

创新我国证券投资者保护机制的思考

投资者是证券市场发展的基石。党的十八届三中全会明确提出，“优化上市公司投资者回报机制，保护投资者尤其是中小投资者合法权益。”中国证监会主席肖钢反复强调，保护中小投资者就是保护资本市场，保护中小投资者就是保护全体投资者。因而，在我国经济新常态和新的市场经济条件下，如何创新投资者保护机制成为我国证券市场健康发展的关键所在。

本文拟在对我国证券投资者权益保护进行深入分析的基础上，总结国内成功做法，借鉴国际先进经验，针对我国证券市场发展的制度背景，结合投资者权益保护的理论，提出今后我国证券投资者保护机制创新的思路，应从公司和社会两个方面出发，建立市场机制、政府监管、法律制度为基础，立法与司法保护、行政监管、社会监督与投资者自我保护、投资者保护基金制度、行业自律监管、公开信息披露“六位一体”共同发力的投资者保护体系。就我国目前投资者保护机制创新而言，应是重点健全法律保护的长效机制，更加注重市场配置资源的决定性作用，更好地发挥政府监管作用。

一、加快证券投资者立法与司法保护机制创新

(1) 完善出台证券投资者保护法。当前我国已经建立

了《公司法》、《证券法》、《证券公司缴纳证券投资者保护基金实施办法(试行)》等证券法律体系，但仍显对投资者保护制度不完善、可操作性不强。因此，有必要将投资者保护提高到立法的高度，可以有两种立法选择：其一，修订《证券法》，设立“证券投资者保护”专章，明确证券投资者的界定、享有的权利和义务、投资者保护机构的职责等主要内容，重点明确投资者的知情权、财产权、制止证券违法行为权、要求对证券违法、违规进行调查的权利和损失索赔权，使每个投资者都有权益保护的法律后盾。其二，制定专门的《证券期货投资者保护法》，结合国外投资者保护立法的经验，为投资者提供专门的法律支持。对证券投资者权利的保护和法律救济方式的规定尽可能详细、具体，解决好投资者诉讼、维权中面临的具体问题。

(2) 全面加强证券投资者的司法保护。我国证券投资者权益得不到切实有效维护，其主要症结还在于司法实践对投资者保护的不足。按照十八届四中全会全面依法治国的战略部署，法院在投资者保护中的核心地位将会得到前所未有的提升，证券违规、违法的法律成本将不断提高，最终倒逼市场规范运行。具体来看，法院对证券侵权行为的受案范围应逐步放宽，内幕交易、操纵市场等违规违法行为将纳入证券投资者保护民事诉讼的受案范围。同时，证券侵权案件诉讼程序、诉讼方式、案件举证责任等也应逐步改革。诉讼制

度方面，随着我国证券市场监管理念的改变，借鉴美国、英国等发达国家经验，改革诉讼代表人制度，逐步引进集体诉讼、派生诉讼、风险诉讼、公益诉讼等制度安排，降低证券投资者的诉讼成本，使投资者保护的诉讼制度更为有效，将是诉讼制度改革的重要方向。同时，要建立证券民事侵权案件中辩方举证责任，实现举证责任倒置，改变内幕交易、老鼠仓等案件调查难、取证难的现状。此外，由于专业人士在证券发行、上市公司持续信息披露中，应将会计师事务所、资产评估机构、律师事务所等责任主体纳入承担民事诉讼责任的主体范围。

（3）引入投资者集体诉讼制度。证券市场侵权案突出特点是受侵害者众多，个人投资者维权成本高、取证难，牵扯个人时间、精力巨大。因而，当中小投资者受到证券市场中上市公司、中介机构、证券公司等侵害时，维护合法权益的能力往往很弱。从上世纪 80 年代开始，美国就在证券投资者权益维护案件中引入了集体诉讼制度，并成为使用最普遍、约束违规造假行为最有效的证券民事索赔手段。在美国的集体诉讼制度中，违规证据采取“举证责任倒置”的方法，对帮助弱势群体维权及提高维权积极性，具有十分重要的意义。为此，我国也可以借鉴美国“集体诉讼制度”，由证券投资者保护机构先行进行损失赔偿，在此基础之上取得代位权，代替投资者向法院提起诉讼，从而保护广大中小投资者。

二、加快证券投资者的政府监管机制创新

(1) 实施证券发行“注册制”改革。保护投资者合法权益，关键是从证券发行源头进行监管。选择走向市场化的发行机制，才更加符合证券投资者权益保护的要求。为此，可以从三个方面着手实行证券“注册制”改革：一是优化股票发行的审核程序，提高市场化程度。证券发行主管部门应在强化对发行申请资料的合规性审核的前提下，进一步简化审核程序，减少对审核过程的行政控制。要加快证券上市发行标准改革，更多关注企业的未来持续经营能力和发展潜力。二是加快发行审核机构改革，提高股票发行审核过程的市场化程度，建立一个多方参与、信息严格披露的审核平台，鼓励多方面的市场主体对发行人进行监督，使股票发行审核过程公开化、透明化，为上市发行“注册制”过渡创造条件。三是试点先行，逐步推广。可以借鉴台湾注册制改革的经验，从采取渐进式的改革路径，首先对规模较小、筹资额不大的科技型企业、创新型企业、新型产业企业实行注册制改革，而对规模较大、筹资额较大的企业实行核准制，此后，随着市场配套措施逐步完善，视市场运行情况逐渐增加注册比重，最后完全过度到注册制。

(2) 加快完善上市企业退市机制。建立退市机制是改进上市公司经营管理能力、实现股东利益最大化的有效手段。目前我国虽有相关退市的标准，但这些标准过度重视盈

利性指标，造成一些公司利用利润表中非经常性损益的变化，操纵利润，逃避退市约束。未来加快上市企业退市制度改革，应主要从以下方面着手：一是制定科学的退市标准。可以积极借鉴发达国家证券市场经验，采取公众持股人数、持股数量、股票价格、持续经营能力、信息披露、内幕交易等违法违规次数等标准作为退市的标准，依法强制其股票退出市场交易。如可以将公司股票连续 20 个交易日每日收盘价均低于股票面值的，作为证券交易所应终止其上市的标准。同时，取消以亏损年限作为退市的评判标准，而以历年累计实际亏损总额作为退市标准，为新兴产业、高新技术产业的发展留下空间。同时，健全上市公司主动退市制度，尊重并保护市场主体基于其意思自愿做出的退市决定。二是严格执行退市制度，应退即退。要严格执行不满足交易标准要求的强制退市指标，提高退市程序的可操作性，设定退市宽限整改期限。三是完善退市配套制度。要为退市公司提供后续交易市场。建立上市公司退市保险机制，保障投资者合法权益。对退市公司存在重大违法行为，造成投资者损失的，应追究公司及其控股股东、董事、监事、高级管理人员等相关责任主体、违法主体的责任，并赔偿投资者损失。

（3）加大损害投资者违法行为的查处力度。严肃查处上市公司不当更正盈利预测报告、未披露导致股价异动事项、先于指定媒体发布信息、以新闻发布替代应履行公告义

务、编造或传播虚假信息误导投资者，以及进行内幕交易和操纵市场等行为。坚决打击上市公司控股股东、实际控制人直接或者间接转移、侵占上市公司资产。建立证券期货违法案件举报奖励制度。

三、加快完善公司治理和投资回报机制创新

（1）推动上市公司治理机制创新。要加快完善公司股权结构，改革现行股东大会表决机制，积极矫正高度集中股权结构下公司治理的缺陷，重点扩大重大事项社会公众股东类别表决的使用范围，公司资产重组、管理交易、利润分配等重大事项，可采取类别股东投票和表决机制。对关系中小投资者切身利益的重大事项，应对中小投资者表决单独计票并及时公开。进一步完善中小投资者投票机制，引导上市公司通过网络投票、累计投票、表决权代理、征集投票等多种形式，提高中小投资者参与公司决策的积极性。要强化监事会对公司的监督作用，提高机构投资者、外部独立董事在董事会的发言权。研究完善中小投资者罢免公司董事提案的制度。

（2）建立健全上市公司分红回报机制。为此，要重点从以下方面进行完善：一是增强公司盈利能力。要完善公司治理，增强持续经营能力，提高盈利水平，保障回报股东的持久能力。二是完善利润分配制度。应加强对公司利润分配、分红政策的监督安排，对不履行分红承诺的上市公司，要记

入诚信档案，未达到整改要求的不得进行再融资。对现金分红持续稳定的上市公司，在监管政策上给予扶持。制定差异化的分红引导政策。三是建立多元化投资回报体系。完善股份回购制度，引导上市公司承诺在出现股价低于每股净资产等情形时回购股份。研究建立“以股代息”制度，丰富股利分配方式。

四、推动投资者保护基金制度创新

（1）完善保护基金补偿范围。可以对证券投资者保护基金公司进行适度扩权，将证监会中与投资者补偿相关性强、程序性和事务性强的职权划归证券投资者保护基金公司。要完善证券投资者保护基金对证券公司的事前监督，及早发现证券公司隐患，及早防范和妥善解决危机，减轻证券投资者保护基金负担，将证券公司违规造成的损失降低。要完善保护基金赔偿与证券公司破产程序的衔接机制，建立破产过程中法院、主管机关、证券投资者保护基金的协调机制和费用分担机制，让投资者保护基金更好参与破产程序，保护投资者利益。

（2）加强投资者教育，培养智慧型投资者。培养合格股东是投资者自我保护的内在要求。投资者自我保护水平关键在于投资者自身投资能力、风险控制能力和自我法律保护意识的提高。我国投资者整体素质不高、受教育程度低，专业知识渠道有限，金融证券知识贫乏，非理性投资特征突出。

投资者应加强学习，抑制过度投机行为，树立理性投资方法。要加大普及证券期货知识力度。要加强证券知识的公益性培训，将投资者教育逐步纳入国民教育体系，提高投资者市场信息分析判断和决策水平，减少非理性投资和从众心理，构建市场理性微观基础。证券期货经营机构应当承担各项产品和服务的投资者教育义务，保障费用支出和人员配备，将投资者教育纳入各业务环节。充分发挥媒体的舆论引导和宣传教育功能，提高投资者自我教育能力，使投资者能够充分研究公司披露的各种信息，尽量做到在充分“知情”的情况下，运用自己的分析和判断能力作出恰当的投资决策。

五、推动上市公司信息公开披露机制创新

（1）提高信息披露执行力。强化公司信息披露及其监管对于证券市场的健康发展至关重要。完善我国信息公开披露制度，必须建立严格追究信息披露的违规、违法行为的法律责任。让上市公司信息披露成为法律的硬性规定、硬任务。要改变目前重刑事责任追究，轻民事责任追究的现象，突出民事赔偿追责，让实体法和程序法一致，切实保证中小股东能够得到法律救助。上市公司依法公开披露信息前，不得非法对他人提供相关信息。上市公司控股股东、实际控制人在信息披露文件中的承诺须具体可操作，特别是应当就赔偿或者补偿责任作出明确承诺并切实履行。要加强信息披露检查制度，从法律上赋予投资者倒追机构责任的权力。

（2）提高信息披露透明度。健全内部信息披露制度和流程，强化董事会秘书等相关人员职责。制定自愿性和简明化的信息披露规则。加快推进企业会计信息生产社会化、商品化、专业化，提升信息披露的真实性和可信性。要进一步丰富证券交易所信息披露考评质量，细化考评体系，加强股权结构、董事会、监事会以及公司治理准则等方面的披露，提高信息的真实性完整性，充分揭示风险。要积极利用会计师事务所、律师事务所、证券公司、资产评估事务所、财务公司等中介机构，丰富和提高信息披露质量。

六、推动投资者风险防范机制创新

（1）建立投资者适当性保护制度。要建立投资者准入制度，按照风险水平对证券产品、金融产品进行分类，制定高风险产品的投资准入制度，将不具备专业能力和风险承受力的投资者排除在外。按照教育水平、资产能力、风险承受能力等对证券市场投资者进行分类，对于一般投资者和专业投资者提供不同类型、不同程度的保护。对专业投资者可以豁免部分或全部适当性义务。要明确证券经营机构违反投资者适当性义务的法律 responsibility，承担相应赔偿责任。可以借鉴保险中“犹豫期”制度，给投资流动性差、期限长的金融产品购买者一定改变决策的机会。

（2）完善投资者赔偿机制。要加快建立投资者损害的赔偿标准、赔偿程序，督促违规或者涉案当事人主动赔偿投

资者。对上市公司违法行为负有责任的控股股东及实际控制人，应当主动、依法将其持有的公司股权及其他资产用于赔偿中小投资者。招股说明书虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏致使投资者遭受损失的，责任主体须依法赔偿投资者，中介机构也应当承担相应责任。基金管理人、托管人等未能履行勤勉尽责义务造成基金份额持有人财产损失的，应当依法赔偿。

（3）完善投资者风险救助机制。证券期货经营机构和基金管理人应当在现有政策框架下，利用计提的风险准备金完善自主救济机制，依法赔偿投资者损失。研究实行证券发行保荐质保金制度和上市公司违规风险准备金制度。探索建立证券期货领域行政和解制度，开展行政和解试点。研究扩大证券投资者保护基金和期货投资者保障基金使用范围和来源。

（中国证券投资者保护基金有限责任公司 周宇）

2015年1月15日

免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与中国证券投资者保护基金有限责任公司无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归中国证券投资者保护基金有限责任公司所有，未获得我公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中国证券投资者保护基金有限责任公司”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。