

制度先行 匹配投融资双方适当性设计

在全国股份转让系统公司今后的工作中,首先让制度先行,把市场“游戏规则”设计完整;接着由过多的事前审批转向强化事中、事后监管,强化市场主体责任。各种规则到位,大家都必须按理出牌。

全国中小企业股份转让系统公司

为保护投资者,尤其是中小投资者的权益,国务院近日发布《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》,针对长期以来投资者保护存在的突出问题,完善了资本市场中小投资者权益保护的顶层制度设计,明确将保护中小投资者作为资本市场的基石,其中多项创新举措将给资本市场带来新变革。

全国中小企业股份转让系统作为全国性证券交易场所、非上市公众公

司股票公开转让市场,是多层次资本市场的重要有机组成部分,它的健康发展既离不开融资方也就是众多的挂牌企业,也离不开为数更加众多的投资者,只有兼顾好市场这两方各自的权益,避免“融资者强、投资者弱”的失衡格局,一个证券市场才能获得健康持续发展。

《意见》的出台,为全国中小企业股份转让系统保护投资者权益做出了重要方向性指引。结合市场自身特点和发展阶段,笔者认为在以下几个方面可以探索实践《意见》精神。

第一,要把投、融资适当性放在“跷跷板”两头,以开放的胸怀欢迎“不成熟”的企业,并以“审慎”的眼光欢迎“成熟”的投资者。

在投资者适当性方面,《意见》指出进一步规范不同层次市场及交易品种的投资者适当性制度安排,明确适合投资者参与的范围和方式”。

投资者适当性是投资者进入资本市场的第一道保护门槛,全国中小企业股份转让系统作为市场熟知的“新三板”,在多层次资本市场中所处的位置更加基础,所服务的企业主体多为创新创业成

保障中小投资者合法权益 明确证券市场参与者民事责任

解决争议并不是证监会所擅长的,也不利于发挥专业机构专业化的优点。根据《意见》的“建立多元化纠纷解决机制”指示,通过明确证券市场参与者的民事责任的方式,打通相关通道,进而建立以证监会为起点、多种争议解决机制共同作用的争议解决体系,提高纠纷解决效率。

中证资本市场发展监测中心

近日,国务院发布《国务院办公厅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》(下称《意见》),《意见》是新时期我国加强中小投资者保护、促进证券市场健康发展的指南针。

美国 SEC 前任主席威廉·唐纳森曾说过“为了能使这个巨大的市场存活,我们必须依靠投资者的眷顾”,证券市场的资金,其最终来源都是投资者。其中,中小投资者是投资者保护的重中之重。这是因为:一是中小投资者是证券市场的基础与支柱,中小投资者的人数在全部投资者中占绝对多数;二是中小投资者是其他投资者的基础,虽然基金公司与大户投资者的行为会对证券市场产生更大的影响,但这些投资者的资金往往是通过保障收益的方式向中小投资者融资所得;三是中小投资者缺乏对证券市场的充分认知,同时由于信息不对称的现象存在,中小投资者往往处于相当不利的地位;四是中小投资者由于本金并不充足,缺乏对投资风险的承受能力。

保障中小投资者合法权益的一般方式可以分为两类:一类是事前防范,

通过监管机构的日常监管,对证券市场参与主体的各种行为进行检查监督,并对证券市场参与主体的异常行为进行调查与处罚,对其他参与者进行可置信的威胁,促使其依法交易;另一类是事后补救,则是在损害发生后,对中小投资者的损失进行补偿。目前在我国的法律体系中,对于事前防范已有了较为详细的规定,但对于事后补救却缺少相应的规定。

《意见》中第五条与第六条分别规定了建立多元化纠纷解决机制以及健全中小投资者赔偿机制,这两点都要求先行建立完善的证券违法民事责任体系。

(一)民事责任体系是民事赔偿的基础。各种法律责任制度中,刑事责任强调惩罚性,一般以限制人身自由为主,有着严格的证明标准;行政责任强调处罚性,其责任源于行政权的行使,对于处罚程度与执行程序有严格规定;民事责任则强调补偿性,责任人承担多大的责任,一般以当事人所受的损失为限,而其证明要求也较低,遵守最大盖然性原则即可。

《意见》中指出应“健全中小投资者赔偿机制”,从法理上而言刑事责任与行政责任都不具备这样的补偿性,所以应通过明确民事责任来健全赔偿

机制的法理基础。

(二)民事责任是发挥诉讼、调解以及仲裁等多种纠纷解决方式实际作用的基础。

首先目前证券违法责任主要是规定在刑法及证券法中,刑法是刑事责任、证券法是行政责任,这两种责任一般情况下都不允许通过调解解决。

其次通过诉讼的方式,众所周知刑事诉讼周期一般很长,耗费社会资源巨大,不符合《意见》中“优化中小投资者依法维权程序,降低维权成本”的要求。最后仲裁的方式说白了其实是从传统民法合同违约理论发展而来的,一般情况下仅适用于民事纠纷。

建立证券违法民事责任体系,不仅是落实《意见》规定的必要条件,也利于监管机构更有效地发挥自己的监管职责、维护市场运行秩序、保护投资者合法权益。

一、提高证券市场参与者违法成本,减少证券市场违法行为

证券市场中的违法交易行为屡禁不止,一个最重要的原因在于违法成本过低,很多责任人即使缴付行政处罚金,其通过违法交易所获得的利益仍大于损失。以 2012 年 10 月 25 日的万福生科造假事件而言,虽然证监会给出了一张前



证券市场的资金,最终来源都是投资者,保护中小投资者就是保护证券市场。

IC/供图

所未有的天价罚单,但根据中国证监会行政处罚决定书〔2013〕48 号与〔2013〕47 号的记载,全部处罚金额加总后也只有 8165 万元左右,然而通过之后公共媒体所披露的万福生科与合格投资者关于损失的和解协议来看,通过和解所达成的补偿金额至少在 1.44 亿元以上。

由此可以看出仅仅依靠行政处罚,对于证券市场中的违法行为的威慑是不足的,而通过民事责任对违法参与者进行损失追偿,则可以极大增加参与人的违法成本,从而减少违反行为。

二、有效利用公众监督,促进证券市场健康发展

仅仅通过行政处罚应对证券市场违法行为,无法对中小投资者的损失进行弥补,使得广大投资者对于监督券商、上市公司等参与人的交易行为缺乏主动

性。而引入民事责任体系,则可以修复这种利益割裂,对于弥补政府监督的不足,发挥人民群众监督的巨大力量有极大的促进作用,以利建立立体的监督体系。

三、减少信访数量,建立多元化纠纷解决机制,明晰机构职能,促进证券监管机构专业化转型

根据中国证券监督管理委员会在其官方网站发布的简介,我们可以知道,这个由国务院直属的正部级事业单位,其职责有 13 项,主要集中在制定发布证券市场相关法规、垂直领导其他监管机构、监管证券市场等。

但在实际中,证监会及各派出证监局承担了大量的信访工作,根据笔者通过网络报纸等公共媒体搜集的信息显示:2004 年到 2006 年三年间,深圳证监局受理信访案件 2103 件,平均一天 1.92

的“新三板”投资文化。

第三,体现制度先行与监管后移。

保护投资者的政策一直以来缺少法律支撑,在《意见》出台前,投资者权益保护的专门规章制度其实是缺失的,因此在制度缺失的背景下,监管方其实也缺少顶层设计和章法,从监管轨迹看也往往往东一个补丁西一个补丁,缺少统一规划和理念完整的顶层设计。而此次“意见”的出台不是保护投资者工作的结束,而应该算是刚刚开始,代表了一种态度,一种方向。

笔者认为,在全国股份转让系统公司今后的工作中,将可能在各个方面体现监管转型,首先让制度先行,把市场“游戏规则”设计完整;接着由过多的事前审批转向强化事中、事后监管,强化市场主体责任。各种规则到位,大家都必须按理出牌的投资场所势必能在良性轨道上快速稳定地行驶下去,那么“驾驶员”——也就是投资者的权益也势必能得到更好的保护。

投资者教育纳入国民教育体系正当其时

辽宁证监局

国务院办公厅出台《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》,提出了“加大普及证券期货知识力度。将投资者教育逐步纳入国民教育体系。有条件的地区可以先行先试。”这项规定高瞻远瞩,立意深远,在我们努力实现中国梦的重要时点,将投资者教育纳入国民教育体系正当其时。

从目前资本市场实际状况来看,相当比例的投资者不能理性把握自己的投资行为,投资理念、投资知识普遍缺乏,因此将投资者教育逐步纳入国民教育体系具有显著的现实意义。最近,我们在辖区组织了对投资者状况和对地方高校金融理财课程设置情况的调查,从调查结果看,反映出几个突出的倾向性指标。

一是投资者投资知识和经验缺乏。

从投资者进行交易的主要依据来看,绝大多数投资者仍停留在本人对基本面、技术面的分析以及“听消息”的层面上,占投资决策依据的 88.28%。“听消息”炒股的投资者仍然占据相当大的比重,说明投资者投资决策缺乏科学性、专业性。

而投资者对自身出现盈亏原因的分析,提及最多的是专业能力和知识水平、经验,说明大部分投资者意识到知识和经验的缺乏是影响投资盈亏的重要因素,但仍有超过一半的投资者将盈亏原因归因于运气、性格等因素,反映了投资者的非理性心理,投资理念不成熟。

二是投资者盈亏与受教育程度直接相关。

分析影响投资者盈亏因素的结果显示,投资年限的长短并不是导致盈

亏的决定性因素,反而呈现一定的负相关关系。

值得注意的是,受教育程度的高低与亏损率存在明显的负相关关系,初中及以下文化程度亏损率达 62.90%,高中文化为 52.72%,大专文化为 47.93%,大学本科为 45.18%,硕士及以上教育程度降到了 33.93%。

三是目前国民教育体系对投资理财教育不足。

通过对东北大学、辽宁大学、沈阳大学等地方高校将金融理财知识纳入教学计划的情况进行调查,大多开设有金融学、投资学、会计学等专业,在专业课程设置上也安排了与投资、理财相关的课程,但是多为理论教学,很少有实务操作,非金融、投资、会计等专业,就没有相关课程安排了。说明我们的投资者在高等教育阶段没有接受到很好的投资者教育,在高中以下的教育阶段就更没有这

方面的教育了。

曾经出现过这样的真实例子,一个经济类硕士毕业生坚持认为基金是由基金经理操作的,只会赚钱,不会赔钱,而不久后,他投资的基金就出现了市值缩水的情况。

投资者和教育体系的现状,对投资者教育纳入国民教育体系提出了现实要求。同时我们也看到,随着经济体制、教育体制改革的不断深化,我们也具备了很多有利条件:

首先,投资者表现出学习投资理财的强烈愿望。从投资者调查结果看,投资者对投资知识学习方面的需求较为强烈,提及最多的前三项教育内容分别是投资技巧、投资理念和投资基础知识,提及率分别为 53.13%、46.72%和 44.24%,说明投资者对投资技巧、投资理念等方面的教育内容比较看重。

其次,投资者希望完善国民教育内

容。调查了解到,投资者希望子女“或自己”在学校读书时,能够接受到基础的投资与金融理财教育的,接近半数,占 48.63%,认为可以接受的也有 36.50%,说明超过 85%的投资者对在国民教育体系中增加投资者教育内容持欢迎态度。

第三,教育体制改革提供的难得契机。《国务院办公厅关于开展国家教育体制改革试点的通知》明确要求“全面推进素质教育”。培养适应现代市场经济要求的合格投资者是其中应有之义,这是教育体制改革提供的难得机遇,使投资者在进入市场前,能够接受到系统的投资教育,为未来走向社会、进入市场做好充足准备。

第四,实现中国梦美好愿景的宏观环境。随着我国居民财产性收入的快速增长和现代证券期货服务的广泛普及,证券期货投资已经成为我国家庭和居民的基本经济活动。在 2013 年的全国两会

上,就有全国人大代表建议,普及宣传资本市场文明价值观念和证券期货理财知识,纳入国民教育体系。

从国外看,自 1998 年开始,美国就在中小学校中开展投资知识的普及活动,加拿大、英国、日本等国家也已经开始金融理财知识纳入到国民教育当中。我们正在努力实现中国梦的伟大历史进程中,培养中国新一代合格成熟的投资者,是助力中华民族伟大复兴的重要基础工程。

长风破浪会有时,直挂云帆济沧海。借用改革开放总设计师邓小平同志的名言,投资者教育要“从娃娃抓起”,我们应当尽快将投资者教育纳入国民教育体系,着力培养新一代满足国内市场建设、适应国际竞争的合格投资者队伍,勇立潮头,扬帆奋进,抓住难得的历史机遇,助力中华民族伟大复兴,努力实现我们的中国梦。