



证券市场投资者 利益保护法律制度研究

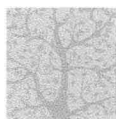
赵万一 主编

法律出版社
LAW PRESS · CHINA

司法部国家法治与法学理论研究项目重点课题
项目编号: sfb1006

证券市场投资者 利益保护法律制度研究

 法律出版社
LAW PRESS · CHINA



主 编 / 赵 万 一
副 主 编 / 范 伟 红
作 者 / 赵 吟 刘 珂 宗 宁
谢 琼 丽 高 月 罗 璨 黄 健 彭 益 柳
高 达 薄 萍 萍 夏 劲

图书在版编目(CIP)数据

证券市场投资者利益保护法律制度研究 / 赵万一主编.
—北京:法律出版社,2013.1
ISBN 978-7-5118-4408-8

I. ①证… II. ①赵… III. ①证券投资基金法—研究—中国 IV. ①D922.287.4



证券市场投资者利益保护法律制度研究 赵万一 主编

责任编辑 刘文科
装帧设计 李 瞻

© 法律出版社·中国

开本 A5

印张 11 字数 287 千

版本 2013 年 12 月第 1 版

印次 2013 年 12 月第 1 次印刷

出版 法律出版社

编辑统筹 学术·对外出版分社

总发行 中国法律图书有限公司

经销 新华书店

印刷 北京北苑印刷有限责任公司

责任印制 陶 松

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

网址/www.lawpress.com.cn

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

西安分公司/029-85388843

重庆公司/023-65382816/2908

上海公司/021-62071010/1636

北京分公司/010-62534456

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5118-4408-8

定价:38.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

赵万一简介



赵万一，1963年4月生，山东巨野人。现任西南政法大学民商法学院院长、二级法学教授、博士生导师，西南政法大学学位委员会副主席。兼任中国法学会理事、中国民法学研究会学术委员会副主任、中国商法学研究会副会长，福建省人民政府顾问，上海大学、福州大学、西南大学、福建师范大学、山东经济学院等学校兼职教授，上海大学、福建师范大学兼职博士生导师，英国《法律与管理国际杂志》（*ML-The International Journal of Law and Management*）编委。重庆市高级法院智库专家、重庆市人大常委会立法咨询专家、重庆市第一中级法院、第三中级人民法院、重庆市工商局、国土资源局、公安局、江北区人民政府等单位法律咨询专家，重庆市财政局政府采购评标专家。1991年被评为四川省“做出有突出贡献的中国博士、硕士学位获得者”；1992年被聘为副教授，同年被评为四川省高校“十佳青年教师”；1997年被评为教授；2001年被聘为博士研究生导师。2006年8月获重庆市首届“十大优秀中青年法学、法律专家”称号。主要研究领域为民商法基本理论和公司法、证券法、竞争法。独立完成的专著有：《证券法的理论与实务》（1991），《中国竞争保护法律问题研究》（1996），《商法基本问题研究》（2002），《民法的伦理分析》（2003）。主编有包括司法部统编教材、21世纪法学教材《商法学》《证券法学》《民法学》在内的教材、专著、工具书六十余部。先后在《中国法学》《法学研究》《人民日报》《光明日报》等杂志和报刊上发表论文140余篇，有数十篇文章分别被《新华文摘》《中国社会科学文摘》和人大复印报刊资料转载。1985年与金平教授等人提出民法调整的是平等的财产关系和人身关系的观点，这一理论为我国《民法通则》所原则采纳。1987年在全国率先提出了国营企业“委

托经营权”理论，成为国内有影响的代表性学术观点之一。2001年在我国率先提出民商法价值取向差异理论，认为民法的首要价值目标是公平、商法的首要价值目标是效益。这一观点目前已成为民商法学界的主流观点。2003年提出民法的伦理性价值观点，认为中国民法典的制定既要考虑技术性要求，同时也要考虑伦理要求，民法典必须是国际性和民族性的有机统一。2006年在《中国法学》上发表《从民法与宪法关系的角度谈我国民法典制订的基本理念和制度架构》，提出市民社会与政治国家的分野是公、私法划分的理论基础，也是处理宪法和民法关系的主要依据。认为宪法是公法的基本法，民法是私法的基本法，相对于宪法而言，民法具有更为基础的地位。文章发表后，引起了广泛的社会影响，有多篇文章对其进行了评价和驳议。

其学术观点不但在国内有较大影响，而且在海外有一定影响。2004年在日本《修道法学》发表了《关于目前中国商法研究的几个问题》。其学术观点在日本引起关注，2007年11月日本早稻田大学助理教授但见亮在日文杂志《中国研究月报》第61卷第11号（第3-22页）《物权法草案违宪争论诸相》（薛轶群译）中曾对《从民法与宪法关系的角度谈我国民法典制订的基本理念和制度架构》一文进行了详细评介。其学术专著《民法的伦理分析》于2005年在中国台湾最负盛名的法律类学术著作出版机构五南图书出版公司出版。

有较强的司法实务经验，曾作为立法咨询专家参与了我国《物权法》的制定和《公司法》、《证券法》的修改，参加了最高人民法院关于《合同法》《破产法》在内的多个司法解释的讨论、论证工作和多部地方立法的制订和论证工作。2011年1月5日-8日在海口参加了由中国证监会授权深圳证券交易所举办的上市公司高级管理人员培训班学习，取得独立董事培训资格(深交所公司高管（独立董事）培训字（06000）号）。现为贵州百灵、闰土股份、国兴地产等上市公司的独立董事。

善待证券市场投资者（代序言）

如果从1990年12月19日上海证券交易所举行开业典礼之日算起的话,中国的证券市场已经在风雨飘摇中走过了二十多年的艰苦历程。二十多年的证券市场之路既是一条充满诱惑的淘金之路,同时又是一次荆棘丛生的探险之旅。多少人借助证券的魔棒一夜暴富,而另一些人则在证券投资的博弈中家财散尽。中国证券市场二十多年的发展带给我们的既有成功的经验可资借鉴,也有深刻的教训值得总结。这些经验和教训归结成一句话就是:中国证券市场的长期稳定发展必须以善待投资者为根本。

我们之所以要善待证券市场投资者,首要的原因在于只有善待投资者才能坚定投资者的投资信念,而良好的投资者信心是保持中国证券市场持续稳定健康发展的前提。证券市场的有效建立必须满足三个条件:一是必须有可供交易的证券产品,二是必须有进行交易的场所,三是必须有进行交易的具体行为人,即证券市场的参与者。在这三个条件中,进行交易的场所是不变量,可供交易的产品是一个可控变量,而只有投资者是一个不可控的变量。因此相对于其他两个要素来说,投资者无疑是决定证券市场成败的一个最为重要的因素。而证券市场上的参与者既包括证券的原始提供者即发行证券的企业,也包括证券的买者和卖者即证券投资者。就实际功能来说,证券发行者的主要任务是向证券市场

提供可资交易的特殊产品,并且在一旦完成产品供给后,证券发行者就会退至证券交易的幕后,除非是基于特殊的原因(如股份回购),证券发行者就不会再继续参与证券的交易活动。因此,证券市场上的几乎所有的证券交易活动都是由众多的证券投资者来完成的。证券投资者之所以选择进行证券交易行为,除了追求投机的暴利之外,更主要的则在于证券投资的获益具有可预期性。而这种收益的可预期性又直接衍生出证券投资者的信心和决心。投资者对证券市场的认可和信心不但支撑了证券市场的正常运行,而且决定了证券市场的成败。因此,从某种程度上说,投资者信心的坍塌之日就是证券市场崩溃之时。

我们之所以要善待证券市场投资者的另一个原因则在于,保护证券投资者是证券市场建立和发展的根本目的。证券市场固然有帮助企业实现社会融资的功能,但任何国家的证券市场都不能也不应该将融资作为制度设计的根本目的甚至是唯一目的,更不能将证券市场沦为企业圈钱的场所和工具。综观世界各国的证券市场发展史我们可以发现,那些成熟的并能够得到社会认可的证券市场的主要作用都在于为投资者提供了一种可供选择的参与社会财富创造的机会和渠道,而且能够帮助投资者最终实现财产保值增值的目的。因此,任何证券市场的设计都必须把保护投资者利益放到优先考虑的位置,这既是实现证券市场健康、稳定、持久发展的必然要求,同时也是证券市场制度本身的内在要求。毫不夸张地说,如果没有证券投资者的积极参与和大力支持,就不会有证券市场的良性发展,即使出现了证券市场的兴盛和繁荣,这种繁荣也只能是一种脆弱的繁荣。

善待证券市场投资者要求我们所有的涉及证券市场的法律都必须充分关注投资者的需求。投资者进行投资的主要目的无疑是为了获取尽可能多的收益,而为了实现获益的目的,就要求投资者的行为结果必须具有确定性,行为收益应当具有可预测性,行为风险应当具有可控制性。而这些基本要求的实现无疑必须以稳定、严密的制度加以保障。另一方面,目前的中国正好处于艰难而漫长的社会转型期中的迷茫阶段,

制度的非确定性和不稳定性不但构成社会转型期的一个基本特征,而且直接影响到社会主体的行为选择。换言之,由于制度的非确定性和不稳定性,不可避免地会直接影响到投资者行为预期的不确定性,而不确定的行为预期又会增加投资者的迷茫感和不安全感,并进而影响到投资者的投资行为。因此对我们国家来说,增加制度的可预期性,优化投资的环境条件就显得更为迫切和必要。

善待证券市场投资者必须充分尊重投资者的投资权,为投资者创造公平的投资环境和平等的投资机会。平等投资权是公民平等权的重要组成部分,其内容既包括投资者法律地位的平等,也包括投资机会的平等,更包括对不同投资者法律对待和法律保护上的平等。法律上的区别对待无疑会挫伤投资者的投资积极性,而能够带来一夜暴富的投资机会如果被少数人所垄断,其结果必然带来大多数投资者的心理失衡,并进而影响到投资者对证券交易制度合法性的怀疑。

为了实现善待证券市场投资者的目的,最有效的方式就是借助于具有普遍公信力的法律手段。相对于其他手段来说,法律手段除了能够为投资者提供一种稳定、安全的环境条件和可预期的法律效果之外,更主要的原因则在于法律本身即具有制度创造的功能。法律的制度创造功能主要通过两种方式体现出来:一是用制度改造现有的社会环境和赖以发挥作用的条件,从而使制度的预设功能得以最大限度的发挥。二是根据社会的实际需要来创建制度,实现制度对现实社会的维护和固化作用。但无论是哪种层面的制度,都有相同的共性,即一个好的法律制度必须具备三个基本要求:一是符合社会正义,能够代表大多数人的利益,体现对人的关怀和尊重,即有比较坚实的人文伦理基础;二是技术设计合理,符合制度的内在逻辑要求,即具有厚重的科学基础;三是符合社会现实需要,具有较强的可操作性,即具有良好的现实基础。具体到证券法律制度来说,虽然我们可以用制度来改变投资者的投资偏好,但证券法的最主要作用恐怕还应当是帮助投资者最大限度地实现其预期收益。这既是我们整个制度设计的根本目标,同时也是判定我们已有制度

优劣的主要标志。进一步说,只有真正体现保护和善待投资者的证券法才能称之为良法,也只有真正满足了投资者利益要求的证券法才会具有鲜活的生命力。

赵万一

二〇一二年十二月于重庆

目 录

第一编 基本理论

第一章 证券市场投资者利益保护的基本理论 / 3

- 一、证券市场投资者利益保护的必要性 / 3
- 二、证券市场投资者权利的发展历程 / 5
- 三、证券市场投资者利益保护的理论基础 / 11
- 四、证券市场投资者利益保护的基本原则 / 19
- 五、证券市场投资者利益保护的目 的 / 27
- 六、证券市场投资者利益保护的范 围 / 31

第二章 证券投资者的法律地位 / 35

- 一、证券投资者的概念与特征 / 36
- 二、证券投资者利益保护的认定 / 40
- 三、证券投资者保护的类型化——从“一揽子保护”到分类保护 / 46

第三章 证券市场投资者保护的 路径选择 / 60

- 一、证券市场投资者利益保护的 市场路径 / 60
- 二、证券市场投资者利益保护的 政府路径 / 67
- 三、证券市场投资者利益保护的 法律路径 / 76

四、我国证券市场投资者利益保护之路径选择 / 95

第二编 基本权利

第四章 证券市场投资者的投资权 / 101

- 一、证券市场投资者投资权的法律特征 / 101
- 二、我国证券市场投资者投资权保护的现状 / 102
- 三、证券市场投资者投资权的保护与限制 / 104

第五章 证券市场投资者的参与权 / 110

- 一、投资者参与权的概念与特征 / 111
- 二、中小投资者参与权行使的界限 / 114
- 三、投资者参与权的具体内容与形式 / 117
- 四、我国投资者参与权权利行使的障碍及其原因分析 / 119
- 五、完善我国投资者参与权的主要思路 / 128

第六章 证券市场投资者的交易权 / 139

- 一、证券市场投资者交易权概述 / 139
- 二、证券市场投资者之公平交易权 / 142
- 三、证券市场投资者之自由交易权 / 155

第七章 证券市场投资者的知情权 / 170

- 一、证券市场投资者知情权的本质 / 170
- 二、证券市场投资者知情权保护的比较法研究 / 173
- 三、对我国现行知情权制度检视与反思 / 180
- 四、重构投资者财务知情权制度的若干建议 / 187
- 五、制度重构的现实意义 / 190

第八章 证券市场投资者的分配权 / 193

- 一、公司法分配制度在理念上的追问与反思 / 193
- 二、公司法如何补缺分配基本概念 / 199

三、现行《公司法》对分配权制度保护不足 / 204

四、我国投资者分配权的完善路径 / 210

第三编 权利救济

第九章 证券市场民事救济概述 / 217

一、证券市场民事救济的内涵 / 217

二、证券市场民事救济与关联概念辨析 / 220

三、证券市场民事救济的效用分析 / 223

四、我国证券市场民事救济的制度演进及评价 / 230

第十章 证券市场投资者民事赔偿方法 / 236

一、虚假陈述损害赔偿计算方法 / 236

二、内幕交易损害赔偿计算方法 / 262

三、操纵市场民事赔偿计算方法 / 272

四、短线交易民事赔偿计算方法 / 277

第十一章 证券民事赔偿程序机制 / 284

一、证券民事赔偿的诉讼救济机制 / 285

二、证券民事赔偿的非诉讼救济机制 / 315

附编 立法建议

附录一：《关于内幕交易民事赔偿的司法解释》（专家建议稿） / 325

附录二：《关于操纵市场民事赔偿的司法解释》（专家建议稿） / 333

第一编 基 本 理 论

第一章 证券市场投资者利益 保护的基本理论

一、证券市场投资者利益保护的必要性

必须加强对证券市场投资者利益保护的原因主要表现在三个方面：

第一，投资者自身因素。证券是一种非常复杂的金融商品，一般投资者在经验、技能、财富、信息等方面处于弱势地位，因此无法通过证券的外部表现判断其内在价值。尤其是数量众多而且异常分散的中小投资者，往往缺乏系统的证券投资基本知识，风险意识薄弱，对风险的承受能力也比较低。同时，由于从众心理的存在，当证券市场因为金融货币政策调节或因为操纵市场等违法违规行为而发生大幅度涨跌时，多数中小投资者会盲目地追杀，信息的滞后性或虚假性使其极易遭受严重损失。

第二，市场环境因素。我国证券市场起步较晚，从产生伊始就主要是依靠行政力量和政策推动发展起来的，不但市场化程度不高，而且在制度建设等方面与发达国家成熟的证券市场相比还存在较大差距，对投资者利益保护的广度和深度也非常有限。根据经济学上的“经济人”假设理论，市场参与主体以追求自身利益最大化为唯一目标。在我国证券市场投融资过程中，由于各个环节缺乏完备的调控制度和规制措施，市场参与主体在利益的驱动下，可能实施滥用资金优势、信息优势的行为，

并衍生出普遍的道德风险。具体而言,其行为包括内幕交易、操纵市场、虚假陈述、欺诈客户、法人非法利用和出借账户、资金违规流入股市、挪用公款买卖证券以及违反规定的国企买卖上市交易的股票等。这些违法违规行为的存在时刻威胁着广大投资者的利益,使投资者的资金大量受损,影响证券市场甚至整个社会的稳定发展。

第三,法律制度因素。我国证券市场投资者利益的法律保护大致可以分为四个阶段:1994年以前主要是地方和各部委制定颁布的法规和规章;1994年至1998年以《公司法》的颁布实施为标志进入发展阶段;1999年至2005年以《证券法》的颁布实施为标志迈入完善阶段;2006年以后《公司法》、《证券法》全面修订促使投资者利益保护逐渐成熟。虽然我国证券市场投资者利益保护的基本法律框架已经形成,但缺乏一个细致而有效的规范。一方面,有关证券发行、上市、交易过程中的投资者利益保护规定过于原则,存在许多疏漏之处,使得强势市场主体有机可乘。另一方面,最高人民法院就涉及证券民事赔偿案件作出暂不受理的决定,使得对违法行为人的责任追究机制就此落空,投资者尤其是中小投资者无法通过诉讼机制寻求自身利益的保护。

在我国,广大投资者作为载舟覆舟之水,是我国证券市场乃至整个国民经济长远发展的重要推动力量。正如台湾学者赖源河所言:“……其具有应先请求‘投资人保护’,然后才能‘实现国民经济之发展’之关系……盖因只有在投资人有了充分的保障之后,国民经济对于证券投资才会因而昌盛。证券投资昌盛之后,才能汇集企业所需要之资金,而促使企业活动转趋活泼,而企业活动之活泼,当然就会促进国民经济之繁荣。”^{〔1〕}由此可见,投资者利益保护既是一个经久不衰的课题,也是一个颇具现实意义的课题。

〔1〕 赖源河:《证券管理法规》,著者自版1978年版,第6页。

二、证券市场投资者权利的发展历程

1. 国外证券市场投资者的权利发展

在国外,投资者的权利可以追溯至 11 世纪,西欧地中海沿岸比较发达的工商业城市里出现了企业出资人知情权。在那些较为发达的城市中,已有现代企业的雏形组织,以合伙制企业为主。按照当时合伙人之间的约定,其中的一部分人可以只出资而不实际参与合伙企业的经营,从事实际经营的合伙人须向为参与经营的合伙人交代其经营管理和履行合伙契约的行为,并且合理地分配利润。同时,不参与经营的合伙人则了解企业的运营状况,并可以监督企业的财务状况。逐渐地,早期股份公司开始出现,但由于公司的设立需要国王颁发特许状,因而当时股份公司的市场化受到限制,从而也忽略了对股东的知情权保护。于是在那一段时间,投资者的权利无疑受到了严重的侵害,如英国 1721 年发生的“南海泡沫事件”,受该事件影响的英国在 1844 年颁布了《公司法》,参考了当时公司本身的章程和内部规定,以成文法的形式赋予了股东知情权。

19 世纪以后,公司慢慢成为社会经济中主要的商业组织形式,越来越多的商人们通过股份公司向社会公众募集资金以求发展。公司融资的目的和社会公众闲散资金的增值意图一拍即合,从而催生了证券市场并促进它的发展,也出现了一批希望通过投资获得利益的投资者。作为提供资金的一方,投资者权利应当在证券市场中受到重视。美国政府在 1929 年的经济危机之后充分意识到这一点,1933 年和 1934 年制定的《证券法》和《证券交易法》里面都有信息披露的规定以及保护投资者权利的理念体现。其中,1934 年的《证券交易法》还明确提出要保护投资者的权益,并在第四章开宗明义地提出设立宗旨是为投资者提供最大的保护及最小的证券市场干预,设立了美国证券交易委员会,并赋予这一机构监管证券市场较大的权力。1970 年,美国制定了保护投资者的专门性法律——《证券投资者利益保护法》,在该法中还设立了投资者利益保护基金,使得投资者权利的实现更有保障。进入 21 世纪,在企业不断爆