

# 论证券投资者的社会法保护

## ——证券投资者保护基金评述

**【摘要】** 证券投资者人多，而不势众；证券法规范繁多，而欠缜密。证券投资者保护基金的设立，是我国投资者保护制度的一大进步。其立足社会本位的制度设计将很大程度上提升投资者的弱者地位，有利于推动我国证券市场的平衡发展。

**【关键词】** 证券投资者 保护基金 社会法

**【作者】** 高丛林

投资者是证券市场的基础主体，如果其利益得不到有效保护，民间资本进入证券市场的流量便会大幅减少，进而导致市场交易量的萎缩和发行人筹集资金的困难，甚而危及整个资本市场。虽然，我国证券法及相关规范一直致力于对投资者利益的维护，但仍存在很大的制度缺疏，并在客观上导致证券市场的发展缓慢与动力不足。“时移则事异，事异则备变”，对投资者加强保护力度的问题终于引起了各方的重点关注，并最终于最近的一次证券法修改中引入了证券投资者保护基金制度。这是借鉴成熟市场经济国家成功做法的伟大尝试，充分体现了证券法与时俱进的发展轨迹，充分展现了证券法追求良性发展的社会本位思想。

### 一、保护证券投资者投资的实然规范及其缺憾

对证券投资者投资安全的保护，是《公司法》、《证券法》的重要内容。公司法对小股东利益的保护，侧重于公司内部组织机构的形成、小股东自益权和共益权的赋予和行使方面。如小股东通过累积投票权的方式推选董事、小股东对董事会决议瑕疵的异议权、诉权的享有和行使等。《证券法》对中小证券投资者合法权益的保护则侧重于证券市场的交易环节。首先，《证券法》禁止通过单独或合谋，集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖，操纵证券交易价格。其次，《证券法》还将持有公司 5% 以上股份的股东视为知悉证券交易内幕信息的知情人员，非依有关上市公司收购的规

定，不得买入或者卖出所持有的该公司的证券，并且不得泄露内幕信息或者建议他人买卖证券。这些规定有利于克服大股东与中小股东在证券交易中的不公平竞争，从而保护中小股东利益。另外，在上市公司收购的立法中，也强调了对中小证券投资者的保护。

然而，在投资者保护方面仍存有诸多缺陷。如（1）股权平等原则难以真正落实。从现行《公司法》来看，在保护投资者权益方面主要规定了股权平等原则。《公司法》第127条规定：“股份的发行，实行公平、公正的原则，同种类的每一股份应当具有同等权利。”但这种平等是资本的平等，它掩盖了事实上的不平等<sup>①</sup>。我们知道证券按资金主体的不同，可分为国家股、法人股和个人股。而目前只有个人股中的社会公开募集部分才可以上市流通，而占总量大部分的国家股、法人股暂不能流通；另一方面，我国证券市场上80%的投资者是中小投资者，他们所持股份数量较少，在“资本多数决”制度下，其权利常常被漠视。按照“资本多数决”制度，股东大会依照持有多数股份的股东的意志作出决议，法律将持有多数股份的股东的意思视为公司的意思，并且持多数股份的股东的意思对持少数股份股东产生拘束力。然而，《公司法》并没有相应地对股份公司控股股东的权利进行适当限制或赋予其对其他股东的诚实信用义务，也没有赋予持少数股份股东的特殊权利以保持股权力量格局的均衡，结果导致控股股东对“资本多数决”的滥用，而对此占少数股份投资者则缺乏特殊的权利和程序进行预防和救济。（2）信息公开制度不完善。证券市场作为公开的开放性市场，证券投资者为保护其投资的安全和收益，需了解和掌握证券发行人的经营状况和财务变化等有关信息，而证券发行人则须通过公开法定文件承担信息披露义务。信息公开是证券法律制度的基本原则之一。证券发行人应及时、真实、充分和完整地向社会公开能够影响投资者决定的一切信息资料。没有正确的信息公开，证券投资者将被误导，内幕交易将不可扼制，社会公众将对证券市场失去信心<sup>②</sup>。但《证券法》对信息披露只是作了框架性的规范，可操作性不强，信息披露的大量具体规范有待进一步制定。上市公司的信息披露问题是证券市场的薄弱环节，也是影响证券市场规范发展的制约因素。因为公司信息披露的真实性、及时性和规范性得不到保证，公众缺乏对正常渠道信息披露的信任感，小道消息盛行，就会助长股市的投机性。（3）民事责任缺位：《证券法》第十一章规定了证券违法犯罪行为的法律责任，包括行政责任、刑事责任和民事责任。然而，涉及到民事责任的条款仅有两条，仅规定了虚假陈述和违背客户意思表示造成损失这两种情况必须承担民事赔偿责任，其

<sup>①</sup>唐晓东：《论上市公司的关联交易》载《证券法律评论》2001年第1期。

<sup>②</sup>符启林：《中国证券交易法律制度研究》，法律出版社2001年第5版，第28页。

他都是行政责任和刑事责任。这在客观上造成除上述两类行为外，对其他违法行为给投资者造成损失的情况追究民事责任失去了法律依据<sup>②</sup>。在投资者因不正当行为而遭受损失时，仅对违法者进行罚款、判刑不足以维护投资者的合法权益。因为刑事责任和行政责任的功能重在打击和遏制违法犯罪行为，剥夺其进一步实施违法犯罪行为的条件，使之不能再犯，而民事责任重在消除违法犯罪行为的后果，使受害人的利益得到救济，其主要手段就是赔偿受害者的经济损失。

## 二、投资者的弱势地位及证券法社会本位的价值取向

罗马帝国时期的乌尔比安以其卓越的智慧按照所保护利益的不同将法律区分为公法与私法，这一划分被引为经典而广为流传。在以个人利益为本位的私法领域中，“每个人都是平等的，每个人都是富有理性的，自有意识，自知利害，自会判断，可以通过契约、自由竞争、优生劣汰、各得其所”<sup>③</sup>。以此为前提，私法自治成为被严格贯彻的原则，并用以抵制国家公权力的入侵。然而，随着资本主义的发展，市场的自由竞争使得有限的资源流向强者，导致绝大多数的弱者面临生存危机，法学家亦开始认识到形式的平等之下潜藏着实质的不平等。于是，资本主义国家开始以立法的形式就劳工、教育、环保等社会问题对弱势群体予以倾斜性立法，在此基础之上，以社会为本位的社会法得以形成。

于证券市场而言，证券投资者尤其是中小投资者相对于券商、上市公司的大股东、经营者而言即是社会法上的弱势群体。首先，我国证券法规定投资者只能通过委托券商代为买卖证券，而实际操作过程中券商多违反委托协议，擅自买卖、挪用客户证券甚至客户交易结算资金。究其原因，则是由于投资者处于信息劣势和力量劣势所致。在现实的经济生活中，各种信息是非均匀分布的，对信息占有成度的不同将影响双方地位的平衡。实践中，券商通常会对投资者隐瞒对其不利的信息，而投资者囿于自身条件所限只能被动地接受被美化和夸大了投资信息；投资者与券商之间的经济实力差异更是毋庸置疑，投资者人数众多而力量分散，无法与券商相抗衡，在权利被侵害之后更是难以寻求得力的救济途径。其次，基于资本多数决的原则，多股东凭借手中掌握的绝对多数股份或控制性股份控制股东大会进而控制公司的运营，在股东之间发生冲突时，中小股东的

<sup>②</sup> 王菲萍：《证券法法律责任的失衡》，载《法学》1999年第4期。

<sup>③</sup> 皮埃尔·勒鲁：《论平等》，王允道译，商务印书馆，1988年版，第27页。

利益往往难以保障。

证券法作为我国规范证券市场的基本性法律，在其制定和实施过程中充分考虑并尊重证券市场的客观现实便显得颇为紧要。基于我国证券市场发展的不完善及由此造成的投资者之间巨大的社会差异，证券法应以社会为本位，摒弃传统形式上的平等保护，为证券投资者设置更为人性化的保护制度，以推动证券市场的良性发展。2005年10月27日，十届全国人大常委会第十八次会议通过了《中华人民共和国证券法(修订)》。在新修订的《证券法》第一百三十四条规定：“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。”证券投资者保护基金作为证券投资者保护制度体系中的重要组成部分，《证券法》关于设立证券投资者保护基金的规定，是《证券法》与时俱进的体现，是其社会本位特征的体现。

### 三、证券投资者保护基金的设立背景简析

证券投资者保护制度类似于银行存款保险制度，是国际上普遍建立的一种制度，最早开始于七十年代初期的美国。当时美国证券业遭到经营危机、财务困难和市场萎缩的重重打击，一些证券经纪商破产倒闭，造成证券投资者资产损失，不少投资者纷纷撤离市场。为了重建投资者对证券市场的信心，美国国会于1970年通过了《证券投资者保护法》，确立了投资者保护制度，并在该法律框架下，设立了证券投资者保护公司(简称SIPC)，同时设立证券投资者保护基金。SIPC属于会员制非盈利组织，法律要求凡在美国证监会注册且主要业务在美国开展的证券商自动成为会员。当一家会员出现危机时，SIPC就会通过联邦法院指定破产管理人去接管证券公司，或者拍卖其资产，然后破产管理人立刻通知客户提出索赔权并相应地清算索赔，以此为SIPC会员的客户提供保护。除美国之外，德国的《存款保护和投资者赔偿法案》、英国的《金融服务和市场法》、爱尔兰的《投资者赔偿法》、澳大利亚的《国家担保基金法》，以及我国的台湾、香港地区也都以法律法规或者规章制度的形式，规定了证券投资者保护制度。从总体上看，国际上对证券投资者保护基金有两种运作模式：一种是独立模式，即成立独立的投资者保护公司，由其负责投资者保护基金的日常运作，美国、英国、爱尔兰、德国的证券市场都采用了这种模式；另一种是附属模式，由证券交易所或证券业协会等自律性组织发起设

立投资者保护基金，并负责日常运作，加拿大、澳大利亚、新加坡、香港、台湾等国家、地区采用这种模式。<sup>①</sup>

证券公司破产不同于普通公司破产，证券公司涉及到众多客户的利益，其破产可能带来巨大的社会风险。在证券法修订之前，我国的证券法律存在缺陷，并未建立投资者保护制度和证券公司市场化的退出机制，因此不能适应证券市场发展的需要。当证券公司倒闭，由于其违法违规经营而对客户欠下的巨额债务无法清偿时，出于社会稳定的考虑，政府只得付出高昂的“买单”成本。近年来，政府监管部门在以接管、托管或责令关闭等行政手段处置高风险证券公司时，大量动用了中央银行的再贷款来收购个人债权和客户交易结算资金，以此补偿个人投资者的损失。证监会、财政部、人民银行联合发布了《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》、《个人债权及客户证券交易结算资金收购实施办法》及《关于证券公司个人债权及客户证券交易结算资金收购有关问题的通知》等三个文件，规定了国家以再贷款资金收购 2004 年 9 月 30 日之前的个人债权以及被挪用客户交易结算资金。这一办法是政府解决金融不良贷款的一贯模式，是权宜之计，使得金融风险转化为人行的再贷款风险。在不断的探索中，有关各方逐渐认识到必须参照国际通行做法建立投资者保护基金，从而建立证券公司市场化的退出机制。2005 年 9 月，证监会、财政部、人民银行制定了《证券投资者保护基金管理办法》，明确了证券投资者保护基金的组织架构、资金筹集和使用等；9 月 29 日，依据该办法，中国证券投资者保护基金公司成立。通过设立保护基金，能够在证券公司破产时避免风险蔓延，能引导证券公司有序破产，从而实现证券公司退出由行政性主导到市场化主导的对接，有助于将政府从证券公司行政清算的泥沼中解脱出来。

法律是社会理想和正义的体现，是社会需要的产物。同时，法律是社会的调整器，法律必须适应时代精神和社会要求。证券市场瞬息万变，证券法也必须不断适应证券市场不断变化的形势。设立证券投资者保护基金，在实践中被证明是市场化应对证券市场风险、稳定证券市场的基础性制度安排。新修订的《证券法》吸收了国外成熟的经验，并将经过实践证明行之有效的做法以国家立法形式固定下来，顺应了证券市场发展的需要，体现了证券法与时俱进的特征。

#### 四、证券投资者保护基金的制度价值评析

---

<sup>①</sup>姜洋：《中国证券商监管制度研究》中国金融出版社 2001 年版，第 189 页。

以主体价值的选择为标准，法可以分为三种本位——国家本位、个人本位和社会本位。“本位”的内涵是指“中心”，还包括基本观念、基本目的、基本作用和基本任务等派生性内涵。法的本位指法的基本目的、基本任务或者基本功用，体现了法的价值取向，反映了法的基本观念。强调以国家为中心，国家利益高于一切个人利益，这种以“国家中心”为价值取向的法就是“国家本位”的；主张个人至上，个人利益神圣不可侵犯，认为法是为了维护和促进个体自由，这种以“个人中心”为价值取向的法就是“个人本位”的；追求社会公共利益的最大化，注重社会整体发展的均衡，保障社会整体效率的提升，这种以“社会中心”为价值取向的法就是“社会本位”的。<sup>①</sup>

作为规范证券市场运行、调整证券市场各种利益冲突的基本法律，证券法从社会利益出发，通过对社会利益和证券市场各参与主体利益的协调，来达到发展社会主义市场经济的目的。因此《证券法》是社会本位之法，以维护社会利益为基准，属于社会法，其核心目标是保护投资者利益，维护社会利益。社会利益的主体是社会公众，而不是个人，不是集体，也不是国家，其内容涉及经济秩序和社会公德两方面。不同的法律部门，其所维护的社会利益各有侧重不同的表现，例如消费者权益保护法侧重于消费者权益的保护；商业银行法侧重于存款人利益的保护；而证券法侧重于投资者利益的保护。对证券公司和其投资者而言，由于双方处于信息不对称的地位，投资者处于信息劣势的地位，其合法利益容易受到证券公司的侵害，因此证券法律法规有必要保护证券公司的客户利益，即公众投资者的利益。投资者是证券市场资金的供应方如果投资者对证券市场失去信心，就会“用脚投票”撤回资金，证券市场就会成为“无源之水”。证券市场之所以能够持续，是因为投资者有心理预期，相信现在的投入在将来会有更好的回报，因此投资者和社会公众的信心是证券市场赖以存在的基础。由于金融风险有传递和扩散的特征，一家证券公司涉及千千万万的客户，特别是为数众多的个人投资者，证券公司破产对其个人财产造成的损害可能是毁灭性的。如果没有相应的赔偿制度安排，处置不当，就可能造成投资者丧失信心，诱发系统性风险，给社会稳定造成冲击。当证券公司风险爆发被处置时，有了投资者保护基金这一制度设计，投资者的损失能够在一定程度上得到弥补，公众投资者利益可以得到保护。因此可以说，证券投资者保护基金的设立，是投资者保护制度的完善，是我国证券法律制度保护投资者尤其是中小投资者合法权益这一基本原则的具体体现，是我国从社会法的角度对投资者利益进行保护的一次伟大尝试。

---

<sup>①</sup>许光耀、王巍：《论经济法是社会本位之法》 <http://www.chinaxuexi.com>

