

加强资本市场投资者保护： 势在必行、任重道远

管清友*

在现代市场经济中,金融体系通过将资金从储蓄者手中引导至具有生产性投资机会的个体和企业,承担着优化社会总体资源配置、促进实体经济增长和提高社会总体福利的重要职能。中小投资者作为资本市场上的重要参与主体,因信息不对称导致的逆向选择和道德风险,其权益易受到包括内幕交易、市场操纵、金融欺诈等违法违规行为的侵害。这不仅不利于资本市场有效发挥资源优化配置的职能,而且可能通过“羊群效应”进一步放大市场波动、加剧系统性风险,继而影响整个金融体系的稳定与发展。因此,保护投资者的合法权益,是我国资本市场长期健康、有序发展的重要基础,其与广大人民群众的利益息息相关。

习近平总书记早在 2015 年 12 月举行的中央经济工作会议上就曾强调,要尽快形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到充分保护的股票市场,要抓紧研究提出金融监管体制改革方案,以统筹监管系统重要性金融机构、金融控股公司、重要金融基础设施为重点,强化综合监管和功能监管。^① 2017 年 7 月召开的全国金融工作会议上,习近平总书记再次强调,要把发

* 如是金融研究院院长,首席经济学家,经济学博士。

① 《中央经济工作会议在北京举行,习近平李克强作重要讲话》,载新华网:http://news.xinhuanet.com/politics/2015-12/21/c_1117533201.htm,最后访问日期:2017 年 9 月 10 日。

展直接融资放在重要位置,形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系。^① 据统计,截至2016年年末,我国各行业金融机构资产管理业务总规模已超过60万亿元,沪、深两市3052家上市公司的总市值超过50万亿元,日均成交金额近5000亿元,A股市场投资者超1亿人,个人投资者交易额占比超过80%。^② 在当前我国资本市场改革不断深入、金融产品与服务创新层出不穷、投资者规模日益庞大的大背景下,维护投资者的合法权益,其重要性不言而喻。

长期以来,我国的投资者保护工作面临起步晚、任务重、相关监管基础设施不足、制度与机制建设相对落后、投资者教育明显滞后等问题。面对这些问题,中国证监会主席刘士余曾表示,我国资本市场上的一些行为往往是“披着合法的外衣”,打着制度的擦边球在市场巧取豪夺,严重侵蚀广大投资者的合法权益;为此,务必要通过依法全面从严监管,维护住“公平、公开、公正”的市场秩序,没有“三公”原则,就谈不上对投资者权益的保护,为保护投资者利益,监管者要做到“不惜牺牲羽毛”。^③ 中国证监会投资者保护局局长赵敏也曾撰文指出,加强投资者教育,既是防范和化解金融风险、维护金融稳定的基础性工作,也是投资者保护工作的起点,有助于健全投资者权益保护长效机制,使投资者真正做到知权、依法行权和维权,增强自我保护能力。^④ 一方面,投资者教育可以通过提高投资者的专业知识水平,帮助投资者客观、理性地参与资本市场,继而提高投资者参与市场的能力与效率,增强投资者信心;另一方面,投资者教育也有助于增强投资者的风险防范意识,帮助投资者树立权利意识,更有效地维护自身合法权益,从而起到保障资本市场总体健康发展和社会稳定的作用。然而,当前中国资本市场上以散户为主的投资者结构、监管层面缺乏投资者教育的战略规划和长效

① 《习近平总书记在2017年7月15日全国金融工作会议上的讲话》,载中华人民共和国中央人民政府网:http://www.gov.cn/xinwen/2017-07/15/content_5210774.htm,最后访问日期:2017年9月5日。

② 中国人民银行《中国金融稳定报告2017》,2017年7月。

③ 《国新办协调推进资本市场改革稳定发展等方面情况新闻发布会》,载国务院新闻办公室网:<http://www.scio.gov.cn/xwfbh/xwfbh/wqfbh/35861/36298/index.htm>,最后访问日期:2017年9月8日。

④ 赵敏:《加强投资者教育 夯实资本市场投资者保护基础》,载《清华金融评论》2017年第6期。

机制、经营机构普遍对投资者教育重视不够、资源投入严重不足的现实等情况,都使我国的投资者教育工作依然面临极大的困难与挑战。

尽管在国务院办公厅发布的《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》(以下简称国务院 110 号文)指引下,近年来我国逐渐搭建起了涵盖监管机构、交易所、经营机构等层面的一系列投资者保护制度与规则约束,形成了包括投资者保护局、中国证券投资者保护基金有限责任公司(以下简称投资者保护基金)和中证中小投资者服务中心有限责任公司(以下简称投服中心)在内的“一体两翼”的投资者保护机构设置,投资者保护工作取得了一定成效,但与投资者的期望,与我国资本市场发展的整体规模、水平、趋势和相关金融改革的客观要求,尚存在不小的差距。

2013 年国务院 110 号文对我国投资者保护工作进行了系统、全面的部署。在此文指引下,相关投资者保护的制度机制建设逐渐被提上日程,金融监管基础设施不断完善,在包括投资者保护局、投资者保护基金、投服中心等投资者保护机构设置基础上,围绕投资者的知情权、参与权、收益权、求偿权等各项基本权利,以投资者适当性管理、多元化解纠纷、诉讼支持、先行赔付、持股行权、投资者教育基地建设等方面为主要着力点,推出了一系列创新举措,投资者保护工作取得了阶段性成效。可以说,投资者保护已经成为当前我国金融监管工作的重要一环。

2017 年 7 月 1 日生效的《证券期货投资者适当性管理办法》(以下简称《办法》)作为我国证券期货市场首部投资者保护专项规章和资本市场重要的基础性制度,从多维度指标对投资者分类、产品与服务分级、经营机构适当性匹配等角度,围绕评估投资者风险承受能力、产品风险等级、充分揭示风险、提出匹配意见等核心内容做出一系列制度安排,成为维护投资者合法权益的第一道防线,顺应了国际资本市场的普遍规则,是落实证监会“依法监管、从严监管、全面监管”要求,进一步强化投资者保护的重要举措。

《办法》的实施,不仅有助于打破我国资本市场上长期以来的政府隐性担保导致的“行政管制—投资者依赖”之非良性循环,而且有助于从结构性管理的角

度及时化解风险,有利于发挥市场的基础性作用,提高整体资本市场的效率与活力。其实早在2007年以来,中国证监会就已经陆续在包括基金销售、创业板、金融期货、融资融券、股转系统、私募投资基金等市场上,对新产品或业务线逐步建立了投资者适当性制度,但这些制度相对零散而又相互独立,更多侧重于对准入门槛的设置,既未覆盖一些高风险产品,也未对经营机构的义务作出足够系统而明确的规定。为此,可以说此次《办法》的出台和实施,实现了适当性管理制度对我国证券投资基金市场业务的全覆盖。然而,正如中国证监会投资者保护局局长赵敏所言,《办法》的核心是将合适的产品卖给合适的投资者,尽管主要规范的是证券机构的行为,即机构有义务对投资者风险偏好进行分类、对金融产品进行分级,并在此基础上将投资者与产品进行匹配;但与此同时,投资者也有义务向金融机构提供真实资料,以便机构对投资者的风险承受能力做出准确评估与判断。

2016年由最高人民法院与中国证监会联合发布的《关于在全国部分地区开展证券期货纠纷多元化解机制试点工作的通知》,在认可证券期货试点调解组织制度、明确调解协议的司法确认、落实调解协议的督促程序、建立示范判决机制、确立在线调解方式有效性等方面进行了创新,填补了长期以来的法律空白,实现了投资者保护与司法的有效衔接,极大地提高了证券期货纠纷调解的效率与权威性,是我国推进资本市场法治化建设的重要体现。在2017年的全国金融工作会议上,进一步强调要推进构建现代金融监管框架、健全金融法治,并首次提出了功能监管和行为监管的理念,这无疑将对我国投资者保护未来的工作从理念到架构产生积极而重大的影响。2017年10月1日,中国证监会发布的《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》也已正式实施,该办法通过明确各方合规管理责任、经营机构内部评估与外部评估相结合、行业协会细化资质要求等,进一步健全投资者保护体系的顶层设计,夯实投资者保护屏障。据悉,正在进行的《中华人民共和国证券法》修订工作,也将考虑对投资者保护制度作出专章规定。^①

^① 黄炜:《体系化构建中小投资者损害赔偿救济制度》,载中国证监会网:http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201709/t20170901_322892.html,最后访问日期:2017年9月10日。

此外,近年来包括持股行权试点、成立投服中心、筹建全国证券期货纠纷调解中心、设立投资者民事赔偿专门制度、建立投资者教育基地等,正逐步成为新投资者主动行权和维权方式、畅通投资者诉求处理渠道的重要补充。早在2005年,为建立防范和处置证券公司风险的长效机制,国务院就批准中国证监会、财政部和中国人民银行联合发布了《证券投资者投保基金管理办法》,继而设立国有独资的投保基金。正如投资者保护基金董事长刘洪涛所言,作为资本市场基础制度建设的重要安排,投保基金制度有效保护了投资者的合法权益,其也成为国家金融安全网的重要组成部分,在促进资本市场健康发展、提高资本市场服务实体经济能力方面,其越来越发挥起重要作用。^①此外,由投资者保护专门机构持股行权和支持诉讼,有助于促进上市公司的股东自治、改善公司治理,这对中小投资者依法行权、维权具有积极的引导和示范作用。据统计,截至2016年12月,投服中心已对全国177家上市公司在中小股东投票机制、利润分配等方面存在的问题发送了股东建议函,累计提出建议380余条,参与了3家上市公司股东大会或现场行权,积极行使质询权、建议权、表决权等股东权利。^②当前,投服中心持股行权已扩展到全国,截至2017年6月30日,共持有全国范围内沪深两个交易所共计3147家上市公司的股票,共计行权541次,向上市公司发送股东建议函240件,公开发声11次,行使质询权74次、建议权75次、表决权52次,5次行使了诉讼权利。^③

在取得成绩的同时,我们也必须清醒地认识到,当前我国的投资者保护工作还面临包括违法成本低、纠纷调解仲裁效力低、民事赔偿诉讼制度执行不力、案件审理的司法“行政化”“地方化”倾向严重等一系列问题,如何努力解决好这些问题,成为我国投资者保护工作未来不断努力和改善的方向。

习近平总书记曾指出:“实行什么样的金融监管,国际上有不同做法,我们要

① 王小伟:《“公平在身边”部署六大任务、保护投资者合法权益》,载《中国证券报》2015年5月25日,第A09版。

② 马婧妤:《证监会投保局:牢记使命 维护投资者合法权益》,载《上海证券报》2016年12月22日,第011版。

③ 朱宝琛:《资本市场需要更多“正义的麻烦制造者”》,载《证券日报》2017年7月17日,第A01版。

从我国国情出发,特别是要坚持问题导向,确定思路,避免争来争去、久拖不决。”^①总体而言,有效保护投资者合法权益,既是一个庞大的系统工程,也是各国资本市场发展、改革和不断完善过程中的一项长期任务。我国的投资者保护工作才刚刚起步,未来发展任重而道远。

展望未来,我们需要按照依法、从严、全面监管的总要求,立足我国资本市场发展的现状与实际,同时针对投资者保护领域出现的各种新情况、新问题,不断进行制度创新和前瞻性探索,从司法、行政和市场角度逐步完善顶层设计,大力推进投资者保护的制度和机制建设,多管齐下,逐步探索和构建开放环境下兼具中国特色又符合国际惯例,包括自律监管、行政监管、法律援助、投资者赔偿救济等内容在内,市场约束机制、行政监管机制和司法救济机制上下联动、彼此契合的多层次、全方位的投资者保护工作体系。具体包括:

第一,在推动适当性管理办法有效落实的基础上,开展投资者状况的评估与调查,强化市场一线的监管效能,优化投资回报机制,夯实持股行权工作。以交易所为例,^②在“以监管会员为中心”的交易行为监管模式的基础上,各交易所应进一步通过规则制定、实时监控、会员合规培训、专项现场检查、纪律处分等手段,推动工作重心不断向一线监管转移,不断发展和夯实监管科技,逐步完善交易规则,加大事中监管的力度,进一步扩大与境内外交易所的协同合作,对跨境市场操纵的监管形成合力,切实承担起维护“公开、公平、公正”的市场秩序、保护中小投资者合法权益的重任。

第二,统筹建立高层次、多元化权威纠纷调解机制,完善自律组织、第三方机构等的调解仲裁与法律诉讼的对接机制;加强对侵害投资者利益的违法违规行为打击力度,严肃市场纪律,切实提高违法成本,让违规者付出沉重的代价,对

^① 《习近平在参加十二届全国人大四次会议上海代表团审议时的讲话》,载人民网理论频道:<http://theory.people.com.cn/n1/2017/0619/c148980-29347273.html>,最后访问日期:2017年9月11日。

^② 2017年8月25日,中国证监会主席刘士余在上海举行的“证券交易所一线监管国际研讨会”上曾指出,交易所作为市场的组织者、运营者和自律监管者,应充分发挥和加强身处监管一线的独特优势,认真贯彻落实和履行包括交易所设立章程、《证券交易所管理暂行办法》、《证券法》等法律法规所赋予和规定的监管使命。参见朱宝琛:《刘士余:交易所绝不是单纯的交易平台,必须是强大的监管者》,载《证券日报》2017年8月26日,第A01版。

潜在违规者形成有效震慑,真正做到有法可依、执法必严、违法必究。

第三,完善投资者赔偿制度,全面加强中小投资者教育。应进一步研究推动建立先行赔偿制度,在既有的投保基金赔付、专项补偿基金赔付、行政和解金赔付组成的赔付体系基础上,进一步设立专项风险准备金,拓宽赔偿资金来源,畅通投资者损失补偿、救济渠道,推动建立包括国家补偿、行政补偿、民事赔偿等在内的多层次、多主体投资者赔偿、救济体系。

第四,逐步形成投资者教育的长效机制。努力将投资者教育提升到国家金融发展的战略高度,制订投资者教育中长期发展规划,进一步扩大试点,推动将投资者教育纳入国民教育体系,在结合中国国情建设各类投资者教育基地的同时,积极学习和借鉴发达国家的先进经验,探索建立专业的投资者教育机构,统筹现有教育资源,不断丰富教育手段,努力建设针对性强、制度化、专业化、全方位、多层次,兼具便利化和个性化的投资者教育基地,创新投资者服务方式,推动投资者教育向互动体验式、智能化的转变。