

## 资本市场：在规范与发展中快速前行

于波 电话：(86) 13951077846

邮箱：yubo21@163.com

### 引言

12月27日，国务院办公厅下发《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》（国办发[2013]110号，以下简称《意见》）。《意见》分为投资者适当性管理、投资回报机制、中小投资者知情权、中小投资者投票机制、多元化纠纷解决机制、中小投资者赔偿机制、监管和打击力度、中小投资者教育以及投资者保护组织体系等九个方面，系统地提出了中小投资者保护指导性意见。此次国办下发的《意见》，被市场誉为“新国九条”，区别于2004年国务院发布的“国九条”（《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》国发[2004]3号）。周五股票市场拉出一根中阳线，成交量较为温和，显示出市场普遍持欢迎的态度，我国资本市场在规范与发展中快速前行。

### 一、《意见》出台的背景分析

十八届三中全会后，管理层密集出台了有关资本市场的系列文件和措施，如优先股试点、新股发行注册制改革、全国中小企业股份转让系统、非上市公众公司监督管理、交易所配套规则等。管理层打出资本市场改革的“组合拳”，大有令市场应接不暇的感觉，这表明了管理层秉持“三化”改革理念、深化资本市场改革的坚强决心和工作力度。

事实上，自从上个世纪90年代资本市场成立以来，管理层关于资本市场的探索性改革举措持续不断。党的十八届三中全会后，资本市场改革力度明显加大，改革步伐明显加快。改革与发展，是我国资本市场运行实践中的两大主题。改革是为了更好地发展，发展又为更深入地改革创造了条件，两者相辅相成，共同服务于资本市场持续健康发展。

此次出台的“新国九条”与2004年出台的“国九条”对于资本市场的长远发展具有异曲

同工之妙，发出了资本市场重大改革前的“动员令”，吹响了资本市场重大改革的“战役号角”。2004年出台的“国九条”实际上是为2005年股权分置改革奠定了文件制度和舆论导向的基础，此次出台的“新国九条”又为2014年推进新股发行体制改革创造了良好的政策制度和市场环境，所有的资本市场深化改革最终目的是保护投资者利益，也即投资者利益保护是资本市场深化改革的出发点和归宿点，这再次印证了“保护投资者利益是我们工作的重中之重”。

此次出台的“国九条”又与2004年的“国九条”有着较为显著的不同。**其一**，此次出台的“国九条”范围更加集中，专注于投资者利益保护，具有专题性。**其二**，此次出台的“国九条”对象更加细化，精细于中小投资者利益保护，具有精准性。**其三**，此次出台的“国九条”意见更加明确，确定于中小投资者利益保护九个方面，具有针对性。当然，新老“国九条”也都具有政府文件的原则性和指导性，许多意见还需监管部门、自律组织进一步细化和落实。

政府就中小投资者利益保护专门出台文件，一方面出于中小投资者信息获取和分析地位弱势、抗风险能力和自我保护能力不强、合法权益容易受到侵害，另一方面是由于中小投资者是我国现阶段资本市场参与的主要群体，社会影响面广、影响力大。维护中小投资者合法权益，关系到广大人民群众切身利益，成为资本市场监管的首要之责。

## 二、《意见》出台的亮点分析

《意见》紧紧围绕中小投资者市场准入权、投资回报权、参与知情权、侵害求偿权、保护受教育权等，提出了一系列具有针对性的制度安排。

**其一，市场准入坚持分类管理。**经过多年发展，我国初步构建起“主板市场-中小企业及创业板-场外交易市场”为主要内容的多层次资本市场体系，各个市场蕴含的投资风险各异；也初步发展了包括股票、债券、基金、期货等在内、种类众多的投资产品，各个投资产品的投资风险也存在着差异性。一般而言，投资者可分为风险偏好型、风险厌恶型和风险中性型等三种类型，每类投资者承担风险的能力和水平也是不一样的。《意见》要求健全投资者适当性制度，完善中小投资者分类标准，科学划分风险等级，进一步完善规章制度和服务规则，从而有利于实现中小投资者投资类型与市场风险、产品风险有效匹配，构筑起中小投资者市场准入第一道风险防范线。今年推出的“新三板”，实施了投资者适当性管理制度，针对其高风险特征而设置了一定的市场进入门槛。

**其二，投资回报强化分红承诺。**投资有回报，融资才能持续进行。获取投资回报，是包括中小投资者在内投资者的正当合法权益。当前证券市场，投资回报低、回报方式少、回报机制

不健全等不良现象具有广泛性和传染性，严重制约了中小投资者获取股息分红等回报途径，进而助推了追涨杀跌、博取差价的投机行为，不利于建立价值投资的市场理念和证券文化，也不利于上市公司再融资再发展。《意见》要求引导和支持上市公司增强持续回报能力、完善利润分配制度、建立多元化投资回报体系、发展服务中小投资者的专业化机构，特别是强调上市公司分红承诺和完善上市公司股份回购制度，有利于切实维护和保障中小投资者投资回报权。就在同一天，上交所发布上市配套规则，指出上市公司造假需回购全部新股；证监会出台优先股试点政策，优先股募集资金可用于二级市场回购。破净公司如宝钢股份等通过二级市场回购，有效企稳了股票市场价格，保护了中小投资者的切身利益。

**其三，参与知情注重方式创新。**真实、准确、完整、及时地获取上市公司信息，是中小投资者一项重要权益，也是其投资决策的基本依据。《意见》要求健全公司内部信息披露制度和流程，健全跨市场交易产品及突发事件信息披露制度，健全舆论反应机制，引导全面采用网络投票方式，建立中小投资者单独计票机制。采取网络投票制度，能够有效降低中小投资者参与公司治理、维护自身权益的财务成本，突破参与知情的时空制约，有利于切实保障中小投资者的参与权和知情权。实行中小投资者单独计票机制，有利于监管层和市场及时倾听中小投资者呼声，了解中小投资者利益诉求，增强中小投资者利益保护的有效性和针对性。

**其四，侵害求偿强调机制多元。**采取多样化机制，化解市场参与各方利益冲突，符合成熟市场的经验做法。《意见》指出，上市公司及证券期货经营机构等应当承担投资者投诉处理的首要责任，支持投资者与市场经营主体协商或和解；发挥第三方机构作用，建立调解与仲裁、诉讼的对接机制；加强协调配合，降低中小投资者维权成本。《意见》从当事人主动赔偿、建立退市风险应对机制和完善风险救助机制等三个方面，强调赔偿金资金多渠道落实，依法赔偿投资者损失。今年5月，平安证券主动宣布拿出3亿元，建立“万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金”，探索向受损投资者先行主动补偿机制，此举获得了市场投资者好感。

**其五，受教育保护组织体系化。**《意见》要求，将投资者教育逐步纳入国民教育体系，证券期货经营机构应当承担各项产品和服务的投资者教育义务，自律组织化应当强化投资者教育功能，中小投资者应当树立理性投资意识，加快形成法律保护、监管保护、自律保护、市场保护和自我保护的综合保护体系，强化国际监管合作与交流。《意见》阐明了投资者受教育、受保护市场各方的归位责任，强调各司其职、各尽其能，共同形成投资者教育和保护的“市场大网”。

### 三、《意见》出台的市场影响

《意见》出台，充分表明了管理层高度重视中小投资者合法权益保护工作，为后续深化改革提出了方向性的指导原则和基本要求，必将对资本市场可持续健康发展产生积极而深远的影响。

规范与发展，始终是转型期我国资本市场的两大主题，同时也是我国资本市场快速前行的两大巨轮：在更快发展的基础上推进规范性改革，在更加规范的基础上实现可持续发展。我国资本市场建设已经走过 23 个年头，如果说前二十年重在规模化发展，那么接下来二十年则重在内涵式发展。随着改革深化，发达资本市场的成熟经验必将引入我国资本市场建设中来，制度变革和完善成为今后一段时间资本市场发展的重要内容。从这个意义上来说，《意见》的出台，为后续制定和实施《投资者保护法》奠定了规章制度的基础，也将有利于消除市场短期恐慌情绪、增强市场中长期信心。

2005 年股权分置改革，利空靴子落地，随后市场迎来了新一轮行情。2014 年股票发行体制改革，投融资关系进一步理顺，价值投资、理性投资回归市场本真，未来行情值得市场投资者期待。

**中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站**

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：(86) 13951077846

传真：010-66568641

中国银河证券网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

中国银河证券博士后科研工作站网址：<http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>