

摘 要

在金融国界日益模糊、投资者范围日趋扩大的环境下，投资者保护问题成为全球共同关注的话题。随着监管机构和投资者保护这对重要概念的联系日趋紧密，投资者利益的行政保护作为投资者保护的重要渠道如何发挥作用值得深入研究。中国证券投资者保护基金有限责任公司的成立更将投资者的利益保护问题提上日程。对此，监管机构如何为投资者权益提供及时、有效、全面的保护逐渐走入人们的视野。本研究报告立足中国证券监督管理部门的监管现状，借鉴国际成熟市场的先进经验，试图为监管机构构建投资者保护制度提出些许思考。

本研究报告分为三部分：

绪言部分，问题的缘起。从监管机构与投资者保护的关系入手，分析监管机构对投资者权益的保护现状，进而确定本文的研究思路。

第一部分，指出保护投资者利益是监管部门的主要目标之一。从投资者权益的范围以及投资者与监管机构的关系入手，指出监管机构保护投资者权益的必要性。并从全球范围内选取了几个典型的证券监管机构，如美国证券交易委员会、英国金融服务监管局、韩国金融监督委员会和金融监督院、香港证监会和中国证券监督管理委员会等来证明大多数国家的监管部门都将保护投资者利益作为其重要宗旨。

第二部分，指出监管机构在具体监管过程中保护投资者利益的举措。首先，监管机构在制度设计上，将保护投资者作为重要的价值取向。通过对发行主体、上市公司和中介机构的监管来实现对投资者权益的全方位保护。借鉴成熟市场的监管经验对我国的监管实践中出现的问题进行分析，进而指出完善投资者利益的具体建议。

第三部分，指出监管机构积极推进投资者保护的外部环境建设。监管机构应积极推动资本市场诚信文化建设和投资者保护法制建设，加强对投资者的教育，加强对市场行为的监控、净化资本市场环境。

结论部分，指出制度的关键在于运行。只有在制度完善的基础上加以落实，才能真正把“投资者保护作为我们工作中的重中之重”这一理念贯彻始终。

目 录

绪 言.....	1
一、证券监管机构与投资者权益保护的关系.....	2
(一) 投资者、投资者权益、投资者权益保护.....	2
(二) 保护投资者利益是各国证券监管机构的主要监管目标之一.....	4
1、美国证券交易委员会.....	5
2、英国金融服务监管局.....	5
3、韩国金融监督委员会和金融监督院.....	6
4、巴西证券交易委员会.....	7
5、香港证监会.....	7
6、台湾金交所.....	7
7、中国证券监督管理委员会.....	8
二、证券监管机构在具体监管过程中保护投资者利益.....	10
(一) 在制度设计方面, 将保护投资者作为重要的价值取向.....	10
(二) 从监管的全过程保护投资者利益.....	11
1、对发行主体的监管.....	11
2、对上市公司的持续监管.....	15
3、对中介机构的监管安排.....	21
三、监管机构积极推进投资者保护的外部环境建设.....	26
(一) 诚信文化建设.....	26
1、要加强政府信用体系构建, 打造诚信政府.....	27
2、强化上市公司诚信意识, 加大对失信行为的打击力度.....	27
3、强化中介机构对投资者的诚信责任.....	28
(二) 投资者保护诉讼制度.....	29
1、民事诉讼.....	30
(1) 以投资者个人为原告的诉讼.....	30
(2) 不以投资者个人为原告的诉讼.....	34
2、证券行政诉讼.....	35
3、证券刑事诉讼.....	36
(三) 开展投资者教育.....	38
1、专项投资者保护教育工作.....	39
2、设立投资者保护基金, 构建投资者保护的长效机制.....	41

（四）加强对市场行为的监控、净化资本市场环境.....	42
1、加强证券执法工作.....	43
2、加强对公开发行非上市公司的监管.....	45
结 论.....	47
参 考 文 献.....	48

绪 言

2005年8月30日,中国证券投资者保护基金有限责任公司登记成立,在证券公司被撤销、关闭和破产或被证监会采取行政接管、托管经营等强制性监管措施时,按照国家有关政策对债权人予以偿付,这是我国证券投资者合法权益保护的一个重要里程碑,标志着中国证券投资者保护工作进入一个新的阶段。但是,我国证券市场投资者保护工作仍然任重道远,上市公司大股东和管理层侵害中小股东利益的现象时有发生;公司内部人控制问题严重;中介机构的欺诈行为数见不鲜等,林林种种都是侵犯投资者权益的客观表现,也构成投资者利益保护中亟待解决的问题。

国内外不乏研究投资者保护的著作、论文和报告,然而这些研究成果多从法律角度和经济学角度入手,真正从监管机构角度出发研究投资者保护问题的研究在国内尚处空白。证券监管机构作为投资者保护队伍中不容忽视的重要力量,本课题拟对监管机构在投资者保护中的功能和作用进行专门研究,对证券监管机构对投资者的保护制度进行梳理、总结,试图对我国投资者保护工作提供客观、全面的参考。本文采用比较研究方法,对国外成熟市场监管机构对投资者保护的做法与国内的相关制度进行对照,试图借鉴国外有益经验。还采用历史研究方法,梳理从中国证监会成立至今,在投资者保护方面所做的孜孜不倦的努力,渐显投资者利益保护制度日益完善的进程。进而得出监管机构只有建立起全面的保护机制,才能真正提高保护投资者的水平,夯实市场发展的基础,确保我国证券市场的长期健康、稳定发展的结论。

一、证券监管机构与投资者权益保护的关系

（一）投资者、投资者权益、投资者权益保护

《布莱克法律词典》指出：狭义的投资者¹是指购买证券或其他财产的人，希望从中获利且不耗尽本金（A buyer of a security or other property who seeks to profit from it without exhausting the principal）。广义地说，就是那些以追求利润为目的的花钱的人（Broadly , a person who spends money with an expectation of earning a profit）。

在我国，证券投资者是指以盈利为目的，买卖证券承担证券投资风险并行使证券权利的主体。在最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》中，投资者“是指在证券市场上从事证券认购和交易的自然人、法人和其他组织。”²也就是投资人以货币资本在证券市场上买卖股票、债券、基金凭证等有价证券，以及这些证券的衍生工具，以期获得收益或者卖出证券及衍生工具以赚取市场差的自然人、法人或其他经济组织。

证券投资者因其所处阶段、参与投资形式的不同，而具有不同的表现形式。以投资者在证券投资过程中的身份和法律地位不同，投资者可以分为三类：1、在投资之前，为潜在的证券投资主体，是普通的自然人和法人；2、在投资过程中，表现为证券买卖的当事人，是证券交易人；3、在证券持有过程中，则表现为静态的证券持有人。当购买的证券表现为股票时，证券持有人即为股东；当购买的证券品种为债务凭证时，证券持有人为债券持有人。以投资者是否直接参与投资，通常可分为一般投资者和特殊投资者。一般投资者通常为股东和债权人，特殊投资者通常为委托人、基金持有人等。投资者也可分为正常情况下的普通投资者和特殊情况下的投资人（如破产当事人）。³然而，无论表现为何种形式的投资者、无论投资处于哪个阶段，投资者的合法权益均可能遭到来自不同方面的侵害，在投资之前，可能受到潜在融资方的不实误导；在投资过程中，其利益可能受到来自大股东的侵害。尤其对力量弱小的中小投资者来讲，其合法权益更容易

¹ 下文中的投资者仅指狭义的投资者，即证券投资者。

² 李国光、贾纬编著：《证券市场虚假陈述民事赔偿制度》，法律出版社，2003年4月版。

³ 参见张育军著：《投资者保护法律制度研究》人民法院出版社2005年版，第31—32页。

被忽视，中小投资者保护问题更值得我们去关注。

具体来讲，投资者权益是指投资者因投资证券所产生的权利和行使权利所带来的利益。具体来说，证券投资者权益包括知情权、交易权、分配权、参与权和监督权等五项重要的权利。

知情权是投资者有权及时、准确、充分地获得上市公司应披露的信息。上市公司是基于公信力而生存发展的，任何可能对投资者做出买卖股票决定发生影响的信息都应公开，以取信于证券市场的广大投资者。

交易权是指投资者自主转让或增持股份的权利。根据平等、自愿的原则，应保证投资者有公平的交易权。

分配权主要是指投资者从上市公司获取股利的权利及投资者在上市公司解散清算时要求取得公司剩余资产的权利。

参与权是指投资者以股东身份参与上市公司经营管理决策的权利。行使参与权的主要途径是参加股东大会，在股东大会上，投资者听取上市公司董事会有关经营和财务方面的报告，并通过行使表决权来对公司的重大事项做出决策。

监督权是投资者基于股东权的行使对上市公司的经营管理行为进行监督的权利。监督的方式和手段包括查阅公司帐簿和财务报表，对公司的经营状况提出建议和质询等。

然而，在证券市场中，投资者的上述权益往往得不到体现，会受到这样或那样的侵害，如何投资者保护引起广泛关注。从投资者保护的参与主体角度来看，可将投资者保护的渠道分为投资者的自我保护、自律组织的自律监管、立法机关的立法保护、行政机关的行政保护、法院的司法保护和社会机关的社会监督。⁴其中，行政保护是投资者权益保护的主要手段，作为监管机构来讲，就是要保证投资者自己责任与信息充分、及时和有效披露。投资者自己责任原则的精神在于投资者应对自己的投资决策行为负责。投资者保护并非保证投资者的投资获利，而是通过监管机构规范有关信息披露、降低欺诈行为与内幕交易，强化证券市场参与者的自律规则，为投资者提供一个信息完整、公开、透明的市场，为投资者营造良好的投资环境，保证证券市场投资中的公开、公平、公正，通过正当的程序救济投资者因侵权等行为造成的损失，有效制裁违法者，以达到保障投资者合法权益的目的。因此，保护投资者就是保护投资者在自担风险的基础上，依法获

⁴ 参见张育军著：《投资者保护法律制度研究》，人民法院出版社 2005 年版。第 140—142 页。

得应有的权益。按照国际证监会组织（IOSCO）的定义，投资者保护是指投资者应当受到保护以免被误导、操纵或者被欺诈，包括内幕交易和滥用客户资产等。

（二）保护投资者利益是各国证券监管机构的主要监管目标之一

投资者作为证券市场的重要参与主体，与融资方相比处于弱势地位，其权益是否得到了充分而有效的保护关涉到资本市场的稳定乃至国家经济的健康有序发展。投资者保护作为证券市场监管的核心和主要目标，是确保证券市场健康运行和稳定发展的需要。国际证监会组织(IOSCO)曾在一份名为《证券监管的目标与原则》的文件中，明确提出了证券监管的三大目标——一是保持证券市场的透明、公正和效率，二是减少系统性风险；三是保护投资者，其中前两大目标的实现最终也将服务于投资者的保护。通过防止市场操纵、内部人交易等措施保证投资者公平、及时获得进入市场的渠道和交易前后的信息，促进市场交易正常运行，同时，监管者通过内部控制和风险管理等措施降低系统性风险，并尽可能减少由此造成的损失，以实现保护投资者的目标。调查表明，越重视投资者权益保护的国家，资本市场越发达，越漠视投资者利益的国家，资本市场很难发展壮大。

因此，世界各国都成立了证券监管部门来保护投资者权益，保障投资者信心，保证证券市场的长远发展和正常运行。1929年股灾后，美国政府意识到单纯的市场行为将导致投资者权益受损，从而影响资本市场的正常发展，因此，罗斯福新政采取了一系列措施加强对资本市场的监管，并于1934年成立了美国证券交易委员会，这是资本主义为挽救自身而采取的有力措施，对资本市场的发育起到了很好的矫正作用。随着经济全球化和欧洲一体化进程，法国建立了泛欧交易所。原来一直仿效英国实行自律监管的交易所主导型模式的香港在1987年的世界股市危机后，于1989年成立了香港证监会(SFC)。

从大多数国家和国际性组织来看，证券监管机构的基本功能定位包括以下三点：一是，维持公平、透明和高效的市场秩序是证券市场健康运行的基本前提。建立公平、透明和高效的市场环境，保证市场各参与主体都能够平等地参与市场竞争，这是证券市场规范发展的一个基本要求，也是证券监管机构的基本功能。二是，保护投资者的合法权益。在证券市场参与主体中，投资者是市场的基础，没有投资者的积极参与，证券的发行和交易就无法有效开展，证券市场就失去了

赖以存在和发展的基本条件。同时，保护投资者对市场的信心是证券市场存在与发展的保证。只有让投资者拥有安全感才能激发投资信心，进而促使证券市场兴旺发达。因此，保护投资者的合法权益，也是证券监管机构的基本功能。三是打击证券违法违规行为。证券市场中出现的内幕交易、市场操纵、欺诈和非法融资等行为，严重制约了证券市场的健康发展，证券监管机构必须通过各种法律手段，追究违法违规者的行政责任、民事责任和相关法律责任。其中，功能一和功能三也紧紧围绕功能二服务，将最终落脚点放在保护投资者的信心和利益上。⁵

1、美国证券交易委员会

美国的证券市场是当今世界上最发达、最繁荣的证券市场，它对美国经济增长产生着巨大的促进作用，已经成为名副其实的宏观经济的“晴雨表”，在很大程度上得益于美国拥有世界上最完整的证券市场监管体系。其中政府设立的具有独立性和司法性质的证券交易监管机构——证券交易委员会（SEC）就在很大程度上有效地保证了证券市场的稳定和活力。1929年股市崩盘引发了美国国会对投资者保护的深入思考，美国国会认为由于大部分投资者对股市缺乏信心，使得美国股市持续萧条，同样1997年的股票价格暴跌没有导致市场的崩溃，很大程度上就是投资者的信心仍在维持，投资者没有承担过多的风险。从美国资本市场的发展历史中得出结论，投资者保护必须成为证券监管的首要目标。

美国的证券交易委员会是为了保护投资者，确保证券市场的公平、有序和高效运行，便利资本形成。证券监管的目的是寻求最大的投资者保护和最小的股票市场干预，设法建立一个投资者信息系统，一方面促成投资者做出正确的投资选择，一方面利用市场投资选择把发行质量低、超过市场资金供给承受能力的股票驱逐出整个股票流通领域。随着越来越多的投资者通过资本市场来确保其未来能够购房、供子女上大学，投资者保护成为比其他目标更引人注目的使命。美国《证券法》也将向投资者提供有关证券公开发行的实质性信息和禁止证券发售过程中的误导、虚假和其他欺诈行为作为其两个基本目标。

2、英国金融服务监管局

英国证券市场曾经并无一个专业的管理机构，这使得政策难以整合从而徒增

⁵ 参见尚福林主编《证券市场监管体制比较研究》，中国金融出版社2006年版，第711—741页。

市场的行政成本。1939 年颁布、1944 年生效的《防止欺诈（投资）法》是英国历史上第一个保护投资者个人权益的法律。1983 年，工贸部发布了《证券商（许可证）条例》，对证券商从业许可证办法程序做了新的规定，同时还发布了《新证券从业行为准则》，体现了投资者保护的监管理念。根据 1986 年《金融服务法》第 114 条规定，成立了公司制的非政府机构——证券投资局（SIB），此外，为保障投资人，伦敦证券交易所合并成立了一个自律机构——国际证券交易管理机构（international securities regulatory, ISRO）。后英国为提高监管效率，适应金融发展的需要，实行了单一的金融监管机构体制，在合并原来十家金融监管机构的基础上，成立了单一的金融监管机构——英国金融服务监管局（FSA）。根据《2000 年金融服务和市场法》，FSA 的监管目标有四个：一是维护对英国金融体系的信心；二是促进社会公众对金融体系的理解；三是确保对投资者的保护处于适当的水平，同时明确投资者自己的责任；四是减少金融犯罪。四项目标中，两项涉及投资者，即促进公众金融体系的理解和确保对投资者的保护处于适当的水平。

3、韩国金融监督委员会和金融监督院

1997 年金融危机后，韩国先后出台了一系列的法律规定，1997 年 12 月颁布《金融监管组织设立法》，主要目的是将金融监管权集中，并设立金融监督委员会（The Financial Supervisory Commission, FSC），同时设立金融监督院（The Financial Supervisory Services, FSS）作为其执行机构。在金融监督委员会（FSC）下设有证券与期货委员会（The Securities & Futures Commission, SFC），具体负责证券与期货市场的监管事务。金融监督委员会确立了健全的信用秩序和公正的金融交易惯例，保护存款者和投资者等金融需求者，并以贡献于国民经济发展为目的。证券期货委员会的首要职责是调查证券期货市场中的内幕交易、操纵市场等欺骗行为，并监管会计标准的执行，以及对审计结果进行检查，处理与证券期货市场相关的、可能被送交金融监督委员会的一些初级问题。金融监督院在金融监督委员会和证券期货委员会的直接领导下，富有加强韩国金融机构监管的责任，主要涉及 6 个业务领域：监管，检查不公平的金融交易，考试，会计及稽查系统，消费者保护和监管普通事件。由此可见，韩国金融监管机构也将投资者保护作为主要的战略目标之一。

4、巴西证券交易委员会

1976年，巴西通过了《关于证券市场管理和创建证券交易委员会 6385号法案》（即《证券市场法》），提出设立巴西证券交易委员会，由其负责监管有关证券市场的活动及其参与者。巴西证券交易委员会的建立，是巴西金融监管发展史上的一个里程碑，《证券市场法》赋予巴西证券委员会（CVM）的主要职责为规范和监督证券交易，其目标为确保交易市场与场外交易市场的正常运行；保护投资者不受公司经营者、控股股东和共同基金经理的违法行为和欺诈信息的侵害；避免和阻止市场的任何形式的欺诈和操纵市场的虚假价格信息；确保公众获得所有关于证券买卖和公司披露的重要信息；确保市场参与者平等参与证券买卖；促进储蓄和证券投资的形成；提高证券市场效率、扩大证券市场规模，提高公众公司的资本化率。在上述七条目标中，有四条涉及投资者权益保护的事项，将投资者保护工作作为监管机构的重要内容之一。

5、香港证监会

以香港联合交易所的成立为标志，香港证券市场进入了全新的发展时期。1989年，香港证券暨期货实务监察委员会（SFC）成立，在促进市场成熟、稳定和规范发展方面做出了大量的卓有成效的工作。根据《证券及期货事务监察委员会条例》，香港证监会（SFC）的法定目标是：使市场有足够的流通量，维持和促进证券期货业的公平性、效率、竞争力、透明度及秩序；提高公众对证券期货业的运作及功能的了解；向投资于或持有金融产品的公众提供保障；尽量减少在证券期货业内的犯罪行为及失当行为；减低在证券期货业内的系统风险，避免市场失灵和适当地管理风险，以确保一个市场的危机不至影响其它的金融范畴；及采取与证券期货业内有关的适当步骤，以协助财政司司长维持香港金融方面的稳定性；促进有利于投资和经济增长的经济环境的设立。香港证监会的目标中对投资者的权益保护的内容也占据了三分之一多，明确了投资者的知情权，为其权益的实现提供了保障。

6、台湾金交所

2004年7月1日以前，台湾是以“财政部”为主导的分业监管体系。证券

及期货管理委员会是台湾证券市场和证券机构的监管机构。根据台湾《证券交易法》的规定“主管机关为有价证券募集或发行之核准，因保护公益或投资人利益……”赋予了主管机关一定的监管权。2004年7月1日以后，台湾实行由金融监督管理委员会执行统一的混业监管，其保护投资者利益的宗旨非但没有发生变化，反而有所加强。台湾还于2003年实施了《证券投资人及期货交易人保护法》，由“证券及期货交易委员会”作为法令的主管机关。该法设立了投资人保护机构——“财团法人证券暨期货市场发展基金会”，专责投资人保护工作，并成立“投资人服务与保护中心”负责查处违规行为。此外，台湾还设置了保护基金，由保护机构保管和运用；设置调处委员会，办理证券及期货交易争议案件的调处，监理团体诉讼、仲裁制度。由此可见，台湾金监会将投资者保护作为重要的监管目标。

7、中国证券监督管理委员会

中国同样也将保护投资者的合法权益作为证券监管机构的立法宗旨和证券监管工作的首要任务，1998年颁布的《证券法》明确了中国证券监管的最终目标，即保护投资者合法权益，维护社会经济秩序，促进市场经济发展。中国证监会从成立至今不遗余力地保护投资者的合法权益。证监会前任主席周小川指出“保护投资者特别是广大中小投资者的利益，是市场建设与市场监管诸多工作中的重中之重”。早在2001年就指出证券期货监管工作要积极推进证券期货市场深化改革和规范化建设；进一步更新监管理念和监管方式，依法加强证券期货市场监管，及时查处违法违规行为，切实防范和化解市场风险，保护投资者的合法权益；加快证券期货市场建设，努力完善市场结构，大力培育机构投资者，提高证券市场资源配置效率，促进经济改革和现代化建设，将投资者保护作为证监会工作的重要方面。

由此可见，大多数国家的监管机构都将投资者保护作为其主要目标之一，并通过一些现实的制度安排来保证投资者合法权益的真正实现。在发行环节上，设立市场准入标准，建立严格的信息披露制度；对上市公司的监管方面，积极提高上市公司质量，加强日常监管；对中介机构要求其规范执业，促使其作大作强，并投资者的利益保护作为红线一以贯之。同时，我国还建立了完善的侵害投资者

利益的问责机制，对侵害投资者利益的行为追究严格的民事、刑事、行政等责任，通过严格执法与采取行政处罚等措施及时制止侵害投资者权益的行为。此外，我国还积极营造保护投资者的外部环境，诸如加强资本市场诚信文化建设，构建有效的投资者保护的诉讼制度，开展形式多样的投资者保护教育活动等。

二、证券监管机构在具体监管过程中保护投资者利益

投资者保护问题是一个涉及证券市场健康发展的共性问题。投资者保护制度的建立是证券市场良性发展的基础，也是衡量一国证券市场是否成熟的重要标志。一国或地区投资者保护做得越好，资本市场就越发达，抵抗金融风险的能力就越强，对经济增长的促进作用也就越大。因此，严厉打击损害中小投资者权益的行为，全力维护市场的“三公”，是各国证券市场监管的首要任务及监管制度设计的根本出发点。

（一）在制度设计方面，将保护投资者作为重要的价值取向

将保护投资者作为监管制度设计的重要价值取向，是国际证券监管的共识。在实践中，各国在监管制度设计上，都非常重视贯彻落实保护投资者的理念。以加拿大为例，加拿大证券市场监管机构在保护投资者利益，维护投资者信心方面付出了诸多努力。为了正确地引导投资者的投资规模和投资方向，为投资者创造一个公平、合理、有序的证券市场投资环境，加拿大特别注重对系统风险的管理，对信息披露、内幕交易和机构准入等方面的监督，不仅对上市公司的信息披露做了严格的规定，还对律师和会计师事务所的诚实性和所承担的责任进行规定。

我国在证券监管体制的构建过程中，也始终致力于切实保护投资者的合法权益，并相应地推动了发行、上市、中介监管等方面的改革，证券监管体系日臻完善，各项监管制度逐渐完备。目前我国的证券监管体制已经形成了由中国证监会主管，下辖 9 个大区办、2 个直属办、25 个特派办、36 个派出机构的集中统一的三级监管体制。同时，为了打击各类违法违规行，保护投资者合法权益，证监会不断加强稽查系统组织建设，形成了 9 个大区稽查局的构架，并在近年来大力查处了蓝田、银广厦等大案要案。此外，为配合证券监管体制改革，交易所的一线监管和协会的自律监管作用也逐步增强，投资者的合法权益得到更全面的保障。2005 年中国证券投资者保护基金的成立，更是标志着保护投资者的长效机制得以建立。

近年来，证券监管机构根据国务院《若干意见》的精神，推出了一系列旨在完善市场基本制度和恢复市场功能的改革措施，包括启动股权分置改革、全面提

高上市公司质量，实施证券公司综合治理，推动证券发行体制改革，大力培育机构投资者等，这些措施的出台扭转了持续四年的股市低迷状态，投资者信心逐步得到恢复。

尤其是股权分置改革的基本完成，完善了中国资本市场基础制度和运行机制，是前所未有的制度创新。股权分置问题的产生，主要根源于早期对股份制的认识不统一，对证券市场的功能和定位的认识不统一，以及国有资产管理体制的改革还处在早期阶段，国有资本运营的观念还没有完全建立。作为历史遗留的制度性缺陷，股权分置在诸多方面制约中国资本市场的规范发展，并对投资者信心产生不利的影响。2005年4月，《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，标志着股权分置改革试点的启动。8月23日，中国证监会、国资委、财政部、中国人民银行和商务部联合发布《关于上市公司股权分置改革的指导意见》，证监会发布《上市公司股权分置改革管理办法》，宣布股权分置改革全面开始。截至2006年底，已完成或进入股改程序的上市公司市值占应改革上市公司总市值的比重达到97%，股改任务基本完成。股权分置改革的基本完成，为中国资本市场下一步改革的顺利推进，实现资本市场的机制转换和功能的全面发挥打下了坚实的基础。在解决股权分置问题的过程中，各有关部门协同推进了一系列有利于资本市场长期稳定发展的政策措施，改善了资本市场的发展环境。通过强化股东本位的股权文化，促进了上市公司改善投资者关系管理；通过股权分置改革与以股抵债、资产重组的组合运作，改善了公司资产状况和持续增长能力；通过建立上市公司回购流通股、大股东增持流通股、上市公司管理层股权激励机制等一系列配套制度，完善了上市公司的运行基础；通过解决股东名实不符、法人股个人化等问题，使上市公司股权更加清晰；通过解决公募法人股的上市流通问题，消除了影响社会稳定的遗留隐患。通过一系列改革措施，资本市场发生了深刻变革，市场的基础性建设获得长足进步，投资者的合法权益从制度基础上得到了保障。

（二）从监管的全过程保护投资者利益

1、对发行主体的监管

发行环节是证券市场的起点，也是做好保护投资者合法权益的重要一环。各

国在构建发行体制中，都设计了很多有益的制度安排，充分保障投资者的合法权益。在美国，凡是在证券交易所公开挂牌上市的证券发行，必须向 SEC 和证券交易所进行注册登记；在柜台市场进行的证券发行，如果发行公司的资产和股东人数超过一定标准，也需要向 SEC 办理发行注册。注册登记表必须附有公开说明书、公司章程、经注册会计师签字的各种财务报表和文字材料，SEC 对之进行检查，如果发现遗漏、虚报，SEC 可以终止其注册生效，如果错误的情况不严重，则要求发行人予以纠正，直到注册登记表达到要求。此外，各州政府也对证券发行进行管理，除非已向本州证券主管机关注册登记，或者该证券可以豁免登记，在该州内募集或销售有价证券都是非法的。

我国在发展证券市场的过程中，也积极通过推行发行体制改革，保护投资者合法权益。中国证券市场自产生以来，经历了从无到有、从小到大的发展过程，发行体制相伴也经历了初步构建到逐步规范几经变革的历程。发行体制在逐步完善过程中，逐步与市场接轨，逐步与国际接轨，并逐步将保护投资者的理念深入贯彻之中。

20 世纪 80 年代初期，随着深圳宝安、北京天桥和飞乐音响等一批企业开始股份制试点、发行股票，我国证券市场开始萌芽，证券发行市场开始孕育雏形。1991 年沪深交易所建立，发行市场初具规模。但是，初期的发行市场存在很多不规范的地方，发行环节存在很多问题，投资者的合法权益没有得到重视，甚至存在一些舞弊的行为，最终导致了“8.10”事件⁶的出现。中国证监会在此背景下宣告成立，并将解决好发行工作，保护广大投资者的合法权益作为首要任务。自此一系列有关发行的法律法规相继颁布，主要包括 1992 年 12 月，国务院发布的《关于进一步加强证券市场宏观管理的通知》，1993 年 4 月 22 日国务院发布的《股票发行与交易管理暂行条例》，1995 年中国证监会发布的《关于股票发行与认购方法的意见》和 1996 年 10 月颁布的《关于严禁操纵证券市场行为的通知》，对股票发行、交易及上市公司收购等活动及禁止性交易行为做了较为详细的规定，初步规范了原来较为混乱的发行市场秩序，一定程度上杜绝了少数人利用发行环节中饱私囊、暗箱操作，初步建立了相对规范的发行体制，落实了“公开、公正、公平”的原则，保障了投资者的合法权益。

⁶ 1992 年 8 月 10 日，深圳有关部门在发放新股认购申请表的过程中，由于申请表供不应求，加上组织不严密和一些舞弊行为，导致是市场投资者采取了抗议等过激行为，构成中国政府决定设立全国性监管机构的直接原因。

作为一个新兴加转轨市场，中国证券市场的发展也明显受到计划经济向市场经济过渡的影响，发行审核体制也随着整个中国经济体制改革以及证券市场自身的发展不断深化改革。在市场建立初期，为了防止一哄而上，由股票发行引起投资过热，监管机构采取了额度指标管理的审批制度，将额度指标下达至省级政府或行业主管部门，由其在指标限度内推荐企业，再由证监会审批企业发行股票。自 1999 年开始，《股票发行核准程序》和《股票发行上市辅导工作暂行办法》等一系列规章相继出台，变新股发行的“指标分配、行政推荐”的管理办法为发行核准制度，2003 年 12 月颁布了《证券发行上市保荐制度暂行办法》，并于 2004 年 2 月正式推出上市保荐制度。发行审核体制先后从带有计划经济烙印的额度制⁷和审批制过渡到逐渐遵循市场化运作的通道制和核准制，上市企业由地方政府推荐过渡到以券商牵头承销推荐为主的市场化程序。

自 1999 年开始，为了改善市场结构，提高证券市场的资源配置效率，保障广大投资者的合法权益，股票发行审核委员会制度和审核机制进行了重大调整，新的发行审核委员会组建，随后《股票发行审核委员会条例》出台，《股票发行审核委员会暂行办法》及《发行审核委员会工作细则》等规章相继颁布，初步建立了较完善的审核标准体系，使得审核标准不断细化，发审工作的质量、效率和透明度大大提高。2004 年 2 月 1 日，《证券发行上市保荐制度暂行办法》的实施，此前以控制发行公司数量为目的的“通道制”被发行上市保荐制度所替代，保荐人负责发行人的上市推荐和辅导。同年末，《股票发行审核委员会暂行办法》实施，取消了发审委员身份保密的规定，将表决方式改为记名制，建立了发审委委员的问责机制和监督机制，使核准制下市场参与者各负其责，各担风险的原则得到落实，实现了在发行审核制度中减少乃至取消行政介入这一改革目标的第一步。

股票发行方式改革也在摸索中持续进行，自 1993 年开始相继采用了无限量发售申请表、与银行储蓄存款挂钩的形式，1998 年起允许发行量在 5000 万股以上的公开发行可以按比例直接销售给证券投资基金，1999 年发行方式先试行由发行人与承销商协商确定股票发行价格和向法人配售与上网发行相结合的方式。

此外，证券监管机构通过不断深化发行定价制度的市场化改革，来保护投资

⁷ 国务院证券监督管理部门根据国民经济发展需求及资本市场实际情况，先确定当年的发行总额度，然后根据各个省级行政区域和行业在国民经济发展中的地位和需要进一步分配总额度。

者权益。从最初的根据当年每股盈利预测乘以一定的市盈率来确定发行价格到发行人与主承销商协商确定新股发行价格。此后，一些发行人夸大盈利指标或者选用较高的市赢率，引起投资者的不满，2004年12月《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》发布，取消了证券监管部门对股票发行价格的核准，新股发行开始试行询价机制，提高了定价过程的透明度，使新股的发行价格更加真实地反映市场的供求。2006年9月发布的《证券发行与承销管理办法》在维护市场公平等方面进行了完善，使市场化的定价方式进一步制度化，从而排除了非经常性损益和发行前总股本对市盈率计算的影响，使发行价格更真实地反映公司经营水平。这有利于投资者更客观地对公司价值做出判断，对新股估值水平和市场各方均产生了重要影响。

为了进一步保护投资者合法权益，监管机构还依据特定时间市场的实际情况，先后制定了大量规章制度，以求切实保护投资者权益，如为减缓首次发行对市场短期走势的冲击，发布《关于向二级市场投资者配售新股有关问题的补充通知》和《新股发行市值配售实施细则》；制定了《关于上市公司增发新股有关问题的通知》等一系列规章制度，及时调整了增发新股的法定条件，扭转了上市公司盲目增发新股的现象；颁布《关于加强对通过发审会的拟发行证券的公司会后监管事项的监管的通知》，要求发行人和相关中介机构严格履行发审会后事项披露义务；颁布《主承销商执业质量考核暂行办法》，督促主承销商加强自我约束，有效减少发行人上市后“变脸”的情况，提高证券市场公信力；颁布《关于进一步规范股票首次发行上市有关工作的通知》，提高了首次发行股票的条件；通过与香港证监会和交易所沟通，确定了境内外同时发行股票的审核、信息披露、发行和上市安排等协作制度，为大型企业境内外同时发行上市奠定了制度基础；为强化市场约束机制和中介机构责任，制定了《证券发行上市保荐制度暂行办法》，推出了证券发行上市保荐制度，明确保荐机构和保荐代表人责任并建立责任追究机制。

2006年，在股权分置改革顺利推进的背景下，证券发行的市场约束得到进一步强化，先后推出了《上市公司证券发行管理办法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》、《证券发行与承销管理办法》及相应配套规则体系，实施了全流通模式下的新股发行体制：引入配股发行失败机制⁸；严格保荐责任，细化保荐机

⁸ 即控股股东不履行认配股份的承诺，或者代销期限届满，原股东认购股票的数量未达到拟配售数量百分之七十时，发行人应当按照发行价并加算银行同期存款利息返还已经认购的股东。

构从事股权分置改革业务的规范化执业要求⁹；取消对首次公开发行辅导期限和两次融资时间间隔限制；简化证券发行审核程序，由企业自主选择发行时机；推进融资方式和工具创新，推出全流通下的询价机制、向战略投资者定向配售、境内境外市场同步发行上市、超额配售选择权试点¹⁰、非公开发行和股本权证¹¹等制度安排。尤其是中国工商银行股票实现A股与H股同时上市，成为中国第一支境内与境外市场同时上市的股票，在发行中创造了多项历史记录，它创造性地解决了境内外信息披露一致，境内外发行时间表衔接、两地监管的协调和沟通等诸多制度和技術上的难题；开创了A股、H股同时同价发行和同步上市的先河；首次将海外发行中成熟的绿鞋机制引入国内发行。新的证券发行机制强化了市场化约束机制，提高了发行效率，吸引长期资金进入资本市场，对促进优质企业发行上市，不断坚定和强化市场长期向好的信心起到了重要支撑作用。

通过一系列的发行体制市场化改革以及配套的制度安排，我国证券监管当局规范了发行市场的秩序，严格把好了发行关口，保证了上市企业的质量，维护了投资者的合法权益。然而，现有发行体制的行政控制环节仍然很多，审批程序复杂，核准制的行政色彩较浓，从发行人资格审查、发行规模、发行时间乃至公开上市交易时间在很大程度上都由监管机构决定。此外，中介机构、机构投资者在发行定价过程的作用仍然有待加强，发行定价的市场化改革有待进一步深化。坚持发行体制的市场化改革，使我国的股票融资体系更具有国际竞争力，增强了市场约束机制，提高市场运作的透明度，将股票发行的定价过程更多地交由市场参与主体去决定。不仅增强了股票定价的准确性，使市场的发展得以顺利推进，也使市场参与主体在获得各自利益的同时承担相应的责任和风险。

2、对上市公司的持续监管

上市公司是资本市场发展的基石，提高上市公司质量是提高资本市场投资价

⁹ 中国证券业协会于2005年7月15日发布《关于保荐机构从事股权分置改革业务有关问题的通知》，要求保荐机构从事股权分置改革业务，应当遵守法律、行政法规、中国证监会的规定和行业规范，尽职推荐上市公司进行股权分置改革，持续督导有关当事人履行相关义务；应以服务的质量、承担的工作量和保荐的责任及风险为基础，本着协商一致的原则，根据与上市公司签订的保荐协议，合理收取相关费用。

¹⁰ 超额配售选择权制度，俗称“绿鞋”机制，是指发行人授予主承销商的一项选择权，获此授权的主承销商按同一发行价格超额发售不超过包销数额15%的股份，即主承销商按不超过包销数额115%的股份向投资者发售。在本次增发包销部分的股票上市之日起30日内，主承销商有权根据市场情况选择从集中竞价交易市场购买发行人股票，或者要求发行人增发股票，分配给对此超额发售部分提出认购申请的投资者。

¹¹ 股本权证通常由上市公司自行发行，也可以通过证券中介机构发行，标的资产通常为上市公司或其子公司的股票。股本权证通常给予权证持有人在约定时间以约定价格购买上市公司股票的权利，目前绝大多数股本权证都是欧式认购权证。在约定时间到达时，若当前股票的市面价格高于权证的行使价格，则权证持有人会要求从发行人处购买股票，而发行人则通过增发的形式满足权证持有人的需求。

值的源泉，对于增强资本市场的吸引力和活力，充分发挥资本市场优化资源配置功能，保护投资者特别是中小投资者的合法权益方面具有十分重要的意义。因此，切实强化对上市公司的持续监管，保证上市公司的质量，规范上市公司股东行为，是落实保护投资者合法权益的关键。各国在证券监管制度设计上，无不在强化上市公司监管方面狠下功夫。

信息是证券市场理性投资的基础。证券投资者作为一个经济行为体，需要在搜寻信息的基础上做出投资决策，从而减少用现在的支付交换未来收益的不确定性，消除所有权与经营权相分离可能出现的投资者利益被忽视的影响。上市公司具有的先天信息优势引发了诸多道德风险，如上市公司随意更改资金募集投向，隐瞒重大信息，控制信息公开的时间，甚至捏造虚假信息等。与此相对应，中小投资者则处于相对的信息劣势，信息不灵使得投资者无法及时、有效对公司进行监督。因此，从利益平衡的角度来看，监管机构应尽量减少投融资双方的信息不对称性，确保投资者上述权益的实现，起到保护弱势群体的作用。通过披露公司的财务、经营状况等影响股票价格的信息，促使投资人做出理性决策，也可以防止信息不对称出现的内幕交易和证券欺诈等行为，因此，各国监管机构都将信息披露作为保护投资者合法权益的最主要的途径。

信息披露原则作为美国证券监管制度的核心，美国证交会（SEC）的主要任务就是确保有关市场主体进行充分、完全的信息披露，并通过实施一系列的法律来规范信息披露制度，作为保护投资者的最佳手段。从《1933年证券法》和《1934年证券交易法》到2002年的《公众公司会计改革和投资者保护法》（简称萨班斯法案），对上市公司信息披露的要求日益严格，逐步改善了上市企业财务信息披露的质量和及时性，对任何向投资者提供虚假信息的上市公司和中介机构都苛以严厉的刑事和民事处罚。在加拿大，证券管委会也主要通过信息披露制度对上市公司进行监管，即公司上市后进行持续性信息发布，通过定期的年报季报信息披露以及不定期的重大事件信息披露，向投资者公布相应的财务状况、生产经营情况以及重大人事变动等，除要求满足信息披露的准确、翔实标准外，还要保证披露的及时性。

随着我国证券市场的不断规范，我国对上市公司的持续监管不断强化，上市公司法人治理结构不断完善，上市公司质量不断提高，信息披露不断规范，各类违法违规行得到较好地查处和打击，投资者合法权益不断得到保护。

第一，推进上市公司治理建设，提高上市公司质量

上市公司的质量、治理结构以及大股东的行为与投资者的权益休戚相关。为了贯彻和落实保护投资者的理念，我国积极推进上市公司法人治理结构建设，努力提高上市公司质量。

由于我国证券市场是一个新兴加转轨的市场，市场建设方面长期以来存在许多不规范的地方，由于受体制、机制和环境等多种因素的影响，上市公司的公司治理水平有待提高。部分上市公司剥离非核心资产，让核心资产上市，导致控股股东直接干预上市公司事务，绕过股东大会、董事会和经营层，直接插手上市公司的人员任命、日常经营和决策，危害上市公司利益；有的上市公司治理“形似而神不至”，“三会”运作流于形式；有的上市公司存在所有者代表缺位、内部人控制和一股独大等问题，导致企业利润被侵蚀、加大了企业投资风险，助长了一些短期行为，还有的一些上市公司高管人员责任意识薄弱，更多考虑控股股东或自身利益；甚至还有一些上市公司控股股东利用掏空的方法，来损害中小股东利益。此类行为大大损害了广大中小投资者的合法权益，影响了证券市场的健康发展。

为了提高上市公司法人治理水平，规范股东大会、董事会、监事会的运作，增强董事会独立性，一系列法律法规措施不断出台，包括《上市公司章程指引》、《上市公司股东大会规范意见》和《上市公司治理准则》、《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》等，引入了独立董事制度，不断优化其人员结构，形成不同专业互相补充的新格局，独立董事有权对一些重要事项发表独立意见或进行审查判断，如董事的提名与任免、高管人员的聘任与解聘等，大多数独立董事按照相关法规履行了自己的职责，在完善公司治理结构、保护投资者等方面逐步显现了效果。此外，有关上市公司投资者关系管理和高级管理人员培训等方面的指导性文件的颁布，也对引导上市公司建立健全与投资者的沟通机制、加强对公司高管人员的教育培训起到了积极的作用。股权分置改革后，证券监督管理部门根据国务院发布的《批转证监会关于提高上市公司质量意见的通知》，要求上市公司完善法人治理结构，建立健全内部控制制度，提高公司运营透明度，加强对高级管理人员及员工的激励和约束，增强上市公司核心竞争力和盈利能力，切实维护上市公司独立性，规范募集资金的运用，严禁侵占上市公司资金，遏制违规对外担保，规范关联交易行为，禁止编报虚假财务会计信息，加强诚信建设。为

提高上市公司董事、监事等高管人员违反诚信的成本，中国证监会着手建立董事、监事、上市公司的诚信档案，充分发挥社会公众的监督作用，提高董事等高管人员的诚信责任意识。此后，《上市公司股东大会规则》、《上市公司章程指引》等规章的修订，使上市公司治理结构的框架和原则基本确立，上市公司治理走上了规范化的发展轨道。

第二，完善和强化信息披露，提高上市公司透明度

强化信息披露是保护投资者的一个重要方面。证券监管机构要保护投资者知情权，要向投资者提供完整、准确、及时的有关上市公司、证券产品的信息，要不断提高会计准则和审计服务质量，确保所披露的信息的真实性，要坚决杜绝各类虚假陈述、误导投资者的行为。

为完善和强化上市公司的信息披露，提高上市公司的透明度，切实保护投资者合法权益，我国在证券监管制度设计上做了大量工作，出台了《公开发行股票上市公司信息披露实施细则》、《上市公司收购、出售资产及债务重组公告格式指引》等一系列规范上市公司信息披露的法规和规章，使上市公司信息披露的内容、形式、重点和方式都有较大改进，信息披露规范体系规模呈现。为使上市公司信息披露重点突出、简明易懂，满足不同投资者的需求，证券监管机构不断对信息披露制度进行修改与完善，如积极推行表格化披露，进一步简化纸面披露内容，推进信息披露电子化，完善上市公司网上信息披露，提高信息披露的质量标准，增加信息披露的有效性。此外，证券监管机构还积极修改、完善上市公司业绩预告制度，全面推行上市公司季报披露制度，修改停、复牌制度，切实提高了上市公司信息披露的质量。为了有效保护投资者合法权益，围绕“给投资者一个真实的上市公司”这一监管要求，证监会于2004年1月发布了《关于进一步提高上市公司财务信息披露质量的通知》，要求上市公司真实、公允地反映财务状况和经营成果，严防上市公司虚假信息出笼；2006年沪深证券交易所发布了新的《股票上市规则》，改革和简化停牌制度，取消季度报告和部分临时报告的例行停牌，赋予交易所在停牌和复牌问题上更多的自主权，强调了对上市公司董(监)事和董事会秘书及其他高管人员的管理，要求高管人员补充签署《声明及承诺书》，提高了信息披露的可操作性。为适应股权分置改革后新形势对上市公司监管的要求，提高上市公司运营的透明度，2007年2月1日证监会发布了《上市公司信息披露管理办法》，进一步完善了信息披露规则和监管流程，提高了上市公司信

息披露质量及机关的有效性。

通过上述一系列制度安排，信息披露规则得到不断完善和加强，上市公司的信息披露的透明度有了很大的提高，确保了投资者及时获得准确的重要信息，切实保障了投资者的合法权益。

第三，坚决防范和制止大股东掏空上市公司的行为

长期以来，由于我国证券市场“一股独大”现象广泛存在，而相应的治理约束机制不足，上市公司大股东或者行政干预挖空上市公司现象屡有发生，严重侵犯了中小投资者的合法权益，也严重损害了证券市场的健康发展。

为了维护投资者的合法权益，保障证券市场的健康发展，我国积极采取了各类措施，制定了一系列规章制度，打击各类掏空上市公司的行为。

针对上市公司资金占用、违规担保等问题，为进一步规范上市公司与控股股东及其他关联方的资金往来，有效控制上市公司对外担保风险，保护投资者合法权益，2003年8月证监会和国资委联合出台了《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》，严格限制控股股东及其他关联方与上市公司发生的经营性资金往来中占用上市公司资金，严格控制上市公司的对外担保风险，加大清理已发生的违规占用资金和担保事项的力度，并要求依法追究违规占用资金和对外担保行为的责任。2004年7月，证监会积极推出“以股抵债”试点，会同地方政府和有关部门全面开展“清欠”攻坚战，上市公司以其控股股东“侵占”的资金为对价，冲减控股股东持有的上市公司股份，被冲减的股份依法注销。为防止境内上市公司境外分拆掏空公司，中国证监会于2004年8月发布《关于规范境内上市公司所属企业到境外上市有关问题的通知》，对境内上市公司所属企业到境外上市的条件、信息披露的要求等做出规定。立足于建立长效机制，防止前清后欠，《刑法》中也增加了“侵占上市公司资产罪”的规定，加大了对控股股东和实际控制人掏空上市公司行为的责任追究力度。

2006年，大股东清欠工作取得较大成效，通过司法、行政等多种手段，积极确保大股东归还占用上市公司的资金，上市公司被掏空的窟窿得到填补，投资者合法权益得到有效保护。截至2006年底，已有399家公司完成“清欠”或进入“清欠”程序，涉及资金390亿元，涉及资金占用问题的上市公司家数和占用资金额同比分别下降93%和84%。

第四，规范上市公司并购重组与退市制度

为了规范上市公司的收购及相关股份权益变动活动,保护上市公司和投资者的合法权益,维护证券市场秩序和社会公共利益,促进证券市场资源的优化配置,证监会先后发布了一系列规范上市公司并购重组的法律法规及规范性文件,如《上市公司收购管理办法》、《关于要约收购涉及的被收购公司股票上市交易条件有关问题的通知》、《关于财务顾问从事上市公司并购重组业务的指导意见》、《上市公司股东权益变动信息披露管理办法》和《上市公司吸收合并指导意见》,对上市公司收购行为进行规范,明确控股股东和收购人对上市公司及其他股东负有诚信义务,不得通过上市公司收购损害被收购公司及其他股东的合法权益,初步构建起并购重组监管工作的法规体系。同时,证监会还组织成立了由30名专家组成的发审委重大重组审核委员会,对重大资产重组进行专家审核,使证券市场收购兼并活动有章可循,维护了广大投资者的合法权益。

此外,证券监督管理机构还推进上市公司退市机制的建立,稳妥处理退市工作,保护投资者合法权益。证监会自2001年2月起,建立了上市公司退市制度。截至2003年底,沪、深两市累计有14家上市公司因连续三年亏损而退市。此外,证监会全力进行了一系列制度建设,先后出台了《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》、《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)》、《关于执行的补充规定》,建立警示存在终止上市风险的特别处理制度(即*ST),充分揭示退市风险,不断完善退市程序,着力降低市场风险。但是,由于我国尚未全面实施破产制度,缺乏相关保护危机公司债权人和股东权益的法律规定,也产生了退市公司监管、退市公司管理层失职的责任追究和公司股票退出交易所市场后公众投资者如何转让股份等问题,增加了退市工作的难度,在一定程度上影响了证券市场优胜劣汰功能的发挥。为改变退市公司股份无登记、无托管、无转让渠道的状况,2004年证监会发布《关于做好股份有限公司终止上市后续工作的指导意见》,对退市公司登陆“三板”做出时间限制,促使已退市公司短时间之内直接到代办股份转让系统挂牌交易,建立了退市平移制度。同时,中国证监会严格落实监管关口前移的要求,对可能引发上市公司、证券公司风险的股票板块实施了重点监控和协调监管。为加强对上市公司退市风险的前期预警工作,证监会推出了“退市风险警示制度”,避免了退市公司风险的扩散和蔓延。自2002年以来,有近400家上市公司控制权发生变化,250多家上市公司进行了重大资产重组。

第五, 积极推出其他保护上市公司股东权益的法律制度

为保护中小股东合法权益，2004年12月发布《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》和相关的配套措施，赋予了中小投资者对上市公司重大事项的发言权和表决权，完善了独立董事制度，提高了上市公司信息披露的质量要求，鼓励上市公司分红，加强了对上市公司和高级管理人员的监督。为向社会公众股东提供投票技术支持，沪、深交易所的股东大会网络投票系统投入使用，分类表决措施的出台对保护社会公众股股东权益发挥了积极作用。

在两法修订、股权分置改革全面推进的情况下，国内实施股权激励的法律环境和市场环境逐步完善，引入股权激励机制的时机已经成熟。为此，证监会于2006年1月4日发布了《上市公司股权激励管理办法》（试行）。该《管理办法》以进一步促进上市公司建立、健全激励与约束机制为目的，规定股权激励的主要方式为限制性股票和股票期权，并从实施程序和信息披露角度对股权激励机制予以规范，对上市公司的规范运作与持续发展形成深远影响。

近几年，在监管机构及各方的努力下，中国上市公司的治理水平有了明显提高，但是，上市公司的质量不高仍然制约中国资本市场发展的重要因素，只有切实提高上市公司质量，不断完善公司治理结构，提高公司治理水平，进一步健全相关制度，才能保证证券市场健康发展，从根本上保护投资者利益。

3、对中介机构的监管安排

中介机构作为证券市场的参与主体，其行为贯穿一、二级市场，强化对中介机构的监管关系到证券市场的稳定发展和投资者的合法权益。各国证券监管机构均十分重视对中介机构的监管，有力打击了证券市场中介机构的违规行为，加强了中介机构的诚信建设，使之执业更加规范、有效。

在国外，证券监管机构通过提高金融中介结构的质量和诚信建设来加强对投资者的保护。在加拿大，各省证券管委会均制定相关法律、条例，要求从事证券发行承销、交易以及投资咨询的金融机构定期注册，对从业机构的财务资本状况、专业技术水平以及业务经营情况加以监控，从而确保金融从业机构的公正、诚实经营，能够忠实代表客户的利益。证券从业机构的自律组织通过各省证券管委会的授权对从业机构进行监管，此外，证券从业机构还必须接受行业自律组织的定期监管。

我国的中介机构，与证券市场一样，也经历了一个从无到有，从启蒙到规范的历程。在证券市场发展初期，中介机构的发展得到了政府部门的积极推动，证券公司、信托公司、证券咨询公司、证券会计师及律师、资产评估机构、信用评级机构等中介机构如雨后春笋般不断涌现，截至 1998 年底，全国有证券公司 90 家，证券营业部 2412 家，从事证券业务的会计师事务所 107 家，律师事务所 286 家，资产评估机构 116 家。然而，中介机构的快速发展也带来了一些问题和风险，对市场也造成一定冲击，最终导致“327 国债期货事件”。我国证券监管部门针对中介机构，特别是证券公司经营中出现的问题，积极采取措施，强化监管，打击中介机构的违法违规行为，并妥善处理问题机构，在一定程度上维护了市场秩序。从 1993 年起，证券监管部门陆续出台了一系列规范证券公司业务的管理办法，主要包括《关于在股票发行工作中强化证券承销机构和专业性中介机构作用的通知》、《证券经营机构股票承销业务管理办法》和《证券经营机构证券自营业务管理办法》等对证券公司开展业务起了重要的引导和规范作用；对资信评估机构和会计师事务所的管理也进一步规范，出台了《关于从事证券法律业务律师及律师事务所资格确认的暂行规定》、《关于从事证券业务和会计师事务所、注册会计师资格确认的规定》、《关于从事证券业务的资产评估机构资格确认的规定》，这一系列的法规的颁布实施奠定了我国对证券资产评估机构管理的基础。1996 年 2 月，为保障投资者的合法权益，保护社会公众的基本利益，充分发挥注册会计师在证券市场中的作用，财政部、证监会发布《会计师事务所、注册会计师从事证券相关业务许可证管理暂行办法》，对会计师事务所从事证券相关业务许可做出统一规定，为我国证券交易服务制度的健全和完善打下了基础。1997 年，针对证券经营机构的不规范执业行为，监管机构开展了清理整顿证券经营机构的活动，1998 年 6 月 22 日，国务院办公厅发出《转发中国证监会清理整顿证券经营机构方案的通知》。对证券从业人员也规定了严格的监管措施，12 月 11 日，中国证监会发布了《证券经营机构高级管理人员任职资格管理暂行办法》，对证券投资咨询业、会计师事务所、律师事务所、资产评估机构都加强了监管，对违规中介服务机构规定了严厉的出发措施，保护了投资者的合法权益。

尤其是证券公司作为证券市场重要的中介机构，对证券市场的快速发展具有举足轻重的作用，然而，证券市场在快速发展的同时，积累了许多矛盾和问题，一些证券公司随意挪用客户交易结算资金和证券、违规理财以及股东和关联方占

用资金等违法违规现象屡次发生。2001 年以后，随着整个市场步入 5 年之久的长期熊市，证券公司经营不断恶化，经营风险和财务风险不断暴露，给市场带来较大冲击，也严重危害到很多投资者的切身利益。为此，中国证监会开始以防范和化解风险为中心，强化对证券经营机构的日常监管，改进审核工作方式，妥善处置了一些高风险证券公司的风险，力求维护市场秩序，规范证券经营机构行为，保护投资者合法权益。

证监会还加大对证券机构清理整顿的力度，积极清理规范各类非法证券网点，督促各类基金管理公司、证券登记公司、国债服务部和证券交易中心改制为证券营业部，力促各类信托公司下属证券营业部通过重组或转让实现信证分业。2003 年开始，鉴于部分高风险证券公司历年累积的风险相继暴露，不利于证券交易及结算系统的安全和社会稳定。按照国务院“统筹研究，个案处置”的原则，采取重组、新设、接管、撤销等多种方式处置证券公司风险，大连证券等一大批存在较大风险隐患的证券公司都被妥善处置，有效化解了行业风险，严厉打击了违法犯罪行为，确保了证券市场稳定和社会安定，在一定程度上使广大投资者的合法权益得到保护。

为促进证券公司规范发展，2004 年，证监会全面启动证券公司综合治理工作，制定了《证券公司综合治理工作方案》，并坚持从具体措施着手落实和推进证券公司综合治理工作。证监会深入开展摸清证券公司底数工作，并在严格督促下保证“问题公司”按计划整改。大力推进客户保证金存管制度改革，启动了客户保证金的第三方存管工作；规范了委托理财业务，对理财账户的交易活动实行了实时监控；加大了对证券公司自营业务的监管力度；及时稳妥地处置高风险证券公司，维护经营秩序和社会稳定；为建立证券公司风险处置的长效机制，发布《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》，保护高风险证券公司处置过程中投资者的权益，推动了风险处置的制度化、规范化。通过采取市场化方式将被处置高风险公司的证券业务和营业网点转移到优质公司；积极配合人民银行和有关地方政府采用行政引导和市场化相结合的方式，对南方证券、银河证券、华夏证券等 8 家证券公司进行了重组，促进了行业资源整合；发布创新试点类和规范类证券公司的评审标准和程序，对证券公司实行了分类管理，推动了证券行业的创新发展。在处置高风险证券公司过程中，坚持了风险处置、行政稽查与刑事侦查相结合，业务核查、资产清收和责任认定同步进行的原则，加大了对违法违规

行为的打击力度和涉案资产的追缴力度。

通过努力，证券公司综合治理工作取得了预期的成果。证券公司整改工作全面展开，行业普遍性的违法违规行为得到根本遏制，风险大幅压缩，基础性制度改革稳步推进，证券公司客户资产安全保障机制得到加强，证券公司客户保证金基本实现了独立存管，高风险证券公司得到平稳处置。证券公司行业整合逐步开展，提高服务水平、探索新盈利模式的创新活动稳步推进。

证券监督管理部门通过适时颁布一系列法规、规章进一步强化对证券机构日常监管。为了适应证券市场对外开放的需要，加强和完善对外资参股证券公司的监督管理，明确外资参股证券公司的设立条件和程序，2002年6月颁布了《外资参股证券公司设立规则》；为适应证券市场发展的需要，规范证券公司年度报告的编制及信息披露行为，提高证券公司财务信息的质量，制定了《证券公司年度报告内容与格式准则》（修订）；为严格把好证券公司高管人员的“进口关”，发布了《关于加强证券公司高级管理人员任职资格审核工作的通知》；为规范证券交易结算资金的管理，保护投资者利益，制定了《客户交易结算资金管理办法》；针对证券公司融资渠道结构单一的状况，为了使证券公司能够通过发行债券改善融资结构、增强持续发展能力，提高综合竞争力和抗风险能力，颁布了《证券公司债券管理暂行办法》及相关配套文件，规定了券商发行债券的条件、程序、托管、转让及上市等内容；为规范证券公司客户资产管理活动，保护投资者的合法权益，维护证券市场秩序，2003年12月颁布了《证券公司客户资产管理业务试行办法》，明确规定了证券公司客户资产管理业务规则，对于证券公司设立集合资产管理计划、办理集合资产管理业务，将限定在一定范围内进行试点，待积累一定经验后，再逐步推开；为推动证券公司按照现代企业制度规范运作，保障证券公司股东、客户及其他利益相关者的合法权益，维护证券公司资产的独立和完整，出台了《证券公司治理准则（试行）》、《证券公司内部控制指引》和《关于加强证券公司营业部内部控制若干措施的意见》，完善了证券公司的法人治理和内控机制，按照公司治理、内部控制、合规经营等方面的差异，积极探索扶优限劣的分类监管机制。

综上所述，通过对中介机构，特别是证券公司的监管和治理整顿，维护了市场秩序，保障了市场的稳定发展，保护了投资者的合法权益。但与此同时，我们应看到，证券公司整体规模过小，盈利模式过于单调同质，证券公司现有业务中

自营、经纪、承销、委托理财等传统业务在盈利中占比过高，直接投资、并购咨询等高附加值业务薄弱，服务缺乏区域性，对客户缺乏分层，产品服务缺乏层次。经过清理整顿，证券公司大部分建立起内部风险控制体系，但现有体系主要防范道德风险，对于证券公司日常经营中的风险缺乏有效的整体评估和控制体系。因此，证券监管机构应不断完善以净资本为核心的证券公司风险控制制度、客户交易结算资金存管制度，完善证券经营机构的融资渠道，积极推进符合上市条件的证券公司发行上市。

三、监管机构积极推进投资者保护的外部环境建设

投资者保护体系的构建既需要监管机构在监管过程中的努力，更需要政府、自律组织、投资者个人乃至全社会的支持。只有在一个良好的股权文化中，投资者利益至上的理念才会深入人心，全社会形成保护投资者的共识。2004年，国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（简称“国九条”）对于保护投资者合法权益给予了空前的关注，从国家政策角度予以支持。

（一）诚信文化建设

维持投资者对资本市场的信心是各国监管者共同追求的目标，而投机行为、虚假信息披露、违规坐庄、操纵市场等行为的出现，使得投资者利益受损，信心严重受挫。因此，加强市场参与主体的诚信意识是确立投资者信心的基本动力。

资本市场诚信缺失的表现形式各异，主要集中在会计造假方面，如琼民源、银广厦、麦科特、ST黎明等上市公司造假，中天勤会计师事务所的失信行为，中科创业庄家操纵市场以及江苏琼花的招股说明书中涉嫌虚假记载和重大遗漏等。然而，诚信危机并非中国市场的专利，即使在资本市场成熟的国家也屡屡爆发，如安然、世通、安达信丑闻等也在一遍遍地刷新股民对股市失信的承受力，美国资本市场的信用缺失问题同样严重。

资本市场的有效运行应以诚信为保障，这种诚信度直接来源于市场信息的透明度，但在资本市场中，信息不对称情况普遍存在。资本市场四个主要参与主体（市场监管者（政府）、上市公司、中介机构和投资者）中，上市公司和投资人主体，中介机构是桥梁，监管者是裁判。政府具有政策制定的信息优势，上市公司具有自身经营状况、财务状况、产品销售情况等方面的优势，中介机构具有信息优先获取的时间优势。因此，上市公司为了谋求自身利益的最大化、满足资金需求或寻求更为宽松的外部环境，主观上故意隐藏信息或制造虚假信息，规避政府监管，造成政府与上市公司之间的信息不对称。同样，投资者尤其是中小投资者很难在第一时间获取大量真实的信息做出自己投资判断，形成上市公司与投资者之间的信息不对称。由于信息不对称的存在，导致上市公司出现逆向选择，引发道德风险。

加强诚信文化建设就是要求参与主体均能够正常履行职责，保护投资者的合法经济权益，提高证券市场的公信力。“人无信不立，业无信难兴，政无信必颓”，因此，资本市场诚信建设必须从政府诚信、上市公司诚信和金融中介机构诚信三方面抓起，促进各主体之间的诚信联动，打造全面、透明的诚信链。

1、要加强政府信用体系构建，打造诚信政府

在传统计划经济领域，各方信用靠政府诚信和行政力量得以维持，进入市场经济后，根深蒂固的纵向信用思想在证券市场中仍然占据重要位置，由于监管者的失信，如政府对证券市场的违法行为查处后一般给予行政或刑事处罚，经济处罚运用不够，处罚力度不足，受害人的经济赔偿要求几乎无法实现。如对科龙电器财务造假行为几乎没有任何行政处罚。在一定程度上纵容了从业人员犯罪，导致形成一种“违约有利”¹²的怪现象。使得证券监管机构的诚信度大打折扣，也无法树立证券监管的权威形象。

政府诚信作为信用体系中最核心、最重要的部分，其信用的好坏决定着其他主体的诚信度，证监会作为政府证券监督管理代言人，其诚信与否有重要的示范效应，必须能够公正、公平、公开地履行裁判职能。首先，要通过一系列法律、法规制度的完善来规范证券监督管理机构的行为，构建完善的信用监管体系。其次，妥善行使监管权，政务公开，保持监管政策的稳定性、可预测性，监管过程的法定性和透明度，监管行为的有效性和确定力，避免政策的朝令夕改。最后，通过监管工作的独立性来保证监管机构负责、公正地行使监管职能，只有不偏不倚的评判和执行才能维护诚信。

2、强化上市公司诚信意识，加大对失信行为的打击力度

上市公司诚信意识是资本市场诚信文化建设的关键，资本市场是信息市场，而上市公司作为信息披露的主体，加强上市公司对投资者的诚信责任和投资者关系管理有助于降低信息的不对称性，保障广大投资者的知情权及其合法权益，也有助于改善上市公司治理状况，唤起投资者的股东意识，使投资者的投资理念更加理性、科学。不少上市公司脱胎于改制前的国有企业，所有者缺位，公司治理

¹² 刘中文等：《重建证券市场信用的思考》，《山东科技大学学报》，2002年第4期

结构不健全，缺乏对内部行为的相应制衡机制，信息披露制度不完善，经理层利用对公司的实际控制地位，恶意挪用资金、发布虚假信息误导投资者，控股股东利用其支配地位，为了“一己之利”从事不正当交易、乃至操纵市场，而给少数股东造成损害。三九集团、科龙电器、蓝田股份、东方电子这些业绩优良的公司也纷纷爆出丑闻，虚构利润骗取上市资格的，挪用资产掏空上市公司的比比皆是，上市公司诚信意识的缺失，使得股市变相成为某些上市公司圈钱的场所，对投资者的权益造成损害，严重挫伤了投资者对股市的信心。

加强上市公司诚信意识，在制度建设和信息披露方面，要始终贯彻公开、公平、公正的原则，保证信息披露的真实、全面、及时，强化市场参与主体的诚信义务和责任，将诚信作为资本市场的行为规范；要建立科学的信用评价体系和统一互联的信用网络，形成“一处失信，处处制约”的信用识别系统和信用违约处罚机制。我国发布的《中国证券期货市场诚信建设实施纲要》，基本上建立了上市公司监管诚信档案记录制度和诚信问责制度。2004年发布的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》明确规定要建立高管人员诚信档案，并适时向社会公布其诚信记录，对严重违规的实施市场禁入，造成损害的承担赔偿责任，以提高高管人员诚信意识，加大其诚信责任。

3、强化中介机构对投资者的诚信责任

金融信用中介机构作为金融交易的桥梁与纽带，在培养金融信用、有效降低信用风险、加速金融业发展过程中，发挥着不可替代的作用。然而，实践中不断爆出证券中介机构造假问题，尤其是在2000年前，为了牟取私利，替企业包装上市，帮助财务造假，散布虚假信息，利用各种财务报告、投资建议报告、分析报告来误导消费者的现象非常严重，挫伤了投资者对证券事业的信心。虽然，近些年，中介机构造假的势头得到了一定程度的遏制。但鉴于证券中介机构是为上市公司服务，为投资者服务的，其诚信问题值得重申。

在成熟市场，中介机构是非常重要的诚信主体，投资者的投资行为主要取决于中介机构的职业判断，但在我国中介机构诚信意识低下，丧失其中介的身份和地位的现状下，必须加大对中介机构的培训力度，采取各种行之有效的措施，使中介机构充分意识到自身的责任和失信的成本，从法律上明确中机构的独立地

位，提高证券中介的执业标准，加强质量规范，结合国际惯例，制定一套科学、专业、实用的中介执业标准。此外，还要构建严格的淘汰制度和禁入标准，对中介机构及其从业人员的诚信度进行评价，形成严格的优胜劣汰机制，促使中介机构提高自身诚信能力。

然而诚信在很大程度上是指自律，但是一轮又一轮的诚信危机证明，即使在诚信度颇高的成熟市场也会出现诚信坍塌的悲剧，自律难以有效解决问题，要想真正实现证券市场的透明、高效还需要加强外部监督，通过加强政府监管和法律约束，建立有效的投资者保护诉讼制度。

（二）投资者保护诉讼制度

世界各国对侵害投资者利益的行为设计了问责机制，要求侵害投资者利益的行为必须承担应有的责任。其中，民事责任制度的设计旨在修复被破坏的投资者与责任主体之间的民事法律关系，为遭受损失的投资者挽回损失，维护受害投资者的民事权利；行政责任制度的主旨则在于修复被破坏的监管者与违法者之间的行政法律关系，恢复应有的证券市场秩序，维护广大证券投资者的整体利益；刑事责任制度的主旨在于惩治严重破坏证券市场秩序、严重侵害投资者利益的犯罪行为。¹³

民事责任、行政责任与刑事责任并非互相孤立，毫无联系。三者统一于维护投资者利益这根主线，只不过侧重点不同。民事责任发生于横向法律关系中平等主体的投资者和其他市场主体之间；行政责任（行政处罚）发生于纵向法律关系中不平等主体的监管者和证券市场主体之间；刑事责任则是国家对证券市场主体犯罪行为最严厉的制裁。刑事责任的制裁与教育功能虽然不同于补偿功能，但有助于提高违法者的侵权违法犯罪成本，阻遏证券市场中的违法犯罪行为，最终惠及广大投资者。

中国证券市场从萌芽走向规范的发展过程中，法制建设不断推进，证券市场的法制体系不断健全和完善，投资者合法权益的保护逐渐得到贯彻和落实，投资者诉权日益得到丰富和发展，并通过证券民事赔偿机制的建立和完善使得投资者的诉权得以真正实现。2002年1月15日，最高法院颁布了《关于受理证券市场

¹³ 刘俊海：《论证券市场法律责任的立法和执法协调》2003.01.01

因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》，为证券民事赔偿诉讼打开了大门。2003年2月，最高院发布《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》的出台为投资者利益的保护在司法实践上提供了切实可行的方法，共同诉讼的引入使投资者受损的利益能够得到切实补偿。2004年1月实施的《关于依法做好证券、期货合同纠纷仲裁工作的通知》，明确了仲裁的范围、仲裁协议的订立、仲裁员的选任、仲裁工作的开展以及仲裁工作的指导和监督等内容，推进了各类证券争议的及时解决，为促进证券市场的改革发展，保护投资者的合法权益开辟了新的渠道。总之，诉讼制度作为投资者权益保护的最后一道屏障，其制度安排关切到投资者的自身利益的实现。

1、民事诉讼

当投资人利益受到侵害时，通过民事诉讼可以及时有效地弥补投资人损失。以美国为首的证券法建立了一整套较为完善的民事诉讼赔偿机制，为受害的投资者提供了有效的私法救济手段。从世界范围来看，按照原告主体不同民事诉讼可以分为两类，一是以投资者个人为原告主体的投资者个人直接诉讼、股东代表诉讼和投资者集体诉讼；二是不以投资者个人为原告主体的投资者社会集团诉讼和政府诉讼。¹⁴

(1) 以投资者个人为原告的诉讼

个人直接诉讼¹⁵ (the personal action) 是投资者诉讼的主要形式和重要途径。在英国，除非存在程序瑕疵，股东通常有权要求公司履行与其签订的合同义务，然而大股东意图侵害小股东权利而造成的程序瑕疵除外。在德国，允许对重大虚假、严重性误导、信息披露不及时等予以民事诉讼。但由于原告举证难度极大，民事索赔案件的成功率大为减少。香港也赋予私人民事诉讼求偿权，对因市场失当行为而蒙受损失的投资者，可根据新的个人民事诉权向违规者索偿。¹⁶

我国也非常重视股东的个人诉权，原《公司法》第111条对股东直接诉讼做了规定，“股东大会、董事会的决议违反法律、行政法规，侵犯股东合法权益的，

¹⁴ 朱从玖主编：《投资者保护——国际经验与中国实践》，复旦大学出版社2002年版

¹⁵ 个人直接诉讼是当股东个人性权利遭到损害时，以自己的名义直接向法院提起诉讼，要求赔偿，一旦诉讼成功，诉讼所得的利益直接归于股东。这种诉讼是由股东个人向其持股的公司提起的。

¹⁶ 顾肖荣：《我国香港、台湾地区内幕交易的民事责任》，载《上海市人民政府管理干部学院学报》第17卷第1期

股东有权向人民法院提起要求停止该违法行为和侵害行为的诉讼。”2000年证监会发布的《上市公司股东大会规范意见》指出“对股东大会的召集、召开、表决程序及决议的合法有效性发生争议又无法协调的，有关当事人可以向人民法院提起诉讼”。2002年证监会和经贸委发布的《上市公司治理准则》丰富并细化了相关规定，指出“股东大会、董事会的决议违反法律、行政法规，侵犯股东合法权益，或董事、监事、高级管理人员履行职务时违反法律、行政法规或者公司章程的规定，给公司造成损害的，股东有权要求赔偿损失”。新《证券法》的出台对直接诉讼制度做了进一步的完善，包括股东大会决议无效或撤销诉讼以及股东损害赔偿请求诉讼。然而，这种诉权仅在“公司股东会或者股东大会、董事会的决议内容违反法律、行政法规”或“会议召集程序、表决方式违法或违反章程或决议内容违反公司章程的”情况下才拥有，并不利于全面地保护投资者，尤其是中小投资者的合法权益。因此，应进一步扩大股东直接诉权，凡公司法中已有或应有民事责任的规定，只要行为结果与股东利益有关，就应允许股东提起诉讼，这种诉讼既可是确认之诉、侵权之诉，亦可是赔偿之诉，从而强化公司的内部治理结构。

为解决实践中出现的公司股东、监事、高级管理人员在执行职务过程中，违反法律、法规、公司章程，侵害公司、股东合法权益的情况，而有效的股东救济手段却非常有限的问题，产生了股东代表诉讼¹⁷。实施股东代表诉讼制的最大意义在于发挥违法行为的抑制机能，不仅要使公司的损害能够得到补偿或追偿，更要鞭策和警示潜在的责任人，抑制违法行为。但要达到这个目的，关键在于完善制度的可操作性，使其警示作用能得以发挥。美国《证券法》、《证券交易法》、《联邦民事诉讼法》以及《私人证券诉讼修改法》、《证券诉讼统一标准法》等赋予了股东代表诉讼这项重要的诉讼权利。美国在《1940年投资公司法》第36条对股东行使代表诉讼权做出规定：到美国地区法院起诉，起诉股东只需要证明前述责任人违背信托职责的行为已经发生，无需为被告曾有个人渎职行为提供证据，服务费接受人的赔偿数额有最高限制，即以该违背信托职责行为所引起的实际损失为最高限额并且不得超过基金公司或基金持有人支出的服务费金额；法院

¹⁷ 股东代表诉讼也称派生诉讼或代位诉讼（Derivative Action），17是指当股东、经理等公司高级管理人员以及对公司有控制权的股东、母公司实施某种越权行为或不当行为时，由于公司董事会、监事会或股东大会对此不提起诉讼，而由持有该公司一定比例的股东代表公司对实施越权行为或不当行为者提起的诉讼。因为股东所享有的诉讼权利并不是源于他自己，而是源于公司，股东并不是代表自己而是代表公司强制执行公司的义务，所以称之为派生诉讼。

对该服务费的支出视为是适当的,以使上述被告不能以该服务费未经批准而无效来抗辩。除了美国外,世界上许多国家和地区如法国、德国、日本以及台湾地区的公司法也都对股东代表诉讼做了规定,并已形成比较完善成熟的程序救济机制。股东可针对领取不合理的高薪,篡夺公司机会、浪费公司财产、以及因重大过失致使公司利益受到损害等为由提起派生诉讼。

我国的股东代表诉讼制度也走过了一段从无到有,逐步确立规范的过程。早在三年前,股东代表诉讼就曾被提及,但由于缺乏相应的法律依据,被最终法院以缺乏立案依据为由,将其拒之门外。为了保护股东合法权益,我国新《公司法》建立了具有操作性的股东代表诉讼制度。《公司法》第 150 条规定:“董事、监事、高级管理人员执行公司职务时违反法律、行政法规或者公司章程的规定,给公司造成损失的,应当承担赔偿责任”。第 152 条规定:“董事、高级管理人员有本法第一百五十五条规定的情形的,有限责任公司的股东、股份有限公司连续一百八十日以上单独或者合计持有公司百分之一以上股份的股东,可以书面请求监事会或者不设监事会的有限责任公司的监事向人民法院提起诉讼;监事有本法第一百五十五条规定的情形的,前述股东可以书面请求董事会或者不设董事会的有限责任公司的执行董事向人民法院提起诉讼。监事会、不设监事会的有限责任公司的监事,或者董事会、执行董事收到前款规定的股东书面请求后拒绝提起诉讼,或者自收到请求之日起三十日内未提起诉讼,或者情况紧急、不立即提起诉讼将会使公司利益受到难以弥补的损害的,前款规定的股东有权为了公司的利益以自己的名义直接向人民法院提起诉讼。他人侵犯公司合法权益,给公司造成损失的,本条第 1 款规定的股东可以依照前两款的规定向人民法院提起诉讼。”该项规定为防止股东滥用诉权,损害公司利益,对提起股东代表诉讼的主体资格做出限制,并对股东代表诉讼设置了前置程序,即只有在公司的董事会、股东会和监事会“收到请求后拒绝提起诉讼”的前提下,才能提起股东代表诉讼。2006 年 3 月 15 日,律师严义明以 ST 龙昌股东身份,请求该公司监事会依法提起诉讼,为新公司法实施后股东依法维权第一案,为维护股东利益翻开了新的一页。然而,我国的股东代表诉讼制度实际上保护的还是大中股东的利益,规定的持股时间要求过长,持股比例要求偏高,缺乏诉讼费用补偿制度,原告股东的处分权缺乏限制,这些规定在一定程度上束缚了股东代表诉讼权的行使,无法全方位地保护所有股东的合法权益。因此,完善股东代表诉讼制度,缩短持股期限(可为三个月,甚至更

短), 在降低持股比例的基础上, 做一些适当限制, 如持续股东身份等等。建议规定诉讼费用补偿机制, 如起诉出于善意, 则诉讼费用由公司承担, 否则由原告自行承担。此外, 规定对原告股东的起诉权的限制, 原告股东要对公司和其他股东履行告知义务, 法院应对行权情况进行严格的审查。鉴于股东代表诉讼制度的特殊性和关涉利益的复杂性, 法院增设前期审查工作, 如是否经过了前置程序, 起诉是否出于善意, 原被告之间的关联性等。

由于投资者人数众多, 一旦发生违法行为, 涉案当事人众多、金额巨大。为一并解决众多当事人与另一方当事人之间的利益冲突, 简化诉讼程序、提高诉讼效率, 出现了以一个或若干个具有共同法律或事实问题的利益集团成员作为集团代表人, 代表整个集团成员提起并进行的诉讼——集团诉讼。所谓股东集团诉讼, 是指股东集体利益受到损害时, 多数股东为所有股东的利益向侵害人提起的民事诉讼。集团诉讼的被告可以是公司、公司的董事或高级职员、会计师、律师或证券承销商等。由于其诉讼结果适用于全体股东, 而且往往索赔额巨大, 所以具有广泛的影响力和很强的威慑力。

美国 2002 年 3 月颁布的《集团诉讼公平法》赋予股东集团诉讼制度, 并被视为执行证券法律的“最有力的武器”。《集团诉讼公平法》规定提起集团诉讼的条件要符合普遍性原则和代表性原则, 即该公司的违法行为伤害到了所有股民 (commonality requirements), 且集体诉讼代表人必须具有相当的代表性 (typicality requirements)。股东集体诉讼一般都由专业的诉讼律师牵头召集进行, 并负责搜集上市公司的资料。

我国尚没有真正意义上的集团诉讼, 虽然《民事诉讼法》规定的代表人诉讼¹⁸与集团诉讼有诸多类似之处, 但由于其范围只限于进行登记或起诉的当事人, 无法适应证券民事案件所涉及受害人的广泛性以及受害人地域分布的分散性特征, 且选举诉讼代表人程序复杂, 代表人享有的权力有限, 无法提高代表人的诉讼积极性, 不利于诉讼效率的提高。英国等国的实践证明, 集团诉讼为证券投资者提供了一种多方参与、风险相对均衡、有效便捷的维权模式, 对于完善代表人诉讼制度有很好的借鉴意义。首先, 从参加诉讼的途径来看, 可变权利登记程序为选择退出制度, 即“明示退出, 默示参加”。其次, 关于诉讼代表人的选举可

¹⁸ 代表人诉讼是指当事人一方或多方人数众多, 人数众多的一方当事人由其中一人或几人为代表人进行诉讼, 诉讼结果对已经进行登记或在诉讼时效期限内提起诉讼的当事人具有约束力的诉讼形式。

以借鉴美国默示认可原先的代表人地位，可提出异议，并可充任代表人，最终由法院决定人选。¹⁹最后，关于诉讼代表人的权限问题，可扩大代表人权限，探讨律师的风险收费制度，并通过加强法院的监督予以规范。2006年9月18日，律师郑名伟向方大集团、深大通和四通高科的投资者发出索赔代理权集函，这是中国首例一次性征集3家上市公司投资者索赔代理权的事件，标志着在实践中已经开始了这方面的努力。

（2）不以投资者个人为原告的诉讼

投资者社会团体诉讼是指以投资者社会团体的名义，代表证券市场中特定的或不特定的受害投资者整体利益提起的诉讼，作为代表投资者权益的社会团体，可以是投资者权益保障协会，也可以是投资者权益保障基金等来参与诉讼。它聘用著名的法律专家、经济学家、会计师、审计师会同投资者代表组成工作机构，监督券商、上市公司、基金公司，接受投资者的投诉，解决市场纠纷，还可以接受投资者赋予的诉权、代表投资者提起诉讼，维护投资者的合法权益。²⁰2003年1月1日，台湾的《证券投资人及期货交易人保护法》设立了财团法人保护机构——证券投资人及期货交易人保护中心，以加强对个人投资者保护的功能，它负责向投资人提供证券及期货相关法令的咨询及申诉服务，调处因买卖有价证券或期货交易造成的民事争议，还为投资人提起团体诉讼或仲裁求偿。若是公开发行公司发生信息披露不实、内幕交易、掏空资产或操纵股价等情形，可以由20位投资人联名授权，并以保护中心名义提起诉讼或交付仲裁。保护机构应受理证券投资人或期货交易人因有价证券的募集、发行、买卖或期货交易及其他相关事宜，而与发行人、券商、证券服务机构、期货业、交易所、柜台买卖中心、结算机构或其他利害关系人之间所滋生的民事争议，均可向保护机构申请调处来保证争议事项的快速、有效排解。²¹

政府诉讼是指政府有关职能部门（主要指证券监管机构）发现存在侵犯投资者合法权益的行为后，以政府部门的身份代表中小投资者（股东）提起诉讼。该种民事诉讼类型是海外成熟证券市场上最常见的证券民事诉讼之一，如在美国，证券交易委员会有权对侵犯投资者权益，违反证券法规的当事人提起相应的诉讼。

¹⁹ 梁卫军：《美国的集团诉讼及对我国证券民事案件的借鉴意义》，载自《学术论坛》2004年第2期

²⁰ 朱从玖主编：《投资者保护——国际经验与中国实践》，复旦大学出版社2002年版，第283页。

²¹ 吕振隆：《台湾证券市场投资者保护机制》，《证券市场导报》2001年6月号

这两种类型的证券民事诉讼形式在我国司法实践领域中暂处空白，但从国际经验来看，这种类型的诉讼具有其他投资者个人诉讼不可比拟的优势，如原告的专业性、行政性等。然而目前，我国引进政府诉讼的现实条件尚未形成。因此，建议建立投资者利益保护中心，向损害投资者权益的上市公司和其他机构提起民事诉讼。

2、证券行政诉讼

在证券行政管理过程中，如果证券监管机构或其它对证券市场进行管理的行政机关实施具体的行政管理行为时侵犯了证券投资者的合法权益，作为行政相对人或利害关系人的投资者有权依照行政诉讼法的规定，向人民法院提起行政诉讼。如果证券监管机构或其它有关机关不履行管理职责，证券投资者也可以提起行政诉讼，要求其履行职责，对证券行政违法行为予以追究。法律或行政法规规定公民、法人或者其他组织不服行政机关处理决定，应当向上一级行政机关申请复议的，原告在向人民法院起诉前，应先申请行政复议。如在香港，若投资者不满 SFC 在履行职责时的表现，还可通过法院向证监会提起诉讼，包括要求司法复核 SFC 的决定或寻求补偿。

在香港和英国等国家和地区，除了行政复议外，还通过设立专门机构对证券监管部门的决定进行复议。根据《证券条例》香港曾成立了一个非正式组织——上诉委员会，有权就关于对 SFC 决定提出的上诉进行全面案情复核，并有权确认、更改或推翻任何提出上诉的决定。假如上诉委员会认为，SFC 的决定不正确，则上诉委员会裁决可取代 SFC 的决定。基于上诉委员会的非常设性质，难以及时解决上诉事项。因此，2003 年香港成立“证券暨期货实务上诉委员会审裁处”，全面复核证监会的发牌和纪律处分。同样，在美国，若 SEC 的监管政策和监管行为引发争议，无法得到满意解决的话，SEC 会被告上法庭，法院一般会受理此类案件并做出裁定。

囿于中国传统，大多数投资者容易限于“民告官难”的思维陷阱，中国提起的保护投资者权益的行政诉讼寥寥。我国《行政诉讼法》第 5 条规定：“人民法院审理行政案件，对具体行政行为是否合法进行审查”，为提起证券行政诉讼提供了法律依据。迄今为止，中国证监会四次公开成为被告，并引起了社会各界的

关注，其中涉及会员、上市公司及其高管人员、市场中介机构的有 4 起，分别是浙江证券及其董事长不服证监会处罚决定分别起诉案、郑百文原独立董事陆家豪被罚案，万邦律师事务所和律师孙炜不服中国证监会处罚决定分别起诉案；涉及市场一般投资者的有 6 起，分别是股民艾群策要求证监会履行法定职责两次起诉证监会案，张铁武以有利害关系第三人身份认为证监会对券商处罚过轻为由要求证监会加重处罚券商案，原 STAQ 系统投资人张南楠要求证监会履行处理其股份转让职责案，股民宋新贵因股票被非法转移并买卖，状告证监会沈阳特派办履行查处职责案以及股民孙凤兰因股票被盗卖要求法院判令证监会调查和书面告知案。

上述案件在一定程度上，反映了投资者对自身权益的重视，要求证券监督管理部门切实履行职责的愿望，也从侧面反映了由于中国证监会的法律授权不清，法律地位定位不准，使得行政诉讼还不能成为保护投资者合法权益的主流途径。然而随着《行政诉讼法》的日益完善，证券监管部门的职能、定位的逐渐明朗化，证券行政诉讼也将成为投资者利益保护的又一条重要路径。

3、证券刑事诉讼

世界各国大多通过规定严厉的刑事责任来打击证券犯罪行为，通过刑罚的威慑作用保护投资者利益。1994 年德国颁布的《内幕交易法》指出内幕交易是犯罪行为，会受到罚款或 5 年以下的监禁。2002 年《第 4 金融市场促进法》对市场价格操纵予以刑事处罚，包括故意制作虚假财务报表，采用欺诈手段影响价值评估等。我国台湾地区“证券交易法”第 171 条规定，对构成操纵证券市场罪的，处 7 年以下有期徒刑，拘役或科或并科 25 万元以下罚金。《香港证券及期货条例》139 条规定，任何人违反第 135、136、137 条的任何规定，即构成犯罪，处 5 万港元以下罚款和 2 年以下监禁。

尤其是美国证券法历来重视对证券犯罪行为的打击力度，1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》均规定了对虚假陈述、内幕交易、操纵价格等行为的严厉制裁措施。此外，《内幕人士交易与证券欺诈法》针对证券市场内幕人士交易予以专门规定。美国安然事件后，2002 年的《萨班斯法案》更是近乎严苛地打击证券犯罪。以外，香港还设立了民事与刑事并行的双轨制诉讼制度，在《证

券及期货条例》出台之前，对内幕交易实行非刑事化处理，由证监会内幕交易审裁处裁定惩罚。对于操纵市场等其他市场失当行为，只能以刑事控告的方式处理。

《条例》规定，香港证监会新设立市场失当行为审裁处，可以处理内幕交易，也可以处理操纵市场等其他市场失当行为。对于内幕交易、操纵市场、散布虚假和误导性资料等行为，该机构均可以民事方式予以处理。例如，可以指令违规者交出所赚取的利润，香港证监会可以对涉及失当行为的人士提出刑事检控，最高刑罚是入狱 10 年或罚款 1000 万港元。

同样，我国也对提起证券刑事诉讼的程序和追究的刑事责任做了详尽的规定。如果在证券投资活动中，发生了侵害国家、集体、个人利益的犯罪行为，则需要适用刑法，根据刑事诉讼法规定的程序惩治犯罪。如果证券投资者发现上市公司、证券公司以及其他证券从业人员有证券违法犯罪嫌疑的，可以向公安机关、检察院、证券监管机构举报。在证券刑事诉讼中，因被告人的犯罪行为给证券投资者造成了财产损失的，证券投资者可以提起要求被告赔偿的刑事附带民事诉讼。提起附带民事诉讼的证券投资者必须是因证券刑事案件被告人的犯罪行为而直接遭受物质损失的受害者，提起诉讼的期限应该在一审刑事案件判决宣告之前。中国证监会成立后就出台了一系列规范证券市场的法规和规章从不同侧面积极推动打击证券违法犯罪行为，1994 年 9 月颁布《禁止证券欺诈行为暂行办法》，10 月颁布《中国证券监督管理委员会关于严禁操纵证券市场行为的通知》等。同时，我国《刑法》也对涉及侵犯投资者权益的刑事犯罪做了较完整和具体的规定，主要包括，擅自发行股票和公司、企业债券罪、泄露内幕信息、内幕交易罪、编造并传播虚假信息罪、诱骗他人买卖证券罪、操纵证券市场罪、擅自设立金融机构罪、虚报注册资本罪、虚假出资罪、抽逃资金罪、虚假发行股票、公司债券罪、提供虚假财务报告罪、提供虚假证明文件罪、非法清算公司、企业财产罪。1998 年，成都检察院对红光实业证券欺诈案的起诉掀开了证券刑事诉讼的第一页。为切实加大打击证券期货领域犯罪的力度，2005 年 2 月《最高人民法院、最高人民检察院、公安部关于公安部证券犯罪侦查局直属分局办理证券期货领域刑事案件适用刑事诉讼程序若干问题的通知》的颁布，对公安部直属分局的管辖范围、权限和程序做了规定，加强了对证券犯罪的侦查力度。2006 年 7 月 26 日最高人民检察院发布《关于渎职侵权犯罪案件立案标准的规定》中指出，证券主管部门徇私舞弊、滥用职权，批准不符合法定条件的股票、债券发行上市，

严重损害公共利益，或者严重扰乱金融秩序的将会被司法机关追究刑事责任。可以说，我国已经初步建立较为全面证券刑事诉讼制度和严格刑事责任，为我国投资者的权益设置了安全防卫线。

然而，在我国司法实践中虽然证券刑事案件见诸报端，但最终刑事处罚力度不够，我国证券市场的犯罪法定刑量刑畸轻。《刑法》规定证券犯罪的法定最高刑为5年有期徒刑，违法成本偏低。如在“亿安科技”、“中科创业”事发之前，凡是涉及虚假陈述、操纵股票价格的，充其量也就是警告和少许罚款，不足以威慑犯罪人。建议我国应强化刑事责任，打击证券刑事犯罪，净化资本市场，不仅要“失信受惩”，更要“失信严惩”，在刑罚的种类、刑罚的轻重、预防和发现犯罪等多方面进行强化。此外，在一些关键问题上，如在投资者赔偿方面，上市公司因欺诈发行上市、虚假信息披露等给投资者造成重大损失，投资者难以通过司法渠道得到应有赔偿等。因此，一方面应加大对证券犯罪的刑事处罚力度，另一方面，对经济犯罪，可通过经济手段予以预防，例如，引进检举告发犯罪酬金制度²²。

此外，可适应资本市场对司法专业化的要求，研究设立与资本市场特点和集中统一监管体制相适应的证券期货专业法庭或专业合议庭，专门负责受理、审判证券期货民事、行政和刑事案件，并负责相关民事、行政判决的执行工作。在证券期货市场相对发达的地方进行专门化审判机构的试点工作，在证券期货犯罪公诉案件中，探索由有关机关委托、任命专业人士审查起诉和支持公诉的制度。抓紧研究制定和修改有关内幕交易、操纵市场、不按照规定披露信息、违背忠实义务损害上市公司利益等违法犯罪行为的司法解释。

（三）开展投资者教育

在国际成熟市场，投资者教育被视为资本市场不可或缺的重要一环，越来越被业内人士，投资者和政府所重视，极大地促进了上市公司治理结构的提高，证券市场的稳定发展，从而为投资者获得预期投资回报打下前期基础，美国证券交易委员会委员M·S·Unger认为，有完善的投资者权益保护机制和良好的投资者教育制度，监管机构才能在第一时间发现问题并对违法者进行查处。国际证监会

²² 刘华：《论经济犯罪的刑事政策》，载《法学》2003年第11期，第79页。

组织（IOSCO）的技术委员会为投资者教育工作设定了六个基本原则²³：投资者教育应有助于监管者保护投资者；投资者教育不应被视为是对市场参与者监管工作的替代；投资者教育没有一个固定的模式，其形式取决于监管者的特定目标、投资者的成熟度和可使用的资源；鉴于投资者的市场经验和投资行为成熟度的层次不一，一个能广泛适用于投资者教育的计划是不现实的；投资者教育不能也不应等同于投资咨询；投资者教育应该是公正、非盈利的，应避免与市场参与者的任何产品或服务有明显的联系。在发达国家，有众多的非盈利组织、慈善组织针对不同人群运用不同的方法进行投资者教育，内容包括资本市场介绍、金融产品介绍、投资陷阱的揭露、如何找到合格中介机构等。

1、专项投资者保护教育工作

专项的投资者教育工作被视为一项系统而有效提高投资者意识、保护投资者权益的举措。因此，很多发达国家的监管机构都非常重视这方面的工作。英国的 FSA 的投资者服务工作主要任务是帮助投资者获得相应的投资知识、提高理财技能，从而成为聪明的投资者，进而使其能够有效地进行个人财务管理和处理好财务问题。FSA 的这项工作可以帮助投资者减少损失、促进投资者对自身权利与责任的理解以及揭示 FSA 作为金融监管者自身的限制。FSA 的投资者服务工作具体包括以下几个方面：直接向投资者提示信息，指 FSA 通过公共图书馆的服务热线、互联网站或者有时通过某金融机构提供的有关提示信息；二是消费者帮助，指 FSA 通过互联网站为投资者提供信息，包括提示信息和对投资者提供关于投资计划、金融产品介绍、向投资者购买金融产品提供一般性的建议、投资者权利和责任以及投资者关注的热点问题；三是投资者热线服务，提供各种咨询服务，包括金融机构是否具备从业资格查询、解释投诉程序、提供 FSA 监管什么和不监管什么的信息等；四是个人理财教育，个人理财在英国是一门学校课程，FSA 向学校提供一定支持，帮助教师完成该课程的相应要求；五是在 2001 年出版了不同金融新产品的对照表，并通过互联网提供相关信息，帮助消费者了解不同金融产品的特性、做出正确的投资决策；六是监督投资者赔偿基金（FSCS）的管理和运用，即如果一家金融机构破产且无力偿还其客户资产，则由该赔偿基金提

²³ 李学颖：《谈投资者教育》，《金融教学与研究》，2005 年第 5 期

供赔偿，FSA 制定相关规章和任命该基金管理机构的 管理层，该基金管理机构相对独立运作。

美国个人投资者学会（American Association Individual Investors，简称AAII）是一个独立的、非赢利性的组织，旨在通过一系列的教育培训、信息提供和研究计划，加强投资者对有关投资知识和投资工具的理解，为投资者有效地管理其个人资产提供帮助。该组织成立于 1978 年，目前已经成为股票投资、共同基金、投资组合管理以及退休计划等领域的专业型教育机构。²⁴协会为会员投资者提供的服务项目包括发行出版物，内容涉及投资活动的各个方面，如《AAII 杂志》、《低买卖费用共同基金投资指南》、《个人税赋与理财计划指南》、《股票经纪费一览》、《投资普通股票的终生战略》等。此外，AAII 还举办全国性的研讨会、家庭学习计划，提供全方位的电脑与互联网技术服务，设立地方性分会组织组织培养会员之间的友谊，促进会员在其他领域的讨论，从而为个人投资者提供全面、具体的服务。

印度证券交易委员会由 15 个部门组成，其中专设投资者帮助与教育部（Office of investor assistance and education，OLAE）该部门是委员会与投资者沟通的窗口，负责集中处理投资者的各种举报，将这些举报反馈到相关的部门，并将处理情况答复投资者，负责制定和执行投资者的教育计划。

与国外相比，我国的投资者教育尚处于起步阶段，无论从途径还是内容上来看，都过于单一。我国针对投资者理财能力低、风险意识差的现状，于 2000 年开始发展投资者教育，由证监会做主导，各证券服务中介机构负责具体实施，主要是讲座、网站、直接宣传等，内容主要以证券投资的基础知识、各种金融投资产品介绍为主。深圳证券交易所成立了服务中心，其基本功能包括：宣传教育，即提供投资者所需的各种知识与信息，树立正确的投资理念；咨询回复，即对投资者提出的问题做出答复；调研反馈，即向相关部门及时反映投资者的情况和遇到的问题。同时编辑出版了《投资者服务丛书》，内容包括：《股票交易指南》、《网上交易指南》、《基金投资指南》、《新股投资指南》、《B 股投资指南》、《上市债券投资指南》、《投资者维权指南》、《上市公司公告解读》、《行情技术分析指南》、《上市公司财务分析》。同时，一些证券公司和专业网站也设有投资者教育的栏目，但主要侧重于金融投资产品的基础介绍，以及投资技术分析指标的介绍。

²⁴ 参见陈占锋《投资者教育：AAII 的做法》，证券市场导报 2002 年 9 月号

发达国家的专项投资者教育经验值得我国借鉴。可针对不同群体的投资者及潜在投资者开展相应的教育项目，鼓励、引导并帮助非盈利组织进行投资者教育活动，加大与全国性的教育类的民间组织或慈善自主合作，来推广投资者教育工作。可设立专门的投资者教育基金，资助以教育投资者为目的的由非盈利组织发起的项目，并使其成为投资者教育的主导力量，2006年7月1日，上海证券报联合市场各方共同发起设立上证投资者教育公益基金，此举在一定程度上促进了投资者教育活动的进一步开展。

2、设立投资者保护基金，构建投资者保护的长效机制

保护投资者合法权益必须从制度上、经济上给予充分保障。建立投资者保护基金，是构建投资者保护长效机制的重大举措，也是投资者保护体系的重要组成部分。

近三十年来世界各国和各地区普遍建立了对中小投资者的保护制度，即投资者赔偿制度也叫投资者赔偿计划，从而缓冲证券公司破产给投资者带来的冲击，保护投资者利益。如美国1970年成立的证券投资者保护公司，澳大利亚成立的证券交易担保公司(SEGC)，印度的投资者教育保护基金，香港的香港交易所赔偿基金，英国的金融服务赔偿计划，加拿大的投资者保护基金等。并且，很多国家以专门立法的形式来规范投资者保护基金的设立、运作，美国的《证券投资者保护法案》和英国的《金融服务法案》等，专门就投资者保护基金的相关事宜做出规定，为其良好运行提供法律支撑。而且，国外的证券投资者保护基金制度都是由相应的法律法规配套措施联动出台的，尤其是《破产法》和具有纲领性意义的《证券投资者保护法》必不可少。此外，美国以及其他发达国家还建立投资者保护基金的其他配套措施。如建立奖励机制，鼓励揭发内幕交易、暗箱操作行为，建立诉讼费支援制度，由证券投资者保护基金来负责中小投资者的诉讼费用，胜诉则和中小投资者分享收益，若败诉则诉讼费由保险公司承担等。这些法律法规的建立及相关的制度安排为投资者保护基金的运行奠定了完备的法律基础和制度基础，保证了投资者保护基金的良性运作，最终确保投资者的合法权益得以充分保障。

在各相关监管部门的积极推动下，2005年2月，中国证券投资者保护基金

正式成立并运行，大大弥补了我国证券市场多年来投资者保护机制不足的困扰，为构建保护投资者的长效机制迈出了积极的一步。保护基金公司负责基金的筹集、管理和使用，其主要职责是在证券公司被撤销、关闭和破产或被证监会实施行政接管、托管经营等强制性监管措施时，按照国家有关政策规定对投资者正当债权予以收购，以此来保护投资人的合法权益。收购一般只针对客户证券交易结算资金和个人债权。按照“依法清偿、适当收购”的原则处理停业整顿、托管经营、被撤销的证券公司中的个人债权及客户证券交易结算资金问题。目前，对个人债权进行收购主要依据是人民银行、财政部、证监会等有关部门联合发布的《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》、《个人债权及客户证券交易结算资金收购实施办法》及《关于证券公司个人债权及客户交易结算资金收购有关问题的通知》等规范性文件。国家设立保护基金制度是投资者保护体系的重要组成部分。一方面，可以在证券公司出现关闭、破产等重大风险时依据国家政策用于保护投资者权益，通过简捷的渠道快速地对投资者特别是中小投资者予以保护；另一方面，还有助于稳定市场，防止证券公司个案风险的传递和扩散。保护基金公司与我有的国家行政监管部门、证券业协会和证券交易所等行业自律组织、市场中介机构等共同组成了全方位、多层次监管体系，同时，在监测证券公司风险、推动证券公司积极稳妥地解决遗留问题和处置证券公司风险方面亦发挥着重要作用。保护基金公司的设立也为我国建立国际成熟市场通行的证券投资者保护机制搭建了平台，为我国资本市场制度建设向国际化靠拢提供了契机。

但目前我国证券投资者保护的法律制度体系还有待完善，投资者保护基金运行的配套措施还有待健全，而且监管部门对于保护基金的设立的监管思路仍有待明晰，必须遵循“法制先行，规范发展”的指导原则，充分借鉴发达国家或地区的立法经验，积极创建本土化的证券投资者保护制度。投资者教育应注重风险教育，树立防范风险意识和价值投资理念，培育成熟理性的散户投资者和机构投资者。加强投资者对资本市场的认知和理解程度，为资本市场创新产品的不断推出和规模扩大奠定基础。不断提高投资者维权意识，加强对投资者的法制教育，使投资者学会保护自身的合法权益，自觉地维护社会公共利益。

（四）加强对市场行为的监控、净化资本市场环境

保护投资者合法权益就必须强化对市场交易的监管，坚决打击各类证券违法

违规行为，遏制非法证券活动蔓延，切实保障证券市场的秩序。

1、加强证券执法工作

当前，世界各国赋予证券监管机构一定的职权对证券市场进行监管，通过使证券违法行为人承担行政责任的方式来加强对投资者权益的保护。很多国家对市场操纵者，证券监管机关可以责令其变更业务员、部分或者全部停业，暂停营业、委托保管财产以及其他坚强监督的措施，还可以吊销证券公司的营业执照。以美国 SEC 为例，其享有广泛的职权，不但有权对全国证券交易活动进行检查和监督，而且可以在各证券交易所派驻监督官员，可以对违法者实施严厉的行政处罚措施，其中包括禁令、没收违法所得、罚款、市场禁入和业务资格限制。英国金融监管局有强大的调查力量，可以直接提起刑事指控，而处罚决定由相对独立的“规管决定委员会”做出。香港设立专门的“市场失当行为审裁处”，由特首任命的来自高等法院的法官主持，独立审理证券期货类案件，并可以根据需要展开调查。这些安排强化了调查力量，增加了审裁弹性，大大增强了执法的时效性和威慑力。

同样，我国股票市场建立以来，参照海外成熟市场的成功经验并结合本国国情，中国证监会逐步建立健全了行政执法体制和行政问责机制，全面推进依法行政，充分保护投资者的合法权益。

第一，中国的证券监督管理部门在机构设置上积极强化稽查力量。证监会于 1995 年设立稽查部，1998 年更名为稽查局。1999 年各派出机构设立稽查处。2000 年，在全国 9 个大区派出机构加挂稽查局的牌子。2003 年，公安部设立证券犯罪侦查局，试行公安部和证监会双重领导。2002 年 4 月成立稽查二局，专门调查内幕交易和市场操纵案。此外，我国还建立了证监会稽查局与证券交易所的监管联席会议制度。通过上述措施，我国构建了辐射全国的证券稽查体系，为监控市场、打击违法违规行为准备了体制基础。

第二，中国证监会创造性地建立了“查审分离”的行政处罚工作体制，实行了行政违法案件的调查与审理、执行的机构分离和内部监督制约机制。我国开展行政审批制度改革，先后取消了行政许可项目 101 项，设立了统一的行政许可受理机构，规范了行政许可实施程序和行政处罚工作程序，设立了“行政处罚委员

会”和“行政复议与诉讼委员会”。四年间，证监会共立案查处各类证券、期货违法违规案件 372 件，查处了银广厦、德恒证券等一大批重大违法案件，做出行政处罚决定 155 件，对总计 138 家机构、686 名个人进行了行政处罚及相关处理，发现涉嫌犯罪移送公安机关侦查 76 件。

为了维护市场正常秩序、保护投资者合法权益，中国证监会坚持依法查处各类违法违规案件，根据“及时发现、及时制止、及时查处”的执法工作指导思想，改革完善执法体制，整合执法资源，实行联合办案制度，集中力量查处大案要案急案，“大连证券”违法违规经营案、“内蒙宏峰”、“银广厦”等上市公司违规、虚假信息披露案及“世纪中天”、“徐工科技”、“正虹科技”等股价操纵案以及“德隆系”等大批证券违法案件得到及时有效查处，并分别采取了妥善处置。通过对这些案件的查处，有效遏制了证券市场的违法违规行为，进一步净化了市场环境，维护了证券市场秩序，促进了证券市场健康发展，保护了投资者的合法权益。同时，为了有效保护投资者合法权益，中国证券监管机构依照《证券法》的有关规定切实地加大市场监管力度，打击各类操纵市场行为，认真查处侵犯投资者权益的违法违规案件，通过对证券行政违法相对人进行申诫罚²⁵、财产罚²⁶、行为罚²⁷等来达到威慑和惩罚犯罪、救济和保护投资者的目的。

然而，我国资本市场的快速发展带来证券违法违规案件调查难，认定难的问题。第一，我国资本市场调查力量过于分散，中国证监会共有稽查人员 50 余人，不仅要负责内幕交易、市场操纵等大案要案的调查，还要组织、指导、协调、督导派出机构办案。证监会派出机构稽查人员共约 200 人，分散在全国各地，平均每个派出机构 5——6 人，难以集中使用。一旦遇到大案要案，很多案件不得不延迟调查，导致上百起案件同时在查，调查周期有的长达 2——3 年；第二，由于上市公司、证券公司在地方经济中占有重要地位，同当地有着千丝万缕的联系，派出机构立案调查各地的公司，经常会受到各种形式的干扰和影响；第三，目前证监会行政调查不能强制取证，调查手段有限；第四，由于我国属于成文法系国家，一旦缺乏法律具体规定，就难以追究法律责任。尤其是随着资本市场的不断

²⁵ 是证券行政执法主体对证券行政违法相对人予以涉及其名誉的一种处罚。具体处罚形式是警告和通报批评。

²⁶ 是证券行政执法主体对证券行政违法相对人做出的涉及其财产的一种处罚。处罚形式有没收非法所得和罚款。

²⁷ 是证券行政执法主体依法限制或剥夺证券行政违法相对人某种特定行为能力和资格的处罚。处罚形式有限制或暂停证券业务；暂停或取消发行和上市资格；责令改正；责令停业整顿；责令关闭；撤销证券业务许可和证券市场禁入制度。

发展，创新活动日益活跃，法律的滞后性使得对不断出现的新违法违规行为难以预见，造成执法中出现处罚困难的局面。

面对当前局面，要切实提高证券执法的能力和效率，必须以我国的现实法律环境和市场情况为出发点，借鉴国际有益经验，完善机制。首先，逐步建立完善资本市场仲裁制度，逐步发挥仲裁机构在资本市场的协调作用；其次，逐步建立适合我国资本市场发展的特别资本市场法庭，通过加大资本市场领域的执法力度进一步提高市场参与主体的违规成本；最后，建立多层次的协作机制，建立与公安部门、工商、银行等行业管理部门、监察、法院等司法部门，以及各级政府职能部门的协作会商机制，构建证券违法违规行为的防范和查处体系。

2、加强对公开发行非上市公司的监管

为贯彻国务院办公厅于 2006 年 12 月下发的《关于严厉打击非法发行股票和非法经营证券业务有关问题的通知》，落实《证券法》赋予证券监督管理机构的职能，中国证监会积极筹建了非上市公众公司监管办公室，着手研究非上市公众公司监管方案。集中力量查办大案要案，对上百起涉嫌从事非法证券活动的公司进行调查，对未构成犯罪的及时采取行政措施，对涉嫌构成犯罪的近 50 家公司，及时移送公安机关。积极协助公安机关，对 30 多件涉嫌构成犯罪的案件出具性质认定意见。为防止涉案人员潜逃、维护相关资金安全，通过公安部门对 18 名涉案人员实施帐户及资金流向进行重点监控。同时，中国证监会通过报刊、电视等媒体开展了一系列打击非法证券活动的宣传活动。一方面指导中国证券业协会在新闻媒体上发布了防范非法证券活动的风险提示公告，另一方面要求各地证监局通过媒体深入宣传 1998 年国务院发布的《非法金融机构和非法金融业务活动取缔办法》等有关规定，提示投资者参与非法证券活动不受法律保护，告诫投资者不要参与非法证券活动等。证监会通过上述活动，在打击违法犯罪行为的同时扩大了宣传效果，在教育投资者的同时震慑违法犯罪分子。

然而，根据中国证监会公众公司监管办公室的职责，它负有“拟定股份有限公司公开发行部上市股票的规则、实施细则，审核股份有限公司公开发行部上市股票的申请材料并监管其发行活动；核准以非公开募集方式设立股份有限公司的申请；拟定公开发行不上市的股份有限公司的信息披露规则、实施细则并对信息

披露情况实施监管；承担打击非法证券活动领导小组办公室的日常工作”等职责，但出于各方面的原因，非上市公众公司监管办公室的很多重要职能并未真正执行，其监管仅仅停留在“打非”层面，从中国资本市场的特点和现状看，对非上市公众公司的管理将与打击非法证券活动相结合，打击与建设并举。应积极研究制定非上市公众公司的管理规定，明确非上市公众公司设立和发行的条件、发行审核程序、登记托管及转让规则等，建立全国统一的非上市公众公司监管体系，将其作为稳步推进多层次资本市场体系建设的重要组成部分。

结 论

我国的证券监管机构在保护投资者权益方面做出诸多努力,无论在机构设置上,还是相关制度设计上都以“投资者保护”为灵魂,然而由于历史、环境等多方面的因素,投资者权益被侵犯的现象时有发生,不得不引起我们的深思。

现有的投资者保护制度侧重于事后救济,事前监管则相对薄弱。事后救济的滞后性和局限性要求我们在进行制度设计的时候,更强调对可能侵犯投资者权益的主体、行为进行全方位事前预防,若发生事例,赋予投资者全面的救济手段,再通过营造良好的外部环境确保投资者权益的实现。监管机构作为投资者保护的重要主体理应在理念上、环境上,甚或制度设计上,都本着“以投资者利益为重中之重”的原则为投资者权益的保护做出努力。然而,制度的关键在于落实,“徒法无以自行”,只有在制度完善的基础,不折不扣地加以贯彻执行,才能真正确保投资者利益的充分实现。

参 考 文 献

（一）著作

- [1] 朱从玖主编：《投资者保护：国际经验与中国实践》，复旦大学出版社 2002 年版。
- [2] 张育军著：《投资者保护法律制度研究》，人民法院出版社 2006 年版。
- [3] 杜焯君著：《中国证券市场：监管与投资者保护》，上海财经大学出版社 2002 年版。
- [4] 肖成著：《中国期货市场前沿问题研究》，上海财经大学出版社 2005 年版。
- [5] 刘建波主编：《金融学概论》，清华大学出版社 2006 年版。
- [6] 马庆泉：《中国证券市场发展前沿问题研究》，中国金融出版社 2001 年版。
- [7] 傅长禄：《证券民事赔偿诉讼》，法律出版社 2004 年版。
- [8] 汤欣主编：《股民索赔指南：证券市场虚假陈述民事赔偿释疑》，法律出版社 2003 年版。
- [9] 刘兴强主编：《转轨期证券监管研究》，广东经济出版社 2003 年版。
- [10] 沈重英：《证券投资者权益保护手册》，上海经济出版社 2002 年版。
- [11] 郭鹰著：《民企上市与小股东权益保护》，社会科学文献出版社 2006 年版。
- [12] 曹富国著：《少数股东保护与公司治理》，社会科学文献出版社 2006 年版。
- [13] 尚福林主编：《证券市场监管体制比较研究》，中国金融出版社 2006 年版。
- [14] 托马斯·李·哈森著：《证券法》，中国政法大学出版社 2003 年版。
- [15] 中国证券监督管理委员会编：《中华人民共和国证券期货法规汇编》，法律出版社 2006 年 9 月版。
- [16] 洪伟力著：《证券监管：理论与实践》，上海财经大学出版社 2000 年版。
- [17] 刘俊海著《股东权法律保护概论》，人民法院出版社 1995 年版。
- [18] 王保树主编：《投资者利益保护》，社会科学文献出版社 2003 年 12 月版。
- [19] 马庆泉主编：《中国证券史（1978—1998）》，中信出版社 2003 年 8 月版。
- [20] 栾天虹著：《投资者法律保护的理论与实证研究》，浙江大学出版社 2006 年 5 月版。
- [21] 孙曙伟著：《证券市场个人投资者权益保护制度研究》，中国金融出版社 2006 年 6 月版。
- [22] 宣伟华著：《虚假陈述民事赔偿与投资者权益保护》，法律出版社 2003 年 4 月版。
- [23] 吴晓求著：《建立公正的市场秩序与投资者利益保护》，人民大学出版社 1999 年 3 月版。
- [24] 科尔著：《上市公司与投资者》，中信出版社 2007 年 4 月版。
- [25] leora Kapper, InessaLove :Corporate Governance , Investor Protection, and Performance In emerging Markets:World Bank Policy Research Working Paper 2818, April, 2002.

- [26] Craig Doidge:U.S. Cross-listings and the Private Benefits of Control:Evidengce From Dual Class Firms.
- [27] Eric Kelley , Tracie Woidtke Exploiting International Differences In Investor Protection:Evidence From U.S. Foreign Market Penetration.
- [28] William A. Reese, Jr, Michael S. Weisbach(2001):Protection of minority shareholders interest, cross-listing in the United States , and Subsequent equity offerings , NBER working Papers No. w8164.

(二) 论文

- [1] 上海证券交易所研究中心：“国外证券投资者赔偿制度比较研究”，《国外投资者赔偿制度综述》。
- [2] 刘洁：“海外投资者保护基金制度及借鉴”，《证券市场导报》，2005年08期。
- [3] 周小川：“保护投资者权益是证券监管部门的首要任务和宗旨”，《经济社会体制比较》2002年04期。
- [4] 张敏聪：“对投资者保护基金若干问题的思考”，《广西金融研究》2006年06期。
- [5] 苑海、俞玲：“集体诉讼制度与小投资者的利益保护——美国证券监管的经验借鉴”，《商业研究》2002年19期。
- [6] 何文杰、龚志军：“检察机关参与证券民事诉讼之必需性可行性初探”，《甘肃行政学院学报》2003年04期。
- [7] 钟法：“美国《私人证券诉讼改革法案》及其对我国的启示”，《中国注册会计师》2005年06期。
- [8] 钟志勇：“美国证券集团诉讼与我国证券民事诉讼形式之完善”，《现代财经-天津财经学院学报》2005年11期。
- [9] 赵蕊朵：“投资者利益保护之比较研究”，《甘肃政法学院学报》2003年01期。
- [10] 王建敏：“证券民事诉讼的形式以及前置程序分析”，《政法论丛》2005年02期。
- [11] 吴丹梅：“证券投资者利益保护的相关法律问题研究”，《北方论丛》2002年06期。
- [12] 邱永红：“论证券交易所与社会公众投资者权益的保护”。<http://www.verystu.com/>。
- [13] 陈玉芹：“保护中小投资者的合法权益”，《经济论坛》2003年13期。
- [14] 王小妹：“上市公司收购中中小股东利益保护研究”中国政法大学学位论文。
- [15] 王大勇著：“从关联交易看上市公司中小股东权益保护”，北京大学1999年硕士学位论文。

- [16] 熊少萍著：“股东有限公司小股东权益保护若干问题研究”北京大学 1999 年硕士学位论文。
- [17] 李复著：“论对股份公司小股东权利的保护”北京大学 1999 年硕士学位论文。
- [18] 胡艳华著：“论对小股东权益的法律保护”北京大学 2000 年本科学位论文。
- [19] 王玲玲：“建立一个保护中小投资者权益的证券市场”，《经济与法》2002 年 11 期。
- [20] 茅铭晨：“企业改制与小股东权益保护”，《投资与证券》2003 年 2 期。
- [21] 陈占峰“投资者教育：AAII 的做法”，《证券市场导报》2002 年 9 月。
- [22] 吕振隆：“台湾证券市场投资者保护机制”，《证券市场导报》2001 年 6 月。
- [23] 文淑惠：“投资者利益保护研究”，上海财经大学 2000 年博士论文。
- [24] United States General Accounting Office:Securities investor protection_steps needed to better disclose SIPC policies to investors。
- [25] United States General Accounting Office: Securities investor protection_Update on matters related to the securities investor protection corporation。
- [26] SIPC2005 年年报。