

论股票投资金融消费者保护

赵维加*

内容摘要:由长期投机为主的中国股票市场所决定的新股高额发行,是造成中小投资者整体投资亏损的根本原因。将中小投资者股票买卖行为纳入金融消费者保护有无必要实质是一个理念(理论)之争、制度(法律)之争和保护力度(效果)之争的问题。股票投资金融消费者保护是一种制度性安排,其目标是通过新的理念,将股票投资者纳入金融消费者之中,在制度层面提升对股票投资金融消费者的保护。就中国股票投资金融消费者保护而言,存在太多需要保护的方面,特别需要一个代表其利益的专门机构,而保护的重点在于:整体上维护股票市场公正、公平的合理投资价值;确立股票投资金融消费者保护制度。

关键词:金融消费者 中小投资者 股票发行

中小股票投资者需要法律制度保护是一个不争的命题,争论焦点在于是否需要将股票投资者纳入金融消费者保护的范畴。此争论至少涉及以下三个问题:(1)将中小投资者纳入金融消费者有无必要?(2)中小投资者的投资行为能否认定为传统消费者权益保护法的消费行为?(3)若肯定前两个论题,则应当如何保护及保护范围?

一、纳入金融消费者保护的必要性

将中小投资者股票买卖行为纳入金融消费者保护有无必要实质是一个理念(理论)之争、制度(法律)之争和保护力度(效果)之争的问题。

(一)理念之争

“主流意见常常将金融市场中的自然人称为投资者,不主张采用金融消费者的概念。”^[1]根据现行《证券法》、《公司法》等法律、法规规定,包括中小投资者在内的所有从事股票交易主体的行为都是投资行为,且《证券法》、《公司法》等法律、法规对保护中小投资者已有明确规定,并成立了投资者保护局、创设了股票投资者保护基金等。因此,现行法律、法规和证监会恪守中小投资者保护理念,即坚持投资行为与消费行为区别理论。

*上海财经大学法学院副教授,博士研究生。

本文为教育部哲学社会科学重大课题攻关项目《国际金融中心法制环境研究》(项目批准号11JZD009)阶段性研究成果。

[1]吕炳斌:《金融消费者保护法律制度之构建》,《金融与经济》2010年第3期。

与我国经济改革实践往往领先于理论研究这一普遍现象不同,金融领域的消费者保护严重滞后。美国众议院2009年通过《消费者金融保护机构法案》和《华尔街改革和消费者保护法案》之后,学界对金融消费者保护呼声十分强烈。但在股票交易领域,依然维持中小投资者保护理论,即“在股票领域,购买股票、债券等一般被称为投资,而不是消费。但股票市场中也存在金融服务和消费。如股票经纪业务就是一种服务与消费的关系”。^[2]将股票买卖行为分为:(1)中小投资者与股票公司等股票委托买卖和咨询等关系,属金融服务范畴,应纳入金融消费者保护范围;(2)中小投资者与基金公司、银行等委托理财等投资行为,应纳入金融消费者保护范围;(3)中小投资者与上市公司之间因股票买卖而持有公司股票所形成的投资关系,不属于消费行为。然而,上述有限承认中小投资者在买卖股票中也可以称为“金融消费者”的观点依然未得到法律、法规和证监会等管理部门认可。作进一步分析,此观点不可避免引出一个问题:中小投资者与基金公司、银行等委托理财等投资行为,与其买卖股票行为有何本质区别?

众所周知,消费者保护理念是商品经济高度发展、民事法律保护乏力的情形下应运而生。金融消费者理念诞生也是基于金融产品大量进入平常百姓家庭,成为生活必不可少的组成部分,而金融消费者因知识、专业能力、信息等原因并不都能了解其所购买产品或接受服务的真实情况及其可能产生的后果和风险。“金融消费者与一般消费者相比,交易弱势特点更为突出。金融商品的无形性、专业性、高风险性等特点,使得金融消费者在交易中处在严重的信息不对称状态。金融消费者在知识水平、信息收集与处理能力、交涉能力、经济承受能力等各方面与金融机构之间存在巨大的差距,仅靠自身的力量,很难正确有效地把握金融商品的重要信息和规避不适当的风险。”^[3]

确立股票投资金融消费者概念体现了一种新的理念,这是由中国现阶段以个人投资者为主的市场结构所决定的。大量不具有投资者基本投资知识和能力、缺乏承担投资风险能力的工薪阶层及其他社会弱势群体进入长期投机氛围极浓的股票市场,以体现平等交易主体民法原理的投资者保护法律制度调整,不仅形成了由交易主体之间强弱极不对称市场格局所决定的弱者大概率投资亏损的结局,而且加剧了由弱者盲目跟风形成的投机性市场波动。确立股票投资金融消费者概念,正是基于对此现状的直面正视,在股票市场制度顶层设计时,以股票投资消费者保护制度安排,弥补以平等民事法律保护为主要特征的投资者保护法律制度缺陷。

与其他金融消费者相比,股票买卖交易中的中小投资者是所有金融领域中受到侵害最为严重的一族,也是最需要保护的一族。提出股票投资金融消费者概念,并不是取代投资者概念,后者与金融消费者保护因其适用的理念、原则和领域不同,如同一个人同时具有多个身份一样,并不是一种非此即彼关系。依据法律关系弱势一方需要在法律制度上给予有效保护以平衡双方权利义务关系的原则评判,20年间我国中小投资者未能得到有力度的、整体性和基础性的保护,从一个侧面也可以解读为未能将中小投资者纳入金融消费者保护的高度,这是造成我国股票市场中小投资者利益严重受损的重要原因。

(二)制度之争

理念之争必然影响到制度之争。制度之争的本质在于:是应确立以《证券法》、《公司法》等私法保护,实行中小投资者投资行为责任自负制度;还是应建立类似于《消费者权益保护法》那样的具有公法因素的保护制度,实行经营者违规行为责任自负制度。就我国相关的现行法律制度与管理层监管目标而言,始终未能确立具有公法因素的消费者保护制度模式,这在股票定价发行制度上体现得最为明显。

股票发行定价权为交易强势一方所控制和操纵是一个难以回避的问题。在我国股票市场20多年股票定价发行过程中,中小投资者始终处于相对于强势发行方的交易另一方。在股票市场发展初期,

[2]前引[1],吕炳斌文。

[3]何颖:《论金融消费者保护的立法原则》,《法学》2010年第2期。

因上市公司数量偏少、股票供求严重不平衡,导致上市公司在股票发行中长期处于主宰地位。上市公司和股票发行承销商等总能很好地利用股票市场股价变动的规律,在某个较好的时机,通过牛市式(牛市中高价发行新股)、绑架式(以略低于当前股价市价配股或增发)、包装式(不仅获得上市资格公司通常都处于企业经营较好时期,而且包装圈钱潜规则更具普遍性)、欺诈式(如红光股份、绿大地等欺诈上市)等方法,以较高价格发行股票。

长期高价发行股票的恶果,以及无退市非市场化制度等因素,使得中国股市整体更多地具有投机炒作价值而缺乏投资价值。而以资金、信息优势的股票炒作,其中包含“老鼠仓”、内幕交易等各种违规现象,使得中国股市长期具有上窜下跳的猴市特征,高换手率导致年度股票交易成本居高不下,佣金和印花税之和屡屡超过上市公司全年的分红金额,即中小股民年度股票投资常常为负回报。

2005年之前中国非全流通格局下的股票市盈率水平长期处在高位运行。股改在形式上是对流通股股东的补偿,实质却是对大股东因高价发行而对中小投资者补偿。遗憾的是,中国股市缺乏独立的中小投资者代表机构,股票市场管理层目标多样性决定了其不可能将保护中小投资者利益放在首要位置,建立起消除发行方只赚不亏、有损广大中小投资者利益的股票定价发行制度,以至于这一导致中国股票市场不合理交易源头,社会财富向以中小板、创业板原始股股东为代表的富人一方转移,社会贫富两极分化进一步加大的制度性弊端在之后几年中得到了淋漓尽致的表现。

显然,管理层的投资者教育在客观效果上类似流于形式。通过中小投资者向证券公司等作出投资创业板等股票责任自负的书面承诺,也多出于证券公司为获得更多利润同时避免纠纷的考量,责任和风险自负、投资者自行小心才是问题的本质。然而,当一个投资者并不太了解上市公司质地,就进入高价发行、投机为主、充满风险的市场,中小投资者风险自负无疑是最大的制度性缺陷。建立股票金融消费者保护制度正是基于现行中小投资者风险自负现状而提出的制度安排建议,以期“保证消费者在做出合适的(投资)决定时得到足够信息和交易公平;保证交易价格合理;保护消费者免受欺诈和误导影响”。^[4]

(三)保护力度之争

尽管《证券法》、《公司法》都明确了对投资者的保护,但其立法理念是基于私法性质的双边保护(即保护投资者,也保护经营者)法理基础之上;金融消费者保护制度与中小投资者保护制度的主要区别在于立法理念差异,即基于具有国家干预的公法性质的单边保护原则,它表明了两保护强度差异。

以股票定价发行为例,股票监管机构遵循市场化发行原则,买者风险自负;监管部门只负责打击各种虚假发行、欺诈发行等行为。然而,现实情形是股票定价发行实行市场化新股询价机制之后,投资者风险意识并没有显著提高,股票市场存在着高额定价发行的弊端没有因为“市场化”而根本扭转。新股发行市盈率远高于二级市场的平均市盈率,超额募集的资金经常多达200%以上。可见,“证券法侧重于对股票发行和交易行为的具体规范,忽视了对投资者共性的总结,未关注投资受损的制度性原因,因而缺乏对投资者保护制度整体构造的细致考虑”。^[5]刘纪鹏、曹凤岐、席涛认为:“三高(高市盈率、高发行价、超高额募集)超募导致创业者创业效率下降,监管机构监管效率下降,创业板造富导致股市公平缺失。”^[6]迫不及待、争先恐后地圈钱成了当今中国股市市场化定价发行的一道风景线,中小投资者再一次为上市公司圈钱买单。整个股市股价因此不断下移,市值大量蒸发,以这种大量发行新股上市流通的方式实现供需平衡的市场化结局的后果,注定了中小投资者必然为此付出巨额代价,尤其是作为社会弱势群体的退休职工、农民工等投资者的利益受损更为明显。相反,已经发行的

[4][美]George J. Benston:“Consumer Protection as Justification for Regulating Financial-Services Firms and Products”, Journal of Financial Services Research, Volume 17, Number 3, 277.

[5]叶林、郭丹:《中国股票法的未来走向——关于金融消费者的法律保护问题》,《河北学刊》2008年第6期。

[6]转引自刘宝强:《创业板创富遭质疑——三专家四项建议治顽症》,《第一财经日报》2010年9月7日。

上市公司的原股东们获利巨大,股市成为了制造社会贫富两极分化的最大策源地。

诚然,鼓励新型产业通过上市途径融资,发展中小板、创业板有助于创新性企业发展。但是,这并不意味着“三高”现象的合理,更不意味着可以对严重有损中小投资者利益的“三高”现象视而不见、放任自流。

“三高”现象出现,在于缺乏一个保护中小投资者利益的机制,缺乏一个强有力的独立保护机构。事实证明:股票监管部门更多地将注意力集中于解决国企改革;加入WTO后中国企业如何应对跨国公司的竞争;将过多的社会闲散资金纳入股票这一大池之中,进而有效地防止通胀;提升国内企业创新能力;打造与世界接轨的全球第二大股票市场;强化股票基础制度建设等方面,而对保护中小投资者利益则着重关注信息披露、欺诈发行上市等环节,至于发行价格则完全被视为一种投资者风险自负的市场化行为。因此,没有一个独立的中小投资者保护机制和机构,是造成“三高”发行现象长期得以延续的根本制度性原因。将中小投资者纳入金融消费者之列,正是试图解决这一制度缺陷的重要环节,也是提升保护股票投资者力度的唯一途径。

二、股票投资与金融消费者

在一个没有退市机制且以投机作为主要赚钱手段的股票市场中,将中小投资者买卖股票的行为视为投资行为是导致我国中小投资者10人投资7人亏的重要原因。^[7]尽管股市中内幕交易、操纵股价、黑嘴、“老鼠仓”等违法犯罪行为危害极大,但笔者以为,对中小投资者危害最大的却是在股票市场中合法或违规高价发行新股,这是从源头上导致中国股票市场更具有投机而非投资属性,导致中小投资者利益受损的根源。提出投资行为还是消费行为之争,本身便是对投资行为说的有力挑战,其意义的重要性在于颠覆人们对生活消费等传统概念,进而形成有利于金融消费者保护的新理念。

(一)股票(金融)消费者概念

金融消费者通常是指基于生活需要而购买或使用金融机构提供的金融产品、接受金融机构提供金融服务的自然人及其代表方。^[8]“金融产品或者金融服务,是指消费者因为个人、家庭或者居家的目的而使用的任何金融产品或者金融服务。”^[9]对于买卖股票行为,除了与股票公司之间的委托代理或咨询等可以纳入金融消费者之外,现行法律和理论都将其归类于投资者之列,理由无非是这种投资行为性质决定其无法纳入生活需要之中。

这种解说难免产生这样一个问题:一位投资者买卖一只股票的行为,同时可能产生两种法律关系,即与证券公司因委托代理关系形成金融消费关系,与上市公司因持有股票而形成股票投资关系。进一步深究不难发现:与证券公司因委托代理关系形成金融消费关系也并不是生活消费需要。这种疑问同样可以适用于基民购买基金行为,甚至可以适用于储户与银行之间的关系,也就是说,金融消费行为本身就不是一个严格意义上的消费行为。

业内有一个十分普遍现象就是将对中小投资者保护更多地停留在宣传层面,而根本未曾试图为保护与自己利益对立的投资者而改变现有的经营模式;管理层也未曾因不能有效保护中小投资者利益而承担任何法律责任,事实上也未曾追究过任何负有监管保护责任的个人不作为的法律责任,甚至根本未曾想到过;而学界也有一种非常有趣现象,既强烈呼吁加大金融消费者保护力度,又在股

[7]股市中素有7人亏2人赚1人平或7人亏1人赚2人平之说,且为许多作者所引用,如张炜在2011年5月5日《中国经济时报》发表的《当前股市难以承受资本利得税》,和苏渝在2011年5月3日《京华时报》发表的《征资本利得税是杀鸡取卵》等文章中都有“投资者一赚二平七亏”的表述。

[8]基于借鉴美国CFPA法案关于消费者定义考量,即“任何个人或者为了个人利益代表个人的代理人、信托人或者代表”。

[9]美国《消费者金融保护署法案》CFPA法案第1002条。

票投资行为与消费行为之争中步履蹒跚,裹脚不前。偏差在于对金融消费者立法目的理解。

从1963年肯尼迪提出保护消费者主张到2009年美国决定设立金融消费者保护局,都是为了一个同样的目标:通过制度限制强势一方(经营者)对弱小一方(消费者)的不公平交易行为,进而最大限度地保护交易公正和公平。显然,在股票投资领域,同样存在着交易知识、交易能力和交易信息不相等的截然不同的强弱两种主体。20多年的股票市场实践一再证明了中小投资者不仅没有在中国经济高速发展过程中分享股票投资带来的利益,反而成了股市圈钱运动的最大受害方,尤其渴望得到像消费者那样程度的保护。可见,中小股票投资者未能享受消费者保护的待遇是其得不到有效保护的根本原因,也是以“三高”为代表的发行制度得以盛行的主要原因。

股票投资金融消费者,是指为个人和家庭将来基本生活而买卖股票以及接受相关服务的非专业自然人及其代表人。其主要特征:一是提出了“迟延消费”的概念,模糊了投资与消费的界限。“对于消费者而言,投资是为了在未来获得可能但不确定的收益而放弃现在的消费,并将其转换为资产的过程。与储蓄决策相同,消费者投资决策的最终目的仍在于消费。”^[10]二是限定了有限资产买卖股票是为了将来基本生活的需要。换言之,股票投资金融消费者的收入状况和资产状况均十分有限,它限定了消费者有限金额的股票交易,排除了奢侈生活需要纳入消费者保护之列。

提出迟延消费和股票投资金融消费者概念,是基于更好保护中小投资者的需要。制度更新是人类发展的一项永恒主题。无视金融发展和社会生活进步,固守陈旧定义,是中国中小投资者陷入制度保护乏力怪圈、一再得不到有效保护的根本原因。提出上述概念目的,在于纠正这一制度偏差。

(二)股票投资与消费关系

中小投资者投资股票与个人和家庭生活需要是既有区别又有联系的概念。诚然,投资本身并不是一种消费行为,但也并不是一种与消费截然无关的行为。对于股票投资金融消费者而言,迟延消费本质上如同将现金存入银行获取利息一样。如果认同消费者将现金存入银行,或者购买保险为金融消费行为,那么中小投资者购买股票行为同样可在一定范围或有限范围内被视为金融消费行为。其理由如下:

(1)金融产品已经成为人们消费的主要内容。随着人们生活提高,金融消费已经走进千家万户。购买股票已经成为了许多人安排家庭生活的重要组成部分。人们购买这类金融产品的一个主要目的是为了个人和家庭将来的教学、结婚、医疗、购房和养老等基本生活需要。这与企业、企业家和专业人士为经营或投资目的不同,后者已经明显超出了基本生活需要。可见,投资资金数额可以作为划分是否属于基本生活需要的主要标准。

(2)中小投资者购买股票行为与上市公司经营行为没有多大联系。他们通常并不打算过问上市公司经营行为,除了如同存款获取利息一样被动获取应有的回报之外,通常并不会行使其他股东的权利。他们中的不少人是因为银行利率过低或者负利率而无奈地选择了购买股票或基金。

(3)中小投资者中的许多人根本不具有基本的投资知识、投资能力和相关信息。买卖行为多半听从亲友、专家、媒体的推荐,根本算不上投资者。尤其是农民(工)、老年人和下岗待业者,尽管他们中的许多人投资股票金额不大,但赔钱是一个大概率的结果,尤其是在中国股市从投机走向投资的大背景下必然如此;原始股东们正是利用股票市场制度缺陷和中小股民们亏损,赚得钵满盆满、腰缠万贯;而这些弱势群体们失去了对股票投资的信心,影响到家庭基本生活,对社会公平和稳定构成负面影响。

(4)中小投资者买卖股票客观上是在国家政策、舆论导向引导下,放弃当前消费,为中国的股票市场发展和国企改革、加入WTO、减少通胀、发展高新产业等作出巨大贡献,功不可没。郭树清认为

[10]郭丹:《金融消费者之法律界定》,《学术交流》2010年第8期。

“低收入人群和以退休金为生的人群就可能不太适宜参与(股票市场)其中”,^[11]其出发点是为了保护弱势群体。然而,这与过去20多年间证券市场明显地鼓励中小投资者投资股票市场的政策不符。^[12]在上述股票市场目标大多实现之后,才道出具有区分投资者与消费者客观效果的观点,不免使人产生被利用后抛弃的感觉。“参与(股票市场)其中”理应为股票市场既定方针。因此,问题焦点在于如何建立起规范股票市场,使中小投资者整体上能通过参与股票市场(包括通过基金公司)达到增值保值的迟延消费目的。

(5)就迟延消费和取得回报目的而言,中小股票投资者买卖股票或债券、基金的行为没有本质区别。人为地将投资基金定性为消费行为而将投资股票视为投资行为并不恰当,即使就金融消费而言,投资基金也不是生活消费行为。

(三)投资者保护与金融消费者保护的关系

两者是一种以投资者保护为主,金融消费者保护补充的双重保护关系。

(1)双重保护。许多学者和政策制定者在“投资者”性质问题上纠结无奈、裹足不前,其原因在于将两者关系视为一种对立关系。诚然,在买卖股票、基金行为等性质界定上存在着投资经营行为还是消费行为之争,似乎是一种水火不相容的关系。然而,这并不是问题的核心(如张曙光等提出设立“散户版”等思路,^[13]其目标和理念与金融消费者保护类似,只是称谓、方法和路径存在差异而已)。核心问题在于现行的投资者保护法律制度不能有效地维护中小投资者利益,由此,才产生将其纳入金融消费者保护范畴,实行更进一步保护,即双重保护的观点。

确立金融消费者地位,并不否定、并不改变、并不影响其股票投资者身份和地位,只是在制度层面多了一种保护途径,即中小投资者既可以享受中小投资者的保护,也可以享受金融消费者保护;前者受《公司法》等法律法规调整为主,后者由保护金融消费者法律法规调整。

(2)保护内容。金融消费者保护机构更注重宏观方面整体把握,站在消费者立场上,审视整个金融市场的稳定、健康发展,参与协调与其他金融机构在法律法规、保护力度等方面事宜,维护股票投资金融消费者在股票市场发展定位、发展方向等根本性制度、决策问题上可能影响或涉及到的正当利益不受损害。此外,负责或督促建立高效、便捷的股票投资金融消费者争议解决机构。

(3)保护范围。股票市场投资者分为专业投资者和非专业投资者两类,只有旨在迟延消费的中低收入的非专业个人投资者,才归入股票投资金融消费者范畴。股票投资行为与股票消费行为并不是同一概念,后者为非专业的自然人、且限于迟延基本生活目的。这就将机构、单位和专业投资者、拥有巨额财产个人股票投资者排除在金融消费者之外。后者可以沿续现行投资者保护的机制,且有可能从对前者保护政策的出台而间接受益。

三、股票投资金融消费者保护

股票投资金融消费者保护是一种制度性安排,其目标是通过新的理念,将股票投资者纳入金融消费者之中,在制度层面提升对股票投资金融消费者保护。其具有以下特点:(1)双重性,即投资者在享有现行投资者保护制度的基础上,还可以具有金融消费者法律制度保护;(2)有限性,即证券投资

[11]2011年12月1日,时任证监会主席郭树清在第九届中小企业融资论坛上,首次就资本市场发表公开演讲时表示:“尽管国内外许多权威研究机构一致认为,中国的股票市场蕴藏着罕见的增长潜力,但是低收入人群和以退休金为生的人群就可能不太适宜参与其中,应当建议他们更多考虑风险较低的投资和储蓄工具。”

[12]从原股票面值均为100元到面值基本为1元的过程明显地反映了管理层希望低收入人群也能参与其中。因为只有如此,才能更好地达到国企改革、减少通胀等上述股票市场的目标。

[13]参见张曙光:敢问“适合散户股民投资的股市”路在何方——设立“散户板”、致郭树清主席的建议书讨论稿,载<http://finance.sina.com.cn/stock/stockarticle/20120822/172412923351.shtml>,2012年10月2日。

者主体和结构的多样性,决定了股票投资金融消费者主体资格的有限性和保护范围的有限性;(3)补充性,即以投资者制度保护为基础,以股票投资金融消费者制度保护为补充;(4)整体性,即通过建立统一的金融消费者权威机构,弥补包括股票投资者在内的金融消费者在制定规则等方面的弱势地位;(5)重点性,即重心在于制度构建与安排,以及通过建立统一的、高效的股票投资金融消费者投诉和争议调解机构,弥补包括股票投资者在内的金融消费者在投诉等方面的困境。(6)渐进性,即从无到有,从对金融消费者原则性保护的兼顾地位,向更为具体、更为有效的制度构建逐步发展。(7)张力性,即随着股票市场主体结构、运行状况和利益格局的变化,股票投资金融消费者保护的力度,乃至必要性都应作出相应调整。

就中国股票投资金融消费者保护而言,存在太多需要保护的方面,特别需要一个代表其利益的专门机构,而保护的重点在于:整体上维护股票市场公正、公平的合理投资价值;确立股票投资金融消费者保护制度。

(一)维护股票市场公正、公平的合理投资价值

纠正高价发行新股的错误理论和制度偏差应当成为现阶段股票投资金融消费者保护的重点。2010年我国股票市场IPO发行金额不仅为全球之最,且发行市盈率也为全球之最。众所周知,在巨额利益面前,应当由利益相关各方共同制定能为各方都能接受的利益平衡规则,保持权利与义务基本相符,决不能出现一方可以稳获巨额利润,另一方则承担巨大风险的制度规则。很不幸的是,这种状况在股票发行市场上一而再、再而三地不断发生。上市公司、保荐人和中介机构等共同结成利益同盟,以各种方式人为推出“三高”新股,忽悠着没有个人切身投资利益的基金经理,忽悠着自以为新股不败的“摇新股一族”们,更忽悠着中小股民跟风炒作新股。在一次次亿万富豪不断诞生的同时,广大中小投资者和基民们将不可避免地成为买单一族。

由于中小投资者保护机制缺陷,股票市场一再错过了变投机市场为投资市场的良好机遇。更无法认可的是,推出未经合理设计的市场化定价发行理论。世上本无纯粹市场化发行理论,唯有制度规则下发行方法;不同制度规则,必然产生各自迥异“市场化”发行,及其由此产生的不同发行效果。在推出市场化发行之时被一致叫好的市场化发行改革,现却被学者视为“伪市场化”。^[14]中小股民用切肤之痛体会到新股“市场化”发行的代价,管理层也不得不承认市场化发行存在的缺陷。事实证明:没有独立的中小投资者保护机构参与或制约发行规则制定的市场化理论,都具有易引发“三高”定价发行的后果。目标多样性决定了管理层对“三高”现象往往反应迟钝,无法理直气壮地实行有效保护中小投资者的措施,于是只能趋于“和稀泥”式的保护。中小投资者现在或将来都将面临具有严重隐患的新股高价发行的现实,以及面临超低价大小非股票减持的现实。

“销售环节的市场行为是重点。”^[15]如果一个股票市场中所有的发行人都争先恐后地争取上市发行股票,说明了这一市场的利益平衡关系已经存在严重问题。从表象而言,所有问题结症都在于不公平的新股高额发行以及原股东和新股东持股成本过于悬殊这一显而易见问题上。但实质在于,制度上缺乏代表中小投资者利益的权威代言人共同参与制定出权利义务平衡的新股发行规则。诚然,有关管理部门对“三高”现象不断修正相关IPO发行规则,然而,独立代表中小投资者利益机构权威性及其在制定规则过程中的话语权才是问题关键,内容应当涵盖对整个股票市场投资价值的规则和制度制定。

维护股票市场公正公平的合理投资价值的最基本环节是完善新股(增发、配股)发行制度和方式。承销方、中介机构与发行人之间的利益瓜葛共同推进了貌似公正的“市场化”定价发行机制。只有通过规则修改才有可能得以缩小交易双方交易地位。其中的重要环节是发行规则应当经金融消费者保护机构同意。例如,可以规定新股发行的各承销方必须认购一定数额的新股,且在1至3年内不得上

[14]如《和讯》2010年6月9日发布郭士英的《从招商股票大幅破发反思新股发行制度伪市场化须尽早终止》和《市场瞭望》2010年3月发布的《新股发行制度应弃伪市场化》等文章采用“为市场化”表述。

[15]巴曙松、牛播坤:《金融消费者保护:金融监管改革重点》,《西部论丛》2010年第4期。

市流通,将发行价格与其股票投资利益挂钩;对增发、配股投赞成票的股东如不参加增发或配股,其在定价发行时,不能享有表决权,或者适用另一种对其不利的发行定价标准;增发和配股价不得超过该股前1至3年(现在为20天)平均股价的90%,且发行新股通常不得超过行业其他股票的平均市盈率等。此外。还可考虑试行包括发行新股认沽权证、优先股或试行美国式竞价等在内的各种合适、可选的形式。

(二)建立股票投资金融消费者保护制度

股票投资金融消费者保护应统筹纳入于金融消费者保护之中,可从以下三个方面着手:

首先,确认中小投资者金融消费者地位。“消费者保护的起点和归宿就是维护弱者免受伤害的权利”,^[16]将保护中小投资者合法权益置于保护金融消费者大背景下考量,这是基于我国证券市场现状和国外金融消费者保护经验的必要应对方略。

其次,建立独立的金融消费者保护(委员会)机构。根据双峰理论,^[17]“我国亦应考虑设立一个相对独立而专业的金融消费者保护部门,且该机构应具有规则制定、从事检查、实施罚款等在内的权力,并能够从增强透明度、简单化、公平性和可得性等方面给予消费者保护改革”。^[18]在现行银行、股票、保险等分业管理的背景下,统一的金融消费者保护机构如何构建和运作是一个须统筹考量的重大问题。2011年中国证监会“投资者保护局”的设立,在一定程度上体现了“金融改革与投资者保护法案最为引人注目的是它将保护金融消费者的利益放在了第一位,并且成立了相关机构使这个目标真正落到实处”的理念。^[19]撇开金融消费者概念之争,由于其职能停留在决策前期阶段,其全局性、基础性和权威性存疑。因此,应在国务院建立一个独立的、由多个相关部门参与的金融消费者保护委员会。^[20]借鉴CFPA法案1021条特别规定消费者金融保护署的使命,即“应该寻求提升消费金融产品或金融服务市场的透明性、简单性、公平性及责任的可追究性”,以“确保消费者能够拥有、理解、使用他们在作与金融产品或金融服务相关的重大决定时所需要的信息”。通过赋予该机构“制定确定在授权范围内的措施防止经营者在金融产品交易中从事不公平、欺诈或滥用的行为或惯例的规则”等职权,^[21]达到保护机构的目标独立性、职能专业性和权威性,以实现金融消费者权益的有效保护。

最后,组建独立、高效、便捷的金融消费者争议解决机构。对于金融消费者的投诉,该机构可以通过网络、电话等各种现代化通信手段与相关经营者就解决争议作出调解,参与金融经营者一方的当事人受金融消费者保护制度制约,形成经营者(包括被动、被迫)愿意并接受高效、权威机构的调解的格局。与此同时,建立一个中央数据库收集和追踪有关消费者投诉和解决投诉的信息。从上述投诉等环节可以较好地动态了解和掌握金融消费者保护方面存在问题,有利于相关部门制定和完善相关消费者保护制度。

本文所提出的股票投资金融消费者概念还停留于文本层面。但如同社会进步一样,我国股票市场必将逐步向更加合理、规范的目标前行。从权利配置视角而言,此过程短暂一些、代价少一些的捷径,是从制度上有效地(而不是从过去口惠而实不至保护变为专门机构徒有形式的保护)将中小个人投资者纳入金融消费者法律保护范围。

[16][日]铃木深雪:《消费生活论——消费者政策》,张倩、高重迎译,中国社会科学出版社2004年版,第18页。

[17]英国经济学家Michael Taylor的“双峰”理论认为,金融监管存在两个并行目标,一是审慎监管,旨在维护金融机构的稳健经营和金融体系的稳定,防止发生系统性危机或金融市场崩溃;二是保护消费者权益,通过对金融机构经营行为的监管防止和减少消费者受到欺诈和其他不公平对待。

[18]郭琛:《美国金融消费者单边保护规则及对我国的启示》,《投资研究》2010年第7期。

[19]李文华、邝星:《中国证券监管与证券投资者保护有关法律问题研究——以美国金融改革与投资者保护法案为镜鉴》,《甘肃社会科学》2011年第2期。

[20]现阶段可考虑非常设的会议制机构,日常工作由秘书处负责。

[21]《2010年华尔街改革和消费者保护法》SEC. 1031(b)。