

# 监管 教育 保护

——从西藏辖区投资者情况看我国的投资者权益保护

课题总策划人：陈共炎

课题总协调人：刘肃毅

课题研究组成员：杨代刚（组长）

马 坚（组长）

王林君 戴 扬

胡 坤 谢 勤

索朗顿珠 罗 珍

黄 忠 松 隅

# 目 录

一、西藏辖区投资者结构分析.....	3
1、西藏城镇居民的投资意识不断增强.....	5
2、西藏辖区投资者层次不高，自主判断能力不强.....	6
3、西藏投资者风险偏好不均衡.....	6
二、立足市场主体，开展积极的投资者权益保护.....	7
1、正确看待投资者在资本市场发展过程中的作用，树立科学的投资者保护理念.....	7
2、进一步提高上市公司质量，夯实资本市场发展的基石.....	8
3、证券经营机构要积极创造条件，为投资者提供多样化的中介服务.....	9
4、不仅要关注市场主体的诚信建设，也要高度关注投资者诚信体系的建设.....	10
三、几点建议对策.....	11
1、积极研究和推动做市商制度的建立.....	11
2、开展多种形式的投资者关系管理和量化的投资者关系管理评价.....	11
3、把上市公司利润分配作为保护投资者利益的重要手段.....	12
4、进一步改革和完善现有的发行制度.....	12
5、从仿真交易入手，开展具体化的投资者风险提示.....	13
6、建立多层次的风险准备和赔付基金.....	13

## 摘 要

本文试图从西藏辖区投资者结构分析入手,对我国目前投资者保护工作进行探讨,论述了在现有条件下保护中小投资者利益需要关注的几个问题,并结合目前我国投资者实际情况,提出开展积极的投资者权益保护工作的建议 and 对策。

经过二十多年的不懈探索,我国资本市场发展取得了举世瞩目的成就,走过了一些发达市场几十年,甚至是上百年的道路,市场规模不断壮大,制度不断完善,证券经营机构运作不断规范,投资者不断成熟,逐步成长为一个在法律制度、交易规则、监管体系等各方面与国际普遍公认原则基本相符的资本市场,也成为世界上发展最快的资本市场之一,在新兴市场中占有重要地位。

在取得成绩的同时,应当看到,我国资本市场还处于“新兴加转轨”的市场环境之下,制约市场发展的一些因素还没有完全消除,制度设计、制度安排及其有效执行,诚信体系的建立,监管手段的丰富与自律意识的增强,投资者结构与树立正确投资理念等诸多方面还有待于进一步成熟。因为“新兴”,所以需要探索,因为“转轨”,所以需要完善,在这个过程中,我们不仅要按照发达市场的做法,吸收好的经验,更重要的是立足国情,在不违背市场经济原则的前提下,走有中国特色的资本市场发展之路。

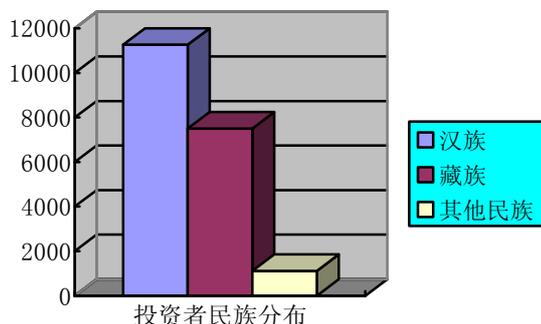
1983年成立的国际证监会组织(IOSCO)在吸取全球资本市场发展和监管经验的基础上,于1998年发布了指导性文件《证券市场监管的目标和原则》,提出了证券市场监管的三大目标:保护投资者利益,保证市场的公正、有效和透明,减少系统性风险,反映了证券市场监管的普遍要求和基本准则。三大目标中,保护投资者利益首当其冲。有研究表明,投资者保护程度与证券市场的发达程度是成正比的,投资者保护工作做得越好,越有利于维护金融市场的稳定运行。长期以来,中国资本市场一直以个人投资者尤其是中小个人投资者为主。随着机构投资者特别是证券投资基金的快速发展,投资者结构有所改善,但是,总的来说,中国资本市场的投资者结构不合理,机构投资者整体规模偏小,发展不平衡。目前,虽然股票市场投资者累计开户数量已经达到1.2亿户,但是据《深圳证券交易所投资者结构和行为分析报告》统计,在深圳证券交易所开户的帐户中,真正持有股票的账户数量不到累计开户数量的1/3,2005、2006年以及2007年1至

8 月末深圳股票市场平均持股账户数目分别为 1119 万、1055 万、1237 万户，占同期累计开户数量的比例分别为 33%、28%、26%。同时，2007 年 1 至 8 月在深圳股票市场上，现金及持股市值在 100 万元以下的个人投资者的持股账户数量占实际持有股票帐户数量的 99.3%，参与交易的账户数量占总数的 99.3%，交易金额占总交易额的 73.6%，持股市值占总市值的 45.9%。在上海股票市场上，今年 1 至 3 月现金及持股市值在 100 万元以下的个人投资者的持股账户数量占总数的 98.8%，持股市值占总市值的 40.9%，分布情况与深圳股票市场基本相同（注 1）。

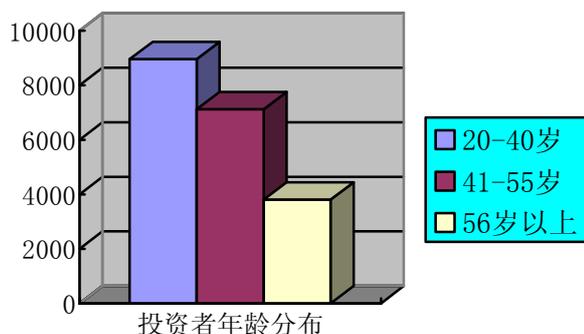
## 一、西藏辖区投资者结构分析

长期以来，由于区域经济发展不平衡，西藏辖区市场发展不快，投资者数量也偏少。随着经济的发展和西部大开发战略的实施，特别是证券市场基础性制度建设的逐步完善，西藏城镇居民的投资意识和投资热情被极大地激发出来，越来越多的人参与到证券投资行列。但不可否认，西藏全区的经济社会发展水平相对落后，与发达地区相比，投资理念还不成熟，交易量还不大。为了对西藏辖区投资者状况有一个比较直观的了解，接到课题任务后，我们和西藏证券公司拉萨营业部联合进行了一项调查，（调查数据截至到2007年9月30日）涵盖了民族、年龄、学历、职业、入市时间、投资偏好、投资决策等七项基本内容。调查结果表明，目前拉萨有投资者19879户，具体七项内容如图一——图七：

1、民族分布：藏族：7505户，汉族：11265户，其他民族：1109户。（如图一）

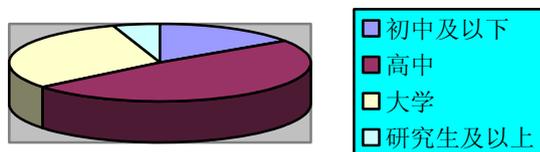


2、年龄分布：20-40岁：8957人，41-55岁：7114人，56岁以上：3808人（如图二）

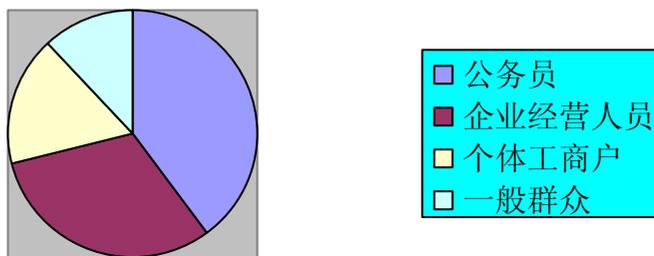


3、学历构成：初中及初中以下：3068 人，高中：9681 人，大学：6121 人，研究生及以上：1009 人。（图三）

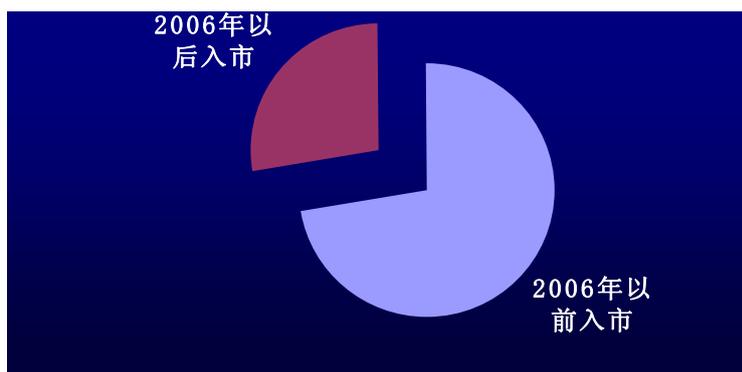
投资者学历构成



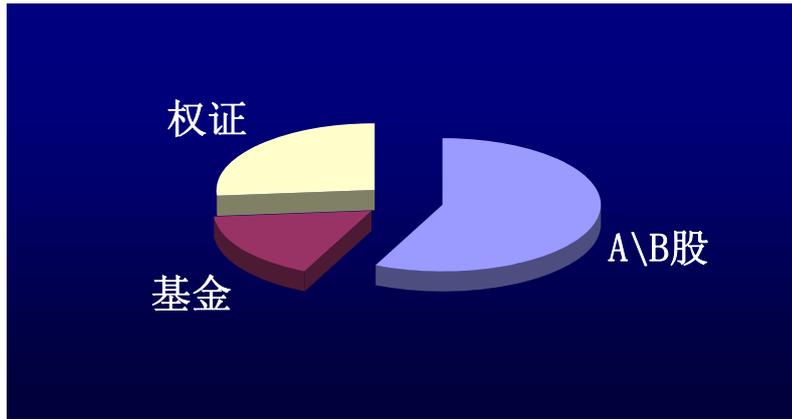
4、投资者职业分布：公务员：7916 人，企业经营人员：6222 人，个体工商户：3353 人，一般群众：2388 人（图四）



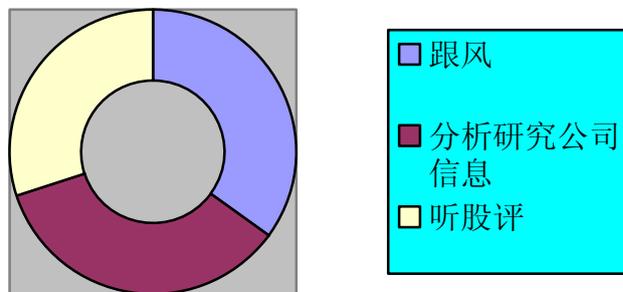
5、入市时间：2006 年以前入市：14372 人，2006 年以后入市：5507 人



6、投资偏好：A\B 股：56.90%，基金：16.60%，权证：26.50%



7、投资决策：跟风购买：35%，分析研究公司信息购买：35%，收听收看股评：30%



从上表可以看出，在拉萨 19879 名投资者中，有这样几项占到多数指标：汉族投资者为 56.7%，20-40 岁投资者为 45%，学历为高中毕业的占投资者总数的 48.6%，公务员占有所有投资者的 39.8%，且 72.2%的投资者是 2006 年以前开户入市的。尽管由于条件所限，我们没能对全国投资者结构和层次进行细化分析，但除了民族差异外，我们考虑，是不是有个别数据也具备一定的代表性呢？我们也力图从这些数据当中管中窥豹，通过分析，寻觅蛛丝马迹，以便有的放矢地谋划对策，对今后的工作能有所帮助。从数据反映的情况，我们不难推测出这样几点结论：

### 1、西藏城镇居民的投资意识不断增强

根据自治区统计局的有关资料和《西藏发展报告》数据统计，截至 2006 年，全区的总人口为 281 万人，其中，拉萨市人口 47 万，城市人口 14 万人，全市有藏、汉、回等 31 个民族，藏族及其它少数民族人口占 90%以上。按照投资者比例，拉萨投资者占到全市人口的 4%，尽管与全国相比还有差距，但要知道，西

藏直到 1978 年才基本完成社会主义改造，农牧民占到全区总人口的 81%，1994 年设立了全区第一家证券经营机构，而且至今全自治区只有拉萨才有 1 家证券营业部。随着市场的向好，2006 年之后开户数量为 5507 人，占全部开户数的 27%，增长幅度为 38%。

## 2、西藏辖区投资者层次不高，自主判断能力不强

从投资者的学历构成来看，高中毕业投资者占到 48%，大学及以上占 35%，这和区域基础教育程度有关系。如果排除流动人口、援藏人员因素，高学历投资者的比例可能还要降低。由此可能带来在投资上的不理智和盲目性。从图七上可以看出，跟风和以股评为主的投资者占到 65%，文化层次不高，直接导致部分投资者缺乏一定的领会能力和研究分析能力，也使一些投资者不能静下心来研究公司的基本面、研究国家的行业政策、研究国民经济的发展状况、法律法规及交易规则，在投资决策时跟风、随大流居多，“羊群效应”明显。

## 3、西藏投资者风险偏好不均衡

尽管不同的人有着不同的风险态度和风险偏好，但是，作为一个整体，人类的风险偏好具有某些共性，这些共性决定了投资者在风险决策中某些共有的行为特征，而这些决策行为往往会由于认知程度的差异导致投资决策偏差。从我们日常监管中掌握到的信息和此次调查统计数据来看，西藏投资者对于权证有着一定的偏好，占到 26.5%。这一比例对于投资理念还相对不成熟的市场而言，还显偏高。由于权证实行 T+0 交易，又涉及到及时行权的问题，蕴藏着一定的风险。在监管实践中，辖区就有投资者由于没有及时行权造成损失的事例。

作为全国集中统一证券市场的一部分，西藏辖区投资者权益保护工作也任重道远。随着西部大开发战略的实施、青藏铁路的通车，国家进一步加大了对西藏的扶持力度，西藏经济内部的“造血”功能进一步被激发出来，国民经济连续 6 年保持 12% 的增长速度，全区固定居住人口逐年增加，人均生产总值突破 1 万元。2006 年全区城镇居民人均可支配收入为 8941 元，资本市场发展的前景良好。全区七个地市中，只有拉萨设立了西藏证券拉萨营业部 1 家证券经营机构，日喀则、林芝、昌都等经济相对发达的地市都是空白，投资者增长空间巨大。

西藏自治区是我国最为特殊的少数民族地区，从奴隶社会直接跨入社会主义社会，一方面，资本市场的发展、市场经济观念的树立、投资意识的强化、区域

经济平衡等都是需要考虑的问题，经济上面临着跨越式发展的挑战；另一方面，西藏也是西方反动势力和达赖分裂集团关注的焦点，经济、政治、社会、文化乃至辖区资本市场的一举一动都可能成为西方媒体的头条，稍有不慎，就会成为西方分裂势力攻讦的对象。在这种情况下，作为证券监管部门，怎么样最大程度地保护投资者利益，确保市场稳定，怎么样构建和谐的、积极的、运转协调的资本市场生态，也是我们反复考虑的问题。

## 二、立足市场主体，开展积极的投资者权益保护

结合西藏辖区证券市场发展实际和投资者构成，我们认为，一方面，作为监管部门，必须从制度建设入手，建立积极的保护投资者利益的内、外部机制，另一方面，投资者应当是自己利益最好的维护者，如果过度保护，反倒降低了投资者的风险意识，甚至可能对投资者保护造成不利。从保护投资者的外部环境建设来说，有必要从以下几个方面入手开展积极的投资者权益保护：

### 1、正确看待投资者在资本市场发展过程中的作用，树立科学的投资者保护理念

投资者是资本市场发展的核心细胞，投资者信心是资本市场发展的灵魂，保护投资者合法权益，始终是证券期货监管工作的出发点和落脚点。从我国资本市场发轫之初，各类市场主体就通过资本市场寻找着自身的目标：上市公司为了更多地筹集社会资金，证券期货经营机构为了更多地吸引客户，而投资者则力图通过证券市场获取更多的财产性收入。这些目的无不紧紧围绕着投资者来进行，没有投资者的参与，资本市场配置资源只能是无根之木，无源之水。因而，大力发展资本市场的第一要务是充分重视和保护投资者权益。如果说，对上市公司、证券期货公司、基金公司乃至为证券业服务的中介机构进行合规监管是证券监管部门的职责，那么，保护投资者的合法权益不受任何侵犯，让市场成为公平、公正、公开的市场，是现代市场经济条件下市场监管的核心与主题，也是使证券市场成为有序市场与有效市场的前提与关键。证券市场既是“公开、公平、公正”的“三公”市场，也是“信用、信息、信心”的“三信”市场，信用在于市场主体的诚信意识，信息在于市场主体的透明，而信心则在于投资者对市场的认可程度。没有信心的市场是没有希望的市场。在我国资本市场发展过程中，一些上市公司、

证券公司出现了风险，也有个别相关利益部门出于各种考虑，不是去解决问题，而是捂盖子，涂脸蛋，或者采取激进的方式处理问题，或者把自己摆在了投资者的对立面，漠视投资者的要求和呼声。这样做的直接后果是不仅使投资者利益受到损害，更为重要的是，损害了投资者对市场的信心。证券业定位于金融服务业，从宏观层次上，要为经济发展服务，从微观层次上，必须为投资者服务。一方面，党的十六大提出让一切创造社会财富的源泉充分涌流。党的十七大提出要让群众拥有更多的财产性收入。在这个意义上讲，要进一步认识广大投资者对资本市场改革开放和稳定发展的贡献，认识投资者的投资行为对经济增长的推动和促进作用。另一方面，对市场的敬畏是制定经济政策的前提，对投资者的敬畏也是制定证券市场政策的前提，这种敬畏来自于对资本市场发展规律的尊重，只有认识到这一点，才能真正将保护投资者合法权益落到实处。

## 2、进一步提高上市公司质量，夯实资本市场发展的基石

上市公司是资本市场发展的母体，是证券市场的基石。投资者追求的是上市公司的投资价值。在成熟市场上，股价是反映公司内在素质、发展前景和投资预期的标尺。而在地位上，无论持有股权的多寡，普通投资者和大股东是平等的。从目前西藏上市公司及全国上市公司总体状况来看，不乏有的公司运作规范，公司治理良好，股价却始终在低价位徘徊，有的公司治理不规范，却成为市场追捧的热点，包括单纯追捧上市公司“概念”，这种情况不仅和我国现行资本市场体制机制有关，也和个别上市公司的失责失信有关。公司的一举一动，最敏感的是投资者。作为公众公司的股东，投资者有权利知悉公司的运转状况。而从市场运行状况来说，影响上市公司质量的突出问题体现在公司治理和信息披露方面。在治理上，大股东、实际控制人不作为或乱作为，管理层作为代理人不为投资者考虑，默许、纵容甚至合谋做动作，大股东利用股权集中的优势，左右上市公司运作，通过“隧道效应”或“支撑效应”、关联交易、内幕交易等进行利益的双向输送。在信息披露上，有的公司只为大股东着想，不替小股东考虑，信息披露不真实、不完整、不及时、不公平。杭萧钢构、ST长控等都是信息披露上面做文章，最终的风险和损失都转嫁到了普通投资者头上。在监管实践中，西藏辖区也有个别上市公司在信息披露上打补丁，或在披露内容上避重就轻、避实就虚，从保护投资者利益和市场监管的角度，我们也及时给予了警示和提醒。站在投资

者信心角度看，上市公司质量差，不能给投资者提供合理回报，市场财富效应没有显现出来，导致投资者信心严重受挫；站在更广的社会角度看，治理不完善，信息披露虚假，上市公司侵害股东特别是中小股东利益，欺骗投资者等行为，会导致市场甚至整个社会诚信、道德与信心的缺失。因而，保护投资者利益，必须以公司治理和信息披露为切入点，既要抓源头治理，也要抓过程控制，使上市公司切实确立股东利益最大化的公司治理目标，从而提高质量，打牢基础、夯实信心。

### **3、证券经营机构要积极创造条件，为投资者提供多样化的中介服务**

作为投资者参与证券交易活动的桥梁和纽带，证券经营机构起到了极其重要的中介作用。在经过三年的证券公司综合治理完成之后，证券公司扭转连续四年亏损的局面，历史遗留问题也得到有效化解，证券经营机构面临广阔的发展空间。在以经纪业务为主的买方市场下，证券经营机构之间的利润拓展和市场竞争将更多地表现为对客户的争夺，特别是在券商进入微利时代和监管部门实施牌照管理后，这种争夺还预示着对更多市场份额的拓展。一方面，我国目前证券公司主要以投行、经纪和自营业务为主，而其中经纪业务占到公司利润的 50%以上，盈利模式单一。另一方面，同成熟市场相比，证券公司在产品创新、业务创新、组织创新方面受到较多限制，整体创新能力不足。僧多粥少的现实格局要求证券经营机构必须摒弃同质化的发展模式，必须在合法合规前提下另辟蹊径。欣喜的是，目前有关部门正在积极开展证券公司券商经纪业务从“小证券”走向“大金融”的路径研究，单纯“拉人、开户、炒股”的证券公司经纪业务模式将逐步转变，券商经纪业务范围面临进一步的放开，允许券商代销信托、保险等理财产品，并允许其收取“综合金融咨询服务费用”（注 2）。但问题在于，不是盈利空间扩大了就万事大吉。目前全国有 106 家证券公司，在买方市场下，投资者对证券经营机构具有了更多的选择权，他们更看重的是证券经营机构的“软服务”和“软实力”。在服务领域和手段上，各证券经营机构差别不大，都是通过网上交易和现场交易，最大的差别体现在一是服务质量上的差异，是只提供交易手段，还是附加高质量的增值服务，二是经纪业务种类上的差异，是提供单一的证券经纪服务，还是提供包括理财在内的综合服务，三是服务时段和区间的差异，是呆板服务还

是包括投资者教育、风险提示在内的延伸服务。不仅如此，对投资者利益的保护，还涵盖了对现有交易模式下的可能出现的交易风险、系统风险的预测、隔离和及时化解，包括对投资者投诉事项的反馈和处理。在监管实践中，交易堵单、单边账等问题是客户投诉的重点，尽管有时责任并不全在经营机构一方，但也要及时地进行化解，有时候，妥善解决问题的辐射示范效应要远远超过单纯推广宣传的作用。对证券经营机构来说，一方面，要强调服务形式的多样化、差异化，另一方面，也要讲求服务手段的贴心化、人性化，这样才能达到切实保护投资者利益的目的，也最终能够使证券经营机构形成广泛的市场吸引力。

#### **4、不仅要关注市场主体的诚信建设，也要高度关注投资者诚信体系的建设**

风险是证券投资的内在特性。风险既包括制度性、系统性风险，也包括法律风险和道德风险。证券投资活动之所以是一种“交易”，就包括了当事双方的个体选择。如前所述，全国机构投资者规模不大，以散户为主。中小投资者素质也良莠不齐。通过对近几年来西藏辖区投资者投诉案例及投诉时点分析，我们认为道德风险在一定程度上是同市场行情的走向呈现负比例关系的。市场行情好了，非合理投诉相应减少，市场波动剧烈或大势不振，非合理投诉增加。从全国情况看，在证券公司综合治理之前及期间，特别是股权分置改革启动的前后，个别辖区也有部分投资者由于主观原因，向监管部门提出不合理要求，甚至做出过激举动。由于信息不对称等种种原因，中小投资者在市场格局中处于明显劣势，其利益容易受到侵害，而自身由于实力有限、组织松散难以实施有效的自我保护。从另一个角度来说，诚信市场建设是一项综合工程，投资者作为证券市场的重要组成部分，应当也必须纳入到诚信体系建设的内容之中。市场经济的核心是法的精神，一切活动都要围绕是否合理合法来进行，投资者正当的合法的诉求应当积极解决，合法的权益应当极力维护，但对于不合法不合理的诉求必须秉承公正原则，坚决抵制，不能纵容“会哭的孩子”，也不能由于投资者处于市场劣势，而一味地强调对“弱势群体”的保护，关键要看“哭”的理由是否正当，要看法理在谁的一边。对有确凿证据证明的屡次以不正当手段进入市场并以扰乱市场秩序获取个人利益为目的的中小投资者，是否也可以采取“市场禁入”的处罚？从这个意义上讲，市场环境的和谐，不仅要靠上市公司、证券公司等市场主体的诚信，也

要强调投资者——包括机构投资者和中小投资者——诚信意识的提高和再造。

### **三、几点建议对策**

我国资本市场发展的历程还不长，用十余年的时间走过了发达国家几百年的道路。市场是这样，投资者亦然。与发达国家相比，我国培育成熟市场、培育成熟市场投资者还将有一个相对较长的过程。整体看，问题和不足主要体现在我国投资者结构还不合理，发展还不平衡，特别是中小投资者的股东意识还不强烈，投机行为远比投资行为频繁。同时，我国现行民事司法的诉讼救济制度同成熟市场相比也有许多需要改进的地方。这些都促使我们在今后的工作中认真加以思考和研究。

逐利性资源配置的动力，也是投资者的共性。投资收益作为群众财产性收入的主要部分，也越来越受到党和国家的高度重视。可以预见，随着经济的发展，会有越来越多的城镇居民加入到证券市场投资者行列中来。保护投资者利益工作任务重而道远。结合目前我国资本市场发展状况和西藏辖区实际，我们有这样几点不成熟的建议：

#### **1、积极研究和推动做市商制度的建立**

尽管目前我国还没有建立做市商制度，但从成熟市场的经验来看，特别是在创业板市场，做市商制度能够有效维持市场的流动性，满足公众投资者的投资需求。作为独立的证券交易商，做市商不仅要为自己负责，在市场运行过程中平抑过渡投机，更为重要的是，在交易过程中，做市商不再单纯地承担经纪人角色，而是投资者的交易对手；从做市商层面看，由于属于自营范围，用自有资金进行操作，也会更加理性和谨慎。从投资者层面看，由于投资者直接和做市商进行交易，更有利于树立“股市有风险，投资需谨慎”和“买者自负”的理念，并且能够有效地将市场风险和系统性风险锁定在做市商与投资者交易范围内，在我国目前以中小投资者为主的市场中，对于整个市场风险能够起到积极的缓冲和分散作用，对保护投资者利益也不无裨益。

#### **2、开展多种形式的投资者关系管理和量化的投资者关系管理评价**

从成熟国家市场看，投资者关系管理（IR）的主要目的是通过充分的信息披露，运用财经传播和营销的原理，加强公司与投资者和潜在的投资者之间的沟通，促进投资者对公司的了解，建立公司和投资者长期的良性互动关系，以获得投资者的广泛认同，规范资本市场运作，形成外部因素对公司经营约束的激励机

制，从而实现公司价值最大化和股东利益最大化。投资者关系管理强调准确地向投资者传达公司具备使未来盈利稳定和快速增长的能力，降低其对行业和公司经营风险的疑虑，从而使公司股权在资本市场上能得到较高的定价，使投资者认为可以长线持有或增加投资（注 3）。从投资者关系管理的内涵来看，它实际上起到了一种“软广告”的作用，不仅代表了公司的“品牌”，更代表了公司的“品位”，运用得当，对保护投资者利益、促进公司规范运作会产生双赢效应。运用不得当，也会促使投资者“用脚投票”。从全国乃至西藏辖区上市公司来看，还有不少上市公司投资者关系管理做得不很深入，不很扎实，不仅损害了公司形象，也使投资者对公司治理的内在价值产生怀疑。因此，公司要增强做好投资者关系管理的主动性，要通过网络平台、实地考察等手段，促使投资者主动参与到公司的运作中来，从而形成投资者对公司治理良好、运作规范的外部压力。同时，站在监管的角度，对上市公司投资者关系管理采取强制性的推行和完善要求，而不仅仅是温和的“窗口指导”，可否以投资者为主导，对上市公司投资者关系管理进行量化评价，促进公司建立积极的对投资者的排疑解惑机制和关系管理机制，并纳入到公司评价、再融资条件的必备条款中。采取多种手段，形成内外部的双重约束，使投资者关系管理达到均衡。

### **3、把上市公司利润分配作为保护投资者利益的重要手段**

财政部日前会同国资委发布了《中央企业国有资本收益收取管理办法》，明确了央企需按相应比例向国家上交利润。上市公司既然向国家上交，也有向其他股东特别是社会公众股东分红派现的义务。当然，是按季度还是按年度分配还可以再商榷，但投资者作为上市公司的股东，在用资金对上市公司进行支持后，上市公司也应当从盈余中向投资者分配红利和股息。这也体现了市场经济条件下的对等原则。而且，公司给投资者以持续性红利回报，将有助于投资者形成合理的长期投资预期，养成理性的投资行为，减少非理性短线投机操作，进而实实在在地增加其财产性收入。

### **4、进一步改革和完善现有的发行制度**

资本市场强调“三公原则”，其中“公平”不仅仅是指结果公平，更要实现“起点公平”和“过程公平”。而我国目前的新股发行制度实际上是“资本优先”的机制，“无论是网下机构配售，还是网上资金申购，都为大资金申购提供了平

台（注4）。”这种以资金量为衡量标准的发行机制造成了事实上的机构投资者和中小投资者之间的不公平。从概率上讲，中小投资者利用有限的资金中签，类似于“中大奖”的几率。相比之下，不少成熟市场是按照申购账户数量实行比例均等的新股发行机制，一方面，使广大中小投资者分享到了资本市场的收益，另一方面，也能够切实体现“公平”原则。当然，不能否认，市场也不可避免地存在“破发”现象，但要看到，这是由于市场原因带来的，而不是由于制度原因带来的。同样，在新股上市方面也实行“分等设限”制度，根据申购资金的不同，设置不同的进入二级市场的期限，既能够有效保护中小投资者，也可使机构投资者通过长期持有新股达到稳定市场的作用，更为重要的是，此种发行制度可以促使新股发行真正走向以质定价。使中小投资者和机构大户实现“起点公平”，其权益不会由于客观因素的不均等而受到损害。

## **5、从仿真交易入手，开展具体化的投资者风险提示**

自国家酝酿股指期货交易和中金所成立至今，已经进行了一系列的仿真交易测试。通过仿真交易，一是对系统进行了全面测试，交易所能针对仿真交易过程中出现的问题对系统和交易规则进行及时修正和完善，二是对投资者进行了“热身”，使投资者进一步熟悉和明确了交易规则。从我国投资者实际状况来看，这一做法对证券投资者也具有很强的借鉴意义。目前普遍实行的投资者风险提示和投资者教育的形式不外举办讲座，发放宣传资料等等手段，对于资历深厚的投资者，更关注的是未来个股及大盘的走势，对于初入市的投资者，常规的投资者教育和风险提示发挥的作用也很有限。“梨子酸不酸尝后才知道”，现有的风险警示手段中，“看”的多，“听”的也多，但缺乏具体的操作和真正“尝”的过程。先学会挂挡倒车，才允许上路。尽管有些交易软件如大智慧等其中包含有仿真交易的模块，有些券商也开辟了仿真平台和仿真交易比赛，但从全国看，缺乏一个统一的即时仿真交易软件和系统，“眼过千遍，不如手过一遍”，从这个意义上说，如能有这样一个软件和系统，把仿真交易操作作为强制性措施，规定为新入市投资者开户和进行市场交易品种创新的必经环节，对于投资者熟悉交易规则、了解交易风险将会起到积极的作用。

## **6、建立多层次的风险准备和赔付基金**

保护基金制度是发达国家和地区普遍建立的一种保护证券投资者的制度。

《证券法》第 134 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。”目前我国已经建立了证券投资者保护基金和期货投资者保护基金。在“新兴加转轨”市场条件下，可以预见，一方面，市场结构不断趋于合理，投资者数量不断增加，另一方面，随着市场规模的扩大，创新产品的持续推出，特别是在多层次资本市场建设初步建立后，各种风险也将会陆续出现，损害投资者利益的手段会更隐蔽，情况会更频繁。回顾我国资本市场发展历程和以往化解和处理风险的方式方法，不少实际上都是“公司违规，国家买单”，地方政府和相关利益部门包装公司上市、设立各种市场中介，出现问题后，往往由国家财政负责，也有些地方是“花钱买稳定”。在市场经济条件下，无论国有还是民营，市场主体的违规成本，应当也必须由市场主体来承担。出于这种考虑，不仅国家要设立保护基金，地方政府也应当设立相应的赔付基金，尽管《证券法》等法律法规规定了证券公司、期货公司的风险准备制度，但对上市公司的要求还不明确。应当按照上市公司属地管理和所有制差别，每年从税后利润中扣除一定比例的风险准备金，由地方政府、财政、国资或相关部门管理，这是思路之一。思路之二，针对目前我国投资者保护基金主要侧重证券经营机构风险处置的特点，是否考虑建立针对上市公司主观违规引发的风险的赔付基金，由国家统筹，从纵向、横向和不同市场主体多个角度入手，建立多层次的风险准备和赔付基金。

作为新兴资本市场，我国保护投资者权益工作还有很长的路要走，一方面，大力发展机构投资者的空间巨大，在制度建设上还有很多空白，诸如出台《投资者权益保护法》、建立以投资者为主导的市场体制，成立投资者协会等等，另一方面，我们也具备很强的“后发优势”，必须立足国情，批判地吸收借鉴成熟国家保护投资者权益的做法为我所用，证券监管部门也要不断研究探讨，努力建设有中国特色的投资者权益保护体系。

注 1：中国证监会研究中心《中国资本市场发展报告》P93

注 2：2007 年 11 月 22 日《上海证券报》头版

注 3：刘朝晖：《谈投资者关系管理》

注 4：2007 年 11 月 16 日《第一财经》：林义相

