

基于监管视角的中小投资者保护

何福英

(福建工程学院 管理学院, 福建 福州 350118)

[摘要]我国中小投资者权益保护存在问题突出表现在信息不对称、投资者回报机制不健全、中小投资者权利意识淡薄、法执行力较弱等几个方面;监管机构也陷于执法手段有限、稽查执法人员不足、力量薄弱等困境。完善中小投资者保护一是要加快监管机构转型,加大执法力度,提高违法成本;二是要强化市场主体信息披露的法律责任,建立健全信用平台;三是要优化投资回报机制;四是健全投资者适当性机制,加强教育,提高风险意识;五是保障中小投资者行权与维权的便利性。

[关键词]中小投资者;投资者保护;监管

[中图分类号]F830.91 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1674-117X(2014)06-0044-05

Research on the Protection of Small and Medium Investors from the Perspective of Supervision

HE Fuying

(School of Management, Fujian University of Technology, Fuzhou 350118, China)

Abstract: Some factors affect the protection of the rights of china's small and medium investors, such as: asymmetric information, imperfective system of investors' return, weak risk sense to small and medium investors, and lower performance in law execution, etc. Meanwhile, the regulators find themselves in a tight corner because of limitation in law enforcement measures, shortage of law-executors, and weak power in law performance. Therefore, in order to improve the protection for small and medium investors, we should do as follows: firstly, the regulative agencies need to speed up transformation, enforce the law more strictly and make higher cost to law-breakers. Secondly, the government should strengthen the legal responsibility of market subjects on disclosing information, establish and perfect the credit platform. Thirdly, the mechanism of investors' return should be optimized. Fourthly, the regulators should perfect an appropriate investment mechanism for investors; provide more investment education for them, and strength investors' risk sense. Lastly, more convenience should be provided for small and medium investors to exercise or defend their rights.

Key words: small and medium investors; protection for investors; supervision

当前,我国投资者的数量日趋增多,但占投资主体绝大多数的还是中小投资者。据统计,截止2013年10月末,在520多万户A股持仓账户中,持有期末已上市的A股流通市值余额在10万元以内的账户有440多万户,占总数的84.83%。截止2014年1月底,沪深A股账户超过1.72亿户,其中自然人账户占99.62%。相对于上市公司、机构投

资者而言,中小投资者人数多,资金少,在管理、信息等方面处于下风,难以产生凝聚力,在其利益被侵害时,无法与某些利益集团进行有效的抗争,容易沦为资本市场中被侵害的对象。

事实上,只要有利益博弈的地方就有利益侵害的可能。在证券市场的发行、中介服务、交易等环节,中小投资者的利益受到方方面面、各种各样的

收稿日期:2014-04-29

作者简介:何福英(1974-),女,福建福清人,福建工程学院副教授,研究方向为财务理论与实务。

侵害,如:发行环节的非法发行、欺诈发行、定向增发侵害等;交易环节的内幕交易、信息披露操纵、利益输送、恶意套现、市场过度投机侵害等(李文华,2013)^[1]。更多的学者以实证研究结果验证了证券市场中这些侵害现象的存在,如:大股东以向上市出售资产这种关联交易的方式进行利益输送(贺建刚等,2005)^[2];机构投资者参与内幕交易使其他投资者利益受损(雷倩华,2011)^[3];大股东通过定向增发,提高控股权,巩固控制地位,侵占中小股东利益(刘百兰等,2012)^[4],等等。

证券市场的发展离不开中小投资者的参与,市场稳定的核心在于价格的稳定,而价格的稳定需要大量的中小投资者的存在,打破市场的垄断;价格的稳定有赖于成熟、稳健的投资者阶层的培养与形成。因此,对中小投资者进行恰当的、适当的保护有着深远而重大的现实意义。

一 我国中小投资者权益保护存在的问题

中国证券市场经历了20多年的发展,从“婴儿期”步入“青年期”,中小投资者权益保护问题日益引起政府的高度重视。2013年11月,十八届三中全会决定明确提出:“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”。2013年12月,国务院发布《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》,构建了保护中小投资者合法权益的政策体系。证监会在中小投资者权益保护方面也努力作为,取得一些成效。但是这个群体弱势地位的改变难以一蹴而就,立竿见影,保护工作面临的形势还是比较严峻。总体而言,当前我国中小投资者权益保护存在的突出问题表现为以下几方面:

(一)信息严重不对称

信息不对称是证券市场天然的伴生产物。上市公司、券商、机构投资者等利用所掌握的充分信息、未被市场其他投资者所知晓的信息,轻而易举地在资本市场上获取超额收益。仅此一点,中小投资者们就已经输在投资获利的起跑线上。更何况,他们所具备的知识、经验、专业能力、风险承受能力较之信息优势者而言无可比拟,因此在资本市场的历次博弈中,受伤的难免是中小投资者。

更为甚者,信息占优者恶意利用信息进行欺诈、欺骗、非法谋利,如上市公司在信息披露中粉饰业绩、误导性陈述、重大遗漏;中介机构帮助发行人过度包装、合谋造假;券商、基金内幕交易、“老鼠仓”、操纵股价等。诸多为法律法规所明令禁止的

行为屡屡发生,侵蚀中小投资者们的利益。2012年新大地、万福生科、天能科技涉嫌财务造假被证监会立案稽查。随后相关中介机构也因涉案被查。万福生科因涉嫌欺诈发行股票罪和违规披露、不披露重要信息罪,被依法移送司法机关处理。天能科技、新大地两家公司IPO申报材料中有虚假记载或重大遗漏,未能获得发行。2013年1-10月证监会立案调查46起信息披露类案件,为上年同期的3倍。2013年证监会移送公安机关的内幕交易案件和利用未公开信息交易股票的案件25起,2014年以来,向公安机关移送同类案件29起。这些违法违规行为的发生严重扰乱市场的正常秩序,践踏中介机构的公信力,对市场产生极大的危害。

(二)投资者回报机制不健全

众所周知,我国证券市场明显存在“重融资、轻回报”“融资者强、投资者弱”的失衡格局。仅2009年至2013年五年期间,我国境内筹资总额高达32372.77亿元,其中首发A股筹资10022亿元,通过增发、配股等方式从A股市场再筹资达12425亿元。与高融资额相比较,投资者们的回报额则相形见绌。1990年至2000年末的10年里,A股上市公司累计现金分红金额为1044.96亿元,而上市公司总利润额为5499.64亿元,股利支付率仅为19%^[5]。2001~2010年的十年间我国A股上市公司未分配利润总额增幅则达到62.42倍,而分红规模仅增加10.62倍^[6]。西方国家股票市场发展比较成熟,公司股利支付率一般都在40%-50%的水平,而国内这一比例徘徊在20%-30%之间。

投资者的综合回报率较低,预期回报不稳定,长期价值投资难以施行,市场上投机行为盛行,“短、平、快”成为中小投资者常用的投资操作手法。从上海证券交易所交易数据来看,2004~2012年A股换手率平均达到384%,最高值出现在2007年,为953.16%;换手率最低的2005年也有290.7%。频繁的换手率为国家贡献了大量的印花税,1998~2012年股票交易产生的印花税达到4000亿元,而2007年一年的印花税就高达1347亿元。市场上浓厚的投机氛围,究其根源还是在于整个市场的“重融资、轻回报”的态度和理念,许多上市公司并未坚持股东财富最大化的目标,而是更多的考虑大股东的利益,考虑如何从市场上获得资金补充“血液”。当投资者无法获得相应的投资红利以抵偿其投资成本时,“用脚投票”卖出股票赚取资本利得便成为其唯一的投资收益来源。

(三)中小投资者权利意识和风险意识淡薄,专

业能力欠缺

股东的权利和义务公司法中早有规定,但是这些权利股东有没有享有和行使则是另一回事。以全体股东大会的投票权为例,如果说让中小股东为投出自己“神圣”的一票,不远千里赶赴会议现场,恐怕很多人宁愿放弃,因为他们付出的时间和金钱与将取得的回报不配比。更何况相当多的中小投资者对自己享有的权利和义务知之甚少。据调查,85%的中小投资者不知道自身拥有哪些权利,如何行权和维权;能读懂上市公司披露的财务信息者仅占2%;近三年来,股东大会网络投票中,股东平均参与率不到0.25%^[7]。

中小投资者所能获取的信息多是历史信息和公开信息,风险承受能力不强,专业能力不足,无法及时从市场上大量的不确定信息中筛选出有效信息,做出最优投资决策。当市场处于高度不确定性、出现大幅波动时,他们难以自行判断和抉择,更容易为假消息、小道消息所迷惑,或是为趋利避害遵从所谓专业权威人士的建议,盲目地跟涨或杀跌,形成非理性的羊群效应,使市场股价过度超涨或过度超跌。

(四)中小投资者维权不便,赔偿难获

投资者的合法权益受到侵害时,如何维护自身的利益,进行抗争,通常的途径有:行政仲裁、和解、调解、诉讼。如果走法律诉讼途径,必须以证监会行政处罚为起诉上市公司的前提条件,而这在一定程度上限制了中小投资者的诉讼要求。即便能够提起诉讼,涉案中小投资者人数多、举证难、诉讼时间长、成本高,也足以让许多被侵害人望难生畏,放弃诉求。对于侵害投资者权益的违法违规行,监管机构只能采取罚款、市场禁入等行政处罚措施。侵害者为其侵害行为的法律后果付出代价,但被侵害者不一定能得到相应的赔偿。2006年至2012年间,证监会正式处理的虚假陈述案件122起,据不完全统计,仅有46家上市公司被投资者提起民事赔偿诉讼,索赔金额约为3.84亿元人民币,最终获赔约6700万人民币,两者相差甚多^[8]。

(五)法执行力较弱,影响投资者保护效果

汪慧、丁建臣(2013)认为虽然我国证券市场对投资者保护的法规不断完善,但与投资者保护相关的法执行力无太大改善,在四大法系国家中处于较低的水平。他们以公司治理能力、规制效力、法律规则、腐败控制四类指标的均值来度量法执行力,对2003~2011年期间上市公司发生的控制权转让事件进行研究,发现我国现行的投资者保护制度并

未有效地遏制投资者私利,受制于法执行力,实际保护效应难以凸显,弱化的法律执行将对市场造成恶劣的影响^[9]。看来坚持“有法必依,违法必究,执行必严”甚于“有法可依”。

二 监管机构面临的执法困境

借鉴国外资本市场形成发展过程中监管的经验与教训,同时出于我国证券市场发展的需要,1992年10月,我国证券监督委员会成立,“依照法律、法规和国务院授权,统一监督管理全国证券期货市场,维护证券期货市场秩序,保障其合法运行”。它的成立也标志着我国集中、统一的证券市场监管体制的初步形成。20多年来市场变幻,作为监管者证监会在执法过程中面临着诸多压力和挑战。

其一,执法手段有限。根据《证券法》第180条规定,监管机构享有现场检查、调查取证、询问、查阅、复制或封存资料、查询、冻结及查封账户、限制证券买卖等权力。对有证据证明已经或可能转移隐匿涉案财产、毁损重要证据的,监管机构可以冻结或查封涉案的单位和个人的资金账户、证券账户和银行账户,但须“经国务院证券监督管理机构主要负责人批准”。这条规定在具体实施中因审批程序严格可能无法保障办案的及时性。对于某些被调查单位或个人拒绝配合,以非暴力或威胁方法干扰阻碍执法人员执行公务,又不构成犯罪的,最多只是进行治安管理处罚,震慑力不足。另外,监管机构不享有提起民事诉讼的权力,只能将相关案件移交公安机关进一步审理,这些制约并削弱了保护中小投资者合法权益的力度。

其二,稽查执法人员不足,力量薄弱。随着证券市场的深入发展,市场对外开放程度的不断扩大,市场交易的日益综合化、复杂化,办案稽查难度愈来愈大,稽查任务也大幅增加。2008至2012年五年间的案件数量较之前五年增长了66%,涉外案件增长了169%。但目前证监会系统稽查队伍人员总数不足600人,占总人数比例不到20%,而美国证监会执法人员达到1236人,占全会人数的32%,并且利用先进科技设备辅以执法办案,节约了大量的人力^[10]。相比之下,我国证券监管部门执法人员少,案件多,科技执法能力弱,办案查案任务重。

其三,执法环境不容乐观。监管者在办案过程中需要进行取证,调查有关情况如资金账户的往来、账户间的交易、信息的源头与传播途径、涉案单位或人员获利情况等,这可能需要银行、工商、券

商、中介机构、公安机关、通信、上市公司等多方面的配合与合作。在执行法中办案人员遇到推诿、拖延、隐瞒、说情、销毁证据的不是个案,甚至还因办案受到威胁和打击报复。即便案件调查水落石出,在后期的审理、处罚、移送司法机关等过程中也还多有变数。

三 完善中小投资者保护的建议

作为资本市场中的弱势群体,中小投资者应尽可能地投资自己熟悉的领域或产品,形成良好的投资习惯,规避投资风险。同时作为资本市场的裁判——监管机构需进行适当的调整和转变,构建“投资者自我保护、市场自律、行政监管”三级保护机制,努力营造公平正义的市场氛围,为我国资本市场的健康发展保驾护航。

(一) 加快监管机构转型,加大执法力度,提高违法成本

证监会主席肖钢在2014年全国证券期货监管工作会议上提出,要大力推进监管转型,提升监管效能,促进资本市场长期稳定健康发展。监管转型包括监管理念、监管模式及监管方法的转变和变革。监管机构的监管取向应从当前的注重融资转向注重投融资和风险管控;从注重市场规模、量的发展转向质量并重、兼顾结构平衡;从条块式分割管理转向信息共享、协同协作式管理。重视执法队伍建设,在培养和留住现有人才的同时要吸收优秀人才充实一线稽查执法力量,积极开展与国外同行的交流与学习,运用先进的科学技术提高执法办案的效率和效果。不断推动《证券法》《证券投资基金法》等相关法律制度的修订和完善,不断完善相关的配套监管规章制度,司法部门需适时出台民事赔偿的相关法律解释,为投资者维权奠定了制度基础。

证券市场中的违法行为之所以屡禁不止,原因之一就在于违法成本过低。2012年上半年万福生科虚增营业收入1.88亿元,虚增营业成本1.46亿元,虚增净利润4023万元,被证监会处以天价罚单,罚金高达8165万元。其实在2008年至2012年上半年期间,万福生科合计虚增收入9.05亿元,虚增营业利润2.1368亿元。公司实际控制人龚永福2011年IPO后身价高达10亿元,造假案发后仅被处以30万元罚款,平安证券罚没款合计7665万元,违法成本远远低于其违法收益^[11]。当前证监会对违法违纪的上市公司处罚手段主要是罚款、谴责、通报批评,对利欲熏心者难以形成威慑力,难挡

他们前仆后继地以身试法。只有提高违法成本,加大处罚力度,让其无利可图、无利可获,才可能减少证券市场违法犯罪行为发生。

(二) 强化市场主体信息披露的法律责任,建立健全信用平台

按照《证券法》《上市公司信息披露管理办法》等法律法规的要求,交易场所和有关的各级市场主体有责任并有义务及时报告和披露各类信息,提示投资潜在的风险。《上市公司信息披露管理办法》明文规定,上市公司作为“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。”“当向其聘用的保荐人、证券服务机构提供与执业相关的所有资料,并确保资料的真实、准确、完整,不得拒绝、隐匿、谎报。”保荐人和证券服务机构,应当按照依法制定的业务规则、行业执业规范和道德准则发表专业意见,保证所出具文件的真实性、准确性和完整性。大众媒体应当客观、真实地报道所涉及的上市公司情况,发挥舆论监督作用,不得提供、传播虚假或者误导投资者的上市公司信息。如若违反将分别承担相应的法律责任。^[12]

监管机构应主导建立健全覆盖全市场范围的信用平台,对失信公司和个人予以公开通报、批评,或市场禁入,方便中小投资者查询各市场主体或个人的诚信状况,作为投资决策的辅助参考。对失信者大幅提高其失信成本,对守信者给予恰当的激励,扬善显恶,才能促进“良币驱逐劣币”,逐步形成市场的良好信用氛围。

(三) 优化投资回报机制

获得投资回报是投资者进行投资的动机和利益所在。上市公司应完善公司治理结构,积极作为,提高持续盈利能力,为利润分配提供充裕的现金流,稳定股利政策,积极回报投资者。上市公司应披露其利润分配政策,做出分红承诺的应遵守承诺,钱行承诺。同时完善股票回购政策,当股份低于某些特定指标时回购股份。基金管理者应以为投资者创造最大价值回报为己任,克尽职守,主动履行分红承诺。建立健全基金管理和激励机制,坚决制止“老鼠仓”之类监守自盗行为的发生。

(四) 健全投资者适当性机制,加强教育,提高风险意识

证券期货市场的深入发展,可供投资选择的产品和服务日新月异,让人眼花缭乱,中小投资者的经验与专业能力良莠不齐,因此有必要对他们适合参与的投资范围、交易品种进行适当地分类和安

排,评定风险等级。同时中介机构在推介销售产品或服务时,不得故意误导、隐瞒、欺骗客户,应向投资者充分说明其可能潜在的风险。若给客户造成重大损失的,中介机构应承担相应的赔偿责任。

加强和普及投资者教育,力求形式多样化,渠道多元化,例如开设社区范围的投资讲座、沙龙,将投资教育列入大学通识教育内容,发挥网络、杂志、报刊、电视等公开媒体的宣传教育作用,中介机构为客户提供必要的投资教育辅导或培训等,提高中小投资者的专业素养,树立理性的投资意识,提高自我保护能力。同时发展和完善市场中介机构的委托理财功能,鼓励中小投资者委托信誉好的中介机构进行理财。

(五)保障中小投资者行权与维权的便利性

行权便利性是对中小投资者的一种事前保护。它有助于投资者对可能发生的侵害行为做出适时的反应,制约乃至制止侵害行为,保护自身的合法权益。就目前而言,可从几方面保障中小投资者行权的便利。如股东大会的召开可采取灵活多样的会议方式、投票方式,充分利用互联网技术,为异地中小股东提供行权方便。对影响中小投资者利益的重大事项,中小投资者的表决结果应进行单独计票,并予以及时披露。引入“股东实质平等”原则,赋予中小股东更多的话语权,让更多的中小投资者有积极性有能力参与公司重大决策。诉讼制度设计可借鉴发达资本市场的一些成熟惯例,降低法律诉讼的门槛,如辩方举证、集体诉讼等,降低中小投资者维权成本,震慑违法违规者,使他们不敢轻易逾越“雷池”。辩方举证指的是由被控方举证来证明自己的清白,如果无法证明则被认为有罪。如果能实行辩方举证,将会给我国中小投资者就侵害案提起诉讼提供极大的便利。因为我国的法律实践适用控方举证,而中小投资者处于劣势地位,让他们对隐蔽性极高的证券欺诈、内部交易、市场操纵等违法行为进行调查取证,其难度可想而知。所以,多数情况下,许多被侵害者因证据不足无法提起诉讼,只能哑巴吃黄连,自认倒霉。集体诉讼则是指当发生投资者利益受侵害时,一个投资者的诉讼结果可以适用于全体受损的投资者,即一个获赔,其他人将同样获赔。这样既保护了投资者的合法权益,又大大提高了违法者的违法成本。

成熟市场的发展经验告诉我们,对投资者的保

护越好,资本市场就越发达,直接融资的功能就越强。对投资者的保护程度越弱,则中小投资者要么要求较高的投资回报率,要么只愿以较低的价格购买公司股票,甚至逃离资本市场。这不是我们所希望看到的局面。因此,强化中小投资者保护,提振市场投资信心,充分发挥资本市场资源配置的功能,是我国经济结构调整转型对资本市场提出的更高要求,其意义深远而重大。

参考文献:

- [1] 李文华. 基于监管视角的中小投资者保护问题研究[J]. 南方金融, 2013(6): 35-40.
- [2] 贺建刚, 刘峰. 大股东控制、利益输送与投资者保护—基于上市公司资产收购关联交易的实证研究[J]. 中国会计与财务研究, 2005(3): 101-135.
- [3] 雷倩华, 柳建华, 季华. 机构投资者、内幕交易与投资者保护—来自中国上市公司资产注入的证据[J]. 金融评论, 2011(3): 29-39.
- [4] 刘白兰, 朱臻, 孙进军. 定向增发、代理冲突与中小投资者保护[J]. 金融理论与实践, 2012(4): 76-81.
- [5] 刘田. A股分红怪圈: 分红公司增加, 股利支付率逐年下降[EB/OL]. [2013-07-06]. <http://finance.eastmoney.com/news/1345,20130706303913665.html>.
- [6] 佚名. 上市公司: 近十年分红增速明显落后于未分配利润[EB/OL]. [2011-11-14]. <http://finance.people.com.cn/stock/GB/222942/16231019.html>.
- [7] 肖钢. 保护中小投资者就是保护资本市场[N]. 人民日报, 2013-10-16(11).
- [8] 肖钢. 积极探索监管执法的行政和解新模式[EB/OL]. [2014-02-20]. http://news.xinhuanet.com/fortune/2014-02/20/c_126162374.htm.
- [9] 汪慧, 丁建臣. 中小投资者保护与上市公司控制权私利—基于法执行的视角[J]. 福建论坛: 人文社会科学版, 2013(2): 51-57.
- [10] 肖钢. 监管执法: 资本市场健康发展的基石[J]. 求是, 2013(15): 29-31.
- [11] 中国经营报. 万福生科造假调查 虚增1.88亿利润 铺路减持[EB/OL]. [2012-11-03]. <http://finance.sina.com.cn/stock/s/20121103/023413567497.shtml>.
- [12] 罗付岩. 股权激励能够抑制投资非效率吗[J]. 贵州财经大学学报, 2013(3).

责任编辑: 徐蓓