美国采纳了行业自律加司法干预模式,我国采纳了市场主体的意思自治模式。

本文认为,鉴于证券仲裁的禀赋特性,法律应从利益平衡角度规制证券仲裁。我国不能完全照搬美国对证券强制性仲裁格式条款的规制模式,而应采纳默认仲裁模式。首先,我国应适度加强证券仲裁的强制性属性,在允许当事人自愿选择仲裁的基础上大力支持证券仲裁的发展,采用默认选择仲裁的规定。其次,我国法律应对强制性仲裁格式条款的具体内容进行更多的强制干预,以保护在知识、经验和资金方面处于弱势地位的普通投资者。最后,我国法律应建立集团仲裁制度。是否采纳集团仲裁方式原则上交给当事人自由协商,但法院应采纳支持集团仲裁协议效力的裁判立场,适当增加集团仲裁的强制性属性。在这方面,我国集团仲裁应循序渐进地学习代表人诉讼的强制性,参照普通代表人诉讼的模式设计普通代表人集团仲裁制度,在特别代表人诉讼实践取得一定经验后尝试建立特别代表人集团仲裁制度。

Abstract With the rapid development of the securities market and the establishment of special representative litigation in 2019, the number of securities disputes has sharply increased in China. To efficiently handle securities disputes and protecting investors, the CSRC and the Ministry of Justice formulated the “Opinions on Carrying out Pilot Arbitration in the Securities and Futures Industry in accordance with the Law” in 2021. The FINRA rules and the US Supreme Court’s decision in the *Concepcion* case have enlightening significance on China’s immature securities arbitration system. This article reviews the historical development and current rules of the securities arbitration systems in China and the US, and compares their voluntary and mandatory regulatory models. To balance different interests, China should not completely copy the US regulatory model on mandatory securities arbitration format clauses. While allowing parties to voluntarily choose arbitration, China should support securities arbitration and adopt the provision of default arbitration. Respecting the autonomy of the parties, China should be more tolerant of securities mandatory arbitration standard clauses and gradually establish a special representative class arbitration system with “implied admission and explicit withdrawal”.

Keywords Financial industry, Self-Regulatory Rules, FINRA, Compulsory Arbitration, Securities Association of China

(责任编辑:侯利阳)