

投资者保护

——国际经验与中国实践

朱从玖 主编



复旦大学出版社

投资者保护

——国际经验与中国实践

朱从玖 主 编

复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

投资者保护——国际经验与中国实践/朱从玖主编. —上海:
复旦大学出版社, 2002. 10
ISBN 7-309-03359-0

I. 投… II. 朱… III. 私人投资-经济政策-研究
IV. F830.591

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 072128 号

出版发行 复旦大学出版社

上海市国权路 579 号 200433

86-21-65118853(发行部) 86-21-65642892(编辑部)

fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

经销 新华书店上海发行所

印刷 复旦大学印刷厂

开本 787×960 1/16

印张 21

字数 376 千

版次 2002 年 10 月第一版 2002 年 10 月第一次印刷

印数 1—3 100

定价 40.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

序

2002年6月,上海证券交易所召开了“投资者保护国际研讨会”。现在,与会代表的论文正式结集出版。这是一件可喜的事情,我对此表示祝贺。

投资者保护是全球证券市场发展过程中的一个十分重要的问题。大量理论与实证研究表明,一国或地区投资者保护越好,资本市场也就越发达,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。

相对于具有数百年历史的国外成熟市场而言,我国证券市场只能说仍处于成长的初期,因此,投资者保护问题在我国也就具有更强的现实意义。作为一个仅有十一年历史的新兴市场,我国目前在投资者保护方面还存在一些突出的问题,如大股东不规范运作、内幕交易、市场操纵、不实信息披露、缺乏相应的法律救济机制等。也正因为此,与成熟市场相比,我们在投资者保护方面的任务就显得格外重,格外紧迫。

上交所很早就意识到了投资者保护在证券市场发展中的重要地位,并始终将加强市场监管、保护投资者权益视为工作的重中之重,踏踏实实地做了大量的工作。上交所是国内最早关注上市公司治理机制的机构之一,从1998年起开始对之进行广泛、深入的研究,组织了大量实地调研,发放了上万份调查问卷,并在此基础上,颁布了国内第一个公司治理指引准则——《上海证券交易所上市公司治理指引》。2000年,上交所专门成立了“投资者教育中心”,这项务实性工作是全国证券业十年来的首创。近两年来,上交所投资者教育中心为服务投资者做了大量的工作,如编撰、出版了《投资者手册》、《投资者教育丛书》等十余种出版物,在上交所网站设立了《投资者教育》专栏,在《上海证券报》开设《投资者教育园地》,与各大券商合作建立“全国投资者教育网络”,在全国各地多次举办“投资者教育暨市场服务座谈会”等。

在加强制度建设的基础上,上交所初步形成了以上市公司监管、会员公司监管和市场实时监控为主要内容的一线监管体系,为投资者保护提供了制度保障。例如,建立了市场监管及风险防范例会制度,使各职能部门群策群力,



主动、及时地正视市场隐患,在风险控制上形成监管合力,提高了所内各业务部门对市场风险协同反应的能力,在客观上建立起风险发现机制和风险防范机制;加大了对上市公司的监管力度,制定了上市公司信息披露工作核查办法等规章制度,引入公司风险的五级分类管理,提高了风险预警能力,加强了事前防范和事中监管,对重要信息和重点对象实施重点监管;初步建立起了一套适用于会员年检评审的指标体系,并将证券公司类会员分为良好、应关注及重点关注三类,对重点关注类会员采取了调整最低备付金比例、跟踪分析、监控交易等监管措施;加大了市场实时监控制度,启用了新一代监控系统,实时监控在上交所进行的每一笔交易活动,对异常交易实施动态预警,等等。

2002年6月上交所举办的“投资者保护国际研讨会”一方面是上交所过去长期致力于投资者保护的不懈努力的一种延续,另一方面,这次会议也象征了一个新的开端。众多海内外专家学者和业界人士与会宣读了论文并参与了两天的热烈讨论,这充分说明,在中国经济与世界经济彼此增进交流与影响的背景下,大家对于证券市场发展问题的关注已经超越地理与语言的间隔而趋于一致。上交所将在增进与国外市场、专业人士及投资者交往的同时,吸收和借鉴国外成熟市场的先进经验,积极落实和推进中国证券市场的各项改革与发展措施,严格依法办所,进一步健全市场制度,强化市场监管,完善技术系统和技术管理,从而实现有效防范和化解市场风险,推进市场服务,切实保护投资者合法权益的目标。

目前,重筑证券市场的诚信,保护投资者的利益,恢复投资者的信心,是我国在发展证券市场的过程中所面临的重大而艰巨的任务。正如中国证监会周小川主席所言:“投资者教育是一个全社会互动的过程……保护投资者是一个综合性问题,是一个经常性的、艰巨的工作,不可能一蹴而就。”我希望社会各界对此有充分的认识,也愿上交所继续以理性而科学的思考,严谨而实效的研究,进一步推进我国证券市场投资者保护工作的开展与落实。

是为序。

耿亮

2002年9月2日



目 录

序	上海证券交易所理事长 耿亮
---------	---------------

第一篇 总 论

证券交易所与投资者保护(朱从玖).....	3
投资者保护:理论与实践综述(胡汝银 司徒大年)	10
违反诚信的法律责任和民事赔偿机制(江平)	35
上海证券交易所投资者保护国际研讨会综述	39

第二篇 中国投资者保护实践

探索保护投资者合法权益的途径(刘鸿儒)	59
我国证券市场司法诉讼的实践、问题与前景(李国光).....	64
证券监管与投资者保护(冯鹤年)	68
我国投资者保护和现状(严义明)	72
股东代位诉讼的原理、规则和在中国的适用性(方流芳).....	77
C-型资本运作与企业价值	
——兼谈控股股东、关联交易与小股东利益(史正富).....	86
台湾投资者保护的立法经验 Towards Better Investor Protection; Some Statutory Enhancement in Taiwan (Chen Chong)	98



第三篇 投资者保护的國際經驗

公司治理与投资者保护(鹿小楠).....	111
董事自我交易监管比较研究(刘逖).....	126
信息披露与市场透明度(卢文莹).....	144
内幕交易监管与投资者保护(傅浩).....	167
市场操纵监管与投资者保护(傅浩).....	206
民事赔偿责任与投资者保护(陈占锋).....	229
投资者保护与诉讼制度安排(张卫东).....	256
国外证券投资者赔偿制度比较研究(上海证券交易所研究中心课题组)	293
欧洲的股东协会与投资者保护 Investor Protection and Shareholder Associations in Europe(Claus W. Silfverberg)	316



第一篇 总 论

证券交易所与投资者保护

上海证券交易所总经理 朱从玖

一、投资者保护的重要性

投资者是证券市场的主体,保护投资者的合法权益是《证券法》的立法宗旨,也是证券监管工作的首要任务。然而,历史和现实都告诉我们,证券市场中的中小投资者权益很容易受到各种违法违规行为的损害。早在18世纪之初,证券市场还处于萌芽阶段时,英国就发生了严重损害投资者权益的“南海泡沫”事件。即便是在证券市场已经相当成熟的美国,去年发生的“安然事件”也让大量中小投资者蒙受惨重损失,美国一些证券分析师因误导投资者更被立案调查。新兴的证券市场上,过去掩盖在繁荣泡沫下的投资者权益缺乏保护问题在亚洲金融危机的冲击下也暴露无遗。在中国,损害投资者权益的事件不乏其例,“中科创业”股价操纵案件和“银广夏”等上市公司财务造假案件已经危及到投资者对中国证券市场的信心。上述诸多事件的后果是投资者蒙受非正常损失,影响证券市场健康发展,损害经济健康运行。

大量理论和实证研究的成果表明:投资者保护是证券市场能否持续健康发展的关键因素,投资者保护越好,证券市场就越健全,投资者就越有信心,对资本市场的发展就越有利。中国证监会主席周小川特别指出,“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”。因此,保护投资者特别是广大中小投资者的权益既是我国证券市场持续健康发展的客观要求,也是上海证券交易所的一项长期的、必需坚持的基础性工作。



二、中国证券市场发展与投资者保护

（一）中国证券市场发展的特殊性

中国证券市场走过了近十二年的发展历程,取得了巨大的成就。但是由于中国证券市场既是一个新兴市场,又属于计划经济向市场经济转轨中的市场,因此,它的发展必然具有一定的特殊性。

首先,作为新兴证券市场,存在新兴市场共有的问题,例如法律、法规不够健全;信息披露、会计准则以及会计服务的水平不够高;证券公司、基金管理公司、会计师事务所、律师事务所、评级公司等中介机构的发展不够成熟;投资者结构不理想,投资行为不够理性;上市公司质量和成熟市场相比存在一定差距;公司治理结构存在一些特有的问题;市场监管水平也有待提高。

其次,转轨经济脱胎于计划经济,在这种背景下发展资本市场,会遇到一些特殊问题。第一是行政干预比较多;第二,国有成分在经济中占的比重比较大,容易造成“一股独大”;第三,在法律、会计和投资者成熟程度等方面较为薄弱;第四,在转轨过程中,存在一些历史遗留问题。因此,我们在转轨经济中发展资本市场,必然是一个不断探索前进的过程。

（二）投资者保护方面存在的缺陷

作为转轨经济环境下发展起来的新兴市场,我国证券市场在投资者保护方面尚存在着一些突出问题,这主要表现在以下五个方面。

1. 法规制度不健全

我国的证券法律体系尚未建立起有效的投资者保护机制,克服公司内部治理机制局限的司法保障较为欠缺。我国《公司法》规定了股东的基本权利以及董事的责任,而司法实践尚处于起步阶段,尽管在这方面法院系统、监管系统做了大量积极的努力,但要建立完善的体系尚需时日。

民事赔偿制度不健全。虽然我国证券监管部门加大了对各种侵犯投资者利益行为的处罚力度,但既有的处罚在某种程度上还是一种“内部化”的处罚。在这些案件中,投资者的损失没有得到补偿,因而距离保护广大投资者利益的政策目标尚存在相当的差距。

2. 市场机制不健全

我国证券市场是在计划经济向市场经济转轨的过程中建立和发展起来



的,相当多的非经济因素影响股价的变化,证券市场的定价功能较差,股市较难以股价的升降来评判公司的经营状况;另一方面,国有股、法人股的非流通也使得市场交易无法对上市公司控制权产生影响,从而削弱了市场机制和投资者对上市公司管理层的约束。

3. 中介机构自律意识薄弱

在投资者保护方面,以主承销商为代表的中介机构的角色十分关键。包括证券公司、律师、会计师、验资人员、评估师以及其他专业人士在内的中介机构尽职尽责是投资者保护最重要的基础。

但从我国目前的情况来看,相当部分中介机构的自律意识较为薄弱,有的中介机构帮助上市公司“包装”虚假业绩,骗取上市资格;有的中介机构则配合上市公司进行关联交易、资产重组、债务重组等制造“泡沫利润”,欺骗投资者和社会公众。这些行为严重破坏了社会信用,扰乱证券市场的正常秩序,坑骗广大投资者,影响了股市的健康发展和经济的安全运行。

4. 公司治理机制存在缺陷

由于上市公司股权高度集中,公司产权多元化特征不明显。在这种情况下,许多公司的大股东利用控股地位几乎完全支配了公司董事会和监事会,在公司治理中形成了“超强控制”、“一股难大”,中小股东意愿难以形成有影响力的“声音”。由于我国上市公司改组的特殊性,大股东与其控股的上市公司之间存在许多生产经营方面的联系和非生产性经济往来,在缺乏制衡机制的情况下,大股东和控股上市公司之间通过关联交易、占用资金以及贷款担保等行为,增加了上市公司的财务与经营风险,侵害了广大中小投资者的利益。

5. 投资者的认识存在误区,对权利与责任的认识不清晰(略)

(三) 我国市场经济文化发育的不足

市场经济文化是支撑现代市场经济体系和证券市场有序运行的基础。市场经济文化是诚信、公平、透明、规范、独立等理念、行为特征和制度规范的集合。投资者保护必然要受到市场经济文化发育状况的制约。从这一角度来看,我国市场经济文化发育的不足也影响了投资者保护的力度。

1. 社会诚信意识淡漠

诚信是市场经济的灵魂,是合格市场主体基本的道德规范。但在向市场经济转轨的阶段中,在只有近十二年发展历史的我国证券市场中,参与者的诚信意识仍较为淡漠。例如,上市公司和中介机构不遵守法律法规,一部分董事、监事及高管人员不能勤勉尽责等。



2. 股东价值受到漠视

作为公众公司,上市公司的根本目标是实现股东价值最大化。但相当部分人的意识还停留在政府本位或企业本位上,股东价值受到了漠视,股东利益并没有得到相应的尊重。

3. 对待风险的态度欠正确

风险是客观存在的,风险应得到有效管理,市场各主体应有承担风险的能力,对大的风险要有救助机制。

三、上海证券交易所推动投资者保护方面的工作

(一) 交易所的角色

在证券市场上,交易所承担着以下的职能:

作为市场的组织者,交易所提供证券交易的场所和设施;制定证券交易所的业务规则;接受上市申请,安排证券上市;组织证券交易。

作为市场的一线监管者,交易所监督证券交易;对会员、上市公司进行监管;管理和公布市场信息。

作为市场发展的推动者,交易所为市场发展而推动金融产品创新,不断改进交易技术,为投资者提供安全、高效的交易环境,不断推动市场的深化发展。

(二) 从监管、服务和教育三个方面推动投资者保护

交易所的角色及其在市场中的作用决定了交易所可以从监管、服务和教育三方面推动投资者保护。证券交易所在我国投资者保护体系中的地位和作用主要体现在以下几个方面:

首先,作为一线监管的承担者,交易所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;通过对上市公司的监管,强化信息披露的及时性、准确性和完整性,为投资者创造公开、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。

其次,证券交易所是证券市场运行的核心,它通过向各方面的市场参与者提供全面的服务来保障市场稳定运行和持续发展,保护投资者权益。

第三,证券交易所还应大力开展投资者教育工作,帮助投资者认识投资产品,使投资者知权维权,提高投资者的投资素质,促使投资者树立健康的投资



意识和风险防范意识,增强投资者的自我保护能力,为投资者保护工作创造良好的基础条件。

(三) 上海证券交易所在投资者保护方面的工作

近年来,上海证券交易所坚定不移地致力于证券市场秩序规范运作、稳健发展,一直把是否有利于保护投资者作为我们各项工作的重要出发点。具体而言,我们主要通过以下八个方面来采取措施,贯彻投资者保护的思路。

1. 强化以信息披露为核心的上市公司监管

上海证券交易所完善了定期报告和临时报告制度,积极推行上市公司预警制度,制定了上市公司信息披露工作核查制度,并开展了对上市公司的风险分类和分类监管工作,即根据上市公司风险的大小,把存在风险隐患的上市公司细分成五个类别,对风险类别低的上市公司实施例行监管,对风险类别高的公司重点关注,在监管职责的范围内尽可能地发现问题。此外,还完善了退市制度,进一步加强了对上市公司的监管。

2001年,上交所共对63家上市公司分别采取了公开谴责、内部通报批评等处理。今年一季度,共向上市公司发出监管关注函35份,监管工作函85份。对14家公司进行内部通报批评,将2家公司提交证监会巡检。

2. 推动公司治理

上海证券交易所大力倡导《上市公司治理准则》,倡导37家公司共同向社会发出了关于完善公司治理结构的倡议书,并将公司治理的有效性纳入信息披露合规性审核范围。上交所计划开展公司治理水准评比,督促上市公司在公司治理方面走在前列,提高上市公司质量,增强市场信心。

3. 加强对会员公司的监管

严密监控会员的财务状况,对会员的风险进行分类划分,对高风险会员公司采取特别措施,重点跟踪、检查,加强现场调研,并加强与有关监管部门和结算公司合作,做到提前掌握情况,争取化风险于未然。

4. 提升实时监控系统,加强市场监察

上海证券交易所开发了先进的新一代市场实时监控系统,对市场实施更严格的监控。与旧系统相比,新系统在处理速度、数据容量和效率、指标体系和安全性等方面均有显著改善,增加了追踪监视和数据分析功能,提高了监控的深度和广度。

在日常监管中,上交所更多地运用询问、提醒,积极审慎地运用停牌手段,威慑违规行为,维护证券市场的正常交易秩序。对少数蓄意违法违规案件报证监会进一步调查。

5. 创新产品,完善市场机制

高质量、有效运作的市场是对投资者利益最大的保护。针对中国证券市场产品创新和运作机制建设的不足,上海证券交易所作为市场组织者,把产品创新作为重要的任务,同时大力推动机构投资者的发展。为完善指数类产品,上海证券交易所经过长期准备,于2002年7月1日推出上证180指数,为推动机构投资者入市创造有利条件。

6. 完善交易技术、信息挖掘和直通处理

上海证券交易所启动了新一代交易系统项目和新一代信息系统项目的建设,将加大信息挖掘深度,提高交易直通处理能力,为投资者提供更快捷、安全、高效的交易环境。

7. 全面推动上海证券交易所服务大纲

为进一步加强服务工作,从战略高度来整合服务体系,制定了《上海证券交易所服务大纲》,改变“朝南坐”的作风,切实为市场服务,为投资者服务。在服务实施方面,根据交易所服务内容,将服务工作项目化,建立了服务项目检查评估办法。目前,已推出了会员会籍服务、全面指定交易服务、双向卫星小站技术服务项目和沪市数据快递服务项目等7个服务项目。

8. 大力开展投资者教育工作

2000年10月上交所成立了投资者教育中心,围绕保护投资者利益这个主题,从普及证券知识和揭示投资风险入手,开展了一系列的投资者教育活动。上交所联合银河证券等19家会员单位,组建了以我所为轴心覆盖全国的“投资者教育网络”,并向证券界发出开展投资者教育活动的倡议。上交所与各地证管办、特派办合作开展多种形式的投资者教育活动,与有关院校合办“证券节”,并积极配合证监会做好上海证券报“投资者教育栏目”的编辑工作。上交所还推出了投资者教育系列丛书,丰富外部网《投资者教育》专栏内容。

四、结束语

投资者保护是一项综合性的系统工程,涉及面广、难度大,需要从不同的层面进行努力。除了严格的立法、执法和政府监管外,还需要证券市场各方面主体的积极参与,建立起完整的投资者保护环境,从而提高整个证券市场的运行效率和监管效力。

中国证券市场是一个新兴的市场,投资者保护的工作任重而道远。作为



市场独特而重要的中枢,证券交易所在我国投资者保护体系中的地位尤为重要,应该而且可以发挥重要的作用。从根本上讲,推动市场高质量、规范发展正是对投资者利益的最大保护。



投资者保护：理论与实践综述

上海证券交易所 胡汝银 司徒大年

一、投资者保护：问题的缘起和意义

投资者保护问题是公司治理的核心问题之一，也是公司治理所要实现的基本目标。它源于代理问题^①，核心内容是防止内部人（管理层和控股股东）对外部投资者（股东和债权人）的“掠夺”（Expropriation）。“掠夺”在公司股权比较分散的情况下，主要表现为管理层的机会主义；在股权集中于控股大股东的情况下，体现为管理层和控股股东对中小股东与债权人的双重侵害^②。在很大程度上，公司治理和投资者保护就是外部投资者藉以防止权利被内部人剥夺的一套机制。这里的外部投资者指所有的不控制公司的投资者，包括分散的中小股东、非控股的大股东、小债权人和大债权人/主银行。

“掠夺”有以下多种形式：

(1) 转移定价(Transfer Pricing)，如以高于市场价格向公司出售大股东

的物业、以低于市场利率向公司借款或以高于市场利率借款给公司。

(2) 转移资产(Transfer of Assets)，如通过董事的自我交易(Self-Dealing)将公司资产转移出去。

(3) 追求非利润最大化目标，如大股东与公司争夺商业机会，占用公司资



① 代理问题是指委托人和代理人之间的委托—代理关系，即代理的内部关系问题。斯蒂格利兹指出委托—代理关系即是“委托人(如雇主)如何设计一种报酬体系(一份契约)来驱动另一个人(其代理人)为委托人的利益行事”。代理关系主要涉及委托人如何聘任、激励和监督代理人这三个方面。它的产生是与股份公司股权和管理权相分离联系在一起。1932年Berle和Means最早提出“所有权与控制权相分离”的论点。

② 控股股东对中小股东侵害问题根源在于中小股东相对处于弱势地位，中小股东弱势地位又是因为小股东和控股股东之间信息不对称、“搭便车”及中小股东持股比例小从而控制权弱。