

## 关于证券投资者权益保护的思考

靳莉莉

我国证券市场自 1990 年形成以来，为我国国有企业改制、上市公司融资等经济目标的实现发挥了巨大的作用，初步建立了规模较大的市场体系。但由于目前我国的证券市场还处于起步期，存在着外部环境不完善，上市公司质量不高，证券公司违规操作，投资者自身缺乏必要的专业知识等问题，不可避免的会因为信息的不对称而给投资者带来损失。而有效的保护投资者的利益是证券市场繁荣发展的基石。国际证监会组织（IOSCO）将保护投资者列为证券监管三大目标——保护投资者；确保市场公平、有效和透明；减少系统风险之首。所以有必要对投资者权益进行保护。

### 一、证券投资者权益保护不足的原因分析

#### （一）法律和基本制度不完善，监管存在漏洞

保护证券投资者的合法权益是证券市场健康运行的基础，是促进证券市场持续、稳定、健康发展的持续动力。2004 年初，国务院颁布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》。《意见》要求加强资本市场基础建设，建立健全资本市场发展的各项制度，切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益，营造资本市场稳定发展和健康发展的良好环境。2005 年 4 月 29 日开始的股权分置改革的核心也是保护投资者的合法权益，新修订的《公司法》、《证券法》也健全了对中小股东利益的保护机制。

虽然有关证券投资者的法律法规不断出台，基本制度逐步完善，但还是存在着一些问题。第一，新修订的《公司法》、《证券法》虽然对证券交易、证券发行和上市公司的收购等规定了一些条件和要求，但是这些法律侧重于从宏观上进行立法，对于相关的规章制度并未从微观上予以细化，投资者在对照法律行使自己的权利时会出现各种困难。第二，信息披露制度存在缺陷。我国《公司法》、《证券法》及相关法律确立了证券发行信息披露制度和持续信息披露制度，规定了公司上市信息和收购的有关信息公开制度，但《证券法》对信息披露只做了框架性的规定，上市公司的信息披露还存在着诸多问题，主要是不及时予以公告；发布和散布虚假信息，小道消息盛行；对应披露的信息不作全面地披露，而是采用避重就轻的手法，故意夸大部分事实、隐瞒部分事实，使用模棱两可的语言进

行披露。公司披露的真实性、及时性和规范性得不到保证，一定程度上损害了投资者的利益。第三，监管存在漏洞。信息披露制度通常对上市公司资产情况及变动，购买者持有证券进行披露，即对已进行信息披露的公司的这些信息、数据进行核查，对信息披露的不实和偏差进行监督和责令整改，但是对信息披露的遗漏及未披露原因却未重视，监管方无从对那些遗漏的信息所关联的事项进行监管。另外，对于证券公司操纵市场行为的监管还存在一些漏洞。

## （二）上市公司质量不高

一些上市公司在股票发行和上市时，虚构公司的资产和业绩，虚增利润以达到上市和发行股票的目的。同样，一些企业在发行债券和短期融资券时，虚构企业业绩，提升企业质量，以此通过评级机构的评级指标，达到融资的目的。还有一些上市公司在发生兼并重组进行管理层收购时，公司的管理层通过调剂或隐藏利润的方法扩大账面亏损以达到低价收购的目的，并且很多进行管理层收购的公司对收购资金的来源以及还款方式等并不披露，都讳莫如深。定价方面多为暗箱操作，桌面交易和案下交易互补。这一方面导致了国有资产的流失，另一方面在一定程度上损害了投资者的利益。

## （三）投资者缺乏必要的专业知识，自我保护意识不强

证券市场中推出的创新产品以及交易机制对投资者的专业水平要求较高。而我国证券市场大多数投资者是中小投资者，他们没有投资专业知识，投机色彩很浓，自我保护的意识不强，在很多情况下受损害的投资者不去积极主动地维护自身权利，在一定程度上助长了不法分子内幕交易、操纵市场等行为。

## 二、完善证券投资者保护制度的对策和建议

针对证券投资者保护制度存在的问题，我认为应从以下六个方面来完善：

### （一）完善相关法律和基本制度

第一，我国关于证券投资者保护方面的法律依据散见于《公司法》、《证券法》等法律法规中，目前尚无专门的法律，对出现的一些损害投资者利益的行为是“头痛医头，脚痛医脚”，如此这般在现有法律上对细枝末节的修修补补，还不如制定一部系统的、完整的《证券投资者保护法》，这样才能使证券投资者的利益确实有法可依，切实保障投资者的利益。第二，虽然新修订的《公司法》、《证券法》具体规定了上市公司、董事、监事、高级管理人员的诚信义务及民事责任；补充

和完善了内幕交易、操纵市场、欺诈客户等违法行为的民事赔偿责任,但我国证券法律中没有对民事诉讼的时效进行专门规定,参考《民法通则》一般诉讼时效为两年,最长时效为 20 年,对于瞬息万变的证券市场显然过长。我国可参考美、韩等国对诉讼时效的立法,规定违反信息披露义务的民事责任的诉讼时效为一年,自请求人知道或应当知道权利被侵害之日起计算,但是从权利被侵害之日起超过 3 年的,其请求权失效,这将有利于督促投资者及时行使权利。此外,还应该完善证券合同法的内容;废除对被告进行行政查处或判决的前置程序;提倡派生诉讼和集团诉讼方式。第三,我们应该避免立法中的“重实体轻程序”的倾向,加强对诉讼的保护力度,拓宽诉讼的渠道,完善股东派生诉讼制度。同时进一步扩大民事责任涉及的范围,设计详细、缜密的民事责任的具体规定,使之有较强的操作性。

## (二) 完善监管体系, 加大监管力度

第一, 应该坚定监管目标。证券监管工作的重中之重是保护投资者的利益, 证券监管工作必须始终坚持贯彻落实科学发展观, 坚持把保护投资者特别是公众投资者的合法权益, 作为资本市场各项工作的出发点和落脚点。证券监管应坚定监管的目标, 即如何维护和体现市场自由、平等的真正内涵, 如何公正的对待证券市场的参与者, 保护其合法权益。

第二, 充分运用监管信息, 消除监管渠道障碍。监管活动从本质上是一种事前行为, 而我国的证券市场发展中出现的违规现象, 监管机构只能充当“救火队员”的角色。因而监管机构应利用已经掌握的信息, 消除监管渠道中存在的障碍, 在事前防范, 尽可能把违法违规的行为消灭在萌芽状态, 以保证证券市场健康有序发展, 维护投资者的权益。

第三, 完善监管体制, 加大监管力度, 保持监管的独立性。相关法律法规对监管机构的职责规定过于笼统和宽泛, 使其在执行过程中弹性过大, 失去了强制性, 因而应该细化和明确监管机构的职责, 严格按照法律行使监管职责。对于监管对象, 应该进一步加强对证券公司的综合治理工作, 努力解决上市公司虚假信息披露, 违规占用上市公司资金和操纵市场这三个顽症, 加强对注册会计师、律师及事务所等中介服务机构的审查。在监管权力上, 我国可以借鉴美国 SEC 兼有立法、执法和准司法权以及独立行使对证券市场的全面监管的特征, 增加我

国监管机构的“准司法权”。同时，还应该保持监管机构的独立性，确保监管政策的统一性和连续性。

此外，证券市场的监管体系应做到监管机构监管和市场参与者自律相结合，逐步建立政府监管、行业自律、交易所把关的“三位一体”的监管机制。

### （三）加强对信息披露的监管

美国大法官 Louis. D. Branders 对信息披露制度作了这样的阐释：“公开制度作为现代社会与产业弊病的矫正政策而被推崇。阳光是最好的防腐剂，电灯是最有效的警察”。信息披露制度应符合的标准有：真实性、全面性、及时性、适法性和易得易解性。我国证券市场信息披露的完善主要是解决好信息的准确性、及时性和保密性三方面，加强法律的可操作性。

第一，明确信息披露的内容。公司披露的重要信息至少应包括：公司概况、公司目标、资产和经营状况、股权结构及其变动情况、董事长、董事、经理等人员情况及报酬、与利害相关者有关的重要问题、财务会计状况、可预见的重大风险等。证券发行和交易中应公开的信息包括招股说明书、上市公告书、定期和临时报告等。上市公司持股变动的信息披露义务人应披露的内容包括：上市公司持股变动报告书、要约收购报告书、被收购公司董事会报告书等，涉及收购的上市公司信息披露包括关联交易的情况，兼并重组概况及有无涉及管理层收购等信息。同时，应鼓励股东披露自愿信息，进一步增加非财务信息和前瞻性信息的披露。

第二，健全信息披露的相关法律法规。修订前的《公司法》、《证券法》涉及较多的刑事责任和行政处罚，缺乏民事责任。虽然修订后的《公司法》、《证券法》明确和细化了对投资者损害赔偿的民事责任制度，在信息披露方面也新增了民事责任条款，但是对于相关责任人应承担什么样的民事责任却未具体说明。因此应该加入有关虚假信息披露处罚的详细的法规，以便投资者在维护自身利益时有据可循。

第三，完善信息披露的监管体制，加大执法力度。一方面，我们应该逐步完善由证券监管机构——证监会、自律性组织——证券交易所、证券业协会共同构成监管主体的监管体系，明确各自的监管方向和职责。协同对信息披露的监管一定程度上提高了效率，减少了风险。其中，证监会及其派出机构应集中精力查

处内幕交易和其他违反信息披露违规的事件；证交所信息披露监管的重点是通过上市规则和上市协议书来约定上市公司遵守信息披露规则，负责上市公司日常的披露工作；证券业协会则应制定内部自律的信息披露规则。另外，还要发挥中介机构（证券商、会计师事务所、律师事务所、资产评估事务所）等的审查、评价作用；结合独立董事制度，将各项信息披露制度与独立董事制度挂钩；尽量缩短信息披露的时间以及完善证券信用评级制度。另一方面，监管部门应加大执法力度，提高违规成本，使违法者终止铤而走险，以身试法。

#### （四）加强公司内部治理结构

健全公司内部制度，完善上市公司治理是保护中小投资者的基础和源头。新修订的《公司法》、《证券法》就突出了对公司治理结构的要求，健全了董事会制度，强化了监事会职权，并对上市公司购买、出售重大资产或重大担保，董事会秘书、独立董事和关联董事回避等制度作了明确的规定。

我国的上市公司可以参照发达国家公司治理结构实行的内部监控机制、外部监控机制和激励约束机制的经验，在已取得成效的股权分置改革的基础上进一步完善法人治理结构，优化公司的股权结构，健全公司内部控制制度，完善大股东的权力制衡机制，严格执行发审委和举荐人问责制，突破董事会运作的瓶颈，完善独立董事的责任制度，规范关联交易行为，坚决遏止违规对外担保，提高公司运营的透明度，增强上市公司核心竞争力和盈利能力，加强对管理人员和员工的激励和约束等。同时，应进一步加大培养机构投资者的力度，提高机构投资者占有的市场份额。至 2006 年 8 月 10 日，我国已批准了 45 家海外机构的 QFII 资格。只有健全公司的治理结构，才可能避免代理风险和治理内部人控制问题，预防和制止损害投资者行为的发生，提高公司营运效率，从源头上消除虚假信息的产生和消除危害投资者利益的潜在风险。

#### （五）设立专门维护投资者权益的投资者保护协会

证券投资者保护基金有限责任公司的成立以及证券投资者保护基金的设立进一步完善了投资者的保护机制，是投资者损失由政府“埋单”转向市场化运作的一大进步，标志着国内证券市场救济制度的逐步成形，推进了我国证券市场的法制化建设。但是投资者保护基金目前只承担券商挪用客户保证金导致的投资者损失，上市公司违规导致的投资者损失以及投资者的投资损失不在证券投资者保

护基金的补偿范围，投资者的损失在有些方面是“有苦无处诉”。因此，我国应建立一个类似消费者权益保护的专门从事证券投资者保护的组织，以便接受受害投资者的委托，以当事人的名义起诉应承担证券民事责任的机构。我们可以借鉴德国、荷兰等地的股东协会制度或中小投资者保护协会制度，在证券投资者与证券监管部门和自律组织、中介机构建立畅通的沟通渠道，提供有关参与公司管理、依法行使和维权的咨询，并为投资者在权益受侵害时寻求救济提供组织和费用的援助。这就为投资者提供了一个更为直接、完全代表自己利益的组织。

#### （六）开展投资者教育，提高投资者的自我保护能力

投资者除了依靠外界的力量保护外，还应积极主动的进行自我保护。投资者教育应把重点放在帮助投资者树立理性的投资理念，让投资者了解法律所赋予的权利，提高投资者的投资技巧，为投资者提供银行、证券、保险以及法律方面的知识，减少个人投资者的非理性行为，提高辨别市场信息真伪的能力，使其在利益受损时，运用法律手段进行有效的救助，维护自身的合法权益。

目前，我国的证券市场进入了一个全流通时代，投资者的利益需要更多的保护。我们应该从外部环境上通过加大监管力度和效率，完善相关法律制度等手段来维护投资者的合法权益，还应该加强自律，提高信息披露的质量，实施预先披露制度，健全公司内部治理结构以提高上市公司的质量，从源头上加强对投资者的保护，以此建立多层次的投资者权益保护制度。此外，投资者本身也应注意自身专业水平的提高，通过投资理念的提升进行自我保护。当公司内部制度和外部环境得到改善后，我国投资者的权益就会得到改善，从而会进一步加强投资者对证券市场的信心。从长远看，这既有利于证券市场上效率与公平原则的和谐统一，也有利于我国资本市场的健康持续快速发展。