

多维思考寻举措 保护证券投资者

李青松

内容摘要：投资者权益能否得到切实保护已成为证券市场是否成熟的重要标志。构筑一个有投资价值的资本市场，首先必须把保护投资者合法权益作为工作的重中之重。保护投资者权益要从健全法制、完善制度、强基固本、强化监管、多管齐下等诸多方面抓起，这是一个常抓不懈的系统工程。因此，必须多维思考寻举措，抓住保护投资者的着力点。

关键词：法制 监管 保护 证券投资者

在全球的证券市场中，保护投资者的利益是一个永恒的话题，投资者利益能否得到保护已成为证券市场是否成熟的重要标志。由于我国证券市场机制不够完善，投资者在市场中常处于弱势地位，其利益时常被侵害。然而数量众多的中小投资者是上市公司赖以生存的基础，对证券市场的规模、结构、功能和监管发挥着重要作用，保护投资者利益就是保护市场的有效运行和投资机能的完善。当前我们需要正视和引起重视的是，我国证券市场由于发展历史不长，许多方面仍不健全，突出地表现在违规现象层出不穷，投资者利益得不到应有的保护，这不利于证券市场的长远发展。有鉴于此，今后一段时期证券市场的主要发展方向是规范化、市场化和国际化，其中规范化的一个主要内容就是保护投资者特别是中小投资者的利益，这不仅是加强市场监管的一个重要举措，也是发展我国证券市场的一个战略举措。

一、侵犯证券投资者利益的行为令人堪忧，保护证券投资者势在必行

鉴于我国证券市场的不规范不健全，加之由于种种原因导致监管力度不够或乏力以及社会失信失范带来的负面效应，侵犯投资者利益的行为时有发生，甚至有些案件还比较严重。考察近几年证券市场的主要违规行为，侵犯投资者利益的行为大致有以下几类：

1、胆大妄为操纵股价。主要是指券商或机构利用资金、信息优势对股票价格进行长时间的控制，达到获取利润的目的，投资者一般称其为“做庄”。比如，

新疆德隆集团总裁唐万新等 7 人及其掌控的上海友联、德隆国际、新疆德隆 3 家公司，分别涉嫌非法吸收公众存款罪、操纵证券交易价格罪、涉嫌非法吸收公众存款罪、操纵证券交易价格罪，涉嫌 450 亿非法吸储和 99 亿元操纵股价获利，堪称建国以来最大的金融、证券案件。

2、涂脂抹粉包装上市。包装上市可以说是发行额度控制下的一个副产品，目前包装上市案基本上都是发生在额度取消之前。一些公司为获取上市资格，不惜造假，包括假批文、假成立时间、假财务报表等，一旦上市完成圈钱后，则面目全非。

3、大股东侵权行为屡见不鲜。上市公司的大股东由于握有绝对的控制权，如果没有相应的监督措施，大股东经常会利用这种控制权为自身谋利而损害上市公司的利益，进而损害投资者的利益，包括大股东要求上市公司为其提供担保、大股东占用上市公司资金、虚假出资等行为。据报载，在五粮液股份有限公司 2000 年度股东大会上，尽管中小股东强烈反对不分红的预案，但由于势单力薄（不足 25% 的份额），不分红的预案仍旧得以通过，而类似“五粮液”这种大股东操纵股东大会通过有利于自己而损害中小股东权益的决议之事件在现实公司实践中屡见不鲜。

4、弄虚作假包装利润。利润包装也是我国证券市场一个普遍存在的现象，尽管有注册会计师的审计，但上市公司的利润包装问题仍然非常严重。据中国社会科学院公司治理中心发布的一项调查显示，2005 年上市公司亏损企业数量比例超过过去四年。与此同时，2005 年上市公司的整体业绩出现了近年的首次下滑。而上市公司 2005 年年报和 2006 年一季度季报显示，平均每股收益分别下降了 7.88% 和 18.5%。然而，包装上市之时，公司大都是以“业绩辉煌”公诸于众，实际情况与“纸上谈兵”的差异性，给投资者带来置疑甚至在心灵深处蒙上一层阴影。一个不诚信的信息怎能带来诚信的市场？！

5、内幕交易显失公平。内幕信息是未向市场公开但会对股价产生重大影响的信息，利用内幕信息买卖股票来获利属于内幕交易行为，为各国证券场所禁止。

6、非流通股侵犯社会公众投资者权益的情况非常严重。我国上市公司存在股权分置的特殊现象，股权结构分为流通股和非流通股，上市公司的控股股东

一般为非流通股东。鉴于股权结构的这种特殊性，控股股东的价值无法通过二级市场股票价格的提升得以体现，控股股东缺乏使公司股票价值最大化的利益驱动，社会公众投资者和非流通股东的利益很难保持一致。控股股东为了实现自己的利益，千方百计地利用自己的控股地位侵害广大社会公众投资者利益从而达到其牟取利润的目的。这种侵权主要表现在：一是制度安排上偏向非流通股东，占总股本近70%的非流通股“一股独大”，社会公众投资者在股东大会上人微言轻。上市公司的每一次融资与再融资都可能使社会公众投资者的利益受到损害，近年来的招行可转债事件把股权分置的弊病一展无遗。二是非公平关联交易现象比比皆是。大股东利用和上市公司之间的关联交易侵占上市公司的利益，损害社会公众投资者权益。三是挪用募集资金。少数上市公司违背承诺，随意更改募集资金投向，特别是对衰退行业的过度投资，损害了市场效率，对社会公众投资者的利益形成了不折不扣的侵害。四是违规担保屡禁不绝。对外担保超过净资产50%的担保行为比较普遍，为大股东担保积重难返，互保情况呈明显增长态势。五是长期无回报。不少上市公司缺乏诚信观念和责任意识，重圈钱，轻回报，筹集资金使用处于低效率或无效率状态，而业绩稳定、派现可观的上市公司屈指可数。对社会公众投资者权益的漠视，严重挫伤了参与市场的信心，使得证券市场的发展陷入了难以持续发展的困境，也是导致我国证券市场近些年来低迷不振的一个重要原因。六是社会公众股类别表决制的弊端所致的侵权。由于目前我国上市公司流通股中，大股东几乎都是基金，而基金与零散小股东的利益并不总是一样的，这样，原先股市中的两方博弈就会变成三方博弈，而零散小股东仍是处于弱势地位，而且，在目前中国实行的是社会公众股类别表决制度，这种类别表决制虽然在股权分置存在的条件下，对于提高流通股股东话语权、增强对上市公司和大股东的制衡力量等将发挥极其重要的作用，但从这项制度的实施以来的情况看，也会导致少数“庄家”和上市公司勾结、共同操纵股市的行为出现，所以从长久来看，社会公众股类别表决并不能说是一个好的制度。因此，进一步探讨和研究社会公众股类别表决制，使之日趋完善，也就成为保护投资者权益的情理之中的事了。

此外，“黑嘴股评家”给侵犯投资者利益起到了推波助澜的作用。某些股评分析人士惟利是图，淡忘了对其公众投资者肩负的社会责任，为了追求近期的蝇

头苟利，置法律与伦理于不顾，利用传播媒介或者通过其他方式提供、传播虚假或者误导投资者的信息，致使广大公众投资者往往被“套牢”，很难挽回甚至不能挽回损失。

综上观之，我国证券市场的违规行为呈上升趋势且具严重性是一个不争的客观事实，截止 2005 年 12 月 16 日，数据统计显示，2005 年共有 107 家上市公司（占全部上市公司的 7.75%）出现 177 起违规记录。证券市场要得到健康有序、稳定持续地发展，必须以保护投资者的权益为核心。只有投资者的信心恢复了，投资的积极性提高了，才会给证券市场注入血液、带来生机与活力。证券市场缺乏生机与活力，谈不上生存与发展，证券市场运行无序、不规范，谈不上和谐健康发展。因此，把保护投资者合法权益作为证券市场的生命线决不是危言耸听。现在党中央反复提出了以人为本的科学发展观，提出了“建设民主法治、公平正义、诚信友爱、充满活力、安定有序、人与自然和谐相处的社会主义和谐社会”，我们的证券市场也需要和谐。证券市场是一个动态的生命系统，作为社会经济重要组成部分，应该像人的生命系统一样，应该保持它健康的生命力，这个健康生命力的源泉，则是广大公众投资者，只有广大公众投资者调养好了，肌体健康了，生命才会延续，股市的发展才有后续动力。因此，我们必须从和谐社会的发展观的全局来看待证券市场，从以人为本的科学发展观来看待投资者的合法权益，股市必须把投资者的根本利益放在第一位，为投资者高质量地服好务，股市才有出路。

二、保护社会公众投资者合法权益事关证券市场的健康稳定发展

由于我国上市公司股权长期割裂，非流通股东侵占社会公众投资者权益的现象非常普遍。社会公众投资者很难通过长期投资获取相对稳定的投资利益，因此相当部分投资者习惯于在恶性投机中博取差价，但往往适得其反，收效甚微。这导致了我国上市公司股价的运行与公司的基本面长期背离，绩优股票价值被严重低估，其价位长期偏低，而 ST、*ST 等高风险公司的股价和市盈率倍数明显偏高。这种股价运行与基本面相背离的现象客观上限制了绩优股票 IPO 和再融资时发行市盈率和超额认购倍数，从而使证券市场优化资源配置的功能不能得到充分的发挥，继而给证券市场的发展只能带来负面效应，给公众投资者的利益只能带来损失。因此，只有切实保护社会公众投资者权益，我国证券市场才能获得持续发

展。

国外也把保护社会公众投资者的权益列为投资者保护的重点对象，以保证市场的公正性。国际证监会组织（IOSCO）在其纲领性文件《证券监管目标与原则》中的投资者概念大致相当于我国的社会公众投资者，我国理所当然应对上市公司的社会公众投资者的利益予以切实保护。国外的正确理念和作法我们应当持积极的态度，采取“拿来主义”。国外学者曾对美、英、德、日等 27 个国家数千家样本公司的数据进行回归分析，结果表明，一国证券市场的总体规模、上市公司的平均市值与该国的投资者权益保护机制完善程度成正比。只有投资者权利得到切实的保护，一国证券市场才能得到持续的发展，否则证券市场最终沦为零和博弈甚至是负和博弈游戏，投资者陆续撤资，出现市场日益萎缩的局面。社会公众投资者是我国证券市场流动性的主要提供方，只有通过保护社会公众投资者的合法权益，不断吸引新的投资者参与证券投资，我国证券市场才能获得持续、稳定的发展。如果社会公众投资者合法权益无法得到保障，那么只好被动地“用脚投票”。社会公众投资者从整体上讲就是中小股东，它直接决定市场的发展状况，甚至影响整个股市的效率和质量。如果不能很好地保护社会公众投资者的利益，那么无论是企业拓展规模，还是二级市场的流动性都会受到严重影响。因此，笔者认为，保护社会公众投资者这一弱势群体的权益应当是保护投资者权益的主要方面，是股市制度建设的重要内容，也是加强证券监管工作的重中之重。

目前在深沪股市开户的有 7800 万，相当于 3900 万股民，如果按三口之家计算，大约 1.1 亿人与股市有关。尤其值得注意的是，有下岗职工和退休人员参与了股市，目前大多数股民被套牢，已经影响了他们的消费和购买力。所以，从社会稳定的角度来看，化解当前的被动局面应该提高到社会和谐的高度来认识，因此，保护投资者的合法权益，也是构建和谐社会的应有之义。

三、强化投资者权益保护的理性思考与主要举措

保护投资者权益要从健全法制、完善制度、强基固本、强化监管、多管齐下等方面抓起，这是一个常抓不懈的系统工程，牵涉到券商、中介机构、上市公司以及投资者自身等各个方面，笔者认为需要理性思考，抓住着力点。

1、认真学习贯彻新“两法”，增强保护投资者的法律意识

2005 年 10 月 27 日，十届全国人大常委会第十八次会议上表决通过了新《公

司法》、新《证券法》，并于 2006 年 1 月 1 日起正式实施。新修订的《证券法》和《公司法》突出强调对投资者尤其是中小投资者合法权益的保护，补充完善了相应的制度，如建立证券投资者保护基金；强化对投资者证券和资金安全的保护措施；补充和完善内幕交易、操纵市场、欺诈客户等违法行为的民事赔偿制度；完善股东知情权保障制度以及股东会召集程序和议事规则；完善有关股东诉讼的规定等。这些法律制度为我国证券市场投资者保护打下了坚实基础。作为证券市场的组织者和一线监管者，沪深两所应以“两法”实施为契机，从普法宣传、强化监管、加大投资者教育力度和提升服务质量等方面进一步采取有力措施，推动中国证券市场投资者保护事业的蓬勃发展。

做好“两法”的实施工作，重点在于学习好、宣传好这两部法律。全国各证券监管部门以及沪深两所要组织开展好多种形式的学习活动，做好面向广大投资者的普法工作。在系统学习宣传“两法”的基础上，着重做好对“两法”中新修订的有关投资者权益保护内容的学习宣传，通过学习宣传，使广大投资者真正做到知法、懂法，从而能有效地利用法律武器保护自己的合法权益。早在 2002 年 6 月，上海证券交易所在上海成功举办了投资者保护国际会议，讨论投资者保护工作中的热点、难点问题，集中理论界和业内的意见和智慧，推动投资者保护活动在全社会的蓬勃开展，收到了良好的社会效益。

然而，我们又不能不看到，我国的证券法律体系仍然相当薄弱，虽然重新修改了“两法”，增设了保护投资者的条款，但没有其他相应的法律，投资者保护方面的法律甚至法规都缺乏。因此，制定我国相对独立的《投资者保护法》十分必要。尚需提及的是，在贯彻实施“两法”的过程中，还需要联系我国公司的实际，参照海外的作法，提出修改和完善的意见。诸如，可对照美国和德国等西方国家关于表决权代理制的规定，将其更加具体化，至少应作出如下的几项规定：①委托人须是股东或其律师，要用明示方式将表决权授予委托人；②签订信托条款协定，委托人将股票移交委托人，受托人向公司提交登记表册和信托协议书副本；③受托人尽善良诚实义务，不能进行故意遗漏重要事实，也不能以获取私利出售表决权。有了这些明文规定，才能使表决权代理制度真正在保护投资者权益中发挥作用。

贯彻实施新“两法”要落在实处，增强保护投资者的法律意识要有所作为，

在证券行业内部加强法纪教育，创造文明有礼的文化氛围必不可少。因为人的行为是由思想意识支配的，而人的意思很大程度上是受文化环境影响的。如果证券行业的企业文化、人的意思和做法出了问题，那么再严格的法律条文，再细的规章制度都会显得苍白无力。如果说新“两法”是“硬件”，那么证券行业员工较高的文化素质则是“软件”，只有“软”“硬”兼施，才有可能产生互补互助效应。从哲学的角度讲，如果说新“两法”是保护投资者权益的外部条件，即“外因”，那么证券行业内部员工较高的文化素养则是保护投资者权益的内部条件，即“内因”，再好的“外因”最终还是要通过“内因”才起作用。从这个意义上讲，提升证券行业内部员工的文化素养、造就遵纪守法的文化氛围，乃是增强保护投资者合法权益的内在要求。

2、强化监管，证券监管部门要能动监管，变被动为主动

探讨我国证券违法、损害投资者利益行为的症结，一个重要的原因就是监管力度缺乏有效性。概括起来，监管工作主要存在监管方法过于行政化、监管重点没有向中介机构转移、忽视执业质量的监管以及监管管理部门的执法力度不大等。因此，对证券监管部门来说，应确立“凡市场能够解决的问题均应交给市场去解决”的监管机制，将监管工作的重心由单纯控制市场风险转移到有效发挥市场的自我调节功能、着力打击违法违规行为上来。建立适合我国国情的市场管理体制，要从数量监管转向质量监管。作为证券市场的监管机构，应针对证券市场出现的创新品种，及时制定相应的监管制度、交易规则，并利用现代计算机、通讯技术手段进行实时监控，并针对证券交易的全球化趋势采取跨国监管方式，最终为中国证券市场创造一个良好的创新环境和国际化环境，促使市场的持续、健康发展。信息披露是证券市场监管的重要内容，也是市场的公平和公正的保证。因此要不断完善信息披露制度，建立信息披露动态监管机制，对上市公司所披露信息的真实性、有效性进行年度监管和跟踪核查。要达此目的，既要通过完善证券市场的监管机构体系，建立集中监管和分散监管在一定程度上的有机结合，又要完善监管的自律体系，强化证券市场从业人员自律、证券经营机构自律、证券行业协会自律，还要完善监管的外部社会监管体系，加强新闻舆论及社会各界对证券市场的监管，加强律师事务所、会计师事务所、资产评估机构以及信用机构对证券市场的监督。鉴于我国证券市场缺乏完善的退市制度，一些上市公司存在

的显形风险往往得不到有效的补救和控制，进而转化为隐形风险不易被人们所察觉，公司的潜在风险更使人难以发现。因此，证券市场的监管，一定要有超前意识和创新思维，要树立防患于未然的能动监管理念，日常工作要放在摸清家底、注重调查研究、制定监管督查制度上，不能等到问题成了堆，积重难返时才去查找问题、解决问题。力求做到事前管、事中管、事后管并举。应充分发挥地方有关部门的“特办特管”作用，并加强与他们的沟通协调，可采取分片包干的方式，层层下达监管责任，并实行责任追究制，不要出了事就向上推，同时交易所处在监管第一线也应发挥作用，要形成有效的监管系统，才能防患于未然。

在监管工作中，要加强对券商的严格管理。因为侵犯公众投资者利益的行为往往出现在券商那里。券商中的“坏孩子”似乎越来越多。券商的主要问题是挪用客户的保证金、委托理财，长期以来所谓的限期改正，实际上等于长期不改，出问题的券商之所以挪用客户的保证金、委托理财，就是因为没有约束机制，因此建立健全券商的管理机制是当务之急。简单的银行注资并不能解决问题，外因靠内因而起作用，没有内部约束机制，很容易出问题。无论是巴林银行还是中航油事件，都证明了这一点，所以今后必须严格管理，决不能再搞“限期改正”，应该是立即改正，并立即追究责任人，对于严重缺乏诚信，违规操作的券商不能手软，要当机立断取消其经营权，对于严重侵犯投资者利益的行为，不仅要追究民事责任，而且要依据法律追究相应的法律责任。当然，我们也要从积极方面入手，拓展券商的融资渠道，使之扩大资产规模，提高竞争实力。证券业是一个资金密集型产业，资产规模直接决定券商的竞争实力。我国券商与国外同行相比，最大的劣势之一是自有资金不足、总资产规模跟不上。随着我国证券市场对外开放步伐加快，尤其是加入 WTO 后，我国券商将与国外实力雄厚的证券公司在同一舞台上展开激烈竞争。根据《证券法》及有关法规政策规定，目前，我国券商的融资渠道主要有：增资扩股、发行上市、发行债券、同业拆借、国债回购和股票质押贷款。总的来说，我国券商的融资存在渠道窄、数量少、比例小等特点。证券公司的平稳运行，需要一个顺畅的融资渠道，否则就可能迫使证券公司采取挪用保证金等违规行为。因此，从这个意义上讲，证监部门做好沟通协调工作，配合有关部门畅通券商的融资渠道，也是能动监管的应有之义。

此外，要加强一线监管，构建公平和规范的市场氛围。作为证券市场一线监

管的承担者——深沪两地交易所，要通过证券市场的实时监控，防范内幕交易和操纵市场行为，为投资者提供公平的交易环境；通过强化上市公司信息披露的及时性、准确性和完整性，为投资者创造公平、公正的竞争环境；通过对会员公司的监管，减少市场风险，为投资者创造一个稳定的市场环境；通过及时有效的咨询服务，举办高层次、高水平、高质量的股市论坛，为投资者开拓创新思路、提供真知灼见的思想境界。对于高风险的证券公司，一经发现，证券监管部门要当机立断，责令其限期补救和整改，如通过补救和整改都不能降低风险度的，则要采取破产关闭、收购重组等形式规避风险，其间，要完善证券公司退出过程中的证券投资者资产保护政策，建立和完善证券公司风险处置的长效机制。如果老公司已经严重资不抵债，必须完全退出市场，不得以任何形式介入新公司，也就是要脱胎换骨，彻底换血。

值得一提的是，证券监管部门要在能动监管上充分发挥作用，取得满意的成效，有必要加强自身队伍建设，包括加强监管人员的培训以及对现代信息技术的学习和运用，切实提高监管人员的监管水平和技术水平，提高监管人员的待遇，改善工作环境和条件，创新监管的方式方法，充分利用现代化的监管手段等。尚需强调的是，证券部门和监管部门要进一步树立人本理念和服务意识，把投资者作为上帝，作为服务的终身对象，为其提供优质的服务。服务的内容包括技术服务、信息服务、产品服务、研究服务、排忧解难释疑服务以及咨询服务等，以保障市场稳定运行和高质量发展，为投资者创造更多价值。与此同时，证监会及其分支机构要依法严格监管股市的各类主体及运作全过程，依法惩处各种违法违规行为。

毋庸置疑，证券市场的监管是一个复杂的系统工程，监管既要讲人情味，更要讲科学与严格。尤其是监管要掌握好尺度。“尺有所短，寸有所长”，把握好分寸长短，很是考验监管层的智慧。因此，证券监管部门的员工必须加强学习，修炼好内功，提升自己的从业素质和能力水平，才能使自己被监管的对象把准脉、抓住处理事物的火候。有鉴于此，搞好监管创新则是证券监管部门需要长期研讨的现代课题，而转变监管职能，即越位的职能应归位、错位的职能应适位、缺位的职能应补位，应是证券监管部门需要长期研究的永恒主题。

值得庆幸和欣慰的是，2006年5月2日，中美证券监管机构签署了《合作

条款》。在这个《合作条款》中确立了中美两国证券监管机构对话机制的“三个目标”，即是：确定并讨论双方共同关心的证券市场监管的动态，重点关注在对方市场上的公开发行人公司的财务报告问题；改进跨境证券执法中的协作和信息交流；美国证券交易委员会继续并扩大为中国证监会提供培训和技术援助。笔者认为，这个《合作条款》确定的“三个目标”对于促进我国证券监管工作将产生重大而深远的影响，现在的问题是，我们应当据此加以创新思维，主动积极开展与之相适应的工作，找准我国证券市场的症结所在，着力夯实股市的监管基础。

3、强化以中介机构为重点的主体责任

在证券市场的各主体中，中介机构是一个相当重要的角色，包括会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等。它们是除监管机构、证券自律机构之外的第三大市场监督力量。然而，不少侵犯投资者利益的行为往往与中介机构的参与与失职失责息息相关，像包装上市、利润包装等，与中介机构均密切相关。我国的市场中介机构之所以缺乏成熟市场中介机构的职业道德水准，仍然是其行业发展的法制不健全的表现。市场中介机构行业协会的不断发展是市场中介机构职业道德提高的基础，配合法律法规，从制度上使中介机构强化自身的责任感和使命感就显得尤为重要。应当引起重视的是，证券公司即券商作为证券市场最重要的中介机构，在A股市场，券商又是最重要的黑洞制造者，其规范发展直接关系到资本市场改革开放和稳定发展的大局。然而近年来，随着市场的结构性调整和持续低迷，证券公司存在的问题充分暴露，风险集中爆发，一批公司的状况十分严峻。这给公众投资者带来了不可低估的负面效应。为把保护投资者的权益落在实处，有必要从根本上解决证券公司存在的问题。国家对证券公司进行了综合治理，收到了显著的成效，这是可喜的。但是，要使证券公司真正走向规范、持续、稳定的发展轨道，是一个长期的过程，还需要制定一系列的法规政策。作为综合治理配套措施之一，国家启动了设立证券投资者保护基金工作，这不仅是建立证券公司风险处置长效机制的主要措施，也是落实“国九条”的重要举措，更是保护投资者合法权益的制度保障。因此，强化以中介机构为重点的主体责任，首先就要强化保护基金公司的责任意识，忠实履行其职责，把规范和监督中介公司、提高中介机构行业的自律水平、保护证券投资者的资产安全作为工作的生命线。

如今，券商不能继续靠“天”吃饭，券商在风起云涌、波澜壮阔的证券市场

中“大浪淘沙”、“剩者为王”的两极分化态势，已经成为人们不争的共识。那些高危类和风险类券商处境严峻，要摆脱困境，求得生存和良性发展，不得不要抓住建立现代企业制度这个关键，彻底改变公司制度上的根本缺陷，还要不断创造条件，大力倡导外资进入券商重组，提高券商的道德水准，警惕券商高管的道德风险等。在这些方面，证券部门和监管部门应有所作为，要积极配合当地政府和有关部门做好沟通协调工作，为券商的良性发展构建一个良好的外部环境。与此同时，券商要加强自律和自控，以取信于民。从某种意义上讲，券商的生存和发展得以保障，股市的生存和发展才有推动力；券商运行行为的规范化、制度化和法制化，股市的风险才可能控制在最小范围内；券商的违规操作得到了最大限度的遏制和预防，中小投资者权益的保护才能最大程度上的得以实现。

4、进一步完善上市公司的法人治理结构

从我国上市公司中屡见不鲜的违法违规案件看，往往与公司的法人的失职失责乃至腐败有关。因此，进一步完善上市公司的法人治理结构势在必行。当前，我国上市公司法人治理结构的主要缺陷在于两个方面：一是大股东行为的随意性和普遍性。由于多数上市公司脱胎于国有企业，国有股股东往往处于绝对控股地位，一些上市公司存在着较严重的大股东权位过重的现象，控股股东操纵着上市公司的股东大会、董事会、监事会，这就增加了大股东行为的主观随意性，最容易发生侵犯中小股东的权益；二是内部人控制问题。出于同样的原因，多数上市公司的国有股股东并不真正关心公司的经营管理，公司的活动实际上控制在公司内部管理人员手上，容易导致腐败现象。不仅如此，股东大会形式化，中小股东的权利得不到有效的保护；董事的诚信度低，没有尽到履行职责和善于管理的义务；监事会不能“监其事”，对公司的高级管理人员缺乏有效的约束等。上市公司治理结构的完善是我国证券市场上一个非常艰巨的任务，它需要国有企业改革政策的配套进行。目前，可以适当降低国有股权的比重，分散股权，引进独立董事制度和股票期权制度，这将有助于上市公司治理结构的完善。

完善上市公司的法人治理结构要从两方面入手：一方面，作为上市公司内部，要增强法律意识，加强制度建设，建立良好的声誉激励机制，提高自律力和自控力，把不剥夺中小股东权益、最大限度地提升投资者回报率作为公司经营的价值取向；另一方面，作为证券监管部门，要督促上市公司建立规范的内部控制制度，

形成权力机构、决策机构、监督机构和经营管理者权责分明、有效制衡的公司治理结构，并建立高管人员股票期权、员工持股计划等股权激励制度。与此同时，对违法违规行为实施市场禁入制度，遏制虚假信息披露，加大对失信行为的责任追究力度，促进上市公司提高诚信水平。

5、严查严惩违法违规事件，打击和遏制侵权行为决不手软

能否加强责任追究、严肃市场纪律、严查挪用投资者资产等违法违规行为，是保护投资者合法权益的关键所在。因此，证券监管部门除充分发挥自身的监管功能和作用外，还要沟通协调、配合当地公安、审计、纪检监察等部门通力合作，稳、准、狠地打击各类违法违规行为。对违法违规行为一经发现立即查处，严惩不怠。对于严重违法违规的证券公司，证监部门要采取及时有效措施，果断关闭，并做好清算和善后工作，保证投资者利益不受损失，维护市场的稳定。对于违法违规的相关人员，要追究民事乃至法律责任，一查到底，绝不手软，更不能办“人情案”，坚决杜绝和抵制来自各方面的“说情风”。截止 2006 年 3 月底，证监会清理上市公司大股东违规占用资金 119 亿元，违规占用金额较 2004 年底大幅下降了 25%。2005 年 6 月 9 日，中国证券市场首例因虚假陈述引起的证券民事侵权赔偿纠纷案——大庆联谊民事赔偿案部分执行到位。2005 年 12 月初，郑州市中级人民法院对投资者范女士等三人诉三联商社股份有限公司（原郑州百文股份有限公司）民事赔偿案作出一审判决，判令三联商社对其虚假陈述给投资者造成的实际损失进行全额赔偿，赔偿总金额超过 17 万元。诸如此类，这充分说明，我国对证券投资者权益的保护已经到了“有法可依”、“有法可治”的年代。这不仅给证券投资者权益的保护吃了“定心丸”，而且给那些企图违法违规者敲响了“警鸣钟”。徒法不足以自行，违法必将受处罚，比立法更重要的是执法，这是千真万确、不可抗拒的规律。

6、有必要建立社会公众投资者保护的组织机构

建立一个类似于消费者协会的、代表投资者利益的机构是切实保护投资者利益的重要措施。建议借鉴德国等国的经验，由交易所牵头在适当时候设立社会公众投资者保护协会。该协会的主要职责可定位在以下八款：一是设立表决权信托，接受并忠实履行社会公众投资者的委托，行使表决权，表达其真意；二是接受社会公众投资者的委托，代理行使对公司或其董事、非流通股东的诉权；三是监督

上市公司管理层和非流通股东的关联交易行为；四是监督股东大会的召集、召开和表决程序，防止舞弊行为；五是代表社会公众投资者与非流通股东或公司就再融资问题进行协调，在保证公司可持续发展的前提下，保障社会公众投资者在二级市场的投资利益；六是监督公司募集资金的使用，制约大股东掏空上市公司行为；七是敦促上市公司重视投资者关系管理，主动与二级市场投资者沟通，听取社会公众投资者的意见；八是做好公众投资者意见的搜集整理工作，有针对性地深入上市公司开展调查研究，并做好反馈和咨询工作。成立社会公众投资者保护协会，还能引导广大社会投资者树立正确的投资理念，以股东的心态来关心上市公司经营、约束企业的不法行为，为股东创造最大的财富。

根据我国的实际情况，也可由政府牵头，建立投资者保护中心，选择社会上著名的法律专家、经济学家、会计师、审计师以及投资者代表组成的工作机构，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，维护投资者的合法权益。

7、努力提高上市公司的质量是治本之策

证券市场的主要功能始终是集聚社会闲散资金为好的项目、好的产品提供货币服务，资金一定要追求回报的，如果没有回报，资金肯定会撤离该市场。再有，证券市场是实现资源优化与合理配置的场所，融资的企业必须能够给投资者带来较好的回报才能达到良性循环，然而，一些公司一年好、二年差、三年就被 ST，这种“直接融资”只能使市场承受更大的压力，只能给投资者带来潜在风险，乃至使投资者往往处于进退两难的被动困境。即使是业绩较好的公司，分红铁公鸡，融资狮子口，也会造成市场各方利益的失衡，尤其是公众投资者的利益损失最大。

上市公司是股市的基石。基石不实不牢，股市难以健康顺利发展。因此，提高上市公司质量是关系到我国股市以及股份公司健康顺利发展的大事。提高上市公司的质量，要从八个方面入手：一是上市公司自身要树立诚信观念，千方百计提升公司的形象，提升公司的发展力，提升公司的利润并给投资者以较满意的回报；二是上市公司本身要加强内部管理，提高自控力，不违法违规，不干侵犯投资者权益的事；三是当地政府要主动协助为绩差上市公司找出路，度难关。解决问题要抓住关键点，从矛盾最薄弱的地方入手，同时要因势利导，一方面，要积极创造条件让绩差公司走重组、兼并、收购、整合之路，另一方面，对那些净产

值已经低于面值的公司大股东，地方政府要帮助其找出路，比如，用本地的新公司代替老公司，新老划断，使其“而今迈步从头越”，不背历史包袱，轻装上阵，这样当地的上市公司并没有减少，当地的领导有了面子，也就有了积极性。当然，这个过程要严格按程序进行，不能搞“暗箱操作”，而且要建立明确的法律责任制，谁出了错就追究谁的责任。四是对上市公司增资扩股要严格管理，杜绝主观随意性，即要进行可行性研究，更要进行不可行性研究，要把不侵害公众投资者的利益作为增资扩股的根本出发点和最终归宿点。五是着力解决上市公司的历史遗留问题，诸如，可以把国际上优先股与普通股的概念引入 A 股市场，解决历史问题，也可以在新股发行时就调整国有股、法人股在总股本中的比例关系，也就是说，新股发行增加流通股比例，缩小非流通股比例，降低发行价，这样便可解决“股价分置”，高溢价发行新股的历史遗留问题，从而也有利于遏制公司包装作假、跑上市的陋习。六是积极稳妥地搞好股权分置改革。作为上市公司应该把重点放在合理的配售方式上，能够最大限度地考虑到中小股民的利益，使广大投资者对市场有信心，只要有了信心市场就会稳定，良好的政策在稳定的市场上才会发挥出更大的作用，企业在最初用来补偿 A 股股东的部分利益，必定在今后的市场融资中得到补偿，只要市场上的系统性风险减小，投资者信心没有受挫，那么随之而来的牛市才会使仍然在上市公司手里的部分股票升值，进而也才能使投资者的利益得到保障。七是上市公司要加强自律，建立征信制度。可以说诚信既是上市公司得以生存和发展的基石、生命和灵魂，也是证券市场健康发展的基石、生命和灵魂。上市公司尤其是要严格认真地进行信息披露。对于本公司的重大重组事项、关联交易事项、重大投资事项、高管人员变动情况等均应及时、准确地披露，对亏损则应提前预告，对涉及本公司重大侵权事件更要毫不保留的及时披露。这是取信于投资者、保护投资者权益、提升公司知名度和公信力、提高市场的有效性的有力措施。上市公司要建立自己的信用管理体系，要有专人、专门机构来统一协调信用管理的各个环节，只有这样，建立征信制度才能落实在实处。八是要建立健全各项法律法规，维护上市公司法人财产的安全性、完整性和投资者合法权益。积极推进集团诉讼、股东代位诉讼等诉讼制度建设，加强对投资人合法权益的司法保护。此外，地方政府和相关部门还要采取有效措施，减少对上市公司的行政干预，杜绝向上市公司摊派。

总之，我们要把提高上市公司质量作为解决维权之本。2005年11月，国务院批转了证监会《关于提高上市公司质量的意见》，包括《意见》在内的一系列证券市场基础性制度建设，必将为市场未来的良性成长提供基础和条件。现在的问题是，要把着力点放在如何贯彻实施《意见》上，并在贯彻实施《意见》的过程中发现新情况，解决新问题，其间，要把加强投资者关系工作、落实维权作为工作的重中之重。

8、加强教育和培训，着力提高公众投资者的自身素质

鉴于我国众多的散户投资者素质还普遍偏低，学历结构也不合理，因此，适当增加媒体、投资者保护组织以及证券行业协会的宣传力度，通过各种方式加强投资者教育培训，修炼其内功，从而提高投资者的风险意识和投资水平，显得尤为必要和迫切。实践证明，提高公众投资者的自身素质，对回避市场风险、抵御和防范切身利益不受侵犯、增强自我保护意识至关重要。一方面，公众投资者要加强自我学习，不仅要学习领会好新的“两法”，而且要学习党和国家适时发布的方针政策及其法规，了解党的宏观经济政策，提高自身驾驭市场经济的能力，提高股市运行的适应能力和心理承受能力，不至于在牛市中冲昏头脑，在熊市中迷失方向，力求做到胜时不骄，败时不馁。与此同时，还要努力学习证券专业知识，不断充电，使自己真正成为证券市场的行家里手，操作应对自如。另一方面，证券监管部门、沪深交易所以及证券行业协会等部门要做好公众投资者的再教育再培训工作。其一，要增强对搞好公众投资者再教育工作必要性和重要性的认识，把自觉地开展好这项工作作为自己本职工作的重要组成部分，列入重要议事日程，抓紧抓好，并把它作为年终业绩考核的重要内容。其二，要帮助投资者迈出认识上的误区。由于我国证券市场是一个新兴的市场，就投资者队伍来说，也是一支新兴力量，自身素质也存在着种种不尽人意之处，有的甚至忽视自身素质的提高，老是“摸着石头过河”，或是“跟着感觉走”，哪怕有时碰得“头破血流”也只是叹气吭声，怨声载道，而不是查找主观原因，只怨客观上的过错。还有甚者，有部分投资者把这项教育看成是额外负担，是“别人生病，自己吃药”、“违规的人不受教育，受损害的人反而要受教育”，乃至认为是对自己的“惩戒”等模糊认识。只有让投资者迈出了认识上的误区，通过加强学习，增进证券市场基础知识和法律法规知识，才能更好地防范风险、维护自身的合法权益，以积极进

取的精神，从而自觉地参加到学习中去。其三，要创新教育的方式方法，力求生动活泼、喜闻乐见，富有感染力，突出实效性。与此同时，要注意教育的层次性和针对性。对新入市的投资者，对其首先要进行证券基本知识教育，做到由浅入深，循序渐进，理论联系实际。要根据投资者的入市时间长短以及年龄、知识基础、个人兴趣爱好等，开展多样化、多层次教育，分别办好股民学校的初级班、中级班和高级班，授课中要突出案例教学、实战分析，努力增强教育效果。

9、学习借鉴海外证券市场投资者保护制度的经验

目前证券市场发展比较成熟的国家和地区，均高度重视保护投资者的权益，且形成了一套比较完善的、各具特色的体制。这些成熟市场在投资者保护方面的经验各具特色，以美国、韩国和台湾为三种主要类型。①、美国注重上市公司信息披露，强调以法保护投资者利益。美国对上市公司信息披露要求相当严格。纽约交易所对美国本地上市公司都要求按季度披露业绩状况。在 2005 年 8 月，美国证券交易委员会通过了一项名为“公平披露”原则。美国针对投资者权益保护制定了一系列比较完备的法律，且诉讼渠道也畅通。诸如，早在 1970 年，美国国会通过了《证券投资者保护法案》，并据此成立了证券投资者保护公司（SIPC）。该公司不以盈利为目的，专门化解券商因财务危机而给投资者带来的风险。尔后，国会通过了《1984 年内幕交易制裁法》、《1988 年内幕交易和证券欺诈实施法》等。不仅如此，美国十分注重证券监管中的社会力量。为了维护投资者信心，保证证券市场的稳定发展，美国于 1970 年根据《证券投资者保护法》成立了证券投资者保护公司。这是一个非盈利性的组织，类似于消费者权益保护协会。通过该组织，为投资者权益维护提供一个服务平台和场所，并聘请律师、会计师、投资顾问等专业人士和机构代表投资者向侵权者提起诉讼，为投资者维权提供专业保证和组织保证。为了提高诉讼的有效性，美国还建立了完善的诉讼保障机制。美国的《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》等赋予了投资者集团诉讼和股东代表诉讼两项重要的诉讼权利。集团诉讼一般由专业的律师实行风险代理，律师牵头召集并负责整个诉讼过程，甚至代垫案件受理费。集团诉讼使得美国证券市场上活跃着一大批专门代理投资者进行诉讼的律师，这些“原告律师”每天关注上市公司的信息披露情况和股票的市场表现。一旦发现上市公司信息披露文件存在疑点或股价出现

异常波动，就会以专业方式展开调查，如果发现上市公司或其他机构、个人有违法的情况，就组织集团诉讼。律师等专业人士的积极参与，使得处于弱势地位的中小投资者利益保障更加有力，也使得民事赔偿机制发挥出很强的威慑作用，成为对美国证券违法行为进行监督的强大力量。与此同时，美国还建立健全了专业机构的市场惩戒机制。律师、会计师、资产评估师等专业机构也是证券市场中强大的社会监督力量，是证券市场健康发展的“经济警察”。专业机构必须依法或者根据合同对上市公司进行监查，对上市公司披露信息的真实、准确、完整承担相应的保证职责，以确保提供给投资者的建议都是诚实的，而没有滥用投资者的信任。如果专业机构缺乏应有的谨慎性和职业道德，甚至公然违法违规，将对自己的行为承担法律责任，特别是对利益受到损害的投资者将承担连带赔偿责任。由于赔偿责任的承担，使得一些专业机构及专业人员为此倾家荡产。②、韩国注重证券市场的法制建设，并以保护投资者利益为核心。韩国通过制定法律、法规和制度来切实保护投资者。保护投资者的权益主要集中体现在以下三个方面：一是准确、及时披露信息。韩国法律要求上市公司必须准确及时地向公众投资者提供公司经营和财务方面的信息。二是禁止内幕交易。韩国对内部人、内幕交易行为作了详细规定，对内幕交易行为规定了严厉的处罚措施，如最高达 10 年的监禁和三倍于非法收入的罚款，具有很大的震慑力。三是完善审计体制。韩国监管当局为了提高市场的透明度、可信度以及与国际惯例接轨，对国内的审计体制进行了多次改革，这有利于防患于未然。③、台湾注重发挥中介机构的服务和保护作用。1984 年，台湾地区成立了证券和期货市场发展基金会，1998 年 3 月，基金会设立了投资人服务和保护中心，以保护中小股东的利益，并解决投资人与上市公司之间的纠纷。投资人服务与保护中心由法律、会计专业人士组成，主要职责是提供法令咨询服务，受理纠纷的申诉、调处与诉讼，办理归入权案件。

以美国和德国为首的西方国家十分关注中小股东权的法律保护，很值得我国学习借鉴。鉴于中小股东始终处于相对弱势的地位，往往因机会的不均等而导致权益的保护失衡。为了使中小股东与大股东权益趋于平衡，海外作出了相应的法律规定，实施了一系列的保护制度。诸如，美国和德国等西方国家实行的累积投票制、大股东表决权的限制制度、中小股东的股份收买请求权制度、表决权代理制、临时股东大会召集请求权及自行召集权制、直接诉讼制等法律制度，对证券

市场的有序发展、保障中小股东权起到了良好的效果。这些制度，我国在新修的“两法”中虽有不同程度的体现，但在实施中如何得以落在实处，还需做很多细致的工作，作出更大的努力。

此外，国际证监会组织（IOSCO）在其纲领性文件《证券监管目标与原则》中规定了防止市场操纵、内幕交易，充分信息披露，规范券商行为等保护投资者的基本原则，我国同样应该遵照执行其基本原则，根据我国的国情，制定相应的法规和实施细则，对上市公司社会公众投资者的利益予以切实保护。

10、进一步健全和完善股票市场

实践证明，构建健全完善的股票市场，也是防范市场风险，保护投资者权益的重要举措。在这方面，各级政府、证券监管部门、证券交易所、证券中介机构乃至上市公司以及广大投资者均应作出努力，甚至付出必要的代价。要逐步扩大股市规模，增加上市公司数量，提高上市公司质量和扩大投资者规模；要规范股票市场运作，提高股票市场上的信号质量，引导理性投资，建立相对稳定、繁荣的证券市场。建设一支高素质、高水平的股评分析人士队伍，坚决杜绝“黑嘴”误导投资者，这也是健全和完善股票市场的客观需要。因此，要把自律规范作为股评行业存在的前提，要把诚信与法制作为股评环境的净化器，做到了这两点，则可有效预防和遏制因失信成本低而导致股评行业危机，进而也才能避免因“黑嘴”而误导投资者，致使其权益受到损害。

行文至此，笔者从自身参加证券行业实际工作的感悟中，谈及了证券投资者保护的理性认识和感性思考。说一千道一万，笔者认为，证券投资者保护是一个复杂而长远的系统工程，加强证券投资者自身素质建设是基础，完善公司法人治理结构是前提，夯实股市监管基础是核心，加强证券市场的法制建设是关键，提升上市公司质量是根本，严惩违法违规行为是保障。我坚信，随着我国证券市场的进一步规范化、制度化、法制化，证券投资者的权益保护将会跃上更高层次的台阶，有效的投资者保护的各种举措将带来高市价，使诚信的投资者愿意在健康顺利发展的证券市场投资，并进一步带来更高的证券价格和更多诚实的投资者，继而推动我国资本市场健康有序地发展，也将有助于中国实现产业升级和经济转型，形成虚拟经济与实体经济良性互动，在不久的将来实现我国“十一五”规划，全面构建社会主义和谐社会大有希望。