

信息不对称与证券投资者保护

张超

信息不对称，指交易双方在有关交易信息之数量和质量上拥有上不相等，时间上不匹配，即信息的不均匀分布。在现实的证券市场中，信息不对称广泛存在导致了经济行为的风险性和不确定性，从而给信息弱势群体（本文中指证券投资者尤其是中小投资者）带来损失。如何在信息不对称的证券市场中削弱这种不对称，建立和完善投资者保护长效机制，探索证券投资者保护的新途径，是当前证券市场亟待解决的课题。

一、信息不对称对证券投资者的损害

证券市场信息不对称是客观存在的，信息不对称是证券市场信息结构的常态。信息不对称一方面影响市场功能的有效发挥，使市场资源配置不合理，加大市场风险；另一方面，信息不对称孕育以欺骗为手段的机会主义行为，扰乱证券市场秩序，严重损害证券投资者合法权益。

证券市场的信息不对称，主要表现在上市公司、证券经营机构与证券投资者之间的信息不对称；机构投资者与散户之间的信息不对称。上市公司是股票的发行者，充分拥有公司的净资产、经营状况、发展前景和高管人员管理能力等信息，对公司发行股票的价值有理性的认识，相对于投资者，它处于绝对的信息优势地位。利用这种信息优势，在对外部进行信息披露时，出于自身利益的考虑，上市公司可能夸大

公司优势，隐瞒劣势，误导投资者。因为不了解真实情况，投资者为自己的错误投资独立承担市场风险，在不久的将来，他们很可能要为信息不对称下的错误投资买单从而蒙受巨大损失。另外，上市公司和证券公司的高管也可能利用自己的信息优势牟利，进行暗箱操作和投机套利等不诚信行为，损害投资者权益。

机构投资者和散户虽然都是证券投资者，但他们之间的信息不对称状况十分突出。机构投资者拥有自己的研究团队和信息获取渠道，通常比散户掌握更多、更有价值的信息，处于相对信息优势地位。因此，尽管机构投资者和散户处于平等的投资地位，却承担不平等的风险和收益，这使得散户在日常交易中往往处于不公平地位，权益受到损害。信息的不对称，还可能延误投资者的决策时间，使投资者在原有损失的基础上加大损失，这也是对投资者的一种损害。

二、证券市场信息不对称的根源

（一）社会分工的细化和专业化导致信息不对称

随着社会化大生产的发展，社会分工不断细化，并向专业化方向发展，正是这种行业的分化和逐渐专业化，导致了信息的不对称。当今社会，新兴行业越来越多，专业化趋势越来越强，从某种意义上来说，从事某种行业的业内人士永远比“外行”掌握更多的行业信息，“外行”们永远处于信息劣势，这是信息不对称的客观实在性。证券业是典型的新

兴行业 and 高度专业化的行业，即使是从事证券行业多年的专业人员，也不可能对证券业的所有细节全面深入地了解，更不用说从事证券买卖的社会公众投资者了，因此，证券行业的信息不对称问题尤其突出。

（二）投资者的认知能力不足导致信息不对称

信息不对称的另一根源是人的认知能力有限。随着历史的车轮向前滚动，社会分工的细化和专业化呈现一种加速发展的趋势，专业知识越来越深，知识量越来越大，虽然人的认知能力也在不断提高，但是远远跟不上社会分工细化和专业化的速度，从而导致了人们对特定行业认知的不足。证券业的发展可谓日新月异，不断有新产品和新规则产生，而人们认识并接受新事物需要一个过程，个体认知能力的差异性和信息来源的不同，导致个体对证券行业认知程度不同，个体的认识水平又直接决定了其获取信息的数量和质量。例如，一个认识水平不高的投资者，可能对眼前的重要信息视而不见，意识不到其重要性，从而失去此信息。因此，投资者认知能力不足是证券业信息不对称的重要根源。

（三）科学技术应用不平衡导致信息不对称

在这个信息时代，科技的发展对信息时代的支持显得尤其重要。证券业是一个科技应用高度现代化的行业，为满足信息传递的准确性、实时性、完整性和保密性，对技术要求近乎苛刻。科学技术应用的不平衡，使先进技术的使用者拥

有更多、更快、更全面的信息，从而使处于平等地位的证券投资者处于不平等的信息地位，导致信息不对称，其突出表现是机构投资者与散户之间的信息不对称。

（四）制度不完备导致信息不对称

多年来，我国资本市场投资者权益保护的法律制度严重不足，中小投资者缺乏强有力的法律武器来维护自己的合法权益，由此引发的信息不对称比较突出：有关法律制度对上市公司运作规范不够详尽和信息披露制度不足，导致上市公司内外部信息不对称；对证券公司的经营行为规范不严格及信息披露不足，导致中小投资者与证券公司之间的信息不对称等。从目前监管部门的机构设置和人员配备看，其监管力量仍显不足，监管力量的不足将为信息的非法传递留下空间，使个别人预先得到内部信息，从而产生信息不对称。

二、信息不对称的改进对策与证券投资者保护

（一）完善相关法律制度

投资者权益保护是各国资本市场发展的一个核心课题，我国经济正从商品化和货币化阶段向公司化和证券化阶段发展。本次两法的修订，对证券市场信息不对称问题充分重视，并切实完善了相关法律。如加强信息披露制度，近日深交所颁布《中小企业版公平信息披露指引》，便是力保中小版所有投资者信息对称的重要举措；以完善机制和明确责任为重点，健全了上市公司规范运作的基础；强化风险防范，

对证券公司的经营行为做了严格和详尽的规范；完善监管执法机制和监管责任制度，强化执法威权和执法效率等。这些改变都有助于从根本上削弱证券市场中的信息不对称，保护证券投资者合法权益，减轻投资者的损失。

（二）重视对投资者的教育

信息不对称与证券投资者素质有密切关系。目前证券投资者的素质亟待提高，其表现在：一是获取信息的能力差，二是分析信息能力不足，三是应用信息的能力亟待提高。对于机构投资者而言，由于其拥有专门的研究部门和专业人员，上述三点缺陷还不十分明显，但对散户而言，上述三点不足表现十分突出。证券投资者可通过参加培训等方式提高自身素质，消除证券市场信息不对称根源。

（三）充分利用高科技，努力开发新技术，缓解信息不对称

在这个信息时代，竞争正逐渐演变成信息获取、处理、对抗的过程，谁能更及时、有效和完整地沟通，谁就最有可能消除信息不对称的发生，从而走向成功。而要在信息的获取、处理和对抗中领先一步，高科技的应用起关键作用。证券市场应积极引进国外领先技术，组织有关专家进行自我研发和创新，借助高科技的威力，改善信息不对称的现况，保护投资者权益。

（四）充分发挥政府职能，加大监管力度

在信息严重不对称的情况下，政府尤其应当充分发挥自己的职能，规范交易的基本规则，保证交易双方成本、风险和收益的均衡，使交易双方的信息地位大致平衡，避免任何一方利用垄断信息获取过多剩余，避免显失公平的利益格局。由于证券投资者明显不具备信息优势，上市公司和证券公司通常具有更多的信息，因此，政府制定游戏规则时必须注意对信息弱势群体（证券投资者）权益的保护。一方面政府应当规范信息披露制度，加大信息披露力度，使股市公开、透明。另一方面，政府还要想方设法降低信息的传递、交换、使用成本，使机构投资者和散户都能够较为容易地获取充分的信息，并以较低的成本使用公共信息。惟有如此，政府的有效作为才能弥补证券市场不足，证券市场的资源才能实现有效配置，信息不对称状况才能得到根本改善。证监会作为监管部门，应站在全局高度，运用政府赋予的权利创造性地开展工作，努力提高监管质量，打击各类严重违法行为，维护证券市场信息结构平衡，减少机会主义行为，切实保护投资者特别是社会公众投资者的合法权益。

近年来，随着我国证券市场的超常规发展，投资队伍不断扩大，其中，中小投资者占绝大多数。他们处于信息劣势地位，但却为我国证券市场的发展作出了巨大的贡献。他们是养育证券市场的沃土，需要精心呵护。历史和实践证明，证券市场要发展，必须取信于投资者，必须切实保护投资者

的合法权益。本文意在探讨信息不对称危害证券投资者的根源和解决办法，以期完善现有游戏规则，找到证券投资者保护的新途径和新方法。我们有理由相信，在邓小平理论和“三个代表”的指导下，伴随着证券立法的加强及法治环境的不断进步，我国证券市场信息不对称状况将得到不断改善，证券投资者保护制度将不断完善，投资者信心将得到鼓舞，证券市场的发展前景将更加美好！