

浅谈证券投资者保护

杨 凡 张晓华

当证券与人们的生活越来越密切的联系在一起的时候，人们已经拥有的资产中的部分都以证券资产的形式存在着，尽快建立完善的投资者保护机制，将是决定这些证券资产保值与可再投资的关键，是证券业健康发展的基础，也是社会稳定与发展的依靠。

一、两种相应的理论

关于投资者保护的理論主要有两个学派，契约论和法律论。它们代表不同的主张。

“**契约**”（**contract**）论（此契约理论不同于通常所指的合同理论）认为，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的利益。社会完全可以基于契约运作，社会中的个人与他人、其他组织订立的契约足够维护社会的正常秩序。因为财产是私有的，为更好地保护自己的私有财产，个人有订立完备契约的激励。该派学者认为，可以不通过法律，而通过以下四种机制达到保护投资者的理想水平：

1、政府干预。即使没有法律的要求，政府也可以对公司施加压力，要求公司善待投资者，如果公司掠夺股东的利益，政府可以施予行政性处罚。

2、高度集中的外部所有权。在内部人不是公司的大股东时，可以形成对内部人的有效约束。最成功的案例是德国模式。在德国，金

融业是混合经营的，银行是全能的，许多大公司的股东是银行。银行的介入提高了公司的股权集中度。德国的经验表明，股权的集中度越高，公司利润越高。

3、市场声誉机制。一个打算长期经营的公司，不敢滥用股东的投资。“滥用”一旦被发现，公司失去信誉，很难再获得投资，公司的管理层也可能被解聘。

4、交叉挂牌上市的制度。如果允许公司能够选择去投资者保护水平高的市场上市，这种交叉挂牌上市的竞争可以提高投资者保护水平。

法律论的主要观点则是：1、法律体系在投资者保护方面是至关重要的。法律体系的差异是投资者保护水平差异的最重要的因素。他们对 49 个国家的投资者保护情况作了一个比较分析，结论表明，与普通法系国家相比，大陆法系的政府和司法腐败程度都比较高，政府效率和契约执行的水平都比较低；普通法系国家的投资者保护水平最高，德国和斯堪的纳维亚国家次之，法国、意大利最差。他们认为，法律规则的改变可以明显提高投资者保护水平，增强公司外部融资能力，提升投资者信心，进一步减少市场的扭曲。2、投资者保护水平越高，证券市场就越成熟和越发达。投资者保护水平与股票市场的发展呈正相关性。投资者保护越好，股票市场规模越大。美国是最典型的例子，美国股票市场的市值与 GDP 的比例超过 100%，比德国、日本高很多。股票市场越大，会出现一系列好的结果：上市公司数量

越多；上市公司的资产和销售额越大；上市公司相对于其资产的价值越高；红利支付额越大；股权集中度越低；控制公司的私人利益越低；投资机会和实际投资的关联度越高；金融市场抵御风险的能力越强。股权集中度与投资者保护水平呈反比。在投资者保护水平低的地方，理性的行为是提高股权集中度，所谓“宁为鸡头，不作凤尾”。许多公司干脆对非控股的公司不投资。目前，外资在中国的一个变化趋势是由合资变成独资，这是对中国投资者保护水平差的一个理性反应。美国的股权集中度很低，反映的是美国的投资者保护水平很高，公众很放心地把钱交给代理人使用，自己安于作小股东。

二、如何构建有效的证券投资者保护制度

证券投资者保护的最根本的目标是维护投资者的信心，使股东价值最大化，促进资本积累。为实现这个目的，必须公平对待所有的股东，在保护投资者、公司管理层的自由裁量权、公司效率和其他利益主体之间达到一种合理的平衡，关键是要建立一套完善的投资者保护制度。

由于中国的投资者保护水平低下，产生了很严重的经济、社会问题。许多公司上市之后，不是发展生产，创造利润，回馈投资者而是动歪脑筋，制造虚假信息，蒙蔽投资者，使许多投资者遭受损失。

上市公司把从股市圈来的资本当作免费的午餐，不用白不用。其实，股权是一种最高形式的资本。在投资者保护水平很高的国家，比如美国，经理层滥用股东的资源，股东有权进行民事诉讼，可能会使

经理人倾家荡产，永远被赶出职业经理人市场。高违规成本，阻止了許多人动歪脑筋。因此一个良好的投资者保护机制，才能保障稀缺的社会资源得到善用，将社会储蓄有效地转化为投资，实现社会的可持续发展，提升中国经济的整体竞争能力，化解和控制金融风险和其他形式的风险。

证券投资者保护制度建设的关键是推进如下五个方面的变革：

1、转变政府角色。中国上市公司许多是由地方政府控股的。一些地方政府本来完全清楚其控股的公司的赢利前景和目前的状况，但是一些根本不能赢利的公司却在政府的帮助下造假，获得证监会的批准上市了。这种情况下，地方政府是造假责任的当然承担者。政商不分的机制促成了这种造假的盛行。国家角色如果不转变，股市的问题就无法解决，证监会就无法进行有效的监管。投资者的权利也就无法保障。

2、变革法律。首先，要以投资者为本位，引入旨在防止控股股东滥用公司控制权的机制。应该加大追究大股东违规的责任。其次，发展独立、高效的司法系统，引入巡回法院制度。只有巡回法院制，才能打破中国强大的地方保护主义。政府控股的上市公司出了问题，地方法院往往无法进行公正的审判。巡回法院制度能保证司法更多的独立性。

3、国企和国有资产管理体制和治理机制的变革。以前，管国企的婆婆很多，谁都可以说“NO”，但是没有谁为国企的最终经营业

绩负责。只有国有资产管理角色单一化、专业化、商业化和透明化才能强化国有股东代理人的责任，才能有效的保护证券投资者。

4、发展公司控制权市场（公司并购市场）和经理市场。没有公司控制权市场和经理市场的发展，一个国家的产业结构和产业组织效率是不可能达到最优的。“大而全”、“小而全”的效率非常低下。应该从改革财税制度入手，促进公司并购市场的发展。上市公司并购活跃才能保证上市公司的良性循环，这样证券投资者的利益才能得到有效保护。

5、发展完整的公司董事会和管理层的激励和约束机制。只有健全的激励机制才能提高上市公司的保护投资者意识。

总之，我国需要通过一系列的改革和制度建设，建立一个良好的投资者保护机制，建设一个非常健康的证券市场，使整个社会的资产价值达到最大化，使投资者的权益得到保护。