

摘 要

证券市场在积极促进社会和经济发展的同时，一直伴随着大股东和庄家欺诈和侵犯中小投资者利益的行为。无论证券市场如何高度发达和制度如何健全，即使在美国，大股东和庄家欺诈和侵犯中小投资者利益的行为照样存在。只要有证券市场存在，在巨大的利益面前，大股东和庄家欺诈和侵犯中小投资者利益的行为就会存在。因此，如何保护中小投资者利益是一个永恒的课题。

证券市场是一个多方参与的特殊系统，参与者有上市公司、上市公司大股东、中小投资者、券商等中介机构、交易所，还有政府，这是证券市场的共性，而我国证券市场是一个在特殊环境下的产物，具有自身鲜明的个性。因为，我国原来是一个计划经济和国有体制的国家，证券市场是从计划经济向市场经济转轨时期出来的产物，处于新兴和转轨期时期的中国证券市场从投资者结构、监管方式、股市波动性、市场微观结构乃至上市公司股权结构都有自己的特色。

我国证券市场从建立至今，一直存在中小投资者利益被侵害的现象，与全球各个证券市场相比，既有共同的原因，但更多的是其差异性，因此，需要从我国证券市场的特殊环境出发，来深入研究中小投资者利益保护问题。

本论文正是基于我国证券市场的特殊环境来展开的研究，首先从系统工程学、制度经济学角度研究和总结了我国证券市场系统的现状、问题和基本特征，而后利用博弈论、行为金融学等学科的相关理论，详细分析了证券市场参与各方子系统的利益目标、以及由各方利益博弈过程的机理，从而得出了中小投资者利益被侵犯的各种可能性，并在此基础上系统提出了如何有效保护中小投资者利益的系列政策和措施，为证券监管部门切实保护中小投资者利益提供决策参考。

目 录

前 言.....	1
第一章 投资者利益保护问题理论研究.....	3
第一节 投资者利益保护的内涵及目标.....	3
第二节 投资者利益保护理论综述.....	6
1.2.1 法律体系与投资者权益保护.....	6
1.2.2 投资者权益保护与资本市场发展.....	9
1.2.3 投资者权益保护与公司市场价值.....	11
第二章 我国证券市场现状和特征研究.....	13
第一节 我国证券市场特征分析.....	13
2.1.1 我国证券市场的显著特征是“政策市”明显且投机性强.....	13
2.1.2 国内上市公司质量不高.....	14
2.1.3 股票市场基础设施建设薄弱.....	15
2.1.4 中小投资者为主的投资者结构不合理.....	15
2.1.5 内部人控制.....	16
第二节 我国证券市场投资者保护状况分析.....	16
2.2.1 中小股东参与经营管理的权利无法实现.....	17
2.2.2 中小股东的剩余分配权受到侵犯.....	18
2.2.3 中小股东的知情权受到侵犯.....	18
2.2.4 中小股东权利被侵犯后的诉讼赔偿权利难以实现.....	19
第三节 后股权分置时代市场变化状况和特征分析.....	20
2.3.1 管理层利益与上市公司利益捆绑在一起.....	20
2.3.2、控股股东角色的转变.....	20
2.3.3 机构投资者的地位和影响举足轻重.....	21
2.3.4、外国投资者对 A 股市场的参与更深更广.....	22
第三章 中小投资者市场地位及其成因.....	23
第一节 中小投资者基本状况调查分析.....	23
第二节 我国证券市场中小投资者弱势地位成因分析.....	24
3.2.1 对股价运动判断的偏差——短视理性.....	24
3.2.2 对股票价值的判断失误——过度自信与盲从.....	25
3.2.3 对风险和收益的管理不利——非理性心理与偏好.....	26
3.2.4 实战交易失败——无原则买卖.....	26
第三节 中小投资者投资行为影响因素分析.....	27
3.3.1 外因之一——制度缺陷.....	27
3.3.2 外因之二——信息不对称与信息失真.....	27

3.3.3 内因——心理失控导致的认知偏差.....	28
第四章 大股东对中小投资者利益侵害研究.....	29
第一节 大股东对中小投资者利益的侵害综述.....	29
第二节 大股东对中小投资者利益的侵害.....	31
第三节 后股权分置时代大股东对中小投资者利益侵害趋势变化分析... 34	
4.3.1 股权分置改革后大股东利益效用函数发生变化.....	34
4.3.2 大股东行为的市场变化影响分析.....	35
第五章 机构投资者对中小投资者的利益侵害研究.....	38
第一节 机构投资者股价操纵概述.....	39
5.1.1 股价操纵的目的.....	39
5.1.2 股价操纵的主要方法.....	39
第二节 机构投资者市场操纵现象的理论分析.....	41
5.2.1 信息不对称使中小投资者处于完全不利境地.....	41
5.2.2 中小投资者在股票内在价值分析方面的局限性提高了市场操纵者的价格歧视能力.....	41
5.2.3 机构投资者的资金优势, 在股票交易中占据垄断地位.....	42
5.2.4 指令驱动的作价机制帮助市场操纵行为区分了不同偏好的中小投资者.....	42
5.2.5 机构投资者与个人投资者所面临的法律环境不一样.....	43
第三节 机构投资者和中小投资者之间的博弈分析.....	43
第六章 中介机构对中小投资者利益的侵害研究.....	47
第一节 中介机构的 market 地位和作用.....	47
第二节 中介机构侵害的手段和方法分析.....	48
6.2.1 为企业虚假“包装”, 骗取上市资格.....	48
6.2.2 帮助上市公司财务造假.....	49
6.2.3 散布虚假信息误导投资者.....	49
第七章 我国证券监管部门对中小投资者的利益保护研究.....	52
第一节 我国证券监管的系统问题.....	52
第二节 我国证券监管市场运作机制的缺陷.....	54
7.2.1 发行制度缺陷.....	54
7.2.2 投资制度缺陷.....	55
7.2.3 失信惩戒制度不完善.....	55
7.2.4 法律“软化”.....	56
第三节 我国证券监管问题的原因分析.....	57
第八章 中小投资者利益保护的 国际经验.....	59
第一节 证券监管模式的国际比较.....	59

8.1.1 证券监管模式的概念	59
8.1.2 主要证券监管模式	59
8.1.3 证券监管模式的演变趋势	62
8.1.4 国外证券市场监管模式对我国的启示	63
第二节 国外投资者赔偿制度	65
8.2.1 投资者赔偿基金	65
8.2.2 行政补偿机制	66
8.2.3 投资者赔偿制度对我国的启示	68
第三节 海外证券市场信息披露监管模式	69
8.3.1 美国模式	69
8.3.2 英国模式	70
8.3.3 澳大利亚模式	70
8.3.4 海外信息披露监管制度的几点启示	71
第九章 加强中小投资者利益保护的对策和政策建议	72
第一节 完善投资者权益保护的制度	72
9.1.1 通过股权结构的优化推进产权制度的改革	72
9.1.2 建立独立、高效的证券司法体系	73
9.1.3 建立专门的投资者保护机构	74
9.1.4 建立证券投资保险法律制度	75
第二节 完善公司治理结构	76
9.2.1 监事会、董事会之间的关系	76
9.2.2 董事会与经理层的关系	77
9.2.3 独立董事制度	78
9.2.4 控股股东的行为,使其履行对小股东的诚信责任	79
9.2.5 投票方式,使其便利化	80
第三节 完善信息披露制度	80
9.3.1 上市公司治理的信息披露	80
9.3.2 强化投资咨询机构的信息披露	81
9.3.3 完善信息披露的方法	82
9.3.4 信息披露赔偿制度	82
第四节 完善证券市场监督管理体制	83
第五节 加强证券市场诚信建设	85
9.5.1 上市公司诚信建设	86
9.5.2 中介机构诚信建设	87
第六节 加强中小投资者教育	88
第七节 完善我国证券投资者保护基金	90

9.7.1 需要拓宽投资者保护基金的来源.....	91
9.7.2 采用适当的投资者保护基金的监管与运作模式.....	91
9.7.3 防止投资者保护基金运行中的道德风险.....	92
9.7.4 加强投资者保护基金的立法建设.....	93
9.7.5 在适当的时候拓宽投资者保护基金的赔偿范围.....	93
9.7.6 完善投资者保护基金的相关配套制度.....	94
后续研究设想.....	95
参考文献.....	96

前 言

自 1990、1991 年上海、深圳证券交易所正式成立以来，经过十多年的发展，中国证券市场为国民经济建设筹集了大量资金，对推动国有企业改革、建立现代企业制度、促进经济结构调整、支持国民经济增长等都起到了十分重要的作用。在证券市场发展过程中，一大批大中型企业通过改制上市，在建立现代企业制度的改革实践中起到了先导和示范作用，国内居民的投资渠道增加，金融结构得到改善，国外资金被引进，促进了国内经济发展。

中国股票市场从开始的几家上市公司、几只股票，发展到现在千余家上市公司。截至 2005 年 12 月底，境内上市公司总数达 1381 家，总市值 32430 亿元，流通市值 10630 亿元；证券公司 133 家，总资产约 5618 亿元，营业网点约 3000 个；基金管理公司 34 家，证券投资基金 95 只，基金规模 1650.09 亿份，基金总净值为 1744.31 亿元，成为亚洲第三大规模的证券市场。

但是，在证券市场积极促进社会和经济发展的同时，一直伴随着上市公司的高管、大股东和机构投资者欺诈和侵犯中小投资者利益的行为。无论证券市场如何高度发达和制度如何健全，即使在美国，大股东和庄家欺诈和侵犯中小投资者利益的行为依然存在。只要证券市场存在，在巨大的利益面前，大股东、公司的高管和机构投资者欺诈和侵犯中小投资者利益的行为就会存在。因此，如何保护中小投资者利益是一个永恒的话题和研究课题。

证券市场是一个多方参与的特殊系统，参与者有上市公司、上市公司大股东、中小投资者、券商等中介机构、交易所，还有政府。因此，一般的系统，其子系统的目标是一致的，因此，各子系统是容易协调的。而证券市场的各参与者（子系统）的目标，在短期内往往是不一致的，各子系统之间存在着博弈。因此，我们从系统理论和方法角度、从博弈论角度研究这一特殊系统很有必要。

证券市场既是一个特殊系统，又是一个在特殊环境中的产物。因为，我国原来是一个计划经济和国有体制的国家，证券市场是从计划经济向市场经济转轨时期出来的产物，处于新兴和转轨期的中国股票市场从投资者结构、监管方式、股市波动性、市场微观结构乃至上市公司股权结构都有自己的特色。中小投资者（散户）的数量占了股市投资者的大部分、资金量的 40%。作为市场主体之一，其行为结果对市场同样会产生一定影响，但多年来对证券市场的研究较少涉及散户问

题，80%的散户处于亏损状态，因此，从我国证券市场的特殊环境出发，研究这一特殊产物下的中小投资者利益保护问题，很有必要。当然，作为证券市场，它有很多共性，通过借鉴发达国家和地区的经验，既研究它的个性问题，也需要研究共性问题。

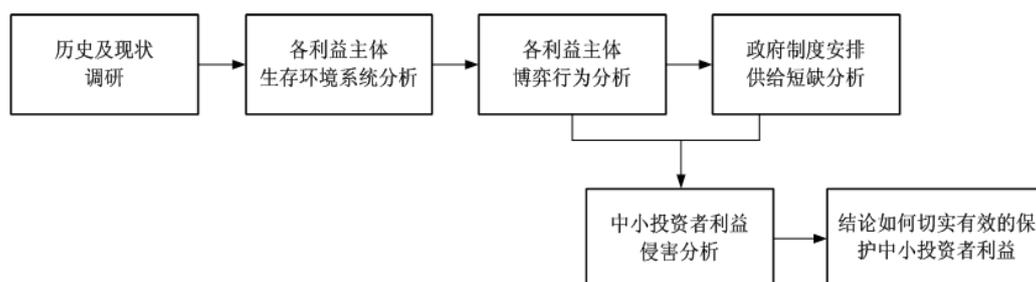
本论文的研究目的，通过研究我国证券市场这一系统特殊特征，分析证券市场参与各方子系统的利益目标、以及由各方利益冲突所引起博弈过程的机理，确定中小投资者利益被侵犯的各种可能性分析，并系统研究如何有效保护中小投资者利益，为证券监管部门切实保护中小投资者利益提供决策支持。

课题的创新点：

与国内外在证券市场中小投资者利益保护问题研究领域现状比较创新之处：

1、运用系统工程学、制度经济学、博弈论、行为金融学等学科的角度对证券市场参与各方的利益目标及各方的利益冲突所引起博弈过程的机理进行系统分析

2、股权分置完成后，控股股东由原来的利益相关者成为资本市场的实际参与者。其最大化自身利益的行为模式也随之改变，从股改前的单一从公司内部转移收益，发展为在外部市场获取资本利得和从内部转移收益这两种方式间的权衡。本课题对股份全流通使大股东可能采取的行动更为多样化进行了初步分析。



研究技术路线图

第一章 投资者利益保护问题理论研究

保护投资者合法权益是一个世界性的主题,即使在美国这样成熟发达的资本市场上,近年来爆出财务丑闻的企业也不在少数,如安然、凯马特、微软、通用电气、施乐、默克、强生等。2005年3月,美国世通公司/WorldCom前首席执行官伯纳德·埃伯斯更是被裁定一手制造了美国历史上最大一起企业欺诈案,涉及金额达110亿美元。丑闻直接导致这家大型电信公司破产,使投资者遭受了重大损失。

在我们这样的新兴证券市场上,更加要关注投资者合法权益的保护,让市场参与各方和监管者都有保护投资者合法权益的观念,尊重和保护投资者的合法权益,这是我们刚刚起步的证券市场长期健康发展的基础。只要投资者的合法权益得不到有效保护,投资者就不会对市场有信心,不会在市场上投资,证券市场也就失去了存在的基础,更谈不上发展了。

第一节 投资者利益保护的内涵及目标

公司的股东是上市公司的投资者,所谓上市公司的投资者利益就是股东权益。世界各国有关证券市场的法律、法规各不相同,导致股东权利的具体内容不相同。但总体来看,公司股东通常有如下几项相同权利:(一)股东的知情权。是指股东依法定的公平、公正、公开的原则,获悉公司相关信息的权利。主要包括:公司发起人、大股东或控股股东的资信状况,公司资产负债的真实情况,公司的股权分布情况及可能的变迁如资产重组,公司管理者的素质即管理水平,公司的发展潜力和公司经营运作的现实情况等等。(二)股东在主要经营管理人员任免上的参与权。是指股东可以依法通过间接或直接的方式在公司的主要经营管理人员的选择上发表自己的意见、观点的权利。(三)股东对重大经营事项的参与权。是指股东对于与公司的发展、命运有密切关联的公司重大事项的决定,股东权表示自己意见或建议,比如重大资产重组、重大投资决策主营业务转型等。(四)股东对公司经营活动的监督权。即股东通过直接或间接的方式对公司的经营管理者的经营管理活动进行监察、督导的权利。(五)股份的转让权。股东可以依法定的方式、程序转让其对公司的股权,从而全部或部分退出公司的权利。(六)股东的司

法救助权。又称为股东诉权，是指股东在认为自己的权利基于股东大会、董事、监事、经理人员的违法、违章或严重失职行为造成损害之后，通过向法院起诉要求获得救助的权利。显然，作为一种事后的权利，是股东对公司事务进行参与、对经营者进行约束的一种有效的手段。(七)股东的分红权。是指股东按照持股份额或比例分取公司部分利润的权利。(八)股东的其他权利。如在新发行股票的认购方面拥有优先的权利。股东各项权利可归纳为收益权和控制权这两项基本权能，这两种权利构成投资者权益的核心。

投资者权益的保护就是上市公司的股东能依法行使以上所述的各项权利，包含两层内涵：(1)是法律对上市公司的股东能依法行使以上所述的各项权能。(2)此外，对于股东和债权人而言，不仅包括法律和规章制度中的以上所述的各项权利能的书面规定，还包括其执行的效率。从后一层意义来看，投资者权益保护的范畴非常广，现实中很多问题都属于投资者权益的保护范畴。例如，平时经常谈到的诸如上市公司内部人控制、董事和大股东的侵权、信息披露不规范的损害、证券公司违规经营或破产的影响以及交易所系统出错和监管不严的损害等均可纳入到上述两种权利的侵害之中。

从上市公司层面来看，证券市场的基础是上市公司，而投资者是上市公司的投资行为主体和重大问题决策主体；从证券市场本身来看，投资者也是证券市场的行为主体。不论从哪个角度来看，投资者权益的保护对于一国证券市场的功能是否完善有重大的影响。证券市场的存在不仅仅是为投资者提供一种投资的机会或者说是投资的场所，其存在和发展是为促进社会资源的合理配置，而正是投资者对自身合法权益的追逐，使得这一核心功能更加显著，二者之间并非相互矛盾，而是相互促进，互为依靠。投资者权益与证券市场相互促进。在投资者权益保护力度大的国家，外部投资者的投资利益得以有效维护，从而外部投资者有兴趣继续对企业投资。相反，在保护不力的国家，当未来前景光明时，内部人就可能较好的对待外部投资者，有兴趣继续进行外部融资。但一旦未来的前景恶化，内部人往往加快对所有者权利的剥夺，股东和债权人等外部投资者对此都无能为力，而受到这样教训后的外部投资者将失去投资的兴趣。

投资者权益保护的根本目标是要维持投资者信心，实现公司价值最大化，提高资源配置效率，促进资本积累、证券市场发展和经济增长。投资者权益保护的原则包括：(1)公开原则。及时披露与公司财务状况相关的信息，保证信息披露

的透明度与准确度；(2) 公平原则。确实保护保护者权益，公平、公正地对待所有股东；(3) 公正原则。保证以实现股东和公司市场价值最大化为经营目标，而不是个人财富最大化为目标。在投资者保护和公司管理层相机抉择、公司效率以及其他利益相关者的利益之间取得合理平衡；(4) 建立一套完善的投资者保护制度。投资者保护制度的核心是要通过一整套法律、法规以及行为规范，建立起对公司治理结构有效的激励与约束机制，使公司内部人与投资者的利益相一致。从制度安排来看，投资者保护制度具体涵盖公司和社会两个层面。公司层面的制度安排，主要涉及完善公司内部治理，清晰界定管理层和董事会的责权利，建立公司内部的控制与监督机制，具体包括：股东投票权和投票程序，董事会职责、权力和责任、对内幕交易的禁止、股东派生诉讼和集体诉讼，等等。而社会层面则需要建立一个“公开、公平、公正”的市场环境，科学合理的监管体系以及高效的监管制度，以最大限度地保障所有股东的利益不受侵害。

从上述分析中可以看出，我们所指的投资者权益保护是指保障投资者作为股东应有的合法权益，而不是保护投资者在二级市场的盈亏。例如，有人这样描述我国投资者保护困境：监管机构为了保护中小投资者权益而规范市场和整顿市场，但打击违法违规、处罚上市公司等违规主体导致二级市场股票下跌，进而又使中小投资者利益受损。在这样的模式下，处罚上市公司而使上市公司的问题暴露后的结果是改变市场预期及冲击二级市场股价，从而又损害到二级市场的投资者利益。显而易见，这种观点混淆了投资者权益保护和内涵，加强证券监管是为了更好的保障投资者作为股东的股东权益不受侵犯，监管的目标是提高市场的透明度和诚信度，而不是服务于市场指数。由于我国证券市场长期的不规范，建立市场化监管体系短期带来冲击是必然的，但是有利于从根本上改变投资权益遭受侵犯的困境。监管当局的信用体现在其制定及实施政策、法律法规必须具有科学性、一致性、透明性、稳定性和连续性，给投资者树立信心，以便市场参与者做出理性的投资决策。

另一方面，投资者保护是针对所有的投资者而言，旨在建立一个公平的市场环境以及保护投资者作为股东的基本权利，这并不排除外部投资者之间的利益冲突，因市场波动以及公司经营状况变化，投资者做出不同的投资决策是正常的，尤其是个人投资者，信息获取面窄、信息处理能力弱于机构投资者，遇到突发事件很难及时采取正确的投资决策，由此带来的利益损失也不属于投资者权益保护

的范围内。

第二节 投资者利益保护理论综述

20 世纪 90 年代全球范围内掀起了“法与金融(Law and Finance)”这一新兴金融领域的研究，其核心就是通过修改公司法，证券法和破产法，并推出公司治理准则等一系列途径来完善投资者保护的 legal 体系，以提高公司治理水平，建立高效的资本市场。法律论学者认为，如果将公司资本结构与治理结构视为影响公司绩效的内部治理机制，那么可以将法律视为一种特殊的外部治理机制。传统的公司治理研究往往以单个国家内的公司为对象，分析股权结构的差异对公司绩效带来的影响，但是由于这些公司在相同的法律体系下运作，因而研究者无法认识国家之间的法律体系差异对所有权结构和公司治理的影响，法律作为外部治理机制的角色在很大程度上受到了忽略。随着 20 世纪 90 年代末学术界开始进行公司治理的国别比较研究，人们逐渐认识到法律在所有权结构形成和公司治理中扮演的重要角色。法律论则认为法律制度对投资者保护至为关键。LaPorta、Lopez-de-Silanes、Shleifer 和 Vishny（以下简称 LLSV）^① 的实证研究发现：法系的差异决定了投资者保护水平的高低，其深层原因在于不同法系下国家对市场的干预程度不同。

在 LLSV 开创了法律体系对投资者的保护研究后，大量的经济学者开始从其他各个层面研究投资者权益保护与资本市场发展、公司绩效以及对国民经济带来的影响。投资者权益保护作为维系投资者与公司之间契约的重要环节，同时也是公司治理的核心问题之一，投资者权益即投资者利益保护程度高低将直接影响到资本市场效率及发展深度，大量学者的研究表明对投资者权益的保护程度将影响到资本市场规模、上市公司数量、公司市场价值、红利支付比例、股权集中度，甚至一国资本市场的抗风险能力。下面我们就对投资者利益保护理论的发展做一综述。

1.2.1 法律体系与投资者权益保护

一般认为，以 LLSV 于 1998 年发表的《法与金融(Law and Finance)》一文

^① La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 106, 1998, 1113—1155.

为标志，开创了法律体系与金融市场之间相互关系的研究起点，这一研究领域不仅极大地拓宽了公司治理结构研究，并且解释了许多原有的治理结构无法解释的金融问题，比如相同的资本结构与治理结构的公司，为什么在普通法系国家与大陆法系^②国家却会有完全不同的绩效，法系的不同决定了对投资者权益的保护程度不同，进而成为影响资本市场效率与公司绩效的一个新变量。

国外最近关于公司治理结构的研究发现，各国之间在所有权集中度、资本市场的发展、投票权的价值以及利用外部融资等问题上存在具有制度性差异。这些差异与对少数股东投资者的法律保护力度密切相关，而这种法律保护的水平又依赖于各国法律体系的性质与起源，且随之而改变。特别是在对投资者提供法律保护方面，普通法系远远超出了大陆法系。各国法律体系的性质与起源又反过来鼓励了资本市场的成长与所有权的分散。结果，公司中就出现了所有权集中及所有权分散两种相反的体系，而每种体系均有各自不同的公司治理结构。因此，国外关于投资者保护的研究逻辑思路可以概括为：投资者保护取决于相应的法律体系和执法力度，而后者又源于不同的法源或法系，即法源决定了一国的投资者保护程度。投资者保护又直接影响到一个国家金融体系的模式选择。融资模式和所有权结构也决定公司治理的水平，公司治理水平影响公司价值，影响公司绩效和经济发展。可以简单把它总结为：

法源→商法(公司法)→投资者保护→企业融资和所有权结构→公司治理→公司价值→经济绩效和经济发展

LLSV 研究了不同法系下的投资者法律保护的法律条件及执法质量，及其与金融市场发展的关系，比较各国制度差异对资本市场、公司价值、公司治理机制等影响。LLSV 的主要观点是法律体系在投资者保护方面至关重要，是决定投资者保护水平差异的最重要因素。1999 年 LLSV 认为从法律的角度理解公司治理及其改革比传统的“银行导向”和“市场导向”的区分更具卓有成效的解释力，实证研究的结论是强的投资者保护伴随着有效的公司治理、深广的金融市场、分散的股权，以及资本在公司间的有效分配。LLSV 分析了 49 个国家投资者保护水平情况，发现法系差异决定了投资者保护水平差异。LLSV 进一步分析了智利、德国、波兰和韩国的投资者保护法律和规则变革情况，发现法律规则的变化提高了投资者保护水平和公司外部融资能力。因此，LLSV 认为必须完善投资者保护的相关法律框架，建立强有力的监管架构。

LLSV 制定了一套投资者保护指标，主要包括股东权利指数、债权人保护指数和执法效率指数（称为 LLSV 指标，见下表 2-1）。根据这些投资者保护指标和法系，LLSV 对全球 49 个有代表性的国家和地区的投资保护水平进行了比较，发现在保护投资者法律方面(包括法律质量及其执行效率)，其以英国判例法为起源的国家的法律体系表现得最强，以法国成文法为起源的国家表现最弱，以德国、斯堪的纳维亚等北欧各国法律体系为起源的国家表现居中；此外，以法国法为起源的国家，其资本市场的发展速度最慢。对投资者进行保护等法律制度的完善以及市场的发展阶段，是要依赖于该国整个经济的发展阶段的。LLSV 研究结果表明，法律体系确实对小股东利益保护具有重大影响。

表 2-1 法律体系与投资者保护指标比较

法 律 体 系					
指 标	普通法系 (18 国)	法国法系 (21 国)	德国法系 (6 国)	斯堪的纳维 亚法系 (6 国)	世界法系 (49 国)
抗董事权指数	4	2.33	2.33	3	3
通信投票权	39%	5%	0%	25%	18%
无阻碍出售权	100%	57%	17%	100%	71%
累计投票权	28%	29%	33%	0%	27%
受压少数股东机制	94%	29%	50%	0%	53%
优先权	44%	62%	33%	75%	53%
召开特别股东大会	94%	52%	0%	0%	78%
执 法 效 率					
司法效率	8.15	6.56	8.54	10.00	7.67
腐败水平	7.06	5.84	8.03	10.00	6.90
会计准则	69.92	51.17	62.67	74.00	60.93

资料来源：LLSV, “Investor Protection: Origin, Consequences, Reform”, NBER Working Paper No.7428

LLSV(2000)指出，大陆法(Civil Law)国家的法庭常常以当事人是否遵守法律条例来判断关联交易和“掏空”行为，而普通法(Common Law)国家的法庭则以相关交易是否公平对待小股东来判断“掏空”行为，并且实行“举证责任在辩方”的制度。因此，普通法可以更有效地抑制大股东的“掏空”行为。大陆法系的国家腐败程度较高，政府效率偏低。政府虽然表示要保护投资者，但在经济危机时，

更倾向于抛弃投资者而保护企业家。1997年亚洲金融危机中一些以大陆法系为基础的东亚国家政府的表现就是明证（Johnson 和 Mitton 2001）。

Dyck 和 Zingales(2002) 分析了 39 个国家的大额股票交易，并以投资者权利、信息披露和执法强度这三个指标来代表法律制度，发现较强的投资者保护有助于降低控制的私有收益。Nenova(2003)的研究也发现了相似的结论，法律对小股东利益的保护、对收购的监管以及相应的执法强度等因素可以解释 70%的控制权私有收益的变化。LLSV(2001)对 33 个国家共 4000 家企业的股利政策进行了分析，发现在投资者保护较强的普通法国家中，当企业面临的投资机会较少时，将会向投资者支付较高的股利；而在投资者保护较弱的国家中，企业倾向于进行低效益的投资。可见，法律对投资者的保护有助于降低与自由现金流相关的代理成本，减少大股东侵害小股东利益的可能性。

1.2.2 投资者权益保护与资本市场发展

资本市场是企业获得外部长期资金来源的最重要渠道，而股票市场上的外部股东提供了企业通过股权融入资金的主要部分。大股东多为公司发起人，所持股份代表企业上市前已形成的资产存量，这一部分资产存量数额是有限的。外部股东的投资则是新增资本的主要部分，由于外部股东数量众多，持股总量较大，外部股东投资给企业带来的增量资产是无限的。因此小股东的投资行为关系到企业能否以合理成本、迅速地从外部市场获得资金。只有对小股东提供有效保护才能鼓励小股东进入资本市场，因此小股东保护对资本市场发展具有重要意义。一个对小股东提供有效保护的证券市场会吸引大量投资者进入，为公司提供源源不断的资金，资本市场也会获得较快发展。而大股东的“掠夺”会损害小股东利益，或投资者观察到大股东对小股东的机会主义行为，会打击新股东的投资意愿，使公司不得不以较低的价格发行新股，从而影响外部融资的数量和成本。

上述这种微观经济机制反映在宏观经济方面，就有这样的结果：在股东保护较差的国家，证券市场都相对不发达，市场规模和市场广度都受到限制；反之，亦相反。

目前国内外的研究已经表明，投资者保护水平的不同是各国证券市场发展程度差异的重要原因之一。而对于导致投资者保护水平差异的原因，以及如何提高

投资者保护水平,则存在较大分歧。契约论的观点认为,完善的市场机制本身会对管理者形成制约,从而保护投资者。而法律论者则认为必须通过法律的制定、司法效率的提高与政府的干预,才能提高投资者保护水平。

1999年Kumar, Rajan和Zingales认为较完善的投资者保护条件下,公司的规模较大。La Porta et al.(2002)利用模型分析也得出了同样的结论。在中小股东利益保护薄弱的国家,少数股东利益将受到控股股东的侵占。2000年Modigliani和Perotti研究了投资者保护与资本市场发展之间的关系,提出对少数股东的权利保护越弱,则资本化对GDP的比例越低,导致企业难以获得外部股权融资,因此融资方式由内部融资和银行融资为主导。

从理论上讲,当投资者法律保护程度高、公司治理外部环境好时,企业主(内部人)愿意和放心从外部筹措资金,同时投资者也乐意把资金投入企业。当股东权力保护程度高时,人们就愿意通过股权来相互融通资金,就会促进该国股票市场的发育与成长。也就是说,只要投资者权力得到保护,股票和债券市场可以同时良性的发展。LLSV(1997)对不同法系国家的金融市场进行了实证比较分析(见表2-2),证明了即普通法系国家不论是股票市场还是债券市场都要比法国法系国家来的发达。股东权利系数最高的英国普通法系国家的股市规模最大,上市公司数量与股票首次发行数量也最高,也就是说股东权益保护程度与金融市场的发展程度之间存在着较强的正相关性,而法国民法法系国家无论是股东权利还是执法效率都是最差的,而对应的资本市场发育程度最低。

表 2-2 投资者保护与资本市场发展

	资本市场市值/GNP	公司数/百万人	公开发行数/百万人	债务/GNP
普通法系	60%	35.45	2.23	68%
法国法系	19%	11.89	0.28	56%
德国法系	46%	16.79	0.12	97%
斯堪的纳维亚法系	30%	27.26	2.14	57%
世界(49国)	40%	21.59	1.02	59%

Johnson、Boone, Breach和Friedman(1999)开创性地将法律对投资者保护与金融危机联系起来。他们指出即使在对投资者保护很差的国家中,如果企业经营的前景很好,内部人也不会严重掠夺投资者,因为其还希望能继续进行外部融资;而如果企业经营预期恶化,内部人为谋求短期利益会加重对投资者的掠夺,而这种掠夺行为又会导致企业证券价格的加速下跌。其对1997—1998年亚洲金融危机中25个国家证券市场进行的实证研究也表明,对投资者的法律保护不力的

国家的金融市场在金融危机中的表现明显差于其他国家。他们发现投资者保护指标和执法效率指标可以很好的预言危机中各国金融市场受到冲击的程度。这两个指标甚至比那些宏观经济指标更灵敏。

大量的实证研究表明，投资者保护将促进资本市场的发展，一国或地区投资者保护越好，则股票市场规模越大；上市公司数目越多。此外，对投资者权益的法律保护也会通过金融体系的作用影响到国民经济总体的发展。King 和 Levine (1993), Rajan 和 Zingales(1998a)等的研究都指出金融市场发达、尤其是创业资本丰富的国家未来的发展潜力更大、发展得也会更快。

1.2.3 投资者权益保护与公司市场价值

法律论的结论是，法律是影响公司市场价值的外部机制，投资者权益受法制保护的度决定了该国资本市场发育程度，但另一方面，投资者权益受法制保护的度会决定中小股东、大股东、内部人之间的利益均衡，进而影响到公司的市场价值。在法律对投资者保护较弱的国家，控股的大股东和管理层（统称内部人）对中小股东和债权人的掠夺十分严重，内部人可以直接将企业利润据为己有，也可以将企业资产低于市场价格进行转让，或是以非公允的低价进行 MBO 等等，但是在法律对投资者保护较强的国家，内部人控制的可能就会大大下降，从这个角度来看，一国法律及其执行效率是解释不同国家公司资本结构及公司价值的一个重要变量。Klapper 和 Love(2002)分析里昂证券(CLSA)对全球 25 个新兴市场的 495 家上市公司治理水平的评级信息，结果表明，股东权利保护和执法力度较强国家中的企业具有较高的公司治理水平。此外，他们的研究还显示，较高的公司治理水平能提高企业的财务绩效和市场价值，这种正向效应在投资者保护法律不完善的市场中尤为明显。这表明，强有力的投资者保护可以制止大股东和经理层的侵占行为，确保企业利润回报给投资者，因此，在投资者保护较强的国家中，投资者将对证券给与较高的定价。LLSV(2002)研究了 27 个富裕国家的 539 家大型上市公司，发现在投资者保护较强的国家中，企业拥有较高的托宾 Q 比率。S.Claessens(1998)等人曾对东亚地区的 2658 家上市公司的情况进行实证研究，发现在这些公司存在着广泛的控制权超过现金流权利(持股比例)的情形，日本、印尼和新加坡 3 国公司的现金流权利与控制权之比分别为 0.602、0.784、0.794。该

比例较高一般意味着更大程度地掠夺投资者的可能,因为大股东可以利用这种超过现金流比例的控制权谋取自身利益,成本却由全体股东承担,二者差距越大,大股东掠夺投资者的机会就越大。Claessens 的研究表明,现金流权利与控制权两者的差距与公司价值呈负相关,差距扩大 10%,公司价值将降低 5%。这说明掠夺反映在股价上,可见大股东掠夺对公司市场价值有很大影响。在宏观层面上,投资者权益保护首先将影响金融市场的发展。一方面,较强的投资者保护可以促使投资者对股票予以较高定价,这意味着企业可以较低的资本成本进行融资,从而有利于资本市场的规模拓展。另一方面,较强的投资者保护带来分散的所有权结构,进而形成高流动性和高效率的股票交易,有利于资本市场的功能深化。LLSV(1997)以前十大上市公司的股票市值与 GNP 比率、每百万人的上市公司数以及每百万人的新上市公司数这三个指标来衡量股票市场的发展,以债务总值(私有部门银行债务总额加上债券发行总面值)与 GNP 的比例来衡量债务融资的发展情况,在此基础上对 49 个国家进行了分析。结果发现,在投资者保护最好的普通法国家中,上述四个指标的值都最大;而在投资者保护最差的法国大陆法国家中,上述四个指标的值都最小;进一步的回归分析也表明,企业对股权融资的使用与投资者保护程度成正相关。Demirguc-Kunt 和 Maksimovic(2002)则研究了 40 个国家的企业,发现一国法律体系对投资者的保护力度有助于解释企业利用外部资金的程度。在增强企业投资收益率的基础上,强有力的投资者保护有利于整个金融市场的配置效率。Wurgler(2000)对 1963—1995 年间的 65 个国家的产业发展进行了分析,结果显示,强有力的投资者保护可限制企业对衰退产业的过度投资,同时可提高对增长产业的资本投资,结果增强了整个金融市场的资本配置效率。

总的来说,既有的大量研究一致支持投资者保护对公司治理、企业绩效和金融市场发展具有积极影响,由此自然而生的一个论断是投资者保护将有利于促进实体经济的良好运行。循着这一思路,关于金融发展和经济增长的研究目前出现了一个新的趋势,那就是将法律制度作为金融市场发展的外生决定因素,从而直接研究法律制度和经济增长的关系。

第二章 我国证券市场现状和特征研究

证券市场是一个多方参与的特殊系统,参与者有上市公司、上市公司大股东、中小投资者、券商等中介机构、交易所,还有政府。同时又是一个在特殊的环境中的产物。因为,我国原来是一个计划经济和国有体制的国家,证券市场是从计划经济向市场经济转轨时期出来的产物,处于新兴和转轨期的中国股票市场从投资者结构、监管方式、股市波动性、市场微观结构乃至上市公司股权结构都有自己的特色。中小投资者(散户)的数量占了股市投资者的大部分、资金量的40%。作为市场主体之一,其行为结果对市场同样会产生一定影响,但多年来对证券市场的研究较少涉及散户问题,80%的散户处于亏损状态,因此,从我国证券市场的特殊环境出发,研究这一特殊产物下的中小投资者利益保护问题,很有必要。

第一节 我国证券市场特征分析

2.1.1 我国证券市场的显著特征是“政策市”明显且投机性强

从市场体系来看,与国外成熟的资本市场相比较,我国证券市场的显著特征是“政策市”明显且投机性强,其二级市场的表现就是股指波幅过大和换手率过高,从波动率来看(见表1-1),从1994年到1999年这六年累计美国波峰谷底仅相差200%,新加坡相差110%。而同期上海市场波峰谷底之差竟达500%以上。

表1-1 中国股市波动表(上证综合指数)

年份 数	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
最高	1429	1558	1052	927	1258	1509	1422	1756	2125	2245	1748	1650	1783
最低	292	750	325	524	512	870	1042	1047	1361	1514	1311	1307	1259
波幅	389%	107%	223%	76%	145%	73%	36%	67%	56%	48%	33%	26%	42%

注:波幅=(全年最高指数-全年最低指数)/全年最低指数

次从年换手率来看,包括美国在内的国际成熟证券市场换手率一般只有

50%-80%，东京股市在 20%—30%之间，而我国股市换手率相当高，且起伏很大。而我国自从 1992 年放开价格限制之后，证券市场的年度换手率一直在 300%以上，近年来，随着股市规模越来越大，换手率有所下降，但最近两年换手率也在 250%左右。过高的换手转率不仅意味着市场过度的投机性，同时也透露出投资者对公司信心的不足。

描述股市资金流速可以采用“股票换手率”这一指标。为了更好地分析我国股市资金流速的发展变化，本文对上海、深圳股市及世界其他主要国家的股市的换手率情况进行了统计分析，如表 1 所示：

表 1 世界主要股票交易所股票换手率比较表 %

年份	上海	深圳	台湾	纽约	东京	韩国	伦敦	香港	泰国	新加坡
1992	-	265.45	161.00	47.00	20.00	133.00	43.00	53.00	125.00	19.00
1993	341.00	324.44	252.00	53.00	26.00	187.00	81.00	61.00	133.00	84.00
1994	787.00	691.79	366.00	53.00	25.00	174.00	77.00	40.00	63.00	28.00
1995	519.41	309.56	227.84	58.99	26.77	105.11	77.70	37.08	39.87	17.80
1996	760.05	949.68	243.43	51.98	26.91	90.73	58.30	43.91	29.79	14.40
1997	534.99	662.32	407.30	65.70	32.90	145.50	44.00	90.90	49.50	56.30
1998	355.30	411.14	314.07	69.87	34.12	206.98	47.03	61.94	68.83	63.93
1999	421.55	371.61	288.63	74.61	49.38	344.94	56.70	50.59	78.14	75.13
2000	504.07	396.47	259.30	87.70	58.80	243.00	69.30	60.90	54.70	58.50
2001	216.67	189.97	206.80	86.90	60.00	218.70	83.80	43.90	91.40	58.70
2002	208.74	200.65	217.40	94.80	67.90	254.40	97.30	39.70	90.40	53.80
2003	268.58	216.97	190.70	89.50	82.60	193.10	106.60	51.70	136.00	74.40
2004	308.31	311.78	177.30	89.80	97.10	147.20	116.60	57.70	110.80	60.80

资料来源:www.fibv.com。

根据上表的统计数据，从横向比较来看，我国上海、深圳证券交易所股票换手率远远高于其他国家，这反映了我国股票市场中货币资金的流速很快，意味着货币资金买卖股票的目的不是在于长期投资，而是为了追求短期的资本利得，表明我国股市的投机性远远高于世界其他成熟市场。

2.1.2 国上市公司质量不高

自上世纪 90 年代初期我国股票市场成立以来，企业发行股票并上市的主要目的就是为了获得长期的、成本过低的发展资金，即所谓的“圈钱”。企业在股票

发行过程中普遍存在着严重的过度包装现象，以“银广厦”、“蓝田股份”、“亿安科技”为代表的一些企业甚至采取伪造财务数据、粉饰经营业绩、虚增利润、编造募集资金投资项目等手段来取得上市资格。一些上市公司上市当年即告亏损，同时上市公司在募集资金的使用上随意性很大，更改募集资金投向的行为广泛存在。在从投资者手中大量融资的同时，上市公司给予投资者的现金分红却很少，有的上市公司甚至连续几年都不分红。这样的上市公司构成，使资金缺乏长期投资的基础，于是资金入市的目的不在于获得上市公司长期发展所带来的价值增长，而是为了获取股票买卖价格差价，造成股市投机气氛，加快资金流速。

2.1.3 股票市场基础设施建设薄弱

我国股市基础设施建设的薄弱造成资金流动速度快主要表现在以下三个方面：(1)市场信息披露制度不规范。上市公司发布的信息在内容上、时间上都较差，有的信息甚至严重失真，投资者获得上市公司真实信息的成本较大，对分析上市公司的基本状况从而进行长期投资带来很大困难。由于从正规渠道难以获取信息，因此各种虚假信息就充斥市场，投资者热衷于四处打探市场信息并据此进行投资，“消息市”一度成为我国股市的重要特征之一。由于这些虚假信息的变化程度很快，投资者根据这些虚假信息进行投资往往造成失误，为减少投资成本，投资者往往采取快速买卖的方式，造成了资金流动速度的加快。(2)股市资金渠道建设上还很薄弱。我国股市建立初期，相当多的资金是禁止进入股市的。但是在股市巨大利益的诱惑下，这些资金便采取各种措施，通过各种渠道进入股市进行掘利。由于这些资金是“灰色”资金，为了避免监管，或者在被查出的时候能够及时退出市场，这些资金的运作特点一般是快进快出，赚钱就走，因此资金流动速度很快。

2.1.4 中小投资者为主的投资者结构不合理

我国股票的投资者结构中一直以中小投资者(俗称“散户”)为主体，散户占据了整个股市投资者的绝大比重，机构参与者很少。我们知道，是市场参与者之间的交易行为而不是动机形成了市场，因此可以引入行为金融学的理论来解释我国股市资金流动的速度。行为金融学将市场中广泛影响投资者情绪的消息称为“噪

音”。由于散户投资者在获取、鉴别和利用市场信息方面的能力远远不如机构投资者，因此散户投资者实际上是根据市场“噪音”来进行交易的。而且行为金融学的理论认为，散户投资者的从众心理非常强烈，由于在获得信息的及时性、准确性方面处于劣势，散户投资者往往认为机构投资者的操作方向包含了自己尚未获得的信息，因此在操作上积极跟进机构投资者，容易形成“羊群行为”，追涨杀跌、盲目跟风的行为特征非常明显，加速了资金的流动速度。

2.1.5 内部人控制

内部人控制是控制权的一种特殊情形，也是中国经济体制转轨过程中出现的一种特殊的代理问题。内部人控制(Insider Control)是指独立于所有者(外部人)的经理人员掌握着企业的实际控制权，在公司经营中充分体现自身利益甚至与职工“合谋”谋取各自的利益，从而架空所有者的控制与监督的情形。内部人控制是现代公司经济“所有权与控制权相分离”的结果，一方面，它具有客观必然性和积极作用，另一方面，它又会产生侵害出资者利益的消极作用。研究表明：国有股(包括国家股和国有法人股)在公司中所占比例越大，公司的内部人控制就越强。我国企业的内部人控制既具有内部人控制的一般特点，又具有某些特殊的表现形式。在国有企业改革中，似乎存在一种两难的处境：一方面企业抱怨政府干预过多，企业缺乏经营自主权；另一方面政府却抱怨企业失去控制，企业对国有财产的使用不负责任，国有财产大量流失。其实，二者是有内在联系的，前者是后者的直接原因，国有企业的这种两难处境正是“内部人控制”的重要表现，而国有资产所有权管理主体的缺位恰是造成这种内部人控制的关键原因。

第二节 我国证券市场投资者保护状况分析

我国证券市场自1990年形成以来，为广大投资者尤其是中小投资者们提供了直接参与金融市场的契机，中国证券交易规模迅速扩大，投资者的数量已经从1994年的575万户增长至2004年的7211万户，到2005年底的7500万户，进入2006年内来每天的新增开户数均超1万户。

但投资者数量的增加并不能掩盖我国证券市场对投资者的保护存在的问题。汪毅慧等(2003)从信息不对称、交易成本和投资者保护三个方面，比较了中国大

陆和香港的上市公司后认为：大陆公司的信息成本是香港的两倍，排除交易行为影响和剔除与政府相关的公司后，投资者保护环境和信息成本间仍然呈现显著负相关。这表明中国大陆与香港市场的交易成本的差异不能完全归咎于国有股权的不流通，而是在于较差的投资者保护环境所致。张照燕（2003）运用 LLSV 和 Pistor 发展的评估股东权利的指标体系对我国证券市场的法律对投资者保护的水平和做了评估。比较的结果表明：总体而言，我国证券市场的法律体系对股东权利提供的保护水平与所有转轨经济国家相近，这是对我国证券市场十几年来法律法规建设成绩的肯定，但在 LLSV 指标（衡量中小股东权利的指标）上的得分低于各国水平，反映了我国证券市场对中小股东权利保护的不足。2001 年以来，国际资本市场上发生了安然、世界通讯等国际知名公司造假丑闻，国内证券市场则有中科创业、银广夏、郑百文等事件。伴随上市公司损害中小股东权益案件的曝光，上市公司面临了空前的信任危机。根据中国证券登记结算公司的资料，截至 2002 年 11 月底，在 3452 万个沪市 A 股账户中，持有股票的仅为 1466 万个，有 1986 万个账户被闲置，闲置率高达 57.5%。2001 年 11 月持有股票的账户为 1862 万个，到 2002 年 11 月底，已有 396 万个账户被清空，占曾经持有股票账户的 21.3%。显然，投资者已经大规模逃离股市。作为证券市场上重要的参与主体，投资者的信心不足，对证券市场的投资积极性不高，证券市场的健康发展则无从谈起，上市公司也失去了持续发展的动力。

对投资者权益的保护具体到公司层面上，就是对股东权利的保护。在中国证券市场，由于投资者保护机制的种种缺陷，致使中小股东的股东权利保护不足，中小股东的多项权利都受到了不同程度的侵害。

2.2.1 中小股东参与经营管理的权利无法实现

要保护中小股东的权利，就要保证其在投资之时用钞票投票，在投资之后用手投票、用脚投票、用诉权投票。其中，要实现其参与公司经营管理的权利，必须通过股东大会来用手投票。

由于我国《公司法》对于股东大会的议事规则语焉不详，且上市公司中大股东处于绝对控制的状态，出现了股东大会的形式化现象。从有关资料可以看到，截止 2003 年末，深市上市公司第一大股东持股比例较大，平均的控股比例达

41-47%。也就是说，不考虑其他股东有可能是第一大股东的关联方股东的情况，仅从表面材料来看，中国上市公司中大股东处于绝对控制的状态是符合实际情况的。

上市公司股权过于集中，大股东很容易利用“一股一票”的原则合法地操纵股东大会，使股东大会从一个民主决策机构演变成为大股东一票表决的场所和合法转移上市公司利益的工具，小股东的利益无法通过股东大会“用手投票”的方式得到保护。由于小股东的利益无法得到保护，上市公司中小股东参加股东大会的比例十分低下，股东大会成为大股东演唱独角戏的场所。

2.2.2 中小股东的剩余分配权受到侵犯

红利分配是上市公司经营决策中最后一个环节，也是大股东与小股东利益平衡的一个关键环节。从股东权益保护与股息支付率的关系方面来讲，控制性股东滥用股权较严重的国家中如果法律对小股东利益保护不够，则该国上市公司的股息支付比率比小股东权益保护较好的国家的公司股息支付比率要低。

中国上市公司在股东分红方面，和其他大陆法系国家相似，没有稳定的红利政策，而且在分红中存在相当多的损害小股东利益的行为。从历年不分配公司以及该类不分配公司占上市公司比率的统计结果可以看出，中国上市公司不分配的比率越来越高。130家样本上市公司的1997年年报统计显示，有的上市公司账面上完全有分红转增能力，但却不予分配。而对于纯粹的配股圈钱，这些上市公司的脚步却从未放慢，如沪、深两市1998年度有35家公司在不分配的同时却进行了配股，占不分配公司总数的15%左右。中小投资者的剩余分配权受到严重侵犯。

2.2.3 中小股东的知情权受到侵犯

由于大股东同小股东、债权人以及监管机构之间存在较为严重的信息不对称，因此，完善的信息披露是证券市场公平的基矗如果信息披露制度不完善，大股东就会利用该制度缺陷从上市公司掠夺、转移利润，并勾结证券市场上的庄家坐庄，共同欺诈散户，牟取暴利。

虽经过十多年的发展，但我国上市公司信息披露制度仍存在种种缺陷，导致

虚假陈述几乎成了我国上市公司的流行病主要表现在：欺骗上市—原本公司自身不具备上市的条件，却无中生有、自我包装；虚构利润—为了保住上市资格或者争取增配资格或是出于经营者、大股东自身利益的考虑，捏造虚假信息，误导投资者；报喜不报忧—在公开信息时，往往隐瞒对股价不利的事实；误导性预测—如规避准确性要求，使用模糊术语；信息披露不及时、不规范等。

2.2.4 中小股东权利被侵犯后的诉讼赔偿权利难以实现

从法律条文来看，我国立法对股东诉权有相应规定，但规定过于原则，缺乏可操作性。从司法实践来看，我国由于没有相应的诉讼机制和司法程序，缺乏证券民事赔偿机制，对证券违规行为只以行政手段予以解决，广大投资者的合法权益无法得到保障。

我国证券市场建立以来，发生了较多的虚假陈述、内幕交易和操纵市场等侵犯投资者权益的恶性案件。1998 年底，上海股民姜某以赔偿损失为由，将所有与红光实业造假案相关的 24 名董事及中介机构告上法庭，但法院没有受理此案。2001 年 9 月，最高人民法院发布《关于涉及证券民事赔偿案件暂不予受理的通知》，要求各地法院暂不受理证券市场中涉及虚假陈述、内幕交易、操纵市场等三方面的民事赔偿案件。直到 2002 年 1 月，最高人民法院发布《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》，允许法院受理因发布误导性信息而引发的诉讼，才标志着中国证券民事赔偿机制得到正式启动，投资者可以依法对实施侵权行为的机构及个人提起民事赔偿诉讼。2003 年 2 月施行的最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》则详细阐述了投资者提起诉讼的条件。但除虚假陈述以外的其他违法行为如内幕交易和欺诈行为却仍不能提起诉讼。

投资者尤其是中小投资者，由于信息不对称、持股比例小，相对于控股股东和管理层处于弱势地位等原因，需要重点保护。投资者保护得好，投资者对市场就有信心，入市的资金和人数就多。从资本市场的发展历程来看，保护投资者利益，让投资者树立信心，是培育和发展市场的重要一环，是我们监管部门的首要任务和宗旨。

第三节 后股权分置时代市场变化状况和特征分析

2006年6月19日随着首家全流通IPO的中工国际上市以及100股三一重工法人股以每股成交价格11.18元完成抛售我国资本市场进入了后股权分置时代，后股权分置时代是股份流转顺畅的时代。公司控股股东从资本市场后台步入前台；上市上市公司高管人员股权激励与上市公司利益到接为一体；机构投资者变得举足轻重外资购并广泛地参与到A股市场并出现斩首行动；上市公司并购战因争夺公司控制权而日益频繁和激烈。总之，市场参与者利益显性化。

2.3.1 管理层利益与上市公司利益捆绑在一起

后股权分置时代解决了管理层激励的问题--客观上存在上市公司管理层利用其优势地位牟取不正当利益的动机和可能。

股权激励是国际通行的解决委托代理问题的有效途径，弥补了传统激励办法的不足，将高管人员与企业紧密联结在一起，起到一荣俱荣一损俱损的效果。给高管人员戴上一副金手铐极大地降低了两权分离导致的代理成本。股权激励将经营管理层与上市公司的利益捆绑在一起，能够激发高管人员的经营积极性和公司归属感，对于解决所有者与经营者之间的委托代理问题，降低代理成本具有积极作用。因此，不仅上市公司管理层积极推动建立股权激励制度，而且控股股东也希望借此将高管人员利益与上市公司紧密联系起来。如最近广东省国资委表示，将修改对上市公司管理层的考核办法，用对上市公司市值的考核取代原来对净资产值的考核，今后将把对管理层的股权激励作为主要的激励手段，以此实现国有股东、投资者和管理层利益一致化。目前广东不少上市公司推出了股权激励计划，如金发科技、华发股份、深万科、华侨城等。

2.3.2、控股股东角色的转变

股权分置完成后，控股股东由原来的利益相关者成为资本市场的实际参与者。股改前控股股东与流通股东大股东与小股东的利益冲突相互交织，控股股东的利益关注点只在于资产净值的增减而不关心二级市场的股价波动。股权分置改革使得上市公司大股东的效用函数发生变化，其最大化自身利益的行为模式也随

之改变,从股改前的单一从公司内部转移收益,发展为在外部市场获取资本利得和从内部转移收益这两种方式间的权衡。全流通情况下的大股东行为:首先,上市公司大股东都有提高未来股票转让价格的动机。其次,大股东持股比例、股票价格期望值(基于完全信息)和股改后市场价格是影响大股东行为的主要因素。再次,大股东可能采取的行动更为多样化:各种形式的“隧道行动”、盈余管理、低价增持股份、注入资产和与机构合并。

控股股东的角色换位改变了非流通股股东与流通股股东利益取向不一致的矛盾,有助于巩固全体股东的共同利益基础推动上市公司完善公司治理结构有助于控股股东完善资本运营机制从整体上提高上市公司的质量有助于上市公司从静态考核转变为动态考核,便于控股股东着眼于公司战略的发展

另一方面,大股东身份的转变,对监管提出了新的挑战。上市公司大股东由非流通股的“一股独大”转变为流通股的“一股独大”,使他们进行内幕交易、市场操纵的动机可能更强。根据“经济人”的假设,上市公司大股东都有提高未来股票转让价格的动机,可能会以持有可流通股股票为契机,利用其信息优势,以及小股东无法分享的控制权,通过利润操纵等系列行为谋求自身利益最大化,侵蚀中小股东权益。同时,股份全流通使大股东可能采取的行动更为多样化:各种形式的“隧道行动”(tunneling)、盈余管理、注入资产和选择性信息披露等。同时,大股东减持和兑现股份并侵害公司利益的行为值得警惕。

2.3.3 机构投资者的地位和影响举足轻重

我国机构投资者队伍迅速壮大,使其在证券市场的地位和影响不断扩大。到2006年6月底,我国基金公司数量已达57家,证券投资基金规模达4262亿份,取得QFII资格的机构达42家,投资额度达71.5亿美元,所有机构投资者持有的A股流通市值占比已经超过30%。机构投资者的发展壮大,一方面有利于加强对上市公司信息的收集和分析,强化对管理层的监督,完善公司治理机制。另一方面也可能加剧机构投资者与上市公司高管人员相互勾结,将部分重大的未公开信息事先透露给机构投资者,并联手进行内幕交易或操纵市场等违法违规活动,谋求非法利益,损害市场的公平性和中小投资者利益。

2.3.4、外国投资者对A 股市场的参与更深更广

外国投资者对上市公司战略投资管理辦法的发布外国投资者对 A 股的参与迎来了新的历史性机遇而股权分置改革又将使外资通过资本运作获取利益的渠道更为完善 G 华新通过将向其第二大股东瑞士 Holchin B.V.定向发行 A 股,使 Holchin B.V.实现对公司的战略投资,并进而成为公司的控股股东。

毋庸置疑外资对对 A 股市场的参与有利于提升 A 股公司治理与透明度增强国际知名度与海外市场开拓能力提高 A 股上市公司的质量同时外资还可能带来国际市场上比较前沿的交易方式投资工具和资产配置的操作技术有利于提高我国机构投资者的风险管理意识和操作能力树立理性投资理念但是外资的不断流入也可能使我国资本市场承受着国际风险的冲击和压力并给监管和市场监察带来新的课题。

第三章 中小投资者市场地位及其成因

个人投资者一直是证券市场投资者的主体。截至 2005 年 6 月,我国机构帐户数仅占总开户数的 0.73%,个人帐户占 99.27%;机构帐户持股市值占流通市值的 22.6%,个人帐户占 77.4%。近年来,尽管此时机构投资者的地位和作用日趋突出,但由于股票市场的迅速发展和获利空间逐渐被人们发现,个人投资者仍呈不断增长趋势。但多年来对证券市场的研究较少涉及中小投资者问题,80%的中小投资者处于亏损状态。研究中小投资者的非理性投资心理及行为,对保护中小投资者具有现实意义。

第一节 中小投资者基本状况调查分析

1、年龄分布、文化程度与入市动机。中国股市个人投资者平均年龄约为 43 岁,40 岁以下的投资者占 49%,55 岁以上的离退休人士占 17%,不足中等文化程度的投资者(高中及中专以下)占 43%,70%投资者的股票投资知识来自于非正规教育,在做具体的投资决策时,投资者依据“股评推荐”、“亲友引荐”以及“小道消息”所占的比重过半;大部分投资者对新出现的金融品种的认知程度有限,比如投资者在对开放式投资基金的了解程度上,52%投资者了解一点,24%投资者完全不了解。调查显示,79%的个人投资者入市的主要原因是为通过股票的买卖价差而获利,38%的投资者因有闲置资金而把股市看作是一个长期投资的场所;专门从事证券投资的个人投资者比重约为 22%。

2、职业构成方面及收入和资产构成。调查发现,中国股市的主要投资者群体为机关干部、工人、科教文卫新闻工作者、商业服务业人员和个体工商户、私营业主。通过对不同投资规模群体(如 50 万以上投资规模和 5 万以下投资规模)的投资者职业结构比较,可以大致推定我国股市投资者的相对弱势群体为工人、商业服务业人员和待业、无业人员,而强势群体为个体工商户、私营业主和科教文卫新闻工作者。投资者的年收入水平普遍不高(其中,55.63%的投资者年收入在 2 万元以下),与此相对应的是,投资者的投资规模相对较高(调查显示,投资者的资金杠杆指标值高达 23.46,资金杠杆=投资规模均值/年收入均值),这种现象降低了投资者的市场风险承受力,也大大提高了股市波动所可能产生的社会风

险。股票和基金是投资者们最主要的金融资产，比重高达 60.67%，其次是银行储蓄和现金。国债、保险、企业债券所占比重很小。被调查者中，其股票投资总额平均占家庭总资产的 50%左右。存在少部分(约 2.62%)的大行举债炒股者。

3、投资倾向与策略。调查显示，55%投资者的投资策略是做 3—12 月的所谓中线投资，个人投资者的投资策略与其年龄结构、资金规模有一定程度的联系，其中年龄较大或资金规模较大的投资者更倾向于中长线投资；在所投资股票的类型方面，大部分个人投资者偏好于投资中价、中盘、绩优类股票，而对高价、大盘、绩差类股票兴趣较低；持有股票数量方面，近七成个人投资者经常持有的股票个数介于 2—5 只之间；在股票的平均持有时间方面，七成投资者持有 1 只股票的时间在 6 个月以下，投资者短期行为明显；在投资者的年交易次数方面，43%的投资者年均交易次数在“13 次以上”，90%以上的投资者年均交易次数在“3 次以上”，投资者交易次数频繁、交投活跃。此外，近一半投资者没有购买过封闭式基金，投资者购买基金考虑的主要因素是“分红”和“净值”，而考虑“基金管理人的能力”和“基金管理公司的规范程度”的投资者极少，两者相加不足 7%。在交易方式方面，70%的个人投资者采用“在营业部下单”的传统方式，“电话委托”约为 20%，“网上委托”约为 10%。

4、投资行为特点。中国证券市场 40 岁以下的投资者几近一半，该年龄段的投资者精力充沛、感觉敏锐、处事果断，因此体现在交易行为上，多倾向于短线操作，对消息敏感、交易频率相对较高。受教育程度较少的投资者，容易受到各种信息噪音的影响而难以形成独立的投资理念，反应到投资行为上，则非理性行为较多，常有“追涨杀跌”的现象，易造成股市“从众”效应放大。

第二节 我国证券市场中小投资者弱势地位成因分析

3.2.1 对股价运动判断的偏差——短视理性

股市中投资者总是试图预测股票价格的走势，其中以技术分析为代表，由于其使用图表来直观描述股票价格的运动，并容易得出一个比较明确的结论，(不管其结论是正确或错误)所以一直受到大多数投资者的拥护。技术分析认为股票价格运动的趋势是不会轻易改变的，并以此来预测其未来走势。但是单纯使用技

术分析手段进行决策，容易导致系统性偏差，其原因不只是对技术分析是否熟练的问题，而且存在思维方式本身所导致的问题。而机构与庄家正是利用中小投资者对技术分析的过度依赖，通过操纵交易、制造技术假象，引诱中小投资者上当。大部分中小投资者投资者都有过单纯依赖技术分析决策而导致亏损的惨痛教训。

行为金融的试验研究表明即使是使用技术分析的中小投资者投资者，在其对技术分析图表进行判断之前，其心里已经提前产生了对股价运动的判断，并且试图在图表中找出支持这种判断的依据，这使得技术分析失去了其客观性。而这种判断的形成是通过近期(这段影响其预测最大的时间大致是预测期前的 100 天或者更长一些)股价的走势来判断将来股价的走势。借助于技术分析，中小投资者可能对股价短期波动做出较为准确的预测，但无法对市场长期趋势做出理性判断，进而造成短期操作行为与市场中长期走势相背离。这也直接导致了中小投资者投资者在牛市中持过分乐观情绪，而在熊市中持过分悲观情绪，具体反应在投资行为上，就是中小投资者中的大多数是在进行一个正反馈交易——追涨杀跌。

3.2.2 对股票价值的判断失误——过度自信与盲从

对于中小投资者投资者而言，很少有人能够真正理解或者在实际中运用金融理论中对于股票价值的定价模型，例如红利贴现模型等等。调查显示，中小投资者主要是通过一些公共的信息来源，例如报纸媒介、与朋友聊天、听专家的股评等方式来获得关于公司的相关信息，再对此进行分析，从而得出其对公司价值的判断。

在行为金融 DHS 模型(Daniel, Hirshleifer and Subramanyam, 1998)中，有信息的投资者存在这过度自信和对自己所掌握的信息过度偏爱(serf—contribution)两种判断偏差。然而价格由有信息的投资者决定。中小投资者通常过高地估计了自身的预测能力，低估自己的预测误差；过分相信私人信息，低估公开信息的价值，甚至忘记自身信息方面的先天劣势。在评价投资失误时，中小投资者往往将失误归咎于外界因素，如国家政策变化(67%)、上市公司造假 (51%)以及庄家操纵股价(42%)等，而只有少数个人投资者认为是自己的投资经验或投资知识不足(29%)。归因偏差一方面导致了股价短期的惯性和长期的反转，另一方面助长过度自信。因此，中小投资者对于近期收益快速增长或者有其它方面良好题材或经

常在媒体上曝光的公司就会认为其是“好”公司，而对于近期被报告损失或者不利题材的公司就认为其是坏公司。而这种思维定式一旦形成，投资者就会产生对该公司的喜爱或者厌恶的情绪，造成对公司股价的过度反应；另一方面，也使他们也对公司本身的变化反应不足。希福林和斯坦特曼(shefrin and statman, 1997)的研究发现，公司的声誉反相关于公司的市账比，即表面上看上去好的公司其股价被高估了，反之，表面上看上去差的公司其股价被低估了。此外，中小投资者投资者的过度自信使得他们更趋向于投资自己比较熟悉的公司，而忽视其它价值更高的公司。例如投资者偏向于投资本地的或者是自己曾获利的公司。

3.2.3 对风险和收益的管理不利——非理性心理与偏好

如何管理投资者的风险与收益，对于任何一个投资者来说都是至关重要的。BHS 模型(Barbers Nicholas, Ming Huang, and Tano Santos2001)描述了风险厌恶变化过程，其结果表明人们对于风险和收益的态度是变化的。人们对风险的态度会随着他们财富的变化、市场环境的变化而发生相应的变化：随着财富的增加，市场环境的变好，他们会趋向于成为风险爱好者，而与之相反，则对风险采取回避的态度；另一方面，面对价格波动，投资者会变得短视，往往因为短期的账面损失或收益而忽视了其长期的收益或损失。这里，变化的风险厌恶对于有偏的预期所解释的过度反应现象起到加剧的作用。我国个人投资者大多受教育程度较低，风险与收益管理的观念淡薄而利益最大化动机强烈，其投资心理受外界环境的干扰比较明显，不能及时获利了结及止损出局是中小投资者的通病，也是亏损的重要原因。

3.2.4 实战交易失败——无原则买卖

流行的投资观点认为投资者在进行投资交易的时候，可以通过设立“止损点”之类的方法或者通过制定投资计划并遵守其规则来管理自己的情绪，但是调查表明，中小投资者投资者在进行交易的时候并没有按照所谓的计划来进行，更多的是根据情绪或者流言来买卖股票。如，在因股价波动而买卖股票的行为方面，九成以上中小投资者会在股票上涨幅度达 30%之内抛出，八成以上的投资者会在股票下跌幅度在 20%以内抛出，与预定止盈位或 5—10%的止损点无关。另一方

面,参考点也在投资者的交易行为中起到了重要的作用,其中大盘指数是一个重要的参考点,即使在熊市中,当投资者所持有的股票的回报率大于指数的回报率,投资者的情绪相应较高,甚至可能加大逆市操作力度,反而加大了损失的概率。

第三节 中小投资者投资行为影响因素分析

3.3.1 外因之一——制度缺陷

根据对沪市异常波动情况的统计分析(金晓斌,2000),政策是造成股市异常波动的首要因素,同样不可避免地会对中小投资者行为产生影响。另一方面,作为证券市场的微观主体,我国上市公司股权结构不合理,国家作为公司大股东的缺位使得国有股代理人几乎是在没有真实财产所有者的监督下对经营者进行监督。这种“大股东利益缺位、小股东无力监督”的股权结构导致我国上市公司“内部人控制”问题严重、经营效率低下,中小股东利益得不到保证。此外,这种畸形的股权结构还直接造成同股不同价、同股不同权,对我国证券市场投资者行为造成极大的影响。由于个人股的取得是通过高溢价高成本购买的,上市公司历年现金分红比例又极低,个人无法靠长期投资取得回报,只能寄希望于从炒作中谋取差价利润,因此市场投机炒作之风盛行。而近期开始的股权分置改革,由于非流通股东拥有绝对话语权,流通股东难以获得预期补偿,故只能“用脚投票”,拉动股市重心下移。

3.3.2 外因之二——信息不对称与信息失真

建立在CAPM与EMH基础之上的传统金融理论大多隐含完全信息的假设,但事实上,即使在信息传播高度发达的现代社会,信息也是不充分的。就我国具体情况来看,我国股票市场的信息披露在及时性、完整性和准确性方面均存在缺陷,中小投资者所处的的是一个信息不对称与信息失真的市场,上市公司、券商、中介机构造假行为相当严重,中小投资者要么难以鉴定信息的真伪要么甄别成本太高,于是,观察他人尤其是所谓专家投资进而学习模仿成为一种现实选择,故“羊群效应”是中国股市的一大特色;另一方面信息不对称及信息失真客观上造成中小投资者行为的滞后与盲从。这也是中小投资者投资失败的重要原因。

3.3.3 内因——心理失控导致的认知偏差

(1) “迟到情结”与后悔心理。我国的证券市场历史不长，先入市的投资者取得了较大的收益，其示范效应使得后入市的投资者会因自己的“迟到”而懊悔；而且入市后，一旦投资选择失误，又会后悔当初为什么没有做出另外一种选择。结果导致再次做出投资选择时，一方面会显得更为犹豫，另一方面为避免再次后悔，就可能依据周围投资者的选择做出同样的选择，这种“后悔情结”加重了市场上的从众行为。

(2) 过度自信或悲观。人们在股票市场中的行动很大程度上是源于这种自发的乐观(悲观)情绪，而不是取决于对公司未来收益的数学期望。据有关机构调查，在经历了两年大牛市之后，2001年初投资者对大盘走势预期仍十分乐观，有22%的人认为股指最高会达2300点，78%认为会达2500点以上。进入2004年后，面对股市不断下跌、国有股减持带来的市场估值的巨大压力及市场诚信危机，中小投资者投资者极度悲观，认为上证指数跌破千点的投资者超过半数。这种极度波动的心态，往往被机构或庄家所利用。

(3) 中小投资者投资者普遍存在赌博心理与暴富心态。股市的赌博特性是与投机性密切联系的，在某种程度上可以说赌博特性就是投机性。而暴富心态其实是人类贪婪本性在股市中的体现。股市中的股民大多是为了赚钱甚至是为了暴富而进入股市的，预期收益目标偏高者大有人在。调查显示，即使在2001年底上证指数跌到1600点时，仍有26%的投资者认为来年的年收益率会在10%—20%之间，20%的投资者认为会在30—50%之间，10%的投资者认为会在30%以上。在目前低迷的市况中，上市公司信息披露日趋透明，股价操纵和内幕交易越来越受到限制，二级市场预期收益率下降，但这些市场环境变化仍难以根本上改变中小投资者投资者的暴富心态。

第四章 大股东对中小投资者利益侵害研究

中国的股市在股权分置改革以前，中国股市的一个显著特征之一就是：一股独大，一股独大对股市和上市公司自身的发展都带来极大的影响。也是对中小投资者利益侵害的重要因素之一。

第一节 大股东对中小投资者利益的侵害综述

公司治理结构与投资者利益保护公司治理(corporate governance)从最本质的意义上讲，就是约束经理层的制度设计。公司治理理论最初是建立在由代理成本（例如为防止经理人的行动对股东利益的偏离而引起的成本）起决定作用的模型上的。在代理经营的情况下，股东作为出资者投资于企业，但企业通常是交给职业经理经营的。这种情况出现了两个问题：一是经理的利益与股东的利益不一致。二是经理与股东之间的信息也不对称。为了防止经理们的上述个人利益行为发生，股东们就想出各种各样的控制办法来激励和约束职业经理，这些机制的总称就叫做“公司治理”。1997年，哈佛大学的经济学家石雷佛(Shleifer)和魏施尼(Vishny)进一步把公司治理定义为“是要研究如何保证公司的出资人可以获得他们投资所带来的收益，研究出资人怎样可以使经理将资本收益的一部分作为红利返还给他们，研究怎样可以保证经理不吞掉他们所提供的资金、不将资金投资于坏项目。Jensen和Meckling(1976)从研究不同利益主体在契约关系中产生的利益冲突入手建立代理理论，这使公司金融的研究领域突破了以往公司价值最大化的框架而具体到细分的相关利益群体上来。最近二十年，不同股东之间的利益冲突以及该冲突对公司股利分配和资本结构等方面影响的研究逐渐增多，公司治理问题的研究重心从投资者和经理人之间的冲突转移到控股股东和小股东之间的冲突。Demsetz(1985)、La Porta et al. (1997, 1998, 1999)、McConnell和Servaes(1990)、Mikkelson和Partch(1989)、Morck等人(1988)认为控股股东和小股东之间经常出现严重的利益冲突，控股股东可能以牺牲小股东利益为代价追求自身利益。Shleifer和Vishny(1997)以及Pagano和Roel(1998)指出，控股股东可以利用小股东无法分享的控制权，通过侵害小股东利益来获取私利。有关控股股东侵害小股东权益的具体方法研究上，Johnson等(2000)指出控股股东利用金字塔式股权结构

构，将底层公司的资金通过证券回购、资产转移、利用转移定价进行内部交易等方式转移到控股股东手中。他将这些使底层公司小股东利益受到侵害的行为称为“隧道效应（tunneling）”。Ronald J.Gilson 和 Jeffrey N.Gordon（2003）总结了大股东最大化其自身价值的三种方法：获取与其所持股份不匹配的公司收益、低价强迫收购少数股东股票和以高价出售所持股份。

我国上市公司处于大股东超强控制状态，第一大股东持股比例平均在 40% 以上，在公司决策中大股东基本不受其他股东制约。在此情况下，大股东与中小股东之间的利益冲突问题更为突出。唐宗明和蒋位（2002）的研究表明，中国上市公司大股东侵害小股东的程度远高于美英国家。李增泉等（2003）的结果表明上市公司的所有权安排对大股东的资金占用行为具有重要影响。刘峰、贺建刚、魏明海（2004）通过五粮液的案例分析表明，由于缺乏对小股东利益保护的法律机制，且相应约束大股东的市场机制尚未建立，大股东控制更多地导致了侵害小股东利益的利益输送现象。具体的大股东侵害中小股东权益的方法研究方面，在股权分置情况下，由于流通股与非流通股权益与定价方式等方面的不同，上市公司控股股东侵害小股东权益的主要方法是在证券市场上过度融资，通过隧道效应从上市公司转移更多的资产。Lee and Xiao(2002)的研究表明，当上市公司的股权集中度高时，派现行为成为大股东侵占小股东利益的一种手段。刘俏、陆洲（2004）考察了中国上市公司在控制股东谋求自己利益的前提下，其盈余管理和公司资源“隧道效应”的相关性。何卫东（2004）指出上市公司本着为非流通股股东通过其他途径获取利润的目的而进行融资，但未能揭示其具体原理。

理论和实证的研究证明，大股东和中小股东之间存在利益冲突，大股东利用控股地位采取诸如融资、盈余管理、强制兼并等手段侵害中小股东利益，实现自身利益最大化。在大股东侵害中小股东权益的方法上，国外相比于国内更为多样，但国内大股东侵蚀中小股东利益的程度更严重。造成这种差别的主要原因是我国上市公司的股权分置特征与发达国家资本市场体系运作的高度市场化。随着股改的不断深入，我国资本市场的市场化程度越来越高，与发达国家资本市场的差距越来越小。股改拆除了非流通股和流通股的樊篱，实现了上市公司股份的全流通和同股同权。这样的改革势必对包括大股东和中小股东利益冲突在内的资本市场重要问题产生深远影响。

第二节 大股东对中小投资者利益的侵害

投资者投资股票或公司债券,实际上就是购买上市公司或发行人所制造的金融商品。上市公司经营状况的好坏,直接影响到这种金融商品品质的优劣。在上市公司中拥有决策权的行为大股东对个人投资者权益的侵犯是我国证券市场的显著特征之一。大股东对个人投资者的侵权情况复杂,类型多样,有的具有明确的侵权主体和侵权对象,有的则没有;有的侵权行为属于违法、违规行为,有的则没有。没有违法、违规的侵权行为并不意味着道义上是合理,只是因为现行法规有漏洞,所以才没有直接违反。在实践中不断发生控股股东背离其诚信责任,侵害中小股东利益的事件,其突出表现有:

1、虚假手段骗取上市资格。公司的股票一上市,就意味着有上亿甚至数十亿的资金流进公司,而且还可以通过配股和增发新股融到更多的资金。为了能够实现上市圈钱目的,一些上市公司采用了虚构利润,提供虚假申报材料的办法,骗取了上市资格。如红光实业,这个创造了中国股市亏损速度之最的公司,该公司股票是在1997年6月6日上市的,在上市的后半年即告亏损1.98亿元,与招股说明书中的盈利预测净利润7055万元相距甚远。更有甚者,2000年6月27日吉林通海高科技股份公司(通海高科)发行新股1亿股,股票发行后的第五天,因“内部人士”举报涉嫌欺诈上市,且在战略投资者配售过程中可能有违规行为,通海高科被证监会紧急叫停。16亿元的申购资金苦等两年,最终以1股通海高科换3.8股吉电股份了结,通海高科为我国证券史上写下了不光彩的一页。毫无疑问,虚假上市最终的受害者仍然是大量的中小投资者。

2、非法占用上市公司资金。大股东或实际控制人将上市公司当作“提款机”,中小股东的资金被大股东“有偿”或“无偿”使用,其手法通常有三种方式:一是直接占用上市公司资金;二是购销关联关系占用;三是通过受让资产或股权方式。有些公司因控股大股东占用资金而采取不分配的方案,个别公司甚至将其他应收款和大股东资金占用作为其进行虚假陈述和蒙骗投资者的工具。上市公司通过融资得来的资金被大股东无偿或低成本长期占用,许多上市公司还因此连流动资金都发生短缺,正常生产经营受到严重影响,导致财务状况恶化。2003年每股亏损高达2.844元的*ST江纸(600053),就是大股东占款的典型牺牲品。该公司2003年亏损4.58亿元,加上公司2001年和2002年亏损的2.99亿元和3.32

亿元，三年累计亏损额高达 10.89 亿元。2003 年年报显示，*ST 江纸三年巨亏完全缘于巨额资金被大股东占用。

据中国证券报信息数据中心统计，在连续两年亏损的上市公司中，70%存在大股东侵占资金行为；已退市的 15 家公司，其经营失败的重要原因之一就是大股东及关联方占款。

3、上市公司融资担保而承担不正常的风险。上市公司融资担保本是一种正常的经济行为，但现在已经演变成为一种恶意“圈钱”手段。上市公司融资担保有两种类型，即关联担保和相互担保。前者是大股东利用其控股地位，迫使上市公司为股东及关联企业提供巨额担保，上市公司充当“提款机”角色，而最终被掏空；互保则是上市公司之间相互担保。2000 年 7 月 1 日证监会发布《关于上市公司为他人提供担保有关问题的通知》，明文禁止上市公司以公司资产为本公司的股东、股东的控股子公司、股东的附属企业或者个人债务提供担保。上市公司为股东提供担保相对得到抑制，但上市公司之间的互保行为又愈演愈烈，出现了媒体所称的“深圳互保圈”、“上海互保圈”和“福州互保圈”等以地域区分的上市公司互保关系。在这种互保圈中，一旦其中的一家公司无法清偿到期债务，则很有可能影响到圈中的其他公司，甚至导致其他公司蒙受巨大损失。过多的融资担保，提高了上市公司的财务风险，严重侵害了流通股股东的权利。事实上，许多上市公司就是由于为大股东进行担保或是公司互保，导致自身陷入连带责任境地。比如，ST 托普 2003 年报披露，公司担保发生额共达 75547.9 万元，其中违规担保 47485 万元，担保额已经占到公司净资产的 78.79%，远远超过监管当局要求的 50%的上限。*ST 中科累积对外担保额高达 60.79 亿元，其中败诉担保 2.39 亿元，逾期担保 5.35 亿元。由于 2003 年公司资产总额不到 80 亿元，而担保额也大大超过公司资产的 50%。

4、通过关联交易进行资产或利润转移。相当部分的上市公司与大股东一起搞利润转移、利润操纵，通常是控股股东通过不公平的关联交易，将上市公司的资产或利润转移至母公司或其控制的关联企业，如低价向上市公司收购产品再以市场价格出售以获取差价、向上市公司高价提供原料、无偿或低于正常利率占用上市公司资金、向上市公司高价转让低质量资产等。这实际上是吮吸了从属公司的营运能力、盈利能力和偿债能力，侵蚀了从属公司中小股东的利益。

5、上市公司的分配不规范，分红派息很低。分红派息率低一直是困扰证券

市场的一个问题，连续多年不分红、少分红或是没有现金流出的股票股利，股利分配比率远远低于世界上其他国家。从大股东的角度出发，低分红率不仅保证了公司拥有足够的现金流，而且通过未分配利润的形式在下一年继续摊入资本公积，其直接的结果就是公司的每股净资产逐年增加，股票股利的派发更是从表现上掩盖了实际每股净资产的增加，在公司股本不断转增的过程中，非流通股东成为事实上最大的赢家。

2004年证券市场一些公司上市伊始就推出了高派息的政策，但是可惜的是，这种政策流通股股东却享受不到，由原先的现金分红“不足”走到了分红的另一极端——“过度”的现金分红。典型的如有通威股份上市即向老股东每10股派发红利11元的高派现方案，一下就分红1.23亿元，刚上市才20天，老股东就取得110%的回报；深受通威股份只向老股东分红的启发，宁波东睦和新合成等公司也推出只向老股东分红的高派现方案。以宁波东睦为例，按发行前股份总数7000万股为基数，按每10股派发现金8.5元的比例，将公司2003年底前的滚存利润6011万元分配掉5950万元后，基本上是吃光分光。这种短时间内通过高派现把公司利润吃光分光的做法在A股市场可以算是“创新”，但通威股份这种“创新”开创了中国证券市场一个极不好的先例，通过招股说明书里的“默示原则”，将本应由新老股东共同拥有的发行前利润占为己有，无异于掠夺，这种行为极大地侵犯了流通股股东的利益。

6、虚假出资，虚假上市，欺骗中小股东。注册资金是衡量一家公司盈利能力和经营能力的基本条件之一，大股东虚假出资误导了投资者的投资决策，影响了投资和交易的安全性。注资不到位的大股东在公司经营中拥有与其他股东相同的权利，包括参与经营权、管理权、利益分配权等，这违反了公平原则。如2001年ST金马、麦科特虚假出资，骗取上市资格，尽管虚假出资最终被查出，但是大量中小投资者的损失却难以得到赔偿。

7、提供虚假财务报告，操纵股价，误导中小投资者。上市公司会计信息失真现象十分严重，投资者无法评价公司的机会和风险，区分上市公司的质量，会计信息的信号传递功能不能充分发挥，虚假的盈利信息误导了中小投资者的投资决策，投资者将资金投到质量低下的公司，一方面是社会资源的浪费，损害了市场资源配置的效率，另一方面也提高了投资者的投资风险。

虚假财务报告的另一个突出表现就是包装上市，美化企业上市前的财务指

标，以达到“圈钱”的目的。“一年赢，二年平，三年亏”曾是中国证券市场对一些有包装嫌疑的新股上市三年的描绘，但从 2003 年开始出现新股上市即预警或预亏的现象，上市公司“业绩变脸”较从前加快了许多，其中除了上市排队影响了项目投资外，另一个主要原因就是业绩包装。如南方航空，该公司于 2003 年 7 月 25 日上市，时隔 7 个交易日，该公司便于 8 月 4 日发布预亏公告，声称公司中期亏损，从而创下了新上市公司上市即告亏损的记录。2005 年 3 月上市的中小板询价第一股黔源电力也存在包装上市的重大嫌疑，公司 2004 年每股收益 0.36 元（摊薄），但是 2005 年一季度亏损 3515 万元，比上年同期减少 94%；每股收益-0.25 元。“业绩变脸”很重要的原因就在于：一些公司通过虚假财务报告包装上市经不起时间的考验。“业绩变脸”一方面拷问了我国新股发行制度，另一方面也反映了某些上市公司诚信极低，虚假财务报告严重损害了投资者的权益。

第三节 后股权分置时代大股东对中小投资者利益侵害趋势变化分析

股权分置完成后，控股股东由原来的利益相关者成为资本市场的实际参与者。股改前，控股股东与流通股东、大股东与小股东的利益冲突相互交织，控股股东的利益关注点只在于资产净值的增减，而不关心二级市场的股价波动。股权分置改革使上市公司大股东的效用函数发生变化，其最大化自身利益的行为模式也随之改变，除从公司内部转移收益，控股股东增加了从外部市场获取资本利得的通道。

4.3.1 股权分置改革后大股东利益效用函数发生变化

全流通改革将在 2006 年底基本完成。按照国家政策，进行了全流通改革的上市公司所有非流通股——无论是国有的，还是社会法人的，还是自然人的，都将在股改结束之后变成流通 A 股。而这些流通 A 股，将在一年后可以流通 5%，两年后可以流通 10%，三年后可以没有任何限制地自由流通。也就是说，2008 年 6 月，股改一次性打造的上千个大股东将正式批量出现——这些才是真正意义

上的庄家——把持着董事会和企业经营管理大权、持有 70% 的股票。而这些新大股东的所思所想，注定将深刻影响全流通时代中国股市的色彩。如此改革必然对证券市场上各个参与主体的行为产生深远的影响。就上市公司大股东而言，改革前后大股东的效用函数发生转变。

由于股改承诺期结束后，大股东所持股票可以上市流通，所以，大股东不可能再像股权分置时代那样对股价漠不关心，股价的高低直接关系到所持股份价值。于是，上市公司大股东的收益有两部分组成：第一部分为因为股价变化所造成的持有股份价值的变化；第二部分为因为持有股份从公司得到的收入。第一部分是因为股权分置改革后而引致的，第二部分则与股权分置时代相同。

4.3.2 大股东行为的市场变化影响分析

在探讨了众多情形下大股东的可能行为之后，我们对这些行为对市场可能产生的影响进行分析。我们以 P_1 代表大股东形成对公司真实价值的预期价格； P_2 代表大股东在承诺期满未来出售所持股份的价格； P_3 代表大股东在承诺期间和承诺期满后购买公司股份的价格。

1、股市低迷，股价低估现象长期存在的情形。根据前面分析结果，此时，资产转移是上市公司大股东的最优行动。这种行为对市场产生的影响在信息经济学中早已述及，而股改前国内股票市场的长期低迷恰是理论模型的最好实证。上市公司鱼龙混杂，大股东和中小股东之间信息严重不对称，再加上证券市场内在机制的缺陷，我国股票市场非常类似于阿克劳夫描述的“旧车市场”。由于无法分辨上市公司质量，投资者按照较低质量上市公司的价格出价。质量较好的公司在接受到投资者的价格后选择放弃交易，市场上只剩下低质量的上市公司和部分投资者。如果 $P_2 < P_1$ 大股东因为资本利得上无利可图而转移资产，这将导致股票价格进一步下滑，中小投资者不断抛售股票。在这一过程中，中小投资者的利益因为大股东的资产转移行为而受损。整个股票市场进一步低迷，甚至有走向失败的可能。

2、全面股改彻底完成后， P_2 高于 P_1 的情形。由于此类情形比较复杂，与前面对应，我们同样细分成四类说明。

(1) $P_1 < P_3$ ，大股东持股比例 $\alpha > 50\%$ 的情形。大股东为风险厌恶型，所

以不会冒风险在 P2 上主动出击，打压 P3 增持股份更是可能性不大。大股东倾向于保持股价稳定，平稳获得资本利得。具体行为具有不确定性，可能视 P3、P 的差价与市场的敏感度而定，大股东相机抉择采用转移资产、操纵业绩上升等手法谋取最大收益。应该看到，此时的大股东主动行为比较少且相对温和，收益主要源自信息不对称。中小股东的利益尽管也受到损失，但这并非大股东刻意为之，而是因为一直以来的信息弱势地位造成。就市场层面而言，大股东行为对市场影响比较小。在投资理念向价值投资转变的大势中，无论是资产转移还是操纵业绩后抛售，最终结果都是导致股价进一步向实际价值靠拢。对于股市长期发展来说，大股东的行为积极影响更为突出：促进价值回归，提升资源配置效率，尽管这些结果并非大股东行为的目的。

(2) $P1 < P3$ ，大股东持股比例 $\alpha < 50\%$ 的情形。风险偏好型的大股东更看重股票未来价格带来的收益，因此，有动机针对 P2、P3 两个指标进行相应操作使其向期望方向变动。由于持股比例和 P3、P 差价的影响，大股东选择的具体行动也存在差别。持股比例相对较高、P3 与 P 差价较大时，大股东采取注入资产等激进方式拉升 P2。中小股东因为大股东行为遭受损失，主要由信息劣势造成的持股成本和高价吸收大股东抛售股份两部分组成。持股比例相对较低、P3 与 P 差价较小时，大股东的行动方式更为激进，打压 P3 增持和提升 P2 出售同时采用，并且积极寻求大的机构配合以放大市场影响。在这种超强坐庄行为中，中小股东利益受到严重损害，除了前面两部分外还要支付大股东增持部分的收益。两类行为对市场的影响都是消极的，仅是在程度上有轻重之分。第一类行为对市场的消极影响稍小，而第二类行为则使股价与真实价值偏离幅度更大。无论何种方式，市场表现出来的迹象是股价与实际价值的差距被拉大，股票市场优化资源配置的功能仍然没有实现。

(3) $P1 > P3$ ，大股东持股比例 $\alpha > 50\%$ 的情形。风险厌恶型的大股东可能采取低价增持股份、分红和高价转让少量股票而获益。与以往过程相区别的是，中小股东利益并没有因此受损，而且还获得部分收益。无论是增持股份还是分红都不减少中小股东的存量财富，且都有助于提高股价，分红更是带来直接的收益。尽管在这种财富分配过程中，大股东、中小股东的得益之比超出了他们所持股份之比。这是一个双方共赢的局面，而非股权分置时代大股东获益以中小股东利益损失作为代价。显然，这是一个进步。从整个市场层面来考察，大股东行为产生

的影响也是积极的。增持股份和分红的方式向市场发送强烈信号，说明公司股票具有投资价值，稳定股改以后全新市场上投资者的信心，为证券市场改革的全面推进创造良好环境。

(4) $P1 > P3$ ，大股东持股比例 $\alpha < 50\%$ 的情形。风险偏好型的大股东将在未来价格 $P2$ 、 $P3$ 有更大动作：增持前转移资产压低 $P3$ 和转让前注入资产抬高 $P2$ 。持股比例不同的大股东采取措施的力度方面存在差别： α 较大的公司力度较小， α 较小的公司力度较大。除此之外，大股东还会寻找机构配合以放大市场影响，进一步压低 $P3$ 和拉升 $P2$ 。为了实现这些目的，大股东操纵上市公司业绩与自己采取的措施相一致。对中小股东来说，大股东和机构的共谋行为使其利益受到损害，表现在以较低的价格 $P3$ 出售股票和以较高的价格 $P2$ 购买股票。从市场角度来考察，这些行为的影响既有积极的也有消极的方面。积极方面主要表现在上市公司的真实价值最终能够通过股价反映出来，价格信号对资源配置的基础性作用得以发挥。消极方面的影响则非常突出，大股东和机构合谋无异于一个超强的庄家，中小股东则被玩弄于股掌。特别是在大股东最终目的仅是将所持股份抛出时，这些精心策划的短期行为将危及到股市的长期稳定。

第五章 机构投资者对中小投资者的利益侵害研究

实践证明，一个成熟而稳定的证券市场，需要多元化的机构投资者。只有投资主体能够多元化，才能产生对金融产品的多样化需求，才能促进市场的全面繁荣发展。过于单调的投资者结构，容易造成某种程度上的“投资垄断”，造成市场的整体失衡。

从我国证券市场发展实践来看，自营业务证券公司的出现和发展是机构投资者进入市场的标志。1987年，我国第一家证券公司——深圳经济特区证券公司成立；至1989年，有自营业务资格证券公司达63家，表明我国机构投资者逐渐登上历史舞台。1990年11月，法国东方汇理银行在中国组建“上海基金”，标志我国投资基金问世，机构投资者结构逐渐丰富；1991年，中国农村发展信托投资公司私募淄博基金5000万份，并于1992年成立第一家国内基金公司。1993年8月，淄博基金在上海证券交易所挂牌，揭开了我国基金业发展的新篇章。1994年至1997年间，由于各地越权审批基金设立，1994年3月，人民银行发布《关于投资基金有关问题的通知》，此间，管理当局未批准设立基金。1997年11月，国务院证券委发布《证券投资基金管理暂行办法》，为证券投资基金的规范和发展奠定了制度基础。1999年7月，战略投资者概念首次提出。此后，监管层对机构投资者的发展采取了超常规、创新性的战略，在存量上对现有机构投资者进行大规模扩容；增量上引进新的机构投资者（如允许三类企业、保险基金入市），机构投资者获得了前所未有的发展。2001年3月，华安基金管理公司成为首家开放式基金试点单位，标志着我国基金业的发展逐渐与国际接轨。2002年11月，中国证监会与中国人民银行联合发布《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》，允许境外投资者参与投资过去只开放给境内投资者的国内A股和债券市场，是中国证券市场迈向国际化的重要里程碑。至2006年3月底，我国共有证券公司116家，基金管理公司54家，证券投资基金总规模达到4768.46亿份。至2006年4月末，我国合格境外机构投资者（QFII）数量达40家，其中有34家投资额度已获批（共65.7亿美元）额度。

股票的虚拟性及其特殊的效用和需求特性，决定了股票价格可以背离投资价值而作无限制的波动，从而引致了股价操纵的可能性。同时，股价对信息的敏感性和交易者在信息上的不对称性又为股价操纵提供了便利。在一定程度上，操纵

是规模和流动性等市场特征的函数。我国的股市具有很强的投机性，保护股票价格的真实性是监管的核心，在股市上，机构投资者通过对股价操纵来掘取非法利润，侵害中小投资者利益。

第一节 机构投资者股价操纵概述

5.1.1 股价操纵的目的

操纵的目的在于通过影响价格而直接或间接地获取利润，实现该目的的方法包括：第一，影响股票的价格，使操纵者得以以更低价格买入，或以更高价格卖出，或影响接管(takeover)报价或其他大型交易，或在交易中击败竞争对手。第二，影响衍生合约或基础资产的价格。包括影响某指数或成份股票的价格，影响公募或私募中的股票认购价格(subscription price)，影响兼并价格或兼并中的转换比率，影响与某接管行动有关的价格，促使某人认购、购买或出售某种资产或资产权利，或者阻止此类行为，影响机构投资者的资产负债表，影响即将到期的来自债权人的强迫出售(forced sale)，影响对某项财务建议或安排的印象。

5.1.2 股价操纵的主要方法

(1)渲染(painting the tape)。渲染是指以制造某种股票交易活跃或价格波动印象为目的而进行一系列交易，同时这些交易的信息又能在公开媒介上获得。

(2)洗售(wash sales)。洗售是指不发生股票所有权的真实转移的不当交易。

(3)对敲(improper matched orders)。不同交易者勾结起来，以相同的价格和数量同时买卖某种股票的行为。

(4)拉抬(advancing the bid)。不断提高对某种股票的报价以拉高其价格。

(5)拉高出货(pumping and dumping)。指以不断提高的价格购买某股票，然后在高位抛售(通常抛售给零售客户)。

(6)做尾盘(marking the close)。以影响某股票的收盘价为目的，在接近收盘前买/卖某种股票。

(7)轧空(corner)。控制某种衍生合约及其基础资产的需求，以获得控制性头寸。多方在积累起控制性头寸后，要求空头清算合约，空头被迫从多方操纵者手

中购买相应的资产或按照扭曲的价格在衍生市场上进行冲销，以完成交割。

(8) 挤榨(squeeze)。在某种资产短缺时，控制该资产的需求，并利用市场的拥挤(congestion)制造虚假价格。

(9) 散布虚假信息。以影响股价并使其按有利于散布者所持头寸或拟进行交易的方向运动为目的，借助媒体或其他手段传播虚假或误导性信息。

1.3 机构投资者操纵股价的步骤分析

(1) 建仓。开始介入市场买进股票，并且注意控制市场成本和预定的持仓比例，这个步骤一般要根据市场的情况和个股的差异进行一段不短的时间，还要密切注意其中的变化。

(2) 试盘。则是大致掌握筹码的分布状态，是否有其它的机构潜伏在内。

(3) 整理。是为了构筑底部形态，调整一些主要的技术指标，还有的时候是因为大势的状态，需要等待机会得到更多条件的配合。

(4) 初升是为了股价迅速脱离自己的成本区域，也是为了提高市场跟风者的持仓成本。

(5) 洗盘时振荡幅度一般都比较大，一方面是故布疑阵，让市场上诸多参与者看不懂、摸不着头脑，另外还可以震出一部分低位持筹者。拉升的过程比较短、速度也比较快，大多数庄家都喜欢和愿意借助于大盘的上扬惯性，这样比较轻松和容易，这个步骤也是为了下一个出货步骤作好铺垫。

(6) 出货时庄家往往会借助大盘、利好、漂亮的走势形态等因素，有些甚至会利用某些分析人士、特殊人群、媒体等方面来散布消息。

(7) 反弹主要是为了适当的调整一下持仓结构，同时为了吸引更多的、新的跟风者介入，以便更多的出货，反弹时庄家常常会有低抛高吸的市场行为。

(8) 砸盘则是在基本上稳操胜券的情况下，可能同时大盘也已经转势，砸盘的情形比较恐怖，常常是不计成本的大量倾倒，甚至直接打到跌停，给市场和投资者都会造成较大的恐惧和震动。

(9) 扫尾基本上就属于打扫战场的性质了，一方面清理战果，同时为下一次运作做准备。

第二节 机构投资者市场操纵现象的理论分析

在中国股票二级市场上，市场操纵行为是指掌握大量资金，可以左右个股走势的大户、机构或者机构集团选择目标股，在股价低迷时大量买入股票，控制股票的供给后，采用对敲、倒仓的手法，制造股票的虚假供需，拉抬股价，然后从股价高位逐步派发，实现资本获利、谋取超额利润的行为。

从经济学视角看，这种市场操纵行为的市场表现非常类似于新古典经济学的一级价格歧视。如果市场操纵行为对每一个微小的增量都收取不同的价格，可以视为股票市场一级价格歧视。一级价格歧视行之有效，需要具备以下几个条件：厂商要有一定的市场力量；产品的转售必须十分困难，不然，倒卖就有利可图；消费者的偏好不全相同，而且厂商必须能完全区分不同偏好的消费者，这样才能向他们索取不同的价格。那么，在股票二级市场上，一级价格歧视是如何实现的呢？

5.2.1 信息不对称使中小投资者处于完全不利境地

机构投资者在信息的搜集、占有、处理及反馈上具有优势。由于现行的市场信息成本的存在及信息的不对称，机构投资者的网络优势在对信息的“去粗取精，去伪存真”过程中形成相应的效率。相对于中小投资者所掌握的股票数量来说，他不愿意为得到完全信息付出大量的信息成本，其信息成本同收益是不成比例的；而且由于信息商品的外部性特征，获取信息的成本不可能通过市场机制获得补偿。这就使中小投资者在技术分析、公司基本面情况、行业前景方面所掌握的信息明显不足；另一方面，市场操纵者不仅有动力而且有能力获取大量的信息，可以掌握有关上市公司的充分信息，甚至可以依据自己强大的经济实力去左右上市公司制造消息，有效克服信息的不对称，事实上就使中小投资者处于完全不利的境地。

5.2.2 中小投资者在股票内在价值分析方面的局限性提高了市场操纵者的价格歧视能力

从理论上说，股票的价格应该围绕公司股票的内在于价值波动，股票的价值是

上市公司未来预期收益的资本化现值。而预期收益是一个非常虚的概念，很难判断，即使对其大致的判断也需要有关公司经营管理、投资决策、风险控制以及行业背景、市场态势等方面的大量专业知识，这显然非一般中小投资者所能具备。面对上市公司信息的不断披露甚至没有信息披露而出现的股价频繁波动，广大中小投资者只能根据上市公司的盈利预测、估算、前景等较虚的信息，甚至真假参半的市场传闻对股价走向做出自己的预测；而市场作为一个整体，对于软信息的反应却和其它所有信息做出的反应大致一样，即以股票价格“模糊”地反映出市场所有软信息。反向思考，则是软信息的传播，反映在股票价格的走势中。这样，股票价格的波动则给市场垄断者以充分的价格歧视能力。

5.2.3、机构投资者的资金优势，在股票交易中占据垄断地位。

机构投资者开始成为金融市场上的巨头，它的资金优势是个人所无法企及的；甚至，一国的经济实力在与一些机构投资者的较量中也会感到力不从心。如索罗斯在攻击一些国家的货币时。中国股票市场已经发展了 10 多年，但股票二级市场上的持股结构极不合理。相对于个人投资者而言，市场操纵者拥有雄厚的资本，投资管理先进，投资服务全面，能够进行各种专业化的组合投资，并且在运作过程中和众多金融机构达成了很多业务关系，拥有广泛的筹资渠道，能够筹集并调动长期资金；中小投资者虽然有了长足的发展，数量众多，但其单个资本拥有量根本无法和机构抗衡，加之普遍存在的“搭便车”心理，联合行动的成本极高，导致中小投资者在股票交易中明显居于劣势，购入某一只股票的比例很低。这就给市场操纵行为一个有利的时机，只要市场操纵者所持资本足够大，就可以通过大量购入某一只股票，垄断该股票的供给。

5.2.4 指令驱动的作价机制帮助市场操纵行为区分了不同偏好的中小投资者

在指令驱动的作价机制下，中小投资者根据对股票收益和风险的不同预期，遵照价格优先、时间优先的股票交易规则，接受不同的市场价格，购买不同数量的股票。在此过程中，暴露了他们不同的偏好特征，完成了自我选择，根本不需

要市场操纵行为进行区分。

这样一来，在市场操纵行为完成股票买卖的过程中，大量的中小投资者被套牢，高位转售的可能性很小，加上股票转售高昂的交易费用，这就事实上造成了股票转售的困难，完全满足了价格歧视的实现条件。

5.2.5 机构投资者与个人投资者所面临的法律环境不一样。

机构投资者作为法人实体，必须遵从一定的法律设立、变更、激励及终止方面的有关条款。从外部看，机构投资者受到行业主管部门、国家监管部门和行业自律协会的监督和管理；而从内部看，则有董事会、监事会和股东会等组织形式，在此之下，风险控制和投资决策有一套严格的程序。总体而言，与个人投资者相比，机构投资者显得更为理性和审慎。

第三节 机构投资者和中小投资者之间的博弈分析

在我国证券市场中，上市公司的经营业绩回报并不是投资者的主要利润来源，投资者的收益主要靠二级市场股票买卖的差价。中国股市中的投资者可以分为两类，一类是具有信息和资金绝对优势的机构投资者，另一类；是在数量上具有优势，但资金量相对很小，信息获取和分析能力较弱，协同行动也很困难的中小投资者，在以下的分析中我们将他们分别简称为机构和散户。在短线投机的过程中，机构由于具有信息和资金等方面的优势，有可能操纵市场实现预期收益；而散户不具有这些优势，往往被机构所利用。

首先，我们分析一下在完全信息下机构和散户之间的博弈，我们构建如图 1 的博弈模型，假设在此博弈中股票的基本面状况没有变化，在博弈结束后股票能够按其价格变现。在完全信息条件下，他们之间的博弈类似于“智猪博弈”(如图 2)。在这个博弈模型中，机构类似于“大猪”，散户类似于“小猪”。机构要想获利，只能利用其资金和信息优势来改变基本面的信息，来人为地拉升或打压股价，即所谓的“坐庄”；而散户既没有办法获取信息，也没有资金来操纵股价，只能选择“跟庄”。因此这个博弈的纳什均衡必然是机构坐庄，散户跟庄。

		散户	
		不跟庄	跟庄
机构	坐庄	(R _b , R _a)	(L _b , L _a)
	不坐庄	(T _b , T _a)	(P _b , P _a)

图 1 机构、散户的博弈矩阵

		小猪	
		按	等待
大猪	按	(5, 1)	(4, 4)
	等待	(9, -1)	(0, 0)

图 2 智猪博弈矩阵

以上我们分析的是在完全信息条件下的机构和散户的博弈，但是在现实中完全信息条件是根本达不到的，因为机构和散户之间存在着信息不对称，我们再来看看在不完全信息下机构和散户的博弈：

假设在此博弈中股票的基本面状况没有变化。股价的变化均是由于机构对其操纵改变基本面信息带来的；并且机构了解该股票基本面的真实情况，散户不了解；在博弈结束后股票能够按其价格变现。再假设某只股票初始状态下全部为机构所持有，初始状态下股价为 P_0 ，机构通过实施对股票的操纵将股价拉升到 P_1 (即做庄)；令 $R=P_1-P_0 \geq 0$ ， R 代表总收益； C 是机构坐庄的成本， $C \in (\underline{C}, \bar{C})$ ， C 的分布函数为 $f(C)$ ，散户不知道 c 的大小，但对 c 存在一个期望值 C' ， P_0 ， P_1 ， R ， C' 均为大家所共同知道， C 只有机构知道，散户不知道，并且 $R \geq C$ 。

机构战略为 {坐庄，不坐庄}，设其为变量 X ，分别给其赋值 {1, 0}，1 代表坐庄，0 代表不坐庄；散户的战略为 {持有该股票的比例}，设其为变量 Y ， $Y \in [0, 1]$ 。当 $Y=0$ ，表示散户不持任何数量的该股票；当 $Y=1$ 时表示散户持有该股票的全部数量；机构持有的股票为 $1-y$ 。

机构的利润函数为： $\pi_x(X, Y) = X(1-y)R - XC$ ；

散户的利润函数为： $\pi_y(X, Y) = XYR$ 。假设机构和散户均为理性人，并且都最大化自己的利润， (X^*, Y^*) 是纳什均衡解，则：

$$X^* \in \arg \max \pi_x(X, Y^*) = X(1 - Y^*)R - XC$$

$$Y^* \in \arg \max \pi_y(X^*, Y) = XY^*R$$

根据机构的利润函数，机构的最优决策是：

$$X = \begin{cases} 1 & 0 \leq Y \leq (R-C)/R \\ 0 & (R-C)/R \leq Y \leq 1 \end{cases}$$

根据散户的利润函数，散户的最优决策是：

$$y = (R - C') / R$$

在完全信息条件下，散户的最优决策应该是 $Y = (R - C) / R$ ；但是由于是在不完全信息条件下，散户不知道机构的成本 C ，只知道对于 c 的预测值 C' ，因此选择这个决策。

(1)若 $C' \geq C$ ，纳什均衡为： $X = 1, Y = (R - C') / R$ ，即机构坐庄，散户持有 $(R - C') / R$ 日份额的股票。结果是机构获得利润 $\pi_x = C' - C$ ，散户获得利润 $\pi_y = R - C'$ 。

(2)若 $C' \leq C$ ，纳什均衡为： $X = 0, Y = (R - C') / R$ ，即机构不坐庄，散户持有 $(R - C') / R$ 日份额的股票。结果是机构获得利润 $\pi_x = 0$ ，散户获得利润 $\pi_y = 0$ 。

通过对模型的分析，我们可以看出这个模型有两个纳什均衡。但是机构投资者肯定是不希望出现第二种均衡，那将意味着机构没有收益，如果考虑到有机会成本 c 的存在，在这种情况下机构不仅没有收益，还有机会成本 $C'c / R$ 。因此机构会选择第一种均衡。并且还可以看出在第一种均衡中，散户对机构坐庄成本 C 的预期 C' 与 C 之间的成本差异越大，那么机构所获得的收益越大。因此机构会利用各方面的优势来放大散户对机构坐庄成本的预期。机构操纵股价的做法通常是和上市公司相勾结，或是隐瞒、拖延对一些诸如“资产重组”、“关联交易”等重要信息的披露，或是与上市公司一起制造当期利润的虚假信息，并且还会买通一些新闻界人士和股评人士来误导散户，以达到影响散户对 C 的预期。这也是我国股市为什么一些“ST 板块”、“资产重组”股票经常被机构操纵，股价出现异常波动的原因。

通过分析可以看出其结果都是不利于股市的健康发展的。若出现第一种均衡，机构的联合坐庄将被操纵的股票拉升到更高的价位，使其严重偏离其真实价值，偏离其股票的基本面，必然造成股价的异常波动。

通过以上的博弈分析，我们不难发现：

(1)出于信息不对称,导致机构和散户的博弈中总是处于有利的地位,进而更加刺激了机构操纵股价,导致了股价的异常波动;而散户的盲目跟庄,引发了股市中的羊群行为,加剧了股价异动。

要解决股价异常波动的问题,首先要加强对上市公司信息的披露。从根本上说,股票是否被操纵取决于市场中信息不对称的程度。如果信息披露真实、及时,散户了解上市公司的真实情况,即使是机构进行操纵,散户不跟风,机构也不能获利,这就会减少了机构操纵的动机。

其次,要超常规发展机构投资者。完全由散户组成的市场或者完全由机构组成的市场都不存在信息不对称。完全禁止机构存在来解决股价操纵是不现实的。比较现实的办法是超常规发展机构投资者,提高机构在投资者中所占的比例,因为当机构在投资者中所占的比例达到某种程度时,机构通过操纵股价来获利将不可能,这时机构将致力于改善股票的基本面状况(即上市公司质量)来获利。虽然这几年我国机构投资者取得较快发展,但还远没有达到机构致力于改善股票的基本面状况来获利的程度,因此,还要加快发展机构投资者。

最后,加大监管力度,严惩恶意操纵股价的行为。我国股市的监管力度变化较大,一直在稳定和发展中摇摆,在一定程度上滋生了机构操纵的行为。特别是对一些通过恶意操纵股价获利的机构没有及时的惩处,刺激了更多的机构操纵股价。因此,要加大监管力度,保证股市有一个公平的市场环境。

第六章 中介机构对中小投资者利益的侵害研究

中介机构是证券市场发展的重要组成部分。中介机构是否发达、成熟,运作是否规范,科学合理,是证券市场是否成熟和完善的重要标志之一。我国证券市场中介机构的发展存在许多问题,其中有些问题直接导致侵害了中小投资者利益。

第一节 中介机构的 market 地位和作用

中介机构是社会信用体系的组成部分,其提供服务的目的,就是维护社会信用关系,促进信用交易的顺利进行,从而降低整个社会的交易成本。证券中介机构作为连接投资者与上市公司的桥梁,地位非常重要,是证券市场上最重要的防线之一。在证券市场中,投资者对上市公司的判断基于上市公司所披露的信息。如果上市公司对其财务信息弄虚作假、遗漏重大信息,将对投资者构成重大影响,并且有可能造成投资者的损失。由此可见,证券中介机构作为连接投资者与上市公司的桥梁,地位非常重要。中介机构的诚信是证券市场上最重要的防线之一,其发展与规范直接促进证券市场的规范发展,影响着整个证券市场、乃至整个社会信用体系的建设。只有中介机构的诚信、尽职、尽责,才能助推证券市场的发展和社会信用体系的建立。证券市场较为成熟的国家主要是靠规范证券中介机构行为来实现对证券市场的监管和保护投资者利益。

证券中介机构,不仅是发行公司与投资者的中介,也是发行公司与监管机构的中介。证券中介机构的诚信对于上市公司的发展、投资者的利益都有直接的影响。中介机构既要投资者负责,还要对上市公司负责,不能偏袒任何一方。一些证券中介机构,如证券公司、会计师事务所、律师事务所在对上市公司进行上市辅导、审计等执业过程中,对上市公司的经营业绩、资产质量等都有比较深入的了解。比方说,会计师认为公司某项关联交易价格的公允性将对其业绩产生重大影响,而他又无法获得确认该公允性的证据;或者会计师认为公司的某些问题已严重威胁到其持续经营能力等等,此时的证券中介机构就有责任和义务对关系到投资者利益、上市公司股价的信息进行披露或者报告给相关监管部门,发挥"经济警察"的作用。

中介机构的客观诚信如果发生偏离,中介机构对上市公司不能做出客观真实的评价,尤其是像安达信、中天勤等会计师事务所不但对上市公司弄虚作假不闻不问,反而帮助上市公司造假,其行为对证券市场任何一个参与者的伤害都是巨大的。在美国不断发生的财务丑闻中,投资者对中介机构已经丧失了信心,导致了严重的后果,出现了几十年来少有的信用危机,极大地阻碍了美国经济复苏的步伐。而在中国,社会信用体系正在逐步建立的过程当中,中介机构的诚信对证券市场信用体系的发展显得更为重要。

第二节 中介机构侵害的手段和方法分析

证券中介机构包括经营证券业务的证券公司和从事证券服务业务的证券登记结算公司、证券投资咨询公司、信用评级机构、会计师事务所、资产评估机构、律师事务所、证券信息公司等。伴随着我国证券市场十多年的快速发展,我国证券中介机构也得以迅速发展壮大。近年来,我国证券中介机构失信现象时有发生,突出表现为以下几个方面:

6.2.1 为企业虚假“包装”,骗取上市资格

在公司股票发行过程中,中介机构起着连接发行人和投资者的作用,它具有双重功能,既是保证市场运行正常的联结主体,又是发行人的监督审核机构。因此,股票发行必须遵守公开、公平、公正的原则,不允许有任何弄虚作假的行为。证券公司作为上市公司的推荐人,把合格的公司真实地推荐给投资者,引导社会资金通过发行证券流向效益比较好的产业和企业,是证券市场优化资源配置的基础,将从根本上影响市场发展的秩序。因此,在发现招股说明书虚假、严重误导性陈述或重大遗漏等问题时,作为承销商的投资银行就有责任和义务将有关信息报告给主管部门,把好发行关。然而,在我国股票发行现今被披露出来的多起欺诈上市案例中,一些根本不具备上市资格的企业,为达到上市“圈钱”的目的,在上市过程中不择手段地虚假包装。作为推荐人的承销商,不是起着协调好各中介机构共同履行“服务、沟通、公正、监督”的职能,而是在利益的驱使下,协调各中介机构共同运作,心存默契,顺利完成整个“造假”工程。

6.2.2 帮助上市公司财务造假

证券中介机构,如证券公司、师事务所在对上市公司进行上市辅导、纵净利润的意图明显,很多公司再融资前后业绩“叛若两人”。在上市公司炮制的这一系列富有戏剧性的事例中,有关会计师事务所、律师事务所都出具了合格的财务报告、审计意见。中介机构配合上市公司玩报表游戏是公开的秘密。不少上市公司的业绩增长缺乏连贯性,在不谙内情的中小投资者看来似一团雾水。相反,这些忽增忽减的净利润,倒与二级市场行情相关,而且股票的走势总能在上市公司业绩公开前先到位。2001年8月初,银广夏造假被媒体曝光。2002年,中国证监会认定银广夏自1998年至2001年期间累计虚增利润77156.70万元,对银广夏出具了行政处罚决定书。在这一案件中,深圳中天勤会计师事务所及其签字注册会计师违反法律法规和职业道德,竟然为银广夏一般投资者过程中,对上市公司的经营业绩、较深入的了解。任何公司的造假,必然要与某类中介机构有业务合作。这些问题可以暂时瞒过监管和但中介机构对其中的内情应该是非常,清楚的。比如,会计师认为公司某项关联交易价格的公允性将对其业绩产生重大影响,而他又无法获得确认该公允性的证据;或者会计师认为公司的某些问题已严重威胁到其持续经营能力等等,此时会计师就有责任和义务对关系到投资者利益、上市公司股价的信息进行披露或者报告给相关监管部门,发挥“经济警察”的作用。然而,在我国不规范的市场竞争中,中介机构为保住和扩大市场份额、争取或稳定已有客户,在竞争中往往相互压价,为了降低审计成本,保持一定的利润空间,一些会计师在审计过程中省略必要的审计程序,放弃谨慎性这一会计师最基本的职业操守,使注册会计师审计意见的真实性、公允性大打折扣。在利益的趋使下,有些中介机构甚至丧失其应有的独立性,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。

6.2.3 散布虚假信息误导投资者

由于证券投资的专业性、技术性较强,普通投资者往往求助于咨询建议。在我国证券市场,投资者以中小散户为主,机构投资者数量少而且投资行为也不规范。虽然很多人通过购买股票、债券、基金成为投资者,但他们的投资知识还很

贫乏。不少投资者进行投资主要是依靠“听消息、听股评”的方式进行的。因此,中介机构出具的各种财务报告,投资建议报告、分析报告对投资者的影响很大。证券投资咨询工作应该坚持以事实为依据,公正客观地进行各项研究工作,分析市场行情,及时有效地为投资者和公司自身提供决策依据。我国投资咨询业发展历史较短,有些股评人士专业素质较差,靠自己早入市几年的经验,往往信口开河,误导投资者。由于利益驱动,一些咨询机构和人员违背职业道德,发表一些投资建议,故意误导投资者,从而达到为部分机构和个人谋利益的目的,最终把散户给套牢。某些券商的咨询部门,为了配合机构的自营或资产管理,不顾事实真相、大肆散布各种令人兴奋的虚假信息、“内幕”消息,诱使不明真相者高位大量介入,以帮助“庄家”实现其赢利套现的目的。

证券中介机构失信的危害是严重的,它妨碍社会信用体系建设,助长市场投机之风,危害投资者的合法权益。证券中介机构失信的原因是错综复杂的,既有微观制度如中介机构内部管理制度问题,也有政府行为不规范、证券市场运作制度规范化程度低、有法不依、中介从业人员职业操守问题。因此,标本兼治,当务之急要采取以下对策:

- 1、统一认识,明确证券中介的诚信责任和监督职能。

根据有关的证券市场监管理论,政府在市场监管中不应事必恭亲,将自己置于矛盾的焦点,而应将证券中介机构及各种自律机构推向监管的第一线,从而使自己处于一种相对超脱的地位。证券中介机构是证券市场最为重要的一线监管者,在对上市公司信息披露行为的监管上,发挥着极为重要的作用。

在成熟市场,中介机构业务的基础,在于上市公司要投资者相信其所披露的信息是真实、及时、充分的,而投资者也需要知道上市公司披露的信息是否真实、及时、充分。中介机构存在的基础也在于投资者是否相信其职业判断。如果投资者对其工作成果丧失信心,上市公司似乎也就没有必要聘请中介机构了。因此,在我国,要采取诸如宣传教育、职业培训等各种措施,使全社会特别是中介机构自身真正认识到,中介机构失信的社会成本是巨大的。不仅导致审计成本增加、注册会计师行业不景气、企业信誉下降、中小投资者利益受损等直接危害,还导致了资源配置的扭曲及效率下降等间接或隐性的社会损失。此外,贪污受贿、偷税漏税、挪用公款这类发生在企业经理人或政府官员身上的犯罪行为都与中介机构失信有直接或间接的关系。如果投资者对中介机构失去了信心,就会离开证券市场,

依赖于证券市场生存的中介机构的利益将会受到根本的损害,因此,中介机构切不可因为一时之利而损害市场乃至自身的长久利益。

2、进一步理顺证券中介行业管理体制。

根据国际惯例,市场中介机构应该是依法成立并独立承担无限责任的组织,即从法律上明确市场中介机构在社会经济生活中独立的超然地位。只有如此,才有助于中介机构从业人员依法、公正地执业业务,履行自己“服务、沟通、公正、监督”的职能。

第七章 我国证券监管部门对中小投资者的利益保护研究

证券市场是各种利益集结、冲突之地，关系到数千万投资者的财富。因此，作为“守夜人”的监管部门担负着很重要的使命。国际证监会的文件指出：证券监管的目标在于保护投资者，确保市场公平、有效、透明，减少系统风险。

第一节 我国证券监管的系统问题

由于我国证券市场发展时间较短，并且是由政府为主体推进的，因此在证券监管方面存在着许多不完善的地方，如监管基础薄弱、监管机制扭曲、政出多门、管理无序、管制过度、风险防范力度不够等，导致证券市场效率低下。2001年7月，全国人大常委会副委员长成思危在《全国人大常委会执法检查组关于检查(中华人民共和国证券法)实施情况的报告》中指出：“中国证监会作为法定的证券监督管理机构，其监管力度与法律的要求和人民的期望还是有较大的差距”。我国证券市场监管中存在的问题主要表现在以下几个方面：

1、由于传统管理体制的影响根深蒂固，目前我国证券监管仍以行政干预为主，缺乏市场化的调控手段，行政力量远远大于法律和市场的力量。我国现行的证券监管体制属于集中型监管模式，在市场经济条件下，用行政手段进行监管，违反了市场运作规律，具有很强的随意性，容易给市场带来严重危害，同时也阻碍了我国证券市场的市场化进程。一项政策本身是正确的，但由于在操作手法、时机选择、调控力度等方面的选择不当，导致本来有利于证券市场发展的政策被歪曲误解，甚至产生相反的效果。而且，我国证券监管者、规则制定者以及最大持股主体的同位化必然造成监管乏力和逆向选择，进一步弱化证券监管效率。2000年后我国开始强调证券市场的市场化和规范化，但监管方式并没有根本性改变。例如取消了股票发行额度，改审批制为核准制，但实际上仍在控制发行规模和上市节奏，行政干预并没有彻底消除。由于监管部门对应由市场决定的事情介入过深，以致越管越细，越管越难，越管越死；而对政府应当管好的事情却未能管好，导致各种违法违规现象泛滥。

2、证券监管的法律制度不完善。完善立法是有效监管的前提，在立法滞后的情况下，证券市场不可能走上健康发展道路。我国虽已出台《证券法》，但与

之相配套的相关法律和实施细则如(证券交易法)、《证券信息披露法》等还未制定,尚未形成完整的证券法规体系。而且现有法律法规之间衔接性较差,如《证券法》与《公司法》、《刑法》、《行政诉讼法》等法律之间不能有效对接。在缺乏相关法律的配合下,证券监管手段不足,监管部门很难搜集到违法的证据,执法力度弱,导致监管不力,影响监管效率。而美国法律赋予证券交易委员会(SEC)很大的权力,包括市场监视、犯罪调查、检查权、控诉权,以及在美国法院许可下,可以进行传唤、搜索、扣压以保全证据等,执法手段相当充分,具有很强的威慑力。此外,《证券法》并未明确规定中国证监会的法律性质,根据(中国证券监督管理委员会机构职能配置、内设机构和人员编制规定)等的规定,中国证监会是属于国务院的事业单位,并非真正意义上的行政主体。因此,中国证监会的法律地位不清晰,在履行监管职能时缺乏必要的法律依据,其监管职能也难以得到充分的释放。

3、证券监管组织体系不合理。我国证券监管主体除证监会之外,还包括财政部、人民银行、国资委、发改委、银监会及地方政府等,各个职能部门都想通过对证券市场的影响来满足其权力欲望或经济利益,这种多头监管容易导致政出多门和相互扯皮现象,也容易形成监管的真空地带,致使证券监管的威信和效用均不理想。由于各个部门之间的权利分配不均衡、不明确、不规范,各个部门制定的政策法规之间存在交叉管理和漏洞,产生许多不必要的摩擦和内耗,从而影响监管质量和监管效率。多年来,政出多门、多头管理一直是加剧证券市场风险动荡的重要原因之一,例如,有关部门曾发布对证券市场口径不一的政策或言论,使得投资者无法对证券市场作出合理预期,也对投资者的信心产生了较大冲击。实践证明,证券市场的“婆婆”多了,投资者就会无所适从,市场经常处于剧烈波动的无序状态。而美国证券监管机构——美国证券交易委员会(SEC),兼有立法、执法和准司法权,独立行使对证券市场的全面监管职权。

4、市场自律管理软弱。证券自律组织能灵活、高效、低成本地处理证券市场问题,因此,自律管理是证券市场监管的重要组成部分,能较好地补充政府监管的不足,完善证券监管体制。从各国当前的情况来看,证券市场的监管都是在自律基础上的监管。目前我国证券自律组织的建设还存在许多不足,难以发挥其应有的职能作用,使许多本应由市场进行的自律管理转由政府管理,导致市场和企业过分依赖政府。主要表现在:(1)自律组织不健全,机构形同虚设,没有形

成自上而下的统一体系，难以协调工作。证券业协会对会员缺乏约束力，尚不能承担自我管理任务。(2)自律管理混乱，证券自律主体行为缺乏健全性和规范性，各自律组织对同一问题往往有不同的规则要求和处理方式，使得会员无所适从。(3)政府对自律组织干预偏多，导致自律组织的独立性较差。目前各级证券业协会大多属于官办机构，其负责人多是由政府监管部门的负责人兼任。(4)证券交易所作为监管主体的地位尚不够独立，监管权力有限，其一线监管作用未得到有效发挥。我国证券交易所一直处于行政力量主导之下，与证监会的权限划分很模糊，不具有市场化意义下的自律组织色彩，自律监管职能还不完善。

5、监管对象过于针对投资者。证券监管部门收取的巨额市场监管费，主要来自于广大投资者，因此，证券监管者实际上就是投资者聘请的保护神，理应全心全意保护投资者的利益，时时刻刻为投资者服务。而上市公司是市场产品的供应者，产品质量是决定市场兴衰的关键因素，监管部门应该把监管的重点放在上市公司这一头，想方设法斩断伸向上市公司的一切黑手。而中国这些年来对市场的监管，主要放在投资者身上，对上市公司一贯比较宽容，违规了最多是公开谴责和少量罚款。这就导致了本来想保护投资者，可一旦严查违规，庄家和违规机构没抓到，却导致了股市的暴跌，最终损害的反而是投资者利益。这对投资信心的打击往往是致命的。

上述问题导致我国证券监管效率较低，监管效果不理想，有令不行、有禁不止的现象比较普遍，我国证券市场的违法违规行为是世界上最高发地区之一。一个没有效率的证券监管必然导致整个市场资源配置的低效率，甚至其存在的合理性也会因此受到质疑。

第二节 我国证券监管市场运作机制的缺陷

7.2.1 发行制度缺陷

这一缺陷导致垃圾公司和问题公司混进股市。中国股票发行制度带有浓厚的计划经济色彩，主要指额度管理和指标管理两个方面。在此背景下，造成上市公司问题成堆，积重难返。一是拟发行公司的遴选标准，不是依据存量业绩和未来成长性，不是依据募股资金投向的可行性、先进性和盈利性，而是依靠公司对政

府的攻关能力，由此使那些业绩不佳，募资项目拼凑的公司混进资本市场；二是存在着浓厚的平均主义和地方主义色彩，股票发行不是优化资源的手段，而且圈钱致富工具；三是发行对象偏重于国有大中型企业，存在所有制偏见，部分国企由于沉重的历史包袱和落后的技术手段，就是募集更多的资金也是难以起死回生。有些国有企业属于落后的将被淘汰的夕阳产业，也能挤上股票发行的快车道。四是由于采用额度和计划管理，拟发行公司就成为一种稀缺资源，中介机构协助拟发行公司发行股票便能获得很大的无风险收益，包括券商、会计师事务所、律师事务所在内的中介机构，为了牟取这种暴利，丧失信用原则，展开恶性竞争，使得垃圾公司通过虚假包装混进股市。

7.2.2 投资制度缺陷

我国的证券市场目前还没有做空机制，即投资者在不持有股票的情况下不可以进行卖出。因此，在没有做空机制条件的证券市场上股票投资者只能在看涨时买进入市，在看跌时将所持有的股票卖掉或者只能持币观望。这种单向交易机制在一定程度上影响了投资者的资金利用效率，使投资者在漫长的熊市中缺少投资机会。同时，单向交易机制下会造成股市中多空力量的不均衡，从而会形成大量资金的集中进退，加剧股市的波动。

7.2.3 失信惩戒制度不完善

我国上市公司普遍呈现出“一股独大”的特殊股权结构，上市公司在经营运作方面缺乏独立性，其运作的规范与否，在相当大的程度上取决于控股股东。尽管一系列的规则、政策相继出台，但对于大股东行为的监管力度显然是有限且力不从心的。证监会 2001 年颁布了《上市公司检查办法》，检查内容中的“三分开”及“资金管理安全性”，实质上就是直接针对大股东占用上市公司资金不还的情况。但实际成效并不是很理想。

控股股东利用各种手段侵占上市公司的资源，主要原因在于法律对这方面的惩戒不严厉，许多规定在实际中缺乏可操作性。比如我国《证券法》第 20 条规定上市公司对发行股票所募资金，必须按招股说明书所列资金用途使用。改变招股说明书所列资金用途，必须经股东大会批准。擅自改变用途而未作纠正的，或

者未经股东大会认可的，不得发行新股。但是，在相关条款中并没有厘定擅自改变募股资金投向责任人的行政和法律责任，因而使这一条款不具有可操作性。

即使具有可操作性的惩戒，也因惩戒过轻而失去了监管的威信度。主要体现在对上市公司运作情况没有强硬的法律约束，对违规上市公司高管人员惩戒制度不够严厉，存在明显的法律制度缺陷。最近两年以来，证券市场监管措施的不断升级、监管力度的不断加强，但是源于上市公司违规行为仍然屡禁不止，其根本原因在于对违规的处罚过轻、违规成本过低。

从证监会的处罚决定来看，不管上市公司或其高管的违规行为多么严重、恶劣，最高处罚方式无非是对公司进行象征性的罚款，对高管进行警告、罚款或市场禁入。如丰乐种业(000713)，上市 8 年时间连续 6 年作假、累计虚增利润达 4006 万元，处罚仅仅是对公司罚款 60 万元，其他责任人分别处以 5-30 万元不同的罚款。法律对上市公司高管人员的失信行为的惩戒措施可谓不严，也难怪上市公司总把一道道责罚当成耳旁风了，公开谴责成为一种象征，完全失去了警示效力。为减少和杜绝问题公司和问题高管出现，对失信的上市公司及其高管的惩戒必须突出一个“严”字，只有对失信者严惩不贷，提高违规者的违规成本，这样才会提高证券监管的威信度。

7.2.4 法律“软化”

所谓法律“软化”，就是指法律的制定与执行脱节，中小股东的利益在实际中难以得到保障。尽管近几年证监会一直把保护中小投资者权益作为监管工作的重中之重，强化对信息披露、上市公司治理和中介机构诚信的监管力度，积极采取了多项措施，加大监管力度，但对发生的侵犯中小投资者权益的违法违规行为却不能及时进行处罚。比如亿安科技股价操纵、银广夏虚假信息披露为代表的证券欺诈民事索赔案，最高人民法院以“受目前立法及司法条件局限，尚不具备受理及审理这类案件的条件”为由，通知各级法院对这类案件“暂不受理”。暂不受理的直接结果就是某些民事索赔案件过了两年的诉讼有效期仍然不能受理，所以这里面也存在着法院司法的软化问题。证监会对银广夏行政处罚决定是在 2002 年 4 月 23 日做出的，而银广夏则是在 2002 年 5 月 16 日才做出相应公告。但是 2 年的诉讼有效期过去了，得到的答案仍然是“暂不受理”。从法理上讲，权利

人在诉讼时效期间不起诉，而在超过诉讼时效期间再起诉，等于放弃了自己的权利，当然银广夏是一个事实上破产的公司，这样的公司早已失去民事行为责任人的法人资格。把银广夏当被告实际上已经失去了打民事索赔官司的一般意义，索赔根本就是一个不可能的事情。但是如果在处罚的当初对其他一些责任人如中天勤会计师事务所进行资产冻结，也许不会是最后无法受理的结果。

对于法律制定和执行的脱节，法院司法环节的软化，法学家郭峰认为，“法院采用了双重标准，它们担心并不是法律条件不具备，而是担心此禁一开，法院将面临众多民事索赔进入法院以后可能引发的社会风险和所加重的法院审判负担。因此，法院宁可容忍实施欺诈行为的机构大户，也不愿意出面挽回受害公众投资者的损失，另外，法院顾及地方政府的態度及银行的利益，对上市公司侵犯少数股东的合法权益‘睁一只眼闭一只眼’。”^①

由此来看，法院的缺位问题与执行力度不够，是造成中小股民无法律保障的最根本原因，也是造成投资者对市场失去信心的一个重要原因。因此，加强法律建设，保护中小投资者的权益，不仅仅是法律法规的制定，更重要的是司法必须独立，不受行政干扰，执行力度更要加以强化。

第三节 我国证券监管问题的原因分析

综上所述，造成我国证券监管困难的主要症结在于：

1、中国证券市场的定位失准。中国证券市场主要是为国企融资、脱困服务的，证券监管机构必须维持市场的正常运转，每当市场处于危急关头，都会出台利好政策救市，而一旦渡过危机，证监会又会批准发行大量新股。此时的证监会已不是单纯的市场监督者，同时也成了市场重要的参与者。

2、制度缺陷使监管者疲于扑火。在由传统信用条件下银行主导融资制度向现代市场经济条件下证券融资制度的快速切换过程中，必然会产生许多制度缺陷。证券市场的制度缺陷使市场参与各方(尤其是券商和上市公司)有空可钻，企业的逐利本性又使更多的经营者开始寻找机会，谋取非法利益。一家证券监管机构很难监管如此庞大的证券市场，监管者往往在事发之后才忙于调查、追究责任，事前和事中监管基本做不到或根本不起作用。

3、中国上市公司特殊的股权结构。上市公司控股股东和以中小投资者为代表的社会公众股股东的利益经常发生冲突，证券监管机构理应站在中小股东一方，但在方方面面的利益关系影响下，证监会往往吹了偏哨，站在圈钱者那边。

4、政府在证券市场中的职责不明确。政府既是上市公司的国有股股东，又是很多项目的审批者，同时还是证券市场的监管者。这样的多重身份使政府在证券市场中的定位不清晰，在“裁判员+教练员+运动员”三位合一的状态下，很可能发生角色错位，不可能同时获得多赢，甚至出现欲速而不达的情况。

5、在规范、稳定与发展三者之间，监管者很难找到平衡点。中国证券市场由于先天不足，基因缺损，市场矛盾很多，导致“不管就乱，一管就死”。证券监管部门面临两难抉择：不进行监管，市场就会跑偏；一加强监管，市场又会暴跌。由于大量中、小投资者被套，同时相当数量的银行信贷资金迂回入市，加上证券公司等中介机构历史包袱巨大，使政府不得不顾忌金融安全和社会稳定，对违法违规行为的打击“投鼠忌器”，并承担很大的风险。

6、管政府对证券市场的监管已经发挥了巨大作用，且已为大多数人所接受，但也受到了来自法学、行政学、认识论、寻租理论、公共选择理论等诸多领域的质疑，要求将政府监管严格限制在一定范围内，以尽可能缩小政府干预的负面效应。

第八章 中小投资者利益保护的国际经验

中小投资者利益保护在国外已经相对比较成熟和完善, 尽管由于各个国家的证券市场环境存在较多的差异, 但是还是有许多经验和教训值得借鉴和吸收, 以尽快完善我国中小投资者利益保护体系和运行机制。

第一节 证券监管模式的国际比较

8.1.1 证券监管模式的概念

证券市场监管模式是指由一个国家或地区证券监管机构的设置及其职权划分所组成的法律制度。

各个国家或地区的证券市场监管模式的形成和演变与当地证券市场的发展状况、社会和经济制度等因素有密切联系, 每个国家或地区都是根据本国或本地区的政治、经济、文化、法律传统等多方面的特点, 根据本国或者本地区证券市场的发育程度以及金融业的发展状况等诸多因素来决定自己的监管模式。由于各国证券期货市场发育程度不同, 政府宏观调控的手段不同, 所以各国证券期货市场的监管模式也有所区别。

8.1.2 主要证券监管模式

证券市场的监管, 是国家金融监管的重要组成部分。由于各国证券市场发育程度不同, 政府宏观调控手段不同, 所以, 各国证券市场的监管模式也不一样。概括起来, 主要有以下三种类型:

(1) 国家集中统一监管模式

以美国为代表的集中型监管体制。在 20 世纪 30 年代金融大危机后, 美国政府主动、积极地介入证券市场的管理, 从而确立了美国的集中立法型管理体制。1929 年美国证券市场的全面崩溃以前, 证券监管主要是根据各州的公司法、蓝天法(Blue Sky Laws)、股东章程以及各交易所的自我管理。随着股份经济的扩展和企业两权的分离, 证券市场内部的风险日益积聚, 尤其是大量信贷资金流入证券市场, 自我管理显然已经无法有效地抵御风险。这集中表现为证券市场上欺诈、

垄断、投机和内幕交易的盛行。1929年证券市场的全面崩溃，1933年国会先后通过了1933年的《证券法》、《银行法》，1934年的《证券交易法》，1935年的《公共事业控股公司法》，1940年的《投资公司法》、《投资顾问法》和1970年的《证券投资者保护法》等。这些法律和后来大量的补充条款及调整，以及1934年成立的证券交易委员会(SEC)，构成了美国集中型的监管体系。《1934年证券交易法》确定的证券监管架构，确定了如何监管权力在政府和行业之间如何分配。根据最初的设计，在证券市场监管中，政府的角色主要是旁观者。政府主要监督自律组织的活动，只有自律监管组织被证明无法承担监管责任、不愿意进行监管时，政府才进入市场，监管市场交易活动。交易所不断发生丑闻使得人们开始质问自律监管哲学的有效性。1975年改革法案赋予SEC许多权力。新的规定要求，自律监管规则没有SEC的批准不得生效，而且SEC可以颁布规则，废除、增加和删减自律组织的规则。SEC还可以对自律监管组织及其成员施以制裁。随着监管实践和国会立法，SEC的市场监管权力不断扩张，SEC被法律授予独立开展证券管制的权力，其主要成员由总统任命而向国会负责。除公众舆论监督之外，由于财务预算受国会参众两院向SEC施加压力，迫使其选择对利益集团有利的监管制度和政策。当然，SEC的市场监管权力扩张的同时，并不伴随着对自律监管组织职责的削弱。美国自律监管组织依然保留1934年法律最初授予的在制裁、规则制定和市场运作方面的职责。

在集中型管理模式下，其法规、机构均超脱于证券市场的当事者之外，能更严格、公正、公平、有效地发挥其监管作用；重视立法管理，使其管理手段更具严肃性和公平性；全国性管理机构可以协调全国的各证券市场，防止出现由于群龙无首、过度竞争而引起的混乱现象；管理者的相对超脱地位使其较注重保护投资者利益。同时，由于证券市场的监管相当复杂而艰巨，涉及面广，单靠全国性的证券主管机构而没有证券交易所和证券业协会的配合就难于胜任其职，难于实现既有效管理又不过多行政干预的目标。

集中监管体制有如下优点：①能公平、公正、高效、严格地发挥其监管作用，并能协调全国各证券市场，防止出现过度投机的混乱局面；②具有统一的证券法规，使证券行为有法可依，提高了证券市场监管的权威性；③监管者地位超脱，更注重保护投资者的利益。

集中监管的不足之处是：①证券法规的制定者和监管者超脱于市场，从而使

市场监管可能脱离实际，缺乏效率；②对市场发生的意外行为反应较慢，可能处理不及时。③在集中型监管体制下，自律组织与政府主管机构的配合往往难以协调，政府监管人员对证券市场的专业知识相对欠缺和普遍存在的官僚主义可能导致政府集中监管的优势不能充分发挥。

（2）自律型证券管理模式

自律型证券管理模式下，证券市场的运行主要依靠证券市场自身的组织及证券参与者进行的自我管理，而不设全国性的证券管理专门机构；主要采用非立法方式进行管理，即通过间接法规制约证券市场的活动，不制定单行的证券管理法规；注重市场的有效运转和保护交易所会员的经济利益。自律型证券管理模式为竞争与创新提供了最大的可能性，经营上具有更大的灵活性，而且，证券交易商参与制定和执行证券市场管理条例并模范地遵守，使市场的管理更有效；券商对现场发生的违法行为有充分准备并能迅速而有效地做出反应。但其不足之处有如难以充分保护投资者利益、管理者的非超脱性难以体现公正原则、管理手段软弱和缺乏权威性。英国是自律监管模式的代表。

以英国为代表的自律型监管体制。英国是工业革命的发祥地之一，市场自律原则融入并成为英国精神的一部分。反映在证券市场监管体制上，就是要求“市场自治”。其结果就是自律监管在整个市场监管架构中处于突出地位。自律功能是证券交易所一个内在的功能。伴随着证券交易所的出现，英国的证券商们逐渐发展起一套证券行业的自律规范，在自律中不断完善并延续至今，形成了以自律管理为主的监管体制。

自律体制具有如下优点：①能充分发挥市场的创新和竞争意识，有利于活跃市场；②允许证券商参与制定证券市场监管规则，从而使市场监管更切合实际，制定的监管法规具有更大的灵活性，效率较高；③自律组织对市场发生的违规行为能做出迅速而有效的反应。

但是，自律模式也存在缺陷，主要表现在：①通常把重点放在市场的有效运转和保护证券交易所会员的经济利益上，对投资者利益往往没有提供充分的保障；②由于没有立法作后盾，监管手段较软弱；③由于没有统一的监管机构，难以实现全国证券市场的协调发展，容易造成混乱。

（3）中间型管理体制

中间监管型是介于集中型和自律型之间的一种管理模式，它既强调集中统一

的立法监管，又强调自律管理，可以说是集中型和自律型两种模式的相互协调、渗透的产物。中间型监管模式有时也被称为分级监管体制，主要包括二级监管和三级监管两种类型。二级监管是指中央政府和自律机构相结合的监管；三级监管是指中央、地方两级政府和自律机构相结合的监管。

以德国为代表的中间型监管体制——全能型银行制度的路径依赖 17 世纪初，德国已经出现了零星的股份公司和证券交易活动，但是德国的证券市场的发展却是十分缓慢。需要强调的是德国股份公司的集资并非直接吸纳社会闲散资金，而是通过银行直接认购股票的方式来进行。银行一方面认购股份公司的股票；另一方面，又通过信贷形式追加企业投资，最后通过卖出企业股票收回其最初投资。随着经济的发展，银行逐渐统一证券买卖业务和金融信贷业务，形成了独具特色的“全能银行制”。德国的“全能银行制”在以后的经济发展中逐步自我强化并影响到证券市场监管体系的形成，最终导致中间型的证券监管体制的建立。事实上，德国的证券交易所的交易和组织是由“全能银行”所控制，所以也称为“银行交易所”。而为保证银行自身的安全，中央银行必然要对“全能银行”进行监管。混业经营的模式使证券市场监管自然而然地就处于中央银行监管范围内。因此对“全能银行制”这种制度选择的路径依赖(path-dependence)决定了德国证券监管制度的形成轨迹，从而形成了独具特色的中间型管理体制。

8.1.3 证券监管模式的演变趋势

三种监管模式的差异来源于不同国家对证券市场监管理念的不同。英国一贯崇尚市场自由，尽量减少或避免政府对市场不必要的干预，所以强调证券业的自律性管理；美国在 1929 年-1933 年的经济危机前也崇尚市场自由，但危机的沉重打击使之认识到政府监管的必要性，并逐步强化政府对证券市场的干预；德国崇尚社会市场经济，希望在市场的自由与国家的干预中寻找一条中间道路，所以采取了自律与政府监管并重的措施。

随着国际合作的加强，不同监管模式之间也相互影响作用，并体现出向政府集中监管模式发展的趋势。如英国政府于 1996 年宣布要彻底改变证券市场的传统监管模式，加强政府监管力量，并于 1997 年成立金融服务局（FSA），旨在建立集中统一的监管机制；德国在 1996 年设立了一个金融监管局，享有较大的证

券市监管权；其他国家如意大利、泰国、约旦等国家也逐步从自律为主的监管模式逐步向集中监管模式靠拢，开始加强政府监管的力度。

通过对证券监管体制的比较分析，可以看出，证券监管模式的选择必须与一个国家（或地区）的政治经济体制、文化和传统的变化相适应，伴随着证券市场的发展而不断成熟，没有绝对优或绝对劣的监管模式。近 20 年来，随着各国证券市场规模的急剧扩大，金融产品创新的迅速发展，证券市场国际化进程的加快，各国的证券监管模式也有不同程度的调整和完善，总的发展趋势是以自律管理为基础，政府监管（以立法方式）为指导的证券风险监管体系。行业自律行使一线风险监管作用，是政府风险监管的有效配合，政府具有最终的法定监管权。这种趋势在一定程度上使集中监管和自律监管这两种模式相互取长补短，发挥各自的优势。此外，适应金融机构由分业经营向混业经营的发展，由单一、分业的监管走向统一、混业的监管，监管机构的独立性不断增强也是国外成熟市场的监管体制的发展趋势。

8.1.4 国外证券市场监管模式对我国的启示

世界各国证券市场监管模式的差异性，最终取决于各自不同的市场特点。其市场特点归根到底与一国特定的经济发展水平、证券市场与证券业的成熟程度及规模水平，乃至政治制度、文化传统和历史积淀密切相关。即使具有共同自治传统的西方国家，其证券市场监管模式也大相径庭，而且在不同发展阶段呈现不同的特点。客观而言，在国际上并没有最佳的实践，不同证券监管模式呈现出日益融合的趋势。在任何国家的证券监管实践中，政府主导型的监管模式必然需要行业自律的有效辅助；自律主导型的监管模式同样离不开政府监管的最终支持。即使中间型的监管模式也无非是政府主导型和自律主导型监管的结合而已。国际证监会组织(IOSCO)自律监管组织咨询委员会 2000 年的报告指出，政府法律应当明确划分法定监管者和自律监管组织不同职责，并将监管职责的分配描述为金字塔结构。监管结构的第一层是市场中介机构，其上层次是市场当局，在金字塔的顶端是监管者。

当前，全球交易所与证券主管机关的管理关系正在持续演化中，并没有一套绝佳模式可适用在所有的国家。目前各国适用的运作机制，都是交易所与其主管

机关共同协商职责分工的情形。目前，多数人认为，证券监管体制最为突出的发展趋势是，政府主导型的监管模式得到不断发展，包括注重自律主导型的监管模式也正在向其转变。这种趋势集中体现在三个方面：一是美国继续强化政府主导地位；二是绝大多数新兴市场采用了政府主导型的监管模式；第三，像英国、中国香港这样的市场，也出现向政府主导型监管模式的转变趋势。

我国证券市场经过十多年的发展，已经取得了巨大的成绩，但是，由于历史和体制的原因，也存在着大量不规范、不成熟的地方。这些问题的存在，很大程度上是由于我国现有的证券市场监管体制和监管力度尚不能适应证券市场发展的需要。为适应我国证券市场“新兴加转轨”的特点，进一步促进证券市场的良性发展，就必须从多方面借鉴国际经验不断完善我国的证券市场监管模式。同时，应当清醒地认识到，在任何国家的证券监管实践中，并没有一套绝佳模式可适用在所有的国家，对于深受计划经济和传统思想影响的中国来讲，不能追求一种僵化固定的监管模式或者生搬硬套国外的经验。

我国在1990年和1992年按照西方发达国家的模式设立了上海和深圳证券交易所，但这两个交易所事实上仅仅是政府意向和利益的体现，而非市场参与者维护竞争秩序和共同利益的自然产物。我国证券市场的发行审核、证券公司牌照审批、业务资格审批等权限仍高度集中于证监会这一行政监管机构。现行中国证券市场的制度体系充分体现了目前我国证券市场监管体制属于高度集中型。这样的体制中，行业自律的功能非常之弱。对于处于新兴市场构建初期的中国证券市场，实行集中型的监管体制有其历史必然性。但我们也必须清醒地认识到，监管体制中大量“行政性”的制度安排必然产生大量“寻租”行为的发生。从实践来看，自我国证券市场成立以来，发生了大量的市场操纵、投机及欺诈等行为，这些行为本质上就是中国资本市场领域各利益集团的“寻租”的结果。由此我们认为目前中国监督体制正处于一种两难的状况。尽管这种两难的状况是非常棘手的，但我们仍必须积极面临，一方面要通过市场化的道路逐步使用监管体制向自律方面转变，另一方面还需要努力通过行政体系内部的制度变革来尽可能降低制度为寻租行为的滋生和泛滥提供了便利。换句话说，不能因为寻租行为而放弃行政管制；也不能因为行政管制与寻租行为的因果关系而放弃通过市场化及行政体制的变革来降低寻租行为影响的努力。

就当前的我国证券市场监管现状而言，讨论其属于什么的监管体制似乎并没

有多大的意义。因为我国证券市场监管存在“双重弱化、职能错位”的现象。所谓双重弱化是监管的自律功能和行政功能都很弱。自律功能不必说，政府的监管职能也比较弱。表面上政府监管职强，但真正式对违规行为的查处力度一直不大。

“职能错位”则是指政府监管机构的定位有问题，政府监督部门什么都管，结果常常是政府应该管的没有管好，不应该管的又管多了。不管采用什么监管模式，政府、自律机构与政府之间的职能界定清楚。要进一步强化证券交易所作为一线监管部门的地位和职能，明确其在因监管不力而造成或加剧的违规违法行为中所应承担的责任，从而督促其加强对上市公司和投资者监管的力度；减少证监会在监管中的行政干预色彩，增强其对上市企业以及证券市场各参与者的监管手段和能力；明确各监管部门的职责，加强监管部门的协调。在监管过程中，还要特别注重对行为和过程的监管，而不仅仅是对结果的监管。

第二节 国外投资者赔偿制度

8.2.1 投资者赔偿基金

投资者赔偿基金出现于二十世纪七十年代。战后证券市场得到了快速发展，但七十年代初期一些国家出现了证券经纪商破产倒闭造成投资者现金和股票损失的问题，证券投资者对证券市场的信心受到打击。为了维持投资者信心，保证证券市场稳定发展，各国开始建立保护中小投资者利益的投资者赔偿制度。建立较早的是加拿大(1969年)和美国(1970年)，随后欧盟、日本、香港等证券市场均已建立了这种投资者赔偿制度。

总的来看，投资者赔偿基金的运作模式可分为两种：一种是独立模式，即成立独立的投资者赔偿(或保护)公司，由其负责投资者赔偿基金的日常运作，美国、英国、爱尔兰、德国等证券市场采用了这种模式；另一种是附属模式，即由证券交易所或证券商协会等自律性组织发起成立赔偿基金，并负责基金的日常运作，加拿大、澳大利亚、香港、台湾等市场采用了此种模式。

独立运作模式以美国为代表，美国国会在1970年通过了《证券投资者保护法案》，并据此成立了美国证券投资者保护基金(Securities Investor Protection Corporation，简称SIPC)。该公司不以盈利为目的，它强制性要求所有符合美国

《1934 证券交易法》第 15(b)条，依法注册的证券经纪商、自营商、全国性证券交易所的会员成为自己的会员，并按照经营毛利的 5% 交纳会费，以建立投资者保护基金，这些资金被用以投资美国政府债券，其利息也作为 SIPC 资金的一部分。美国 SIPC 的资金来源有四个：成立时的发起基金；财政部和联邦储备银行各出 10 亿美元的信用额度即无担保贷款；每个会员公司每年所必须交纳的会费；所有资金经由 SIPC 投资获得的利息收入等。其成立的目的是为符合条件的证券经纪商和自营商的顾客提供保险保护，当券商的破产案发生时，SIPC 能够调动足额的现金对投资者进行偿付。

香港市场属于附属模式，赔偿基金附属于香港联合交易所。香港联合交易所赔偿基金是根据《证券条例》设立的。赔偿基金的资金来源于香港联合交易所会员，会员须就其拥有的每份交易权(Trading right)在香港交易所存放现金 5 万港元，香港联合交易所专门设立一个“赔偿基金储备账户”，以处理一切有关赔偿基金的收支款项。香港联合交易所成立了赔偿基金委员会，行使赔偿基金所拥有的权力、职责与职能。赔偿基金委员会由五人组成，他们都必须由香港证监会任命，其中至少两人必须来自证监会(其中一人任委员会主席)，还有两人为交易所提名。目前，香港正对附属模式进行改革，将成立统一独立的投资者赔偿公司，该公司由香港证监会认可及监管，负责管理新成立的投资者赔偿基金，该基金将取代现有的联交所赔偿基金、商品交易所赔偿基金、以及为非交易所参与者而设的交易商按金计划。

采用何种模式，取决于各国具体的法律背景和金融市场结构。对于那些金融市场历史悠久、市场体系及法律制度比较完善、存在多个证券交易所的国家和地区而言，采取独立公司模式能够更好地保护证券投资者权益，为投资者提供“一站式”的赔偿服务。而对于那些证券市场集中在一个证券交易所或者存在一个统一的自律监管组织的国家和地区，将投资者赔偿计划附属于证券交易所或者其他自律监管组织，操作更为方便，能够以较小的成本实现为所有投资者提供保护的目标。

8.2.2 行政补偿机制

目前，证券民事赔偿诉讼被认为是受证券欺诈侵害的投资者得到赔偿的主要

渠道。但是，证券民事诉讼因为涉及到广泛的投资者、人数众多、因果关系证明困难等各种障碍，在各国开展的情况并不顺利。美国是证券民事诉讼最为活跃的国家，20世纪90年代美国国会相继通过1995年《私人证券诉讼改革法》和1998年《证券诉讼统一标准法》，对私人证券民事诉讼进行限制。美国证券民事诉讼改革的实践表明，证券民事诉讼的对受损害投资者的补偿十分有限；代理成本问题使投资者无法监督律师；滥诉增加公司运作成本，影响公司的正常运行；诉讼对高级管理人员不能真正追究责任，无法达到促进公司治理的目标。

对于内幕交易和操纵市场等证券欺诈案件，民事赔偿诉讼存在一些先天不足：内幕交易和操纵市场的受害者很难发现损害他们权益的违法行为人，通常只能等待证券监管机构调查追究违法者之后，才能据此提出民事诉讼，而这时这些违法行为人的资产已经所剩无几，投资者索偿无门。在中国，目前最高人民法院通过司法解释建立的证券民事赔偿诉讼程序只适用于虚假陈述类型的证券欺诈活动。从证券民事诉讼的实践来看，在诉讼程序上仍然困难重重，诉讼成本较大，且难以获得预期结果。因此，应全面认识证券民事诉讼治理证券欺诈的功能，避免对证券民事诉讼的过分依赖。

在证券民事诉讼之外，美国证券交易委员会(SEC)还可以通过执法程序给予投资者补偿。SEC 查处证券欺诈行为的同时，除了会对违法行为人发出禁止令(injunction)外，还会要求违法行为人吐出非法所得(disgorgement)，有时还处以罚款(civil penalty)。SEC 确定吐出非法所得的金额后，设计分配方案，在得到法院的批准后，往往请求法院任命一个接管人，由接管人将吐出非法所得的收入分配给受害投资者。要求违法行为人吐出非法所得并分配给投资者的补偿程序基本上在 SEC 主导下进行，主要成本由 SEC 通过财政支付，不需要受害投资者的积极参与。这种执行程序既不存在集体行动的困境，证明因果关系的困难也由 SEC 承担并支付成本。这种 SEC 主导的行政补偿程序简便、节约，并富有效率。2002年美国通过的索克斯法案明确承认了 SEC 利用没收的非法所得建立公平基金(Fair Fund)，以补偿投资者的权力，并进一步扩充该权力，要求 SEC 将并处的罚款(civil penalty)也纳入该基金，以补偿投资者。

与证券民事诉讼以赔偿为核心概念不同，行政补偿的核心概念是使违法行为人不能从违法行为中获利，采取的是要求违法行为人吐出非法获利的措施，只有在特定情况下，SEC 才会施加罚款。相对于高成本的证券民事诉讼，行政补偿显

得更有效率，投资者不需要承担任何成本。在美国实践中，往往证券民事诉讼和 SEC 的行政补偿程序结合在一起，共同起到保护投资者的作用。

8.2.3 投资者赔偿制度对我国的启示

2001 年以来股市连年的低迷令亏损券商数量大增，市场持久走低使得券商原有的“举新债还旧债”的模式被打破，委托理财资金链断裂带来经营危机。这种情况，使券商的问题逐渐暴露，近两年南方证券、闽发证券、汉唐证券等一系列券商相继落马，其中不少公司违规操作，挪用了大量投资者保证金，出了问题后却无力偿付。而我国目前没有建立相应的风险处理机制未建立，为了保持股市的稳定，保障投资者权益，最后政府不得不出巨资来填这些券商捅下的窟窿。但是从长期来看，依靠政府行政性的解决措施只能是临时手段，而非正常的制度化处理方式，比如在处置问题券商的过程中，央行再贷款屡屡现身。央行向这些问题券商的再贷款，实际上券商是无力偿还的，从最初的鞍山证券、新华证券的动辄十几个亿到目前南方证券、汉唐证券、闽发证券，以及德隆系三个证券公司的上百亿元，央行的真金白银似乎被吸进了一个无底洞中，并且这个资金黑洞正在越变越大，依靠行政性手段解决问题券商的路未来将越走越难。

中国证监会、财政部于 2005 年 2 月发布了《关于在股票、可转债等证券发行中申购冻结资金利息处理问题的通知》，通知规定，为筹集证券投资者保护基金，公开发行股票、可转债等证券时，所有申购冻结资金的利息将作为证券投资者保护基金的来源之一。此外，已经提交一审的证券法修订草案新增加规定，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。设立该基金是国际通行做法，有助于维护投资者信心。其主要用途将被锁定在弥补撤销、关闭和破产的证券公司挪用的客户交易结算资金的缺口。

在我国目前证券民事诉讼程序存在种种障碍的情况下，建立由中国证监会主导的针对证券欺诈的行政补偿机制，有一定的可行性。该制度具体包括以下内容：在证券欺诈案件中，中国证监会负有追查和处罚这些违法行为人的职责；在查处证券欺诈职责中增添分配职能，将使得证监会对欺诈行为的打击与一般投资者更加密切相关，从而会有更多的投资者关心和督促中国证监会履行其查处证券欺诈

的职责。在确认违法行为人的违法行为之后，中国证监会在给予的处罚中，用追缴代替没收违法所得。对于追缴的违法所得和罚款，《证券法》应明确规定，都应当首先用于偿付受害投资者。中国证监会制定分配方案，将违法所得和罚款都分配给在证券欺诈中受到损害的投资者。返还方案的执行等事项可以委托给金融机构、证券业自律组织或者独立的基金会，由中国证监会监督方案的执行过程。受害投资者可以选择加入证监会的分配方案，也可以自己提出民事诉讼。

第三节 海外证券市场信息披露监管模式

信息是资本市场理性投资的基础，各国证券监管部门都把持续的信息披露作为保护投资者的合法权益、保持证券市场透明、公正和效率及降低系统性风险的重要防线。全面信息披露是各国证券监管的一致理念，但由于文化背景、法律制度与证券发展历程等差异，不同国家有不同的监管模式。世界各国对信息披露监管的模式主要可以分为两派：一派认为仅需信息充分披露，投资者据以制定决策并自负盈亏；另一派则认为应导入公权力以保护投资者，促进证券市场健康发展。

8.3.1 美国模式

各国监管实践无不表明，单是信息披露规定的强化仍无法防止近年来备受瞩目的很多企业丑闻案。公司披露规定本身，并不会促使不诚实的经理人变得忠实，它仅在审计人员、公司董事会、交易所、证券主管机关及司法机关等履行其角色并承担其受期待的责任时，才有其效果。正是基于这种理念，SOX 法案强化了包括内控制度、外部制度、市场监督、行政监管与严厉的法律惩罚等一整套制度。SOX 法案特别强化对白领犯罪的惩治，要求公司首席执行官和财务总监对呈报给 SEC 的财务报告“完全符合证券交易法，以及在所有重大方面公允地反映了财务状况和经营成果”予以保证。如违反上述规定，一方面对违反证券法规而重编会计报表后发放的薪酬和红利应予退回；另一方面，CEO 和 CFO 们如果在“知晓”公司的定期报告不能完全符合上述要求但仍然提供书面保证，将被处上至 10 年的监禁，而“故意”违反第 906 节规定而提供不当书面保证的 CEO 和 CFO 们将被处上至 20 年的监禁。面对如此严厉的惩罚，不知要面对什么样的利益诱惑，那些董事长、总经理与财务负责人才会铤而走险。

8.3.2 英国模式

英国的另类投资市场(AIM)自 1995 年创立以来取得了巨大成就,尤其是在最近两年,欧洲的中小企业板块步履维艰,而 AIM 却一枝独秀。AIM 的监管指导思想是既满足中小企业的特殊需求,又满足有效监管和节约成本原则,其主要监管措施是原则导向的充分持续信息披露制度与终身保荐人制度。

AIM 市场规则之所以有效,不在于其原则导向的信息披露制度,更多地依赖于保荐人制度。正如 AIM 的 MARTIN 总裁所说,“我们的制度之所以有效,在于维护 AIM 的品质是广大市场参与者和保荐人的自身利益所在。如果不合格的公司进入市场,必定影响市场的信誉,如果市场信誉遭到破坏,保荐人就没了生意。”因而,保荐人自然能勤勉尽责,“保荐人真的尽责,信息披露的质量则得到保证。”从这段话我们已经能清晰地看出维系 AIM 市场信息披露质量的根本所在。然而, MARTIN 这一推理显得过于简单,也许它可以很好地适合于英国市场,很可能不适应我国市场。在我国的市场环境中,诚信体系仍然不健全,市场将赌注押在保荐人身上,风险太大了。

8.3.3 澳大利亚模式

澳交所(ASX)信息披露制度一直是世界各国中做得最好的交易所之一,曾被东亚暨大洋洲证券交易所联合会(EAOSF)评为最高分(5分)。澳交所认为,如果信息披露仅仅被作为上市公司应遵守的义务,信息披露管理工作将变得非常困难;而通过有效地与上市公司交流与沟通可以帮助上市公司提高信息披露的质量。

澳交所相信其主要职责是保证市场在阳光下运作,其用于推行“披露文化”(culture of disclosure)最基本的工具是与上市公司开展积极的对话,发现问题并要求其作出解释,以增加市场透明度。澳交所发起问询的机制包括:(1)由媒体报道或券商研究报告发起问询;(2)由财务信息发起问询;(3)由其他的公告内容发起问询;(4)由股票价格与交易量异常发起问询。强制停牌制度(suspension)是澳交所促使企业披露信息的杀手锏(ultimate tool),它确保了市场不存在信息盲点(uninformed market),从而保证市场在公开、有序地运行。

8.3.4 海外信息披露监管制度的几点启示

大部分国家的监管及执法机制高度缺乏(WFE, 2003), 我国也不例外。但在一个以部门驱动的监管体系下, 要借鉴美国经验在短期内系统地构建信息披露整治方法在我国有很大的难度, 而 AIM 的强调保荐人自律的监管经验很可能不适应我国的市场环境。目前, 澳交所通过监管人员接近市场的态度及与上市公司坦诚对话来有效地管理市场持续信息披露的经验, 对我国有更多的启发。

(1) 积极实施信息有效披露制度。

积极实施信息有效披露制度, 一方面通过建立问题发现机制, 帮助一线监管者发现更多的问题; 另一方面, 通过问询信息披露制度可以增加信息披露深度, 帮助投资者发现尚未关注的问题。通过互动的、多次的连续问询信息披露, 让公司经营彻底透明, 提高市场效率, 降低虚假信息的效用。

(2) 推进法律体系建设。

安然、世通等一系列公司丑闻让美国监管者彻底认识到, 如果没有法律的保障, 自律只是口号。在我国, 谴责与罚款所带来的成本相对于资本市场巨额的违规收益来说实在微不足道, 违反法规在某种程度上说已是一种人类理性的选择。乱“市”需用重典, 严厉的法律制度是有序的资本市场底线, “罪”与“罚”对等的制度是证券市场有序的基本保证, 通过事后严惩违约, 让违约人成本大于收益, 提供假设信息得不偿失。然而, 系统地重构“罪”与“罚”对等的制度需要一个长期渐进的过程, 它包括法律修订、犯罪行为被发现、司法、执行等一系列问题, 但它是证券市场健康发展所必需的。

第九章 加强中小投资者利益保护的对策和政策建议

投资者作为证券市场资本的供给方，直接推动证券市场的发展。在我们这样的新兴市场上，投资者权益保护关系到投资者对证券市场的信心，关系到整个证券市场的发展，其重要性尤为突出。因此，采取切实有效的措施保护广大投资者，尤其是中小投资者的合法权益就成为我国证券市场建设的重中之重。就目前而言，证券市场的当务之急，需要理顺国家与企业之间的关系，完善涉及投资者权益保护问题的有关法律架构和监管机制。

由于我国投资者权益的侵犯问题具有综合性的、制度性的根源，解决问题的对策也必然是综合性的、制度性。另一方面，我们应该认识到，保护投资者的权益是一个系统工程，除了制度建设外，市场诚信建设、投资者教育也是建立一个市场化基础的不可或缺的条件。股权分置虽然是现阶段社会各界关注的焦点，但是从根本上讲，我国证券市场是在政府强制性变迁下的产物，证券市场缺乏的是一个市场化运营基础。一个显而易见的佐证就是在美国这样高度发达的资本市场上，公司治理结构的不合理仍然会极大地损害投资者的利益，因此，我们不能认为解决了股权分置就能够解决证券市场所有问题，股份全流通并不能“包治百病”，未来的证券市场改革应该在制度创新、治理结构改革、上市公司及中介机构诚信建设、投资者教育等全方位同步推进，这样才能用市场化手段去管理我国证券市场，才能从根本上保障投资者的合法权益。

第一节 完善投资者权益保护的制度

9.1.1 通过股权结构的优化推进产权制度的改革

上市公司层面股权结构、产权制度是证券市场不规范的重要制度性根源，同时也是我国投资者权益的侵犯问题制度性的根源。改革开放以来，我们通过股份制形式推进国有企业改革，力求通过政企分开，使资产所有权和行政管理权分离，进行公司治理结构创新，设计出最优的激励和约束机制，使代理人为实现委托人的最大利益而努力工作。但我国的股份制改革尚不能很好地达到这样的改革目标。未来证券市场改革的首要任务之一便是进一步完善产权制度，特别是要改善

上市公司的股权结构，以稀释股权的集中度，减少控股股东或内部人控制。改善股权结构要改善我国证券市场的股权结构问题，国有股减持并流通是一个必然而有效的途径。只有股票全流通，上市公司非流通股和流通股之间不公平的现象才会得到有效的遏制；只有非流通股的股东所持有的股票全部流通了，他才会从流通股股东也即中小投资者的角度考虑问题。法人股股东的引入和国有股比例的降低，是解决国有股所有者缺位的有效选择。它可以优化上市公司股权结构，提高上市公司治理水平，而且有利于构造一个建立在财产所有权与法人所有权基础上的所有者与经营者的委托代理关系，降低代理成本。大股东权力就不致过分集中，且其行为亦能受到市场监督，上市公司才能成为真正意义的“公众”公司，国有大股东侵害中小投资者利益的情况才有可能根本上得到遏制。即使股权的属性仍为国有性质，股权由国有资产管理部门转移到国有集团公司，但由于持股主体的变更，存在不同程度的“廉价投票权”问题，监督的积极性和效率要更高一些。

9.1.2 建立独立、高效的证券司法体系

对中小投资者最有效的保护来自法律方面的保护，而对投资者保护相关法律法规的缺乏和司法实践中的执行不力，恰恰是绝大多数资本市场不发达国家的共同特征。在完善投资者权益保护的体系方面，国际上除修改《公司法》、《证券法》等相关法律法规外，越制定专门的投资者保护法已成趋势。如美国 1970 年通过了《投资者保护法》，并随之成立了证券投资者保护公司，加拿大、韩国及我国香港地区也建立了类似组织，这些保护投资者的做法和经验值得借鉴。我国的证券立法一贯本着保护投资者的精神，重点确立必要的法律原则、明确基本的法律关系，形成了一个由相关法律规范构成的统一的、相互紧密结合的、协调的对投资者保护体系。但不可否认，我国现有投资者权益保护体系仍存在一些问题，如法律体系不完整，以及相关规范有待完善与充实等。

此外，还需要建立独立、高效的证券司法体系。从司法层面上，法官欠缺关于证券纠纷审判的专业性知识，法院缺乏通过审判表达对社会关注的热情，法院对证券欺诈赔偿之诉立案的过于谨慎的态度等问题均严重障碍证券欺诈赔偿诉讼的顺利进行，即使最高人民法院于 2002 年 1 月 15 日颁布《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》，亦未能使上述现象得到

有效改观。考虑我国现阶段证券市场的背景，积极借鉴美国通过立法和司法实践形成的行之有效的证券诉讼制度，才能加速我国证券市场的规范化发展。美国证券欺诈赔偿诉讼实践的借鉴意义在制度的可行性，更在私权保护观念的更新。鼓励投资者提起证券欺诈赔偿诉讼，最根本的还在于观念的转变。第一，应转变对私人诉讼的观念。我国向来缺少在法的实现中鼓励私人的活动以便补充行政机关能力这一基本思想，法的实现偏重于政府机关的主导。如果我们把投资者的个人诉讼当作实现正义、维护秩序的活动，那么其行为就应当受到鼓励。在证券领域鼓励投资者个人诉讼，有利于提升民事法律责任在证券法实施中的作用，有利于激励投资者利用诉讼救济的渠道保护自身权利，有利于激发人们投资证券市场的热情。第二，应转变对法院的定位，投资者及法院自身都应努力使法院成为便于投资者利用的解决纠纷的场所，法院应以积极的态度对待证券欺诈赔偿诉讼，而不要动辄将案件拒之门外。

在证券司法制度的改革创新方面，澳大利亚通过颁布《证券委员会法》来确定证券委员会是直接向司法部和国家议会负责的准证券立法和司法主体的做法值得中国借鉴。为了从制度上克服了由于证券执法与司法制度改革滞后而使证券立法改革步伐受到牵制的缺陷，澳大利亚证券委员会规范了询问权，传唤权，民事与司法调查权；制订作证人接受民事与司法调查，听证，陪审团的组成及评审程序；被调查人的律师出庭辩护及对出具伪证的查处；划分公开听证与私下听证的规范；调查期间被调查人或作证人的名誉权，职业岗位，人身安全保护及出庭费用的补偿问题；并对违规活动的调查经费来源以及被调查人蔑视陪审团或违反指令的处罚等，都做出了统一的法律规范(何雁明，1998)。只有这样，中国才能克服现有法律法规在操作上难以起到保护投资人权益的制度缺陷，也不至于出现高级法院对大量证券市场违规行为确凿的案子长时间不予受理和导致中国证监会面对着受害投资人巨大压力的尴尬局面。

9.1.3 建立专门的投资者保护机构

少数股东的权益受到侵害时，往往因为其持股比例小、损害程度低、自身力量弱等特点急于寻求救济和保护。投资者保护专门机构的设立，既是风险防范机制，又是风险治理机制。也就是说，在证券市场培育发展阶段，建立投资者保护

专门机构，对增强投资者信心具有重要意义。一方面，投资者保护专门机构可以通过补偿客户资产，化解证券公司破产风险；另一方面，可以通过对成员公司财务信息进行持续监控，及早防范和控制证券公司破产风险，从而起到增强投资者信心、保障市场长期投资资金供给的积极作用。

美国为保障投资者利益不受意外损失，设立了证券投资者保护公司，保护在美国证券交易委员会注册的证券经纪商和交易商的投资客户，以防止证券经纪商和交易商财务风险引发的客户账户资产损失。其会员由全体券商组成，每年上交会费。公司负责清理券商的财产、债券债务，并对责任人进行追诉。由此使所有受到券商破产影响的投资者，可及时从该公司得到赔偿。根据美国《证券投资者保护法》规定，证券投资者保护公司是非赢利性的会员制公司。与美国不同，加拿大早在 60 年代，就组建了投资者保护基金，对因证券经营机构破产而承受损失的投资者予以补偿。加拿大投资者保护基金由 5 家自律组织，包括加拿大投资交易商协会及 4 家交易所根据协议建立，基金的资金主要来源于自律组织会员的缴费及其投资收益。该基金在本质上属于自律性质的机构，政府没有任何形式的参与，但要接受省级证券委员会的监督。德国、我国台湾等的股东协会制度或中小投资者保护协会制度。由协会代表或组织少数股东行使权利。这样既可以降低中小投资者行使股东权利的成本，也可以减少少数股东因放弃行使权利而导致大股东更加方便控制股东大会、董事会及公司经营的情况。实践表明，这种投资者保护的专门机构取得了良好的预期效果。我国目前虽尚无因证券公司破产而带来的投资者利益损失，但投资者因证券公司经营不善受到利益侵害的现象时有发生，而且，为数不少。随着入世对我国证券市场发展带来的冲击，证券公司的破产、兼并、整合将不可避免，从证券市场的长远发展着眼，应考虑建立专门的投资者保护机构，以直接的经济形式补偿投资者的利益损失。该专门保护机构可作为一个独立的自律机构；由证券公司组成，每年上缴会费机构接受证监会的监督。对本问题下一节作详细论述。

9.1.4 建立证券投资保险法律制度

我国证券市场还是一个未成熟的市场，其系统性和非系统性风险较大。而我国证券公司规模普遍偏小，据统计，2004 年全国 2600 多家证券营业部大部分出

现亏损。一些券商很难满足资本充足率的要求，持续稳健经营受到影响。证券业的竞争极为激烈，证券公司的兼并和破产在所难免，并且数量也决不可忽视。面对证券行业如此大的压力，已经有不少证券公司出现了违规操作。当某一证券公司倒闭时，如何保护投资者利益?这是我国必须着手解决的问题。而证券投资保险制度不失为解决上述问题的一剂良药。

证券投资保险制度也被称作证券投资者赔偿制度或投资者赔偿计划是指为维护证券投资者的利益，保障证券业的安全与稳健经营，在本国的金融体系内部设立证券投资保险机构，规定一定范围的证券公司必须或自愿地向证券投资保险机构投保，当投保机构出现经营危机或破产倒闭时，由证券投资保险机构进行危机处理或向投资人支付保险赔偿金，弥补投资者遭受的现金、股票或其他证券的损失，从而保证证券市场健康运行的一种商业保险制度。该制度大约出现于 20 世纪 70 年代，80 年代进入制度建立的发展期。许多国家都建立了证券投资保险制度，其作为一种中小投资者保护制度，成为投资者保护体系的重要组成部分。一方面，证券投资保险机构可以对证券公司经营状况和风险程度进行监督检查，防范证券机构的风险。在证券机构已经和可能发生流动性困难、资不抵债或支付危机时，对该机构采取的资金救助、整顿、接管等措施，最大限度地降低社会成本，及时化解风险。从而弥补我国现行证监会监管和风险化解能力的不足。另一方面，证券投资保险机构可以对倒闭的证券机构的客户进行保证金赔偿或证券补偿，从而为投资者提供充分及时的救济。运用这种市场的手段来实现投资者的法律救济，避免了国家行政救助的道德风险等的负面影响，大大优越于国家救助。

第二节 完善公司治理结构

9.2.1 监事会、董事会之间的关系

我国《公司法》对股东大会、监事会、董事会之间关系已经有明确的界定，关键在于实践中如何落实。股东大会、监事会与董事会应严格依照《公司法》和国家颁布的一系列法规，各自履行自身的职责，减少直至消除越权或失权事件的发生。同时，还应完善法人治理结构的工作程序，建立起行之有效的决策监控机制，“三会”的三种权力应相互监督、相互制约。从权力制约的程序来看，可以

设置一整套包括预防性制约、限制性制约、禁止性制约、矫正性制约四个环节的制约机制，以此形成公司运作的规范化轨迹。

董事会的构成及运作机制是公司治理的核心。首先要促使董事会的构成更趋合理。确立合理的董事会构成，包括确定的内部董事和外部董事的合理比例、执行董事和非执行董事的比例、股东董事与关联董事的比例等，以使董事会能够充分代表股东和其他利益相关者的利益。再次，要合理设置在董事会下设机构。董事会应下设如下机构：(1)发展委员会。其主要任务是负责研究和制订公司的发展战略、方针、政策；负责对提交董事会的重大投资建议进行评估。(2)财务审计委员会。由董事和董事会聘请的外部专家组成，其主要任务是负责公司财务活动的审查和监督；审核公司的年度预算方案并制定年度财务决策报告；审核和评价外部会计师事务所的报告，使公司的经营活动符合股东和其他相关者的利益及法律规范；对财务负责人的工作进行考核并提出解聘建议。(3)报酬委员会。全部或大部分由外部董事组成，主要责任是监督限制其他董事的报酬数额，有时也负责监督公司高级管理人员的报酬数额。(4)提名委员会。负责董事提名，包括独立董事、外部董事、执行董事的提名，目的在于防止出现内部人控制，提高内部监督效率。

9.2.2 董事会与经理层的关系

董事会与经理层的关系包括董事会对经理层的激励机制与约束机制两方面。在缺乏有效的管理层激励机制的情况下，管理人员的经营能力和付出劳动得不到合理的补偿，或者经理人员与股东的利益没有得到妥善的协调，这样反过来会加剧经理人员与股东间的利益冲突和对抗，促成内部人对所有人利益的侵害。激励机制的建设目标就是要最大限度地调动经理人员的积极性和创造性，运用最优化的原则把企业中或社会上最优秀的人才选拔进企业管理的重要岗位上并长久地发挥作用。激励机制的改革方向是经理人员行为长期化，使经理人员利益与股东利益相统一，实现上市公司的可持续发展。具体激励手段可以通过给予高额薪金、升级、发放奖金、经理期权等方式进行。在约束机制方面，应注意两个问题：(1)正确处理管理人员个人权威与公司整体利益的关系。公司经营者的个人素质对公司的发展起着关键性的作用，而经营业绩的领先，也能使高级管理人员更有

成就感和价值实现感，主客观因素促使公司很容易树立起个人权威，当个人权威超过合理的限度之后，便演变成专政，使得各种监督机制失效。只有建立科学、合理的约束机制，才能避免这种情况的出现。(2) 公司运作透明度对经理层的约束作用。如果公司的运营状况和经营业绩透明度很差，只有少数高层管理者了解公司的运行状况，就无法形成有效的外部监督，最终只能是少数高层管理者说了算。

9.2.3 独立董事制度

独立董事是指不在公司内部任职且与公司没有任何财务与亲属关系的人士，根据经合组织(OECD)1999 年的调查显示，独立董事占董事会的比例，美国为 62%，英国为 34%，法国为 29%。而《财富》美国公司 1000 强中，董事会的平均规模为 11 人，外部董事就达到 9 人，内部董事只有 2 人。设立独立董事对公司的发展至少有三方面好处：(1)独立董事不拥有企业股份，不代表特定群体的利益，较少受内部董事的影响，公正性强，可以确保董事会公正决策，防止合谋行为，保护中小股东的利益。(2)独立董事不在企业任职，能够对经理层进行更有效的制衡并客观评价经理层的业绩。(3)独立董事大多为财务、市场方面的专家，具备决策所需要的专业知识，有利于提高董事会决策的合理性。

独立董事的职责在《关于上市公司建立独立董事的指导意见》中指明：独立董事要维护公司全体股东的利益，尤其是要关注中小股东的合法权益不受损害。可见，独立董事是维护股东合法权益，保证上市公司合法合规运行的监督者，是上市公司诚信经营的保障者。然而在实际运作时，这个监督者的作用并没有有效地发挥出来。由于我国上市控股股东占有较大比重的股权，其在董事会中占有较多席位从而造成内部人控制的局面不可避免的。因此，在我国上市公司中建立健全独立董事制度，保证董事会的公正、独立是非常必要的。但我国上市公司的独立董事制度还很不完善，如独立董事产生机制没有有效解决。完善我国上市公司的独立董事制度思路包括：(1)完善独立董事的产生机制。独立董事的产生应改为采取差额选举制，在选举聘用独立董事时，采取第一大股东回避的方式，不参与独立董事的提名和投票选举，而由中小股东推荐并选举聘用或由在任的独立董事推荐继任的独立董事。(2)保证独立董事的权能。从国外的实践来看，审计委员会主要由独立董事组成，其职责包括负责对公司的经济运行和财务活动进行监

督，聘用内部审计人员、领导内部审计工作，决定聘用注册会计师进行审计，审查财务报告和审计报告等等。我国上市公司也可考虑让更多的外部董事组进入董事会下设的审计委员会。(3)强化独立董事约束机制。独立董事既然接受了这一职务，他们就应该履行独立董事应有的义务，如果他们没有适当履行义务，签字同意的关联交易对公司和少数股东不利，对因此造成的公司或其他股东的损失，独立董事应该对公司或受损害的股东承担连带民事赔偿责任。潜在的法律责任的威胁，会促使独立董事投入时间和精力去研究关联交易的问题，并坚持和维护法律要求的公平公正原则，避免独立董事成为“人情董事”或“花瓶董事”。(4)成立独立董事协会，为独立董事群体提供一个进行沟通和交流平台，对独立董事培训提高其执业水平，维护独立董事合法权益以及为独立董事及时提供有关的法律法规信息。

9.2.4 控股股东的行为，使其履行对小股东的诚信责任

根据股权平等原则，大股东对表决权的行使对小股东的权益会产生重大影响。由于我国没有对股份有限公司股东大会决议的最低表决人数做出限制，因此，股东大会召开，股东大会决议生效均不以最低表决权为必要条件，这样出席股东大会的股东所代表的股份数不管是多少，均不会影响决议的效力，这显然也无益于小股东对大股东表决权的良性制衡。对大股东的行为的约束根本上要从上市公司股权结构调整和表决制度的改革入手。在这方面没有大的改革之前，我们可以在现有的制度框架内加以有限度的解决。如实作好上市公司与控股股东的五分开。所谓“五分开”是指大股东与上市公司之间要在业务、资产、人员、机构、财务方面分开。也就是说，上市公司与大股东拥有各自的人、财、物系统，以保证上市公司与控股股东的独立。上市公司的资产属于公司所有，上市公司应采取有效措施防止股东及其关联方占用或转移公司资金、资产及其他资源；上市公司不得为股东及其关联方提供担保。但是，五分开应当是实质上而不仅仅是形式上的独立。应该通过立法和完善公司章程等途径，把控股股东与上市公司的关系加以明确并进行规范，使上市公司真正独立于控股股东。

9.2.5 投票方式，使其便利化

除了代表投票外，我国目前执行的是必须到股东大会现场才能进行投票的原则，这就在很大程度上限制了普通投资者实施参与公司决策的权利。因为单个的普通投资者投资数额相对较少，参加股东大会的一系列费用，如交通费、住宿费等，相对小规模的投资显得成本太高；而且即使参加股东大会，由于自身投票比率太小，无法对公司决策产生影响。这种普通投资者之间相互博弈、权衡的结果必然是不参加股东大会，最后公司的决策由大股东单方面决定，极有可能损害普通投资者的利益。除了可采用邮寄投票外，我们应该充分利用信息技术的发展，来降低代理投票的成本，如在美国，一些机构投资者已经通过互联网征集投票权和进行投票，如 CAIPERS 近来就在网上征集投票，这些机构投资者承担相应的投票费用，每个股东只需按动鼠标，就可以免费实现通过网上阅读代理建议进行相应的投票。此外，即使没有代理投票，电子投票系统的建立也有利于广大中小股东发挥作用，因为如果个人投票人数增多，个人投资者就可以极大地影响公司决策。

第三节 完善信息披露制度

投资者选择股票必须依赖一定的信息，主要包括：(1)不同投资机会的当前盈利状况和未来盈利前景；(2)相互竞争资金证券的合理价格。一种证券的市场价值与合理价值的吻合程度不仅仅取决于供给和需求的均衡，相反的，更重要的因素是投资者决策所依据的信息质量。除了有助于进行证券分析以外，高质量的信息和有序的市场还有利于投资资金的合理分配。由于信息获取滞后导致的投资失误，客观上有利于规范上市公司的经营行为，保护投资者利益。为此，应完善上市公司信息披露制度的频率。

9.3.1 上市公司治理的信息披露

上市公司做到真实、准确、完善、及时地披露与公司有关的全部重大问题。为此，在披露的时间上，应采用定期与不定期相结合的方式，增加披露的频度，如进行月报、季报披露。2002年美国《萨班斯-奥克斯莱法》提出要进一步提高

财务信息的透明度与及时性, SEC 相应规定缩短上市公司定期报告披露时间, 其中年度报告第一年仍为 90 天, 第二年改为 75 天, 第三年改为 60 天, 季报第一年为 45 天, 第二年 40 天, 第三年 35 天。改革我国的注册会计师审计制度, 如年度财务会计报告不得长期由同一会计师事务所和注册会计师进行审计, 强制性更换注册会计师, 或者由股东直接提名, 以保证信息披露的高质量和可靠性; 在信息披露的手段上, 应提倡和鼓励采用现代化的通讯技术, 如公司在互联网上设立网页, 通过互联网进行披露, 以缩短披露时间; 将公司信息披露制度纳入法律法规体系, 完善信息披露的监督控制机制, 加大对公司风险信息的披露, 对信息披露的违法违规行为加大处罚力度; 为提高披露信息的真实性和高质量, 建议细化现有关于信息披露规章制度, 明确经济处罚与行政处罚的范围和层次, 同时专门制订有关信息披露的检查制度, 明确检查机构的责任及失责处罚。

在信息披露上, 证券公司要像上市公司一样定期披露信息。由注册会计师审计证券公司的财务报表并公布其违规行为和存在的风险。深交所成立专门机构就影响证券公司操纵股价的非市场行为进行分析, 公布其确定相应证券的风险收益特征及合理的定价水平, 以减少信息不对称带来的过度投机。强化证券公司的信息披露监管, 加大处罚力度, 以达到严肃市场纪律, 打击过度投机, 倡导理性投资的目的。

9.3.2 强化投资咨询机构的信息披露

在我国证券市场中已登记在册的投资咨询机构的股评可以说已经得到了一定的改善。但在现实生活中, 一些经济学家和金融评论家们对某些政策问题的分析和似乎在代证监会表达某种政策的暗示都比股评家或网站上的市场传言栏目的影响力大, 但却没有受到类似的约束或交易所对此实施了暂短性公示停牌。由于中国证券监督目前还没有相应的新闻发言人制度, 所以投资者就难以形式与内容上区分此类分析是属于理论探讨还是政策的暗示, 因此就可能会产生对投资人交易行为的误导和连带的市场负面效应。为此中国证监监管机构应加大对这些机构信息披露的监督, 规范其行为。

应当加强注册会计师对财务报告特别是关联交易及其披露的审计, 确定企业是否在财务报告中充分公允地披露了关联交易的基本要素, 尤其是转移价格, 审

查企业的关联交易是否符合公平原则，看是否存在利用关联交易转移定价来转入或转出利润、操纵利润的现象。对于在验资、审计中舞弊的会计师事务所和注册会计师，也应加大处罚力度。对于故意隐瞒重大关联交易，给投资者造成损失的，证券监管机构应给予严厉的处罚，并可鼓励投资者对其提出诉讼，追究其民事和刑事责任。

9.3.3 完善信息披露的方法

由于证券市场的风险是高于其他市场的，因此通过法律来规范建立证券市场的信息就成为各国政府与证券管理当局控制证券市场制度创新风险的重要途径。采用的主要方法包括：(1)规定证券市场交易信息的指定报刊与电子化信息通讯渠道；(2)要求公司按照规定时间段披露公司的年报，半年报或季报；(3)规范公司财务可获得豁免披露或与某些大宗交易信息可获得在规定时间内延迟披露的事项；(4)处罚各类投资咨询与投资顾问人员的信息误导与欺诈行为，以及取缔散布似是而非扰乱市场交易活动的大众媒介与评论；(5)对编造公司虚假信息，隐瞒真实信息或违规延迟披露或故意披露本属可豁免披露的信息，实施监管性停牌(regulatory halt)，暂停交易(suspense trading)，阶段摘牌(Unlisted)，以及对公司发生突发信息实施在交易开始前或交易开始后半个小时或 1 个小时的短暂性公示停牌(News Halts)；(6)对异常交易信息与违规交易行为实施即时电话查询，进行事后的市场调查，民事调查及协助已获授权的司法调查，并向监管部门乃至司法部门提出相应的处罚建议。(7)在紧急条件下，政府可依法颁布紧急指令和授权批准进行旨在保护投资者，市场利益乃至国家利益的交易或实施关闭市场措施，等等。美联储主席格林斯潘曾说过，即使是他要发表对股市的意见或采取某种调控措施也要以作证方式(Testimony)先向国会汇报，并经过国会批准才行。

9.3.4 信息披露赔偿制度

为了促进证券市场健康成长，有必要在制度上建立和完善中小股东的股东权行使的维护和保障体系；完善强制性信息披露制度、独立董事制度和董事、监事、高管人员、中介机构、大股东的责任追究制度；修订相关的公司法律制度、证券法律制度和民事诉讼法律制度；对于侵权行为的责任承担，应当改变以刑事制裁

和行政处罚代替民事赔偿的现状，建立与刑事制裁、行政处罚平行的民事赔偿制度，形成包括股东诉讼制度在内的新的司法习惯。上市公司信息披露如果出现重大失误，中小投资者有权要求赔偿，比如贵绳股份(600992)公布 2005 年一季报，每股收益 0.6 元，是 2004 年每股收益 0.26 元的两倍多，股票当日放量大涨，但是次日公司正确数字应为每股收益 0.06 元，利润凭空增加了 10 倍，事后公司仅仅向广大投资者致歉。ST 金马(000980)在去年公布三季报时，也是将其每股收益由 0.029 元扩大 10 倍，弄成 0.29 元。所不同的是，ST 金马在开市前就临时申请了停牌，避免了由此可能给投资者造成的重大损失。而贵绳股份却事实上造成了投资者的损失，由于缺乏相关法规的规定，投资者因此蒙受的损失事实上难以追偿。不仅如此，近期上市公司业绩预测频繁变更，让众多投资者不知所措。

长期以来，投资者面对上市公司财报的“打补丁”行为一直是毫无办法，吃了不少“哑巴亏”。对于属于三大报表中会计科目的，根据财务制度规定，一般按会计差错和会计更正处理，只需调整相关会计分录即可；属于每股收益等三大报表之外的经过计算的财务指标，按信息披露有关规定，也只需事后发个更正公告即可；二者都不必承担任何责任。制度上的空白，使得部分上市公司对于本应严肃的财务报告严肃不起来，给财务报告打补丁似乎成了家常便饭。

上市公司的不负责任的态度让投资者有一种强烈被愚弄的感觉。我们不能让投资者一直默默地承受因别人的过错而给自己带来的损失，因为这并不公平。对于在证券市场上类似的行为造成的类似后果，我们必须要求“打补丁”的上市公司为投资者的相应损失买单。因此，建立信息披露赔偿制度。严格上市公司信息披露，从法律上对错报、漏报、虚报进行惩罚，对于建立投资者的信心具有非常重要的意义。

第四节 完善证券市场监管体制

监管部门应完善证券市场的监督体制。保护投资者权益应成为监管工作的重心，把保护投资者权益真正落到实处；进一步发挥派出机构、证券交易所、证券业协会以及中介机构等在投资者教育中的积极作用，帮助投资者增强风险意识，确立理性投资的理念，不断完善维护投资者合法权益的机制，从根本上增强投资者信心。

要进一步强化证券交易所作为一线监管部门的地位和职能,明确其在因监管不力而造成或加剧的违规违法行为中所应承担的责任,从而督促其加强对上市公司和投资者监管的力度;减少证监会在监管中的行政干预色彩,增强其对上市企业以及证券市场各参与者的监管手段和能力;明确各监管部门的职责,加强监管部门的协调。在监管过程中,还要特别注重对行为和过程的监管,而不仅仅是对结果的监管。与此同时,要严厉约束监管部门的行为,防止腐败和“钱权交易”。没有良好的政府监管,就不会有良好的证券市场。

证券市场运行的基本功能与基本目标是资源配置与使用效率的最大化。这实际上是证券市场的效率问题。法码认为市场的有效性是指价格对信息的反应有很高的效率,这一高效率不仅仅是指价格对信息反映的速度,即及时性,而且还包括价格对信息反映的充分性和准确性。在有效的资本市场上,资本品在某一时刻的价格都已经充分反映了该资本品的全部信息,从而使每个新发股票的真实价值通过价格得到体现,与此同时社会的资本也在追逐价值的过程中得到有效配置。在制度经济学看来,证券市场是一种制度形式,证券市场制度的效率表现为交易成本的降低。尽管学者们对证券市场效率的定义是不同的,但其内在涵义是一致的,即把证券市场能否优化资源配置或提高资源配置效率作为衡量证券市场效率的标准。证券市场上资金的稀缺性使实际的和潜在的筹资者在筹资时存在着直接的和间接的竞争关系,其结果是只有那些经营良好的筹资者方能从证券市场上不断筹集到资金。这一根源于投资者自利动机的市场调节机制通过代表收益率或利息率的证券价格的波动,引导资金流向能够提供高收益或高利率的筹资者,即促使资金有效地由低效益的部门向高效益的部门流动,流动的本质就是资源或生产要素的优化配置。但市场机制也会失灵。证券市场上的信息不对称、市场垄断和操纵、过度投机、公共产品、外部性等问题引发的市场失灵是其自身所不能克服的,并且这些失灵现象的后,导致证券市场功能失效,损害证券市场效率。正是由于证券市场运行的基本功能与基本目标是资源配置与使用效率的最大化,因此,要以提高证券市场的效率,实现证券市场上资源配置的帕累托最优为目的设计监管制度,实施监管政策。

监管行为的另一目的是从社会公众的利益出发,在证券市场上维护市场公平。在一般经济学意义上,所谓公平有两种含义:一是社会公平,是指社会成员收入分配和社会财产占有的平等化;二是市场公平,是指所有社会成员在市场竞

争中均享有同等参与机会、获胜机会和被选择机会而形成的一种平等。证券市场中的投资者之间、投资者和中介机构之间以及中介机构之间存在博弈关系，相当程度上体现出“零和博弈”的特征。在这样的市场上显然不能以收入公平作为追求目标，而应以市场公平为目标(在市场经济中，市场不公平必然导致收入不公平)。因此，证券市场的公平是指证券市场中参与主体间的竞争的起点、待遇和运行规则的公平，其中主要包括投资者公平和中介机构公平。投资者公平是证券市场公平的核心，它意味着所有投资者面临同样的信息，受到同样的交易待遇，面对同样的机会和游戏规则。中介机构公平主要是指不存在行业垄断，所有市场中介面对同样的待遇和竞争规则。

证券监督的目的是要为投资者提供公平的市场竞争规则，而规则是由监管者制订的。因此，必须强化对监管者的监管，使监管者在设计监管制度，实施监管政策时要以保护所有投资者的利益为目的，而不是以某些利益集团自身的需求为目的。

第五节 加强证券市场诚信建设

从社会环境而言，一个突出的问题是社会诚信缺失。全社会还没有把诚信立市、诚信做人提升到应有的高度，忽视诚信在一定范围有着广泛的社会认同，甚至认为诚信会束缚企业的快速发展，于是就有了假货越打越多的奇怪现象，守信者没有得到应有的收益，也没有得到相应的鼓励；失信者得到了不应得到的收益甚至是暴利，而没有受到应有的谴责和处罚。在社会整个缺乏诚信的大背景下，诚信市场中介组织的需求必然会减少，而迎合“作假”和“权力寻租”的市场中介组织反而会大兴其道，证券中介当然也不能“独善其身”。而且在证券市场上因为各种利益直接相冲突，在市场信用机制扭曲的情况下，只要违反诚信所带来的损失小于可获得的收益，那么，在一个可预见的成本范围内，部分机构就依然会屡“责”不改，一犯再犯。因此，防治证券中介机构失信，在强化中介机构自身制度建设的同时，一方面要坚决斩断伸向市场中介组织的“权力寻租”之黑手；另一方面要提高广大企业的信誉意识，对做假账、高价购买虚假证明的企业要严加惩处；此外，在全社会弘扬诚信做人、诚信立市的文化道德规范，重构正义和良知受到全社会尊敬和褒扬，邪恶和无耻受到全社会谴责和鞭挞的道德环境，使

践踏道德者遭到社会的鄙弃，而道行德彰者得到社会的尊重。只有这样才能提高全民的信誉意识，净化社会风气，为诚信证券中介的形成和发展提供良好的社会环境。

加强市场诚信建设，包括两个层面，一是要加强上市公司诚信建设，二是要加强中介机构的诚信建设。

9.5.1 上市公司诚信建设

诚信不仅仅是一种道德指数，在现代经济社会中，诚信是一种保证社会资源得到最有效利用的社会共同约定。我们不能指望简单地提倡诚实、利他和信守承诺就能够建立起一个诚信社会。诚信建设需要有相应的法律制度作保障。目前我国还没有一部关于社会诚信的法律规范，上市公司的失信行为往往得不到严厉的法律制裁，使得一些公司将“诚信”二字置于不顾，比如在中小企业板块开盘前一天，深交所正式颁布《中小企业板块上市公司诚信建设指引》，可一个月不到的时间，江苏琼花就因故意隐瞒上市之前委托理财的事实而受到谴责，事后也没有相关责任人受到任何制裁。因此，我们建议，作为立法机关应把一部分关系重大的规定、准则等上升为国家法律，使上市公司企图违规操作时会因国家法律的威严而有所收敛。

此外，在对上市公司违规运作的制裁上，英美等资本市场高度发达的国家则多采用民事处罚手段。一旦上市公司造假就要面对因造假等违规行为将要对受损失的股东进行的巨额赔偿。在我国却多采用行政手段，上市公司的违规行为即使被发现了也只不过受到 10 万元左右的行政处罚，这样的处罚力度，对上市公司来说是远远不够的，也即是我们通常所说的造假收益远远高于造假成本。因此，我们建议，对上市公司的处罚应由以行政处罚为主变为以民事和刑事处罚为主。

上市公司诚信建设主要有以下几方面内容：一是制定诚信准则和行为规范指引，使上市公司牢固树立诚信、守法的意识，强化自身的伦理道德和行为规范修养，严格自律和自我管理；二是通过各种方式对上市公司控股股东、董事、监事和相关高管人员进行诚信与规范运作的培训教育，督促他们严格履行诚信义务；三是健全上市公司诚信管理系统和诚信评价体系，扩大其在社会公众中的公信力，从而促进中小企业规范健康成长；四是建立上市公司诚信档案，便于监管机

构加强上市公司诚信管理和评估；五是通过网站等公开形式，向社会公开上市公司的诚信状况，强化对上市公司诚信建设的社会监督；六是维护市场的诚信秩序，对严重违法违规、严重失信的机构和个人坚决实施市场禁入措施，以促进中小企业板块的平稳运行和健康发展；七是从加强上市公司的日常监管入手，进一步界定法律责任，完善诉讼机制，建立更加合理的纠纷解决机制，强化责任追究制度，提高违规成本，以切实保障投资者的合法权益。

当然，种种严格的法律、法规，严厉的处罚并不是目的，根本上仍然需要上市公司自律、诚信。通过加强上市公司的诚信建设，可以净化证券市场中的行为主体，淘汰一批劣质公司，为社会投资者筛选出更具成长价值的投资客体，重拾投资者对证券市场的信心，也有利于使他们逐渐形成科学的投资理念，推动我国证券市场健康发展。

9.5.2 中介机构诚信建设

证券中介机构是证券市场最为重要的一线监管者，在对上市公司信息披露行为的监管上，发挥着极为重要的作用。在成熟市场，中介机构业务的基础，在于上市公司要投资者相信其所披露的信息是真实、及时、充分的，而投资者也需要知道上市公司披露的信息是否真实、及时、充分。中介机构存在的基础也在于投资者是否相信其职业判断。如果投资者对其工作成果丧失信心，上市公司似乎也就没有必要聘请中介机构了。

加强中介机构诚信建设，需要从两个方面入手：

首先，要保持中介机构的独立性。根据国际惯例，市场中介机构应该是依法成立并独立承担无限责任的组织，应具有独立的超然地位。只有如此，才有助于中介机构从业人员依法、公正地执业业务，履行自己“服务、沟通、公正、监督”的职能。由于我国市场经济还不发达，经济条块分割和地方本位主义在一定程度上依然存在，从而导致地方政府为谋求地方经济利益，通过对地方行业协会的控制介入中介机构行业市场管理，削弱行业自律监管体系的权威性。因此，要明确政府和行业协会各自的责任，积极加强行业协会与有关政府部门的沟通和协调工作，建立协会和政府部门在监管和惩处工作上的“互动”合作机制。政府建立健全有关法律法规，规范中介机构的行为，行业协会应积极丰富监管手段，加大行

业自律力度。

其次，建立职业信用评价体系。防治中介机构失信，应建立一种由第三方协助的中介机构及其从业人员职业信用评价体系，对中介机构及其从业人员的信誉程度进行动态的评定，事前监管。在不同的信誉等级阶段，实施相应的业务禁止，让严重失信者从证券行业中彻底出局，或者从此彻底丧失执业资格。这对于违法者将是毁灭性的，也是彻底性的打击。这样一方面可以防止具有严重后果的不法行为的产生，将可能的违法行为置于有限范围之内，另一方面可以有效地降低监管成本。

第六节 加强中小投资者教育

投资者教育(Investor Education)，是指针对个人投资者所进行的一种有目的、有计划、有组织的传播有关投资知识，传授有关投资经验，培养有关投资技能，倡导理性的投资观念，提示相关的投资风险，告知投资者权利及保护途径，提高投资者素质的一项系统的社会活动。投资者教育的目的是用简单的语言向个人投资者解释他们在投资决策时所面临的各种问题。

投资者教育主要包含三方面的内容：投资决策教育、个人资产管理教育和市场参与教育。

第一、投资决策教育。投资决策就是对投资产品和服务做出选择的行为或过程。它是整个投资者教育体系的基础，其目的在于指导投资者分析投资问题、获得必要信息、提高定价能力并进行理性选择，由此改善投资者的决策条件中的各个变量。

第二、个人资产管理教育。它是指导投资者对个人资产进行科学地计划和控制的过程。通过资产管理教育，帮助投资者认识到如何建立个人资产组合，不把鸡蛋放在一个篮子里，同时教育投资者认清市场风险，提高风险意识。

第三、市场参与教育。它是号召投资者为改变其投资决策的社会和市场环境进行主动参与的过程。投资者的市场参与包含保护自身合法权益和实现投资者利益在资本市场制度体系中的代表两个层次。投资者权利保护是营造一个公正的政治、经济、法律环境，在此环境下，每个投资者在受到欺诈或不公平待遇时有充分的法律救助。另一个层面是，投资者的声音能够上达立法者和相关的管理部门，

参与立法、执法和司法过程，创造一个真正对投资者友善的、公平的资本市场制度体系。

如何对众多散户进行投资者利益保护的教育，已引起了各国监管机关、交易所、自律机构和中介机构的高度重视。在美国，证券交易委员会采取了大量的措施：散发免费出版物，用浅显的语言介绍金融市场知识，告诉投资者如何保护自己；组织投资者市镇宣传会，现场向投资者作宣传并解答问题；开辟专门网络，提供教育材料、投资知识测验和风险警示，接受申诉；24小时免费热线电话；与新闻媒体合作，开设专门的投资者教育节目；设立专门机构或培训专门人员为投资者提供帮助，等等。英国监管机构则提出要扫除金融文盲，并仿效美国的作法，组织多次市镇宣传会；我国香港地区新开设了“投资者资源中心”网站，加强对投资者的知识教育和利益保护。

通过各种渠道向投资者普及金融知识，倡导理性、稳健的投资理念，随着市场的成熟和监管的加强，中国证券市场将从暴利时代进入微利时代，投资者原有的投资理念需要有一个大的转变。目前，机构投资者投资操作特征、策略和方法正在发生重大改变，对于广大散户投资者，加强教育，提高其投资素质，促进其投资理念向高层次发展就显得更加迫切。具体来说，就是要通过各种渠道如新闻媒体、专门讲座等，向投资者普及证券投资基本知识，宣传证券市场法律法规，充分揭示市场风险，明确投资者的合法权益，使广大投资者进一步增强投资风险意识和自我保护能力，树立正确的投资理念，共同维护证券市场的正常秩序，促进证券市场持续健康发展。为此，一要切实加强中国证监会对投资者的教育职能；二要制定长期的投资者教育战略；三要注意投资者教育内容重点和方式的选择；四要注意评估投资者教育成效。

为了提高我国散户投资者的教育和保护水平，落实对证券市场主要参与者的培育措施，可建立证券投资者保护教育专项基金。专项基金建立的主要任务是：进行有关保护中小投资者利益的宣传教育；为证券投资者提供咨询；接受证券投资者的投诉；负责投资者与证券经营机构、上市公司之间纠纷的调解；协助中小投资者提起诉讼；协助投资者行使归入权等。参照其他国家的做法，并结合我国市场实际，该基金可由证监会建立，委托证券业协会具体落实或设立专门的投资者保护教育基金管理委员会负责基金的运作。

第七节 完善我国证券投资者保护基金

证券投资者保护制度类似于银行存款保险制度,是国际上普遍建立的一种制度,最早开始于七十年代初期的美国。当时美国证券业遭到经营危机、财务困难和市场萎缩的打击,一些证券经纪商破产倒闭,造成证券投资者资产损失,不少投资者纷纷撤离市场。为了重建投资者对证券市场的信心,美国国会于1970年通过了《证券投资者保护法》,确立了投资者保护制度,并在该法律框架下,设立了证券投资者保护公司(简称SIPC),同时设立证券投资者保护基金。SIPC属于会员制非盈利组织,法律要求,凡在美国证监会注册且主要业务在美国开展的证券商自动成为会员。当一家会员出现危机时,SIPC就会通过联邦法院指定破产管理人去接管证券公司,或者拍卖其资产,然后破产管理人立刻通知客户提出索赔权并相应地清算索赔,以此为SIPC会员的客户提供保护。除美国之外,德国的《存款保护和投资者赔偿法案》、英国的《金融服务和市场法》、爱尔兰的《投资者赔偿法》、澳大利亚的《国家担保基金法》,以及我国的台湾、香港地区也都以法律法规或者规章制度的形式,规定了证券投资者保护制度。从总体上看,国际上对证券投资者保护基金有两种运作模式:一种是独立模式,即成立独立的投资者保护公司,由其负责投资者保护基金的日常运作,美国、英国、爱尔兰、德国的证券市场都采用了这种模式;另一种是附属模式,由证券交易所

或证券业协会等自律性组织发起设立投资者保护基金,并负责日常运作,加拿大、澳大利亚、新加坡、香港、台湾等国家、地区采用这种模式。证券公司破产不同于普通公司破产,证券公司涉及到众多客户的利益,其破产可能带来巨大的社会风险。

世界各国对投资者保护的诸项措施中,由于投资者保护基金,一方面可以通过补偿客户资产,化解证券公司破产风险,另一方面可以通过对成员公司财务信息进行持续监控,及早防范和控制证券公司破产风险,具有增强投资者信心、保障市场长期投资资金供给的积极作用,因而受到各国监管当局的重视。从我国的情况来看,设立投资者保护基金,是投资者损失由政府“买单”转向市场化运作的一大进步。当出现券商破产、关闭或撤销等情况时,投资者资产因证券公司非法动用所遭受的损失可通过该基金获得一定的补偿,有利于证券公司风险防范和处置长效机制的建立,为建立完善的券商市场化退出机制打下基础。但同时

也应看到,目前我国关于投资者保护基金的一系列基本的制度安排和政策设计还不是很清晰,其中的一些重要问题还需要进一步探讨,并从根本上加以明确。

9.7.1 需要拓宽投资者保护基金的来源

从我国现在的情况来看,已经明确的是,目前投资者保护基金的主要来源是公开发行股票、可转债等证券发行时申购冻结资金的利息、基础货币以及财政资金。可以看到,在资金来源构成中,新股申购冻结利差资金、问题券商处置所剩下的资产、央行再贷款和财政拨款占了其中的主要部分,这其中除了问题券商处置所剩下的资产属于国际通常意义上的证券投资者保护基金资金来源外(其他的还包括券商一定比例的经营利润计提、会员费、上市公司提前计提的风险补偿金等),其余的实际上仍由国家埋单或作为基金主要赔付义务的承担者。这种责任倒置的情况显然将不利于券商的风险防范和金融风险的进一步化解。从我国的实际情况来看,在目前可以通过以下四方面的举措来拓宽投资者基金的来源渠道:

(1) 加大对违规方的处罚,将罚款收入缴存到投资者保护基金。(2) 从印花税收入中拨付部分资金作为投资者保护基金的启动资金。(3) 从上市公司的募集资金中按比例征收一定的费用。为了保证上市公司自身的利益,该项费用可以只在上市公司首次公开发行股票时收取,上市后再融资时就不再收取。(4) 证券公司每年交纳一定的费用作为投资者保护基金的来源。目前的投资者保护基金从本质上说是券商风险处置基金,考虑到证券公司经营情况的差异,可以将该费用分解为两部分,一是固定费用,证券公司无论规模大小都根据规定的金额交纳;另一部分是浮动费用,根据公司的盈利情况收取,对于亏损公司可以免收该项费用。

9.7.2 采用适当的投资者保护基金的监管与运作模式

目前,美国、加拿大、欧盟、日本等地证券市场均已建立了投资者保护制度。总体看来,投资者保护基金的运作模式可分为两种:一种是独立模式,即成立独立的投资者赔偿或保护公司,由其负责基金的日常运作,美国、英国等证券市场采用了这种模式;另一种是附属模式,即由证券交易所或证券商协会等自律性组织发起成立赔偿基金负责日常运作,加拿大、澳大利亚等市场是此种模式的代表。可供参考的是,目前我国已经正式实施的保险保障基金制度采取了比例救济限额

与绝对救济限额相结合的救济方式,在管理方面采用了保险保障基金理事会管理的方式,资金运用以安全性为首要原则,并对资金运用范围进行了较为严格的限制。这样的救济赔偿机制与运作模式值得投资者保护基金借鉴。根据我国的实际情况,从发起机构来看,未来投资者保护基金的监管模式应该是由人民银行、财政部、证监会三方进行共同监管,运作模式应以行业协会为主导,成立独立的投资者保护基金公司。投资者保护基金运行的初始阶段,由于基金资金规模的有限性和金融市场发展的复杂性,宜采取委托管理方式。资金运用的首要原则是安全性,对资金运用范围要实行严格的限制。

9.7.3 防止投资者保护基金运行中的道德风险

投资者保护基金的设立虽然能够有效地稳定证券市场和维护投资者的合法权益,但也不可避免地带来了一定的道德风险。具体来说主要表现在两方面:一方面是有可能诱发部分券商从事更多的高风险活动。在“出了问题有基金买单,不用担心其他问题”的认识下,券商有了长期买单者的预期,为了解决自身的流动性问题,可能发生种种违规行为,从而出现道德风险。另一方面,对于中小投资者来说,既然已经有保护基金存在,那么中小投资者便不会担心“赢了官司赔了钱”的情况,从而放弃了对券商的选择权。市场一旦放弃了这种权利,券商出现违规行为的情况就会越来越多,不利于券商的优胜劣汰。

因此,要使投资者保护基金能够真正有效地保护二级市场的中小投资者,还需要采取多方面配套措施。首先,要向投资者明确赔偿兑现和赔偿限额。要向投资者明确,即使有了投资者保护基金,投资者损失也不一定能得到全额赔付,投资者仍有相当部分的“自保义务”。因此在选择券商时就必须仔细权衡。一些存在经营风险的券商将面临客户流失的危机,这将有力地促进券商规范运作。其次,必须认真处理问题券商并追究主要当事人的责任,这样才能达到惩戒的目的。最后,要建立有效的券商风险管理和预警体系,及时预防和化解各类风险以将损失减到最少。通过这些配套措施,投资者保护基金才不致于流于形式,投资者对市场才有信心,券商才有出路,证券市场才能更健康地发展。

9.7.4 加强投资者保护基金的立法建设

当前,我国保护证券投资者的统一、全面的法律制度远未形成,监管部门对于该保护基金的设立也尚未形成清晰的监管思路,因而目前设立和运作投资者保护基金尚缺乏足够的法律依据和实践依据。从世界范围来看,各国(地区)均以专门立法的形式来规范投资者保护基金的设立、运作。如:美国1970年制定了《证券投资者保护法案》、英国1986年制定了《金融服务法案》等,专门就投资者保护基金的相关事宜做出规定,为其良好运行提供法律支撑。而且,国外的证券投资者保护基金制度都是由相应的法律法规配套措施联动出台的,尤其是《破产法》和具有纲领性意义的《证券投资者保护法》就更是不可缺少。反观我国的投资者保护立法,不仅纲领性的投资者保护统一立法缺失,而且作为保护性基金实施前奏的证券公司退出机制也尚处于无法可依的境地,与之相关的《破产法》迟迟不能出台。如果在这些配套措施还未出台就实施投资者保护基金制度的话,投资者的权利就无法得到有效的保护。因此,应尽快建立和完善《破产法》、《证券投资者保护法》等相关法律,为投资者保护基金的运行奠定法律基础。

9.7.5 在适当的时候拓宽投资者保护基金的赔偿范围

根据我国券商风险频发的现状,目前投资者补偿基金的范围暂限于在券商破产时的投资者损失补偿,这是符合国情的,有利于证券市场的稳定。但是,证券市场中侵害投资者利益的行为多种多样,券商挪用客户保证金只是其中的一种重大违法现象。但证券市场的投资者屡屡遭受侵权的不止于此,虚假陈述、内幕交易、操纵市场、大股东掏空上市公司等违法现象对投资者的侵害更为严重。投资者在遭遇股价下跌损失的同时,还要经历绵绵无期的诉讼等待和即使胜诉公司也无力赔偿的“法律白条”。鉴于此,如果把一些市场构成主体的各种违法违规行为也纳入到补偿范围,那么在某种程度上将形成一种倒逼机制,即查处监督各构成主体损害投资者利益行为的力度及效果将不断升级。风险补偿基金涵盖的范围越全面,其征收的渠道也必将更细化。从造成投资者损失最大的综合因素考虑,上市公司及其内部控制者的违法违规行为的数量占据主导地位,在诚信机制靠市场呼吁的自身力量的作用不明显的时候,其实际效果可能是最有效的。

因此,投资者补偿还应考虑上市公司违规行为造成投资者的损失。可以规定,上市公司高管从其收入中提取相应的比例,作为高管任职期内的潜在信用风险的保证金,离职审计后没有问题,保证金如数返还;在任职间如出现损害上市公司及各股东利益的行为,则视情节轻重予以全额或部分收缴后划入投资者保护基金。同时,还可以将对违规上市公司的罚没收入注入到投资者保护基金中去。

9.7.6 完善投资者保护基金的相关配套制度

1、者保护基金的赔付一般资金数额比较大,且赔付对象多表现为集团性,为此需要有关部门建立统一的决策和执行机制。而在实践中,可以考虑由通过法院的生效判决、仲裁结果等来确定投资者的具体损失。

2、投资者保护基金的建立,在切实保护投资者合法权益的同时,可能出现前些年形成的企业破产风等不正当现象,需要有关部门在制订政策时予以提前防范,而且,投资者保护基金也应建立破产后企业隐匿财产的追偿机制及破产后对有关高管人员的惩罚机制。

3、还可以吸收美国以及其他发达国家的做法,建立投资者保护基金的其他配套措施。比如,建立奖励机制,鼓励揭发内幕交易、暗箱操作行为;尽力诉讼费支援制度,由证券投资者保护基金来负责中小投资者的诉讼费用,胜诉则和中小投资者分享收益,若败诉则诉讼费由保险公司承担等。

后续研究设想

我国股市改革日趋成熟，但仍伴随着券商挪用客户保证金、虚假陈述、内幕交易、操纵市场、大股东掏空上市公司等欺诈和侵犯中小投资者利益的行为。无论证券市场如何高度发达和制度如何健全，即使在美国，大股东和庄家欺诈和侵犯中小投资者利益的行为依然存在。只要证券市场存在，在巨大的利益面前，大股东、公司高管和机构投资者欺诈和侵犯中小投资者利益的行为就会存在。因此，如何保护中小投资者利益是一个永恒的话题和研究课题。进一步的研究重点将放在国内外证券市场案例分析上，通过对美国等发达国家证券市场及我国有股市以来发生的有代表性的侵害中小投资者利益的案例进行整理、归类、提炼，研究它们的个性同时，也研究它们的共性问题，为切实保护中小投资者利益提供理论指导和实务经验借鉴。

参 考 文 献

- 【1】 林毅夫：“关于制度变迁的经济学理论：诱致性变迁与强制性变迁”，载 R·科斯等：《财产权利与制度变迁》，刘守英等译，上海：上海三联书店，1991 年。
- 【2】 诺思：《制度、制度变迁与经济绩效》[M]，刘守英译，上海三联书店，1994 年版。
- 【3】 陈昕：《财产权利与制度变迁——产权学派与新制度学派译文集》[C]，上海三联书店 / 上海人民出版社，1994 年。
- 【4】 张军：《现代产权经济学》[M]，上海三联书店 / 上海人民出版社，1994 年。
- 【5】 刘俊海：《股东诸权利如何行使与保护》[M]，北京人民法院出版社，1995 年。
- 【6】 卢现祥：《西方新制度经济学》[M]，北京中国发展出版社，1996 年。
- 【7】 郑振龙：《各国股票市场比较研究》[M]，中国发展出版社，1996 年。
- 【8】 张维迎：《博弈论与信息经济学》[M]，上海人民出版社，1996 年。
- 【9】 张维迎：《企业的企业家契约理论》[C]，上海人民出版社，1996 年。
- 【10】 刘俊海：《股份有限公司股东权的保护》[M]，法律出版社，1997 年。
- 【11】 严武、李汉国、吴冬梅等：《证券市场管理国际比较研究》[M]，北京中国财政经济出版社，1998 年。
- 【12】 廖文：“中国股市若干问题的信息经济学分析”[J]，《经济理论与经济管理》，1998(1)。
- 【13】 万国华：《世纪末证券市场大趋势》[M]，北京工商出版社，1998 年。
- 【14】 费方域：《企业的产权分析》[M]，上海三联书店 / 上海人民出版社，1998 年。
- 【15】 张晖明：《中国国有企业改革的逻辑》[M]，经济科学出版社，1998。
- 【16】 曹凤歧：《股份制与现代企业制度》[M]，企业管理出版社，1998。
- 【17】 卢昌崇：《企业治理结构》[M]，东北财经大学出版社，1998。
- 【18】 洪银兴：《赢得市场——市场经济理论的新发展》[M]，中国青年出版社，1998。
- 【19】 洪伟力：《证券市场监管：理论与实践》[M]，上海财经大学出版社，1999 年。
- 【20】 江孝感，蒋尚华：“完全信息条件下股市博弈模型研究”[J]，《数量经济技术经济研究》，1999(8)。
- 【21】 田志龙：《经营者监督与激励：公司治理的理论与实践》[M]，中国发展出版社，1999 年。
- 【22】 刘波：《资本市场结构》[M]，复旦大学出版社，1999 年。
- 【23】 科斯、斯蒂格利茨等：《契约经济学》[M]，经济科学出版社，1999。

- 【24】 哈罗德·德姆塞茨:《所有权控制权与企业》[M], 经济科学出版社, 1999。
- 【25】 江晓蔽:“关于证券市场监管的探索”[J],《中国人民大学学报》, 1999(4)。
- 【26】 布莱尔:《所有权与控制:面向 21 世纪的公司治理探索》[M], 中国社会科学出版社, 1999 年。
- 【27】 王彬:《公司的控制权结构》[M], 复旦大学出版社, 1999 年。
- 【28】 张维迎:《企业理论与中国企业改革》[M], 北京大学出版社, 1999 年。
- 【29】 方贤明:《制度变迁与金融结构调整》[M], 中国金融出版社, 1999。
- 【30】 梁能:《公司治理结构:中国的实践与美国的经验》[M], 中国人民大学出版社, 2000 年。
- 【31】 符启林:“试论我国证券监管的模式”[J],《政法论坛》, 2000(2)。
- 【32】 赵学军:《论证券监管》[M], 中国人民大学出版社, 2000 年。
- 【33】 陈升、周升业、吴晓求:《海外证券市场》[M], 中国财政经济出版社, 2000 年。
- 【34】 黄群慧:《控制权作为企业家的激励约束因素:理论分析及现实解释意义》[J],《经济研究》2000 年第 1 期, P4。
- 【35】 夏冬林、钱苹:《“伊搭便车”与公司治理结构中股东行为的分析》[R], 清华大学中国经济研究中心, 2000 年。
- 【36】 戴园晨:“股市泡沫生成机理以及由大辩论引发的深层思考”[J],《经济研究》, 2001(4)。
- 【37】 段亚林:《论大股东股权滥用及实例》[M], 经济管理出版社, 2001 年。
- 【38】 北京奥尔多投资研究中心:《风险、不确定性与秩序》[M], 中国财政经济出版社, 2001 年。
- 【39】 柳经纬:《上市公司关联交易的法律问题研究》[M], 厦门大学出版社, 2001 年。
- 【40】 庄序莹:《中国证券市场监管理论与实践》[M], 中国财政经济出版社, 2001 年。
- 【41】 何诚颖:“中国股市‘板块现象’分析”[J],《经济研究》, 2001(12)。
- 【42】 朱从玖:《投资者保护——国际经验与中国实践》[C], 复旦大学出版社, 2002 年。
- 【43】 文贯中:“市场机制、政府定位和法制”[J],《经济社会体制比较》, 2002 年。
- 【44】 汪洪涛:《制度经济学:制度及制度变迁性质解释》[M], 复旦大学出版社, 2003 年。
- 【45】 朱亚芬:“操纵市场行为的法律规制”[J],《财经问题研究》, 2003(9)。
- 【46】 唐彩虹:“我国证券市场投资者利益保护乏力问题探微”[J],《广西大学学报》(哲学社会科学版), 2003(6)。
- 【47】 马胜:“规范上市公司管理,保护投资者利益——对中国上市公司推行独立董事制度

- 的思考”[J],《西南民族学院学报·哲学社会科学版》,2003(1)。
- 【48】 张卫国、邱昱芳:《后安然时代》[C],中国财政经济出版社,2003年。
- 【49】 郭锋:《投资者权益与公司治理——为投资者的权利而斗争》[M],经济科学出版社,2003年。
- 【50】 全贤唐、张健:《经济博弈分析》[M],机械工业出版社,2003年。
- 【51】 饶育蕾、刘达锋:《行为金融学》[M],上海财经大学出版社,2003年。
- 【52】 夏大慰、史东辉等:《政府规制:理论、经验与中国的改革》[M],经济科学出版社,2003年。
- 【53】 张钰新:“法律、投资者保护和金融体系的发展”[J],《经济评论》,2004(3)。
- 【54】 曹荣湘:《风险与金融安排》[M],社会科学文献出版社,2004年。
- 【55】 越万一:《公司治理法律问题研究》[M],法律出版社,2004年。
- 【56】 王国刚:《中国资本市场的深层问题》[M],社会科学文献出版社,2004年。
- 【57】 王京、腾必焱:《证券法比较研究》[M],中国人民公安大学出版社,2004年。
- 【58】 任明:“公司治理结构与绩效关系的经济学分析:兼论我国电信企业治理结构需解决的关键问题”[J],《通信企业管理》,2004(1)。
- 【59】 何旭强、郑江淮、刘海鹏:“投资者保护与证券市场发展——理论、经验与政策的探讨”[C],深圳证券交易所第七届会员单位与基金公司研究成果,2005年。
- 【60】 赵涛、郑祖玄、何旭强:“股权分置背景下的隧道效应与过度融资”[C],深圳证券交易所第七届会员单位与基金公司研究成果,2005年。
- 【61】 吴晓求:“资本市场必须进行深层次的制度调整和改革”[J],《证券市场周刊》,2005年1月22日。
- 【62】 王国刚 曹红辉:“透析影响今年股市运行的若干因素”[N],《中国证券报》,2005年4月13日。
- 【63】 刘洪.中国上市公司业绩操纵研究.中国社会科学院研究生院博士学位论文。
- 【64】 陈斌,李信民,杜要忠.中国股市个人投资者状况调查.深圳证券交易所综合研究所,2002,4。
- 【1】 Harris, L., 2002, “Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners”, Oxford University Press.
- 【2】 Mcinish, Thomas H., and Robert A. Wood, 1995, “Hidden limit orders on the NYSE”, Journal of Portfolio Management, 19-26.

- 【3】 O'Hara, Maureen, 1995, *Market microstructure theory*, Basil Blackwell Ltd.
- 【4】 Roell, A., 1999, "Liquidity in Limit Order Book Markets and Single Price Auctions with Imperfect Competition", Working Paper, Princeton University.
- 【5】 Gemmill, Gordon, 1996, "Transparency and liquidity: A study of block trades on the London Stock Exchange under different publication rules", *Journal of Finance*,
- 【6】 NBiais, B., 1993, "Price Formation and Equilibrium Liquidity in Fragmented and Centralized Markets", *Journal of Finance* 48, 157-185.
- 【7】 Panago, Marco, and Ailsa Roell, 1996, "Transparency and liquidity: A comparison of Auction and dealer markets with informed trading", *Journal of Finance*, Vol. LI, No. 2, 579-611.
- 【8】 Bloomfield, Robert, and Maureen O'Hara, 2000, "Can transparent markets survive?" *Journal of financial Economics* 55, 425-459.
- 【9】 Lyons, Richard K., 1996, "Optimal transparency in a dealer market with an application to foreign exchange", *Journal of Financial Intermediation* 5, 225-254.
- 【10】 Madhavan, Ananth, 1996, "Security prices and market transparency", *Journal of Financial Intermediation* 5, 255-283.
- 【11】 Flood, Mark D, Ronald Huisman, Kees G. Koedijk, and Ronald J. Mahieu, 1999, "Quote disclosure and price discovery in multiple-dealer financial markets", *Review of Financial Studies* 12, No. 3, 37-59.
- 【12】 Madhavan, A., 1992, "Trading Mechanisms in Securities Markets", *Journal of Finance* XLVI.
- 【13】 Benveniste, L., A.Marcus, and W.Wilhelm, 1992, "What's Special About the Specialist?", *Journal of Financial Economics* 32, 61-86.
- 【14】 Madhavan, A., D.Porter, and D.Weaver, 2000, "Should Securities Markets be Transparent?" Working Paper, University of Southern California.
- 【15】 Chowdhry, Bhagwan, and Vikram Nanda, 1991, "Multimarket trading and market liquidity", *Review of Financial Studies* 4, No.3, 483-511.
- 【16】 Madhavan, Ananth, 1995, "Consolidation, fragmentation, and the disclosure of trading information", *Review of Financial Studies* 8, No. 3, 579-603.
- 【17】 Bloomfield, R., and M.O'Hara, 1999, "Market Transparency:Who Wins and Who

- Loses?”, *Review of Financial Studies* 12, 5-35.
- 【18】 Coase, Ronald, 《The Firm, the Market, and the Law. Chicago》[M], Univ. of Chicago Press., 1960.
- 【19】 Jensen, Michael and William Meckling, “Theory of the Firm: Managerial BEhavior, Agency Costs, and Owner ship Structure”[J], *Journal of Financial Economics*, 11, 1976, 5—50.
- 【20】 Shleifer, Andrei, Robert Vishny: “Large Shareholders and Corporate Control”[J], *Journal of Political Economy*, 94, 1986, 461—488.
- 【21】 Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny: “A Survey of Corporate Governance”[J], *Journal of Finance*, 52, 1997, 737—783.
- 【22】 Barclay, Michael and Clifford Holderness: “Private Benefits from Control of Public corporations”[J], *Journal of Financial Economics*, 25, 1989, 371—395.
- 【23】 La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Sheifer, Robert W. Vishny., “Investor Protection: Origins, Consequences, Reform”[C], 1999, The World Bank. Financial Sector Discussion Paper No. 1.
- 【24】 La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de—Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, “Law and Finance”[M], *Journal of Political Economy*, 106, 1998, 1113—1155.
- 【25】 Hart, Oliver and JOhn Moore: “Property Rights and the Nature of the Firm”[J], *Journal of Political Economy*, 1990, 1119—1158.
- 【26】 La Porta, Rafael, Florencio Lpoez-de—Silanes, and Andrei Shleifer, “Corporate Ownership around the World”[J], *Journal of Finance*, 54, 1999.
- 【27】 LaPorta, Rafael, Florencio Lopez-de—Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, 58, 2000, 3—37.
- 【28】 Johnson , Simon and Andrei Shleifer.: “Privatization and Corporate Governance.” [M], 2001, Manuscript. Harvard Business School.
- 【29】 Johnson, S., P. Boone, A. Breach and E. Friedman: “Corporate Governance in the Asia Financial Crisis”[J], *Journal of Financial Economics*, 58 (2000), 141-186.
- 【30】 Klapper, L.F. and I. Love: “Corporate Governance, Investor Protection, and Performance

in Emerging Markets”[C], Working Paper #2818, World Bank (2002).

【31】 Kumar, Krishna Raghuram Rajan and Luigi Zingales: “What Determines Firm Size?”[D] , Working Paper,2001 , Yale School of Management’s Economics Research Network..

【32】 Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan and Larry H. P. Lang, “Expropriation of Minority Shareholders; Evidence from East Asia”[C], Working Paper, World Bank, 1999.