

## 序二：努力建构中国特色投资者 保护的新机制

梁定邦\*

乘着中国共产党十九大胜利召开的东风,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)创办的《投资者》隆重面世。《投资者》专门针对投资者,是投资者尤其是广大中小投资者期盼已久的家园,专门鼓舞与呼吁投资者的权利。《投资者》的创办体现了投服中心为投资者服务的竭诚用心和积极实践的气魄。应投服中心之邀,笔者在此略说一二。祝贺之外,笔者想到的倒是投服中心本身。投服中心的成立是中国资本市场实现投资者保护的全新尝试,它开创了中国特色投资者保护的新机制,拓展了我国中小投资者保护的新局面。

中国内地资本市场是充满自身特色的散户型市场。中小投资者众多且高度分散是中国内地资本市场的主要特征,这与国际资本市场投资者结构的“去散户化”迥然不同。据不完全统计,截至2017年8月底,中国内地资本市场投资者开户数达到1.295亿户,其中个人投资者近1.292亿户,个人投资者占比达99.73%。散户投资者比机构投资者多的局面是每个资本市场发展初期的必经之路,但中国内地资本市场如此巨大的散户人数,是国外成熟资本市场从未遇到过的。这一鲜明的特色也使我国的投资者保护任重而道远:其一,高度分散的中小投资者在证券市场作为一个个独立的个体,很难聚合并形成整体力量来保护

---

\* 香港执业资深大律师,原中国证监会首席顾问,香港首位华人证监会主席。

自身利益;其二,广大中小投资者的资金实力、投资能力、信息渠道、专业知识、法律意识、理性程度、风控水平总体较弱,且投资者在年龄、学历、背景等方面差异巨大;其三,中小投资者大多以追求交易利差为目的。与成熟证券市场不同的是,我国众多中小投资者短期投资往往多于长期投资,他们更多关注的是股市行情,以谋求股票交易的差价,长期投资、理性投资、价值投资的理念还有待进一步强化。

特殊的投资者结构,使广大中小投资者在证券市场中时刻面临着风险。相对缺乏的经济实力让中小投资者往往经不住市场波动的考验,有限的信息获取渠道致使其投资决策常常滞后于市场反应,相对感性的投资情绪与判断能力易使其跟风冒进,不足的专业知识和较弱的风险意识使之盲目追涨杀跌。面对起伏不定的资本市场,中小投资者只能跟着证券市场波动,更易成为某些机构投资者操纵市场的推手,因此中小投资者往往成为资本市场的最终受害者。

中国内地资本市场是新兴加转轨的市场,这是中国内地资本市场的又一特征。不可否认,经过 20 多年的发展,中国内地资本市场取得了辉煌成绩,业已成为全球第二大资本市场。但与成熟的资本市场比较,中国内地资本市场还存在这样或那样的不足:

一是立法制度还显不足,投资者权利保护须进一步加强。法律是影响投资者保护水平的重要因素,而目前中国国内法律对投资者保护的事前预防性保护与事后救济性规定并不完善。从总体上来看,尽管以《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》为主的投资者保护法律体系初步形成,但从内容与实践上比不上成熟市场甚至比有些新兴市场还稍落后。在事前保护上,公司治理、信息披露制度还有待全面完善,投资者权利的行使机制仍须细化。在事后救济上,虽然我国监管部门已经付出很大努力,但内幕交易、操纵市场等证券违法行为依然严重,证券侵权行为归责原则以及主体资格的确定等方面还须进一步明确。尤其是虚假陈述诉讼前置程序的制约,使中小投资者的民事求偿范围受到限制,民事损害赔偿优先于行政罚款的执行在操作上还很难到位,司法解决中小投资者群体性诉讼的效率、成本和结果还不尽如人意,中小投资者诉讼立案难、

审理难、执行难,通过司法手段实现中小投资者权利救济的最后途径效果有限。投资者保护立法机制还不完整、不系统,实操性不够,司法保护机制还不能完全适应。中小投资者维权、行权时间长、成本高、执行难、效果不理想在短时期内很难改变。

二是监管理念还须更新,监管机制有待完善。保护投资者尤其是中小投资者的合法权益是监管部门的重中之重,也是监管部门一切工作的出发点与落脚点。长期以来,中国内地证券市场监管部门为此做了大量工作,采取了一系列措施,获得了一定效果。但是中国内地特殊的投资者结构和不够成熟的证券市场,使保护中小投资者的任务仍很繁重。当前,资本市场违法违规行为层出不穷,其行为性质更趋恶劣,情况更显复杂、手段更加隐蔽、数额不断增大,这些都增加了保护中小投资者的难度,要求监管部门必须更新理念、创新机制,从而更加有效地保护中小投资者。因此,监管部门在处理监管与发展、市场稳定与投资者保护、审批职能与监管职能、监管部门与监管部门之间和监管部门内部之间等相关关系方面,需要进一步厘清思路,确定重点、明确目标并认真审视中国内地资本市场的现状和监管水平,并在此基础上,更新理念、创新机制,将投资者保护尤其是中小投资者保护作为监管的终结目标,使中国内地资本市场能够健康有序稳定发展。

三是中小投资者自身行权、维权能力是薄弱的。中小投资者作为资本市场的弱势群体,面对的是大量的潜在违法违规行为的损害,以及不对称的信息决策投资,涉及自身利益的政策出台时的默默无语。在许多情况下,他们大多数并不知晓自己有多少权利,即使知晓也不关心甚至忽视这些权利,很少行使包括查阅权、质询权、股东大会出席权等权利。中小投资者行权和维权意识的淡薄不仅使其自身利益受到损失,也助长了证券违法行为的滋生,最终使中小投资者在证券市场屡受损害。

中国资本市场特有的投资者结构,需要我们在中小投资者保护方面不断进行探索,寻找一条适合中国国情的中小投资者保护道路,建设好具有中国特色的投资者保护新机制,这是我们面临的艰巨任务。令人欣慰的是,中国证监会在这

一方面迈出了坚实的一步,设立了专司保护中小投资者权益公益性机构——投服中心,探索出了一条充满中国特色中小投资者保护的新道路。这是中国证监会更新理念、大胆创新,在投资者保护上砥砺奋进的重大举措。

作为中国证监会批复设立并直接管理的金融证券类公益机构,投服中心的宗旨是保护中小投资者的合法权益,其核心业务是持股行权、纠纷调解、支持诉讼和投资者教育。在进一步加强投资者教育的基础上,投服中心通过事先持股行权、事中纠纷调解、事后支持诉讼,鲜活地、立体地构建了中小投资者保护网。自2014年年末成立以来,投服中心动作频频、举措不断,取得了较大成绩,逐渐成为证券市场的关注焦点,获得了方方面面的好评。

数字是最有力的证明,截至2017年9月,投服中心通过行权、调解和诉讼,保护中小投资者的行动达5500次件。在持股行权方面,1年多来,投服中心共持有3314家上市公司股票并成为沪深两个交易所所有上市公司的股东;持股行权644次,其中现场行权130次,包括参加58家上市公司的股东大会、27家重大资产重组的媒体说明会、4家投资者说明会、41次现场行使查阅权;非现场行权266次,其中向上市公司发送股东建议函255件、公开发声11次;共计行使质询权173次、建议权365次、表决权58次、查阅权41次。在纠纷调解方面,投服中心共登记纠纷案件4849件,涉及争议金额约15亿元。其中,正式受理2090件,调解成功1555件,成功率达88%,投资者获得赔偿金额达2.8亿元人民币。在支持诉讼方面,投服中心共有7起案件,其中提起4起支持诉讼、1起股东诉讼,2起支持诉讼案件正在公开征集。全国首例证券支持诉讼“匹凸匹”案,投服中心支持14名投资者全部胜诉,索赔合计233.89万元;“康达新材案”全部胜诉,赔偿金额已全部执行完毕;“上海绿新案”和“安硕信息案”正在庭审过程中,进展顺利;“鞍重股份”和“ST大控”公开征集诉讼案,近500位投资者提出诉讼请求,请求赔偿金额数千万元。投服中心首次以股东身份起诉“海利生物”,法院也将择机开庭审理。

投服中心的这些行动充满着中国特色,不断地推进着我国中小投资者保护体制机制的创新。以持股行权为例,公益性的持有所有上市公司最少的100股股

票,使之成为全世界拥有上市公司家数最多的股东,同时又是全世界每家上市公司最小的股东。持有上市公司的股票,就可以以股东的身份,从保护中小投资者的角度,用法律的手段参与上市公司治理,做积极股东、合格股东、示范股东,唤醒中小股东行权、维权意识,引领广大投资者积极行使股东权利,促进上市公司治理和规范运作,保护自身权益。

成立不久的投服中心,已在中国内地资本市场中小投资者保护方面发挥着独特作用,它开辟了中小投资者保护的新途径,与行政监管部门、自律监管机构一起,构筑了中国资本市场投资者保护的“三驾马车”。然而,投服中心投资者保护工作与前两者相比较还很弱小,投服中心的事业才刚刚起步。面对体量如此庞大的中国内地资本市场,人数如此众多的中小投资者,投服中心的工作范围还有限,人力、物力还很不足,集中解决中小投资者关注的重点、难点、热点问题应是投服中心目前的主要目标,而呵护、支持和帮助投服中心,又是中国特色中小投资者保护机制不断发展壮大的重要基础。笔者认为,一是在立法上进一步明确投服中心的法律地位,细化其功能职责,使之成为国家设立的公益性投资者保护机构,获得法律强有力的支撑;二是监管机构要在人力、物力和资源整合上给予大力支持,使其能够全面深入可持续地进行中小投资者保护;三是在舆论上不断宣传报道这一新生事物,使其形成广泛的影响力,达到示范引领作用,以唤醒广大中小投资者的权利意识,使广大中小投资者主动行权维权,实现自我保护。

回首过去,路途漫漫;畅想未来,新篇待写。借《投资者》面世之际,祝愿投服中心人不忘初心,砥砺前行,在办好一本属于投资者自己读物的同时,大展宏图,创造性地做好中小投资者保护这一伟大事业,建设好中国特色投资者保护的新机制。