

证券市场信息监管与投资者保护

课题总策划人：陈共炎

课题总协调人：刘肃毅

课题研究组成员：韦 伟（组长）

张谋贵（副组长）

摘 要

证券产品不同于一般的产品，其交易价值几乎完全取决于交易双方对各种信息的掌握程度以及在此基础上所作出的判断，是一种信息决定产品；而上市公司由于经营决策的不断调整而成为一个动态的信息源，并由此导致证券价格的变化。可见，一个比较公平合理的证券价格应能够随时比较完整地反映影响人们的预期因素。因此，证券市场信息监管对保护中小投资者非常重要。在中国，股市最多只能称得上弱式有效市场，一级市场和二级市场上的信息不对称问题非常突出，证券市场难以发挥有效配置资源的作用，信息监管尤为重要。

我国证券市场信息不对称现象非常严重。(1) 上市公司信息披露问题。包括：虚假陈述、误导性陈述、信息重大遗漏、信息披露滞后、信息提前泄露、信息信息披露的非主动性、信息披露的不严肃性等。(2) 证券发行、上市、配股的信息不对称。新股发行核准制仍然存在着非常明显的弊端，由于对承销商的责任追究缺乏可操作的具体规定，上市公司的信息披露质量则更加难以得到保证。(3) 政策变动的信息不对称。目前中国证券市场的基本特征仍是“政策市”“投机市”，少数消息灵通人士可以提前获取政策信息提前在证券市场上迅速完成证券买进与卖出行为，从中获取证券价格波动的政策收益或回避证券价格波动的政策风险。(4) 重组中，信息不对称也表现得尤为突出。庄家利用价格、利润、题材、舆论、内幕、联手等多种手段操纵市场，谋取利润而使中小投资者的利益受到严重损害。(5) 内部人控制现象相当普遍。上市公司存在严重内部人控制现象，许多上市公司利用分配政策来影响股价，令投资者损失惨重。(6) 由于利益驱动，上市公司利用企业自身掌握的可能影响证券价格的有价值的信息，伙同各类证券投资机构操纵信息，牟取利益。

信息不对称与中国证券市场监管落后息息相关的。中国的证券市场信息监管

存在的问题是较多的。(1) 信息披露监管的时效性差。表现在信息披露监管上发现不及时, 违规处理也不及时。(2) 处罚力度不够。按《证券法》的有关规定, 对信息违规者的处罚太轻, 难以形成惩前毖后的威慑作用。(3) 股民因上市公司虚假信息而遭受损失获得赔偿难。由于各种原因, 股民因上市公司虚假信息而遭受损失获得赔偿难。(4) 反内幕交易制度没有切实落实。内幕交易是我国证券市场健康发展亟需严肃对待的重要问题。(5) 缺乏必要的信息隔离制度。缺乏有效的信息隔离制度, 市场敏感信息在那些具有这样或那样血缘关系的各不相同利益机构之间, 一直在非法相互沟通, 而且相当严重。(6) 对证券投资咨询信息基本上放任自流。行业缺乏组织及自律; 没有建立证券咨询业举报制度; 没有及时查处违反证券投资咨询信息管理制度的行为; 还未涉及证券投资咨询侵权民事赔偿制度。

针对当前证券市场信息严重不对称和信息监管问题, 必须加强证券市场信息监管, 保护中小投资者的利益。

第一, 规范信息披露制度。一是应使用全球通用的会计准则编制的相关财务信息。二是制定行业标准, 将使投资者能够依据具有一致性的财务信息, 对行业内企业进行比较。三是披露公司特定信息。

第二, 加强违规披露信息的惩罚力度, 完善信息披露的民事赔偿制度。应该借鉴发达国家成熟证券市场的监管经验, 构筑一个多层次全方位的监管体系, 使制造虚假信息和违规披露信息的不法行为无藏身之地。与此同时, 还应该从保护中小投资者的利益出发, 确立可以操作的诉讼机制, 即股东集体诉讼制度和股东代表诉讼制度, 切实加强对违规信息披露者的外部约束。

第三, 加强上市公司管理, 完善证券发行上市审核制度。一方面, 在加强企业改制、证券发行、上市监管的同时, 还需要加强对上市公司证券上市、交易后的监管, 在上市公司资产重组、收购兼并、股权变动、投资项目重大变动、高级

管理人员变动、信息披露等各个方面实施有效监管。另一方面，加强对上市公司关联交易、内幕交易活动的监管，做到事前严密监督与事后严厉处罚相结合，彻底纠正上市公司的非规范运作行为。完善证券发行上市审核制度。

第四，加强证券中介机构的证券自律管理和信用管理，对新闻媒体的信息披露进行依法规范和加强媒体的非正式监督的作用。

第五，从市场角度入手，利用市场来调节和控制信息披露。要从市场入手，大力发展机构投资者，大力发展衍生证券等金融工具，以市场行为来解决由市场本身带来的问题。

第六，加强立法，建立信息隔离制度。应对《证券法》进行完善，建立适当的信息隔离制度，对违反信息隔离规则，滥用内幕信息进行交易的机构，由证券监管部门予以处罚，保护中小投资者的利益。

第七，严格执法，打击内幕交易。我国要在严格执法上作出更大的努力，加大打击内幕交易力度，让制造内幕交易的人无利可图，甚至是倾家荡产。

关键词：信息市场 信息不对称 信息监管 投资者保护

目 录

一、证券市场信息理论及中国证券市场信息监管的必要性	1
(一) 证券产品的特性与证券市场信息	1
(二) 证券市场有效性的信息度量标准	1
(三) 我国证券市场信息监管的必要性	2
二、证券市场信息非对称的原因及其分类	3
(一) 证券市场信息非对称的原因	3
(二) 证券市场信息不对称的分类	5
三、中国证券市场信息不对称的主要表现	6
(一) 上市公司信息披露问题	6
(二) 证券发行、上市、配股的信息不对称	8
(三) 政策变动的信息不对称	9
(四) 上市公司重组、借壳信息不对称	10
(五) 内部人控制现象相当普遍	11
(六) 证券交易的信息不对称	12
四、中国证券市场信息监管存在的问题	12
(一) 信息披露监管的时效性差	12
(二) 处罚力度不够	13
(三) 股民因上市公司虚假信息而遭受损失获得赔偿难	14
(四) 反内幕交易制度没有切实落实	16
(五) 缺乏必要的信息隔离制度	17
(六) 对证券投资咨询信息基本上放任自流	18
五、加强信息监管力度，保护投资者的利益	18
(一) 规范信息披露制度	18
(二) 加强违规披露信息的惩罚力度，完善信息披露的民事赔偿制度 ...	20
(三) 加强上市公司管理，完善证券发行上市审核制度	21
(四) 加强证券中介机构的证券自律管理和信用管理，对新闻媒体的信息披露进行依法规范和加强媒体的非正式监督的作用	21
(五) 从市场角度入手，利用市场来调节和控制信息披露	23
(六) 加强立法，建立信息隔离制度	24
(七) 严格执法，打击内幕交易	24

一、证券市场信息理论及中国证券市场信息监管的必要性

（一）证券产品的特性与证券市场信息

证券产品与一般的产品不同，它有以下特殊性。一是价值预期性，即证券产品的价值与其未来的状况有关；二是价值不确定性，即证券产品的价值可能会与人们的预期不一致，会随着某些因素的变化而变化；三是外部性，即证券市场具有公众参与性，证券价格对各方面信息反映非常灵敏，同时证券指数的变化对各经济主体的行为会产生直接的影响；四是信息决定性，即消费者完全是按照证券产品所散发出来的各种信息来判断其价值。由证券产品的以上特性可知，其交易价值几乎完全取决于交易双方对各种信息的掌握程度以及在此基础上所作出的判断，是一种信息决定产品，而上市公司由于经营决策的不断调整而成为一个动态的信息源，并由此导致证券价格的变化。可见，一个比较公平合理的证券价格应能够随时比较完整地反映影响人们的预期因素。

（二）证券市场有效性的信息度量标准

1965年美国芝加哥大学教授法玛（Fama）分析了信息和股票价格的关系以及信息集合范围的大小不同对股票市场有效性的影响程度。第一，信息与股票价格的关系。股票市场上充满着不确定性，市场参与者的每一个决策都有可能产生不同的结果。信息正是不确定性的负量度，即决策者可以通过搜集与交易有关的信息来降低不确定性，包括宏观经济状况、行业发展状况、公司经营情况等。而在一个有效的股票市场上，信息对每个参与者都是完全的和均等的，任何参与者都不能通过对信息的搜集获取超额收益。第二，信息集合范围的不同对股票市场有效性的影响。根据信息集合的大小不同将市场可划分为三种类型：（1）弱型有效市场。这是股票市场有效的最低程度，在这类市场上，现行的股票价格已经反映了所有的历史信息，历史信息在市场参与者之间的分布是完全而对称的，任何

参与者都不能通过对历史信息的处理（即技术分析）获得超额收益。（2）半强型有效市场。这类市场上股票价格不仅反映了历史的信息，还反映了所有公开的信息，如上市公司财务报表、宏观经济指标及其他相关政策等信息。市场参与者不可能通过对公开信息的处理获得超额收益。（3）强型有效市场。这是股票市场有效的最高程度，与股票价格相关的所有信息，包括历史信息、公开信息和内部信息都能对股票价格产生影响，所有的信息都均匀、完全地分配给市场参与者，股价已经及时、准确地反映了所有的信息。有效资本市场理论从信息的角度为资本市场有效性作出的诠释赋予了证券监管者确立监管目标和判断监管有效性的度量标准。

（三）我国证券市场信息监管的必要性

当前很多学者对我国股市有效性的研究，有的认为我国股市还够不上弱式有效市场^①；但更多的实证分析认为当前我国股市具备弱式有效性^②。但无论如何，纵观目前国内学者关于中国股市有效性的实证研究结果，中国股市目前至多达到弱式有效性。在一级市场和二级市场上，由于信息的不对称，使得中国股票市场难以发挥有效配置资源的作用。除了一级市场的逆向选择外，特别突出的信息问题是二级市场上存在的上市公司信息披露不真实、不完全、不及时，信息不称较突出。

信息不对称会导致市场投机性过强，真正的长线资金难以进行长期投资而获得稳定的回报，而一些大机构的操纵市场行为、内幕交易、弄虚作假等做法一方面加大了证券交易市场的风险性，另一方面则直接损害了投资者的利益。信息公开的不完善又导致了政府的过度干预问题的出现。证券交易市场上政府的过度干预主要表现为当证券交易价格出现较大幅度的上扬或下挫时，政府往往通过各种

^① 《中国证券市场效率分析》，《经济研究》1996年第4期。

^② 俞乔：《市场有效，周期异常与股价波动》，《经济研究》1994年第9期；宋颂兴、金伟根：《上海股票市场有效性实证研究》，《经济学家》1995年第4期；高鸿桢：《关于上海股市效率性的探讨》，《厦门大学学报（哲社版）》1996年第4期；范龙振、张子刚：《深圳股票市场的弱有效性》，《管理工程学报》1998年3月。

手段托市或抑市，试图将证券交易价格控制在一定的幅度之内。当交易市场价格大幅度上扬时，政府就宣布增加发行市场的供给（追加发行规模）、提高交易费用或者通过各种行政手段控制资金进入证券交易市场；而当证券交易市场价格出现大幅度下跌时，则宣布降低交易费用或者动员资金进入股市托市。表面上看，这种通过行政手段直接干预证券交易市场的做法维持了交易价格的稳定，但实际上却扼杀了市场机制的正常作用，使得证券交易价格不能真正反应证券产品的供求关系，会导致市场资源配置功能的下降。

因此，对信息的监管自然成为证券监管的主要组成部分和监管机构关注的焦点。从监管的角度看，证券市场上最广泛、深刻的违法问题均与信息公开的广度、深度、及时性有直接关系。维护信息公平，提高信息效率，是确保投资者的信心与利益，实现资本优化配置的关键所在。必须也只有依靠监管力量来促进信息的完全性和对称性，减少信息成本和信息失灵。同样的地，信息充分、及时、准确的公开和运用也是证券市场监管职能的贯彻、高质量证券监管体系的建立和监管者声誉缔造的前提。高质量的信息监管是监管者获得证券投资者尊重的必要条件，也是抑制投机泛滥，防止市场垄断和操纵，减少证券市场外部负作用的重要手段。信息监管在证券市场监管框架中居于基础性地位。

二、证券市场信息非对称的原因及其分类

（一）证券市场信息非对称的原因

中小投资者在参与市场的投资活动中，面临最大的问题是信息不对称，证券市场上经常出现信息不真实、不准确、不充分、不及时的问题。这既有上市公司原因，也有投资者本身的原因，还有证券市场的原因。具体来说大致有以下几点：

1、信息的公共产品特性与公众的“从众心理”。从信息本身来看，它具有公共产品的性质，上市公司一般不愿意或尽量少提供信息，由此滋生的自然垄断增

加了投资者对信息的获取成本，从而抑制证券市场上进行“信息搜寻投资”活动的积极性。同时作为信息投资即付出信息成本的投资者的买卖行为可能迅速被他人所效法，并会即时产生价格波动，使前一类投资者无法获得其信息投资的全部利益，从而减弱了其搜寻信息的利益驱动。

2、投资者需要为搜集信息付出大量成本。由信息经济学理论可知，股票市场的交易主体在进行交易决策时会面对许多不确定性，为此需要大量信息，而信息并非唾手可取，必须付出成本去寻找、收集和甄别。搜集与获得信息需要花费成本，同时，信息的传递存在着时间和空间的差异，这两方面因素使投资者要优先获取信息，就必须付出时间成本和金钱成本的代价，从而导致不同实力的投资者获取信息多寡的不同。

3、内幕交易的存在构成了市场运行中的人为信息不对称因素。内幕人员、企业管理者、证券商和享有控制权的大股东所掌握的信息与一般中小投资者所掌握的信息处于非对称状态。证券市场信息的庞杂性、信息对证券价格的决定性和公众对信息的敏感性，使得欺诈和内幕交易成为证券市场的突出问题。上市公司与会计部门受利益驱动联合作假，最终造成信息优势的一方可轻易获得暴利，而处于信息劣势的一般投资者因此利益受损。

4、上市公司的筹资需求和利益驱动。上市公司为了从证券市场的证券发行和配股融资中通过制订较高的发行价格和配股价格，以筹集到更多的资金，不惜采用各种方法，利用信息杠杆，满足筹资需求。上市公司出于自身利益驱使和冲动，利用目前证券市场监管不严，漏洞较多的条件，不仅赚取生产利润，更利用其信息优势；牟取证券差价收益。特别是对于刚从对财政和银行的依赖中走出来的中国企业，一旦进入股票市场，便只将筹集资金视为己任。因此，在这个过程中，包装经营业绩、夸大项目赢利能力、吹嘘企业成长性、忽视经营和市场风险成了企业获取上市公司资格的重要手段。他们向投资者宣传甚至夸大企业及其股

票的优点，而对其存在的问题则避而不谈甚至有意歪曲掩饰，导致了市场上存在大量包装出来的虚假信息。在信息不对称的情况下，投资者无法确定哪些上市公司是高质量的、有投资价值的公司，哪些是低质量的上市公司。因此，投资者在作出投资决策时，往往只能根据整个市场所有发行企业的平均质量来决定其愿意投资的价格。这种投资者的“折中”行为就会抑制那些高于平均质量水平的发行企业提高经济效率和管理水平的积极性，而鼓励投资者向低质量企业流动，因而产生了逆向选择。

（二）证券市场信息不对称的分类

证券市场信息运行体系由信息源、信息通道和信息接受与反馈 3 个部分有机组成。证券市场信息源包含下述主体：（1）政府和监管机构。这不仅是指专门的证券监管机关，而且包括中央银行、财政部、统计局等发布信息可能影响证券市场价格的任何政府部门，其中政府还可细分为中央政府和地方政府。（2）上市公司。广义地涵盖存在关联性质或关联交易的非上市公司。（3）证券交易机构。这里主要指证券交易所，也包含地区性交易中心，电子交易系统，证券登记、托管、清算机构。（4）证券中介机构。主要包括证券商，投资公司和投资基金，证券咨询机构，会计事务所，律师事务所，信用评级机构等。（5）投资者。（6）新闻媒体。

信息通道有：（1）证券交易中介信息发布系统。主要传递上述证券交易机构公布的证券价格即时行情和历史记录乃至上市公司信息，投资者证券与资金存量以及买卖情况，证券商柜台交易行情显示，经纪商的专业分析和技术解盘等信息服务，等等。（2）媒体渠道，包括发布相关经济信息、政策信息和证券信息的电视台、电台、报纸、刊物及其他传媒。（3）证券咨询研究机构信息网络。（4）收发证券市场信息的电讯网络。（5）投资者的非正式交流。信息接受与反馈代表证券市场的信息需求，广义地包容所有市场参与者。构成信息供给方的各类主体同

时也是信息需求方的构成者。当然，主要的接受者是广大投资者。

根据证券市场信息体系的构成，证券非对称信息可归纳为如下几类：（1）上市公司（主要指大股东和企业经理）与投资者之间的非对称信息。（2）证券交易机构与投资者之间的非对称信息。比如，交易所没有及时并确切地传递股市行情或因相互竞争而放松上市及一线监管标准；托管机构没有如实汇报投资者的证券余额而另有所图。（3）证券中介机构与投资者之间的非对称信息。经纪商在代理过程中进行欺诈、咨询公司出于自身利益对投资者信息误导、投资基金低透明度、会计审计结构虚假陈述、股评人士信口开河等等，都是以这种信息不对称为前提。

（4）监管机构及与证券市场相关的其他政府部门与投资者之间的非对称信息。监管机构在监管其他信息源的信息传递的同时，自身也在发布信息，宏观经济指标的发布，监管制度的透明度，市场干预政策的公布等等，乃至证监会主席讲话的只言片语，都可能带来股价波动，而对此投资者一般处于信息不足状态。（5）如果把投资者以资金实力等因素粗略划分为中小投资者和所谓“大投资者”的话，两者之间也存在信息非对称。这种非对称性尤其反映在二级市场上股价和成交量的异常波动及其背后的操纵行为上。（6）监管机构及其他政府机构与有关各类证券市场参与者之间的信息不对称。（7）上市公司所有者、投资者与管理层之间的信息不对称。（8）上市公司与证券中介机构、交易机构之间的信息不对称。（9）中央政府及其监管机构与地方政府之间的信息不对称等。

三、中国证券市场信息不对称的主要表现

我国证券市场经过了十多年的发展，虽然取得了很大的进步，但证券市场信息不对称现象依然严重。

（一）上市公司信息披露问题

目前我国上市公司信息披露还存在着一些问题，严重阻碍建立有效市场的进

程。这些问题包括：

一是虚假陈述。上市公司对有关事实做出不符合实际的陈述的行为，包括对客观事实加以放大或缩小，改变其本身的状况的歪曲事实和对完全不存在的事实进行加工，无中生有地捏造事实等行为。如招股说明书的过度包装造成盈利预测偏差严重；虚假陈述和操纵利润。

二是误导性陈述。上市公司对客观事实做出一种介于正确陈述和错误陈述之间的信息，使获悉人容易产生错觉的信息，给人们产生误导。

三是重大遗漏。上市公司对法令规定应予以披露或其它具有“重要性”特征的事项不予披露，使得市场参与者不能获得充分和完的信息，导致“不知情”投资行为的出现。对关联企业间的交易信息披露不够充分；对企业财务指标的揭示不够充分；对资金投资去向及利润构成的信息披露不够充分；对一些重要事项的披露不够充分；借保护商业秘密为由，故意隐瞒重要企业会计信息。

四是披露滞后。上市公司信息披露中的三大要素，即全面、准确和及时，其中信息披露的及时性，即易为人所忽略。有些上市公司，由于担心所披露的信息影响公司股票价格，往往迟迟不披露公司的重大信息，造成投资者由于未及时得到该公司的重大信息，或者错过获利的机会，或者被套牢而惨遭损失。还有现行制度造成的滞后性，如上市公司的十大股东和十大流通股股东都是随会计报表一同公布的，滞后 2 至 5 个月，等到公布时，公司的十大流通股股东早就发生了变化了，反而误导中小投资者作出正确的的决策。

五是提前泄露。上市公司提前泄露消息是个普遍现象。不少上市把重大消息提前吐露给相关人或庄家，在消息未公布之前，股票提前反应。如果是利空，则庄家提前走掉，留下的是中小投资者；如果是利好，股票提前连拉涨停，消息出来时，也是庄家撤退之时，中小投资者在利好的刺激下为庄家撤退接盘，最终被套牢。

六是信息披露的非主动性。不少上市公司把信息披露看成是一种额外的负担，而不是把它看成是一种应该承担的义务和股东应该获得的权利，因而往往不是主动地去披露有关信息，而是抱着能够少披露就尽量少披露的观念，这种认识上的偏差使上市公司在信息披露上处于一种被动应付的局面。产生这种现象的根本原因是上市公司在其经营管理方面存在着较多的不愿让公众知道的暗点，从而对信息披露产生一种害怕和回避的心理。

七是信息披露的不严肃性。尽管证券监管部门对上市公司的信息披露制定了不少的规定，但许多上市公司信息披露的随意性很强，不分时间、场合、地点随意披露信息，更有甚者未经监管部门批准，擅自决定公布涉及国家经济决策方面的重要信息，这些看似言之有据实为空穴来风的“消息”大大助长了中国股市的投机性。

（二）证券发行、上市、配股的信息不对称

目前在企业资金严重短缺而急需筹资等条件制约下，企业上市是筹资是一很好的途径。2001年3月，经国务院批准，我国开始实施证券发行上市核准制，由主承销商负责选择、推荐企业，中国证监会依法核准。从最近几年的运行情况来看，核准制仍然存在着非常明显的弊端，由于对承销商的责任追究缺乏可操作的具体规定，在市场诚信意识和自律观念比较薄弱的现实条件下，上市公司的信息披露质量则更加难以得到保证。企业为达到证券发行、上市和配股、增发新股的目的，并利用企业在证券发行、上市卖方市场的有利位置以实现企业利益的最大化，往往与中介机构如证券承销商、会计师事务所、律师事务所等串通，策划、编制投资项目、虚造财务报表，操纵利润，同时，组织某些券商研究机构、股评人士撰写各类褒扬企业的文章、评论，欺骗证券监管部门、市场和投资者。证券市场上广大的投资者在无法了解企业真实情况并依据企业公开披露的信息进行投资，导致投资失误，损失惨重。一项研究报告指出，上市公司配股增发前操纵

利润意图明显，配股后业绩明显下滑，甚至亏损而被 ST，这方面典型的公司有福建三农、襄阳轴承等。而且上市公司普遍存在募集资金项目论证不严格，随意变更募集资金投向现象，据深交所公司管理部对深市 52 家 2001 年内进行再融资的公司的募集资金的投资进度进行的不完全统计，严格履行招股说明书投资进度承诺的家数仅 11 家，投资进度不到 50% 的有 10 家，其中一家投资进度为 0%，募集资金完全处于闲置状态。2001 年度进行再融资的公司共有 21 家公司，存在变更募集资金用途行为。沪市有些公司甚至不履行应有的变更程序。会计手段成为利润操纵主要工具，共有 137 家公司存在会计政策变更，占全部公司的 27.02%，97 家公司存在会计估计变更，占全部公司的 19.13%，131 家公司进行会计差错调整占全部公司的 25.83%，除了因执行新的《企业会计准则》和财政部通知等合理因素外，上述变更调整中不乏应收款项、存货核算方法变更、资产减值准备计提比例变更等明显操纵利润的行为，其中最严重的是通过会计差错追溯调整，恶意操纵利润的行为，2002 年年度报告中实施追溯调整的公司共有 269 家，占全部公司的 53.05%，其中 8 家调整后盈亏性质发生变化。

（三）政策变动的信息不对称

目前中国证券市场的基本特征仍是“政策市”“投机市”，证券市场既是“经济晴雨表”，又是“政治晴雨表”，宏观经济政策的变动相应影响证券价格的波动。由于政策讨论、政策决定与政策发布之间存在时差，少数消息灵通人士可以提前获取政策信息提前在证券市场上迅速完成证券买进与卖出行为，从中获取证券价格波动的政策收益或回避证券价格波动的政策风险。而证券市场上绝大部分的公众投资人由于无法提前获取政策信息，只能被动地承受相应投资风险和收益，使投资者接收信息的有效性和投资者实施投资决策的有效性受到损害。假设是刺激股市发展的政策（比如当时可能正处于低潮），政策制订者可能为了自身的利益最大化，而将消息透露给关系好的投资机构，机构投资者、证券公司将首

先得到消息并作好准备，其中机构投资者为使自身利益最大化，可能勾结上市公司，争取证券公司等中介机构的支持，而上市公司的经营者与中介机构的管理者为了自身的利益，也可能与机构投资者“配合”，致使股价上涨。由于市场监管者一般与机构投资者关系近，他们对这种情况也不会深究，使这种情况愈演愈烈。这时，小投资者才从公开渠道得到政策消息，并逐渐从市场行为中理解政策意图，从而杀入股市，推波助澜，逐渐使股市投机气氛浓厚，终于失去了它本来的特性，而不利与经济发展与政局稳定，政府就又出台政策给股市“降温”，从而引起相反的过程，最终受损失最大的就是广大中小投资者。这个过程中管理者为实现自身效用最大化，必须完成政府规定的基本任务，会实施一定力度的监管，从而保证市场有一定程度的规范与发展。由于中国证券市场发展历史较短，还不太成熟，所以经常在这种大起大落中前进，给广大中小投资者造成严重损失。如 2007 年 5 月，中国股市疯涨，政府为了调控股市，准备出台印花税，但消息提前泄露，5 月 23 日中国财政部官员出来“辟谣”，说近期政府不会调整印花税，但辟谣不到一星期，5 月 29 日晚，财政部在网站上公布上调印花税的消息，5 月 30 日，股市大狂跌，连跌一周，中小散户损失惨重。如果这种情况不能得到很好治理，中小投资者将无利可图，会使他们逐渐远离股市，给国企融资与改革造成困难。

（四）上市公司重组、借壳信息不对称

资产重组是整合社会资源、优化资源配置，提高效率的有效方法。自 1997 年以来我国上市公司的资产重组以超常规速度发展，在股票市场形成一个独立的板块——资产重组股板块，有些股票在重组消息的刺激下，涨幅超过 400% 甚至数十倍，蕴含着较大的投资风险。重组中，信息不对称也表现得尤为突出，庄家利用价格、利润、题材、舆论、内幕、联手等多种手段操纵市场，谋取利润而使中小投资者的利益受到严重损害。随着本轮牛市的推进，有关上市公司整体上市、券商借壳、重组等等的各类传闻又开始漫天飞舞，尽管上市公司针对传闻的澄清

公告也此起彼伏，但似乎并不管用，因为在澄清公告出台前，大多数传闻公司的股价已经提前反应。投资者如果等到传闻被证实才买入，不少股票其实已经错失了最佳进入时机；而如果不管三七二十一先冲进去，又怕得到的是假消息。有的上市公司不知出于什么原因，澄清公告却“越澄越不清”。明明有时下热门的题材，却接连否认，不知情的投资者信以为真卖出了手里低位的股票，却反而成全了少数知情方，抛出的股票一天一个涨停，最后，上市公司又来一个 180 度大转弯，以前被否认的一下又全成了现实，这时，投资者卖出的股票已经很高了，有的投资这时又一头冲进去，接最后一棒。如 2007 年上半年热门题材，券商借壳风靡一时，某家券商借壳上市的“绯闻”特别多，前前后后涉及近 10 家上市公司，“绯闻”出现在哪家公司，哪家公司的股价就暴涨，接下来的就是澄清，再下来就是暴跌，跟风投资者稍一不慎，就遭受巨额损失。

在信息不对称这个问题上，上市公司重机构投资者，轻中小投资者或许是问题的一个根源。时下，有不少上市公司流行举办机构投资者交流会，也十分乐意接待机构的调研团队，通过交流会或调研，机构们往往能掌握上市公司的一些内部消息，有着“先知先觉”的便利。然后，这些信息通过机构的研究报告或其他渠道散布开去，便成了传闻。这些传闻十有八九是真实的，当被公司证实时，回头一看，股价已经高高在上，这让一些谨慎的投资者悔不当初。

（五）内部人控制现象相当普遍

由于现代企业制度要求经营权与所有权分离，在管理者与所有者之间形成了一种委托代理关系。由于企业所有者受资源、技术、经验等因素的制约，不能获取充分的信息，在信息不对称中处于绝对劣势，根本无法准确知道企业人员及其经营行为是否存在信息披露不充分的现象，外部投资者只能通过经营者提供的信息间接地评价企业的市场价值。加之资产价值评估缺乏相应的政府体系及操作规范，信用担保中的信息不对称，大股东利用多数投票权等；沪市 2002 年年报事

后审核发现，关联企业占用上市公司资金问题突出，在披露年报的 700 多家公司中，共有 267 家公司的年报反映出大股东直接占用了上市公司的资金，占用资金额达 203 亿元，此外大股东控制的子公司及其关联企业占用上市公司资金也达到 134.9 亿元。上市公司存在严重内部人控制现象，许多上市公司利用分配政策来影响股价，令投资者损失惨重。

（六）证券交易的信息不对称

由于利益驱动，上市公司利用企业自身掌握的可能影响证券价格的有价值的信息，伙同各类证券投资机构操纵信息，牟取利益。而且，上市公司操纵信息的方式、手段多种多样。例如，上市公司将信息有偿出售给特定投资人；上市公司与特定投资人密谋，公告虚假信息；上市公司与特定投资人达成默契，选择对双方牟利的有利时机公告信息，等等。操纵信息，欺骗和诱导投资者，而证券市场上广大的中、小投资者在获取上市公司信息的质量、及时性，全面性等方面皆存在不对称，必然容易导致投资决策失误，投资风险增加，投资损失惨重。

如果这些情况不得到制止，就会导致更多的上市公司进行虚假信息披露，最终是证券市场混乱，投资者利益受到极大损害。而对于严格遵守信息披露制度的上市公司来说，其企业的内在价值没有得到与其他上市公司相应的市场回应。因此，证券监管部门必须从分析上市公司自身利益出发，构建上市公司信息披露监督机制和激励机制，防止或减少证券市场中的道德风险。

四、中国证券市场信息监管存在的问题

信息不对称与中国证券市场监管落后息息相关的。中国的证券市场从建立到现在，时间短，很不成熟，信息监管方面存在的问题是较多的。

（一）信息披露监管的时效性差

目前表现在信息披露监管上的主要问题首先是发现不及时。证监会及其派出

机构和证券交易所是证券市场最主要的监管者。在 IPO 阶段由证监会负责信息披露的监管。首次公开发行股票招股说明书的信息披露最为详尽、全面，按理说应该最容易从招股说明书中发现问题，但从已经查处的案例来看，不少在招股说明书中疯狂作假的不法行为并没有被及时发现。本来是不具备上市资格的公司，但经过企业的包装和中介机构的审计造假，居然变成一家名牌企业。交易所对上市公司信息披露的监管主要是在持续披露阶段，对上市公司提供的定期报告和临时报告进行审查。事实上，以目前交易所的人力、物力尤其是对定期报告，在各上市公司定期报告相对集中的时间内认真地审核众多上市公司上报的信息披露材料是很难做到的，这就造成了事实上的审查不严，不能及时发现问题。证监会是信息披露监管的最后一道防线，但似乎正是因为处于监管二线的位置，除了在 IPO 阶段证监会直接接触到上市公司的信息披露材料外，在持续披露阶段，证监会不与上市公司的信息披露材料直接接触。同时，证监会又缺乏充分有效的接触上市公司的途径，监管起来缺乏第一手资料。另外，证监会从事监管的人力也严重不足，如银广夏事发之前，证监会曾经做了两次巡回检查但都没有发现问题。所以说，在持续披露阶段，尽管有两道防线但两道防线各自本身就有许多漏洞，即使前后设防，也不能及时有效地发现问题。

此外，除了信息披露监管不及外，对违规处理也不及时。监管部门动作缓慢，对于已经发现的问题也未能采取措施，及时处理，很多重大事件至今仍悬而未决。对于当初蒙混过关、欺诈上市的公司发现后却承认既成事实，并没有及时公开的处罚；对于按《证券法》规定早已丧失上市条件的公司长期不能退市，严重影响证券市场的运行效率，进一步恶化了这些违规行为给证券市场带来的负面影响，加剧了对投资者利益的侵害。

（二）处罚力度不够

按《证券法》的有关规定，制定虚假发行文件而发行证券的，应责令停止发

行，退还募集资金，并处以非法募集资金 1% 以上 2% 以下罚款，对直接责任人给予警告，并处以 3 万元以上 30 万元以下的罚款，构成犯罪的，依法追究刑事责任。可是迄今为止，违反有关规定而欺骗上市的，甚至上市后还继续欺骗股民的上市公司，已经被多次揭露，但并没有严格按以上规定给予处理。惩罚过轻，难以形成惩前毖后的威慑作用。法律责任缺位、违规成本低是上市公司敢于造假的原因之一。证监会对上市公司及相关责任者的处罚主要是警告、罚款和撤换主要管理人员，并无其它实质性的惩罚措施。如最近媒体报道，大唐电信 2004 年虚报利润 3000 多万元，2007 年证监会调查后只给予 30 万罚款了事。要不是进行虚报造假，按规定大唐电信早就该退市了，大唐电信用区区 30 万元换来不退市结果，还是划算的。至于其它参与造假者，如有关政府部门，在现有的法律中还找不到明确的条文来追究当事者的责任；对违规中介机构的处罚也只是一点微不足道的罚款。这些都在一定程度上助长了违规者造假的积极性。

（三）股民因上市公司虚假信息而遭受损失获得赔偿难

中国股民历来受各种证券欺诈行为所困扰，他们本可根据《民法通则》、《公司法》和《证券法》的相关规定向上市公司及相关责任人索赔，然而自 1998 年上海股民姜女士向上海市浦东新区人民法院起诉红光实业以来数十起股民诉讼均以或者不予受理或者败诉告终。2001 年 9 月，最高人民法院通知暂不受理涉证券民事赔偿案件，更是关上了股民诉讼的大门。股民的权益虽然受相关法律的保护，却没有了司法救济的途径。尽管证监会的处罚力度很大，采取的却仍然是行政责任，广大受害投资者并没有获得应有的赔偿。直到 2002 年 1 月 15 日，最高法院发布了《关于受理虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》，为股民起诉虚假陈述者打开了一条缝。2003 年 1 月 9 日《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》（1.9 规定），使《证券法》给定的部分股东民事权利有了得以维护的基础。至此，股市对中小投资者的

保护终于“有法可依”了。2002年年初，中国证监会和国家经贸委联合发布了《上市公司治理准则》，重申公司法规定的股民诉讼的权利。不久，最高人民法院发布了上述通知，并声称其他证券欺诈案件亦将逐步受理。然而从东方电子、大庆联谊、圣方科技案看，中小股民诉讼之路困难重重，诉讼遥遥无期，索赔难。原因是：

首先，法院受理虚假陈述民事侵权案件，须以中国证监会及其派出机构已对虚假陈述行为进行调查并作出生效处罚决定为前提，股民诉讼必须将查处结果作为民事诉讼的事实依据。将中国证监会的生效处罚决定作为民事诉讼的前置条件，其直接的后果是股民诉讼之路将更加漫长，损失无法及时挽回。中国证监会的调查与处罚将会是个漫长的过程，而且是否处罚也得由中国证监会决定。假定中国证监会作出了处罚决定，上市公司即使仅仅是为了拖延被诉的时间也会申请复议，然后不服复议决定提起行政诉讼，还可以提起上诉。如果在这过程中，上市公司在每个环节均败诉，中国证监会的处罚决定才能生效。将中国证监会的生效处罚决定作为民事诉讼的前置条件的另一后果就是股民即使胜诉，也可能得不到赔偿。《证券法》规定如果上市公司应当承担民事赔偿责任和缴纳罚款、罚金，其财产不足以同时支付时，先承担民事赔偿责任，但是按照通知设定的程序，将会出现行政处罚已执行完毕，而民事诉讼尚在进行之中，最终无财产可供执行的局面，《证券法》保护投资者权益的规定也会因此而落空。此外，该通知将直接导致中国证监会疲于应诉。

其次，通知规定对于虚假陈述民事赔偿案件，人民法院应采取单独或者共同诉讼的形式予以受理，不宜以集团诉讼的形式受理。集团诉讼在我国《民事诉讼法》中称之为代表人诉讼，当诉讼标的是同一种类、当事人一方人数众多时，可以由代表人进行诉讼，代表人的诉讼行为对其所代表的当事人发生效力，特别在当事人人数不确定的情况下，法院作出的判决、裁定，对参加登记的全体权利人

发生效力，未参加登记的权利人在诉讼时效期间提起诉讼的，适用该判决、裁定。代表人诉讼可以降低诉讼成本、方便诉讼。但是非常遗憾的是，通知排除了集团诉讼的可能性。

第三，通知对虚假陈述民事赔偿案件统一实行原告就被告的原则，股民只能向上市公司所在直辖市、省会市、计划单列市或者经济特区中级法院起诉上市公司，向上市公司机构所在地法院起诉。大家知道，上市公司均是各地的优秀企业，其能够上市在很多情况下也是各地政府努力的结果，甚至不排除政府参与做假的可能，在存在比较严重的地方保护主义的背景下，由上市公司所在地法院审理该类案件，其诉讼前景令人堪忧。而且，在我国，深受证券欺诈之苦的往往是中小投资者，要求他们单独到上市公司所在地起诉，无疑会增加他们的经济负担。在诉讼前景不明，且要承担较大经济支出的情况下，如果不能就近起诉被处罚的机构，很多人可能只能被迫放弃起诉的权利。

此外，股民诉讼还得面临如何证明虚假陈述与投资损失之间的因果关系、损失的计算、举证等技术性的障碍。这些都阻碍着股民向上市公司起诉。

（四）反内幕交易制度没有切实落实

内幕交易是一种证券欺诈行为，内幕人员通过其掌握的未公开的价格敏感信息，为获取利益或减少损失而进行证券交易活动，使普通投资者蒙受损失，并严重损害证券市场秩序。在一个有效的证券市场，有关证券价格的信息应当是公开的，投资者在信息的占有上应该是平等的。内幕交易违背了公平、公正、公开的基本原则，它使少数人利用其特殊地位，谋取不正当利益，严重影响市场信誉，并极易并发其他证券违法犯罪活动。从表面上看，我国证券法规经十几年来的发展，反内幕交易制度还是比较完备的，甚至可以说在内幕交易立法的某些方面已达到国际水平。由于体制上和证券监管机制等方面的原因，我国证券市场发展的十几年，也是内幕交易持续不断的十几年，无论是有关专家学者还是证券市场业

内人士都普遍认为，内幕交易是我国证券市场健康发展亟需严肃对待的重要问题。

（五）缺乏必要的信息隔离制度

从我国证券市场实际情况看，由于缺乏有效的信息隔离制度，或虽有制度但缺乏对那些有着背景的证券机构的有效监管，市场敏感信息在那些具有这样或那样血缘关系的各不相同利益机构之间，一直在非法相互沟通，而且相当严重，其实质是滥用信息的违法行为。主要表现为三种情况：

一是综合类证券公司内部存在信息非法流通问题。综合类券商在经营中可以分散风险，获得规模经济效益，并进行最大限度的竞争，但在其内部明显存在着利益冲突和身份冲突。综合类券商自营业务部门，实际上是以自己的名义作为当事人一方，自己决策从事证券买卖，为自己获取利润，也自负风险，因此，券商的自营业务也必须与其他投资者一样按交易规则公平地从事证券买卖。综合类券商除了自营业务外，还具有证券承销和证券经纪业务，由于业务关系，券商在从事承销和经纪业务中可以得天独厚地获取不为市场其他投资者所掌握的有关证券的重大信息。如果允许其内部的承销部门、经纪部门和自营部门之间信息相互流通，内幕交易则不可避免，信息公开制度失去应有意义。这类现象在我国证券市场中是司空见惯，以致于人们见怪不怪，而券商也习以为常，但这样做确实是很严重的违法行为，严重者也是可以构成犯罪的。

二是证券公司与证券投资基金之间也严重存在信息流通问题。许多大型证券公司都是证券投资基金管理公司的人股东，照理说，证券公司和投资基金同为证券市场的投资主体，是存在利益冲突的，他们之间的证券信息在制度上也是应该加以隔离的，否则就会发生证券市场信息的混乱，产生内幕或联手造市就不可避免。在市场中时常可以发现某证券公司自营部门与其所关联的投资基金在持股上惊人相同，或在某证券上出现彼增此减对倒现象，出现这类现象也可能有些是正

常的，但绝不能排除是非法共用证券信息所致。

三是在投资基金管理公司所辖的若干投资基金之间，甚至在虽属不同基金管理公司但却存在可能不为市场所知悉的历史渊源关系的投资基金之间，其信息的非法流通现象也是十分严重的。为什么那么多投资基金的持股结构雷同？为什么多家基金对同一证券重仓持有？为什么基金重仓持有的证券能够持续涨停或一路下跌？这决不是正常的“英雄所见略同”的市场行为。稍有证券知识的人都会知道，这类现象就是证券法所明令禁止的“通过单独或者合谋，集中资金优势，持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖，操纵证券交易价格”的欺诈行为。

（六）对证券投资咨询信息基本上放任自流

众所周知，我国证券发行、交易、信息公开等制度缺陷是较多的，但相对而言，我国证券投资咨询制度的规范性更差，缺陷更多，也最易为证券违法犯罪分子所利用。近几年，临管部门加大了证券投资咨询业监管，如打击“黑嘴”，禁止投资咨询机构推荐股票收取会员会费等。但其实质问题并没有得到根本解决。比如行业缺乏组织及自律；没有建立证券咨询业举报制度；没有及时查处违反证券投资咨询信息管理制度的行为；还未涉及证券投资咨询侵权民事赔偿制度。

五、加强信息监管力度，保护投资者的利益

（一）规范信息披露制度

要使市场正常运作且资本得以有效配置，就必须倡导信息的高度透明。透明的信息披露应该包括三方面的内容：一是应使用全球通用的会计准则编制的相关财务信息。这样的信息能够帮助投资者对所有企业的状况进行比较。二是制定行业标准，将使投资者能够依据具有一致性的财务信息，对行业内企业进行比较。三是披露公司特定信息。即信息披露不仅仅局限于历史财务信息，还应该包括企业战略，市场环境以及企业高层主管的薪金。这种模式要求“企业财务报告供应

链”中的每个组成部分包括企业高管，董事会，注册会计师，财务信息发布人，金融财务分析师，会计准则制定者和监管者的行为都能以倡导高度透明，高度责任心和正直诚信的精神为准则。

建立证券市场信息监管可操作性制度，制定严格的信息监管措施，并严格执行，从严监管。具体而言，证券市场信息监管制度规定的信息披露应遵循以下五点原则：

1、可靠性原则，要求上市公司不论于何时何地以什么方式披露信息，均应保证所披露的信息真实准确和完整。为保证这个原则，注册会计师的监督职能决不容忽视。

2、相关性原则，要求上市公司披露的信息在内容上不仅具有反馈的作用，即供投资者将过去的预测与目前的公司实绩相对照，以求分析差异，而且还应具有前馈的作用，即可以帮助投资者通过对公司未来的理性判断，作出合理的选择。相关性原则还要求公司披露信息要及时。一方面，反映了证券市场吸收信息的能力和反映信息的程度；另一方面，及时的信息公开是信息不对称性的动态表现。市场上不同层面或区域的投资者群体在信息获取及时性上的差异要求管制者的介入以确保接收信息的同时性。特别是要改革上市公司十大流通股股东信息按季公布的做法，证券交易所要按月公布上市公司的十大流通股的信息，以保证信息的公开透明，使机构投资者共同操作一只股票“阴谋”及时暴露于光天化日之下。

3、充分披露原则，要求上市公司披露的信息要让投资者能够足以了解公司的全貌，事件的实质，问题的处理结果。在理论上所有影响投资者投资决策的实质性信息都应得到披露。

4、重要性原则，要求上市公司披露的信息不能事无巨细，面面俱到，应有针对地对公司的过去业绩，未来趋势，尤其可能对公司股票的市价产生较大影响的事项，作重点披露。

5、统一性原则，要求上市公司披露的信息在内容与格式上统一，主要体现在要符合所规定的标准，如国际证券业协会规定要求所披露的信息应采用通用的国际会计与审计准则。唯有如此，才可能使投资者对各类公司的股票品质作出合理的判断，使证券市场得到规范化的发展。

总之，公司治理一个重要标准就是要打开黑箱，依据以上原则提高信息披露的透明度，制约上市公司虚假信息的生产，真正保护股东利益，平等对待股东各方利益。

（二）加强违规披露信息的惩罚力度，完善信息披露的民事赔偿制度

加强监管和惩罚力度，对解决证券市场的信息不对称问题具有非常重要的意义。实践证明，科学合理的制度只是保证证券市场信息对称的必要条件，各项具体制度的真正落实才是保证证券市场信息对称的充分条件。而要保证各项制度的落实，则必须加强监管力度和对违规行为的惩罚力度。我们应该借鉴发达国家成熟证券市场的监管经验，充分利用互联网、各种媒体、中介机构以及专家学者等社会资源，构筑一个多层次全方位的监管体系，使制造虚假信息和违规披露信息的不法行为无藏身之地。与此同时，还应该进一步加强对违规行为的惩罚力度，严厉打击和处罚编造虚假报表、提供虚假信息的不法行为，提高违法违纪者的边际成本。要树立这样一种执法观念，违法必须受到惩罚，而且惩罚的力度一定会远远大于违法所得到的收益，只有这样，才能够对潜在的违法者起到真正的威慑作用。

民事赔偿制度通过责令违规者赔偿受害者的损失，可以有效地剥夺违规者通过违规行为所获得的非法利益，也可以有效地调动股民参与对上市公司的监督。在成熟市场国家，特别是在美国，小股东可以提起民事诉讼，要求证券违法者承担信息披露民事违规违法责任。虽然我国的小股民现在可以向法院起诉上市公

司，要求因上市公司虚假陈述遭受到的损失得到赔偿，但按目前的法律，小股民诉讼艰难。笔者建议借鉴美国的经验，从保护中小投资者的利益出发，确立可以操作的诉讼机制，即股东集体诉讼制度和股东代表诉讼制度，切实加强对违规信息披露者的外部约束。

（三）加强上市公司管理，完善证券发行上市审核制度

证券市场信息不对称和风险产生主要根源在于上市公司。规范上市公司行为，提高上市公司质量，降低证券市场风险，提升证券市场效率，实现证券市场信息对称，保护投资者利益等，无不与上市公司相关。因此，加强对上市公司的监管，意义重大。一方面，在加强企业改制、证券发行、上市监管的同时，还需要加强对上市公司证券上市、交易后的监管，在上市公司资产重组、收购兼并、股权变动、投资项目重大变动、高级管理人员变动、信息披露等各个方面实施有效监管。另一方面，加强对上市公司关联交易、内幕交易活动的监管，做到事前严密监督与事后严厉处罚相结合，彻底纠正上市公司的非规范运作行为。

目前我国证券发行已由行政审批转向市场核准，证券发行定价由计划定价转向市场定价，通过建立由证监会发行、上市监管机构和社会上各方面专家共同组成的证券发行审核委员会，共同核准证券发行。要进一步完善证券发行审核制度，严格审核上市公司的质量，杜绝“寻租”行为，确保证券市场诚实信用与“三公”原则的执行；另外，证券发行定价要由证券发行人、证券承销商和机构投资者根据市场实现定价，真实反映上市公司质量，降低市场系统性风险。

（四）加强证券中介机构的证券自律管理和信用管理，对新闻媒体的信息披露进行依法规范和加强媒体的非正式监督的作用

证券产品价值的特殊性决定了证券市场的特殊性和证券行业的特殊性，自律管理和信用建设是证券市场管理的重要组成部分。我国证券业的自律管理主要由证券交易所、证券业协会和证券商组成。在实际运作中，各个层面的自律管理虽

都初步订立了各自的章程和规则，但并不完善，总体处于比较松散的状态，而且自律行为差，加之一些证券商内部控制制度不严，个别券商，个别人的违规行为容易对市场造成严重的不良后果。因此，完善证券自律管理必须从每一个证券商建立内控制度入手，各地证管办对辖内证券机构严格清查协助其建立起高效的自律管理机制，进而在证券业协会的统一组织、协调下，形成真正的证券自律管理体系。目前我国证券中介机构的信用管理制度比较混乱。许多违法中介机构日常营业中屡屡触及处罚底线，监管者发现甚少，即使发现了也是一罚了之，造成了中介机构和从业人员鱼龙混杂，信用体系失真。因此必须建立一套信用体系，对中介机构和从业人员的信誉程度进行动态评定，在不同的信誉等级要有相应的业务禁止范围，防止中介机构越轨经营，这样可以将违法行为限制在一定范围之内，可以有效地降低监管成本。同时对违规中介机构，要提高违规成本，让严重违法的中介机构和从业人员从证券行业中彻底出局，彻底丧失从业资格，这对违规者来说，才是有效的、彻底的监管。

新闻媒体是双刃剑，能宣传虚假信息也能通过它来注视和监督上市公司的财务状况。一方面，利用媒体宣传虚假信息的情况仍然存在。据有关部门调查，证券市场上有部分利益集团通过经济手段，用广告、赞助活动、订报纸帮发行、送红包等形式拉拢一些新闻媒体发布有利于他们的不对称信息，而广大中小投资者由于加工信息的能力比较弱，他们往往依据媒体发布的信息进行投资决策，结果一些上市公司从中大获其利，而中小投资者却深受其害。这种情况也应引起监管部门、媒体从业人员的高度警觉，发现一起，坚决打击一起。

另一方面，媒体在证券市场起着监督作用，可以通过舆论评价与监督所具有的“放大器”作用，增加上市公司信息披露不规范的成本，如声誉损失成本，以促使上市公司进行及时、准确、完整的信息披露。我国《证券法》没有涉及新闻媒体对证券市场监管的条款规定，中国证监会的法规对证券市场的媒体监督亦无

规定。我国没有颁布《新闻法》，财经媒体对证券市场的监督权力只是源于宪法赋予公民和组织的言论自由权。由于对财经媒体监督市场参与者行为和执法机关的监管活动的权力缺乏具体的法律条文作为保障，媒体的报道和批评权得不到充分的法律保护，加上理论认识的不足，使得媒体监督在证券市场监管中的地位和作用长期以来没有得到应有的重视。媒体对证券市场的监管的作用，特别是对行政监管活动的监督作用还远远不够。在目前的情况下，如果《新闻法》不能制定颁布，那么在未来修改《证券法》时，应该考虑对媒体监督证券市场各种活动的权力，包括监督行政监管执法活动的权力给予明确规定，证监会也应制定主动接受媒体监督的规定，以增强自己执法活动的公开性和透明性，减少官员假公济私、贪赃枉法等腐败行为的发生，预防腐败造成的监管“失灵”，提高行政监管的执法效率和执法质量。从而充分发挥媒介监督的作用。

（五）从市场角度入手，利用市场来调节和控制信息披露

我国股票市场上的风险管理，面临着系统性风险不稳定的问题。解决这个问题，除了一般意义上的制度建设之外，如信息披露制度的完善、监管体系的健全等，更重要的还是要从市场入手，用市场行为来解决由市场本身带来的问题。

1、支持发展机构投资者。目前股票市场操纵行为存在的一种重要原因在于少数的主力交易者具备了对市场的绝对影响和控制能力，这种控制能力很大程度上是由资金、信息优势产生的。所以要从根本上防止操纵行为的发生，就必须改变这种资金、信息优势。大量具备同等的资金、信息优势的机构投资者的产生和发展是改变这种力量对比的一种重要渠道。这种机构达到一定的数量，主力交易者所具备的信息优势也就不成为优势了，而且更为重要的是，他们之间的关系就会逐渐的由原来的互相合作操纵市场向互相竞争转变（因为即使合作也无法操纵市场），从而就可以促进我国股票市场环境由垄断向竞争的有效转变。

2、大力发展衍生证券等金融工具。由于我国资本市场投资品种单一，除了

存款、购买债券之外，股票市场就是投资者唯一的投资选择，这也为主力交易者操纵行为建立了巩固的防线，即主力交易者不会担心因自身操纵而让其他散户投资者离开市场。因此只有建立多种可供投资者自由选择的投资品种，才能改变这种状况。特别是由于衍生证券等金融工具和股票市场之间的密切联系，它所具有的卖空机制就可以很大程度的限制主力交易者的操纵行为。

（六）加强立法，建立信息隔离制度

根据我国《证券法》之规定，综合性证券公司可经营证券经纪业务、证券自营业务、证券承销业务和经国务院证券监管机构核定的其他证券业务。由于可以兼营多项业务，综合性证券商在日常经营中能掌握不少内幕信息，为维护普通投资者利益，各国均严令禁止证券商的内幕交易行为。但从各国有关内幕交易的立法来看，禁止内幕交易的法律制度通常只是规定内幕交易的构成要件，并对内幕信息、内幕人员进行定义。这些禁止性条款对证券商只具有事后效力，即仅能对实施了内幕交易行为的证券商进行惩罚，无法防患于未然。要促使综合性证券商不进行内幕交易，还有必要采取防止内幕信息在综合性证券商内部各部门之间泄传的制度，以防止一部门掌握的内幕信息被另一部门滥用。除了综合性证券商内部各部门信息传递之外，目前我国券商与券商、券商与基金部门的沟通和交易现象很普遍，他们通常以学术研讨、会议交流、购买对方的市场研究报告等形式进行信息沟通和传递，导致市场上主流机构对某一只股票“抱团取暖”，共同拉抬，对散户形成很大的影响。这对广大中小投资者来说也是非常不公平的。

因此，我国今后的证券立法应对《证券法》进行完善，建立适当的信息隔离制度，对违反信息隔离规则，滥用内幕信息进行交易的机构，由证券监管部门予以处罚，保护中小投资者的利益。

（七）严格执法，打击内幕交易

早在证券市场建立伊始的 1991 年，地方法规中就有禁止任何单位或个人利

用内幕消息从事证券交易的规定。如《深圳市股票发行与交易管理暂行办法》第43条第四项、《上海市证券交易管理办法》第3条等；1993年4月，国务院颁布了《股票发行与交易管理暂行条例》，其中第72条进一步完善了内幕交易的有关立法；同年8月，国务院证券委经国务院批准，颁布了专项打击证券市场欺诈行为的法规《禁止证券欺诈行为暂行办法》，将内幕交易列为首要打击的证券欺诈行为；1997年修订的新刑法增设了内幕交易罪；1999年7月1日正式实施的《证券法》将内幕交易列入证券法所禁止的交易范畴，对内幕人员定义的范围更宽了，对内幕交易行为的惩罚更重了。新《刑法》和《证券法》的先后颁布与实施，标志着我国在反内幕交易法律法规建设上已经进入了一个新的时期。这固然会令人们感到欣喜，但同时在有些方面也确实让人们有理由感到忧虑。因为，法律的完备不等于法制的完备，仅有法律法规，而没有实际的贯彻实施同样是法制建设中的致命缺陷。而我国反内幕交易的法制建设就是这种现实。因此，仅仅有相关法律法规是不够的，真正将我国反内幕交易法制建设完善起来，尚需在严格执法上作出更大的努力，加大打击内幕交易力度，让制造内幕交易的人无利可图，甚至是倾家荡产。

参考文献

- [01] 张秀菊 赵文英:《证券市场信息披露监管必须到位》,《经济论坛》2003年15期;
- [02] 崔奇:《证券市场信息披露的规范与监管问题研究》,《财政金融》2003年6期;
- [03] 赵晓:《证券市场信息管制方面存在的几个问题》,《经济师》2003年10期;
- [04] 李英红:《信息不对称理论与中国证券市场信息披露制度》,《山东商业职业技术学院学报》2005年4期的;
- [05] 张艳:《信息博弈与监管:我国证券市场监管新视角》,《管理世界》2002年5期;
- [06] 周媛婷 李栋亮:《我国证券市场信息披露制度探析》,《经济与管理研究》2001年5期;
- [07] 李娜 胡新华:《我国证券市场信息披露的监管研究》,《山东商业职业技术学院学报》2004年3期;
- [08] 谢非:《综合性券商信息隔离制度研究》,《财经理论与实践》(第112期),2001年7月;
- [09] 钟巍 纪建悦:《我国证券监管信息结构的现状、问题及对策探讨》,《金融与经济》2004年10期。
- [10] 台冰:《论我国证券业信息隔离监管制度的缺失与完善》,《深交所》2007年5期;
- [11] 黄伟亚:《信息控制与证券市场监管》,《金融理论与实践》20004期;
- [12] 谢非:《综合性券商信息隔离制度研究》,《甘肃政法学院学报》2001年6月(总57期);
- [13] 陈文汉:《我国证券市场信息不对称的博弈分析及政策建议》,《华东经济管理》2004年6月(第18卷第1期);
- [14] 胡新宇 谭运进:《我国证券市场信息不对称问题研究》,《集团经济研究》2006年4月上半月刊(总第195期);

- [15] 陈风华：《证券市场信息不对称下风险防范的博弈分析》，《吉林财税高等专科学校学报》2006年第1期（总第78期）；
- [16] 饶丽佳，王飞：《我国证券市场信息披露制度存在的问题以及对策分析》，《价值工程》2006年第2期；
- [17] 蒋美云，《中美证券市场信息披露制度比较》，《商业经济与管理》，2001年第11期（总第121期）；
- [18] 张秀菊，赵文英：《证券市场信息披露监管必须到位》，《经济论坛》2003年第15期；
- [19] 李为：《中国证券市场信息监管问题分析》，《社会科学战线》1997年第2期。
- [20] 罗翔雄：《证券市场信息披露制度不健全原因剖析》，《企业经济》2001年第11期。