

中美投资者保护制度比较

潘 滨¹, 刘 星²

(厦门大学经济学院 金融系, 福建 厦门 361005)

摘要: 中国股市投资者在经历过权益受损之后, 投资信心受到挫伤。因此在中国建立一整套系统完善的投资者保护制度是非常有必要的。文章对中美两国的投资者保护制度从法律体系、市场主体行为方式、投资者保护基金的建立方式等方面进行比较分析, 提出了中国如何进一步加强投资者保护基金建设的建议, 以达到真正做到保护投资者的目的, 保证中国股市的良好运行。

关键词: 投资者保护制度; 中国墙; 治理结构

中图分类号: F830. 592 文献标识码: A 文章编号: 1672-5557(2006)01-0028-03

一、中美两国投资者保护制度比较

(一) 法律体系上的比较

大陆法系和普通法系是世界上公认最基本的法系, 两大法系的主要区别在于法律的表现形式、法律的结构和分类以及法律的实施三个方面。在法律的表现形式上, 大陆法系主要表现为成文的法典, 而普通法系主要表现为法官的判例; 在法律结构和分类上, 大陆法系在整体上分为公法和私法, 在部门法上有宪、刑、民、商及诉讼法之分, 而普通法系在整体上分为普通法、衡平法、制定法, 在部门上没有单独的民法部门, 而以财产法、契约法、侵权行为法等许多部门共同调整私有财产关系; 在诉讼制度上, 两大法系的法院组织系统和诉讼程序也各不相同。世界银行的研究成果表明, 不同的法系对投资者保护的力度有影响。在此研究中, 用来衡量投资者保护程度的指标主要由股东权利指数、债权人权力指数、司法系统效率证书、会计准则指数。研究的结果表明无论是对股东权利保护还是对债权人利益的保护, 普通法系都优于大陆法系。从法律体系上来说, 美国的法律体系是属于普通法系, 我国是属于大陆法系。美国投资者在面临形式多样化的侵权行为时, 可以通过集体诉讼维护其权利, 法官也可以通过案例就各种犯罪行为作出裁决, 而不必要法典里的成文的法律条款。

美国 1933 年《证券法》规定, 如果证券发行人在证券发行时故意遗漏相关信息, 或者做出错误披露, 受到损害的投资者均可以提出民事赔偿诉讼。1934 年《证券交易法》将操纵市场、内幕交易以及不实陈述等列为欺诈行为, 并规定了严格的民事责任。在我国随着证券市场的发展, 各种新的犯罪形式不断出现, 但在法律制度仍然不完善的情况下, 投资

者权益受到了极大的侵害。在 2001 年 9 月 21 日, 最高人民法院发布的《关于涉证券民事赔偿案件暂不予受理的通知》表明在立法及司法条件的限制下, 对内幕交易、欺诈、操纵市场等危害投资者利益的行为无能为力, 而在这样的法律条件下必然导致侵权行为的收益与成本严重失衡, 侵权者面对如此大的侵权收益以及如此小的成本, 必然会变本加厉地侵害投资者利益, 这也是导致目前投资者信心大失的一个原因。

美国投资者诉讼是实行集体诉讼制度, 集体诉讼实行“默示参加, 明示退出”的原则, 任何投资者只要不明确表示放弃, 都将分到应得的赔偿份额。集体诉讼采取的是“辩方举证”的规则。我国目前实行的是单独诉讼与公共诉讼, 与集体诉讼不同, 共同诉讼不把没有明确要求参加的投资者列为原告, 他们不能分享判决给予的赔偿。集体诉讼可以降低投资者提出诉讼的成本, 而“辩方举证”则可以降低投资者举证的难度, 保护了投资者处于信息弱势一方的权利。我国目前的单独诉讼和共同诉讼无疑加大了投资者的成本, 尤其是对中小投资者来说, 可能导致单个投资者其成本大于收益, 降低了投资者参与诉讼的主动性和积极性。

(二) 市场主体行为方式的比较

资本市场的参与者包括筹资者、投资者、中介机构以及政府相关部门。要保护好投资者的利益就必须规范各市场参与者的行为。美国是一个市场经济的国家, 而我国目前正处于计划经济向市场经济转轨阶段。不同的市场经济环境导致了市场行为主体的不同的活动形式。

“中国墙”(The Chinese Wall)是英美等国证券制度中的一个特定术语。它是指多功能证券商(Multiservice Securities Firm)将其内部可能发生的利益冲突的各项职能相互隔离,

作者简介: 潘 滨(1978-), 男, 山东潍坊人, 厦门大学经济学院金融系 2003 级硕士研究生, 研究方向: 公司金融、财务管理;

刘 星(1982-), 女, 湖南湘潭人, 厦门大学经济学院金融系 2004 级硕士研究生, 研究方向: 投资银行、企业银行兼并购。

以防止敏感信息在这些职能部门之间相互流动所做的努力。他作为调整多功能证券商利益冲突的一种方法和制度,在英美证券管理中被广泛采用,并得到了法律的认可。“中国墙”制度最早出现在美国,是一种防止内幕消息在证券商内部流动而被滥用的自律性措施。“中国墙”作为金融业和证券业中的一项特定制度和措施,禁止内幕信息在证券商内部流动,设置一套规则和程序,作为无形的屏障,将多功能证券商内可能发生的利益冲突或义务冲突的各个职能隔开。这样使得各项具体的业务相对独立地操作,又可以使证券商的整体责任受到一定的限制。2002年5月8日,美国证券交易委员会通过了约束分析师行为的新规则,旨在增强业务部门和研究部门的“中国墙”(内部防火墙)制度,内容大致包括:禁止分析师提供偏向自家投资银行的利好报告;投资银行承接股票发行一段时间内,其分析师不得对该股票提供评估;限制分析师和投资银行部门就评估报告交换意见和对分析师买卖股票进行一定的限制等7条新规定。如果违背规则,公司主要将面临罚款,分析员个人则可能是罚款和终生停业。

我国证券法规上也有一些关于“中国墙”制度的规定,比如1993年颁布的《股票发行与交易暂行条例》第四十五条就规定:经批准从事证券自营、代理和投资基金管理业务中两项以上业务的证券经营机构,应当将不同业务的经营人员、资金、账目分开。1999年颁布的《证券法》中也有明确的规定。2001年证监会颁布的《证券公司从事股票发行主承销业务有关问题的指导意见》也规定:证券公司应建立有效的内部控制制度。遵循内部防火墙原则,使投资银行部门与研究部门、经纪部门、自营部门在信息、人员、办公地点等方面相互隔离,防止内幕交易和操纵市场的行为的发生。虽然我国立法部门和监督部门都一直在努力建立和完善“中国墙”制度,但是内幕交易和操纵市场的行为还是经常发生,这又是为什么呢?首先,我国并没有以完整的法律形式将“中国墙”制度确立起来,并且其操作性不强。同时对于违反制度仅规定了行政责任,没有民事和刑事责任,对违规者的制裁不严厉。其次,“中国墙”制度的实施还要依赖券商的自我约束、自我限制,也依赖于从业者的职业道德水准,因此在不加强券商及从业者的自律的情况下,“中国墙”制度形同虚设。

(三) 投资者保护基金比较

投资者保护基金是一种按一定方式筹集的基金,在上市公司、证券经纪机构出现支付危机、面临破产或倒闭清算时,由基金直接向危机或破产机构的相关投资者赔偿部分或全部损失的保障机制,其作用类似于存款保险制度。在成熟、健康的资本市场上,投资者的利益是要受到充分的保护。而投资者保护基金一方面可以通过补偿客户资产,化解证券公司破产的风险,另一方面可以通过对成员公司财务信息进行持续的监控,及早防范和控制证券公司的破产风险,从而具有增强投资者信心、保障长期投资资金供给的积极作用。建立投资者保护基金是各国监管当局的一项重要工作。

海外投资者保护基金的运作模式大致可以分为两类:独

立模式和附属模式。独立模式指成立证券投资者保护公司,由其负责投资者赔偿基金的日常运作,而附属模式是指由证券交易所或证券商协会等自律性组织发起成立赔偿基金,并负责基金的日常运作。美国实行的是独立模式设立,我国目前设立的证券投资者保护基金实行的是附属模式。

各国投资者保护基金在基金来源、赔偿条件、赔偿对象、赔偿限额和比例及赔付程序等各不相同。美国证券投资者保护基金(Securities Investor Protection Corporation, SIPC)来源于设立是国会的发起基金、财政部和联邦储备银行各出10亿美元的信用额度、会员公司每年缴纳的会费以及所有资金经投资获得的利息收入等。SIPC主要保护投资者在券商周转不灵活结束营业时变卖资产而遭受的损失,并不保障投资者因市场波动而受到的损失。我国设立的证券投资者保护基金目前有中央银行再贷款、财政部拨款、新股申购冻结利差等,资金的额度相对较小,该基金采取的是公司型基金的设立模式,即基金依法设立,具有独立的法人资格,其设立需要在工商管理部注册,基金由董事会依据公司章程经营。目前我国投资者保护基金的主要责任在于当面临券商破产、倒闭或撤销等情形时,投资者因证券公司非法挪用所遭受的损失可以得到保护基金的赔偿,虽然这与真正意义上的保护基金在一定程度上又所差别,但可以使政府不用再给券商破产买单,实现了一定程度的市场化破产。这对我国有利于保护投资者合法权益,也有利于证券公司风险防范和处置长效机制的建立。

二、中国如何加强投资者保护制度建设的建议

投资者保护是一个系统的工程,目前可以从两个方面来加强投资者保护力度,一方面是从法律监管机制,另一方面是市场内部约束和激励机制。法律监管机制通过强制性和惩罚性制度安排来防范上市公司经营控制者对流通股东的重大侵权行为,它包括证券法规体系和证券监管部门。而市场内部约束和激励机制则是通过市场微观结构的设计、对经营者的约束、上市公司控制权要约收购市场、公司的治理结构以及经理人员激励性股票期权和员工持股计划等等。

我国资本市场建立于90年代,其法制建设还不完善,尤其是法律的执行力度弱,操作性不强。为了防止操纵证券市场和内幕人员幕后交易,美国的法律对证券发行和交易机构的内幕人员及从业人员规定了具体的条例。例如美国1984年8月10日通过的法律规定,上市公司董事、高层管理人员及其家属在发行新股时禁止购买或出售股票;提供建议及咨询人员在实现股票自由交易之前不得披露信息和资料;若指定人员所持股超过公司法定股本的10%,则必须将其持有的所有股票及办理的大批股票业务进行书面报告。若违反该制度要处以罚金,罚款金额为非法所得或所逃避损失金额的3倍。我国《证券法》第一百八十三条规定“证券交易内幕信息的知情人员或者非法获得证券交易内幕信息的人员,在涉及证券的发行、交易或者其他对证券的价格有重大影响的信息尚未公开之前,买入或卖出该证券,或者泄露该信息或

者建议他人买卖该证券的,则令依法处置非法获得的证券,没收非法所得,并处违法所得 1 倍以上 5 倍以下或者非法买卖的证券等值以下的罚款。构成犯罪的,依法追究刑事责任。”这一条限制了利用内幕消息牟利的行为,但是在我国目前利益内幕消息获利的情况时有发生,究其原因主要是对利用内幕消息进行交易的行为并没有严格的追究其法律责任,而且缺乏发现利用内幕消息进行交易的违法行为的机制,受损的外部投资者缺乏统一的诉讼机制要求赔偿,因此虽然我国《证券法》中有明确的关于禁止内幕交易的条文,但是实际应用中缺乏明确的责任主体,由谁发现内幕交易行为、赔偿其他投资者损失以及如何确定刑事责任等等都需要司法机关进行良好的界定。

从市场微观结构和公司治理结构上看,我国资本市场已经有了很快的发展,市场结构和上市公司治理结构得到完善。市场参与主体进一步扩大,机构投资者数量增加,其在资本市场中交易所占的比重加大;证券经纪公司经过了整顿服务于市场的能力增强;律师事务所、会计师事务所、资产评估事务所和证券资信评级机构等中介机构经过市场的磨练,其承担业务的能力提高。为适应证券市场对外开放的需要,我国已经获准了一部分外资参股的证券公司和基金管理公司的成立。我国加入 WTO 后面对国外的混业经营,各类金融监管机构需要加强合作,形成经常性交流和关于特殊事项的交流模式,探讨监管方式和手段。虽然我国的资本市场经历了十几年的发展,已经取得了很大的成就,但是我国的各

类市场主体并不完善,尤其是各类中介机构,加强中介机构的制度建设,形成一个良好的为市场服务的制度。

投资者保护是证券市场监管的核心内容,也是证券市场健康运行的基础。在我国构建投资者保护制度,不仅可以保护到投资者尤其是中小投资者的利益,也可以防范系统风险,保障金融体系的安全,特别是证券市场不景气、系统风险很大、面临国外巨大压力的背景下,构建投资者保护体系更是迫在眉睫的。

参考文献:

- [1] 刘胜军. 美国的券商行为监管与保护投资者利益[N]. 市场导报, 1997, (9).
- [2] 谭 勇. 美国证券投资者保护协会及其对我国投资银行业发展的启示[J]. 上海金融, 1998, (1).
- [3] 吴晓求. 建立公正的市场秩序与投资者利益保护[M]. 中国人民大学出版社, 1999.
- [4] 顾海兵, 徐忠海. 不同法系对投资者的保护程度[N]. 经济学消息报, 2001, (12).
- [5] 陈善昂. 金融体系模式: 国际比较与中国选择[J]. 福建金融, 2004, (8).
- [6] 黄苹, 张悦. 投资银行退出机制研究[J]. 云南财贸学院学报, 2004, (6).

(责任编辑: 黎 芳)

(上接第 21 页)

改革的经验教训和加快证券发行的利率市场化改革的经验教训, 加快证券发行的利率市场化。

(2) 加快推进国有商业银行和国有企业改革, 调整金融机构、企业和居民个人的资产结构, 培育真正的市场活动主体, 提高经济活动的利率弹性和货币政策的有效性。首先要将我国的国有商业银行转变为股份制商业银行, 补充资本, 加强约束, 建立完善的经营机制。只有这样, 才能使商业银行内在的约束机制和激励机制对称, 在资金供求和利率变化时, 作出符合市场规则的反应, 传导货币政策的意图, 扩大货币政策的效应。其次, 要加快国有企业改革, 提高投资活动的利率弹性。我国投资利率弹性低, 限制了利率传导货币政策的效果。而投资利率弹性低的主要原因就是国有企业仍然控制着主要的投资资源, 在国有企业机制不能得到根本改变的情况下, 利率难以对国有企业的投资活动产生足够的影响。因此, 必须尽快推进国有企业改革, 调整国有经济的比重和结构, 使国有企业真正作为市场主体通过竞争获得资金, 使利率发挥对投资的调节作用。再次, 要调整企业、金融机构特别是居民个人的资产负债结构。通过发展对居民个人的信贷业务扩大居民参与金融活动的深度, 鼓励金融创新, 调整居民资产结构, 改变居民金融资产过度集中于银行储蓄的局面。在这样的情况下, 居民的收支活动也会相应增

强利率弹性。

综上所述, 我国货币政策传导机制改革在一定程度上取得了一定的成效, 但任重而道远, 在未来的几年里, 我们的任务还很艰巨, 我们应该适应我国经济金融情况的变化, 不断完善货币政策, 不断推进货币政策传导机制的改革, 以保证我国经济持续、稳定、健康、快速发展。

参考文献:

- [1] 曹龙骐. 货币银行学[M]. 高等教育出版社, 2002.
- [2] 徐厦楠. 论我国货币政策传导中的利率机制[J]. 金融理论与实践, 2004, (8).
- [3] 刘 薇. 影响货币政策效应的实证分析[J]. 金融研究, 2003, (7).
- [4] 徐 加, 章乐. 我国货币政策传导机制的有效性分析[J]. 经济论坛, 2004(4).
- [5] 刘积余. 利率在货币政策传导机制中的作用分析[J]. 河南金融管理干部学院学报, 2004, (1).
- [6] 高淑华. 利率市场化是发挥货币政策传导机制的有效途径[J]. 金融论坛, 2003, (6).
- [7] 温 柯. 货币政策传导机制有效性呼唤利率市场化[J]. 财经科学, 2003, (5).

(责任编辑: 黎 芳)