

# 中国证券投资基金保护机制的创新方向 与实现路径\*

何德旭 周宇

**〔摘要〕**本文从证券投资基金权益保护的内涵入手,在梳理国内外证券投资基金权益保护研究状况的基础上,借鉴国际投资者权益保护经验,描述了中国证券投资基金权益保护的基本格局,并从宏观环境、企业治理、市场建设、效果表现等方面,对中国证券投资基金保护的有效性进行了量化分析。基于此,文章从投资者保护流程、六大投资者保护手段以及政府、法律、市场三者间的关系等角度,对投资者权益保护制度做出了原创性设计,提出了构建以政府监督、市场自律、法律制度为基础,法律保护、行政保护、行业自律保护、社会监督与自我保护、保护基金制度、信息披露制度“六位一体”的投资者保护体系及保护机制总体思路。

**关键词:** 中国资本市场 投资者权益保护 证券投资基金保护机制

**JEL 分类号:** G21 G29 O16

中国资本市场经过 20 多年的发展,取得了举世瞩目的成就,特别是为中国经济增长做出了巨大的贡献。但不可否认的是,由于证券市场诞生的历史背景、体制机制、社会文化等多方面的原因,中国资本市场过于注重市场融资作用,而忽视了投资者权益保护,甚至于在一定程度上损害了投资者的利益,从而也阻碍了中国资本市场的健康发展。在新常态背景下,在当前中国资本市场发展的关键时期,建立一套更加行之有效的证券投资基金保护体制机制,切实维护、保障众多投资者的合法权益,已经刻不容缓。本文将着重针对中国资本市场投资者保护问题展开研究,并力图构建全新的投资者保护体制机制,为中国资本市场平稳、健康、可持续发展提供理论支撑与实践借鉴。

## 一、证券投资基金保护研究现状

证券投资基金作为资本市场资金的供给者,或者说作为股票、债券等证券的购买者,是承担证券交易、证券投资风险和收益的市场主体。为了有效维护正常的证券投资市场秩序,矫正市场失灵,使投资者能够在资本市场中公平地获得相关信息和投资机会,免于受到公司控股股东和内部人证券欺诈行为,必须通过一系列制度性安排,保障投资者合法权益得以充分落实、权利得到充分行使、利益得到充分保障、投资风险得到有效降低(张育军,2006)。

证券投资基金保护的核心是保护投资者的合法权益,也就是保护投资者因投资证券所产生的权利和行使权利所带来的利益,主要体现在两个方面:一是作为上市公司股东的相关权利;二是作为投资者的权利,即平等地参与证券交易的权利,以及公平地获得包括上市公司、证券监管

\* 何德旭,中国社会科学院金融研究所研究员,博士生导师;周宇,中国证监会证券投资基金保护基金高级经理,经济学博士。

部门以及其他市场主体可能影响证券价格变化的各种信息的权利和投资机会等,包括股票的持有与处置、知情、免受侵害等等。具体包括:(1)股东的知情权;(2)管理层任免参与权(即股东在公司经营管理层确定中参与、发表意见的权利,其中的参与可以是直接的,也可以是间接的);(3)重大经营事项参与权;(4)公司经营监督权;(5)股份转让权;(6)司法救助权;(7)分红权;(8)其他权利。

从目前相关的研究成果来看,国外关于证券投资者保护的研究主要集中在证券投资者是否需要专门的法律保护、外部法律制度与证券投资者保护、股权机构与投资者保护等方面。

1. 证券投资者是否需要专门的法律保护。关于是否需要通过法律来干预证券市场的发展,一直是个有争议的问题。制度经济学认为,现代公司是一个有效的契约组织,公司治理结构就是为确保公司运营效率最大化而设计的一系列的制衡性制度安排;最优秀的政府不是制定任何法律法规的政府,因此无需专门立法来保护投资者的权益。从这个意义上说,证券法规是无紧要的。Easterbrook and Fischel(1984)和 Macey and Miller(1994)认为,证券法律法规不重要,只要契约是完备的,监督执行契约的司法体系是有效的,那么投资者与公司签订的契约就足以保护投资者利益。他们甚至认为在某些时候投资者保护会对证券市场的发展产生阻碍的作用。但是,现实的环境很难满足契约论提出的近乎严苛的前提条件。Lopez-de-Silanes et al.(1995)认为,较为集中的外部投资者所有权能够有效地约束管理层,从而保护投资者。但也有研究表明,即使在外部所有权集中的德国,也存在着中小股东权益被侵害的问题。

2. 外部法律制度对证券投资者保护的影响。Coffee(1984,2000)提出,由于契约并不能使投资者权益免受侵害,因而,需要有专门的证券法来保障投资者权益,推动资本市场发展。国际证券监管组织(International Organization of Securities Commissions,IOSCO)也把投资者保护作为证券监管的首要目标,认为“投资者应当受到保护,以免被误导、操纵或者被欺骗,包括内幕交易、插队交易、滥用客户资金”(中国证券监督管理委员会,2012)。La Porta et al.(1998)的研究表明,投资者保护水平的不同是各国证券市场发育程度差异的重要原因之一。他们用 49 个国家的样本研究发现,对中小投资者权益的保护是建立发达国家资本市场的因素。投资者保护较差的国家的资本市场发展受到严重限制(胡汝银和司徒大年,2002)。

全球金融危机以后,国际上证券投资者保护机制改革加快,特别是美、英等国证券投资者保护得到强化。其中,美国扩大了证券投资者保护的产品范围,将期权纳入美国证券投资者保护范围,对违反证券投资者保护法的罚金、证券公司失实陈述的罚金分别提高了 5 倍,达到 25 万美元,同时成立了新的投资者保护机构——消费者金融保护局。英国也在 2011 年发布了《金融监管新方法:改革蓝图》白皮书,提出投资者保护和金融监管的全新的变革措施;成立金融行为监管局(FCA),采取更加严厉的手段保护投资者,监管各类金融机构业务行为;强化投资者投诉处理制度,提出金融企业完善投诉处理制度,对投资者损失进行补偿,否则将受到 FCA 的严厉处罚;完善金融服务补偿计划(FSCS),提高拓展补偿资金来源,提高补偿基金缴纳基础;建立专门针对系统性、重要性投资公司及其母公司破产的解决机制,减小“大而不倒”机构破产带给投资者的严重损失(张学政,2014)。美、英保护证券投资者权益的新举措值得高度重视和研究借鉴。

3. 公司内部治理与中小投资者权益保护。内部治理是公司层面保护投资者权益、获取公司成长收益的重要机制,其相关研究在近年来得到了快速发展。La Porta et al.(2000)的研究表明,公司治理结构和投资者保护存在较大相关性,在英、美等投资者保护相对较好的国家,公司内部治理结构往往更为合理、有效,资本在公司间的配置更有效率,投资者保护程度也较高;而大陆法系的国家,投资者保护则相对较差,股权集中度相对较高,公司绩效也较差。La Porta et al.(1999), Johnson et al.(1996)的研究认为,过于集中的股权结构如被国家控股、家族控股的企业,其控股股东存在着损害外部投资者或中小股东权益的倾向和行为。大股东通过各种“隧道”挖空上市公司资产,会使

公司对投资者的承诺难以兑现,直接损害中小股东利益(这种控股股东通过各种“隧道”转移资产和利润、提升私人收益的行为称为“隧道行为”);他们的研究还指出,掏空行为可以分为转移资产、转移定价、给管理层高工资或过度职务消费、追求非利润最大化发行证券等。Claessens et al. (2000)在研究中发现,也会出现大股东反向的利益输入行为,即“支撑行为”,主要是由于长期的“隧道”输送会对公司的业绩和声誉产生影响,甚至降低公司的市场价值,最终危及大股东利益,所以大股东为维持公司业绩也会向公司注入资源。Klein(2002)的研究表明,董事会构成的独立性越强,对公司会计过程的监督越有效,经理人机会主义的会计选择行为会相应降低。Kinney(2000)认为,公司内部控制的有效性对财务报告信息的可靠性有直接影响,并影响到对投资者的保护效果。Ashbaugh-Skaife et al.(2006)认为,内部控制增强有助于提高会计质量、保护投资者权益,提高市场对公司价值的认可程度,投资者受益后回报给公司的是投资的热情和长久的融资。

可以说,国外对证券投资者权益保护的研究已经形成一个较为完善的分析框架。但在国内,对投资者权益保护的研究时间不长,而且对投资者权益保护的研究主要侧重于局部分析,还缺乏对投资者权益保护的系统性、长远性的研究框架,从而也在一定程度上造成了相关政策的孤立和片面。针对目前研究中存在的不足,本文对中国证券市场投资者保护的分析将在借鉴西方证券市场投资者保护成熟理论和经验的基础上,积极把握中国经济与证券市场发展进程的内在联系,从顶层设计的角度,分析外部法律制度保护、上市公司内部治理、投资者保护基金、证券投资者自我保护等的内在作用机理,提出建立适合中国证券市场的证券投资者保护体系的建议。特别是,就中国证券投资者保护而言,主要是对社会公众投资者或者说众多中小投资者权益进行保护。从这一点出发,本文将着重讨论沪、深两个证券交易所上市企业的社会公众投资者和中小投资者利益的保护问题。

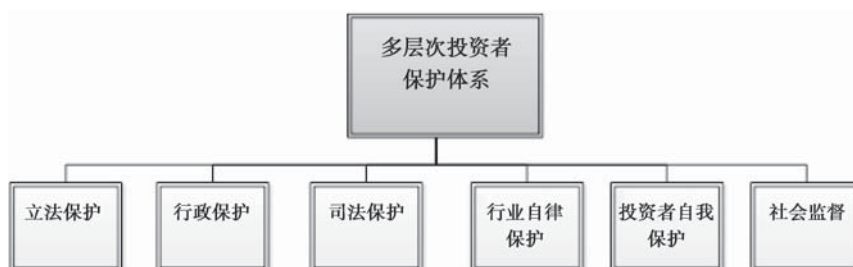
## 二、中国投资者保护的现状及评价

改革开放以来,中国证券市场规模不断扩大,产品及业务逐渐增多,已经从单一市场发展为主板、创业板、中小企业板、代办股份转让系统(即“三板市场”)、全国中小企业股份转让系统(即“新三板”市场)等有机联系的多层次资本市场,形成了个人投资者、证券投资基金为主导,社保基金、保险资金、企业年金、合格境外机构投资者(QFII)、证券公司资金等内外资机构投资者共同发展的局面。2014年A股市场市值总规模达到37.11万亿元,超越2007年创出的历史最高纪录。以市值规模计,A股市场已超过日本,成为仅次于美国的全球第二大证券市场。证券市场的发展拓宽了普通投资者的投资渠道,也为企业拓宽了外部融资渠道,将更多的社会剩余资金通过证券市场流入企业,为中国经济发展、结构优化升级打下了基础。中国证券市场正朝着市场化、法制化、规范化、国际化的方向迈进,证券投资者也随着证券市场一同成长,由感性逐步走向理性而愈发成熟(周宇,2012)。

但与国外资本市场相比,中国证券市场还处在发展的初级阶段,证券市场的上市公司、中介组织、市场参与者等都还处于成长阶段。基于中国证券市场诞生的历史背景、体制机制、社会文化等多方面的原因,中国证券市场长期重视融资功能、轻视投资回报,证券市场制度不完善,上市公司自身治理结构存在缺陷、政府干预过多、信息披露不规范、监管力量薄弱、法制建设滞后,对投资者利益保护不足,股市造假、内幕交易、挪用客户资金等各种违规、非法交易等时有发生,一定程度上影响了证券市场的持续、健康和稳定发展。此外,投资者自身的素质、对资本市场的认知能力较低,造成投资者缺乏独立思考、独立决策判断的能力,也成为证券市场滞后的重要因素。

就中国投资者保护现状而言,张云(2011)认为,中国已初步形成多层次投资者保护体系。1998

年颁布的《证券法》明确了中国证券监管的最终目标,即保护投资者合法权益,维护社会经济秩序,促进市场经济发展。中国证监会从成立至今也不遗余力地保护投资者的合法权益。经过不断实践,中国已基本形成由国家法律法规和行政保护、投资者自我保护、市场自律保护与社会监督保护相结合的多层次投资者保护体系(见图1)。



一是立法保护。中国《宪法》2004年修正案明确提出公民合法的私有财产不受侵犯。其后的《刑法》修正案(六)、(七)对虚假陈述、内幕交易等证券犯罪进行了明确规定,有力地保护了投资者的权益。2005年修订后的《公司法》、《证券法》进一步加大了投资者保护力度,明确了股东权利和公司控股股东、实际控制人的赔偿责任,确立了投资者保护的创新机制——证券投资基金制度,为投资者保护提供了基本的法律依据和机制保障。

二是行政保护。近年来,中国证券监督管理部门不断强化信息披露制度、加强日常监管、严格行政执法和处罚,开展了股权分置改革、清理大股东清欠等一系列活动,有力地保护了投资者的合法权益。

三是司法保护。近年来,中国的民事立法和司法开始探求在法院的介入下、通过民事诉讼机制解决证券侵权所导致的群体性纠纷事件,以保证证券投资者权益。尤其是《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》、《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》等的相继实施,为证券投资者保护民事司法救济机制的运行提供了进一步的操作性规范。

四是行业自律保护。行业自律组织包括证券业协会、证券交易所、独立董事协会等,行业自律保护是投资者保护机制的重要组成部分。以证券交易所为例,通过制定章程、上市规则、交易规则、会员规则等,来实现组织市场和监管市场的职责,保证投资者的知情权和公平交易权,达到保护证券投资者权益的目的。

五是投资者自我保护。近些年来,中国建立了投资者教育体系,开展了投资者教育与服务巡讲等一系列富有特色、注重实效的投资者教育活动,投资者自我保护机制和自我保护意识日益增强和完善。同时,证券投资基金公司启动了投资者教育工程,帮助证券投资者树立正确的投资理念,解决证券投资者遇到的实际问题。

六是社会监督。随着信息传播手段的快速发展,证券市场日益透明,社会监督在证券投资者保护方面发挥着越来越重要的作用。

对于证券投资者保护水平和保护程度的评价,可以在微观数据汇总与分析的基础上,借助公开发表的统计资料和既有的较为成熟的评价方法,构建证券投资者保护的综合评价体系。多目标综合评价中指标权重的确定方法较多,一般根据样本量、指标特征及评价目标确定赋权方法,常用的赋权方法主要有德尔菲法、层次分析法、变异系数法、熵值法、主成分分析法等,其中德尔菲法与层次分析法属主观赋权方法,变异系数法、熵值法和主成分分析法属客观赋权方法(陶永勇,2006;

杨宇,2006;姜付秀等,2008;沈艺峰等,2009;徐根旺等,2010;张雪峰,2010;谢志华,2012;中国证券投资者保护基金有限责任公司,2012)。

综合考虑中国证券投资者保护评估的类型和范围、层次和内容,结合数据的可得性和客观性等原则,本文将中国证券投资者保护评估指标体系设定如下(见表1)。

表1 中国证券投资者保护评估指标体系

一级指标(方面指标)	二级指标(分项指标)	三级指标(基础指标)
宏观环境	法规制定及其执行	A1 相关主要法律存量指数(分)
	体制监管及其效率	A2 上市公司违规处罚数(次)
公司治理	股东治理	B1 股东治理综合指数(分)
	董事会治理	B2 董事会治理综合指数(分)
	监事会治理	B3 监事会治理综合指数(分)
	经理层治理	B4 经理层治理综合指数(分)
	利益相关者治理	B5 利益相关者治理综合指数(分)
市场建设	市场准入与竞争	C1 上市公司数(A、B股)(家)
		C2 上市股票数(只)
		C3 股票市值总值(亿元)
		C4 股票流通市值比率(%)
		C5 A、B股市场ST公司比例(%)
		C6 债券年末上市数目(只)
		C7 债券期末余额(亿元)
		C8 非国债期末余额比例(%)
		C9 证券投资基金数量(只)
		C10 证券投资基金规模(亿元)
		C11 开放式投资基金资产净值占比(%)
		C12 期货全年总成交额(亿元)
		C13 金融期货总成交额占比(%)
		C14 证券投资顾问数量(人)
		C15 基金管理公司数量(家)
		C16 基金托管银行数量(家)
		C17 证券公司数量(家)
		C18 证券营业部数量(家)
效果表现	知情权	D1 上市公司信息披露综合指数(分)
		D2 每股净资产(元)
		D3 每股平均收益(元)
		D4 基金投资收益率(%)
		D5 单位基金分红额(亿元/只)
		D6 上市公司净资产收益率(%)
效果表现	收益权	

在运用 spss 软件对原始数据标准化和评估指标权重求解基础上，结合标准化后的各指标数值，进行加权计算，可以给出对中国证券投资者保护状况的总体评价，其相应得分如下（见表2）。

表 2 中国证券投资者保护状况的综合评价得分

评估指标	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
宏观环境	-0.07	-0.05	-0.03	-0.01	0.01	0.03	0.03	0.04	0.05
公司治理	-0.41	-0.11	-0.09	-0.04	0.04	0.09	0.08	0.17	0.28
市场建设	-0.71	-0.52	-0.33	-0.21	-0.02	0.07	0.32	0.59	0.80
效果表现	-0.26	-0.08	-0.10	-0.07	0.14	0.03	0.01	0.16	0.16
综合得分	-1.45	-0.75	-0.55	-0.34	0.17	0.21	0.45	0.95	1.30

从表 2 可以看出，中国证券投资者保护的综况总体上呈现一个不断改善的趋势，综合得分从 2003 年的-1.45 增长到了 2011 年的 1.30（有负号是因为本文在对原始数据进行标准化时采用了依据均值和标准差的标准化方法；负号的含义代表此时得分比这 9 年得分平均值要小；因为关注的主要是相对变化趋势问题，因此这里的正负号差异并不能影响本文的分析），年均增长约 0.31 分。

从四大方面指标的情况来看，9 年时间里，宏观环境得分从-0.07 增长到 0.05，年均约增加 0.01 分；公司治理得分从-0.41 增长到 0.28，年均约增加 0.08 分；市场建设得分从-0.71 增长到 0.8，年均约增加 0.17 分；效果表现得分从-0.26 增长到 0.16，年均约增加 0.05 分。可以看出，2003~2011 年，相比较而言，中国证券市场建设在这几年取得了长足的进展，发展十分迅速。其中，中国证券行业的发展，市场化建设进程最快，公司改制和公司治理次之，宏观上的法制建设和监管改革进程最为缓慢（周宇，2014）。

在“公司治理”、“市场建设”、“效果表现”的分项指标中，各指标都发生了程度不同的变化，表明中国证券市场在证券投资者权益保护方面正在发生积极的改变。

### 三、发达国家(地区)证券投资者保护的借鉴

#### 1. 美国证券投资者保护的成功经验

美国证券市场作为当今世界上最发达、最繁荣的证券市场，在很大程度上得益于其拥有世界上最完善的证券市场监管体系。美国证券交易委员会的宗旨就是为了切实保护投资者权益，确保证券市场公平、有序和高效运行，便利资本形成。证券监管的目的是寻求最大的投资者保护和最小的股票市场干预，为此，美国建立了一个庞大的投资者信息系统，一方面促成投资者做出正确的投资选择，另一方面利用市场投资选择把发行质量差、超过市场资金供给承受能力的股票驱逐出股票流通领域。美国《证券法》也将向投资者提供有关证券公开发行的实质性信息和禁止证券发售过程中的误导、虚假和其他欺诈行为作为两个最基本的目标（中国证券投资者保护基金有限责任公司，2007）。在证券交易所和行业协会等自律层面，也制定了有关会员管理和证券交易管理的规章制度。

#### 2. 韩国证券投资者保护的相关经验

1997 年亚洲金融危机后，韩国先后出台了一系列的法律规定。1997 年 12 月颁布的《金融监管组织设立法》，主要目的是将金融监管权集中，并设立金融监督委员会（The Financial Supervisory Commission, FSC），同时设立金融监督院（The Financial Supervisory Services, FSS）作为其执行机构。

在金融监督委员会(FSC)下设有证券与期货委员会(The Securities & Futures Commission, SFC),具体负责证券与期货市场的监管事务。金融监督委员会确立了健全的信用秩序和公正的金融交易规则,保护存款者和投资者等金融需求者,并以促进国民经济发展为目的。证券期货委员会的首要职责是调查证券期货市场中的内幕交易、操纵市场等欺骗行为,并监管会计标准的执行,以及对审计结果进行检查,处理与证券期货市场相关的、可能被送交金融监督委员会的相关问题。金融监督院在金融监督委员会和证券期货委员会的直接领导下,承担加强韩国金融机构监管的责任,主要涉及6个业务领域:监管、检查不公平的金融交易、考试、会计及稽查系统、消费者保护和监管普通事件。由此可见,韩国金融监管机构也将投资者保护作为其主要监管目标之一(张学政,2014)。

### 3. 香港证券投资者保护的借鉴

以香港联合交易所的成立为标志,香港证券市场进入了全新的发展时期。1989年,香港证券暨期货实务监察委员会(SFC)成立,在促进市场健康、稳定和规范发展方面做了大量卓有成效的工作。根据《证券及期货事务监察委员会条例》,香港证监会(SFC)的法定目标是:使市场有足够的流通量,维持和促进证券期货业的公平性、效率、竞争力、透明度及秩序;提高公众对证券期货业的运作及功能的了解;向投资于或持有金融产品的公众提供保障;尽量减少在证券期货业内的犯罪行为及失当行为;减低在证券期货业内的系统风险,避免市场失灵和适当地管理风险,以确保一个市场的危机不至影响其它的金融范畴;及采取与证券期货业内有关的适当步骤,以协助财政司维持香港金融方面的稳定性;促进有利于投资和经济增长的经济环境的设立。可见,香港证监会的目标中对投资者权益保护的内容占据了三分之一多,明确了投资者的知情权,为其权益的实现提供了制度保障。

至目前,多数国家或地区的证券监管机构都将投资者保护作为其主要目标之一,并通过一些有效的制度安排来保证投资者合法权益的真正实现。在证券发行环节,设立市场准入标准,建立严格的信息披露制度;在上市公司的监管方面,不断提高上市公司质量,加强日常监管;对于中介机构,则要求其规范执业,促使其做大做强,并将投资者的利益保护作为最为监管的重点。同时,还建立了完善的侵害投资者利益的问责机制,对侵害投资者利益的行为追究民事、刑事、行政等责任,通过严格执法与采取行政处罚等措施及时制止损害投资者权益的行为。此外,还积极营造保护投资者的外部环境,诸如加强资本市场诚信文化建设,构建有效的投资者保护的诉讼制度,开展形式多样的投资者保护教育活动等。

## 四、中国投资者保护机制的构建思路与实现路径

证券投资者保护需要一系列有效的制度安排。证券投资者保护制度的核心是要通过一整套正式的、非正式规则,包括广泛接受的各种有关做法,建立一套涉及关键“行为人”的激励与约束机制,使他们利益与投资者一致。在制度安排方面,投资者保护制度具体涵盖公司、社会两个层面。公司层面的制度安排主要涉及董事会与管理层责、权边界划分,完善公司内部治理机制,建立公司内控机制等方面,具体包括:股东投票权、参与权、话语权,董事会职责,禁止内幕交易、股东派生诉讼制度、集体诉讼制度等等。社会层面制度安排的核心是构建公开、公平、公正的市场环境,科学、合理的证券市场监管体系,高效的证券市场监管制度,从而最大限度保护投资者的合法利益。

### 1. 基于公司层面的投资者保护机制的构建

在公司层面,相关的制度安排要使代理成本最低,使代理人只有按照股东或公司最佳利益行事,才能实现最大限度的个人利益(货币收益与非货币收益)。公司层面的制度安排,主要涉及完善公司内部治理,清晰界定董事会和管理层的责权利,建立公司内部控制与监督机制。股东投票权

和投票程序的科学界定,对于保护相对于控股股东和相对于管理层的少数股东的权利来说极为重要;公司董事会和董事的职责、权力和责任的明晰及得以切实贯彻执行,也有助于保护中小股东和投资者;对公司内部人自我交易的禁止(不管自我交易是借助于关联交易,还是通过“管道输送”或采取内幕交易的形式),对公司收购规则的完善和规范,都是保护中小股东和投资者的重要手段;另外,建立派生诉讼和集体诉讼制度,中小股东和投资者可以拥有对大股东、管理层和董事的法律求偿权。

## 2. 基于社会层面的证券投资者保护机制构建

从整个社会的角度来看,要在公司以外的政治、法律、市场、中介等相关层面建立相关制度,使这些层面的“行为人”只有按照股东或公司最佳利益行事,才能使个人利益最大化。(1)在政治层面,要清晰界定政商关系,政府应避免既是“裁判员”又是“运动员”的利益冲突;(2)在法律层面,要进一步补充和完善保护投资者权益的完善的法律体系,同时还要规范司法程序和加大执法力度;(3)在自律层面,要进一步完善证券交易所的上市规则,进一步规范和强化上市公司的信息披露;(4)在市场层面,要进一步约束和激励管理层的公司控制权市场、经理人才市场和产品市场;(5)在证券中介机构层面,主要是强化投资基金和机构投资者的分析师、会计师事务所和律师事务所的自律,还要建立通过成员资格授予、信息共享、同业竞争等界定并维持行业执业标准的专业协会(如会计师协会、证券经纪商协会、公司董事协会等);(6)在媒体层面,支持和鼓励媒体对上市公司可能的欺诈和侵害投资者的行为独立、客观地进行分析、报导和揭露。总之,投资者保护制度,无论是在公司层面还是在社会层面,主要涉及到公司的监督和控制、信息披露和公司透明度这两大类,这些制度的着眼点在于最大限度地降低信息不对称的程度和道德风险,实现激励相容,保证代理人利益与委托人的利益尽可能地一致,切实保护证券投资者利益。

## 3. 基于流程的证券投资者保护机制的构建

从过程上看,一套完善的证券投资者保护制度,首先是建立和完善一系列的包括公司法、证券法以及投资者保护法等在内的旨在保护投资者利益的法律体系,然后是在此基础上的制度和政策安排,这其中通常包括公司治理制度、信息披露制度、会计准则以及相应的金融监管政策和手段。如果把法律和制度的建设看作是保护证券投资者利益的事前防范措施,那么完善公司治理和强化金融监管就是事中控制的重要手段,而投资者补偿制度的建设和投资者保护基金的设立则是投资者保护制度中的事后处理机制。

中国证券投资者保护制度的设计,既不能照抄照搬西方发达国家的投资者保护制度,也不能沿用传统思维模式下过度依赖政府的投资者保护模式。未来中国证券投资者保护体系应坚持建立和发展市场机制、政府监管、法律制度三条路径协同推进。只有转变传统证券投资者保护的思维模式,从公司与社会两个层面进行制度创新和重构,建立以市场机制、政府监管、法律制度为基础,立法与司法保护、行政监管、社会监督与投资者自我保护、投资者保护基金制度、行业自律监管、公开信息披露共同发力的“六位一体”的投资者保护体系,才能从根本上解决中国证券投资者权益保护不力、证券市场效率不高的问题。这六大保护手段的互相配合本质上体现了市场机制、政府监管、法律制度三者间的辩证统一关系。市场机制能够自发、灵活地配置资源,可以对市场本身存在的问题快速做出反应,当然它也无法解决内生的失灵问题;政府运用行政权力对证券市场进行宏观调控和监督管理,可以弥补市场失灵之缺憾,但也存在监管失效的局限;法治作为证券市场的制度保障,可以在一定程度上消除市场失灵和监管失效,当然法治也不是万能的。这三者相互补充、相互制衡,共同发挥作用。只有将三者各自的优势充分发挥出来,同时最大限度地弥补其种种缺陷,才能为证券投资者提供尽可能多的保护(周宇,2014)。总体上,在健全法律保护长效机制的基础上,妥善处理好政府和市场的关系,尤其是更加注重发挥市场配置资源的决定性作用,把重心放在建



设多层次、成熟的证券市场体系上,才是标本兼治的长久之道。

需要指出的是,证券投资者权益保护是一项系统工程,涉及企业、政府、投资者、中介机构等方面,是一个长期而艰巨的过程。虽然对证券投资者权益保护已经成为各界的共识,但无论是外部法律制度的完善,还是公司内部治理机制的建立,都不可能一蹴而就,必须注重顶层设计、精心谋划,并且持之以恒,不断完善证券投资者权益保护机制,最大程度地保护证券投资者的利益,为中国证券市场的稳健、可持续发展奠定坚实的基础。

#### 参考文献

- 胡汝银、司徒大年(2002):《投资者保护理论与实践综述》,载《投资者保护系列研究报告》,上海证券交易所。
- 姜付秀、支晓强、张敏(2008):《投资者利益保护与股权融资成本——以中国上市公司为例的研究》,《管理世界》,第2期。
- 沈艺峰、肖珉、林涛(2009):《投资者保护视角与上市公司资本结构》,《经济研究》,第7期。
- 徐根旺、马亮、吴建南(2010):《投资者保护测量:一个研究综述》,《预测》,第2期。
- 谢志华(2012):《中国上市公司投资者保护评价报告(2011)》,经济科学出版社,第1版。
- 中国证券投资者保护基金有限责任公司(2012):《中国上市公司投资者保护状况评价报告(2011年度)》,第1版。
- 杨宇(2006):《多指标综合评价中赋权方法评析》,《统计与决策》,第7期。
- 张雪峰(2010):《基于SPSS的主成分分析法在经济效益评估中的应用》,《现代商贸工业》,第11期。
- 陶永勇(2006):《基于中小投资者权益保护的企业业绩评价指标体系创新》,《财会月刊》,第5期。
- 张育军(2006):《投资者保护法律制度研究》,人民法院出版社,第1版。
- 张云(2011):《中国多层次证券市场下的投资者保护研究》,福建师范大学硕士学位论文。
- 张学政(2014):《证券投资者保护的国际借鉴》,《中国金融》,第9期。
- 周宇(2012):《中国资本市场发展经验与启示》,《河北学刊》,第11期。
- 周宇(2014):《中国证券投资者保护机制研究》,中国社会科学出版社,第1版。
- 中国证券投资者保护基金有限责任公司,《证券投资者保护基金系列课题研究报告(2007):《国外投资者利益保护理论与实践的发展》》,第1版。
- 中国证券监督管理委员会(2012):《中国资本市场二十年》,中信出版社,第1版。
- Ashbaugh-Skaife, H., D. Collins and R. LaFond (2006): “The Effects of Corporate Governance on Firms’ Credit Ratings”, *Journal of Accounting and Economics*, 42, 203–243.
- Claessens, S., S. Djankov and L. Lang (2000): “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations”, *Journal of Financial Economics*, 58, 81–112.
- Coffee, J. (1984): “Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System, Fifty Years of Federal Securities Regulation: Symposium on Contemporary Problems in Securities Regulation”, *Virginia Law Review*, 70, 717–753.
- Coffee, J. (2000): “Class Action Accountability, Reconciling Exit, Voice, and Loyalty in Representative Litigation”, *Columbia Law Review*, 100, 370–439.
- Easterbrook F. and D. Fischel (1984): “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors”, *Virginia Law Review*, 70, 669–715.
- Kinney, W. (2000): “Does Mandated Audit Communication Reduce Opportunistic Corrections to Manage Earnings to Forecasts?”, *Accounting Review*, 75, 383–404.
- Klein, A. (2002): “Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management”, *Journal of Accounting and Economics*, 33, 375–400.
- Johnson J., C. Daily and A. Ellstrand (1996): “Boards of Directors A Review and Research Agenda”, *Journal of Management*, 22, 409–438.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (1998): “Law and Finance”, *NBER Working Paper*, 5661, 1–47.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2000): “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, 58, 3–27.
- La Porta R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1999): “Corporate Ownership around the World”, *Journal of Finance*, 4, 471–517.
- Lopez-de-Silanes, F., A. Shleifer and R. Vishny (1995): “Privatization in the United States”, *NBER Working Paper*, 5113, 1–28.
- Macey, J. and G. Miller (1994): “Reflections on Professional Responsibility in a Regulatory State”, <http://heinonline.org> (1994–1995).

(责任编辑:罗 滢)