

中小投资者的制度保护

方 燕*

摘 要:在科创板正式推行以及《证券法》修订的大背景下,对中小投资者的保护要综合行政、民事等手段丰富保护体系,全方位地提升对中小投资者的保护力度,提升资本市场法治与司法救济等软实力水平。针对目前中小投资者行政、民事保护存在的相关问题,本文设想了解决方式,并对中小投资者公益诉讼制度进行了探索。

关键词:中小投资者 信息披露 行政保护 民事救济 公益诉讼

一、前 言

目前我国证券市场的投资者结构仍以中小投资者为主,根据中国证券登记结算有限责任公司的数据,截至2019年2月22日,我国证券投资者数量为14,807.48万人,其中自然人为14,771.98万人,^①占99.5%以上。中小投资者是我国现阶段证券市场的主要参与群体,却处于信息弱势地位,抗风险能力和自我保护能力较弱,合法权益容易受到侵害。维护中小投资者的合法权益是证券期货监管工作的重中之重,关系广大人民群众切身利益,是证券市场持续健康发展的基础。

我国证券市场中小投资者保护工作已取得了积极成效,但对于中小投资者的制度保护还存在不完善之处,致使其合法权益得不到有效保障。完善我国中小投资者的制度保护,促进我国证券市场平稳健康发展已迫在眉睫。

笔者认为,对中小投资者的保护要综合行政、民事等手段丰富保护体系,全方位

* 北京金诚同达律师事务所高级合伙人、第十三届全国人大代表。

^① http://www.chinaclear.cn/zdjs/xmzkb/center_mzkb.shtml,最后访问日期:2019年4月12日。

提升对中小投资者的保护力度,提升资本市场法治与司法救济等软实力水平。

行政保护,是指政府的行政管理工作与消费者权益的保护水平直接相关,通过加强监督,预防危害消费者人身、财产安全行为的发生,及时制止危害消费者人身、财产安全的行为。^①行政保护包括行政管理、行政监督以及对违法行为的处理等。中小投资者的行政保护是政府及其监管部门依照法定程序,运用多种手段,保障中小投资者合法权益的行为。

民事救济,是纠正、矫正或改正已发生或业已造成伤害、危害、损失的民事权益或者损害民事权益的不当行为。民事救济具有恢复、补偿、修复和赔偿民事权益的功能。而民事救济权,是以消除因侵害或者受有危险而产生的不法或不公平状态为目的,旨在恢复受害状态的一类实体权利。它基于基础权利或基础利益被侵害或遭受危险的事实而发生,因而是派生的权利,其效力目的在于援助受害权利或利益,助其恢复。当保障中小投资者的行政保护失灵、中小投资者的合法权益被侵害时,就需要完善的民事救济系统援助中小投资者,恢复其应有的权益。

2013年12月25日国务院办公厅发布《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》,从九个方面加强资本市场中小投资者合法权益保护工作,首次在国务院层面系统构建了保障投资者知情权、行权、维权的投资者制度体系。

2018年12月中央经济工作会议提出,资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用,要通过深化改革,打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。这为加强中小投资者的制度保护奠定了基调,指明了方向。

二、中小投资者行政保护存在的问题及保护方式

(一)行政保护程序不完善

因为我国的行政程序法一直尚未启动立法程序,资本市场的信息公开制度、听取意见制度、告知制度、证据制度及公众参与制度等都没有明确而系统的程序性规定。在证券投资者权益行政法保护程序制度方面,中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)近几年相继发布了《中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定(2018年修订)》《中国证券监督管理委员会行政处罚听证规则》《关于加强发行审核工作人员

^① 参见侯丽艳、梁平主编:《经济法概论》,中国政法大学出版社2012年版,第78页。

履职回避管理的规定(2017年修订)》《关于加强发审委委员履职回避管理的规定(2017年修订)》。这些部门规章和规范性文件的出台在一定程度上完善了中小投资者权益行政保护程序制度,但目前我国证券市场仍存在证监会信息公开制度不完善和证监会规章制定程序公众参与程度不高这两大程序不足。

1. 证监会信息公开制度不完善

证监会《证券期货监督管理信息公开办法(试行)》已逾10年未进行修订,存在一定不足,难以保障中小投资者利益。在主动公开方面,证监会存在主动公开事项力度欠缺,公开不完全等现象。这导致证券市场信息不对称,证券投资者尤其是中小投资者对有效的市场信息获取较为困难,影响其正确判断市场行情。在依申请公开方面,证监会存在对依申请公开的信息答复质量有待提升,对于不公开信息的决定,拒绝提供理由或提供的理由的规范性不够等问题。

因此,笔者建议应当完善证监会信息公开制度。比如,证监会可以结合新修订的《政府信息公开条例》,逐步完善主动公开机制,全面保障中小投资者知情权。首先,可以考虑扩大证监会主动公开信息的范围,增强监管工作的透明度,确保主动公开的持续性,畅通证券投资者信息获取渠道。其次,进一步健全证监会信息依申请公开机制,保证中小投资者合法依规提出的公开申请被及时、合理的回复。最后,应建立多元化信息公开发布渠道,使信息获得更加便捷。

2. 证监会规章制定程序公众参与程度不高

证监会虽然在部分规章及规范性文件的起草过程中引入了听证制度,为公众参与与立法的讨论提供了渠道,但是公众参与制度要想在具体实践中真正发挥作用还需要在制度上不断完善。

首先,在我国行政立法的过程中,公众参与具有非强制性。相关部门规章及规范性文件在起草制定或修改中容易将中小投资者排除在外,易对其造成不利影响。

其次,证监会规章制定过程中公开性有待提高。证监会在制定与广大中小投资者权益息息相关的规章或规范性文件时应该自觉公开制定过程的各个环节。相关文件制定信息公布存在一定不足,会对中小投资者知情权造成影响。

因此,笔者认为应当加强证监会规章及规范性文件制定或修改的公众参与性。证监会在制定修改部门规章及规范性文件时,应当主动公告,对立法依据、重点条文、分歧大的条文进行重点说明,引导公众参与讨论,提高广大中小投资者的知晓程度和参与程度。同时,也应通过适当的途径将相关意见反馈给中小投资者,回应其关切,

确保在重大问题上不失声、不缺位。

(二)信息披露制度不完善

作为资本市场最重要的行政管理制度之一,信息披露制度有利于监管机关对本市场的管理,对保护中小投资者意义重大。近年来,尽管我国资本市场信息披露制度已经取得一定成就,但还存在以下两大问题。

1. 现有的信息披露制度无法满足中小投资者需求

2018年9月26日,证监会阎庆民副主席在首届“中小投资者服务论坛”开幕式上的讲话表示,我国有1.42亿投资者,其中95%以上为持股市值在50万元以下的中小投资者。^①我国证券市场里的中小投资者无论从学历、专业素质、信息渠道以及资金等方面,都与机构投资者存在较大差距。他们大部分是缺乏专业的金融财务知识的普通人,没有精力更没有能力对相关信息进行汇总分析和处理,这在极大程度上造成了中小投资者为机构投资者的信息成本买单的情况。

信息披露制度的法定要求状态是信息披露义务人应当真实、准确、完整、及时地披露信息,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。健全的信息披露制度让投资者自主判断选择,证券市场自由竞争,投资者就会根据披露的信息做出较为理性的投资决定。但大多数中小投资者面对证券市场上的信息有以下几种表现。

第一,对政策的依赖性。中小投资者对政策的依赖性导致投资者心理的“过度自信”与“过度恐惧”。政策对中小投资者的影响过大,影响其活跃度及入市的意愿,当利好政策出台后,投资交易频率有明显的上升,且持续相当长的交易日。而当利空政策出台时,投资者的交易频率有较大幅度的下降,下降趋势也持续较长的时间。

第二,从众。中小投资者自身对于证券市场信息存在严重的从众心理。股市证券报道和评论文章多以“投资者情绪高涨、情绪指标低落”等词汇形容普通投资者的投资偏好;同时,中小投资者在相当大程度上信任股票权威人士的观点,听取所谓股票权威人士对股市行情的预测。

第三,信息偏好。许多中小投资者偏爱小道消息、“内部消息”,常常对这些消息趋之若鹜,然后匆忙地进行证券市场操作。与此相反,中小投资者对市场公开信息如企业财务状况、重大事项发生情况、董事会股东会披露事项缺少关注,对该等信息反应不足。

^① 阎庆民:《以新理念引领新发展 投资者保护工作迈上新台阶》,载全景网:<http://www.p5w.net/live/lthyzb/sjxtzfwlt/m.htm>,最后访问日期:2019年4月12日。

目前的信息披露制度并不能满足中小投资者的需求,其需要的是高质量、清晰明了而且容易理解的信息披露。在深化资本市场改革的今天,信息披露制度也应在适应中小投资者方面做出改变。

2. 信息披露违法处罚规定较轻

我国《证券法》第 189 条规定:“发行人不符合发行条件,以欺骗手段骗取发行核准,尚未发行证券的,处以三十万元以上六十万元以下的罚款;已经发行证券的,处以非法所募资金金额百分之一以上百分之五以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员处以三万元以上三十万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人指使从事前款违法行为的,依照前款的规定处罚。”

我国《证券法》第 139 条规定:“发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露信息,或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,责令改正,给予警告,并处以三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以三万元以上三十万元以下的罚款。发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定报送有关报告,或者报送的报告有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,责令改正,给予警告,并处以三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以三万元以上三十万元以下的罚款。发行人、上市公司或者其他信息披露义务人的控股股东、实际控制人指使从事前两款违法行为的,依照前两款的规定处罚。”

一方面,在我国资本市场,企业一旦上市成功,市盈率往往达到几十倍,获益巨大。另一方面,从法律规定的处罚措施可以看出,对于证券市场违法违规行为的处罚力度极小,很多严重违法行为的“顶格”处罚仅仅 60 万元,违法成本和违法收益之间严重不平衡。违法违规成本过低,而上市和并购成功之后可以获得的利益巨大,从而使证券市场财务造假、信息披露违规、欺诈发行、内幕交易、操纵市场等乱象屡禁不止的根本原因。

为了资本市场的健康、稳定发展,为了维护中小投资者的合法权益,加大对违法违规行为的处罚就非常具有必要性。毕竟,只有“顶格处罚”产生的强大的震慑力,才能让市场参与者不敢违法违规。

因此,为体现公开、公平、公正、平等的法律原则,保护中小投资者的合法权益,应当对信息披露制度进行进一步完善。

1. 增强信息披露的投资者适应性

对于信息的大量披露,有效地进行汇总、处理及分析是较为困难的,因此,大量的信息堆积在各种发布媒介中,不但对中小投资者接受和处理信息能力的提升毫无作用,反而会使这种现象进一步恶化。因此,需要根据信息流通的增减原则处理所披露的信息,如删减已经过期失效的陈旧条文,增添最新的信息并根据投资者的偏好进行设计,使用投资者容易理解的语言文字编写披露信息等。可以考虑对相关披露信息进行分析并分类整理,再由专业人士进行进一步的处理,这样最终呈现给中小投资者的就是容易理解和接受的信息披露。

2. 呈现多元化的信息披露方式

把董事会、股东会决议、公司重大事项报告、财务报表等信息直接堆积在发布媒介上是目前信息披露的主要方式。公司可以通过自身或者是证券经营机构对披露的信息制作对照图表、视频等内容,让中小投资者更能直观地了解信息。同时,可以考虑在披露时对最易导致投资者损失的部分进行强调,提高信息披露的质量和效率。

3. 修法加大信息披露违法处罚

在《证券法》修改中加大对违法违规行为的打击力度成为2019年“两会”的热点。笔者认为,有必要通过修改《证券法》,提高违法犯罪成本,健全金融法制,从而为新时代证券市场改革保驾护航,矫正资本市场诚信缺失问题,充分保护中小投资者合法权益。

三、中小投资者民事救济存在的问题及解决方案

上述行政保护中的信息披露制度与对虚假陈述的管制等内容亦是民事领域重要的救济内容。建立健全中小投资者保护制度,行政保护与民事救济是相辅相成的。但民事救济除了和行政保护重叠的部分外,还有以下值得关注的民事救济特有的问题及解决方案。

(一) 中小投资者举证责任过大

目前,我国尚未明确证券赔偿民事纠纷的民事责任性质。因此,在证券领域侵害中小投资者权益的民事纠纷中,法院通常按照侵权责任法要求上市公司、证券公司等主体承担一般侵权责任。依照侵权责任法的规定,一般侵权责任纠纷中举证责任原则为“谁主张,谁举证”。但对于处于弱势地位的中小投资者而言,由于证券纠纷具有

高度专业化、职业化和广域化的特征,严重的信息不对称和能力不对称使中小投资者举证异常困难。如果要求中小投资者承担举证责任,则因其难以有效地收集证据,从而难以顺利主张应有的民事救济权。

因此,应当探索研究建立证券赔偿民事纠纷的特殊举证责任,可将中小投资者难以取证的领域改为过错推定责任,由上市公司、证券公司等主体承担举证责任。

(二) 中小投资者诉讼成本过高

我国中小投资者群体有规模大,金额小的特点。有统计表明,多数中小投资者证券投资金额不足5万元。因此,在面对权益受到侵害造成投资损失时,相对高昂的诉讼费、律师费和时间成本使中小投资者往往无法主动选择寻求司法救济,经过权衡后最终只能放弃维权。

因此,应当优化民事赔偿制度,最大限度地降低民事赔偿的诉讼成本,积极探索发展证券投资损害民事赔偿公益诉讼制度,例如,可以探索建立由检察院提起证券民事公益诉讼的制度。

(三) 民事诉讼执行难问题

当中小投资者在民事诉讼胜诉后,面对规模较大、经济实力雄厚的上市公司和证券公司等主体,严重的信息不对称和能力差距仍存在,这使赔偿执行难问题在复杂的证券赔偿中尤为严重。

因此,中小投资者通过诉讼或调解胜诉后,应当探索增加法院强制执行赔偿金的法定范围,确保中小投资者及时、足额获得赔偿金。在不影响上市公司经营的范围内,可加大对现金及其他流动资产进行强制执行的范围,对于部分可折现的资产公开拍卖,拍卖款用以执行赔偿。

同时,开展多种形式的赔偿金先行赔付的探索,如探索对有过错的董事、股东的股权可以先行抵押,通过抵押款先行赔付的可能等。

还应探索建立证券投资保护基金、中小投资者证券投资保险等制度,一旦判决生效,基金或保险先行赔付,再由证券投资保护基金和中小投资者证券投资保险向上市公司等赔偿责任主体追偿。

目前,国家设立了证券投资者保护基金,但该基金仅用于对证券公司的债权人予以偿付。证券公司也建立了保荐人先行赔付制度,但该制度存在制度设计层级低、赔偿条件单一、赔偿数额不确定、赔偿案件数量少等问题。

应当探索规定发行人、中介机构等在开展单项证券业务时购买证券市场强制责

任保险,用于在发生证券市场违规案件时对合格投资者造成的损害进行赔偿。同时,还应探索使用证券监管机构对证券市场违规主体的全部或部分罚没款项设立损害赔偿专项资金,用于在发生证券市场违规案件时对中小投资者造成的损害进行赔偿。最后,还应探索在证券市场违规案件发生时,通过损害赔偿专项资金购买中介机构的第三方服务,为中小投资者提供援助的可能。

四、中小投资者公益诉讼制度探索

(一) 中小投资者的维权困境

在发生上市公司违法、违规行为时,保护投资者合法权益的任务越发重要。现实中,由于中小投资者相对比较分散,力量薄弱,受损的投资者主要通过自发提起诉讼来进行个人维权。从实践情况来看,一方面,中小投资者通过自发诉讼维权往往会面临诉讼期间长、成本高、取证难、风险大、效果差等困难,自身权益难以得到及时救济;另一方面,中小投资者往往会因为诉讼成本过高、专业能力不够、诉讼预期不明确等原因,维权动力不足,甚至主动放弃维权,从而客观上降低了相关市场主体的违法成本,使违法行为难以得到有力震慑。^①

(二) 公益诉讼制度探索

1. 证券金融类公益机构公益诉讼制度探索

2014年12月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)注册成立,这是归属中国证监会直接管理的证券金融类机构。投服中心为中小投资者自主维权提供教育、法律、信息、技术等服务。根据投服中心的介绍,证券支持诉讼是对涉及中小投资者众多、矛盾比较突出、社会影响较大的典型证券侵权纠纷,由机构根据中小投资者提出的申请,委派投服中心的公益律师或工作人员作为中小投资者诉讼代理人,代理中小投资者向人民法院起诉并参与诉讼的活动。^②

投服中心成立后,在支持投资者向上市公司及其实际控制人提起证券赔偿诉讼方面已经做出了探索与尝试。2017年1月23日,上海市第一中级人民法院公开开庭审理原告刘某等诉被告凹凸金融信息服务(上海)股份有限公司及实际控制人鲜某

^① 参见中证中小投资者服务中心:《公益律师说维权 投服中心代理首例证券支持诉讼案例分析》,载中证中小投资者服务中心:http://www.isc.com.cn/rights/201705/t20170517_171525.shtml,最后访问日期:2019年4月16日。

^② 同上。

等8名高管的证券虚假陈述纠纷案,系全国首例证券支持诉讼。目前该中心已经接收中小投资者申请,提起多起证券支持诉讼,如“康达新材”“上海绿新(现更名为顺灏股份)”等。

在这些证券支持诉讼中,投资者服务中心现有工作内容主要是公开征集受损的中小投资者、委派投服中心的公益律师或法律专业人员作为中小投资者的诉讼代理人,代理中小投资者向人民法院起诉并参与诉讼的活动。有别于环境公益诉讼制度,投服中心自身不能成为诉讼主体,只能在诉讼中起到支持及辅助作用。作为金融证券类公益机构,投服中心在为中小投资者提供保护方面具备专业上的优势,且信息相对集中,因此,在为中小投资者提供证券诉讼支持服务之外,对于自身发现的上市公司虚假陈述、信息披露违法违规、内幕交易、操纵市场等违法行为可以以自身名义提起公益诉讼。因此,应将金融证券类公益机构作为独立的诉讼主体,纳入公益诉讼主体之中。

2. 检察机关公益诉讼制度探索

一方面,考虑到证券侵权诉讼专业性较强、成本高、救济对象人数众多且分散的特点,我国应当有法定机构行使证券侵权民事公益诉权。我国监察体制改革后,对于贪污、渎职、职务犯罪的侦查权转移到监察委员会,检察机关的职能减少,应当赋予新的职能。根据法律规定,检察机关享有公诉权和法律监督权。我国《宪法》《人民检察院组织法》均规定“人民检察院是国家的法律监督机关”,法律监督不仅限于对刑事案件侦查、审判等依法履行监督职责,还包括对于民事诉讼、行政诉讼是否合法进行监督。检察机关的新职能应当符合其主要的职权范围及本质,根据上述法律规定,民事案件监督权本就归属于检察机关,那么将证券民事公益诉讼纳入检察机关的职权范围内,符合我国《宪法》《人民检察院组织法》对于人民检察院职能职权的规定。

另一方面,随着我国环境民事公益诉讼制度的确立,检察机关已经在环境保护领域被确立为适格的民事诉讼主体,因此,在民事公益诉讼领域检察机关具备相应的经验,可以在此基础上探索建立证券侵权民事公益诉讼制度。通过在部分地区建立证券民事公益诉讼试点,如上海金融法院,积累证券民事公益诉讼的实践经验。同时,也可对公益诉讼案件范围、提起诉讼、诉讼参加人、专家辅助人等规则作出规定,由于证券侵权都涉及侵害投资者的利益,损害赔偿金额的确定也应当建立相应的计算标准。

(三) 诉讼程序

1. 管辖

目前,法律未对证券民事公益诉讼管辖法院作出特殊规定,仅按照普通民事诉讼“原告就被告”的诉讼管辖规定,中小投资者应当去被告所在地法院提起诉讼。但一般的上市公司、证券公司均具有较大的规模和雄厚的经济实力,在当地的影响力很大,有可能遭受同案不同判、同一条文不同理解的情况以及可能存在司法地方保护主义倾向。上市公司一旦出现问题,利益受到侵害的中小投资者会存在人数众多,损失额度难以计算的情况,因此,无论是公益组织还是检察机关,在提起公益诉讼之前都很难确定具体的索赔金额,从而导致难以选择管辖法院。鉴于此,笔者建议在省级区域内设立专门的金融法院,如已经设立的上海金融法院,专门管辖本省之内金融证券类诉讼,一旦发生上市公司损害中小投资者利益的情形,即由上市公司所在地金融法院管辖。

2. 公告确定受损投资者范围

法院受理案件后,应当公告征集受损的中小投资者,在公告公布后进行登记的中小投资者可以在生效判决确定的赔偿金额内取得赔偿。但是,未进行登记或者在公告期之后才要求登记的投资者,是否能够获得赔偿?此处对于登记应当作出时间上的限制规定,最迟不应晚于法庭辩论终结之时。因为法庭审理和法庭辩论阶段是对整个案情开展的详尽调查,相关的事实、证据、各方的意见均会得到充分的展示和论证,一旦辩论结束则意味着法院对于案件事实已经完成了调查,此后的判决及赔偿均会以此为依据。因此,中小投资者登记的时间应当不晚于法庭辩论结束之时。

3. 赔偿分配规则

在证券民事公益诉讼中,中小投资者最关心的则是自己能够获得赔偿的情况。赔偿金的确定大致有两方面因素:一是损失的计算方式,主流的计算方法大致有算术平均法、普通加权平均法、移动加权平均法等,此处不做赘述;二是赔偿的分配规则,这涉及每个中小投资者的切身利益,可考虑由审判人员、专家辅助人、司法审计、具有证券从业资格的会计师事务所等共同组成工作组,制定相应的分配规则,将赔偿金落实到每位中小投资者。

五、结 语

资本市场要想获得稳定健康发展,必须高度重视中小投资者合法权益的保护,对

中小投资者保护的力度和广度。中小投资者权益的制度保护工作是一项复杂的系统工程,牵扯到各方利益的平衡问题,难度很大。本文初步探索了中小投资者制度保护的相关途径,并指出了一些建议看法。随着我国经济体制改革不断深化,我们有理由相信我国中小投资者的保护制度将越来越完善,而资本市场的发展也会越来越稳定。