

从修订后的《证券法》谈投资者利益保护

(陈科^①、王尉斌^②)

国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》颁布以来，保护投资者尤其是广大中小投资者的利益已经成为全社会共同关注的热点问题。作为资本市场的根本大法，修订后的《证券法》以和谐社会构建为依归，从制度依据以及规范模式设计等方面突出强调了对投资者，尤其是广大中小投资者利益的保护，明确了侵害投资者利益的法律责任，对于我国证券市场的长期稳定健康发展具有十分重要的意义。

一、修订后的《证券法》补充、完善了投资者利益保护的基本制度

发达国家成熟资本市场的发展经验表明，加大资本市场基础制度和法律法规建设是保障投资者利益的重要基石。修订后的《证券法》认真总结了我国证券期货市场十五年以来的发展历史，从增强我国经济发展的自主性，满足社会公众的投资需求及分享经济增长成果的角度出发，补充完善了投资者利益保护机制，主要体现在两个方面。

(一) 借鉴国际成熟市场通行做法，建立证券投资者保护基金

修订后的《证券法》第 134 条明确规定，“国家设立证券投资者保护基金。证券投资者保护基金由证券公司缴纳的资金及其他依法筹集的资金组成，其筹集、管理和使用的具体办法由国务院另行规定”。这标志着证券投资者保护基金制度第一次以法律的形式明确下来，对建立国际成熟市场通行的证券投资者保护机制必将起到十分积极的作用。

证券投资者保护基金制度类似于存款保险制度，是资本市场发达国家和地区普遍建立的一种保护中小证券投资者的基本制度。作为证券公司综合治理工作的配套措施之一，设立证券投资者保护基金不仅是建立证券公司风险处置长效机制的主要措施，同时也是落实《国九条》的重要举措。这是在总结证券市场监管经验基础上完善金融监管体系的积极探索，是监管制度的创新，是投资者利益保护制度的完善，是我国证券法律制度保护中小投资者合法权益这一基本原则的具体体现。如果说修订后的《证券法》为广大投资者撑起了一把保护伞，为广大投资

^① 陈科：(1979—) 四川证监局稽查一处干部，法学硕士，(028) 85553530。

^② 王尉斌：(1984—) 四川证监局稽查一处干部，经济学学士，(028) 85581397。

者参与证券交易提供了安全保障，那证券投资者保护基金制度就是这把大伞的骨架之一，它能为证券公司出现关闭、破产等重大风险时，通过便捷渠道快速地对投资者予以保护提供了资金支持，有利于稳定和增强投资者对我国金融体系的信心。

（二）力推客户交易结算资金第三方存管等措施，强化对投资者的证券资产安全的保护

近年来，因法人治理结构失衡、内控制度缺乏以及违法违规受追诉率低，市场制裁机制尚未真正建立等原因导致的证券公司挪用、挤占客户交易结算资金、国债、股票等违法违规现象层出不穷，严重侵害了投资者的合法权益，极大地损害了证券行业的形象，一定程度上影响了证券市场的稳定和谐发展。为此，修订后的《证券法》加大了以净资本为核心的风险指标监控，强化对证券公司的业务运行和客户资产安全监管的防火墙制度，力图从机制上祛除客户资产安全隐患，规范证券公司的发展和创新。

修订后的《证券法》突破以往的羁束，明确规定客户交易结算资金必须全额交付经认可的商业银行，并以每个客户的名义单独立户管理。此外，法律还第一次明确了客户交易结算资金的所有权归属，设置了客户资金与证券公司资产的破产隔离，并且确立了客户资金债权的优先受偿。

在第三方存管的模式下，商业银行掌握客户账户资金明细和客户的交易结算资金，每个客户都可以随时查询到其账户中资金的真实情况，证券公司只负责客户交易的前端控制，失去了对客户交易结算资金的支配权，无法动用客户的交易结算资金，这有利于从源头上切断证券公司挪用客户交易结算资金的通道，从制度上解决证券公司挪用问题。第三方存管制度因具备了从根本上解决客户交易结算资金被挪用的可能性的问题，且其内控机制及实现方式等均在证券监管部门、交易所和登记结算公司的实时监控下，广大投资者的资产安全与合法利益因而将得到切实保障。

二、修订后的《证券法》进一步明确了侵害投资者利益的民事法律责任

修订后的《证券法》用大量篇幅规定了侵害投资者利益的各种责任主体的行政法律责任，并首次系统地规定了证券民事赔偿责任制度。虽然部分条款较为抽

象，性质认定等很多具体问题尚待进一步明确和细化，但以基本法的形式将应承担民事法律责任的证券违法行为从虚假陈述扩及内幕交易、操纵股价、欺诈客户等行为本身就值得鼓励和称赞。至少可以认为，没有立法者的勇气和智慧，广泛深入的投资者维权行动和民事赔偿诉讼的探索仍将持续很长一段时间。

（一）我国证券民事赔偿责任的演进

先前的《证券法》虽然禁止内幕交易、操纵股价、欺诈客户并规定了相应的行政责任甚至刑事责任，但没有从民事责任的角度对其进行有效规制，这就造成了民事赔偿机制缺失，相关行政责任过轻无法完全弥补投资者损失的现象屡见不鲜。近年来，由于证券民事赔偿缺乏制度依据，相关诉讼机制不畅，投资者的民事赔偿诉讼之路寸步难行。即使法院受理的大庆联谊案件等，最终也因共同诉讼和有关司法解释出现模糊地带等原因致使案件从审理到执行耗费了几乎两年的时间。

与修订前的《证券法》相比，本次立法明确了各责任主体对于虚假陈述违法行为应承担的民事责任；规定了内幕交易、市场操纵、欺诈客户等行为给投资者造成损失的，行为人应当依法承担赔偿责任；规定投资咨询机构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，给投资者造成损失的，依法承担赔偿责任；规定证券服务机构所制作、出具的发行、上市、证券交易相关文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。

（二）我国证券民事赔偿责任的立法原因

首先，从与时俱进的角度看，《证券法》有关民事赔偿责任的修改符合事变则法移的法律演进原则。事实上，无论是从理论还是操纵层面出发，唯有完善的民事赔偿制度的建立和健全，并通过对投资者的民事救济的实现及对已失衡利益关系之整合，投资者的合法权益才能从根本上得到维护和切实保障。

其次，规定证券民事赔偿制度是建立完整的证券法律责任制度的需要。民事责任、行政责任、刑事责任是法律责任的三种方式，各有分工，各有侧重。刑事责任和行政责任具有刚性特点，重在打击和遏制违法和犯罪行为，剥夺其进一步实施违法和犯罪的条件，恢复正常的交易秩序；民事责任具平等主体间的私法自治特点，重在消除违法犯罪的后果，使侵害人与受害人之间已经失衡的

利益关系得以恢复原状,使受害人的利益得到救济,体现补偿与制裁的双重功能。民事责任对受害人的救济作用是刑事责任和行政责任不可替代的,缺少民事责任的法律责任制度无法实现对受害方补救,也就谈不上真正的公平与正义。

结语：投资者利益保护任重道远

我国改革开放和证券期货市场发展的历史经验表明,要建立一个充满活力的资本市场,就必须以科学发展观为统领,从构建和谐社会与促进社会、经济协调发展的战略高度出发,将投资者利益保护机制的建立和健全始终置于资本市场建设的重要位置,不断改进和完善各项基础制度,切实保护公众投资者的合法权益,营造资本市场稳定健康发展的良好环境。

尚福林同志曾经指出,中国的证券市场是一个新兴加转轨的市场。由于在计划经济体制下形成的历史积弊等原因,中国证券市场在发展过程中存在诸多不规范、不和谐之处。投资者保护的工作任重而道远,需要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发展。这不仅需要法律法规和制度上的完善,更需要强力的执法以及建立健全市场退出机制,坚持保护投资者信心与保护投资者合法权益相结合的原则。

投资者是证券期货市场的基础,没有投资者就没有证券期货市场。只有投资者信心增强了,证券期货市场的改革开放和稳定发展才能具备坚实的基础。是否关注和切实保障投资者的权益是检验一个国家资本市场是否成熟、公正的试金石,也是衡量一个市场文明程度与法治化进程水平的重要标志。修订后的《证券法》是中国证券法制建设的重要里程碑,也是中国证券市场投资者保护的里程碑。