

证券投资者保护的几点思考

刘谷庭

目前我国证券市场投资者开户数七千多万户，投资者是市场活力之源，投资者信心直接关系到市场的兴旺、发展。对我国以散户为投资主体的新兴证券市场来说，股市的成长和发展，离不开广大投资者的参与和投资。各国都将投资者保护作为一项中心工作，国际证监会组织（IOSCO）将保护投资者列为证券监管三大目标（保护投资者；确保市场公平、有效和透明；减少系统风险）之首，中小投资者受信息披露、分析能力及资金实力等因素限制，他们在市场中处于弱势，自我保护能力不强。证券投资者保护更多的是保护中小投资者的利益，多年来，保护投资者尤其是中小投资者权益也成为管理部门重中之重的一项工作，上至党中央、国务院，下至具体执行部门中国证监会，无论是《证券法》、《公司法》和《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，还是证监会制订的一系列保护证券投资者的规章，都体现了这项工作的重要性，本文将从哲学、法律、道德等方面对证券投资者保护做一些探讨。

一、 证券投资者保护的哲学思考

一要处理好主体与客体、主体与主体的关系。我国证券投资者主体主要有机构投资者与中小投资者。机构投资者主要是基金管理公司、证券投资基金、境外直接投资机构、社会保障基金、保险基金、企业年金等，它们正逐渐成为证券市场的主导力量，可以引导市场逐步由投机型向价值投资型转变。截至 2006 年 6 月底，我国基金管理公司数量达到 57 家，证券投资基金总规模达到 4262 亿份，有 42 家机构取得 QFII 资格和 71.5 亿美元投资额度。目前，机构投资者持有已上市 A 股流通市值占比已经超过 30%，保护机构投资者的权益应是证券投资者保护的题中应有之意。中小投资者覆盖面广，按照我国户均 3.4 人计算，全国平均约 19%的居民户购买股票。他们既是股票持有者，又是劳动者或下岗职工。股票市场的兴衰不仅影响证券市场，而且影响股民的生活和工作，进而心理、情绪和行为，从而影响我国的社会安定。因此，对中小投资者合法权益的保护具有很鲜明的中国特色。证券投资者的客体是证券投资者所投资的上市公司，上市公司是市场的基石，它的好坏决定了证券市场能否持续健康发展，而投资者与上市公

司之间的良性互动是证券市场发展的根本前提，不同投资者在投资理念和行为方式上表现的个性化差异使中小投资者与机构投资者本身存在博弈，因此，处理好主体与客体、主体与主体之间的关系是证券市场健康发展的一项重要工作。

二要解决主要矛盾和矛盾的主要方面。中小投资者与上市公司对自身利益最大化追求的分歧是证券市场的主要矛盾，在现代企业制度框架下，侵害中小投资者权益的主体除了公司大股东外，还有公司经营层。公司经营层通过与大股东合谋或贿赂大股东代理人的方式实现对公司的掠夺。掠夺手段多种多样，如转移定价、奢侈的职务消费、为自己发放过高的酬金、用牺牲公司利益的办法为自己亲友谋利。公司组织机构无论是采取股东会中心主义还是董事会中心主义，中小投资者都处于不利地位，都属于“弱势群体”。从世界各国的公司实践看，普遍存在公司大股东或经营者侵占中小投资者利益的现象，如内部人对利润的侵吞，而且以合法的程序进行掠夺。在上市公司和投资者中，上市公司又是矛盾的主要方面，起了主导作用，在没有进行股权分置改革以前，大股东滥用其一股独大的控制股东地位、侵害公司财产、侵犯中小股东利益的问题屡见不鲜。后股权分置时代，如何保护中小投资者的合法权益将成为一个新的课题，2006年7月，尚主席特别强调“要研究全流通体制下中小投资者合法权益保护工作出现的新情况、新问题，推动改进和完善投资者合法权益保护的相关法规和制度”。

三要统筹兼顾，对侵害证券投资者利益现象进行综合治理。要确实保护证券投资者的利益，仅仅从投资者和上市公司着手是远远不够的，一个完整的证券市场不仅有投资者和上市公司，还有各种类型的中介服务机构，还有市场的组织者和监管者。开展证券投资者保护，不仅要出重拳，对侵害投资者利益的害群之马进行重点打击、重点突破，还要出奇拳，证券市场所有参与主体，所有的咨询服务机构和市场的组织者、监管者都要有维权意识和共同搞好市场的大局意识，齐心协力共同推动证券市场向持续健康发展的轨道上前进。

二、 证券投资者保护的法律思考

施莱弗等学者(La Porta)在其《投资者保护：起源、影响、改革》(Investor Protection: Origins, Consequences, Reform)一文中，对法律差别、各国法律实施效率进行了详细描述，还讨论了这些差别的可能起源，同时也对他们的影响进行了总结。一国法律制度的有效性不仅取决于法律本身是否完善，还取决于该国的执法效

率。当一国法律本身较完善而执法效率较低时，法律条文就形同虚设。因此，在考察证券市场法律体系对投资者提供的法律保护水平时，不仅要观察法律本身，还要考察证券市场的执法效率。

在法律的基本框架下对侵犯投资者权益的行为进行打击，是开展投资者保护的一条基本原则和应该遵循的基本路线。在我国对投资者的保护主要是通过政策而不是法律进行保护，而政策具有行政性、随机性、非连续性和不可预期性，投资者保护收效甚微，甚至出现规则和违规行为赛跑的情形，规则制定越来越多，侵犯投资者权益的违规行为也日益猖獗。尤其要引起重视的是我国执法的有效性需要大幅度地提高，同时加大对《证券投资者保护法》的制订。

目前，《投资者保护法》制订工作条件越来越成熟，立法部门有必要考虑将此列入立法日程。在立法过程中，既要遵循国际惯例、考虑到全球化时代和信息网络时代的投资者保护新情况，突出投资者权益保护法的前瞻性、可预期性、严谨性、开放性、实用性和可操作性，对投资者的各类权利的行使和救济方式作出尽可能详细、具体的规定，同时对后股权分置时代可能出现的新情况给予充分考虑。由于证券投资者保护涉及诸多法律领域，如公司法、证券法、破产法、诉讼法等，其基本精神在上述法律中均有一定体现，在此基础上制订《证券投资者保护法》是可行的，如果条件成熟可以事先制订一部《证券投资者保护条例》。

建立健全侵犯投资者权利的民事赔偿法律机制是保护证券投资者合法权益的一项突出任务。民事赔偿法律机制的完善，使投资者利益得到的司法保障。法院虽然开始受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件，但由于在立法上对股东诉讼制度缺乏明确的规定，现行法律重视刑事责任、行政责任、轻视民事责任，相应的民事赔偿制度的规定很少，尤其是缺少损失范围划定、赔偿金额计算、举证责任、诉讼代表人选定、偿付方式等相关细则。使民事赔偿案件审理缺乏操作性，导致了法院无法从整体上为中小股东主张权益的状况，并表现为一种过度谨慎、缺乏创意的司法习惯。在此情况下，对侵犯投资者权益的违法行为“以罚代刑”、“只追究个人责任”、“刑不上法人”，或者“以行政处罚代替民事赔偿”等现象十分普遍。由于我国现行法律偏重对违法违规者行政、刑事责任的追究，忽视对受损投资者的民事赔偿，这在很大程度上助长了违法违规者的侥幸心理，损害了投资者对证券投资的信心。有效的民事赔偿机制，可以鼓励广大

投资者从自身的直接的经济利益出发与违法违规行为作斗争，让违法违规者付出相应的经济代价，震慑侵犯投资者权益的违法行为，形成比一般的政府监管部门更加雄厚持久的力量。因此亟待尽快完善民事赔偿制度，使之与刑事制裁、行政处罚构成完整的针对侵犯投资者权益行为的法律责任体系，遏制违法行为，促进证券市场的健康发展，并维护社会公正、达到社会稳定的效果。

保护投资者合法权益的法律执行质量与其内容的完善同等重要。如果相关法律没有对投资者利益作出有效规定时，对现行法律予以严格、有效的执行可以弥补法律内容上的薄弱，但是如果法律的执行质量较差，即使保护投资者的法律内容完善，其保护投资者的预期目标的实现也会大打折扣。因此，只有保护投资者法律完善且执行有效时，才能更好地保护投资者的利益。从我国现有的证券法律法规来看，已经出台了相当数量的法律规则，但很多法律规则并没有被市场参与主体所遵守，并且，不遵守法律法规的市场参与主体也不能得到有效的查处，法律上的放松在一定程度上导致了市场行为的扭曲。为此，我们一色正视现实中的问题，司法部门加大执法力度，提高保护投资者的利益法律的执法效率，尤其是要加大对侵犯投资者权益行为的处罚力度，同时在处罚晨对机构的处罚和对直接责任人的处罚要并重，刑事责任、行政责任和民事责任要并重，充分发挥法律对潜在侵犯投资者权益行为的威慑力，并对投资者权利受到损害的投资者提供必要的法律援助。

三、 主裁判 投资者保护的道德思考

目前，中央正在开展以“八荣八耻”为中心的集中教育活动，说明在全社会开展公民道德教育很重要，也很迫切，中央是看准了，所以要花大力气来开展这项工作。人们常说“厚德载物”，有时道德标准、道德规范能引起到法规所起不到的作用，在证券市场上道德建设的核心是诚实守信，证券市场各参与者包括证券投资者自己都有道德核心、道德原则、道德规范和践行者和守护人，证券市场的健康发展，不仅靠对违法者的惩处，更重要的是，要使大多数参与市场的人，能够成为市场秩序的捍卫者，成为一个有道德的人。“人无信不立，业无信不兴，国无信不宁”，证券市场每一个参与者都要诚实守信作为自身行为的基本准则。

诚实守信是证券市场职业道德的立足点。我国投资者结构中，中小投资者占绝大多数。尽管近年来有关部门大力开展了投资者教育活动，投资者自身也通过

参与市场交易积累了一些经验，毋庸置疑的是目前仍有相当一部分人还比较欠缺证券投资的基本知识的技能，投资者对证券市场的认识本身就存在问题，有的将证券市场比之为赌场，捞一把的心里或多或少的存在，有的股民还纵容支持市场操纵、违规融资融券等市场违规行为。证券发行人、证券经营机构、证券投资服务机构等市场主体诚信和自律不足，对投资者重视不够。例如，上市公司作为证券发行人违背招股说明书中的承诺将募集资金挪作它用、违反有关规定为控股股东提供担保或者利用关联交易进行利益输送、不及时披露公司重大信息，会计师事务所、律师事务所等专业机构违反规定为证券发行人出具内容不实的意见，证券经营机构擅自挪用客户资产或者地发生利益冲突时置客户利益于不顾，等等。上述行为都是不讲诚信的表现。

市场要重诚信，没有诚信就没有证券市场。要在各个环节上建立诚信制度，每个环节都 要以诚信作为基础，这个诚信环节是制度性的，不是口头上保证。2006年7月中国证监会以布了《中国证券期货市场诚信建设实施纲要》，提出诚信建设体系为依据，以扶优汰劣为导向诚信监管。形成适应证券期货市场稳定发展需要诚信文化，建立比较完善的市场诚信法律制度体系，形成有效的诚信与约束机制，建立市场约束、行业自律、政府监管三者相辅相成的诚信管理体系，为证券期货市场的稳定发展创造一个良好的市场环境。