

投资者权益保护的多元思考 与保护投资者权益的中国路径

田西平

本文要义：我国证券市场经过 15 年的快速发展，取得了世人瞩目的巨大成就，但同时也在很大程度上忽视了对中小投资者权益的保护，本文从十个方面分析了投资者权益保护存在的问题，从四个方面剖析了现在乃至将来开展投资者权益保护面临的主要矛盾，最后从五个方面指出了开展投资者权益保护的中国路径。仅供大家参考，不当之处敬请指正。

以修订后的《公司法》、《证券法》正式实施和中国证券投资基金有限责任公司的成立为标志，我国投资者权益保护工作迈上了新台阶。但囿于我国新兴加转轨市场运行轨迹的长期复杂性，投资者权益保护仍要面对法规、监管、投资者自我觉醒等一系列问题的困惑，任重道远。本位试图厘清投资者利益保护面临的主要问题与矛盾，为选择符合中国国情的投资者权益保护路径提出对策建议。

一、十五年来证券市场发展与投资者权益保护

不可否认，经过十五年的快速增长，我国证券市场发展的框架已基本形成，资本市场已经成为社会主义市场经济体系不可或缺的重要组成部分，随着股权分置这一困扰市场多年的制度缺陷在今年底前基本解决，我国资本市场将步入快速发展的新阶段。在看到十五年资本市场发展巨大成就的同时，回顾我们走过的历程，不难发现证券市场从制度设计、法规框架、监管效率等方面所存在的缺陷与不足，有的问题还比较严重。正是这些复杂因素的合力作用，才使我国资本市场投资者权益保护面临诸多难题。

（一） 市场定位存在偏差，使投资者权益保护缺乏立论基础

我国证券市场初期的定位主要就是筹资，为国企改革脱困服务。“摸着石头过河”，走一步看一步，先把市场搞起来再说。在这一理念指导下，有关部门完全沿用行政性的做法，采取了很多特殊政策，如上市指标按计划分配审核、大国

企为上市采取剥离资产、给予财税政策支持等，导致一些优质企业上市无门，一批质素较差的企业上市后严重影响了上市公司整体质量；中介机构违规委托理财、挪用客户保证金、与上市公司合作操纵股票价格等，极大挫伤了投资者的信心，可以说，在市场初期的发展中，投资者权益受到来自政府、大股东、公司管理层及中介机构等各方主体的共同侵害。

（二）法律、法规的立法瑕疵和不足，使投资者权益保护缺乏重要的法理支撑

我国至今没有专门的投资者权益保护法律，现在引用的法理散见于《公司法》、《证券法》及其他民事法律和行政法规的具体条款中，多数条款规定过于原则和笼统，缺少可操作性，在整体的投资者权益保护法规体系中，做不到无缝衔接。今年修订后的新《公司法》、《证券法》在这些方面虽然有了较大改进，但与之配套衔接的一系列条例、司法解释、部门规章等的出台还要相当一段时间。

（三）股权分置状态下的制度缺陷，使投资者权益保护缺乏共同的价值平台

股权分置使非流通股东和流通股东之间缺乏共同的利益基础和互动平台，没有一致的价值判断标准，在国有股和法人股无法自由流通情况下，公司经营的好坏与管理层的利益没有直接挂钩，尤其是一些占有绝对控股地位的大股东或者实际控制人肆意践踏处于劣势地位的中小股东利益，将上市公司当做“摇钱树”、“提款机”，采取花样不断的重组模式，肆意掏空上市公司；一些上市公司管理层把主要精力放在包装自己、与庄家合作操作自己的股票上，使大量投资者损失惨重。

（四）虚假信息披露屡禁不止，造成市场信息失真，直接伤害投资者权益

虚假信息披露与内幕交易、操纵市场密切相关，结果只能是少数人得利而使大多数投资者上当受骗。翻开上市公司公告，每年都会有部分上市公司因信息披露违规被中国证监会稽查处罚，但仍会有另外一些公司前仆后继，明知故犯，轻描淡写的一句致歉公告背后往往隐藏着不可告人的目的。

（五）低成本违法违规泛滥成灾，不仅伤害了投资者权益，更重要的是伤害了市场本身。

违法违规行为的泛滥一方面在于《公司法》、《证券法》等法规方面的缺失

和滞后，另一方面在于司法与行政执法效能的低下。在新兴市场中，法律法规的不完善和滞后是客观的和必然的，但这并不意味着司法和行政监管部门对违法违规行为的束手无策和放任纵容。事实上，也正是一些人吃透了法规 and 政策的底，摸清了我们司法行政运作中的漏洞和缺陷而肆意妄为，置投资者利益和国家监管权威于不顾，来赚取“血淋淋”的黑钱。

（六）公司治理普遍缺失，内部人控制现象严重，使投资者权益保护工作异常艰难。

公司治理缺位，一方面是我国长期存在的计划经济体制的产物，另一方面也是我国特有的历史文化在企业中的反映。虽然我国法律政策对加强公司治理已有一系列的规定要求，但要真正变成公司自觉的行动还有很长的路要走。在上市公司中，“三会”制度、独立董事制度等均已明确载入公司章程中，但在公司运作中，“一言堂”、“家长制”的现象仍大量存在，“我就是股东会、董事会”是一些上市公司董事长的内心独白。在这样的公司治理状况下，投资者利益保护只能是一句空谈。

（七）中介机构恣意妄为，赤裸裸的侵害投资者权益。

证券公司和专业证券投资咨询机构等作为面向广大投资人并以收取佣金为主要收入来源的中介团体，理应忠实客户的委托，以保护投资人利益为己任。然而事实上，从股票市场产生以来，上述中介机构始终将自身利益放在首位，甚至以侵害投资人利益来满足自身的需要。券商挪用客户证券资产用于抽新股、自营、弥补自身经营费用等几乎是普遍现象，有的竟然将正常经纪客户的股票盗卖，把资金用于自身需要；一些投资咨询机构以收取高额会员费，充当庄“托”等方式，使一些会员血本无归。与此相比，法律对这类行为的惩处过于宽松，致使一些“犯事”的人后悔，当初应该把保证金的窟窿弄的再大些，反正都是差不多的刑法。

（八）民间、自律组织的缺位、失声，使投资者权益保护缺少了重要的第三方力量。

我国目前的投资者权益维护路径中，即缺乏投资者集体诉讼的法律和现实基础，也缺少类似日本、韩国那样的专业民间诉讼组织，加上我国传统文化中息事宁人和诉讼过程中过高的经济和精神代价，都使投资者在维权路上望而却步。

(九) 投资者自我保护意识淡薄, 使保护投资者权益缺乏内在的动力和源泉。

保护自身合法权益不受侵害应该是每位公民的基本要求, 对应在证券市场中, 每一位股民都应该对侵害自身权益的不法行为说“不”。但客观上不是如此。一方面是由于信息不对称, 比如, 股民无法及时知晓上市公司的行为是否侵害自身权益, 投资者也无法明了券商是否将自己的保证金挪作他用。另一方面是投资者的观念问题, 总认为, 证券市场是国家批准的, 上市公司股票是国家批准发的, 证券公司是国家批准开的, 出了问题当然由国家管。很多人误认为, 投资股票和把钱存如银行一样放心。正是缺少了 7000 多万投资者的警惕和监督, 一定程度上使证券市场违法违规者肆无忌惮, 也使投资者自我保护更为艰难。

(十) 社会诚信和道德约束的缺失, 加重了我国投资者权益保护工作的难度和复杂性。

证券市场是在市场经济高度发达基础上建立起来的信用市场, 无论市场发展何种程度, 也无论市场监管的法律法规如何完善, 诚信和道德都将是促进市场健康发展的重要力量。遗憾的是我国证券市场各主体间, 诚信和道德约束力量还很微弱。比如实名开户问题, 市场中借用他人开户的现象大量存在, 有关部门也曾花费大量力量解决这一问题, 但效果不明显。根源在于老百姓不认为将自己的身份资料借给他人有什么问题, 况且别人还给了报酬。一些券商为一己私利也对明显存在嫌疑的开户资料网开一面, 对一个身份资料显示 80 多岁的偏僻农村老人存入上千万资金炒股票的行为不做任何的合理怀疑, 凡此等等均说明我们的证券市场需要花相当长时间来弥补诚信和道德缺失的功课。

二、 投资者权益保护面临的主要矛盾

(一) 投资者队伍与投资者权益保护的矛盾

截止今年 5 月底, 我国证券市场 A 股开户数已达 7300 万, 现在仍以每日平均 1 万多户的速度增长, 这一庞大投资者群体的成分和结构非常复杂, 由于无法取得一手资料, 没有人做有针对性的统计分析, 但中小散户占据绝对多数应是不争的事实。从实践看, 已进入风险处置程序的 28 家证券公司无一例外均存在大量的帐户清理工作, 为数众多的“存疑帐户”给行政清算工作带来了不少难度, 也给保护基金的有效使用和安全带来威胁。另外正是由于证

券帐户开户、使用和管理的不规范，给一些证券公司挪用、盗用客户资产提供了条件和便利。

（二） 投资者保护各实施主体的多元目标与投资者权益保护的矛盾

国际证监会组织将投资者权益保护列为最重要的监管目标之一，然而仅仅依靠中国证监会无法完成这一复杂艰巨的任务。因为投资者权益保护涉及司法、行政、自律组织和投资者自身四个层次，互相之间需要密切合作、良性互动。就行政监管而言，中国证监会仅仅是行业主管部门，国务院许多部门尤其是综合管理部门都对证券市场的发展有相当的影响力，进而影响到投资者权益的保护。上述各部门既定的工作目标，比如促进经济发展、社会和谐进步，虽然从长远看与保护投资者权益的目标是一致的，但在具体问题上又存在许多矛盾，甚至冲突。相对于许多部门的大目标、大问题，广大中小投资者这一最需要保护的弱势群体利益往往被有关部门所忽略和牺牲。需要保护的中小投资者群体的弱势地位及其人群的不确定性与投资者权益保护实施群体的目标多重性的矛盾将长期存在。

（三） 证券市场运行轨迹的复杂多变性与投资者权益保护的矛盾

长期看，随着国家经济的持续健康发展，证券市场的规模将逐步壮大，市场成熟程度也将不断提高，投资者将会越来越多的分享国家经济增长的成果。但证券市场的运行绝不是一条直线，其复杂多变的形态将永远存在。投资者权益保护问题非常容易在市场低迷时集中凸现，而在牛市中则很容易被忽视。事实上，投资者权益保护是证券市场永恒的话题，只不过，在不同时期有不同的表现形式而已，市场的崩溃也正是投资者信心彻底丧失的必然结果。反之，大量的例证也表明，投资者权益保护工作做的好，可以一定程度提升投资者的市场信心，进而减低市场的冲击。

（四） 各市场参与主体的平等与投资者权益保护的矛盾

证券市场是各参与主体合力作用的结果，在大谈投资者权益保护的时候，也面临市场各参与主体的权益平衡问题。其一是上市公司作为股票和债权发行人的权益；其二是中介机构：券商、会计师、律师事务所、专业投资咨询机构等的权

益；三是行业自律组织：证券交易所、登记结算公司等权益；最后是投资者群体内部：中小投资者与大户、散户与机构户之间的权益平衡。如果一味强调中小投资者权益的保护，而忽视甚至侵害其他各方的合法权益，难免导致新的不公，也可能导致另一形式的权利滥用。

三、 选择符合中国国情的投资者权益保护路径

（一）持续进行高压监管，促进上市公司、中介机构整体运作质量稳步提高，是保护投资者权益的根本所在。

建立一个公开、公平、透明的证券市场，上市公司治理持续改善，中介机构规范运作是广大投资者的热切期盼，也是证监会义不容辞的责任。在股权分置和证券公司综合治理两大难题基本解决，尤其是两法赋予监管机构更多的权利后，证券市场将进入一个全新的发展阶段，更多监管措施实施并产生效果的过程，必将对投资者权益保护工作产生更积极的影响。

（二）降低私人诉讼的司法门槛和成本，甚至建立专业的审判机构，为投资者权益保护提供强有力的法律武器。

修订后的两法以及今年6月29日起实行的《刑法修正案（六）》，为规范证券市场、惩治证券犯罪提供了进一步的法律武器，但这一武器如果过于昂贵，限制性的条件太多，其威力将大打折扣。同时，考虑到我国资本市场发育的极端不平衡，有必要仿照公安部证券犯罪侦察局在北京、上海等地成立专门的证券犯罪审判机构，给证券市场各方以持续性的高压威慑，使投资者处于法网的强力保护中。虽然这样有可能出现像上世纪60—90年代美国曾出现的过度诉讼以及社会法律成本的浪费等问题，但其积极作用会远远大于其负面影响。

（三）顺应市场演变，拓展投资者保护基金的功能，使之成为未来相当长时间内我国投资者权益保护的主推器。

目前的证券投资者保护基金公司及运作规范是因应证券公司综合治理的需要而产生的，有临危授命的性质。到今年底，随着绝大部分证券公司进入常态经营，保护基金的转型势必要提到议事日程。

由中国证监会、财政部和中国人民银行联合发布的《证券投资者保护基金管理办法》面临与修订后的《证券法》第134条规定的衔接问题，该《办法》需要由国务院制订新的专门条例来替代，以使投资者保护工作纳入更高层次的法规规

范。

虽然《证券投资者保护基金管理条例》仍在酝酿之中，但就我国目前证券市场的特质和架构看，保护基金公司显然不能仅仅扮演最后“买单人”的角色，如果总是别人犯错，政府买单，将引发严重的道德风险，也无助于市场的健康发展。因此，除了法规赋予的筹集、管理和使用保护基金外，更重要的是要引导市场形成谁犯错，谁买单，谁出局的良性格局，这方面有很多东西值得探索。

（四）赋予以沪深证券交易所为主体的自律组织更多的职能，使其成为投资者权益保护的得力助手。

调整监管机构与自律组织的分工，将中国证监会的一些职能下放到交易所、登记公司、证券业协会等自律组织，应是将来市场监管架构演变的大方向。比如针对信息披露等违规行为，交易所可要求上市公司及有关人员签署承诺，一旦违背诺言，除对公司及有关当事人公开谴责外，可按承诺要求公司或有关人员赔偿，而不是目前由稽查部门查处、处罚。同样对违反交收规定的行为，登记公司也有权采取限制相关业务的措施。证券业协会也有许多工作可以开展，比如诚信系统管理，比如规范类、创新类公司评审，可以继续完善功能，真正让好人举手，让坏人下课。

（五）引导、壮大民间组织机构，使之成为投资者权益保护的第三方力量。

修订后的《公司法》、《证券法》赋予了投资者许多民事诉讼赔偿权利，比如，因内幕交易、操纵市场、欺诈客户、虚假陈述以及证券公司违规给投资者造成损失的，都应依法承担赔偿责任，但实施这些权利需要有一系列的配套措施。在两法修订前，证券市场之所以鲜有投资者因上述违法行为而获得民事赔偿，重要原因之一是因为这类案件十分复杂和特殊，非单个中小股民所能为。成立由保护基金公司指导或资助、主要由律师和会计师及其他专家组成的集体诉讼机构，当是眼下的适当选择。一旦有现成的判例，将会对市场带来良好的示范效应，从而会引导一批专门代理投资者诉讼的“原告律师”出现，给中小投资者更有力的保障。

2006年7月20日