

# 我国资本市场投资者保护状况决定因素、影响途径 及评价方法研究

我国投资者、尤其是中小投资者保护问题日益得到社会各界的普遍关注。2013年12月，国务院办公厅发布《国务院发布关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》，明确投资者保护政策体系和措施。2014年5月，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，进一步将投资者特别是中小投资者保护纳入资本市场健康发展整体框架。随着投资者保护工作的推进，如何评价我国证券市场投资者保护状况，进而提升投资者保护成效，推动我国资本市场在经济新常态下健康发展，成为值得关注和研究的问题。本文通过对我国资本市场投资者保护状况决定因素及影响途径的分析，提出评价投资者保护状况的思路和方法，进而提出政策建议。

## 一、投资者保护状况的决定因素和影响途径

### （一）投资者保护状况的决定因素

对于一国投资者保护水平的决定因素，理论上大致有三种观点：法律规范论、社会规范论与市场机制论。第一种观点认为投资者保护的本质是一种法律保护。在不同法律体系下，投资者具有不同的权利界定，相应具有不同程度的投资者保护水平。投资者保护的水平取决于法律制度的完整性，而法源是决定投资者保护水平的重要因素。La Porta et al.(1997、1998、1999、2000、2001)

开创的“法与金融”研究，强调法律对投资者利益的保护，认为法源对投资者保护水平具有决定作用，法律执行效率是重要影响因素。第二种观点认为投资者保护本质是由社会规范来决定，而非主要由法律决定。社会规范是一个社会中的非正式规则、价值观与文化。市场监管中的社会环境与社会规范决定了投资者保护水平。这种观点认为，包括控制权私有收益的社会容忍度、政府管制和社会文化等这些社会规范可能比正式的法律规范更有效，更能解释不同国家或地区间投资者保护的差异。第三种观点认为资本市场中投资者保护功能本质上是通过市场机制实现的。在一定的法律规范与理性预期下，股票市场、债务市场、控制权转移市场、经理人市场乃至产品市场会形成对管理层的正向或负向激励，从而降低代理成本，提升公司价值。

在我国当前法律体制和市场环境下，投资者保护状况由法律规范、社会规范以及市场机制共同决定，协同发挥作用。首先，完善的法律和高效的执行可以提升上市公司经理层侵占和损害股东利益的机会成本，提高投资者因利益损害而获得赔偿的可能性。其次，社会规范通过证券市场监管和利益集团的博弈来发挥投资者保护作用。最后，在既定法律框架和社会规范下，市场机制会发挥作用，企业高管在市场机制激励和约束下，自动保护股东价值，形成投资者保护的内在动力。

## （二）投资者保护因素影响途径分析

证券市场通过事前逆向选择规避、事中决策与控制、事后背

德惩戒三个基本路径影响投资者保护状况。

从事前来看，投资者保护功能体现为逆向选择与市场资源配置。在所有权与经营权分离情况下，存在股东与管理层、大股东与小股东之间的信息不对称，包括信息源不对称、获取信息时间的不对称和信息量的不对称，这种信息不对称引发的“逆向选择”将会导致市场资源配置功能的失调。从投资者角度来看，降低信息不对称，提高对公司价值与风险估计的精度，降低其投资失误的概率，是保护其合法权益的有效途径。所以，充分的信息披露成为保护投资者利益的重要手段，而法律法规、社会规范、市场机制通过降低信息不对称来防止出现“劣币驱逐良币”的现象，促进资源的合理配置及投资者与企业间的良性互动。

从事中来看，投资者保护体现为企业的管理决策和内部控制。企业通过管理控制决策与财务决策配置要素资源实现经营目标。内部控制通过企业组织体系中各主体之间的相互制衡和监督，来实现并强化决策。良好的管理决策和内部控制成效，表现为企业合法合规、资产安全、财务报告及其他信息真实完整、经营效率和效果提升，股东价值最大化目标得以实现。

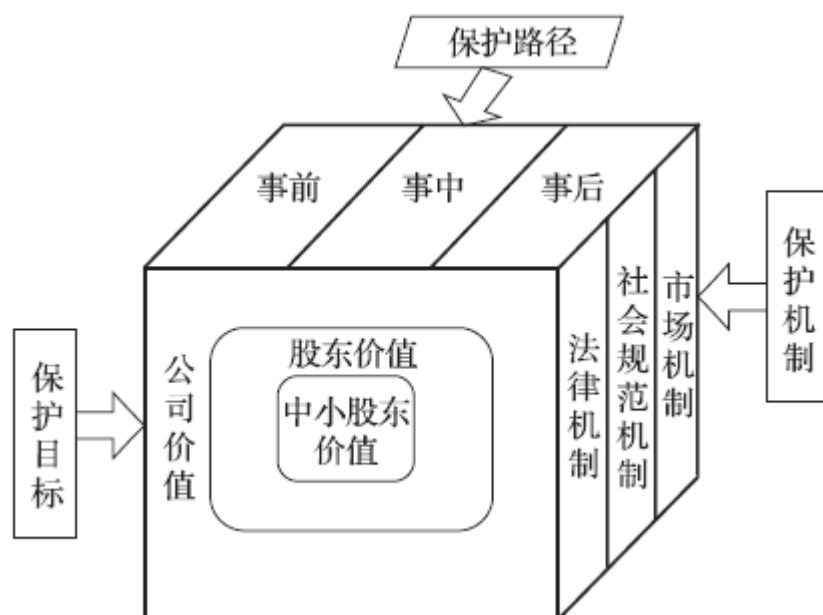
从事后来看，法律规范、社会规范与市场机制会建立一种管理层或大股东背德的声誉机制与惩戒机制(崔学刚，2011)，表现在资本市场、经理人市场与产品市场。透明而高质量的会计信息、有效的内部控制、高效的管理控制决策与财务决策能够降低外部投资者的信息风险与投资风险，并降低公司的股权与债务融资成

本；失败的投资与运营、低下的经营业绩更可能引起高管的更换；高质量的审计师会提升公司股票的价值相关性等。这些机制又会进一步反馈到事前与事中机制上来，强化投资者保护成效。

## 二、投资者保护状况评价的基本思路和方法

### （一）投资者保护状况的分析框架

基于上述影响因素及途径分析，我们认为评价投资者保护状况要综合考虑影响我国证券市场投资者保护状况的主要因素，法律规范、社会规范、市场机制对股东、特别是中小股东权益的保护水平，并通过评价结果的应用完善投资者保护法律规范、社会规范、市场机制，从而形成投资者保护状况评价的正反馈作用，最终推动投资者保护水平的提升。



图：投资者保护状况分析框架

同时，投资者保护的内涵不是抽象的、普适的，而是在特定

环境、特定时间与空间下的具体价值和目标。在当前我国市场环境下，投资者保护状况评价也是有层次、有侧重的，并与投资者保护的目標和内涵一致。

## **（二）投资者保护状况评价的途径**

### **1. 宏观环境评价**

宏观环境评价是对证券投资的宏观和外部环境进行评价，主要包括：投资者保护法治环境、法律法规执行效率、政府治理环境、行政监管效率、监管执法行情况等。具体可设置投资者保护立法完备程度、投资者保护制度建设情况、监管部门查处案件情况、违规处罚数量等指标，并通过各指标得分在不同年份间的纵向比较、境内外证券市场的横向比较反映出投资者保护的宏观环境及变化趋势。

### **2. 市场组织和建设情况**

市场组织和建设情况是对市场机制和社会规范进行评价，主要包括：市场准入与竞争、投资者适当性、市场中介服务情况、自律监管情况、投资者利益受损补偿情况等。具体可设置市场准入条件、适当性制度及执行情况、自律监管措施及完备程度、自律监管措施及处罚实施情况、调解制度建设及执行情况、市场深度、市场广度、市场流动性、市场交易成本、市场波动性等指标。

### **3. 投资者保护实际成效**

从上市公司个体入手，从投资者决策参与权、知情权、投资收益权等方面入手，从法律法规及其执行成效、投资者的满意度、

财务指标方面进行评价，内容涵盖了法律机制、社会规范机制和市场机制，衡量投资者权益的实际保障效果，同时通过投资者调查获取投资者对自身权益保护状况的自身感受及满意度，以主客观相结合的方式衡量投资者保护绩效。

在评价上市公司的同时，逐步将对投资者保护实际成效的评价扩展到证券公司、基金管理公司、期货公司等市场中介机构，从证券服务机构角度构建与投资者保护相关指标，衡量市场中介服务机构相关投资者保护实际成效，作为上市公司投资者保护成效的补充。

### （三）投资者保护量化分析方法

由于投资者保护实际成效的影响因素众多、影响途径复杂，且对我国投资者保护状况的综合分析还处于起步阶段，建议先对三个方面的问题分别做量化研究，分别运用比较分析、主成分分析、描述性统计分析等方法进行量化研究，汇总形成评价结论。同时，不断完善评价指标体系和方法，在对上市公司投资者保护状况评价的基础上研究拓展针对其他市场主体投资者保护状况的评价，形成较为全面的投资者保护状况评价工作机制，并广泛推动评估评价结果的应用。

基于目前的分析框架，对投资者保护状况的量化分析指标分为总量指标和个体指标两大类。宏观环境评价、市场组织和建设情况评价将涉及反映市场总体情况的总量指标，如投资者保护相关法律存量、上市公司违规处罚次数、自律监管措施及处罚数量、

市场流动性、市场波动性等。由于缺乏对相关指标的实证分析，建议通过描述性统计分析、主成分分析法、多重对应因素分析等方法，分析各因素指标的相关性及因果关系，条件成熟时建立相应的回归模型，分析各独立因素对投资者保护状况的影响，并建立相应的投资者保护预警模型。

投资者保护实际成效将通过对上市公司等市场主体的客观评价及投资者主观意愿调查的方式分析投资者保护实际成效。首先要基于市场主体与投资者之间的关系构建符合我国证券市场实际情况的评价指标体系，并赋予一定的权重，通过对公开披露数据的采集、无量纲化、计算，得到每个市场个体的投资者保护状况得分，再通过对得分的分析，对整体的投资者保护成效进行分析，总结投资者保护工作取得的成效，分析投资者保护存在的问题，反映投资者反应突出的问题，结合上述宏观环境评价、市场组织与建设评价，提出提升投资者保护的立法及政策建议。未来通过将评价结果与日常监管、行政许可申请审核挂钩，公布评价结果，建立投资者保护状况的正反馈机制，推动我国投资者保护成效的不断提升。

### **三、政策建议**

**(一) 统筹系统数据资源和监管经验，建立一套科学有效的投资者保护指标体系**

随着中央监管信息平台的建立，系统内数据资源将进一步标准化、结构化，建议在上述投资者保护状况评价框架下，整合系

统内各单位资源，构建一套具有我国资本市场特色的评价指标体系，建立相应的数据采集、校验、量化分析、结果反馈及应用的工作机制，持续开展对我国资本市场投资者保护状况的评价。随着监管转型及投资者保护工作的推进，不断固化监管经验，丰富指标体系，拓展评价范围，完善评价方法，形成一套与我国资本市场发展相适应的动态指标体系。

## **（二）推出并发布《中国资本市场投资者保护状况白皮书》**

在构建我国资本市场投资者保护状况评价指标体系并开展评价的基础上，建议编制发布反映我国投资者保护总体状况的白皮书，反映资本市场投资者保护总体水平和变化趋势。同时，在投资者保护状况评价的总体框架下，不断完善对不同市场主体、不同影响因素的评价评估机制，形成反映不同市场主体、不同问题投资者保护状况的专项投资者保护白皮书，不断丰富投资者保护状况白皮书内容，形成资本市场投资者保护系列白皮书。通过白皮书的发布，引导社会公众对资本市场投资者保护问题的关注、理解和重视，加强投资者对资本市场的信心，改善资本市场投资环境。

## **（三）逐步推动投资者保护状况评价正反馈机制建立**

为实现建立投资者保护督促评价机制的目标，建议在上述工作基本完成的条件下，逐步通过将市场主体投资者保护评价结果纳入市场主体分类监管框架，将投资者保护水平与行政许可申请审核挂钩，将投资者保护结果向社会公众公布，建立一套市场各



方积极参与的投资者保护正反馈机制，通过评价结果的应用完善投资者保护法律规范、社会规范、市场机制。一方面，总体评价结果可为完善投资者保护相关法律法规政策体系提供依据，以尽快出台投资者适当性管理、投诉处理、纠纷解决、投资者教育、优化投资者回报等规章制度、自律规则；另一方面，公布个体评价结果可建立一套社会广泛参与的声誉机制，督促市场主体主动改善投资者保护状况。

（中国证券投资者保护基金公司 肖蕊）

2015年5月19日

## 免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与中国证券投资者保护基金有限责任公司无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归中国证券投资者保护基金有限责任公司所有，未获得我公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中国证券投资者保护基金有限责任公司”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。