

中国证券投资者保护指数研究

课题总策划人：陈共炎

课题总协调人：刘肃毅

课题研究组成员：吴建南（组长）

刘肃毅（副组长）

杨宇谦 马 亮

黄 欣 王 芸

摘 要

以证券市场为代表的资本市场的发展是国民经济健康运行的基础，因此证券市场是否繁荣稳定常常成为评价一国经济综合实力的重要指标。证券投资者是证券市场的根基和存续基础，投资者的投资热情和信心关乎市场的稳定与发展；然而，投资者因为资金、信息等方面的劣势而成为证券市场的弱势群体，其合法权益常常受到市场其它利益主体的不法侵害。在这样的背景下，证券投资者保护问题成为学界和实践界广泛关注的重大问题。中国证券市场虽然已经有了 17 年的发展历程，但“新兴加转轨”的特征仍然没有改变，市场还存在许多深层次问题，需要很长一段时间才能有所改观（尚福林，2007）。随着证券市场的规范与发展走向纵深，有关投资者保护的讨论也逐渐增多，并已经引起人们的广泛关注。然而，如何客观评价中国投资者保护状况并对之做出改进？关于该问题的研究还没有很大进展。

本研究报告对中国投资者保护行为的测量与评价问题进行了研究。采用多指标综合评价指数的统计理论与技术方法构建了中国投资者保护指标体系与评价指数，为全面、客观地评价中国投资者保护水平提供了有利的工具。

本研究认为，证券监管部门、证券自律管理机构、其他证券中介机构等是投资者保护的主体，它们的职责履行情况直接关系到投资者保护的水平和投资者保护问题可以从立法与制度建设、执法监管、投资者教育三个方面进行分析。依据上述两个维度的分析，从纵横两个方向构建了中国投资者保护绩效评价指数体系，并在此基础上探讨了综合指数的合成问题。借助调查和统计，收集、分析各指标数据并计算综合指数，在未来将可以给出中国投资者保护状况的真实量化描述。

目 录

| | |
|--|----|
| 第一章 绪论 | 1 |
| 一、证券市场与投资者合法权益..... | 2 |
| (一) 证券市场：功能定位与结构安排..... | 2 |
| (二) 中国证券市场发展历程与基本问题..... | 3 |
| (三) 证券投资者合法权益处于被侵害的风险之中..... | 8 |
| 二、证券投资者保护的方式与方法..... | 10 |
| (一) 法律论与契约论的争议..... | 10 |
| (二) 证券投资者保护基金..... | 11 |
| 三、证券投资者保护的实践与意义..... | 13 |
| (一) 为何保护证券投资者？——三种视角的审视..... | 13 |
| (二) 世界主要国家保护证券投资者的经验启示..... | 15 |
| 四、证券投资者保护的现实问题..... | 16 |
| (一) 中国证券投资者保护的基本状况..... | 16 |
| (二) 证券投资者保护中的不良现象..... | 19 |
| (三) 不良现象背后的原因分析..... | 21 |
| 五、证券投资者保护评价：必要性与可能性的论证..... | 22 |
| (一) 宏观角度..... | 22 |
| (二) 微观角度..... | 23 |
| 六、研究安排..... | 24 |
| (一) 研究问题..... | 24 |
| (二) 研究思路..... | 26 |
| 第二章 统计指数：从价格指数到多指标综合评价指数 | 29 |
| 一、统计指数的发展简史与基本内涵..... | 29 |
| (一) 何谓统计指数？..... | 29 |
| (二) 统计指数的发展简史..... | 31 |
| (三) 统计指数在宏观经济管理中的作用与地位..... | 32 |
| 二、统计指数的编制：从价格指数到综合评价指数..... | 33 |
| (一) 一般物价指数的编制..... | 33 |
| (二) 证券价格指数的编制..... | 35 |
| (三) 多指标综合评价指数的构造..... | 36 |
| 三、与证券投资者保护有关的指标和指数..... | 38 |
| (一) LLSV 的投资者保护指数..... | 39 |
| (二) 世界银行的投资者保护指数..... | 41 |
| (三) 公司治理指数..... | 45 |
| (四) 投资者信心指数..... | 47 |
| (五) 对证券投资者保护指数的调查研究..... | 49 |
| 第三章 中国证券投资者保护绩效分析与指数设计方法论探讨 | 53 |
| 一、证券投资者保护：从组织到系统的分析..... | 53 |
| (一) 具有法定职能的保护主体..... | 54 |
| (二) 法定保护主体影响证券投资者保护水平的基本路径..... | 58 |

| | |
|---|-----------|
| 二、证券投资者保护绩效系统之影响因素的识别..... | 59 |
| (一) 证券投资者保护的制度建设..... | 59 |
| (二) 证券投资者保护的执法监管行为..... | 59 |
| (三) 面向投资者的教育和信息公开..... | 60 |
| 三、基于影响因素分解的评价指标设计方法论..... | 61 |
| (一) 识别影响因素在各主体的分布状况..... | 61 |
| (二) 根据组织职能定位设计具体指标..... | 61 |
| (三) 权重的设计方法与综合指数的合成..... | 62 |
| 四、指标构成的信息来源..... | 64 |
| (一) 证券市场中各相关组织自报信息..... | 64 |
| (二) 第三方主动收集信息..... | 65 |
| (三) 其它信息来源..... | 65 |
| 第四章 证券市场监管机构的投资者保护绩效..... | 67 |
| 一、证券市场监管机构的构成..... | 67 |
| (一) 中国证监会..... | 67 |
| (二) 中国证券投资者保护基金公司..... | 67 |
| 二、中国证监会的职能定位与绩效状况..... | 68 |
| (一) 中国证监会的职能定位..... | 68 |
| (二) 中国证监会的投资者权益保护绩效评价体系..... | 69 |
| 三、中国证券投资者保护基金公司..... | 70 |
| (一) 中国证券投资者保护基金公司的职能定位..... | 70 |
| (二) 中国证券投资者保护基金公司绩效评价体系..... | 71 |
| 第五章 自律管理机构和其他中介机构的投资者保护绩效..... | 73 |
| 一、证券市场自律管理机构的基本构成..... | 73 |
| (一) 上海、深圳证券交易所..... | 73 |
| (二) 中国证券业协会..... | 74 |
| 二、上海、深圳证券交易所..... | 75 |
| (一) 证券交易所保护投资者的方法..... | 75 |
| (二) 证券交易所的投资者保护绩效评价指标设计..... | 77 |
| 三、中国证券业协会..... | 79 |
| (一) 中国证券业协会的功能..... | 79 |
| (二) 中国证券业协会绩效评价体系..... | 80 |
| 四、证券市场其他中介组织..... | 82 |
| (一) 中介机构的分类和法定职能..... | 82 |
| (二) 对中介机构的监管措施及评价指标..... | 83 |
| 第六章 证券监管机构与中介机构证券投资者保护绩效的合成..... | 85 |
| 一、基于逻辑模型的评价指标内容梳理..... | 85 |
| 二、评价指标模块的横向组合..... | 88 |
| (一) 立法与制度建设..... | 88 |
| (二) 执法监管..... | 94 |
| (三) 投资者教育..... | 97 |
| (四) 三个层次的指数合成..... | 100 |

| | |
|---------------------------------------|------------|
| 三、指数合成方法的进一步探讨..... | 100 |
| 第七章 中国证券投资者保护指数运行所需要的基本保障..... | 103 |
| 一、制度保障..... | 103 |
| (一) 指数的合法性..... | 103 |
| (二) 对有关部门提供数据的义务规定..... | 104 |
| (三) 对指数发布专门机构收集数据权限的规定..... | 105 |
| (四) 对外发布指数的范围和层级..... | 106 |
| 二、机构建制..... | 106 |
| (一) 性质: 非官方、非营利的独立性组织..... | 106 |
| (二) 能力..... | 107 |
| 三、其他需求..... | 108 |
| (一) 有关部门的沟通、协调..... | 108 |
| (二) 证券投资者样本库的建立..... | 108 |
| (三) 内部和外部人员的培训..... | 109 |
| (四) 指标的评估和完善..... | 109 |
| 第八章 中国证券投资者保护指数的预期影响..... | 110 |
| 一、政治影响..... | 110 |
| (一) “群众利益无小事”在证券市场中的体现..... | 110 |
| (二) 彰显私有财产的宪法性地位..... | 111 |
| (三) 坚持推进改革开放的重要举措..... | 111 |
| 二、经济影响..... | 112 |
| (一) 限制证券市场相关利益主体的侵权行为..... | 112 |
| (二) 对宏观经济管理的系统影响..... | 113 |
| (三) 对亚洲发展中国家的示范和带动..... | 113 |
| 三、社会影响..... | 114 |
| (一) 增强证券投资者的信心..... | 114 |
| (二) 进一步建设稳定繁荣的证券市场..... | 114 |
| (三) 维护国家金融安全..... | 115 |
| 第九章 结论..... | 117 |
| 一、研究工作总结..... | 117 |
| 二、本研究的若干成果及价值..... | 118 |
| 三、存在的问题及未来研究方向..... | 118 |
| 附录: 调查问卷..... | 120 |

第一章 绪论

中国证券市场的创立与发展只有短短十余年的历史，但却创造了令世人为之瞩目的成就，其超常规的发展使中国证券市场用十年左右的时间走完了国外证券市场一百多年的道路，并为中国经济的发展做出了巨大贡献^①。然而，作为新兴市场的重要代表，与发达国家的成熟市场相比，中国证券市场存在着诸多问题，在市场功能定位、制度建设、上市公司股权结构、机构发展等方面都有这样那样的缺陷。其中尤其值得关注的就是证券市场上的各种利益主体对证券投资者，特别是对占据市场绝对多数的中小投资者（散户）的权益侵害和利益掠夺。这种“掠夺”常常令投资者们不寒而栗，高涨的投资热情也一点点消退，严重扰乱了证券市场秩序和资本市场的稳定与发展。因此，有效保护证券投资者的合法权益，建立证券投资者保护的长效机制，是中国证券市场在相当长的一段时间里需要解决的首要问题。

中国投资者的保护现状究竟如何？是可以容忍的“发展中的镇痛”呢，还是亟待缓解与处理的严重议题？依据什么就能断言中国投资者保护状况不佳或有所改善？哪些因素影响着投资者保护的水平？如何评价中国投资者的保护状况？从哪些方面可以观察投资者保护状况的改善程度？这些问题在金融证券领域研究者的努力下已经引起关注并得到了部分的解决，但仍然需要进一步的深入研究。这其中尤其需要研究的问题就是中国投资者保护状况的评价和改进问题，即分析中国投资者保护的各种活动，识别投资者保护的责任主体和关键影响因素，设计合适的评价指标并构建指标体系，通过收集和分析有关的数据资料，计算出中国投资者保护状况的评价结果。本研究致力于构建中国投资者保护绩效评价指标体系，并就评价指数的合成问题进行研究，而数据的收集和评价结果的计算问题则不在研究的范围之内。

本章简要回顾中国证券市场的发展历程，探讨各阶段证券市场的特征，以及证券市场存在的各种不良现象；介绍国内外投资者权益保护的方式方法，探讨投资者权益保护的意义；总结我国证券市场中投资者保护的状况，简单分析投资者权益受侵害的可能原因；分析投资者权益保护评价的必要性与可能性；在此基础上提出本报告的研究问题，介绍本报告的研究目的和研究思路。

^① 李志林. 解读中国股市：兼与吴敬琏等商榷. 上海：上海三联书店，2002：61.

一、证券市场与投资者合法权益

中国证券市场创始于改革开放大环境下的 1990 年，经过十余年的发展，已经基本形成了市场的初步形态，发展的不同阶段呈现出特有的特征与问题。以下简要介绍我国证券市场的功能定位与结构安排，证券市场发展的不同阶段及其基本问题，并就证券投资者的权益保护问题进行分析。

（一）证券市场：功能定位与结构安排

中国证券市场从初创到高速发展与全面规范，市场规模和市场辐射的范围在不断扩大，证券市场本身的功能定位也在不断调整和完善。中国证券市场的设立和运作带有一定的“试”的色彩，其开设并非市场自由选择的结果，也没有精心设计和准备，而是在允许“试”的过程中仓促开设的。这从邓小平先生的那段名言中就可以看出。

“证券、股市，这些东西究竟好不好，有没有危险，是不是资本主义独有的东西，社会主义能不能用？允许看，但要坚决地试。看对了，搞一两年对了，放开；错了，纠正，关了就是了。关，也可以快关，也可以慢关，也可以留一点尾巴。怕什么，坚持这种态度就不要紧，就不会犯大错误。”^①

因此，中国证券市场的产生带有某种试探性，体现出“摸着石头过河”的特点。市场初创时的功能定位过于单一，就是为国企融资、解困，而证券市场的优化资源配置、促进企业经营机制转换等基本功能则没有给予足够的重视或者至少强调的不够^②。然而，“金融市场的基本作用决不是简单的筹资，而应当是实现资本资源的有效配置。明确这个问题十分重要，它决定了整个金融业的发展方向和发展结果。”^③。经过了一个高速扩容和调整规范的时期，中国证券市场的功能才得到延伸，从单纯的上市融资发展到企业利用资本市场进行资本运作、资产重组，证券市场的两大基本功能——筹集资金和优化资源配置——才得到全面的发展。证券市场的其他派生功能，如经济“晴雨表”的功能也开始显现^④。

^① 邓小平. 在武昌、深圳、珠海、上海等地的谈话要点. 邓小平文选. 第三卷. 人民出版社, 1993.

^② 王家琪. 全面认识证券市场的功能. 经济师, 2001, (08), 136-137.

^③ 吴敬琏. 金融业是做什么的. 1998, 见: 吴敬琏: 十年纷纭话股市. 上海: 上海远东出版社, 2001, pp. 123-129.

^④ 孙开连, 王凯涛, 张家恩, 陈金贤. 从实证角度看我国证券市场的经济“晴雨表”功能——兼议 2001 年

“试”的特点也决定了市场制度建设的滞后性和短缺性。1993 年开始才陆续发布了《股票发行与交易管理暂行条例》、《公司法》和《证券法》，中国证券市场的发展才有了国家法律的保障。新兴市场的运作也缺乏有效的监管，市场监管机构——国务院证券委和中国证监会直到 1992 年才成立。然而，依托中国经济的强大发展后劲和增长势头，中国证券市场得到了迅猛的发展。上市公司、证券公司、证券投资者等市场主体数量急剧增加，质量不断提高，整个市场的结构也发生了转变。

结构是指“各个组成部分的搭配和排列”。证券市场由证券（证券市场的客体）、证券的发行者（资金的需求者）、证券投资者（资金的供给者）和证券中介机构这四大要素构成，证券市场结构即证券市场各要素的性质、分布、相对规模以及各要素间的相互关系而形成的组合^①。证券市场结构决定证券市场的功能，反映证券市场的发展及其在国民经济中的重要性。一般来说，证券市场结构越复杂，即各要素的组合种类越多，组合方式越合理，分布越广，规模越大，证券市场功能就发挥得越好，证券市场发展的程度也就越高。然而，中国证券市场正在经历从规模扩张向规模扩张与结构调整并重的过渡时期，结构问题日益突出，在融资、投资、品种、交易及监管等方面都存在着结构缺陷问题，需要作出调整^②。不过，我们在指出中国证券市场的“结构缺陷”的同时，需要注意中国证券市场发展的基本国情。只有在中国国情的基础上，采取合理的政策和制度修正，坚持发展，逐步改革，逐步规范，稳中求进。因为“中国股市的市场化、规范化和国际化，最终都离不开国情化”^③。

（二）中国证券市场发展历程与基本问题

1. 历史沿革与主要特征

自 1990 年底上海证券交易所正式成立以来，中国证券市场已走过了十七个年头。十余年来，证券市场从无到有，从小到大，从地区性市场迅速成为全国性市场。证券市场已成为中国社会主义市场经济体系中不可或缺的组成部分^④。目前对中国证券市场发展历程的划分众说纷纭，从发展阶段来说，中国证券市场的发展和完善

7 月以来的股价持续下跌现象. 当代经济科学, 2002, (02), 68-72.

^① 娄树本, 吴盛. 中国证券市场结构实证分析. 现代财经-天津财经学院学报, 2001, (01), 28-33.

^② 王晓曦, 黄国桥. 我国证券市场“结构缺陷”论. 审计与经济研究, 2002, (04), 52-55.

^③ 李志林. 解读中国股市: 兼与吴敬琏等商榷. 上海: 上海三联书店, 2002: 63.

^④ 吴崎右, 李思平. 中国证券市场十二年发展历程与前瞻. 南方金融, 2002, (10).

可以分为三个阶段：奠基阶段、市场化阶段和国际化阶段；从发展过程来说，可以分为自由交易阶段、集中交易阶段、中央监控阶段、法制建设与政府推动阶段、市场化阶段；从发展历程来看，可以分为初创阶段、高速发展与全面规范阶段、稳步推进与制度创新阶段。现在仅从发展历程角度对中国证券市场的发展进行概述。

（1）初创阶段（1990-1991）

1990年，在改革开放的大背景下，国内建立了上海（沪）、深圳（深）两个证券交易所，拉开了新中国证券市场发展的序幕。随着沪、深证券交易所的开业，产生了关于证券交易所是资本主义所特有的产物，社会主义国家不应开办的讨论，即所谓姓“资”姓“社”的问题。90年代初甚至有一种倾向，认为两个证券交易所应该关掉。领导层对证券交易所这一新生事物持“尝试、鼓励”的态度，证券市场得以逐步发展起来^①。

这一时期，证券市场的法制建设还基本处于空白状态。股票发行方式不合理，股票交易行为不规范。同时，由于初期市场规模小，股票供不应求，在股票发行、交易过程中出现了抢购、舞弊等混乱现象。因此迫切要求尽快建立起证券市场的法律法规体系，规范证券市场各参与主体的行为。在这一阶段，证券市场的设立和运作带有试点的性质。

（2）高速发展与全面规范阶段（1992-1998）

1992年，邓小平同志的南巡讲话，解除了姓“资”姓“社”问题对人们的思想禁锢，肯定了中国股市的试验，由此揭开了股份制改革和证券市场发展的新篇章，给证券市场提供了新的发展契机。在此阶段，我国上市公司快速增加，证券公司和营业网点如雨后春笋，股民数量更是急剧增长，整个市场欣欣向荣，飞速成长。

1992年10月中国证监会成立，逐步形成全国性的证券市场监管体系。1993年11月中共十四届三中全会的召开，《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》的实施，以及1996年8月国务院证券委《证券交易所管理暂行办法》的颁布，进一步促进了证券市场的发展。在这一阶段，沪深证券市场规模迅速扩大，并分别于1993年和1996年完成向全国性市场的转变。证券市场的迅猛发展也促进了监管体制的改革，1997年，中国证券市场初步形成了以中国证监会、地方证管办和证券交易所为主要角色的、分层次的国家监管和自律监管相结合的监管架构。证券市场在社会经

^① 吴崎右，李思平. 中国证券市场十二年发展历程与前瞻. 南方金融，2002，(10).

济发展过程中的重要性，日益受到国家高层领导人的重视和肯定。

中共十五大明确肯定了股份制这一企业组织形式，证券市场承担起推进国有大中型企业改革和国有经济战略性重组的重任，一大批在国民经济运行中占主导地位的大型公司进入证券市场，进一步规范和促进了我国证券市场的发展^①。

（3）稳步推进与制度创新阶段（1999 年至今）

1999 年《证券法》的正式实施，标志着中国证券市场进入了规范发展的新阶段。这一阶段，市场规模不断扩大，市场主体结构调整、制度创新和市场建设等举措频频推出。在证券市场制度建设与依法监管方面，与《证券法》相配套的一系列法规政策陆续出台。2000 年底，证监会开始着手对我国的信息披露体系进行规范，强化上市公司的信息披露义务，我国信息披露制度建设正逐步走向完善。此外，中国证券市场的退出机制也已初步建立，证券市场真正实现了优胜劣汰的功能。同时，证监会加强市场监督力度，一批违法违规的上市公司及中介机构受到查处。

2001 年 11 月，中国正式加入 WTO，中国经济发展的内在需要、国际资本市场竞争的压力以及加入 WTO 后国内金融服务市场的对外开放，进一步推动了中国证券市场对外开放的步伐。2001 年 12 月 12 日，中国证监会公布了对 WTO 的四项承诺和六大举措，勾画了中国证券市场对外开放的步骤及应对措施。入世对年轻的中国证券市场意味着机遇和挑战并存，未来几年将是中国证券市场对外开放、确立在国际资本市场中地位的关键时期^②。党的十六大报告关于推进资本市场的改革开放和稳定发展、正确处理虚拟经济和实体经济的关系、健全现代市场经济的社会信用体系、国有资产管理体制改革、完善法人治理结构等一系列论述，为证券市场的进一步规范发展指明了方向。

2005 年 10 月 27 日，中华人民共和国第十届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议修订通过《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》，并于 2006 年 1 月 1 日起施行。新版《公司法》、《证券法》对于公司董事会以及管理层在侵害上市公司利益等问题的处罚力度加大了很多，在很大程度上限制和杜绝了过去的证券市场中大股东非法侵占上市公司资产、关联交易严重、拖欠上市公司资金等普遍现象，标志着我国证券市场的法制化建设进一步加强。而随着股权分置改革的基本完成，多层次市场正式起步，机构投资者持续壮大，市场产品不断创新，中国证券市

^① 胡汝银. 中国证券市场的发展历程和趋势, 冶金经济与管理, 1998.

^② 吴崎右, 李思平. 中国证券市场十二年发展历程与前瞻. 南方金融, 2002, (10).

场正在从逐步新生走向成熟,并将在未来对中国的政治与经济产生更为深远的影响。

2. 保护证券投资者成为目前和今后的核心任务之一

从上述我国证券市场的发展历程来看,证券市场的外部环境已经发生了巨大的变化,相应的法律法规已经建立,监管机制得到了进一步的完善,执法力度不断加强,各个投资主体的专业知识以及风险防范意识也逐渐增强。但是,由于历史的原因,我国的证券市场在短时期内快速发展的同时,辉煌的成就背后也掩盖了一些问题,如证券公司的违规操作行为、上市公司治理结构差、证券市场监管不力等。这些问题严重侵害了证券投资者,尤其是广大中小投资者的合法权益,损害了投资者的信心和投资热情,不利于证券市场的长期、健康发展。因此,为促进证券市场的发展,加大证券公司监管力度,加强对证券投资者的保护就成为目前以及今后的核心任务之一。

一方面,证券投资者是证券市场的参与主体,参与市场的交易。投资者通过购买公司公开上市的股票或者公司发行的债券,对公司进行风险投资,在承担公司经营风险的同时,有权获取公司经营的剩余收益,是公司所有利害关系人中与公司利益关系最为密切的一方。中小投资者是证券市场中的“弱势群体”,在现阶段,中小投资者在信息、资金、专业知识方面与证券公司相比均处于绝对劣势,证券公司的经营不善或者违法违规经营对投资者利益极易造成损害,当证券公司破产时,投资者的权益可能会遭受侵犯,因此证券投资者保护问题是证券市场良性发展的前提。

另一方面,证券投资者是证券市场上的重要活动主体,是证券市场的生命力和活力所在,没有广大投资者参与到证券市场中来,证券市场也将不复存在。因此,通过有效的制度建设和机制完善来保护投资者的各种合法权益,稳定和增强投资者的投资信心,对于证券市场的健康发展有着莫大的关联。投资者权益特别是中小投资者权益的保护程度如何,不仅直接关系到投资者个人的切身利益,而且决定着其投资的信心和未来整个投资环境的改善情况,并进一步波及于公司的劳动者、经营者、消费者、债权人、交易客户、公司所在地居民、公司所在地政府乃至全社会的利益,可谓牵一发而动全身,因此,保护证券投资者将成为目前和今后的核心任务之一。

最后,投资作为整个国民经济的重要组成部分,是经济起飞和发展的助推器,

为此，世界各国各地区都在积极争取境外投资以扩大投资额。如果证券投资者能够得到合理的保护，大量稳定资本的涌入将会带来资本市场的繁荣和稳定，并对一国经济的发展起到极大的助推作用。如果忽视对投资者权益的保护，则势必挫伤广大投资者的积极性，他们就会用“用脚投票”的方式来表示对股份制的否定，许多潜在的投资者也会对股份制望而生畏，这样股份公司制度将最终萎缩甚至消失。作为市场经济中的一种高级市场组织形态，证券市场是资金融通的重要途径，也是市场经济条件下资源合理配置的重要机制。证券市场的良好运转不仅推动着本国经济的迅速发展，而且对国际经济一体化具有深远影响。

3. 中国证券公司的行业特征与主要问题

证券公司依靠自身的特殊地位和信息优势，向投资者提供代客买卖、担保、金融咨询策划、代客理财、资产管理等金融服务。证券业是特殊的高风险行业，证券公司由于在证券市场上同时担任发行中介、交易中介、投资者、信息提供者等多种角色，因而处于证券业的核心位置，从而成为证券业风险的聚合处和汇集点；加上金融市场本身的“虚拟性”和“泡沫化”特性，高风险成为证券业的突出特征。

可见，与其他行业相比，证券业具有截然不同的特点，而中国证券业发展的历史短、不规范也导致了证券公司的诸多问题。我国证券公司数量众多，但规模偏小，资产质量低下，抵御金融风险的能力较差。目前国内最大券商的资金还不到美林、高盛、摩根斯坦利等国外大券商中任何一家资产的 1/30，短期融资能力差距更大。很多证券公司还存在大量的不良资产，债务负担较重^①。

此外，由于业务范围狭窄，证券公司不惜损害投资者利益，过度包装上市公司；证券公司利用其资金雄厚和操作优势大肆拉抬股价；证券公司经营业务结构趋同、运作技术原始，竞争手段的单一化直接导致了行业竞争的无序性，也损害了券商自身的利益。更为严重的是，随着中国证券市场的逐步开放，面对国际竞争的压力和证券行业本身的集聚趋势，证券公司之间的并购重组、部分经营不善的证券公司退出市场在所难免，由此导致的对证券投资者利益的侵害也将不可避免。因此，如何规避高危证券公司风险，化解券商退市危害，保护证券投资者权益，是证券行业自身生存发展和证券市场稳定存续所面临的重要课题。

^① 王来福，上市公司、证券公司、投资者之间关系的错位及纠正对策，财经问题研究，2003。

（三）证券投资者合法权益处于被侵害的风险之中

证券投资者权益，是指证券投资者因证券投资行为而产生的各项权利和应得利益的总称，其核心是股东权利。证券投资者具有双重身份，它既是证券市场上的交易主体，又是上市公司的股东，其所享有的合法权益也因之可以分为两个部分^①。作为证券市场交易主体，证券投资者拥有的合法权益包括：股票持有与处置权、股票交易知情权、寻求司法保护权。作为上市公司股东，证券投资者可以行使的权利包括但不限于以下内容：分红权、知情权、股东大会权利、股份持有与处置权、剩余财产分配请求权、寻求司法保护权。

（1）证券投资者合法权益的基本特征：风险性、脆弱性

证券投资者拥有许多合法的权益，它们是证券投资者进行投资和参与交易的法律屏障。然而，事实并非如此。证券投资者因为种种原因，其合法权益常常得不到有效的保护，处于被侵害的风险之中。证券投资者合法权益的风险性和脆弱性更进一步加剧了这种状况。

中国证券投资者群体以散户居多，他们的资金实力小、抗风险能力弱、相关的证券交易知识和经验有限，获取相关信息的途径单一，自我保护意识和能力也不够高。在证券市场发展的初期，市场法律制度不健全、市场监管不力的情况下，往往成为大机构投资者、证券公司等鱼肉和宰割的对象，并为证券交易中的违法违规行为买单。这种状况导致证券投资者的合法权益常常受到各种利益主体的侵害，其应有的权利无法履行或履行成本高昂，其应得的利益也经常落空。

即便在美国，也没有人自始至终地代表个人投资者的利益，“个人投资者是美国最不受重视最没有代言人的利益团体”^②。相比美国证券市场，中国证券市场的过渡色彩和二元结构问题（散户与机构间的不对等结构）导致个体投资者是证券市场最弱势的群体，没有自己利益的代表和发言人，在市场初期没有引起应有的重视和关注。虽然随着市场的逐步完善和发展，监管部门开始认识到证券投资者的合法地位和重要意义，并采取多种措施维护投资者的合法权益，保障投资者的合法财产，

^① 深交所. 投资者权利. 2003-11-7, <http://www.szse.cn/Web/Article/2003/11/07/1526417920C3518.aspx>

^② 阿瑟·莱维特, 葆拉·德怀尔著; 陈剑萍, 严莉译. 散户至上证监会主席教你避险并反击股市黑幕. 北京: 中信出版社, 2005.

但是，证券市场的结构性失衡问题并没有消除，上市公司、证券公司、其他市场中介和机构的违法违规行仍时有发生。这表明，证券投资者的合法权益依然没有得到有效保护，风险性与脆弱性的特征也没有改变。

(2) 证券投资者的合法权益是如何被侵害的？

证券投资者实现自身合法权益在目前证券市场上是一件比较难的事情，他们的合法权益因为外界的许多原因而不能很好的实现。这些外部因素的影响主要来自于上市公司、证券公司和中介机构三大主体。

上市公司对投资者权益的侵害主要表现在以下几个方面：上市公司与关联方发生关联交易，两者相互提供资金和担保，关联方“掏空”上市公司，最终损害了上市公司的利益也侵害了中小投资者的权益；证券市场上所获得的信息是投资者作出投资决策的关键影响因素，上市公司为了自身利益不公布本企业的主要信息，或失实披露财务信息甚至假报信息，误导投资者做出错误的判断和决策，遭受投资损失。；此外，由于参加股东大会的成本高、难度大，大股东才有能力参与公司决策，为了大股东的自身利益往往会牺牲中小投资者的利益。中小投资者的权益在上市公司和大股东的面前显得无足轻重，不再重要了。

证券公司对投资者权益侵害主要表现在：证券公司掌控着投资者的资金，对投资者最大的权益威胁就是挪用客户资金进行自营买卖，并利用自身证券托管人和资金清算人的优势进行违规操作提供机会。主要表现为证券公司将挪用的客户保证金用于风险极大的股票自营业。在这个过程中违背了投资者的个人意愿，造成投资者亏损，侵害了投资者的合法权益。

中介机构对投资者权益侵害主要表现为：会计和审计部门由于自身原因以及外界压力等因素，配合上市公司发布虚假信息，对上市公司进行虚假认证等，为投资者提供虚假的财务信息导致投资者做出错误决策，带来经济损失。

(3) 证券投资者合法权益被侵害的负面影响

上市公司、证券公司和中介机构都能在较低的成本下侵害投资者的合法权益。这种不良状况为证券市场带来了诸多负面影响，主要表现在以下两个方面：

投资者的权益受到各个利益主体的侵害，在给其带来经济损失的同时，也使其

在心理上无法信任证券行业，从而降低了投资者的投资信心。进而，投资者减少投资甚至不投资，证券市场上的交易金额大量减少乃至枯竭，证券市场丧失了本应有的活力，市场存续成为问题。

各机构侵害投资者的行为，属于不正常现象。长此以往，造成证券行为经营混乱，证券公司等通过侵害投资者利益实现盈利，而非通过正当经营和业务创新实现增值，从而为证券行业的发展埋下了祸根。往往是证券公司不务正业，投机钻营，违法违规操作，直到无法经营被曝光后关门歇业为止。因此，各机构的不良行为不仅侵害了投资者的权益，也会为自身带来毁灭性的打击，从而最终导致证券市场的萧条。

二、证券投资者保护的方式与方法

（一）法律论与契约论的争议

权益需要法律来保护，权益也是和法律紧密联系在一起，而公民的合法权益也仰赖政府的作为。证券市场作为一个国家经济发展的重要组成部分，其公平、公正、公开、规范的运转，需要市场中所有主体的共同努力，但更为根本的则是政府的介入和相关法律的支持。从世界范围来看，政府担当了证券投资者保护的责任，政府出台的投资者保护法律也成为投资者保护基金设立的依据。世界各国和地区通常都有相关的投资者保护立法作为依托和保证，并依此建立相应的投资者保护基金及运作机构，比如较早的美国《1970证券投资者保护法》。但是，也有个别国家，比如加拿大，没有专门的投资者保护立法，保护基金的设立及运作需要遵循其他相关法律条文来实施。不过，这些国家通常都有较为完备的民事诉讼法、证券交易法、破产清算法等，能够很好地保障基金的法律地位和正常运作。

目前，世界各国的投资者权益保护本质是沿着两条轨道来进行的，一条轨道是外部法律监管机制，另一条轨道是市场内部约束和激励机制。引入法律监管机制的目的是削弱上市公司经营控制者的信息优势和垄断势力，使得这种委托—代理关系能成为一种公正和公平的交易关系。外部法律监管机制通过强制性和惩罚性制度安排来防范上市公司经营控制者对流通股东的重大侵权行为。外部法律监管机制包括证券法规体系和证券监管部门。

投资者保护问题源于代理问题，核心内容是防止内部人（管理层和控股股东）对外部投资者（股东和债权人）的“掠夺”（expropriation）。根据政府立法和执法在投资者保护过程中的作用，投资者保护理论可以分为契约论和法律论两种^①。

（1）契约论。契约论的基本观点是：只要契约是完善的，执行契约的司法体系（法庭）是有效的，那么投资者与公司签订契约就可达到保护自己利益的目的，法律并不重要。支持契约论的学者认为，可以不必依靠法律，通过以下4种机制来达到理想的投资者保护水平，包括政府的强制干预、高度集中的外部投资者所有权、公司维护自身声誉和签订国际契约。

（2）法律论。这派理论主要以LaPorta、Lopez-de-Silanes、Shleifer和Vishny（以下简称LLSV）为代表，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。LLSV的分析发现法系差异决定了投资者保护水平差异，而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批评了契约论所提出四种投资者保护机制，运用实证研究结果指出了契约论所存在的问题。

契约论和法律论指出了投资者保护机制的不同方面，二者相互补充。契约论存在以下几个问题：契约具有不完备性，缺乏高效的司法体系，恶意欺骗。如果没有法律制止和惩罚恶意欺骗、违约、以及明火执仗的“抢劫”行为，仅靠签订契约也无法保护投资者利益。因此必须有一个相关的法律规则框架，制定详细规则（如信息披露标准），提高公司透明度，使投资者获得足够信息，同时保证法庭有效运作。而且还有必要创建一个监管框架和强有力的监管机构来制定相关规则和并进行执法。因此，法律规则和执法是签订和执行契约的基础。

（二）证券投资者保护基金

（1）证券投资者保护基金的基本保护原理

证券投资者保护基金或证券投资者赔偿制度出现于20世纪70年代，是世界各国普遍建立的一种中小投资者保护制度，是证券投资者保护的重要组成部分。它通常有相关的投资者保护立法，并建立了投资者保护基金。从国际范围来看，证券投

^① 胡汝银，司徒大年. 投资者保护理论与实践综述. 上海证券交易所“投资者保护系列研究报告”，2002，1. <http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/research/books/books20060905a.pdf>.

投资者保护制度已经运行 30 多年了，其主要作用在于当证券经纪机构出现财政危机，面临清盘、关闭、破产等情况，无法偿还证券投资者的投资资金时，给予中小投资者一定比例的补偿。以证券投资者保护基金为核心的证券投资者保护机制不仅在维护投资者的合法权益、减缓突发性、非系统性金融风险的冲击方面起到有效作用，而且也实施了证券机构的退市机制消除了障碍。

投资者保护基金的成功运作极大地保护了证券投资者的合法权益，增强了投资者对证券投资的信心，促进了证券市场的快速稳定发展。投资者保护基金一方面通过补偿客户资产，化解证券公司破产风险，另一方面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，从而增强了投资者的信心，保障了市场长期投资资金的供给。这些都促进了经济的发展和投资者收益的保障和提高，带来投资者权益得到有效保护，损失得到合理赔偿——证券投资增加，投资总额稳定提升——证券市场良好有序发展，金融体系改革稳步推进——国民经济健康发展，经济总量稳步提升的良性循环。

但是，我们也应看到，这种赔偿程序是一种事后补偿，属于被动保护，对证券行业本身没有约束作用，并不能防止中介机构的破产，因此它不能解决投资者权益保护的所有问题，尚需要依靠投资者自我保护、中介机构的自律和监管体系的健全等其他机制的配合，实现投资者保护的事前预防和事后救济。

(2) 证券投资者保护基金的不同模式比较

投资者保护基金的运作模式大致可分为两种^①，一种是独立模式，即成立专门的投资者赔偿/保护公司，由其负责投资者赔偿基金的日常运作，采用这种模式的有美国、英国、爱尔兰、德国等，中国即采用的这种模式；另一种是附属模式，即由交易所或者证券期货协会等自律性组织发起成立保护基金，并负责基金的日常运作，加拿大、澳大利亚、香港、台湾、新加坡等采用了此种模式。更细致的分类是将基金运作的模式分为四种^②，分别是由证券监管当局认可并监管的，如美国、英国、香港；有自律组织的行业协会监管，如日本；由交易所运作并监管，如澳大利亚；行业协会和交易所共同监管，如加拿大。

^① 徐瑞. 晚近投资者保护制度的国际发展, 2004.

^② 张育军, 隆华武. 投资者赔偿基金的国际经验及在我国的构建, 证券法律评论, 2003, (2).

采用何种组织模式，一般取决于各国具体的法律背景和金融市场结构。金融市场历史悠久、存在多个证券交易所的国家和地区通常采取独立模式，因为这样能够更好地覆盖全国证券投资者并提供“一站式”服务。而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往往由证券交易所或其他自律监管组织发起成立保护基金，通常这样操作更方便，运行成本也较低。

三、证券投资者保护的实践与意义

（一）为何保护证券投资者？——三种视角的审视

（1）微观视角：化解证券投资者潜在风险、稳定投资者信心

中小投资者是证券市场中的“弱势群体”，但又是证券市场中必不可少的一方，其合法权益是否得到有效的保护将决定着其投资的信心和未来整个投资环境的改善情况。在现阶段，中小投资者与证券公司之间存在着严重的信息不对称，证券公司的经营不善或者违法违规经营对投资者利益极易造成损害，当证券公司破产时，投资者可能会遭受损失。

投资者的信心与稳定心理是受到证券交易风险及其它风险影响的。证券市场中的风险无法避免，这是由风险与收益的此消彼长关系所决定的。高收益的获取往往是以承担高风险为代价的，在证券投资行业，风险既意味着危险，也意味着收益，二者的取舍往往能显示出投资者的投资能力水平。然而，当风险达到一定程度，或者由于其他的一些非市场原因造成高风险（比如证券公司的欺诈行为等所引发的高风险）时，市场的不稳定将会带来极大的消极作用，对于证券市场的发展乃至整个国民经济的稳定都会有不小的冲击。也因此，需要有某种机制来有效化解证券投资者的潜在风险，提高其投资的信心，促进投资额的稳定和提高，避免大起大落。投资者保护基金作为证券投资者潜在风险的化解机制，能够在一定程度上起到适时的缓冲作用，有效规避证券市场诸种风险可能带来的“崩盘”效应，在化解投资者潜在风险的同时，起到稳定市场的效果。

（2）中观视角：维系金融市场稳定、推动国家金融体系改革

证券市场作为金融市场的重要组成部分，在金融市场体系中居于重要地位。在发达国家，证券市场的交易是最活跃的，几乎涵盖了整个金融市场。而在中国，由

于社会经济制度和传统文化的不同，证券市场并非一马当先，但却仍具有不可替代的地位和作用。证券市场是筹集资金的重要渠道，是直接金融的主要途径；作为资金的“蓄水池”，它是一国中央银行宏观调控的场所；它是资源合理配置的有效场所，极大地便利了生产资料在部门间的转移和重组；它是保障买卖双方合法利益的重要条件，有利于证券价格的统一和定价的合理。

21 世纪经济的基本特征在于经济全球化、市场一体化和资产证券化^①。资产证券化是金融市场一体化不断延伸和深化的必备要素，是金融体系改革的逻辑要求。在一个经济体系中，资本市场的发达与否直接决定着该经济体系的金融架构是否处于传统金融还是现代金融，因而发达的资本市场是金融深化的催化剂，是现代金融体系的“心脏”。而证券市场作为资本市场的重要组成部分，其发展的速度与质量对于金融体系改革的步伐有着极为重大的意义。也正是在这个意义上，资产证券化被视为 21 世纪经济的基本特征之一。投资者权益保护力度的增强有助于推动证券市场的发达，而证券市场的发达则为整个国家金融体系的改革提供了基础条件，这种逻辑上的递进关系也显示出投资者权益保护在中观层面对于推进国家金融体系改革的深远意义。

(3) 宏观视角：巩固市场经济繁荣、促进经济与社会发展

从宏观角度来看，投资作为整个国民经济的重要组成部分，是经济起飞和发展的助推器，为此，世界各国各地区都在积极争取境外投资以扩大投资额。如果证券投资者能够得到合理的保护，大量稳定资本的涌入将会带来资本市场的繁荣和稳定，并对一国经济的发展起到极大的助推作用。作为市场经济中的一种高级市场组织形态，证券市场是资金融通的重要途径，也是市场经济条件下资源合理配置的重要机制。证券市场的良好运转不仅推动着本国经济的迅速发展，而且对国际经济一体化具有深远影响。

大量实证研究都证明，投资者保护、证券市场及经济增长之间存在着紧密的正相关关系。投资者保护对证券市场的作用体现在供给效应、需求效应及综合效应三个方面，投资者保护程度越高，股权融资在整个融资体系中的相对规模越大，证券市场也就越发达^②。提高投资者保护水平能够降低管理层对上市公司的侵害，提高

^① 吴晓求(主编). 证券投资学, 北京: 中国人民大学出版社, 2000. 58- 63

^② La porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R (LLSV). Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance*, 2002, 57 (3), 1147-1170;何旭强, 朱戎. 投资者保护与证券市场发展: 理论、经验与政策产业经济研究, 2005, (5). 26-34.

公司价值，使更多的公司能够通过证券市场融资，提高证券市场配置资源的效率，促进证券市场的发展，进而推动长期经济增长^①。

（二）世界主要国家保护证券投资者的经验启示

目前国内的大量研究对国外证券投资者赔偿制度进行了介绍，如傅浩^②对世界主要国家和地区的投资者赔偿制度的基本状况、法律基础、组织模式、资金筹集、赔偿范围和最高赔偿金额、赔偿条件、赔偿程序等主要进行了详细的综述和比较研究。刘洁^③、巴曙松和屠沂枫^④、何德旭^⑤等也做了类似的研究，并对中国证券投资者赔偿制度的建立提出了建议和设想。此外，针对个别国家的证券投资者赔偿制度的研究也较多，如钟伟^⑥对美国证券投资者保护基金公司（SIPC）的分析和借鉴，王坤、王泽森^⑦对香港证券投资者赔偿基金制度的介绍和其改革进程的评析，等等。这些研究都从不同角度为我们认识和分析证券投资者赔偿制度提供了理论基础。

各项研究都表明，对证券投资者的保护是一项系统性的工程，不是证监会、证券投资者保护基金公司、证券业协会单独能做好的事情。保护投资者的权益需要整合多方资源，规范证券市场各主体的行为，协调好各主体的关系；同时需要一个整合的系统来衡量和评价各个主体在保护证券投资者权益方面所做的工作。然而，证券市场各个主体是如何影响证券投资者的权益的？其影响的力度有多大？证券投资者保护的水平可否通过某些指标和标准加以测量和评价？在对中国证券投资者保护水平加以评价的基础上，通过哪些途径可以改进和提高中国证券投资者的保护状况？本研究的意义就在于分析各利益相关者的职能定位和行为表现，考察它们对证券投资者权益保护所作的贡献或产生的影响，从而衡量整个证券市场对证券投资者的保护力度。这是一项综合评价的活动，仅靠单个指标或少数几个指标的简单加

^① LLSV. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1-2, 2000: 3-27; LLSV. Investor Protection: Origins, Consequences, and Reform. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58: 3-27; 杨贵宾, 王晓芳. 投资者保护、证券市场与经济增长, 系统工程理论方法应用, 2004, (12). 524-529.

^② 傅浩. 证券投资者赔偿制度国际比较研究, 证券市场导报, 2002, (1), 4-13.

^③ 刘洁. 海外投资者保护基金制度及借鉴. 证券市场导报, 2005, (08).

^④ 巴曙松, 屠沂枫. 救助投资者——证券投资者保护制度的国际比较, 资本市场, 2005, (2). 64-65.

^⑤ 何德旭. 借鉴国际经验 构建中国证券投资者保护基金制度. 中国党政干部论坛, 2005, (11).

^⑥ 钟伟. 从 SIPC 看如何建立中国证券投资者保护基金. 中国金融, 2005, (10).

^⑦ 王坤, 王泽森. 香港证券投资者赔偿基金制度改革评析. 证券市场导报, 2005, (09).

总是无法达到目标的，只有在综合考察各个主体职能定位与行为影响的基础上，构建多指标的综合评价指数，方能够准确、真实、全面地反映中国证券投资者的保护水平。本研究报告的以下章节即是围绕该问题展开的。

四、证券投资者保护的现实问题

我国证券市场经过十多年的发展，取得了举世公认的成就。但是由于我国证券市场起步较晚，而且证券市场作为一个新兴的市场，在我国的发展历史上也没有经验可以借鉴，使得我国的证券市场客观上还存在着一些问题，尤其在对广大投资者权益的保护上还存在着相当的缺陷。近年来相继发生的恶性案件就是明显的例证。在这些案件中，广大的中小投资者经济损失惨重，其合法权益受到了严重的侵害。更为严重的是，由于证券市场对投资者的保护不力，广大投资者对证券市场已丧失信心，这已严重影响到证券市场的健康发展。

（一）中国证券投资者保护的基本状况

1. 立法进展与司法实践

中国证监会主席尚福林^①指出，证券法律制度的核心任务就是保护投资者的合法权益，维护证券市场秩序。因此，投资者的法律保护是研究我国证券投资者保护的出发点和核心任务。从我国对投资者的法律保护的现状来看，无论是立法还是执法上都还未能形成高效的保护投资者权益的法律体系，因此应该从完善保护投资者利益的法律内容、提高保护投资者的法律的执行质量这两个方面加强投资者的法律保护^②。但也有学者认为，我国自 2000 年以来的以中小投资者权益保护为核心的立法和司法行动对中小投资者权益起到了有效的保护作用^③；不过作者也表示中国目前的法律法规仍无法有效遏制大股东的掠夺行为，证券投资者保护立法工作仍要继续推进和不断深化。

我国投资者法律保护的基石是《公司法》和《证券法》。《公司法》明确了股份

^① 尚福林. 证券法律制度的核心任务——保护投资者合法权益 维护市场秩序. 上海证券报, 2005-04-28, http://www.cnstock.com/ssnews/2005-4-28/touban/t20050428_789449.htm.

^② 王建中, 张莉. 证券市场投资者法律保护现状与发展思路. 商场现代化, 2005, (36).

^③ 陈炜, 孔翔, 许年行. 我国的法律制度能有效保护中小投资者吗?. 深圳证券交易所综合研究所, 深证综研字第 0113 号, 2005-09-02. <http://www.cninfo.com.cn/finalpage/2005-09-02/15881491.PDF>.

公司股东大会、董事会、监事会、经理的权利和职责，并对股份有限公司的股份发行和转让作了详细的规定。《证券法》是我国规范证券市场秩序，维护投资者利益的基本大法，是衡量证券市场上种种行为合法与否的重要准绳。随着法制建设和监管体制建设的不断完善，我国证券市场规范化建设取得明显进展。以《公司法》、《证券法》为核心，包括 250 多件法规和规章的证券市场法律法规体系初步形成。

由上海证券报投资者维权志愿团、华东政法学院经济法研究中心联合推出的《中国证券市场投资者权益保护年度报告》系列^①，真实记录中国证券市场上发生的对证券投资者保护构成重大影响的立法和司法事件，为我们考察中国证券投资者保护立法进程与司法实践提供了基础。具体来说，中国证券投资者保护在此方面的进展包括如下。

2002 年 1 月 9 日，中国证监会与国家经贸委联合发布了《上市公司治理准则》。这是我国第一个全面、系统的规范上市公司行为的重要文件。《公司法》和《证券法》在公司治理方面的规定过于原则化、简单化，而准则的出台将使上市公司的治理有章可循。

2006 年 6 月 29 日，《刑法修正案（六）》通过，修正案对虚假信息披露、操纵证券市场、大股东挪用资金、券商挪用客户资金等证券犯罪行为严厉打击，为规范证券市场进一步提供法律保障。

2006 年 2 月 15 日，新会计准则和审计准则发布，我国企业会计准则体系和注册会计师审计准则体系正式建立。

2006 年 3 月 16 日，中国证监会发布《上市公司股东大会规则》、《上市公司章程指引》，对关联交易、内部人控制、会计师事务所委任等做出了相关规定。

2006 年 5 月，《上市公司证券发行管理办法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》，《发行审核委员会办法》相继出台。

2006 年 1 月 1 日，新修订的《公司法》、《证券法》正式施行，股东直接诉讼、股东代表诉讼、对投资者损害赔偿、虚假信息归责等制度得以确立，增强了对投资者的保护力度，证券民事诉讼出现了新的形势。多部配套法规的出台，进一步完善了上市公司的法律规范体系，形成了民事、行政、刑事责任相衔接的多层次的证券法律责任，证券投资者的合法权益将得到根本性的保障。

^① 吴弘等. 证券大牛市显生机 投资者维权上台阶——2006 年证券市场投资者权益保护年度报告. 上海证券报 2007-1-10 (C8 版), http://www.cnstock.com/paper_new/html/2007-01/10/content_51704068.htm.

2006年，一些证券市场民事赔偿案件得到解决，这些司法实践为日后的诉讼提供了借鉴，有利于投资者权益的保护。2006年8月，上海的两家法院分别对两起非法股票交易案作出了刑事判决，从而开启了追究证券非法经营犯罪行为法律责任的先河。2006年11月，公安部在全国重点地区选择重点案件开展以打击非法经营证券业务犯罪案件为主的集中行动；2006年12月21日，《国务院办公厅关于严厉打击非法发行股票和非法经营证券业务有关问题的通知》正式发布，“打非”进一步升级。2006年12月27日，天津仲裁委证券纠纷仲裁工作站正式挂牌成立，从而开启了又一个投资者维权的通道。种种事实都表明，虽然仍有许多问题，但中国证券投资者保护的立法与司法进程都在加快，投资者的保护力度也在不断加强。

2. 市场监管与改善投资者状况

证监会作为我国证券市场的主要监管者，经过多年的发展，其市场监管力度得到了加强，查处了一批造假的上市公司和违规的中介机构，有效遏制了证券市场上的欺诈行为。这主要体现在采取多种措施对上市公司信息披露进行严格监管。前任证监会主席周小川曾说，要保护投资者的权益就必须向他们及时提供完整、准确的信息，保证他们的知情权，减少信息不对称所带来的投资者利益损失。近年来，上海、深圳证券交易所采取了诸多的措施强化信息披露的一线监管，通过加强了对上市公司关联交易的监管，加大对信息披露违规行为的制裁力度，增加了上市公司侵犯社会公众投资者权益和违规的成本，从而确保了社会公众投资者的知情权，推进了对社会公众投资者权益的保护。

2005年9月，中国证券投资者保护基金设立，负责基金运作与管理的中国证券投资者保护基金公司也宣告成立。这是对现有国家行政监管部门、证券业协会和证券交易所等行业自律组织、市场中介机构等组成的全方位、多层次监管体系的一个重要补充，将在监测证券公司风险、推动证券公司积极稳妥地解决遗留问题和处置证券公司风险方面发挥重要作用。基金公司主要以证券公司为目标，在证券公司出现关闭、破产等重大风险时依据政策保护投资者权益，通过简捷的渠道快速对投资者特别是中小投资者予以保护，有助于稳定和增强投资者对金融体系的信心，防止证券公司个案风险的传递和扩散。

实践表明，证券市场要保持长期稳定的发展，必须有一支成熟的投资者队伍。

投资者成熟的程度是证券市场是否成熟的重要标志。我国证券市场发展历史不长，投资者入市时间较短，许多投资者缺乏相关的证券知识和法律法规知识准备。如果说保护投资者的合法权益，是证券监管工作的重中之重，那么加强投资者教育、落实投资者的受教育权，就是这“重中之重”的重要一环。在这方面，证监会、证交所、投资者保护基金以及大量新闻媒体和证券、法律从业者们作出了重要的贡献。

（二）证券投资者保护中的不良现象

据证监会提供的一组数字，可以说明证券公司存在的一些问题：2004年以来，证监会对证券公司违法违规行为立案稽查29件，对13家公司进行了行政处罚，拟行政处罚93人（已进入事先告知程序），过失记录103人，移送公安机关案件16件；公安机关已对12家高风险公司的150余人采取了强制措施。因在2004年9月30日后出现新增挪用客户交易结算资金、新增挪用客户证券、新增个人债务等违法违规问题，证监会已果断关闭亚洲证券、北方证券、五洲证券、民安证券等。

《中国证券市场投资者权益保护年度报告》系列中的“典型案例”^①曾对中国证券市场上出现的侵害证券投资者权益的大案要案进行了记录，如著名的东方电子案、飞天系事件、蓝田股份案、德隆案、郑百文案等。这些案件涉案金额巨大、涉案投资者人数庞大，给证券投资者带来了惨重的损失，也在一定程度上影响了投资者信心。这些侵害投资者权益的不良现象之所以屡屡发生，究其原因，不外乎以下几个方面。

1. 法律制度构建层面

我国现有的关于投资者权益保护的法律法规是比较系统的，特别是对一些主要的基本方面作出了规范，但仍然存在许多缺陷，有待于完善。这表现在：

（1）股权平等原则难以真正落实。《公司法》所规定的“资本多数决”制度使中小投资者的权利常常被漠视，中小投资者往往只能“用脚投票”，其“用手投票”的权利被无形剥夺。加上《公司法》并没有相应地对股份公司控股股东的权利进行适当限制，也没有赋予持有少数股份股东的特殊权利以保持股权力量格局的均衡，

^① 吴弘等. 证券大牛市显生机 投资者维权上台阶——2006年证券市场投资者权益保护年度报告. 上海证券报 2007-1-10 (C8版), http://www.cnstock.com/paper_new/html/2007-01/10/content_51704068.htm.

结果导致控股股东对“资本多数决”原则的滥用。

(2) 执法效率不高。如前所述，我国的执法效率不高，是导致投资者保护水平较低的主要原因。这包括：司法机关由于人力财力不足，难以使每项法律规定都能彻底执行；执法机关及执法人员在执法过程中常会出现机会主义倾向，有时也会怠于执法，执法中的腐败现象比较严重，有法不依、执法不严、知法犯法的现象时有发生；执法机关及执法人员关注的是对违法人的处罚，而很少关注投资者的利益；执法机关及执法人员往往是被动地发现违法行为，而不是积极地去发现违法行为，因此，仅仅依靠执法机关及执法人员来维护上市公司的信用及保护投资者的权益是远远不够的。

(3) 诉讼机制不完善。在国外，股东为保护自身权益而提起的诉讼可有多种形式，按照原告主体不同可以分为两大类，即以投资者个人为原告主体的投资者个人直接诉讼和不以投资者个人为原告主体的投资者社会团体诉讼和政府诉讼。而在中国，目前的证券民事诉讼仅仅是股东直接提出民事诉讼，在国外被认为是行之有效的股东代表诉讼制度、集体诉讼制度在我国均未建立起来。由于诉讼机制不完善，赔偿机制也就难以真正落实。

2. 从业人员素质层面

根据我国《证券、期货投资咨询管理暂行办法》第 24 条规定，证券、期货投资咨询机构及其投资咨询人员，不得为自己买卖股票及具有股票性质、功能的证券。但咨询机构及个人违反规定的现象在证券市场中早已屡见不鲜，从业人员的素质直接影响了投资者的权益，使证券市场中亟待解决的重要问题。我国证券公司目前虽然拥有一支庞大的员工队伍，但有部分员工不适应证券业迅猛发展的需要，他们在多年证券业垄断经营格局下从业。已经养成养尊处优、不思进取的惰性，缺乏系统的专业知识、专业工作能力，缺乏开拓进取精神和竞争意识，对这部分人员如果不进行有效的整合、控制、激励和开发，将严重阻碍证券公司的发展。

3. 自我保护意识层面

我国个人投资者真正参与投资的动机很弱，而投机的心态较浓，参与管理意识淡薄，搭便车心理较严重。我国股票市场噪音交易和从众行为特征比较突出。个人

投资者在信息获取及处理上始终处于劣势地位，难以辨别信息的真伪，极易采取“噪音”投资者的模式投资；同时，由于文化程度偏低，投资者对中国股市的真实现状只有肤浅认识，基本不具备证券投资专业知识和必要的财务分析能力，很难鉴别上市公司的优劣，也很难识别公司大股东或管理层设下的陷阱，炒股“跟着感觉走”、跟着庄家走、跟着赚了钱的股民走，呈现出较强的从众心理和行为。此外，由于我国证券市场信息披露机制不完善，一些不法机构投资者故意散布虚假信息扰乱视听，使得普通个人投资者处理信息成本很高、难度很大，投资者只能从他人的交易行为中获取信息，这样很容易导致从众行为。由于上市公司现金分红比例极低，个人无法建立长期投资回报的预期，只能寄望于从炒作中谋取差价利润，因而把精力集中于市场投机炒作，结果造成羊群效应。

（三）不良现象背后的原因分析

1. 证券市场的复杂特征：需要从多方面入手进行评估和反映

行为金融学的研究表明，证券市场是涉及证券监管部门、证券公司、证交所、证券中介机构和投资者等不同利益主体间进行多方博弈的复杂系统，只有各主体的行为相对规范和协调，证券市场才能处于稳定和均衡的状态中；而如果任何一个行为主体不能有效遵守市场的游戏规则，就有可能引发证券市场的风险产生，甚至会导致整个国民经济都收到负面的影响^①。在市场发展不成熟、市场规范尚未完全建立、行为主体违规行为严重的情况下，证券市场中各种行为主体间的互动和博弈引发了证券投资者权益缺乏保护的问题，因此，证券投资者保护问题的产生根源于证券市场的复杂系统性特征。这就决定了研究和解决证券投资者保护问题不应仅从这一问题本身出发，而应从中国证券市场的整体系统特征作出分析和评估，并以此开启研究中国证券投资者保护问题的大门。

2. 绩效评价的功能待发

绩效评价活动有利于判别评价客体的真实绩效水平，寻找评价客体的绩效差距和可能原因，促进绩效改进和提高。因此，绩效评价与管理活动正日益成为管理者

^① 李心丹. 行为金融学——理论及中国的证据. 上海：上海三联书店，2004.

们的一个有效管理和控制手段。作为一个系统，中国证券市场和证券行业也存在着“干得好坏”的问题，即绩效高低的问题。其绩效的高低取决于多方面的因素，包括从业者素质，法律法规，执法监督，从业机构，运作规范，等等。有鉴于此，需要构建一套指标体系，反映各方面努力程度，进而进行有效的绩效评价，起到控制、激励、规范的作用。只有这样，才能够真实反映中国证券市场的发展进程，从中对中国证券投资者的保护状况进行评估，促进各方主体参与其中，推动中国投资者保护水平的提高，从而实现系统运行的良性和稳定。

五、证券投资者保护评价：必要性与可能性的论证

证券投资者是是证券市场的生命力和活力所在，有效保护投资者的合法权益，对于稳定和增强投资者的投资信心，促进证券市场的健康发展都有着莫大的关联。然而，改善证券投资者保护水平的前提是评判和知晓当前证券投资者保护的状况如何，存在的原因有哪些，是否可以缓解和解决等。只有在准确对中国证券投资者保护现状作出科学、客观、合理、准确的评价以后，才能对症下药，从影响中国投资者保护的各种因素出发，做出相应的调整，以促进投资者保护水平的提高。因此，如何评价中国投资者保护状况，给出一个值得信服的投资者保护水平数据，是摆在理论研究者和证券实践操作人员面前的一个重大课题。以下从宏观角度和微观角度对证券投资者保护的必要性和可能性进行论证。

（一）宏观角度

（1）反映投资者权益保护的环境状况

证券投资者对证券投资环境有着很强的依赖性，良好的投资环境能够促进市场和经济的发展，混乱而不规范的投资环境则会对证券市场造成负面的影响。随着证券市场的扩容和相关制度的完善和规范，证券投资者保护的环境状况已经有了显著的改观。但是，当前证券投资者保护的整体环境状况如何，与发达国家的距离还有多少，这些问题还没有得到解答。因此，准确评价中国投资者保护水平，可以在这方面给出部分答案。

(2) 提供证券投资者保护的预警信息

证券投资者保护是证券监管部门立法和监管的根本出发点，而及时监测证券市场状况，对证券投资者保护的变化状况保持敏感，是很重要的一项工作。因此，准确、及时地提供有些的预警信息对于证券监管部门而言是非常必要的。在我国现阶段，由于不存在专门为普通投资者服务的信息分析、预测机构，也没有上市公司对本公司经营，盈利情况作出自愿性披露预测，当这些公司最终不得不按照规定披露其业绩时，市场作出的反应非常大，造成了股市的剧烈波动。而且，假设我国没有实行跌停幅度的限制，可能波动的幅度还要更高。因此，现阶段强制实施预警制度的必要性不容置疑。

(3) 督促相关救济机制的健全和落实

要使遭受不法侵害的证券投资者得到充分有效的保护和救济，就必须建立相应的赔偿实现机制。这就需要使社会各界力量都能参与到保护证券投资者权益的行列中，清醒投资者保护问题的严重性和紧迫性，并为投资者保护事业提供各种支持和帮助。证券投资者保护水平的评价工作可以为人们提供一个关于中国投资者保护状况的客观描述和综合评估，有利于人们认清当前的证券市场状况和投资者受保护的情况，督促有关部门尽快出台政策措施，落实有关的投资者赔偿救济机制，以便真正实现对投资者的全方位保护。

(二) 微观角度

(1) 监控从业人员的相关行为

投资者保护从微观角度来讲，不仅会涉及到每个证券投资者，也包括了证券市场中的从业人员。从以往的案例可以看出，中小投资者被侵害，往往都和证券市场中的从业人员的违规、违法操作分不开，因此，要保护投资者的权益，首先就要监控证券从业人员的相关行为。要保护中小投资者的权益关键在于监管，使得投资者不被欺骗，或是尽可能地减少被欺骗。如果可以构建一个评估投资者保护水平的工具，对影响投资者保护的各种因素，尤其是相关行业机构及从业

人员的行为影响方面进行评估，可以在很大程度上改进行业的规范运作和从业人员的合规操作。

（2）增强投资者的投资信心

证券市场这座大厦是建立在众多投资者参与的基础上的，如果离开了千千万万投资者的参与，股市将变成无源之水，无本之木。中国证券市场投资者曾经承担并完成了极其艰巨的历史任务，为上千家企业筹集了上万亿资金，为这些企业和中国经济的发展，建树了不可磨灭的历史功勋。因此，要想提高股市的吸引力，就必须真心实意地保护投资者。这方面，培养和增强投资者的投资信心也是必不可少的，只有树立和稳固了投资者的信心，才有利于证券市场的稳固和健康发展。而以指数的形式定期发布对中国证券投资者保护状况的评估数据，可以真实反映证券监管部门及其他重要主体对证券投资者的保护力度，体现证券市场对投资者的尊重，也在一定程度上使证券投资者看到了希望，从而增强了投资者的投资信心。

六、研究安排

（一）研究问题

目前国内外对证券市场中投资者权益保护的研究主要包括法律法规对投资者保护的影响，信息披露对投资者保护的影响，以及介绍国外是如何进行投资者保护的。所有研究都只是集中在投资者保护的影响因素方面。证券市场中证券投资者权益保护的利益相关者主要包括：中国证监会、中国证券业协会、中国证券投资者保护基金公司、证券公司、上市公司、证券交易所以及其他证券市场中介组织。各主体根据自身的职责，为保护证券投资者的权益做了很多工作，但是这些工作的绩效体现在哪些方面？投资者权益保护的水平高低？投资者权益保护是否得到了改进？投资者权益保护还有哪些方面做的不足？应该如何进行改进？等等。本研究将问题主要聚焦在以下几个方面：

（1）既然投资者保护作为一项关乎国家金融系统稳定的重要工程，需要影响和调动众多利益相关主体共同完成。那么，对不同利益相关主体的研究就成为本研究的出发点。从目前的情况来看，同中国证券投资者保护事业相关的组织和个人有哪

些？这些主体各自的特征是怎样的，又会产生和呈现怎样的相互影响态势？如果把投资者保护视为以投资者权益为中心的复杂网络，网络上可能的重要节点如宏观政策、管理行为、风险规避行为等都有哪些？制约这些节点发挥不同的水平的因素有哪些？对这些问题的思考，将有助于深入描述现有证券市场各类主体相互之间的关系，提供投资者保护的立体图景。

(2) 既然不同利益相关主体对投资者权益具有或积极或消极的影响，那么，这些影响通过怎样的过程和结果表现出来，就成为对项目研究具有决定作用的环节。不同利益相关主体是否有用于衡量自身影响投资者保护过程和结果的信息收集机制和相应内容？假设有，信息的内容如何，能否能够有效地反映出投资者保护的力度，并且具有长期的可获得性（Accessibility）；假设没有，通过怎样的方式能够思考并设计出相应的口径，获取有关投资者保护的信息？回答这些问题，一方面能够帮助更好地认识当前投资者保护事业中，处在不同位置的组织如何评价自己的作用，另外也将为本研究探讨有关投资者保护指数明确主要信息的来源。

(3) 既然涉及不同利益相关主体的信息是可以获得的，那么，如何设计一套指数，反映不同利益相关者对投资者保护事业的贡献，是研究项目的落脚点所在。一方面，西方发达国家在长期的金融监管实践中积累的经验有哪些，尤其是相应的指标和指数有哪些？如何认识这些经验的借鉴意义？另一方面，对于错综复杂的指标，如何认识并协调好不同指标之间的相互关系，使得指标本身具有高度的简明性与可操作性？需要考虑的指标设计方法论和原则依据有哪些。更为重要的是，在由指标合成指数的过程中，需要注意哪些方面的问题，指数的构成模式可能怎样，应配备怎样的支撑条件？明确上述问题，有利于引入绩效评价与管理的相关思想，奠定投资者保护指数的形成机制，为指数的可操作性提供保障。

绩效评价活动有利于判别评价客体的真实绩效水平，寻找评价客体的绩效差距和可能原因，促进绩效改进和提高。因此，绩效评价与管理活动正日益成为管理者们的一个有效管理和控制手段。作为一个系统，中国证券市场和证券行业也存在着“干得好坏”的问题，即绩效高低的问题。其绩效的高低取决于多方面的因素，包括从业者素质，法律法规，执法监督，从业机构，运作规范，等等。有鉴于此，需要构建一套指标体系，反映各方面努力程度，进而进行有效的绩效评价，起到控制、激励、规范的作用。只有这样，才能够真实反映中国证券市场的发展进程，从中对

中国证券投资者的保护状况进行评估，促进各方主体参与其中，推动中国证券投资者保护水平的提高，从而实现系统运行的良性和稳定。

（二）研究思路

本研究分为三个阶段实施。

第一阶段，主要以证券投资者保护格局中的利益相关主体为对象，进行文献资料的收集和整理，其中，文献资料一方面包括国内外有关证券市场研究成果，更重要的是对国内具有投资者保护活动的组织如中国证监会、投资者保护基金公司、证券交易所的职能定位进行分析，对可能对投资者权益造成损害的组织如上市公司、证券交易所等相关行为进行分析。在整理文献的基础上，开展理论研究，形成明确的投资者保护利益格局描述，按照研究框架形成研究基础。

第二阶段，在收集文献明确职能的基础上，尝试整理形成可能的各类组织投资者保护（侵害）的指标框架，并与其分别沟通联络，收集有关的一手和二手材料。首先将确定调研单位和调研材料收集框，实施调研并获取资料。其次将选取证监会一到两个直属部门或派出机构、证券投资者保护基金公司作为调研对象，进行结构化访谈和问卷调查、并通过查阅文件等形式收集各种有关资料，探究有关组织对投资者保护的信息收集情，以及对关键指标的感知偏好和判断根据，明确指标收集的可行性和有效性。

第三阶段，在前两个阶段研究的基础上，形成不同组织和个人对投资者保护事业的评价指标框架，根据这一框架，探讨权重的配置方法和指数的计算方案。为提升研究的专业化水平，引入有关的数理统计方法讨论，本研究拟召开研讨会，邀请金融财政领域的研究者及证券行业从业人士，开展专题讨论，研究给出的绩效评价指标，明确最终的指标群及指数化方法。同时，对有关指数发布的条件配置和资源安排进行研讨，分析可能的指数形成和管理模式，撰写和完善报告。

本研究报告首先回顾中国证券业发展历程，分析其特点；在了解他人对证券投资者保护研究状况的基础上，进一步明确本研究的研究问题。研究统计指数的合成理论及西方国家与投资者保护指数相关的指标和指数。识别证券投资者保护绩效影响因素系统，分析系统中可能存在的指标。进而，将指标分成立法、执法和教育三个方面，分别构建证券市场监管机构、证券市场自律监管机构和其他中介机构的投

投资者保护绩效指标。接着，将各利益相关者的指标进行汇总，合成监管机构和中介组织证券投资者保护指标。在合成指标的基础上，介绍中国证券投资者保护指数运行所需要的基本保障，以及中国证券投资者保护指数的预期影响。

本章主要参考文献

- [1] 李志林. 解读中国股市：兼与吴敬琏等商榷. 上海：上海三联书店，2002：61.
- [2] 邓小平. 在武昌、深圳、珠海、上海等地的谈话要点. 邓小平文选. 第三卷. 人民出版社，1993.
- [3] 王家琪. 全面认识证券市场的功能. 经济师，2001,(08), 136-137.
- [4] 吴敬琏. 金融业是做什么的. 1998，见：吴敬琏：十年纷纭话股市. 上海：上海远东出版社，2001, pp. 123-129.
- [5] 孙开连,王凯涛,张家恩,陈金贤. 从实证角度看我国证券市场的经济“晴雨表”功能——兼议2001年7月以来的股价持续下跌现象. 当代经济科学, 2002,(02), 68-72.
- [6] 娄树本,吴盛. 中国证券市场结构实证分析. 现代财经-天津财经学院学报，2001年,(01), 28-33.
- [7] 王晓曦, 黄国桥. 我国证券市场“结构缺陷”论. 审计与经济研究，2002,(04), 52-55.
- [8] 吴崎右, 李思平. 中国证券市场十二年发展历程与前瞻. 南方金融，2002, (10).
- [9] 胡汝银. 中国证券市场的发展历程和趋势, 冶金经济与管理，1998.
- [10] 王来福, 上市公司、证券公司、投资者之间关系的错位及纠正对策, 财经问题研究，2003.
- [11] 深交所. 投资者权利.
- [12] 2003-11-7, <http://www.szse.cn/Web/Article/2003/11/07/1526417920C3518.aspx>
- [13] 阿瑟·莱维特, 葆拉·德怀尔著; 陈剑萍, 严莉译. 散户至上证交会主席教你避险并反击股市黑幕. 北京: 中信出版社, 2005.
- [14] 胡汝银, 司徒大年. 投资者保护理论与实践综述. 上海证券交易所“投资者保护系列研究报告”，2002, 1. <http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/research/books/books20060905a.pdf>.
- [15] 徐瑞. 晚近投资者保护制度的国际发展, 2004.
- [16] 张育军, 隆华武. 投资者赔偿基金的国际经验及在我国的构建, 证券法律评论, 2003,(2).
- [17] 吴晓求(主编). 证券投资学, 北京: 中国人民大学出版社, 2000. 58-63
- [18] La porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R (LLSV). Investor Protection and Corporate Valuation. The Journal of Finance, 2002, 57 (3), 1147-1170;
- [19] 何旭强, 朱戎. 投资者保护与证券市场发展：理论、经验与政策产业经济研究, 2005, (5). 26-34.

- [20] LLSV. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1-2, 2000: 3-27
- [21] LLSV. Investor Protection: Origins, Consequences, and Reform. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58: 3-27
- [22] 杨贵宾, 王晓芳. 投资者保护、证券市场与经济增长, 系统工程理论方法应用, 2004, (12).524-529.
- [23] 傅浩. 证券投资者赔偿制度国际比较研究, 证券市场导报, 2002, (1), 4-13.
- [24] 刘洁. 海外投资者保护基金制度及借鉴. 证券市场导报, 2005, (08) .
- [25] 巴曙松, 屠沂枫. 救助投资者——证券投资者保护制度的国际比较, 资本市场, 2005, (2). 64-65.
- [26] 何德旭. 借鉴国际经验 构建中国证券投资者保护基金制度. 中国党政干部论坛, 2005, (11) .
- [27] 钟伟. 从 SIPC 看如何建立中国证券投资者保护基金. 中国金融, 2005, (10).
- [28] 王坤, 王泽森. 香港证券投资者赔偿基金制度改革评析. 证券市场导报, 2005, (09).
- [29] 尚福林. 证券法律制度的核心任务——保护投资者合法权益 维护市场秩序. 上海证券报, 2005-04-28, http://www.cnstock.com/ssnews/2005-4-28/touban/t20050428_789449.htm.
- [30] 王建中, 张莉. 证券市场投资者法律保护现状与发展思路. 商场现代化, 2005, (36).
- [31] 陈炜, 孔翔, 许年行. 我国的法律制度能有效保护中小投资者吗? . 深圳证券交易所综合研究所,深证综研字第 0113 号, 2005-09-02.
<http://www.cninfo.com.cn/finalpage/2005-09-02/15881491.PDF>.
- [32] 吴弘等. 证券大牛市显生机 投资者维权上台阶——2006 年证券市场投资者权益保护年度报告. 上海证券报 2007-1-10 (C8 版), http://www.cnstock.com/paper_new/html/2007-01/10/content_51704068.htm.
- [33] 李心丹. 行为金融学——理论及中国的证据. 上海: 上海三联书店, 2004.

第二章 统计指数：从价格指数到多指标综合评价指数

一、统计指数的发展简史与基本内涵

(一) 何谓统计指数？

(1) 统计指数的概念与基本内涵

在日常生活中，我们经常听到和看到各种价格指数的统计数字，最熟悉的也许是股票价格指数和消费者平均价格指数。这些数字是怎样计算出来的？它们反映了什么问题？为说明这些数字的含义，我们首先需要说明统计指数的概念。统计指数（Statistical Index），也叫经济指数，简称为指数，是研究社会经济现象数量方面的时间变动状况和空间对比关系的统计分析方法，最早起源于测量物价的变动。作为统计分析的重要工具，指数迄今尚未有一个较为统一的科学概念。国内外学界对指数的定义有各种不同的见解，有些还差异极大。究其原因，一是有些指数的定义与指数理论发展的各个历史阶段相适应，但未随着指数理论的发展而作出相应的调整；二是在把握指数概念的内涵方面存在偏差^①。

一般而言，指数（index number）有广义和狭义之分^②。从广义上来说，是指任何两个数值对比形成的相对数，即凡是用来反映所研究社会经济现象的时间变动和空间对比状况的相对数，如动态相对数、比较相对数和计划完成情况相对数等，均可称为指数。从狭义上来说，统计指数则是指用于测定多个项目在不同场合下综合变动的一种特殊相对数，即用来综合反映所研究社会经济现象复杂总体数量的时间变动和空间对比状况的一种特种动态相对数。所谓复杂总体是指不同度量单位或性质各异的若干事物所组成的、数量不能直接加总或不可以直接加总的总体。统计研究中的指数一般指狭义指数。

指数虽是相对数的一种，但与一般相对数并不完全等价。一般相对数是两个有联系的指标的比值，它可以从数量上反映两个相互联系的现象之间的对比关系。指数的内涵大于一般相对数，但外延小于一般相对数。指数是综合反映由多种因素组

^① 徐国祥. 指数理论及指数体系研究. 上海：上海财经大学出版社，1999.

^② 贾俊平等(编著). 统计学. 北京：中国人民大学出版社，2004：396

成的经济现象在不同时间和空间条件下平均变动的相对数，两者的区别在于，一般相对数是两个有联系的现象数值之比，而指数却是说明复杂社会现象经济的发展情况，并可分析各种构成因素的影响程度。

（2）统计指数的分类

随着统计指数的迅猛发展和广泛应用，统计指数也变得日益复杂，并出现了种类繁多的统计指数（如下表所示）^①。指数有多种分类标准和分类体系，按照不同的研究目的和要求，统计指数可以作如下各种分类^②

1) 个体指数和总指数（或综合指数）。统计指数按所研究对象的范围或计入指数的项目多少的不同，可分为个体指数和总指数。个体指数(individual index number) 某种社会经济现象个别事物变动的情况，即反映单一项目的变量变动，如一种商品的价格或销售量的变动；总指数或综合指数(aggregate index number) 综合反映某种事物包括若干个别事物总的变动情况，反映多个项目变量的综合变动，如多种商品的价格或销售量的综合变动如。有时为了研究需要，在介于个体指数与总指数之间，还编制组指数（或类指数），其编制方法与总指数相同。

2) 数量指标指数和质量指标指数。按所反映的现象的特征不同或所反映的内容不同，指数可分为数量指数与质量指数。数量指数(quantitative index number) 现象总体的规模和水平的变动状况，即反映物量变动水平，如产品产量指数、商品销售量指数等；质量指数(qualitative index number) 反映现象总体内涵质量的变动水平，如价格指数、产品成本指数等。

3) 按计算形式的不同，指数分为简单指数和加权指数。简单指数(simple index number) 又称不加权指数，它将计入指数的各个项目的重要性视为相同；加权指数(weighted index number) 则将计入指数的项目依据重要程度赋予不同的权数。也有人认为，按计算形式的不同，可分为综合指数和平均数指数，前者指两个总量指标对比计算出来的指数，后者是前者的变形。

4) 按对比场合的不同，指数可分为时间性指数和区域性指数。时间性指数(time index number) 是由一组项目在不同时间上对比形成的，有定基指数和环比指数之分，两者的区别在于指数数列中所采用的基期不同，定基指数指在数列中以某一固

^① 徐国祥(主编). 统计指数理论及应用. 北京: 中国统计出版社, 2004.

^② 贾俊平等(编著). 统计学. 北京: 中国人民大学出版社, 2004:397

定时期的水平作对比基准的指数，而环比指数则是以其前一时期的水平作为对比基准的指数。区域性指数（regional index number）是由一组项目在不同空间上对比形成的。有时候，也将时间性指数和区域性指数分别称为动态指数和静态指数。这是因为，虽然统计指数按其本来的涵义都是指动态指数，但在实际运用中，其涵义渐渐推广到了静态事物和空间对比，因而产生了静态指数。静态指数是指在同一时间条件下不同单位，不同地区间同一事物数量进行对比所形成的指数；或同一单位，同一地区计划指标与实际指标进行对比所形成的指数。

表 2-1：统计指数的分类体系

| 分类依据 | 分类 | | 例子 |
|------------|--------|--------|---------------------|
| 所反映现象的特征 | 质量指标指数 | | 劳动生产率指数；价格指数 |
| | 数量指标指数 | | 产量指数；销售量指数 |
| 所反映现象的范围 | 个体指数 | | 某商品成本指数；某产品产量指数 |
| | 总指数 | | 全部商品的物价指数；几种产品的产量指数 |
| 所反映对象的对比性质 | 动态指数 | 环比指数 | 零售物价指数 |
| | | 定基指数 | 股票价格指数 |
| | 静态指数 | 空间指数 | 区域指数 |
| | | 静态计划指数 | 计划完成情况指数 |

（二）统计指数的发展简史

统计指数的编制始于人们对物价的动态研究，迄今已有三百年余的历史了。最早的统计指数是物价指数，1650年由英国学者赖斯·沃汉（Rice Vaughan）首创。为了计算货币交换价值的变动，沃汉已开始编制个体物价指数。在物价变动的研究中，人们面临的问题是如何反映多种商品的价格变动。其后，在1764年、1863年、1900年，意大利经济学家卡利（G. R. Garli）、英国经济学家杰文斯（W. S. Jevons）和费雪（I. Fisher）相继编制了物价指数。围绕着物价指数的编制问题，统计学家创设出各种各样的物价指数，并将指数的分析方法应用到其他经济领域，从而产生种类繁多的经济指数，并不断完善和发展，以满足人们的生产和生活需要。

随着历史的推移，统计指数的应用不断推广到经济领域的各个方面，因而统计指数的概念也不断扩大和完善。因此，到了 20 世纪初，指数的定义已不仅仅局限于物价指数，而开始把所有反映经济现象动态变动的相对数都称为指数。而到了现代，指数的应用不仅突破了动态对比的范畴，而且应用到了经济现象在不同地区、不同部门和不同国家之间的对比中，人们认为相对数都是指数。

面对如此繁多的统计指数和分析方法，研究者需要作出选择，这殊为不易。徐国祥^①提出，“判断一种指数方法的好坏，关键在于它是否能从内容和形式上说明问题的性质，同时，从实践的角度看其是否具有可操作性，如数据资料是否能收集到、公式是否通俗易懂、是否有经济意义等。”他认为这是迄今为止在指数的计算中应用最为广泛和最有成效的一种判断方法。此外，随着统计方法的不断演进和发展，人们也对原有的指数分析方法加以改造。这是因为，传统的指数分析法存在缺陷，在利用相对数和绝对数分析时常会出现矛盾，影响指数分析的科学性。为解决这一问题，研究者提出了增量分析法和积分分析法^②。

其实，如果世界上仅有一种商品，或者仅有几种度量因素相同的商品，指数的计算也就没有那么复杂了。正因为社会经济的迅猛发展，导致商品在数量规模和种类上猛增，以及金融产品及其衍生产品的产生和演进，使指数的迅速发展成为必然。并且，不仅经济金融领域如此，社会、文化、政治发展也要求通过指数的形式计算和表示各种综合变动状况，这使人们对简单数字的需要不断增长，也因此，指数的形式简洁性和内涵丰富性给人们提供了数据分析和经济决策的便利。所以，未来将是统计学和统计指数的大发展的时期，而经济的迅猛增长和社会的快速发展也为统计指数的应用提供了广阔的前景。

（三）统计指数在宏观经济管理中的作用与地位

统计指数是一种表明社会经济现象动态的相对数，运用指数可以测定不能直接相加和不能直接对比的社会经济现象的总动态；可以分析复杂经济现象总体的变动方向和变动程度；分析经济发展变化中各种因素影响的程度；分析研究社会经济现象在长时间内发展变化的趋势。从统计学的角度，指数就是代表所关心的变量的一些统计量。因而，统计指数是反映社会经济综合变动状况的有效标志，能够满足人

^① 徐国祥. 指数理论及指数体系研究. 上海: 上海财经大学出版社, 1999.

^② 徐国祥. 指数理论及指数体系研究. 上海: 上海财经大学出版社, 1999.

们对宏观经济管理在数据方面的需要，并辅助决策者完成更为精准的控制和预测。

指数的基本特点是综合性和平均性。综合性是指它综合反映现象总体的数量变动关系；平均性是指它反映了现象总体中各单位变动的平均水平。这也反映了指数的两种功能，即指数的综合功能和分析功能，前者是指综合不同性质、不能直接相加的事物，并反映它们的总动态；后者指分析多因素现象的总量指标或评价指标在动态对比中各因素的变动情况，并测定其对总动态的影响方向和影响程度^①。

进而言之，指数作为反映复杂社会经济现象综合变动程度的相对数，具有三个基本功能^②：表征功能，表征社会经济现象总体的综合变动程度；分析功能，分析社会经济现象总体变动中各因素的影响；测评功能，对复杂的社会经济现象进行综合测评。而如果从统计指数在证券市场中的应用来看，证券指数具有多种功能：

1) 市场分析功能。证券指数的功能之一是分析功能，通过对市场指数进行各种技术分析，可以知晓市场变动状况及未来趋势，为市场主体研究证券市场的运行状况、进行投资决策、把握市场热点和预测市场未来走势提供参考。

2) 金融创新功能。完善的市场指数体系为投资领域的金融创新提供了技术支持。当今世界指数基金的崛起和股指类衍生金融产品的风行离不开证券指数的功用。市场指数的产生使得基于指数的衍生金融产品的创建成为可能。

3) 投资评价功能。证券指数作为市场收益和市场风险的表征，能够用以评价投资者的投资风格、投资业绩和投资风险。通过分析证券市场指数，可以发现投资者投资的风格特征，衡量投资者的投资效果，并分析投资者投资的风险程度。

4) 宏观经济指标的重要组成部分。证券市场与宏观经济是内生变量和外生变量的关系，两者紧密关联并交互影响。市场指数作为证券市场的表征，作为间接反映宏观经济的一个重要参数，与物价指数、利率等一同构成了国民经济的重要指标。

二、统计指数的编制：从价格指数到综合评价指数

（一）一般物价指数的编制

统计指数最初就起源于人们对物价指数的编制，因此，了解物价指数的编制方

^① 徐国祥. 指数理论及指数体系研究. 上海：上海财经大学出版社，1999.

^② 中国科学院金融避险对策研究组. 指数评价指标体系. 上海市证券交易研究中心(编). 上证研究(2003). 指数专辑. 上海：复旦大学出版社，2003：114-159.

法是深入理解统计指数编制的基础。物价指数编制的基本方法主要有两种，分别是简单指数法和加权指数法。简单指数法包括法国学者迪图提出的简单综合法和意大利经济学家卡利提出的简单算术平均法，其实质是排除个商品的重要性和影响力，独立就价变研究价变^①。简单指数虽然计算“简单”，但是却忽视了指数的计算中各因素的差异性，不能真实反映整体物价水平的变动情况，因而很少使用，研究者更多采用的是加权指数法。

加权指数的权数的确定和同度量因素的选择是指数计算的关键问题。其具体步骤是^②：首先要根据现象之间的联系确定权数，即选择什么作为同度量因素。计算数量指数时，应以相应的质量为权数；而计算质量指数时，应以相应的物量为权数。其次，确定权数的所属时期，也即确定同度量因素的时期，这可以都是基期，也可以都是报告期；使用不同时期的权数，计算结果和意义不同，这取决于计算指数的预期目的。最后，确定权数的具体形式，这可以是总量形式，也可以采取比重形式，这主要取决于所依据的数据形式和计算方法。

据此可将加权指数法分为两种，分别是德国经济学家拉斯贝尔（E. Laspeyres）于1864年提出的拉斯贝尔指数，简称拉氏指数，将同度量因素固定在基期；德国经济学家派许（H. Paasche）于1874年提出的派许指数，简称派氏指数，将同度量因素固定在报告期。计算综合指数的这两条规则，虽具有一般的应用意义，但并不是固定不变的“定律”。要根据研究对象的不同情况以及分析任务的具体要求，确定同度量因素所属的时期。

美国学者费雪（Fisher）认为，以基期（拉氏公式）和报告期（派氏公式）计算的综合指数都存在着一定的偏差，并且其方向相反而大小几乎相等，对这两种指数求几何平均，就可以得到无偏差的“理想公式”，即：

$$I_q = \sqrt{\frac{\sum q_1 p_0}{\sum q_0 p_0} \times \frac{\sum q_1 p_1}{\sum q_0 p_1}} \quad I_p = \sqrt{\frac{\sum p_1 q_0}{\sum p_0 q_0} \times \frac{\sum p_1 q_1}{\sum p_0 q_1}}$$

但实际是，理想公式并不理想，这里，数理的思维多于经济和统计的思维，它除了在商品进出口等极窄的领域还有应用外，并不具有普遍的使用价值。因此，人们常称它为费雪公式而非理想公式。

^① 徐国祥. 指数理论及指数体系研究. 上海：上海财经大学出版社，1999.

^② 贾俊平等(编著). 统计学. 北京：中国人民大学出版社，2004：397.

（二）证券价格指数的编制

统计指数在证券市场中的应用极为广泛的，它是综合反映证券市场总体发展状况的风向标。世界上几乎每个股票市场都有它自己的衡量股票价格的一种或多种股票指数（一般简称为股指），如有名的道·琼斯指数、日经指数、恒生指数、纳斯达克指数、伦敦金融时报指数，以及国内的上证综合指数、上证指数、深证综合指数、深圳成分股指数，等等。

徐国祥^①认为，股票、债券和证券投资基金具有不同的含义和独立存在的价值，是证券市场的“三维”；同时，它们又相互联系、相互制约，都具有虚拟性、收益性和风险性的共同特征，从而构成“一体”，因而可以构成“三维一体”的价格指数体系，包括股票指数、债券指数、证券投资基金指数。但实际应用最为广泛的仍是股票指数。

从理论上讲，证券指数包括证券价格指数和交易量指数。但实际上不编制证券交易量指数，而主要是证券价格指数，尤其是其中的股票价格指数。股票价格指数，简称股价指数，是用来反映股票市场价格变动的一种专用经济指标。股价指数值增大，说明股票价格上涨；股价指数值减小，说明股票价格下跌。

股价指数，可以按月、季、年来编制，但由于股票价格变化频繁，通常要每天都编制。具体编制时，要以某年某月某日的股价为基期股价，这一天叫做基日。一般基日股价定为 100，以后各日的实际股价均与基日股价对比，计算出各日的股价指数。为了反映股价变动的实际情况，通常利用两个不同时日股价指数的差额来表示，这就是股票价格指数的“点”。其差额为正，叫做股价上涨了若干点；若差额为负，则称为股价下跌了若干点。

股价指数，一般有简单算术平均和加权综合两种编制方法。由于加权综合法考虑了成交量这一因素，其计算结果的代表性要高。因此，编制股票价格指数时一般采用加权综合法，不过，简单算术平均法简便易行。在研究股票市场价格的变化时，除了通过计算股价指数来反映每天股价变动的大体情况外，还可以利用股价资料绘制各种股价变动图，让投资者更直观地分析和预测股价的变化及未来趋势。

^① 徐国祥. 指数理论及指数体系研究. 上海：上海财经大学出版社，1999：105-106.

（三）多指标综合评价指数的构造

除了价格指数，我们还可以在日常生活中听到或看到其他许多指数，如生活质量指数、人类寿命指数、健康指数、美容指数、空气质量（或污染）指数、顾客满意度指数、国际透明指数，以及最近媒体追捧的幸福指数，等等。这些指数与传统的价格指数是否是同样的“指数”？有何不同？它们是怎样编制出来的？其实，这些有别于价格指数的“指数”是一种“多指标综合评价指数”，即利用指数的思想与方法，将所选择的有代表性的若干个指标综合成一个指数，从而对事物发展的状况作出综合的评判^①。构建多指标综合评价指数主要用于理论研究、建立科学的评价指标体系、以及评价方法研究等。

综合评价指数是由若干个单项指标综合而成的，综合方式包括简单综合与加权综合两种，目前常用的是加权综合。因此，构建加权综合评价指数需要解决三个关键问题，分别是指标的选择与进一步的筛选、指标的转换即“无量纲化处理”和权数的构造。

（1）指标的选择。

综合评价指数是基于若干个指标所构成的指标体系，指标的内容可以反映指数的性质，因此，指标的选取是决定指数真实有效的重要因素。如果在指数的编制中缺少了关键的指标，那么指数的有效性和可信度就将大为降低。也因此，指标体系是否科学与合理，直接关系到评价结果的科学性与准确性。指标体系的建立首先需要进行必要的定性研究，以便对所研究的问题进行深入的分析，尽量选择具有一定综合意义的有代表性的指标；其次，要尽可能运用多元分析方法进行指标的筛选，以提高指标的客观性。

（2）指标的转换。

由于指标体系中所包含的各个指标通常是不同类型且具有不同的计量单位，指标间不可相加，所以在构建综合评价指数的时候，需要统一这些指标的量纲，也即将用不同单位所表示的指标做无量纲化处理。指标的转换或无量纲化有多种方法，

^① 贾俊平等(编著). 统计学. 北京: 中国人民大学出版社, 2004:411

而每一种方法都有不同的特点和应用场合。

1) 统计标准化。这是使用最广泛的一种转换方法，其公式如下：

$$Z_i = \frac{X_i - \bar{X}}{\sigma} \text{ 其中, } \bar{X} \text{ 为 } X_i \text{ 的均值; } \sigma \text{ 为标准差。}$$

2) 极值标准化。转换公式为：

$$Z_i = \frac{X_i - \min(X_i)}{\max(X_i) - \min(X_i)}$$

3) 定基与环比转换。第一个公式适用于构造比较指数的指标转换，第二个公式适用于构造时间序列指数的指标转换。公式如下：

$$Z_i = \frac{X_i}{X_{i-1}} \times 100\% \text{ 与 } Z_i = \frac{X_i}{X_0} \times 100\%$$

一些学者认为，在指标的无量纲化处理以前，还需要进行同向化处理。因为要使所有的指标都能从同一角度说明总体，这就提出了如何使指标同向化的问题，即将逆指标统一转换为正指标的问题。但多数场合下，同向化处理过程与无量纲化过程是同时进行的。指标同向化处理的方法通常有：

- 1) 将逆指标转换为对应的正指标，如将中间消耗率转化为增加值率；
- 2) 倒数法。将 X 转换为 1/X；
- 3) 对于适度指标，即那些指标值太大太小都不好的指标，通常需要根据实际值 (X) 与适度值 (K) 的差距的倒数 “1 / (1 + |X-K|)” 进行评价。

(3) 权数的构造。

在加权综合评价指数的编制中，权重或权数的选择需要遵循一定的原则，这包括：内容的选择要服从于研究目的；形式的选择要取决于客观具备的资料条件；时期的选择要考虑到计算结果的实际经济意义。此外，要根据研究的目的综合确定权重的选择方法，以保证指数生成的科学性和合理有效性。综合评价指数的权数构造有多种，但大体可以分为两大类，一类是主观构权法，即研究者根据其主观价值判断来指定各指标权数，主要有专家评判法、层次分析法 (AHP) 等；一类是客观构权法，指直接根据指标的原始信息，通过数学或统计方法处理后获得权数，常用方法主要有主成份分析法、因子分析法、相关法、回归法等等。两类方法各有利弊，

主观构权法一般没有统一的客观标准，而客观构权法则可以在一定程度上弥补这一不足，实际应用中最好将两者结合起来。

经过以上三个步骤，可以通过计算形成指数的一般形式。假设所选择的 n 个指标为 X_1, X_2, \dots, X_n ，由于各指标的计量单位可能不同，所以需要将各指标进行转换，以便使其具有可比性。假设转换后的各指标值为 Z_1, Z_2, \dots, Z_n ，对各项指标赋予的权数分别为 W_1, W_2, \dots, W_n ，那么综合评价指数的一般形式可以写为：

$$I = \frac{\sum_{i=1}^N Z_i W_i}{\sum_{i=1}^N W_i} \quad \text{其中：} 0 \leq W_i \leq 1, \quad \sum_{i=1}^n W_i = 1$$

当 $W_1=W_2=\dots=W_n$ 时，就是简单综合评价指数，此时有： $I = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n Z_i$

因此，可以说多指标综合评价指数并非严格意义上的指数，而是“指数化”（Indexation）；它是一种“泛指数”，是将统计指数的思想与方法应用到新的研究领域的结果，如目前得到已得到广泛应用并获得普遍共识的物质生活质量指数（Physical Quality of Life Index）、社会进步指数（Index of Social Progress）、人文发展指数（Human Development Index），等等。这样，统计指数的概念就不仅局限于单纯的物价指数或价格指数，而可以应用拓展到社会发展的各个领域。

其实，如果掌握了统计指数的编制方法和一定的数据资料，任何人都可以创制自己的统计指数，但统计指数的计算、发布、更新和广为人们所接受却需要各种配套设施和制度的辅助。否则，仅仅计算出统计指数，只能满足个人好奇心而已，也背离了统计指数的根本目的。综合评价指数尤其如此，因为评价本身就是一件极为复杂和敏感的行为。统计指数的计算和发布是极为严肃和要求严格的一项工作，需要制定详细的统计指数发布和更新制度，明确相关责任人（如数据提供单位、调查单位、委托计算分析单位和定期发布媒体等的安排）的职责要求，并对指数的使用去向进行评估。

三、与证券投资者保护有关的指标和指数

如何度量和比较各个国家和地区证券投资者保护水平的问题，是一直困扰着研究者们的一个难题。对此，虽然可以通过公司治理指数、证券市场市值、股指等反

映，但多是间接的、单方面的，很难综合全面体现一国（或地区）证券投资者保护水平的高低。目前证券监管部门对证券投资者保护水平的评价指标或指数主要来自证券投资者保护基金或赔偿基金，比如美国证券投资者保护基金公司（SIPC）的年报就给出了当年所赔付的证券投资者的案件、人数和金额，但这是反向意义上的，并且仅仅是对破产处置的券商问题的度量，尚无法反映事前的保护水平。现有的评价指标主要来自学术研究。国外一些学者在金融研究中给出了若干反应投资者保护水平的评价指标或指数，并做了实证研究，以下详述之。

（一）LLSV的投资者保护指数

目前关于投资者保护的实证研究，主要是 Rafael La Porta、Florencio Lopez-de-Silanes、Andrei Shleifer 和 Robert Vishny 四位美国学者（一般缩写简称“LLSV”）。LLSV 搜集整理了 49 个国家的法律和证券市场发展的数据，根据法律体系的起源和特点分为四类：英国、法国、德国和斯堪的纳维亚法系。其中第一类就是英美法系或普通法系（18 国），第二、三、四类属于大陆法系或民法法系（分别是 21 国、6 国和 4 国）。他们研究了法系与投资者保护之间的相关关系，主要通过不同法系对投资者权利的规定来反映投资者保护的状况。

为便于比较各国法律中对股东权利的综合保护程度，LLSV 选择了以下指标：^①

（1）“一股一票”。一股一票有利于保护投资者，因为投资者从公司中获取股利的权利与其投票权是相称的，如果不相称，那么控制投票权多于其获得股利的权利的股东，会想方设法控制股利的发放，侵害少数股东的权利。

（2）“邮寄代理投票”。允许股东以邮寄方式代理投票，有利于股东行使权利。

（3）“股东大会前股票冻结”。有的国家的法律规定，在股东大会之前若干天，股东必须把股份托管在公司或中介机构，直到股东大会后若干天才能解冻。这一举措提高了投资者参与股东大会的成本，不利于保护投资者。

（4）“累积投票权”。这项制度有利于中小股东把自己的候选人选入董事会。

（5）“保护少数股东的机制”。如果小股东可通过司法途径对董事提起诉讼，或者有权迫使公司购买对重大事项（如兼并、重大资产出售）投反对票的少数股东的股票，则投资者会受到更好的保护。

^① La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106: 1113-1155.

(6)“召集特别股东大会所需股份比例”。该比例越小，少数股东越难以挑战或驱逐公司管理层。

(7)“强制分红的权利”。一些国家的法律强制公司发放一定比例的公布盈利作为股利。该项权利有助于遏制公司虚报盈利。

上述几项股东权利中，第2项到第6项都是关于股东表决权的，LLSV称为“抗董事权”(anti-director rights)，并汇总得出各国“抗董事权指数”，发现英美法系国家对投资者特别是中小投资者权利保护得最好，斯堪的纳维亚法系和德国法系国家次之，而法国法系国家最差。

LLSV对投资者保护的理解反映出其坚持“法律论”的立场，即立法对投资者的保护至关重要。因此，投资者保护的好也就是投资者作为公司股东和证券交易人的权利规定得完备、详尽和易于履行。然而，他们主要关注于公司治理中投资者对上市公司控股股东、董事会和高层管理者的对抗，却没有考虑证券交易中投资者的权利，因此，他们所设计的股东权利保护指数，也即“抗董事权指数”是片面的，虽然可以在一定程度上反映一国投资者保护的保护水平。也许是为了弥补这一缺憾，LLSV此外还设计了债权人保护方面的“债权人权利指数”，通过“不得自动扣押抵押品”、“首先支付有抵押的债权人”、“对进入重组的限制”、“管理层不得参与重组”这四项指标的合成，体现对债权人的保护程度。最后，设计了执法效率方面的三个指数，分别是司法效率、腐败水平和会计准则。立法与执法虽然都涉及法，但是两回事，对投资者的保护既需要立法的保障和支持，同时也有赖执法的严厉和无偏，二者都不可偏废。

LLSV的研究虽然得到了绝大部分学者的共识，但也有学者^①从信息论的角度对投资者保护进行研究，并提出了“信息不对称成本”指数。他们选取中国大陆公司股票和香港公司股票，对比股票交易中的不对称信息成本，发现大陆公司股票的不对称信息成本是香港公司股票的两倍，而且在排除股票交易活动变量和市值的影响后，该效应依然显著，从而从这个角度反映了在同一市场结构下，大陆投资者保护环境较差。

^① 汪毅慧等. 不对称信息、交易成本与投资者保护：内地(中国大陆)和香港的比较研究. 金融研究, 2003, (10).

（二）世界银行的投资者保护指数^①

（1）.“商业环境排名”概括

世界银行及其下属的国际金融公司主持“经济体排名”项目，并据此每年发布《全球商业环境报告》(*Doing Business*)，自2004年至今已经发布第四期。^②这四期的题目分别是：“理解规制”、“消除增长的障碍”、“创造就业”和“改革之道”。经济体排名将所有经济体按其营商环境的难易程度排名，从1到175，1为最佳。^③该报告基于一系列衡量政府规制及其执行水平的量化指标，对175个国家和地区的商业环境进行排名，内容涉及一个企业从诞生到消亡整个过程中所要遭遇的法律法规和行政管制，以及这些法规对企业，尤其是对本国中小企业的影 响。营商指数排名高说明该国的政策规制环境有利于企业经营。该指数是一国在10项课题中百分比排名的平均值，每项课题由若干指标组成，拥有相同权重。指标排名依据各个经济体在“开办企业、申请许可、雇用工人、注册财产、获取信贷、投资者保护、缴纳税款、跨境贸易、合同执行和企业破产”等10个方面调整法规的范围及其影响。评估指标一般分为以下几类：1) 验证法规的繁简程度，比如创办企业或注册商业地产需要多少道手续；2) 衡量监管结果，比如执行一项合同、办理破产或进行跨境贸易所需的时间和成本；3) 衡量对财产的保护力度，比如使投资者资产免受公司董事的侵占，或根据担保交易法律规定可作为抵押品的资产范围等；4) 表明企业在缴纳税务方面的负担。

《报告》所有指标的相关数据一般以每年1月为基准，在对相关法律法规研究的基础上，再加上当地政府官员、律师、企业顾问、会计师以及其他熟悉法律和政策要求的专业人士的意见与验证。此外，《报告》还列举了各种规制的国际最佳实践经验以及成功和失败的改革案例，以供其他国家借鉴。《报告》首次在全球范围内对各国商业环境的诸多方面进行了连续、广泛、系统的调查，所研究的指标有可比性，

^① 本部分主要参考了全球商业环境排名网站的介绍 (<http://www.doingbusiness.org/>) 和国际金融公司中国项目开发中心(2007)主编的《中国与〈全球商业环境报告〉》，参见：<http://www.cpdf.org/doc/2006911155814.pdf>。

^② 四期报告标题分别为：*Doing Business 2007: How to Reform*, *Doing Business in 2006: Creating Jobs*, *Doing Business in 2005: Removing Obstacles to Growth*, and *Doing Business in 2004: Understanding Regulation*。项目网址：<http://www.doingbusiness.org/>。有关中国的情况见：<http://chinese.doingbusiness.org/EconomyRankings/>。

^③ 样本包括：22个高收入的欧洲经合组织成员国，28个来自欧洲及中亚，45个来自非洲，8个南亚国家，31个拉丁美洲国家，17个来自中东及北非，24个来自东亚及太平洋地区；中国也包括在内，因中国台湾、中国香港也列入排名行列，故此称为经济体排名而非国家排名。

孰优孰劣一目了然，在世界各地引起了广泛反响。

在历次排名中中国商业环境排名均靠后，2006年位居第108位。虽然在过去的一年，通过对《公司法》和其他一些法律和机构的改革，中国的综合商业环境排名提升了15位，但在175个经济体中仍属中等偏下。当然，由于调查的样本是一国最大的城市（中国的为上海），这些结果并不一定代表中国其他地区的情况。令人欣喜的是，在《2007全球商业环境报告》中，中国以多项重大的法律法规和机构改革措施，荣获全球商业环境改革步伐最快的前10个国家的第四名，革新步伐名列东亚地区区内第一。政府改革了有关法规，加快了企业登记程序，加强了对投资者保护，并简化了跨境贸易中的繁琐手续。

(2). 投资者保护指数的指标体系和评估方法

为衡量各国对投资者的保护措施，《商业环境报告》评估了各国如何监管“假公私”案例，即用公司资产为个人牟利。此即“投资者保护指数”（Investor Protection Index, IPI），是“经济体排名”项目中对国家和地区投资者保护状况的衡量，每年由世界银行出版。投资者保护指数（IPI）由3项指标的平均值构成，公司领导人可能会为谋取私利而滥用公司资产，这3项指标就是用于衡量小股东被保护以免遭受利益损害的强度。指数范围由0至10，分值越高表明投资者保护越好，或披露程度越高。2006年新西兰名列第一，IPI为9.7，毛里塔尼亚位列末位，IPI为0.0。

具体的研究和调查方法是由Djankov, LaPorta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer (2006) 的论文提供的。^①他们提出了一个新的指标，度量法律保护小股东以规避公司内部人掠夺的力度——“抗自我交易指数”（anti-self-dealing index）。他们与莱克斯·盟带（Lex Mundi）律师事务所合作，通过调查计算了72个国家在2003年的法律条款，集中于私力执行机制，例如披露、声誉、诉讼等治理自我交易的机制。这一基于理论的指数预测了许多证券市场结果，比此前引入的“抗董事权指数”（index of anti-director rights）（La Porta et al. 1997, 1998）运行得更好。

具体度量方法是这样的。商业环境排名中的“投资者保护”课题度量了公司小股东的保护力度，即小股东抗衡公司董事为谋取私利而滥用公司资产的能力。指数从三个维度描述了投资者保护：交易的透明度（披露程度指数）、自我交易的法律责

^① Djankov, S., LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A. (2006) The Law and Economics of Self-Dealing. Working Paper, November 13, <http://www.doingbusiness.org/documents/Protecting-Investors-Self-Dealing.pdf>.

任(董事责任指数)以及股东起诉经理和董事的不正当行为的能力(股东投诉指数),最终平均为投资者保护力度指数。数据来源于对公司律师的调查,并以公司法、法庭采信规则和证券监管规定为基础。

该方法是以一个具体的公司自我交易案件为基础展开的(如图 2-1 所示)。案件事实很简单。詹姆斯先生是一家上市公司的大股东及董事,他提议从自己拥有的另一家公司收购二手卡车,价格高出二手卡车当时的市场价格。詹姆斯签署了该交易。虽然对其所在的上市公司不公平,但该交易仍获得了所有批准,而且也按要求进行了所有披露。股东于是起诉了当事方以及董事会成员。人们不禁要问,是谁批准了该交易?哪些信息是必须要披露的?投资者能查看哪些公司文件?少数股权股东有哪些证据可以阻止该交易或从詹姆斯手里拿到赔偿?

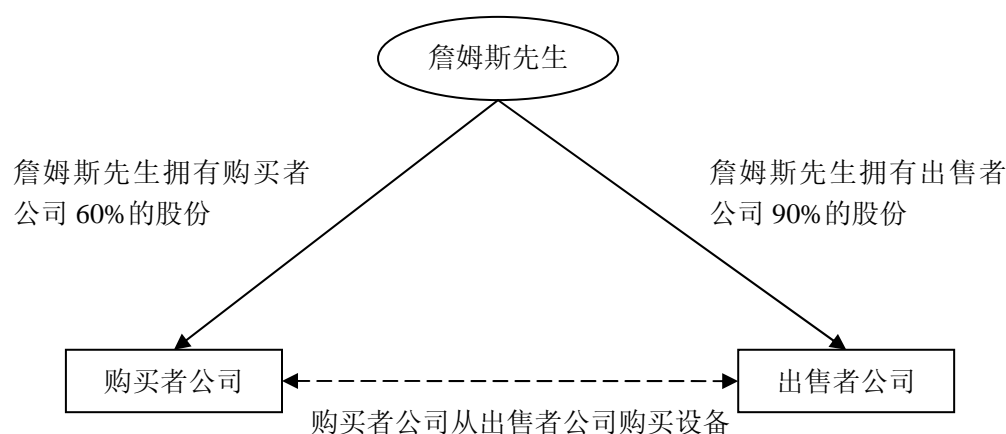


图 2-1 案例示意图

基于以上问题以及其他信息,他们设计了三个投资者保护方面的指标。所有指标的分值都是从 0 到 10,分值越高表示投资者保护做得越好,或披露程度越高。这三个指标连同总指标分别为:

1) 公司董事责任范围指标 (Extent of disclosure index), 包括投资者能否约束詹姆斯及董事会为损失负责、能否废除该交易、因假公济私而导致的罚款与判刑、是否存在派生诉讼 (derivative suits) 或直接诉讼、对詹姆斯退还在上述交易中获得的个人利润的要求。

2) 信息披露范围指标 (Extent of director liability index), 包括审批程序、立即向公众及股东披露拟议交易情况、定期披露文件档案与报告、交易发生前是否从外

部对其进行评估的要求。

3) 股东诉讼难易程度指标 (Ease of shareholder suits index), 包括审判期间需要用到的文件能否拿到、投资者能否查问被告以及其他证人、检查公司文件的合法性、由谁来任命检查员以及证据标准等。

4) 投资者保护力度指标 (Strength of investor protection index), 指董事义务范围、信息披露范围以及股东诉讼难易程度三项指标的平均。该指标分值也是从 0 到 10, 越高表示投资者保护力度越大。

如果投资者权利得不到保护, 那么在公司中获得多数股权就成为消除侵占现象的唯一方法。但如果这样, 投资者就必须投入更多精力进行监督, 投资数量也必然有限。结果将导致创业精神受抑制, 赢利性投资项目减少。哪里的假公济私现象得到遏制, 哪里的股权集中程度就低, 对行业的信任度就越高, 投资者就能够实现投资组合多元化, 而企业家也就能够获得资金。

(3). 对世界银行“投资者保护指数”的评价

2006 年, 中国投资者保护排名居世界第 83 位, 其中披露指数为 10, 董事责任指数为 1, 股东诉讼指数为 4, 投资者保护指数为 5.0。中国与全球最佳投资者保护国和部分其他经济体的比较表和比较图如下。

表 2-2 中国与地区投资者保护指数的比较

| 指标 | 中国 | 亚太地区 | 经合组织 |
|---------|-----|------|------|
| 披露指数 | 10 | 5.2 | 6.3 |
| 董事责任指数 | 1 | 4.4 | 5.0 |
| 股东诉讼指数 | 4 | 6.1 | 6.6 |
| 投资者保护指数 | 5.0 | 5.2 | 6.0 |

中国证券投资者保护指数真如世界银行的调查所显示的那样高吗? 特别是披露指数居然达到了满分 10 分, 这种评估结果与中国投资者保护现实是否相符? 对此我们表示怀疑。Djankov 等(2006)自己也指出, 该指数存在的主要缺陷就是其所度量的

是字面上的法律条款，而与之同等重要或更为重要的法律执行则没有涉及，指数对后者的效率和效果不得而知。虽然他们对此进行了辩护，但终究难以自圆其说。法学家方流芳也曾指出，^①

“如果仅仅阅读法律文本，我们似乎不难得出结论：中国有全世界最为严格的遏制市场欺诈的法律。外国法律禁止或者限制的行为，中国法律都禁止或者限制了；外国法律没有禁止或者限制的行为，中国法律也禁止或者限制了。在理论上，中国证券法、公司法和监管架构足以遏制任何欺诈。法禁不可谓不周，管制不可谓不严，法律文本给我们的提示是，中国国情当比西方更有效地遏制股市欺诈。然而，在理论上没有可能发生的事情，在事实上都发生了。2001年，中国证券市场几乎每个月都爆出重大丑闻。”

方流芳认为，将投资者保护力度不够归之于执法力度不足，其实并未抓住问题的实质。证券市场管制的唯一目标就是保护投资者利益，但管制者是否真正清楚其管制目标？方流芳认为目前中国证券市场监管者并未认识到这一点，因为“监管者存在多个相互冲突的管制目标，管制者又受某一目标主导，那么，在某些方面执法力度过头，在另一些方面执法力度不足，就是难以避免的。”比如国有企业“脱困”与投资者保护，发行配额与市场监管，国有资产保值、增值与股票的充分流通，监管者收取监管费用与按市场规律监管，等等，这些都是一些无法两全的目标，令监管者无所适从，并引发“管制过度”（over-regulation）问题。

因此，尽管 Djankov 等(2006)声称其所设计的“抗自我交易指数”优于 La Porta 等(1997, 1998)的“抗董事权指数”，但就指数所涵盖的内容上来看，结果并不是这样。由于仅仅关注“字面上”的法律条款，而没有考虑法律条款的执行力度，其对投资者保护力度的度量也仅是“字面上”的，而非真正的。

（三）公司治理指数

投资者保护是公司治理研究中的重要内容之一，而如何评价公司治理，尤其是如何设计和计算公司治理指数，是当前该领域研究的重要趋势。公司治理问题产生于公司所面临的委托—代理问题^②，公司中有各种不同的利益相关主体，股东、董

^① 邵颖波. 过度管制导致的挫折——方流芳解析中国证券市场. 经济观察报, 2001年12月6日, 转引自: <http://news.sohu.com/17/39/news147363917.shtml>.

^② 肯尼思·A·金, 约翰·R·诺夫辛格. 刘江译. 公司治理. 北京: 中国人民大学出版社, 2004: 4-6.

事、经营班子和员工，以及公司的债权人、政府、供应商和顾客等。公司的所有权和控制权被分配给了公司股东和经营班子。股东拥有公司，而经营班子控制公司。所有权与控制权的分离产生了委托—代理问题。公司股东是委托人，运作公司的经营者是代理人。如果股东不能有效地监督经营者的行为，后者可能就会利用公司的资产满足个人目的，比如提高生活水平、额外享受一些好处等。解决代理问题的方法有两种：激励和监督。激励就是通过向经营班子授予股票和股票期权，把经营班子的财富与股东的财富联系在一起，统一经营班子和股东的想法，协调经营班子的利益和股东的期望；监督则是通过建立一种监督机制来监督经营者的行为。这些就是公司治理问题。

如何评价这些激励和监督机制的有效性，对公司治理水平作出评估乃至评级？公司治理系统错综复杂，各个利益相关主体都有潜在的违规动机，而且盘根错节、相互交织^①，这些都向致力于解决这一问题的研究者们提出了挑战。公司治理指数是运用统计学原理，以指数形式对上市公司治理状况做出系统、客观的评价。其功能在于加强监督、指导投资、强化信用与诊断控制。公司治理评价研究最早是1950年由杰克逊·马丁德尔提出的，目前已有10余种公司治理评价系统，如标准普尔、里昂证券等。但在评价指标体系构成及标准选择上存在较大差异，原因在于系统设置时所依据的上市公司治理环境的不同，这包括上市公司所处的制度、法律、政策以及市场环境、公司发展阶段等。中国上市公司的治理环境与国外有很大差距，因此有必要借鉴国际经验并结合中国上市公司的治理环境与自身发展状况，设计出具有中国特色的公司治理评价指标体系。2003年4月27日，南开大学公司治理研究中心公司治理评价课题组^②正式推出了国内第一个上市公司治理评价体系——“中国公司治理指数”（简称南开治理指数，CCGI^{NK}），并据此推出了“中国上市公司治理100佳”排行榜。

该指数的构造侧重于公司内部治理机制，强调公司治理的信息披露、控股股东行为、董事会的独立性以及监事会参与公司治理等。目前流行的赋权方法有简单算术平均、基于层次分析法的主观权重加权平均、主观与客观权重相结合的动态权重确定法，在综合比较了这三种赋权方法的基础上，最终确定第三种方法。指数选取

^① 肯尼思·A·金，约翰·R·诺夫辛格，刘江译，公司治理，北京：中国人民大学出版社，2004：10。

^② 南开大学公司治理研究中心公司治理评价课题组，中国上市公司治理指数与治理绩效的实证分析，管理世界，2004，（2），63-74。

2002年1307家上市公司作为总体样本，从中选取指标信息齐全、不含异常数据的931家作为最终样本。最终统计结果表明，我国上市公司总体治理水平偏低，平均指数仅为49.62%，且公司间治理水平差距较大。在此基础上，对中国上市公司治理状况进行描述性统计，包括对上市公司的总体治理状况，以及分项目治理状况（股东行为、董事会、经理层、监事会、信息披露），分行业、分地区、股权结构及第一大股东性质等方面对公司治理状况的影响。通过对上市公司治理指数与治理绩效进行实证分析，发现二者呈正相关关系。

（四）投资者信心指数

学者们认为，当投资者受到法律较好保护的时候，他们才相信可以得到现金流而不是被公司管理层或控股股东非法占用或窃取，并愿意为股票和债券支付溢价^①。因此，投资者对证券市场和上市公司的信心高低，是可以在一定程度上反映投资者对其自身权益受保护水平的感知状况的。证券投资者信心指数（Securities Investors Confidence Index, SICI）就是对证券投资者在某一时期对证券市场整体状况和走势的看法的调查，类似西方国家的民意调查。

投资者信心是“投资者看好投资前景，认为投资在未来有保证，不必担心投资发生意外损失的一种主观状态”。^②由于证券市场本身具有特殊的衍生性和虚拟性，证券价格行为在相当程度上依赖于投资者的信心。投资者信心在证券市场中发挥着很大的作用。然而，但迄今为止，在中国证券市场中，“投资者信心”还是一个十分模糊和无法捉摸的概念。人们可以感知到信心的存在，却无法确切地把握它。

构建证券投资者信心指数具有重大的意义。首先，它将形成证券市场的一个基础性平台，促进整个市场的良好沟通；它将形成证券市场发展历史的真实、宝贵的第一手数据；它将构成证券市场多层次的完整信息体系（包括交易信息和上市公司信息）的一个重要组成部分。其次，证券投资者信心指数可帮助市场参与者更准确地把握证券市场的心理走向，为其决策提供一个新的参考依据。它往往被当作一个反向指标，可在一定程度上起到稳定市场的作用，为监管层提供一个管理和规范市场的新视角。

^① 张育军. 投资者权益保护的若干问题探讨. 证券市场导报, 2006, (5).

^② 宋军. 证券投资者信心指数开发研究. 深圳证交所研究报告, (深证综研字第0072号), 2004-11-1.

宋军在借鉴国际通行方法的基础上，建立了证券投资者信心指数。^①采用问卷调查方法，最终将获得一个代表市场中绝大多数投资者信心的量化指数。他认为，证券投资者信心包括投资者对投资者自身和证券市场现状的评价（是否满意）和未来期望（是否看好）两个方面。就此可产生出八个证券投资者信心分指标，分别是证券投资者对自身投资收益的满意指标、对市场大盘收益的满意指标、对自身投资收益的期望指标、1个月大盘乐观指标、6个月大盘乐观指标、大盘投资价值指标、大盘反弹指标和不会发生崩盘指标。他指出，证券投资者信心指数的构建一般需要走过五个阶段，分别是：

（1）“投资者信心”的概念化和操作化。首先分析“投资者信心”概念的具体含义，将概念分解成几个子维度，在此基础上产生一组指标。在概念化的基础上，进一步说明如何采用纵向比较方法来测度这八个分指标，使指标可操作化。

（2）问卷设计。分别对个人投资者和机构投资者设计投资者信心问卷。每套问卷包括八个问题，每个问题分别根据前面概念化过程得到的八个分指标设计。

（3）问卷数据整理和分析。问卷回收后，对问卷答案编码，整理成可以直接分析计算的数据库。

（4）投资者信心指数计算方法的确定。这包括两个阶段，首先确定各个分指标的计算方法，然后通过加权平均方法组合各分指标，得到总的投资者信心指数。在计算时，先分别对个人投资者和机构投资者计算，然后根据上期成交量比例加权，得到所有投资者的信心指数。

（5）投资者信心指数的发布。证券投资者信心指数发布的内容包括机构投资者和个人投资者的满意指数、期望指数、信心指数及5个市场期望指标的趋势走向图。

除此，还有耶鲁大学管理学院和北京大学中国经济研究中心联合发布的“耶鲁—CCER 中国股市投资者信心指数”正式发布。该指数每月发布一次，其调查和统计的基本原理和同上类似，在此不赘述。这里需要说明的是，投资者信心指数仅仅反映了投资者对证券投资收益的满意度和预期值，在很大程度上它会受到国民经济整体运行状况和证券市场综合走势的影响，往往是证券投资者对自身收益的情感影射，带有极大的不确定性。并且，即便证券投资者信心极高，也未必能说明政权投资者保护的水平就高，两者是不同的概念，虽然有某些关联。

^① 宋军. 证券投资者信心指数开发研究. 深圳证交所研究报告, (深证综研字第 0072 号), 2004-11-1.

（五）对证券投资者保护指数的调查研究

综上所述，目前还没有一种令人满意并取得普遍共识的证券投资者保护指数或指标来反映一国（或地区）证券投资者保护的整体状况。证券投资者保护作为一项复杂的综合系统工程，其运行状况的好坏需要全方位多角度的度量和测算，而现有的指标很难满足这一点，往往是单方面的度量，虽能管窥豹斑，但毕竟无法真实体现整体的保护绩效。如何构造出一套多指标综合评价指数，以反映中国证券投资者保护的状况，同时又对其加以前后比较，以体现出证券投资者保护绩效的升降起伏，这正是本研究所致力于分析和解决的核心问题。这也进一步说明本研究的意义和价值，同时也向本项目提出了挑战。

这里需要区别的是投资者保护指数与证券投资者保护指数的区别，前者对应于公司治理的研究范式，主要考察身为中小股东的投资者（公司外部人）如何防范公司内部人（大股东、董事和经理）侵害自身权益的问题；后者着眼于证券市场与金融发展，不仅关注投资者如何防范公司内部人的“掠夺”，而且考察作为证券交易人的投资者如何在证券市场上防范上市公司、证券公司、机构投资者等利益相关主体对自身的权益的侵害。因而，证券投资者保护指数对应于股东保护指数，是广义的投资者；而证券投资者仅是证券市场上交易的投资者，是狭义的投资者。而目前所发现的所有指数都是投资者保护指数，尚未发现证券投资者保护指数。

然而，目前世界上究竟是否存在证券投资者保护指数？能够对此结论进行确认？为了避免因文献检索失误而带来的研究偏误问题，确认上述观点，我们对投资者保护领域的国外学者进行了调查。调查取样来自我们所搜集到的国外针对证券投资者保护研究的相关论文的作者，论文全部为公开发表的英文期刊论文或作者发布的工作论文。这些论文几乎涵盖了我們所能搜索到的所有关于投资者保护的研究，本报告此后的研究中也会多次加以引用。这些论文的引用率相当高，论文作者在该领域的研究成果获得了广泛的认可，因此将他们作为调查对象，调查的可信程度会很高。我们在论文中检索到作者的 E-mail 地址，发送事先设计好的调查问卷（问卷格式见附录），要求调查者做出回答。作为补充，我们还通过社会关系联系了国外其他领域的学者（多数为组织管理领域），请他们推荐金融学者参与问卷调查。此外，我们还通过电话访谈和面对面访谈，与我们所认识的国外金融学者进行了更为深入的探讨。由于调查的目的在于确认目前世界上是否已经有了证券投资者保护指数，

而且调查的对象也是该领域研究的佼佼者，因此调查的结果十分可信，调查对象所提供的意见和建议也将反映在后续的研究中。

接受调查的学者普遍对中国证券投资者保护问题兴趣浓厚，并对我们所提出的问题进行了回答。从回复的情况看，学者们认为目前世界上已经有对投资者保护的评估，并提供了一些示例性的指数，如世界银行“投资者保护指数”。这一结果与我们的预测是一致的，即目前已经出现了多种投资者（股东）保护指数，但却尚未发现证券投资者保护指数。究其原因，学者们认为，证券投资者保护是一个价值很大、难度很大的问题，在美国、英国等发达国家没有的原因可能是很难构建。同时，也可能是因为美英等国证券投资者保护的状况比较好，不需要发布此类指数。学者们的解释是有一定道理的，一方面是因为难度较大，另一方面也与西方国家证券市场的发展状况有关。经过近四百年的发展，这些国家在证券市场的规范化和制度化运行方面已经相当成熟，证券投资者在证券交易中受到了较为全面和有效的保护；与之相比，更为紧要的问题在于与公司治理相关的投资者保护问题，由于委托代理问题的恒久存在^①，投资者（股东）保护问题也成为金融研究不变的主题。

尽管接受调查的学者对于中国证券市场的状况了解不多，但我们还是通过其他途径获得了回答，特别是对一些外籍华裔学者的调查。对于中国是否应该设立证券投资者保护指数，学者们认为是时候发布证券投资者保护指数了，发布该指数并无害处。而且，尽管这样一个指数的发布将不太可能显著改善证券投资者保护，但它将对政府监管部门施加一定的压力，使其朝着这个目标努力。这与我们的观点是一致的，即虽然中国证券市场发展历程短，处于转轨过渡期，尚不成熟，但是伴随着中国经济社会的快速发展，中国证券市场日新月异，显现出惊人的发展势头，而伴随着证券市场发展的是证券投资者保护水平的不断提升。因而，衡量和评价中国证券投资者保护水平，展现中国证券市场的发展进程，将是一个十分有意义的事业。

如何测量和评估证券投资者保护水平？应该从哪些方面、以何种形式进行？接受调查的学者认为，投资者保护是一个多维问题。证券投资者保护应包括证券立法、证券执法、证券投资者教育，是一个非常复杂的问题，与政府监管部门、立法和产业实践都有关系。一个可靠的证券投资者保护指数可能很难建立。单一的指数可能

^① 尽管会有程度的差异和不同，问题的形式也发生了变化（比如从过去分散的股东抗衡掌握实质控制权的经理，转换到分散的中小股东与控股股东和董事的抗衡），但问题的本质并未改变。参见：上海证券交易所. 2003年中国公司治理报告. 第九章 当代公司治理研究的新发展. 2003-06.

无法完全揭示其全貌。因此，比较有保障的是开发一个向量指数（Vector index），包括与信息披露、立法和执法相关的信息。有学者回复指出，证券投资者保护应该包括信息披露、股东诉讼（低成本）、产权、公司治理（管理忠诚度、代理成本、参与股东大会、变革管理的成本）等。还有学者认为，证券投资者保护包括两个主要部分：（1）运行良好、可信赖的流动市场，得到完美匹配，高度透明和协调的可信赖的定价机制（例如完全和快速的信息披露）。尽管这些看似理所当然，拥有一个可信赖的报价和执行机制是健康运行的市场的关键问题。（2）良好的投资者信心。该项的多数都已通过自律监管和声誉的建立而得以实现。然而，为了实现这两个目的，还需要有一个法律结构，确保契约和信息披露的可靠履行。宁可是“证券投资者教育”，因为仅有立法不能确保一个良好的市场。程序和信息的效率造就了一个良好的市场能够运转起来。这再次吸引市场参与者并带来必要的流动。可能是因为证券交易所知道，它们只有是可信赖的才能吸引消费者。因此，声誉资本是最重要的。为了保持竞争力，它们需要可靠，即便法律结构可能存在漏洞。他认为有必要建立证券投资者保护指数，因为它将（1）有利于金融市场的声誉；（2）在投资者保护薄弱的地方展示永久基础。此外，有学者特别强调，在测量投资者保护绩效的时候，尤其是不能混淆系统失败与个人失败的不同。明显的关键是要反映整个投资者保护系统的运行状态。

上述回答为我们明确中国投资者保护指数的构成和设计思路提供了借鉴。上述回答也说明构建投资者保护指数是一件十分复杂而艰难的研究，即便对于发达国家也是如此。因此，这也告诉我们，建立中国投资者保护指数不是一件容易的事情，需要周密的设计和全面的论证，特别是结合已有学者的研究，提取核心模块和关键指标，才能真正反映投资者保护的真实状况。

本章主要参考文献

- [1] 来成. 指数，现代生活的风向标. 数据, 2005, (06)
- [2] 美国道·琼斯公司课题组. 国际股市指数的进化与挑战. 上海市证券交易研究中心(编). 上证研究(2003). 指数专辑. 上海： 复旦大学出版社, 2003： 1-10.
- [3] 南开大学公司治理研究中心公司治理评价课题组. 中国上市公司治理指数与治理绩效的实

- 证分析. 管理世界, 2004, (2), 63-74.
- [4] 申银万国证券研究所—华东师范大学统计学习联合课题组. 中国特色的证券市场 for 股价指数编制影响研究. 上海市证券交易研究中心(编). 上证研究(2003). 指数专辑. 上海: 复旦大学出版社, 2003: 11-49.
- [5] 宋军. 证券投资者信心指数开发研究. 深圳证交所研究报告, (深证综研字第 0072 号), 2004-11-1.
- [6] 汪毅慧等. 不对称信息、交易成本与投资者保护: 内地(中国大陆)和香港比较研究. 金融研究, 2003, (10).
- [7] 徐国祥(主编). 统计指数理论及应用. 北京: 中国统计出版社, 2004
- [8] 徐国祥. 指数理论及指数体系研究. 上海: 上海财经大学出版社, 1999.
- [9] 张育军. 投资者权益保护的若干问题探讨. 证券市场导报, 2006, (5).
- [10] 中国科学院金融避险对策研究组. 指数评价指标体系. 上海市证券交易研究中心(编). 上证研究(2003). 指数专辑. 上海: 复旦大学出版社, 2003: 114-159.

第三章 中国证券投资者保护绩效分析与指数设计方法论探讨

一、证券投资者保护：从组织到系统的分析

作为一项社会系统工程，证券投资者保护涉及多方面的利益相关主体，这既包括可能侵害证券投资者权益的上市公司、证券公司、机构投资者以及证券业从业人员等，也包括承担保护证券投资者义务的各种政府监管部门和行业自律管理机构，如证监会、证券业协会、证交所、证券中介机构等。这些机构和个人既是证券投资者保护需要考虑的重要影响因素，同时也是证券投资者保护指数的重要信息来源。

《证券法》第一条道出了制定该法的基本目的：“为了规范证券发行和交易行为，保护投资者的合法权益，维护社会经济秩序和社会公共利益，促进社会主义市场经济的发展，制定本法。”《证券法》指出保护证券投资者的合法权益是证券监管的基本宗旨之一，其核心即在于针对证券市场失灵中的外部效应问题，保障公众尤其是证券投资者的利益，增强投资者对证券市场的信心。《证券法》也规定了证券市场中各主体的行为规范和违法责任，通过建立针对相关主体的激励和约束机制，调整和改变其行为，达到保护证券投资者权益的效果（如下图所示）。因此，《证券法》所涵盖的证券市场主体即是证券投资者保护所应关注的主体，也是构建证券投资者保护指数，收集相关数据资料的重要来源。

证券投资者保护不仅是投资者自身的责任，也是证券市场上其他主体，尤其是证券监管部门和行业自律管理机构的职责所在。美国证券交易委员会第 25 任主席阿瑟·莱维特先生^①曾指出：保护证券投资者的利益是证券交易委员会、实施自我监管的机构（证券交易所、全美证券交易商协会等）和法庭等机构的应尽职责。就中国证券市场而言，承担证券投资者保护职责的机构主要有证券监管部门（中国证监会）、专门的证券投资者赔偿基金（中国证券投资者保护基金公司）、证券交易所（上海、深圳证券交易所）、证券业协会（中国证券业协会）、以及其他证券市场中介组织。它们承担了大部分的证券投资者保护任务，其职责履行的有效与否直接关系到证券投资者的权益。而对作为一项系统工程的证券投资者保护问题而言，上述组织

^① 阿瑟·莱维特，葆拉·德怀尔著；陈剑萍，严莉译。散户至上证交所主席教你避险并反击股市黑幕。北京：中信出版社，2005。XXVIII

的职责履行情况与相互作用关系的集合，构成了中国证券投资基金保护水平的主要评价对象和信息来源。

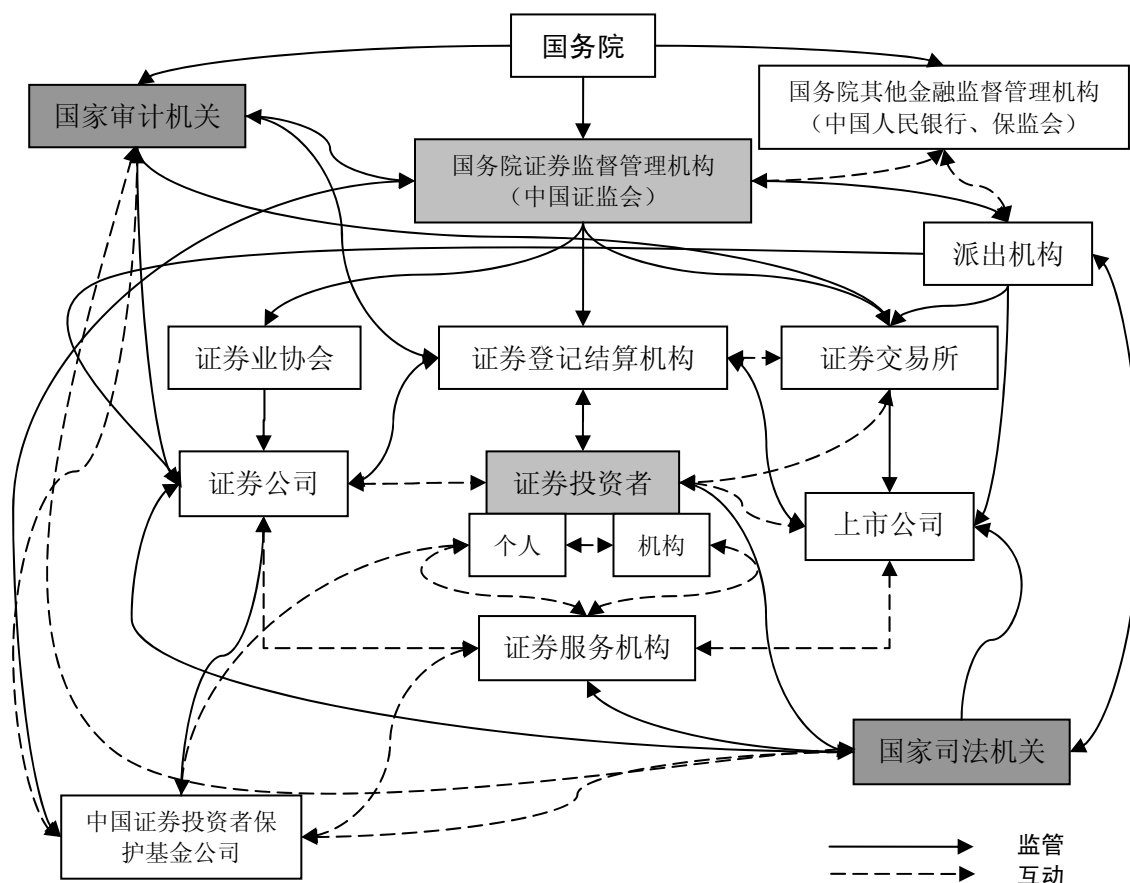


图 3-1: 证券市场各行为主体互动关系图

（一）具有法定职能的保护主体

（1）中国证监会

《证券法》第 178 条规定，国务院证券监督管理机构（也即中国证券管理委员会）依法对证券市场实行监督管理，维护证券市场秩序，保障其合法运行。中国证监会明确提出：“保护投资者权益是我们工作的重中之重。”作为中国证券市场的高层政府监管部门，中国证监会肩负着保护投资者权益的首要职责，可以说，投资者保护的状况如何直接决定了证监会业绩水平的高低。并且，证监会的立法、

执法、监管和协同司法活动是有效保护证券投资者的重要手段，因此，证监会的行为有效性也是证券投资者保护绩效的关键影响因素。

在中国证券市场短短 10 余年的发展历程中，证监会的作用不容低估。通过不断建立和完善各种制度，配套设置市场运行机制，证监会不断调整和规范着整个市场的运行体制，在改革中谋求市场的稳定和发展。证监会通过各种行政、立法和执法活动，基本完成了对上市公司的股权改革，实现了法人治理结构的完善；通过三年券商综合治理，清理出一批高风险的证券公司，促进了证券业的发展；强调信息公开和透明，监督相关责任机构的信息披露义务履行情况，减少证券市场中的信息不对称成本；通过投资者教育推进证券投资者的理性投资行为，培育成熟的机构投资者，改善证券市场的投资者结构。虽然“承担了太多本不是分内的重任”^①，但证监会仍然通过一系列监管活动，有效弥补了过渡经济的转轨和证券市场失灵所带来的诸多问题，保护了证券投资者权益。有实证研究表明，证券立法与执法活动的确促进了对中小投资者权益的保护^②。因此，中国证监会在证券投资者保护方面的工作绩效是证券投资者保护指数的核心评价对象。

(2) 中国证券投资者保护基金公司

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，其筹集、管理和使用的具体办法由国务院规定（《证券法》第 134 条）。中国证券投资者保护基金的设立目的之一就在于证券投资者保护，其运作的绩效如何直接影响着证券投资者保护的状况如何。在保护基金设立以前，为了化解不断涌现的金融风险，在风险处置中，国家对个人债权实行全额兑付的政策，即“券商关门，政府埋单”的模式。这种做法虽然维护了社会稳定，但也带来金融机构与个人投资者的“道德风险”，从而加剧了金融风险的积聚。基金成立后，在券商综合治理工作的历程中发挥了极为关键的作用，一定意义上也是对证券投资者的间接保护。

可以说，证券投资者保护基金是证券投资者保护的最后屏障，当高风险证券公司倒闭退市时，证券投资者可以通过证券投资者保护基金获取一定赔偿，弥补风险

^① 李志林. 解读中国股市：兼与吴敬琏等商榷. 上海：上海三联书店，2002.

^② 陈炜，孔翔，许年行. 我国的法律制度能有效保护中小投资者吗？. 深圳证券交易所综合研究所，深证综研字第 0113 号，2005-09-02. <http://www.cninfo.com.cn/finalpage/2005-09-02/15881491.PDF>

损失。同时，证券投资者保护基金公司亦承担着对证券公司的风险监控职责，其对券商风险的防范和预警也是对证券投资者的保护。所以，中国证券投资者保护基金及其管理公司在基金运作、券商监控与处置以及证券投资者赔偿方面的工作绩效是证券投资者保护绩效的重要组成部分。

（3）上海、深圳证券交易所

证券交易所是为证券集中交易提供场所和设施，组织和监督证券交易，实行自律管理的法人（《证券法》第 102 条）。在政府监管部门出现以前，证券交易所一直扮演着证券业监督、协调与管理的角色。在现代证券市场中，证交所作为证券自律管理的重要主体，是政府监管不可或缺的补充。证交所肩负着证券上市、交易、结算等方面的监管职能，并对上市公司和会员公司进行管理，营造运转规范的证券交易市场，为证券投资者保护提供适宜的制度环境。

在我国，证券交易所对证券交易实行实时监控，并按照国务院证券监督管理机构的要求，对异常的交易情况提出报告；对上市公司及相关信息披露义务人披露信息进行监督，督促其依法及时、准确地披露信息；根据需要，对出现重大异常交易情况的证券账户限制交易，并报国务院证券监督管理机构备案。这些行为都是通过规制上市公司与证券公司的行为，使其朝着规范化的方向发展，从而为证券投资者的投资交易营造宽松的环境。此外，证券交易所还从其收取的交易费用和会员费、席位费中提取一定比例的资金设立风险基金，以用于证券投资者的风险防范。所有这些都表明，作为证券市场的重要管理主体之一，证券交易所在职责履行的重要性和信息获取的便利性方面决定了其作为证券投资者保护绩效评价对象的当然地位。

（4）中国证券业协会

证券业协会是证券业的自律性组织，是社会团体法人（《证券法》第 174 条）。在国家对证券发行、交易活动实行集中统一监督管理的前提下，依法设立证券业协会，实行自律性管理（第 8 条）。在证券市场中，自律管理是政府监管的不可或缺的重要补充，证券业协会作为证券自律管理的重要组成部分，对于证券投资者保护有着不可替代的作用。

证券业协会通过“自律、服务和传导”三大职能的发挥，教育和组织会员遵守

证券法律、行政法，监督、检查会员行为，对违反法律、行政法规或者协会章程的，按照规定给予纪律处分。通过这些活动的实施，有效监管证券行业并促进行业良性发展，为证券投资者营造适宜的投资环境。因此，中国证券业协会作为证券业自律管理组织的重要代表，肩负着维护行业发展和稳定行业生存根基——证券投资者群体——的重要职责，其职责履行情况是评价证券投资者保护绩效的重要方面。

（5）证券市场其他中介组织

除了上述证券市场中的各类主体以外，还有一类种类繁多的庞大队伍，它们就是证券服务机构，包括投资咨询机构、财务顾问机构、资信评级机构、资产评估机构、会计师事务所等，主要从事证券服务业务（《证券法》第 169 条）。《证券法》规定，证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任。可见，证券服务机构扮演着媒介融资者和投资者的重要角色，其作用的有效发挥一定程度上对证券投资者保护有着重要影响。回顾证券市场的发展历程，我们也可以看到，许多证券业丑闻都肇始于证券中介机构的不作为或纵容。因此，考察这类主体的活动，将有助于我们更深入的探究证券投资者保护问题。

此外，证券登记结算机构亦是需要关注的重要对象。证券登记结算机构是为证券交易提供集中登记、存管与结算服务，不以营利为目的的法人（《证券法》第 155 条）。《证券法》规定，证券登记结算机构不得挪用客户的证券。证券登记结算机构应当保证证券持有人名册和登记过户记录真实、准确、完整，不得隐匿、伪造、篡改或者毁损。证券登记结算机构应当设立证券结算风险基金，用于垫付或者弥补因违约交收、技术故障、操作失误、不可抗力造成的证券登记结算机构的损失。上述规定表明，证券登记结算机构作为证券投资者资产的保管人，承担着看护证券投资者利益，防止其被挪用、侵占，是证券投资者保护的一道防火墙；同时，其自身也有违规侵害证券投资者权益的可能，因此证券登记结算机构的职责履行情况是我们分析证券投资者保护绩效的一个很重要的方面。

（二）法定保护主体影响证券投资者保护水平的基本路径

上述法定保护主体如何保护证券投资者？我们认为，证券投资者保护两方面的工作，一是提高证券投资者的自我保护能力，包括通过证券投资者教育提高投资者证券知识拥有度和风险意识，通过证券监管部门信息公开和强制上市公司披露信息，为证券投资者提供证券交易所需的准确、及时的信息，最大可能地减少信息不对称所带来的利益损失；二是规范其他利益主体的违法违规行爲，防范上市公司、证券公司、其他中介机构等对证券投资者合法权益的侵害和掠夺，这主要通过立法监管和违法处置来进行。一个是直接的保护，另一个是间接途径，具体如下。

（1）直接路径：改变投资者教育和信息拥有状况

在西方发达证券市场的演进和发展中，对证券投资者的教育一直是不间断进行的工作重点。市场监管人士相信，提高证券投资者的知识拥有水平，增强证券投资者的自我保护能力，让投资者自己保护自己的财产，是证券市场发展的题中之义。加之西方发达国家国民素质普遍较高（高中及大学文化水平人口比例很高），证券投资者群体庞大（如美国 3 亿人口拥有 7900 万证券投资者），证券投资者教育的进一步普及发挥了很大的作用。投资者可以通过各种途径获取自己想要的知识和信息，并可以参加各种培训讲座和教育班，提高自己的证券投资和风险防范能力，从而保证自己在与其他机构的博弈中至少不是处于绝对的劣势地位。另一方面，在加大教育力度的同时，信息公开和强制信息披露的工作也是如此。

（2）间接路径：规范上市公司和证券公司的行为

在加强证券投资者自身保护意识和能力的同时，需要营造和维护尊重投资者权益、有利于投资者开展投资交易行为的市场环境。证券投资者所处的证券市场环境，很重要的一个方面就是其他市场主体的行为特征，特别是极有可能甚或已然侵害投资者权益的主体。立法和制度建设是其中的一个关键手段，因为其他主体之所以敢于公然侵害投资者权益，一方面是由于权益侵害途径快捷键便、所带来的收益可观，另一方面与法律漏洞、制度缺陷以及违法违规成本低、案件查处力度不够等有着很大的关系。因此，制定以保护证券投资者权益为根本出发点的证券类法律法规和规

章制度，修正和完善对其他利益主体行为的约束性规定，是有效保护证券投资者的根本之道。

法律的效力不仅仅体现在其强大的威慑力，更体现在其对违法者的严厉惩处上。因此，法律的执行效率和效果、法律惩戒的力度和效度对于敢于违法者来说更有着不容忽视的作用。这方面，监管部门需要加强违法违规行为的实时监测和动态掌控，对已经发生的案件严查到底，消除市场主体的侥幸心理，真正提高违法成本，从而在一定程度上减少证券类违法违规案件的发生，保护投资者权益不受侵害。

二、证券投资者保护绩效系统之影响因素的识别

（一）证券投资者保护的制度建设

在证券市场上，代表政府的证券监管部门所要做的首要工作就是制定市场交易的各项规则，保证市场的有序进行和稳定发展。一个公开、公平、公正的证券市场投资环境有赖于各种证券法律法规的出台和完善，不惟此，处于弱势地位的证券投资者的权益就得不到保障。因此，证券监管立法方面，需要考虑的是保护证券投资者、防范和惩戒证券投资者受到侵害的主体的法律法规，如中国证券市场的法律基石——“两法四规”（以《证券法》、《公司法》两部法律为基础，包括《上市公司监管条例》、《证券公司监管条例》、《证券公司风险处置条例》和《证券投资者保护条例》等四部行政法规。），以及规范各主体行为的更为详尽的证交所业务规则等。特别是要对一些关键法条有所规定，比如 LLSV 所提到的一些投资者权利及防范投资者权益遭受侵害的关键性法律法规的有关规定。而评价证券立法和制度建设的重要方面就是制度的完备性和可操作性，前者针对制度空白或漏洞，后者则就制度是否可实施可执行进行评估。

（二）证券投资者保护的执法监管行为

证券监管部门的重要监控和管理手段就是行政执法，而这也是防范证券业风险、保护证券投资者的关键途径。因此，记算、考察证券市场中各类违法违规案件的发案量（案件数量、涉及投资者人数、案件标的、结案数量、获赔金额、获赔率）、发案率、立案率、破案率、结案率，等等，可以很直观地显示证券监管部门的监管和

执法效果。

证券监管保护证券监管部门的自体（内部）监管和他体（外部）监管。前者指证券监管部门对其内部机构的监督和管理，后者则是证券监管部门对证券市场上的其它主体的监督和管理。不可避免，证券监管部门及其分支机构、派出机构的工作人员是影响监管效果的重要因素，因此证券监管部门首先要做的就是监督和管理自身内部人的行为，防范监管内部人参与市场交易或为个人利益而侵害投资者权益；另一方面，证券监管部门更为艰巨的执法监管工作是对证券公司、上市公司、机构投资者、其他中介机构等组织的监督和管理，它们常常会做出危害投资者权益的违法违规行爲，而证券监管部门所要做的，就是提高违法违规成本，使违规者不敢违规或违不起规，这些都有许多可行的措施可以采取，在此不赘述。

（三）面向投资者的教育和信息公开

证券投资者交易的最终目的是促进投资者理性看待证券投资，树立风险意识，增强法律法规意识，最终提高投资者的自我保护和防范风险能力。而这也是证券投资者保护的题中之意，即在异体保护证券投资者的同时，要强化证券投资者自体保护的力度。因为自体保护，即自己保护自己的钱财，总比异体保护，委托别人来保护的效果要好。因此，通过投资者教育提高投资者群体的知识拥有程度和规避风险的技能，加强投资者的自身保护意识和能力，是提高投资者保护水平的根本途径。

证券市场有效的理论假说，其中的一个核心假定就是市场上的信息是完备的，然而，现实情况却并非如此，信息不对称所带来的交易成本递增是证券市场长久以来的问题。此外，证券市场上的信息披露与公开常常带有歧视性的特征，即重要的市场信息往往先向机构披露，然后才向中小个人投资者公开，这造成后者在市场反应和决策制定方面的“后知后觉”，并常常导致中小投资者在投资决策上引发损失。而且由于中国证券市场本身无法达到市场有效的标准，上市公司伪造、篡改财务信息的事件屡屡发生，加上庄家与上市公司控制方的合谋，也常常导致证券投资者得不到有用的信息，从而贻误投资良机，甚至为此付出昂贵的代价。因此，如何确保市场各方提供及时、准确的信息，加强证券市场上的信息监管，是保护投资者权益的重要途径，也是影响投资者权益保护水平的关键因素。

三、基于影响因素分解的评价指标设计方法论

（一）识别影响因素在各主体的分布状况

上述四方面的影响因素在各个市场主体上的分布是不同的，如中国证监会主要进行的是证券市场的制度建设和宏观调控，更多的体现在立法和规则指定，以及各分支机构的执法监管和通过推动其他组织开展投资者教育活动；证券交易所的自律管理则主要体现在其对会员的规范和监管，尤其是实时监控市场状况，并对突发事件采取措施，避免投资者利益受损；其他机构则更多的是完成信息披露和投资者教育的工作，在立法和执法上则没有太大比重。

由此也促使我们需要分别针对各个主体进行分析，以便明确各主体在证券投资者保护方面所作的工作性质及影响的方式和路径。这些主要通过查阅相关的法律法规和政府规范性文件，并结合新闻媒体报道及研究文献进行分析，从而全面识别各个主体是如何保护证券投资者权益的，以及这些保护活动究竟落在那些影响因素的方面。只有这样，才能够深入探究各个主体的真实保护绩效及绩效的作用和影响机理，为制定评价指标和未来的绩效改进打下基础。当然，这个过程是不断推进的，因为人们对证券市场的定位和市场上各类主体的功能和作用的理解是不同的，明确相关主体的既定职能，探讨其在未来的可能定位，这些都有助于我们更深入地理解证券市场的运行机理，为设计更加具体的评价指标提供共识性的平台。

（二）根据组织职能定位设计具体指标

一个组织之所以存在，就在于它缓和与解决了组织所面临的外部挑战，适应了外部环境的变化，并满足了组织内外利益相关者的需要。因此，判定一个组织的生存和发展能力与状况的重要方面，就是组织的外部表现，即组织缓和与解决其所面临的关键问题或议题的程度，以及组织满足其关键利益相关者需要的状况。这两条是组织安身立命的根本，舍此组织无法立足和存在。然而，仅仅看到这一点还不够，组织之所以能够解决其所面临的关键议题，满足相关利益主体的需要，其原因就在于组织提供产品和服务的能力，组织生产、服务的比较优势，以及串连组织生产与服务活动的组织管理。“管理至关重要”，组织的内部管理潜力与实际能力是组织之

所以表现出高度的外部绩效的根本原因所在。因此，按照逻辑模型的观点，分析组织的绩效，离不开对组织绩效的产生源泉的考察和形成过程的分析，所以，对组织绩效的评价也需要考虑组织内部管理能力的问题，以体现出组织绩效改进的可持续性。组织外部的显绩效与组织内部的内隐绩效共同构成了组织的完整绩效图景，内外兼具的组织绩效评价指数也成为最为完备的组织绩效示标。

同样，判定证券市场中各组织在证券投资者保护方面所做工作的绩效水平如何，也需要综合考虑各组织内部的管理能力和外部利益相关者的满意程度，并考察组织关键战略议题的解决程度；既看到组织当前的绩效表现，又要顾及组织未来的绩效增长空间，并能识别组织绩效或高或低的原因和关键影响因素所在，以便在评价的同时，明确组织绩效的改进方向，为证券投资者保护绩效的提升提供分析基础。最后，在指标设计和选择完毕以后，邀请有关专家筛选指标，并对指标的重要性、相关程度等做出选择，以最终确定指标体系。

组织的内部管理、关键议题解决和外部利益相关者的满意，这些都是立足于这样一个观点，即组织的职能定位是有差异的。一个组织之所以区别于另一个组织，就在于其存在的原因和所要实现的目的不同的，即组织的使命和战略是不同的。职能定位是组织干什么和如何干的抽象描述，它规定了组织的基本属性和存在理由，也是评价组织绩效的出发点和落脚点。因此，准确定位上述组织的职能，从其所规定的多种职能中抽取出符合证券投资者保护的职能要素，进行深入剖析，将为制定各组织的评价指数提供便利。

（三）权重的设计方法与综合指数的合成

在各组织指数生成的基础上，如何协调各个组织，赋予一定的权重，是其次需要考虑的问题。证券市场中的各个组织所担负的责任是不同的，组织活动的性质与类型、规模与范围、影响与结果也是差异极大的；尤其需要指出的是，各个组织对证券投资者保护的意义上是不同的，影响的路径也不尽一致，因此，各个组织的证券投资者保护绩效评价指数所包含的指标不同，指标所表征的意义也不相同，经由指标测量和评价的结果无法直接加总，而需要通过无量纲化，转换指标以使用统一的尺度度量。这就需要设定不同的权重，但由于证券投资者保护指数本身就是一个新事物，目前并无这方面的材料可以参考借鉴，因此，如何设定各个组织在证券

投资者保护方面的权重，协调各组织之间的指标体系，是需要重点研究的问题。

前述指标权数的构造方法主要有主观构造法和客观构造法。对于证券投资者保护指数的权重设计问题，宜采用主观构造法，尤其是其中的专家评判法或专家打分法，即向社会征求意见，会同有关官员同专家讨论并确定。这是因为，虽然目前有关权数构造的理论和方法研究已日渐成熟，但是目前国内关于证券投资者保护的研究还处于起步阶段，相关人士的关注也只是最近几年才有的，因此，有鉴于证券投资者保护领域的研究现状与问题复杂程度，在指标权数构造的最初阶段，可以邀请有关方面的专家学者和证券监管部门的官员、专业人员参与商讨指标权数的设定问题。待到时机成熟，再行研究客观构造法的使用，并尽可能地将两者综合起来使用。

指数就是“有指向的数字”，它描述和规定了事物发展的总体变动方向；指数之所以优于其他统计分析方法，就在于其对数据信息的集成和综合，并能最终浓缩和反映事物的全貌。证券投资者保护指数集合证券市场中关乎证券投资者保护的所有利益相关主体的绩效信息，并将之合成为一个反映整体面貌的数字，本身就是对证券市场海量信息的提炼和浓缩。然而，这种数据压缩是基于各组织绩效评价指标体系的评价结果，因此要重点考虑其合成的方法，确保合成的无偏性，以满足指数评价的科学性、合理性与准确性。

综合评价指数的构建遵循着这样的程序：首先设计和筛选各组织的评价指标群，其次构造各组织的指标体系，然后通过权数构造将各组织的指标体系合成为各组织的证券投资者保护绩效指数，最后综合证券投资者保护指数。在确定各组织的评价指标并进行指标的转换，将指标的权重设定以后，指数的合成其实只剩下为一个计算公式的实际应用问题。指数的合成有许多种，其本质就在于数据的降维；指标的数量代表了数据的维度，而指数作为一维的数据，需要不断地通过统计方法的应用将指标降维，最终“浓缩”为一维指数。

借鉴矩阵结构评价方法，将不同组织的职能定位作为基本的分析单元，考察其对不同评价因素的影响，进行横向和纵向加总。水平加总：用于计算指数不同模块的分值；垂直加总：用于可能的组织绩效评价和改进（如下表所示）。

表 3-1：中国投资者保护指数矩阵表格

| | | | | | | |
|----|-------|--------|-------|------|----|------|
| 组织 | 中国证监会 | 保护基金公司 | 证券交易所 | 行业协会 | …… | 水平加总 |
|----|-------|--------|-------|------|----|------|

| | | | | | | |
|------|--|--|--|--|--|--|
| 影响因素 | | | | | | |
| 制度建设 | | | | | | |
| 监管行为 | | | | | | |
| 执法程度 | | | | | | |
| 教育 | | | | | | |
| 信息公开 | | | | | | |
| 垂直加总 | | | | | | |

四、指标构成的信息来源

（一）证券市场中各相关组织自报信息

证券市场是一个信息海量和高速流动的空间，证券市场中的各个活动主体是各种信息产生、生成、报告的重要来源，它们的有力配合可以极大地降低信息收集的成本，提高信息收集的质量。这其中，证监会、证券交易所、证券业协会、证券公司以及相关研究机构等是信息收集的关键来源。监管部门是证券市场中各活动主体披露和上报信息的接受者和审核者，大量证券市场信息都可以在该部门获取。证交所作为证券交易的集中场所，通过各种渠道实时传递和存储证券交易的有关信息，是证券市场信息的直接获取者。相关研究机构所发布的研究成果也是指标生成的重要信息来源，研究成果虽为二手资料，但相较证券交易产生的直接信息，更便于合成和分析。

因此，证券市场中各相关主体自报的信息是信息收集的首选途径。然而，取得各相关主体的配合并非易事，并且所收集信息的类型、质量和适用程度也是需要考虑的问题。尤其在中国，证券市场舆论信息十分混乱，常常自相矛盾，信息披露制度履行不规范，造假现象十分严重^①。如何鉴别信息的真实性和有效性是摆在信息收集者面前的首要问题。然而，随着证券市场信息公开与透明程度的日益提高，以及监管部门对相关主体信息披露义务履行的监管力度不断加大，相信通过各主体的

^① 李志林. 解读中国股市：兼与吴敬琏等商榷. 上海：上海三联书店，2002：122-126.

自报信息可以满足信息收集的大部分需要。

（二）第三方主动收集信息

除了通过证券市场各主体自报信息这一途径以外，尚可以设立独立的非营利第三方组织，专职负责信息的收集和发布。第三方评价是一种较有优越性的评价模式，它保证了评价的公正性、无偏性，避免了利益关联和冲突的可能，一定程度上能够消除人们的种种疑虑。设立专门的第三方组织收集信息，便于协调有关信息源组织，通过独立运作，建立信息收集的常规固定渠道，有利于信息收集的长期持续开展。

第三方组织的设立是成本较为高昂的一种信息收集方式，其设立的前提是将指数发展为一种具有市场需求的信息产品，类似股票指数、信用评级等。只有通过指数的产品化和市场化，才能够为第三方组织的设立筹措资金并为后续信息的收集和分析提供支持。这对指数的设计和发布提出了高标准的要求，也说明了指数公布的影响是极为广泛的，在实施这一活动时需要小心审慎。

（三）其它信息来源

目前证券市场上存在许多市场指标、统计指数，如反映证券市场总体状况，尤其是股票价格和交易量的证交所股票指数，如上证指数、深证指数；反映证券市场专门领域的的数据，如证券投资者信心指数、公司治理指数等。此外，专门的证券期货统计年鉴、年报、报表等也是重要的信息来源。这些信息来源可以通过某些方式合成为证券投资者保护指数，或者一定程度上可以作为证券投资者保护指数的替代物。证券投资者保护是一个多维的概念，上述指标或指数可以看作证券投资者保护指数在某个方面的状况，虽无法全面反映证券投资者保护的整体水平，但由于各个方面的紧密相关性，单个维度的指标亦可以反映证券投资者保护的一般状况。

证券投资者保护指数的信息来源可以有多种，而信息的收集则可以考虑其中的一种或几种的合成。在选择信息来源的时候，需要综合考虑信息收集的成本、周期、获取难易程度、信息流量与质量、可靠性等，作出合理的判断。此外，要结合证券投资者保护指数的信息需要，尽量选取公开的、完整的、权威的数据，并保证信息来源的持久性。这需要信息收集者与信息源组织建立良好的合作共享机制，充分发挥信息的效用，满足证券投资者保护指数的分析和生成需要。

本章主要参考文献

- [1] 白重恩, 刘俏, 陆洲, 宋敏, 张俊喜. 《新财富》2005 年度上市公司治理指数排名指标体系. 新财富, 2005, (7), 见: <http://www.p5w.net/p5w/fortune/200507/10.htm>
- [2] 北京大学光华管理学院—上海证券有限责任公司联合课题组. 证券交易所管理市场职能的法律性质研究. 上海市证券交易研究中心(编). 上证研究(2003). 法制专辑. 上海: 复旦大学出版社, 2003: 29-53.
- [3] 陈炜, 孔翔, 许年行. 我国的法律制度能有效保护中小投资者吗? . 深圳证券交易所综合研究所, 深证综研字第 0113 号, 2005-09-02. <http://www.cninfo.com.cn/finalpage/2005-09-02/15881491.PDF>
- [4] 胡继之, 于华. 股市统计指标体系的基本框架. 深圳证券交易所综合研究所, 深证综研字第 0005 号, 1998-9-18.
- [5] 贾俊平等(编著). 统计学. 北京: 中国人民大学出版社, 2004.
- [6] 亢大麟, 王振龙, 朱文琦. 统计指数研究的几点思考[J]统计与决策, 2005, (09).
- [7] 肯尼思·A·金, 约翰·R·诺夫辛格. 刘江译. 公司治理. 北京: 中国人民大学出版社, 2004.
- [8] 李志林. 解读中国股市: 兼与吴敬琏等商榷. 上海: 上海三联书店, 2002.
- [9] 阿瑟·莱维特, 葆拉·德怀尔著; 陈剑萍, 严莉译. 散户至上: 证交会主席教你避险并反击股市黑幕. 北京: 中信出版社, 2005.

第四章 证券市场监管机构的投资者保护绩效

一、证券市场监管机构的构成

（一）中国证监会

1992年10月，中国证监会成立。经国务院授权，中国证监会依法对全国证券期货市场进行集中统一监管。中国证监会设在北京，现设主席1人，副主席5人；主席助理3人；内设16个职能部门，3个中心；根据《证券法》第14条的规定，中国证监会还设有股票发行审核委员会，委员由中国证监会专业人员和所聘请的会外有关专家担任。中国证监会在省、自治区、直辖市和计划单列市设立了36个证券监管局，以及上海、深圳证券监管专员办事处；目前，全系统监管人员共有1812人，平均年龄35岁；其中拥有博士、硕士学位的占40.3%。目前证监会的常设机构包括办公厅、发行监管部、市场监管部、机构监管部、风险处置办公室、上市公司监管部、基金监管部、期货监管部、稽查一局、稽查二局、法律部、会计部、国际合作部、人事教育部、派出机构协调部、党委宣传部、监察室、机关党委。

证监会保护投资者权益的基本依据是《证券法》，其第178条指出：“国务院证券监督管理机构依法对证券市场实行监督管理，维护证券市场秩序，保障其合法运行。”由于垂直管理的特征，可以说当前有关证券投资者权益保护的工作均是以中国证监会为起点，由金融市场的不同机构或部门为不同主体为实施对象而展开的。

（二）中国证券投资者保护基金公司

2003年8月，为了治理证券公司的违规行为，保护证券投资者权益，中国证监会召开“证券公司规范发展座谈会”，会上对券商提出“三大铁律”，即严禁挪用客户交易结算资金，严禁挪用客户委托管理的资产，严禁挪用客户托管的债券。由此，业界熟知的“券商综合治理”拉开帷幕。然而，证券公司是一种特殊的公司，有别于其他类型的公司，其破产倒闭必然带来委托业务的证券投资者的利益损失，因此，在治理证券公司的同时往往需要配套进行证券投资者的赔偿工作，对个人债权和客户证券交易结算资金予以清算清偿。

2005年6月30日，经国务院批准，中国证监会、财政部、人民银行联合发布了《证券投资者保护基金管理办法》（以下简称《管理办法》），并依据该法设立了“中国证券投资者保护基金有限责任公司”。保护基金公司是国有独资的非营利企业法人，由财政部一次性注入资金63亿元人民币作为其注册资本，中国人民银行为其提供617亿元人民币的金融稳定再贷款额度。2005年8月30日，中国证券投资者保护基金有限责任公司正式注册成立，由中国证监会归口管理。目前，券商综合治理的工作已经收官，投资者保护基金公司的职能正处在需要根据实际要求进行战略调整的重要阶段。

二、中国证监会的职能定位与绩效状况

（一）中国证监会的职能定位

《证券法》第179条规定，证监会的职责主要包括。

1. 依法制定有关证券市场监督管理的规章、规则，并依法行使审批或者核准权；
2. 依法对证券的发行、上市、交易、登记、存管、结算，进行监督管理；
3. 依法对证券发行人、上市公司、证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、证券投资基金管理公司、证券服务机构的证券业务活动，进行监督管理；
4. 依法制定从事证券业务人员的资格标准和行为准则，并监督实施；
5. 依法监督检查证券发行、上市和交易的信息公开情况；
6. 依法对证券业协会的活动进行指导和监督；
7. 依法对违反证券市场监督管理法律、行政法规的行为进行查处；
8. 法律、行政法规规定的其他职责。

对上述法定职能进行分析，发现中国证监会在投资者权益保护方面的工作重点主要包括：第一，建立保障投资者权益的相关制度，这些制度主要用于规范证券发行人、上市公司、证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、证券投资基金管理公司、证券服务机构的行为。第二，具体监管业务的履行，属于专有行政职能的实施，直接影响着证券市场金融产品的数量和质量。第三，依法查处侵犯投资者权益的案件，提供投资者救济机制。

（二）中国证监会的投资者权益保护绩效评价体系

根据上述三类职能，本研究从指标内容、测量单位、数据来源三个方面构建了如下指标。

1. 制度建设

（1）上年度法律空白的填补（百分比）

指标解释：在每年度结尾，证监会总结整理现有投资者权益保护法律规范存在的真空情况（分母），在下一年度报请全国人大通过相关渠道推动立法工作开展，并成功形成法律规范（分子）的百分比。

（2）上年度法律问题的改进

指标解释：在每年度结尾，证监会总结整理现有投资者权益保护法律规范存在的问题（分母），在下一年度报请全国人大通过相关渠道推动立法工作开展，并成功完善法律规范（分子）的百分比。

2. 监管行为

证监会的监管行为，之所以影响到投资者的权益，乃是通过两条渠道实现的，其一，在现有垂直管理的体制下，对其内部的组织机构进行监管；其二，对上市公司、证券公司、证券交易所等众多机构实施直接管理，约束或影响其行为。对此，本研究设计了两类指标。

第一类：证监会的自我管理，即对内设机构及派出机构的领导与管理，在此，最为重要的是应建立证监会内部的绩效评价和管理体系。可通过两个方面进行评价。

（1）有否评价垂直管理情况的评价体系

指标解释：证监会是否有统一的绩效评价体系，在有效收集关键绩效信息的基础上，反映不同组织的绩效状况，并根据结果提出下一年度的组织绩效改进方向。

（2）各内设和派出机构对这一评价体系的满意程度

指标解释：通过外部满意度测评技术的使用，评价主体为个证券期货监管机构，被评价对象为证监会，也是信息反馈的一种形式

第二类：通过有关外部组织自身的投资者权益保护绩效指标体系组成。在下文分别叙述。

3. 证券执法

（1）年度各类证券违法违规案件发案率、立案率、查处破案率

指标解释：从全国角度看，对各省证券执法的数目进行集中统计。

发案率=投资者投诉案件数量（剔除雷同案件）/证券公司、上市公司、中介机构基数

立案率=监管部门立案数量/投诉人报案数量；

结案率=监管部门结案数量/监管部门立案量。

(2) 各类违法违规案件涉案人员的违法成本

时间成本：刑事案件审理结果的量刑时间

经济成本：罚款、罚金的数额

指标解释：提高违法违规的成本，应能表面对投资者保护的重视，起到以儆效尤的作用，对于相同原因、标的的案件，在法律规定的处罚区间不变的前提下，可用执法处罚的金额、年限变化，表明违法成本的客观状况。

三、中国证券投资者保护基金公司

(一) 中国证券投资者保护基金公司的职能定位

《管理办法》规定，作为国有独资的非营利企业法人，保护基金公司独立运作并受到证监会、财政部、中国人民银行等监管部门的监督和管理。据此，《管理办法》规定了保护基金公司的八大职责，本研究将其归纳为四类，分别是：

1. 基金管理职责：筹集、管理和运作基金；管理和处分受偿资产，维护基金权益；

2. 证券公司治理与风险报告职责：监测证券公司风险，参与证券公司风险处置工作；组织、参与被撤销、关闭或破产证券公司的清算工作；发现证券公司经营管理中出现可能危及投资者利益和证券市场安全的重大风险时，向证监会提出监管、处置建议；对证券公司运营中存在的风险隐患会同有关部门建立纠正机制；

3. 证券投资者赔偿职责：证券公司被撤销、关闭和破产或被证监会采取行政接管、托管经营等强制性监管措施时，按照国家有关政策规定对债权人予以偿付；

4. 国务院批准的其他职责。

可以说，在不同的历史时期，投资者权益保护基金公司的职能定位应该有所侧重，例如在本报告初稿接近完成的 2007 年 2 月，中国股市正处在新一轮快速增长时

期，赔偿工作不再是工作重点，因此，基金公司的职能定位也面临从应急到形成长期战略优势的关键转变时期。

（二）中国证券投资者保护基金公司绩效评价体系

同本研究重新归纳整理的投资者保护基金公司职能定位相对应，我们提出如下三方面的指标体系。分别是证券公司风险信息的监控与上报、证券公司风险处置的效率与结果、基金自身的运行效果。

1. 证券公司风险信息监控与上报

（1）监控覆盖率

指标解释：监控对象占全体证券公司的比重（%）

（2）监控信息产生速度

指标解释：监控信息的平均产生周期（天）

（3）监控信息有用率

指标解释：通过监控信息发现问题的证券公司数目占违规公司数目的比例（%）

2. 证券公司风险处置效率与效果

（2）处置范围

指标解释：处置证券公司涉及的投资者人数（人）

（2）处置率

指标解释：风险证券公司得到处置的比重（%）

（3）处置结果

指标解释：通过处置减少的损失/处置证券公司的投入资金（亿元）

（4）处置周期

指标解释：平均处置证券公司的时间长度（周）

（5）受偿投资者总体满意度

指标解释：通过外部抽样调查获得数据并通过统计处理得出

3. 证券投资者保护基金运作效果

（1）基金来源变化率

指标解释：新增基金来源总额/基金总额（%）

（2）基金投资回报率

指标解释：各种投资活动的回报率（%）

(3) 基金安全系数

指标解释：负债总额/基金总额（%）

(4) 央行再贷款的偿还率（偿还计划完成率）

指标解释：年度偿还额/负债总额（%）

第五章 自律管理机构和其他中介机构的投资者保护绩效

一、证券市场自律管理机构的基本构成

除了政府监管部门以外，证券市场上还存在着一种市场管理的重要组成部分，即各种自律管理部门，如证券交易所、证券业协会、会计师协会、律师协会，等等。它们虽然不像政府监管部门一样拥有制定行政规章、采取执法措施的权限，但却因为与证券市场中的证券公司、上市公司、中介机构等的契约关系（主要表现为自律管理机构的会员制和章程等），而具有自我管理、调解纠纷等方面的职能，并发挥着规范市场运行，协调各方利益的重要作用。此外，它们还通过鉴定会员资格、审核和审查会员业务活动并对违反规定的会员作出纪律处分等，既规范了相关行业，也保障了证券投资者的合法权益。

各国证券自律管理机构的组成都是不同的，但大致都包括了证券交易所和证券业协会，本部分也将对中国证券市场中的这两种自律管理机构进行考察，分析其法定职能并设计其在保护投资者方面的绩效评价指标体系。此外，我们还将考察证券市场中的各种中介机构，包括证券登记结算机构、证券服务机构包括投资咨询机构、财务顾问机构、资信评级机构、资产评估机构、会计师事务所等。

（一）上海、深圳证券交易所

证券交易所是为证券的集中竞价交易提供场所、设施，履行国家有关法律、法规、规章和政策规定的职责，不以营利为目的，实行自律性管理的会员制法人。在金融体系中，证券交易所在证券市场活动中扮演的角色极具特殊性：它既是一个集中交易场所，又是由众多证券从业机构组成的市场中介组织；它既是市场运营组织，又是市场监管机构；既是具体监管上市企业、证券商和市场交易行为的一线监管机构，又是受政府管理机构监管的主要对象。这种种特殊性使得证券交易所同时具备监管者和被监管者的双重性质和职能，居于承上启下的市场中枢地位。

中国境内目前共有两家证券交易所，分别是上海证券交易所和深圳证券交易所。1990年底和1991年初，上海、深圳证券交易所相继成立，在十多年的发展历程中，

为维护中国证券市场的稳定、促进证券行业的发展发挥了巨大的作用。然而，时至今日，两家证券交易所作为证券市场自律性监管组织的作用发挥得极不充分^①，并存在诸多问题。究其原因，一方面存在新兴证券市场发展不成熟的问题，另一方面也是由于中国证券市场本身的职能定位与制度演变的特殊性所在，要结合中国转轨经济和新兴市场经济的大背景来加以综合考察。

1999年通过的《上海证券交易所章程》规定了证交所的基本职能，包括：提供证券集中竞价交易的场所和设施；制定和修改证交所的业务规则（由证交所理事会通过，报中国证监会批准）；接受上市申请，安排证券上市；组织、监督证券交易；按照会员的风险管理水平进行分类管理，并实施日常监管；对上市公司信息披露等行为进行监管；设立或参与设立证券登记结算公司；管理和公布市场信息；法律、法规规定的以及中国证监会许可或授权的其他职能。《中华人民共和国证券法》（2005）、《证券交易所管理办法》（2001）也对证交所职责作出了类似的规定。

（二）中国证券业协会

中国证券业协会成立于1991年8月28日，总部设在北京，是中国证券业的自律性组织，是依法注册的非营利性社会团体法人，《证券法》明确了中国证券业协会的法律地位与职责。1999年12月15日，中国证券业协会依照《证券法》进行了调整和规范，召开了会员大会，选举了新的领导机构，通过了新的章程。证券公司、证券交易所、证券登记结算机构以及其他专业的证券交易服务机构等，通过参加证券业协会，在民主的基础上实行自我管理、自我协调、自我约束、共同发展。

在国家有关发展证券市场的方针政策的指引下，中国证券业协会对会员实行自律性管理，发挥着政府与会员之间的桥梁和纽带的作用。中国证券业协会积极维护会员的合法权益，维护市场的公开、公平、公正和有序运行，促进着证券市场健康稳定地发展。在规范证券机构的经营行为、控制市场风险、加强证券机构之间的交流、提高证券从业人员的素质、深化对证券市场的宏观研究、密切海内外同行之间的友好往来等诸多方面进行着努力。

^① 北京大学光华管理学院—上海证券有限责任公司联合课题组（郑顺炎等），《证券交易所管理市场职能的法律性质研究》，上证研究·法律专辑，2003。

二、上海、深圳证券交易所

证券交易所，顾名思义，就是进行证券交易的场所。按照布莱克法律词典的解释，交易所是指“能够建立、维持或提供场所或设施将证券买卖双方汇集在一起包括其场所和设施在内的任何组织、协会或者群体”。交易所最基本的特征有两个：其一，交易所是场所（包括设施）；其二，交易所是集合体。因此，交易所最基本的功能也就两个：一是提供市场；二是维护市场。由此交易所的基本内涵中生发出众多外延，演绎成各地形形色色的交易所形态：

从组织形式看，世界各地证券交易所的组织形式大致包括会员制和公司制两类。从法律地位看，世界上绝大多数交易所属于法人组织。但是，交易所究竟属于何种类型的法人组织，各国法律则规定不一。在公法人、私法人的分类架构下，证券交易所被纳入公法人的范畴。在财团法人、社团法人的分类架构下，证券交易所被划入社团法人之列。中国对证券交易所则采取事业单位与企业单位的划分办法，目前深圳证券交易所领取事业法人执照，而上海证券交易所则持有企业法人执照。迥然不同的组织形态和法律地位不仅导致各地证券交易所运营理念的差异，而且对交易所监管市场职能的发挥具有重大影响。

从市场监管而言，目前全球证券市场主要存在三种监管模式，分别是政府主导型管理模式、自律性管理模式和结合型管理模式。由于市场失灵与政府失灵都会发生，因此纯粹意义上的市场自律性管理模式或政府主导型管理模式其实都已不存在。可以说，全球证券市场目前就有一种监管模式：结合型监管模式。这同市场经济的调控模式是一致的，即混合型市场经济是当前世界几乎所有国家所采取的管理方式，只是存在一个政府管制与市场运转之间的“度”的问题而已。

（一） 证券交易所保护投资者的方法

从职能而言，证券交易所的基本职能通常包括三个方面：对市场交易活动的监管；对上市公司的监管；对会员（证券公司、投资基金公司等）的监管。同样，中国证券交易管理市场的职能可以归纳为上述三个方面。而证券交易所对证券投资者的保护也主要体现在这三个方面上，即通过监管上市公司和证券公司，较少和杜绝证券违规行为的发生，保护证券投资者免收权益无端遭受侵害。同时，通过信息发

布和证券投资者教育，满足证券投资者的交易需要，提高自我保护能力。

首先，对交易活动的监督管理。从维护市场公平、公开原则的角度，证券交易所应当通过对证券交易的账户管理，发现异常交易情况。其具体内容有以下几个方面：（1）行情监控。对交易行情进行实时监控，观察股票价格、股价指数、成交量等的变化情况；（2）交易监控。对异常交易进行跟踪调查；（3）证券监管。对证券卖出情况进行监控、观察买空卖空行为；（4）资金监控。对证券交易和新股发行的资金进行监控，观察证券商的清算头寸情况。

其次，对上市公司的监督管理。从交易所利益、会员利益、投资者利益出发，交易所对本交易所内投资品种的内在质量都负有不可推卸的监管责任。其具体内容包括：（1）上市安排。接受上市申请、安排证券上市；（2）信息披露。制定规则强制上市公司定期和临时性信息披露；（3）停摘牌制度。办理股票、公司债券的暂停上市、恢复上市或者终止上市的事务。

第三，对会员单位的监督管理。对会员的监管也是交易所管理市场职能的重要组成部分，具体有以下内容：（1）规定会员资格的条件和程序；（2）席位管理；（3）制订与证券交易和清算业务有关的会员内部监督、风险控制、电脑系统的标准和维护等方面的要求并监督实施；（4）要求会员定期提交业务报告；（5）对会员派出的代表在交易所内的行为进行规范。

为了顺利发挥上述职能，交易所必须履行的职责包括：制定市场活动的规则；许可中介机构在场内的活动；确保有能力跟踪中介机构的活动，并建议市场规则执行机制；许可证券上市；确保公司信息的持续披露；组建充足的技术和通讯系统设备；将市场信息向公众传播；提供交易；确保交易指令的及时清算和结算；提供证券登记、转让和存放业务。

上述职能的有效履行是以证券交易所自身法律地位与执法权限的保障下完成的，因此，证券交易所的运作绩效在很大程度上取决于其制定有关规则、管制市场相关机构和个人的立法和执法权力。然而，证券交易所对证券市场的监管本质上属于一种自律性管理。交易所与市场各参与者在法律上属于平等的民商事主体，除非有法律规定或者双方存在合同关系，证券交易所是不可以对市场主体进行监督的。但是，证券交易所的自律性管理具有契约性。证券交易所与交易所会员、上市公司之间的基础性关系为契约关系，会员和上市公司必须遵守证交所章程和相关业务规

则的规定。此外，交易所的监管职责实质上也具有强制性。交易所的市场监管职责综合了行政性监管、法定监管和契约规制的多重渊源，加之处于市场组织者的便利地位，因此其强制性是不言而喻的。

与国外相比，中国证券交易所是政府主导下的自律监管组织，主要是依据政府监管部门让渡和授予权力来行使市场管理职能。其监管的权威性不仅得到法律法规、政府监管部门的支持，而且还受到交易所与会员之间所订立协议的保护，尤其是交易所各项规则经过政府监管部门批准后，其法律效力得到大大强化。这些都为中国证券交易所履行监管职责提供了保障，奠定了基础。

证券交易所是一国证券市场运行的核心，其运营效率和竞争力水平直接关系到本国证券市场的运行效率和国际地位。傅浩等^①通过证券交易所的组织管理水平、证券行业状况、宏观经济状况等三个方面对上海证券交易所的国际竞争力进行了比较研究。结果发现，在国际竞争力的综合评分方面，上海证券交易所不仅远落后于纽约证券交易所等传统成熟市场，也落后于孟买证券交易所等新兴市场，而这与我国在全球经济中所处于的地位是极不相称的。《上海证券交易所市场质量报告》^②也披露了上海证券交易所与流动性和波动性有关的市场质量指标。数据显示，近十多年来，上证所的市场质量不断提高。从1995年到2006年，价格冲击成本改进幅度超过300%，流动性指数上升了83%，大宗交易成本等也出现了大幅度的下降，市场流动性在不断上升。此外，市场稳定性和市场定价效率也得到了提高。然而，由于种种原因，与国际主要证券市场相比，上海证券市场的流动性成本不仅高于纽约等成熟市场，也高于印度等新兴市场。

（二） 证券交易所的投资者保护绩效评价设计

按照上述对证券交易所基本职能的阐述，我们可以发现，证券交易所对证券投资者的保护绩效的高低主要反映于其在制定规则、监管执法、信息发布与投资者教育等方面，对其绩效的评价也应聚焦于这些方面。以下分述之。

1. 制定与修改证券交易业务规则

^① 傅浩，施东辉，鹿小楠. 证券交易所国际竞争力比较研究. 上海证券交易所研究中心，2006-7. <http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/research/research/research20060701a.pdf>

^② 上海证券交易所创新实验室报告. 上海证券交易所市场质量报告. 上海证券交易所，2006-6. <http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/research/special/special20060606.pdf>

(1) 证券交易规则的空白填补率

指标解释：这包括证监会行政规章及规范性文件的实施细则的制定与执行、证券交易业务规则的制定，证券交易中存在规则空白、漏洞等问题的解决程度。主要通过每年制定规则的审查与分析，考察其对证券交易严密规范程度的改进情况。

(2) 证券交易规则的修改、完善率

指标解释：对已有证券交易规则的修改、完善，可以尽可能地发挥规则的作用，同时又不增加规则的数量，提高规则被市场的接受程度和不断持续性。这可以通过对证券交易所每年规则的修改条款数（与违法违规案件及有关人员投诉相结合，体现对漏洞、缺陷的完善）占总规则存量的条款数的比例来衡量。

2. 监管与执法——按照法律法规的有关规定，监管证券交易活动、证券公司、上市公司、证券登记结算公司的业务行为，处置违法行为

(1) 年度各类证券违法违规案件的发案率、立案率、查处破案率等

指标解释：具体同证监会的计算办法，主要体现其在监管力度上的加强。比较的基数针对各类案件分别是上市公司总数、证券公司总数、证券交易活动量等，反映证券违法违规行为的严重程度及侦破情况。

(2) 对新的违法违规事件（证券法律法规尚未触及）的监控

指标解释：发现以前隐藏的违法违规事件并将至公之于众，同时提请立法机关完善法律法规，可以进一步保护证券投资者的权益。这方面可以请证券交易所自报，因为可以作为其管理绩效的一个表现方面。

3. 信息——管理和公布证券市场信息，主要是各证券品种的实时交易状况、证交所指数系列产品的发布等，两个度量标准，一个是信息发布的及时性，可以考察第 N 分钟发生的信息在第 N+X 分钟发布，其间的“X 分钟”就是对及时与否的评价；另一个是信息发布的准确性，可以考察证券专业人士对指数的认可度。

(1) 每年发布信息产品的增长率、更新率

指标解释：考察证券交易所的信息产品的丰富程度及更新情况，主要通过对其每年所发布信息种类和内容进行评估，分析其每年的增加情况。信息种类越多，信息越丰富，对投资者的投资交易越有利。

(2) 信息不对称引起的交易成本变化率

指标解释：交易成本越低越有利于证券交易的进行，也对证券投资者权益的实

现有利，因此，测量证券市场信息不对称的严重程度及其对交易成本的影响，将是一个重要指标。具体可以通过金融工程专业的计算公式将原始数据推导出来。

（3）信息发布的及时程度及其改进率

指标解释：证券市场交易信息的发布与原始信息的产生之间的时滞，以及每年该时滞的降低比例。

4. 教育——证券交易知识的宣传、普及，投资者法律法规、证券交易规则的知识讲座与培训等（法律、法规规定的以及中国证监会许可或授权的其他职能）

（1）证券投资者的证券交易知识增长率

指标解释：每年对证券交易所的证券交易者账户进行抽样，通过设计专门的问卷及量表，调查证券投资者接受各类证券交易所举办的教育项目以后，考察其证券交易知识的增长状况。

（2）证券投资者权利意识的改善率

指标解释：每年抽样调查，就证券投资者对作为证券交易者及作为股东的权利的认识程度及履行程度的调查，并就每年状况进行比较。

（3）证券投资者教育规模增长及深度改进

指标解释：通过证券交易所报告的有关数据，统计计算其每年教育的政券投资者规模的增长情况（受教育人数占证券投资者总体的比例）以及教育的程度（通过抽样调查，考察每个证券交易者接受教育的课时、次数及接受到的信息量）。

（4）证券投资者教育的内容更新率

指标解释：证券投资者教育要与时俱进，体现当前证券市场的动态变化和发展趋势，因此，要考察证券交易所对证券投资者的教育是否能跟上证券市场的发展，这就需要通过每年教育项目的内容涵盖范围进行评估，考察每年其在证券投资者教育方面所坚持的内容和更新的内容比例。

三、中国证券业协会

（一）中国证券业协会的功能

《证券法》第 176 条以列举的方式，将证券业协会的主要职责归纳如下：

1. 教育和组织会员遵守证券法律、行政法；

2. 依法维护会员的合法权益，向证券监督管理机构反映会员的建议和要求；
3. 收集整理证券信息，为会员提供服务；
4. 制定会员应遵守的规则，组织会员单位的从业人员的业务培训，开展会员间的业务交流；
5. 对会员之间、会员与客户之间发生的证券业务纠纷进行调解；
6. 组织会员就证券业的发展、运作及有关内容进行研究；
7. 监督、检查会员行为，对违反法律、行政法规或者协会章程的，按照规定给予纪律处分；
8. 证券业协会章程规定的其他职责。

对上述法定职能进行分析，证券业协会在保护投资者权益方面的工作重点主要包括：第一，建立保障投资者权益的相关制度，这些制度主要用于规范各会员单位的行为，防止其侵犯投资者权益。第二，对会员单位的具体监管，属于专有行政职能的实施，直接影响着证券市场的稳定。第三，对会员的教育培训，提高会员的法律意识和素质，降低违规侵害投资者权益的风险。

（二）中国证券业协会绩效评价体系

根据上述三类职能，本研究从指标内容，测量的单位数据来源三个方面构建了如下指标。

1. 制定规则（制定会员应遵守的规则）

（1）上年度规则空白的填补（百分比）

指标解释：随着证券市场的逐步完善，市场中存在一定的制度空白。证券业协会每年发现会员制度存在的真空情况（分母），在下一年度中申请证监会通过相关渠道推动制定工作开展，并成功形成规则（分子）的百分比。

（2）上年度规则问题的改进

指标解释：在每年度结尾，证券业协会总结整理现有投资者权益保护法律规范存在的问题（分母），在下一年度报请证监会通过相关渠道推动制定规则工作开展，并成功完善规则（分子）的百分比。

2. 管理调解

（1）年度纪律处分量

指标解释：证券业协会的一个主要职责是协调会员之间以及会员与客户之间的纠纷，并监督、检查会员行为，对违法违规者给予纪律处分。因此，可以从这两个方面考察证券业协会的监管行为。

调解案件量=年度调解纠纷的案件总数及涉及会员的数量

调解成功率=年度调解成功的案例/总调解案件数量

纪律处分率=年度采取纪律处分的证券公司数量/证券公司总数量

(2) 各类证券公司所占比例

创新类证券公司的比例=创新类证券公司的数量/证券公司总数

规范类证券公司的比例=规范类证券公司的数量/证券公司总数

指标解释：证券公司作为证券业协会的会员，根据其以往的绩效将其分为规范类和创新类两种，不同类型的证券公司在证券市场中拥有的权限不同。各类证券公司的比例反映了证券市场的治理好坏。

(3) 从业人员资格审查合格率

指标意义：这部分指标针对了现在我国证券市场中从业人员总体素质不高，结构混乱、复杂等现实情况设定，目的在于规范证券市场，提高从业人员素质，为投资者提供更为专业的服务，加强行业监管和审查，确保从业人员具备专业的证券投资知识、一定的服务经验以及良好的职业道德素养，从而保护中小投资者的权益。

指标解释：每年从业人员审查通过人数/从业人员总数。

3. 对会员的教育培训

(1) 年度会员接受教育的比例

教育比例=年度接受教育的会员数量/所有会员的数量

指标解释：会员的知识掌握情况在一定程度上影响了证券业的健康发展。受教育的会员比例越高，会员的行为越规范，对投资者的权益侵害越小。

(2) 受教育会员知识掌握情况

指标解释：对年度受教育会员进行抽样调查，考察受教育会员的知识掌握情况。

(3) 受教育会员违规比例

受教育会员违法违规事件发生数量/受教育会员总量

每年没有违法证券行业规定的从业人员数/从业人员总数

教育的最终目的是改变受教育者的行为，考察受教育会员和从业人员是否违法

违规，是评价教育效果的最佳指标。

四、证券市场其他中介组织

（一）中介机构的分类和法定职能

《证券法》规定，证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任。可见，证券服务机构扮演着媒介融资者和投资者的重要角色，其作用的有效发挥一定程度上对证券投资者保护有着重要影响。回顾证券市场的发展历程，我们也可以看到，许多证券业丑闻都肇始于证券中介机构的不作为或纵容。因此，考察这类主体的活动，将有助于我们更深入的探究证券投资者保护问题。

根据《中华人民共和国证券法》的规定，证券业中介服务机构主要包括：证券投资咨询机构、证券资信评估机构、律师事务所、会计师事务所和资产评估机构等。

1. 证券投资咨询机构

证券投资咨询机构，是指为证券发行、交易及相关活动提供投资分析、预测和建议等直接或间接有偿咨询服务的有限责任公司或股份有限公司。证券投资咨询机构及其从业人员作为证券市场信息的处理者和传播者，其行为直接影响证券市场主体的行动。如果咨询行为合理、合法、准确、科学将促进证券市场的健康、规范发展；相反会给证券市场带来负面作用。我国的证券投资咨询发展迅速，为证券市场的发展起到积极的推动作用，但也存在相当不足，迫切地需要统一的制度和指标来进行规范和引导。

2. 证券资信评估机构

《证券法》规定，根据证券投资和证券交易业务的需要，可以设立专业的证券资信评估机构。证券资信评估机构主要是指专门为客户提供证券资信评估服务的中介机构，一般为独立的非官方机构。通过证券评估，有利于减少投资者的风险，有利于在整个证券市场上形成理性投资的氛围，减少过度投机，有利于化解金融风险。

目前，我国尚未建立正规的专业证券资信评估机构，均是券商在做资信评估，因此，如何正确建立和引导证券资信评估机构的发展就显得尤为重要。

3. 律师事务所

律师事务所从事的证券法律业务的主要内容包括：为证券的发行、上市和进行交易出具法律意见书，审查、修改、制作与证券发行、上市和交易有关的法律文件。

4. 会计师事务所

会计师事务所从事与证券相关业务主要指证券相关机构的会计报表审计、净资产验证、实收资本（股本）的审验及盈利预测审核等业务。

5. 资产评估机构

资产评估机构是从事证券业务的资产评估机构是指对股票公开发行、上市交易的公司资产进行评估和开展与证券业务有关的资产评估业务的专门机构。

（二）对中介机构的监管措施及评价指标

我国处在证券市场发展的初级阶段，监管体系薄弱，监管手段不成熟，监管人员不足，上市公司造假往往难以被及时发现查处。与造假成本相比，造假所带来的收益通过证券市场能够实现几何放大。正是由于造假的预期收益明显大于造假成本，我国证券市场才会不断出现造假现象。

1. 信息公开。在中介机构侵害投资者的方式可以看出，信息公开是导致投资者受损的主要方式，大部分中小投资者对证券市场的信息缺乏清楚、全面的认识，面对各种中介机构、评论人发出的不实消息，缺乏辨别能力，因此，从信息的披露和公开方面对中介机构进行评价和约束是十分有必要的。

2. 投资者教育。要从根本上提高中介机构的服务质量，确保投资者权益的保护，还需要进行一定的投资者教育，宣传和普及证券投资知识，因为投资者队伍的壮大是证券研究咨询业务发展的基础。

针对以上分析，我们给出了证券市场中介机构投资者保护绩效评价指标及解释：

1. 信息公开

（1）信息披露的合法性（或年度信息披露违法率）

指标意义：在中介机构侵害投资者的方式可以看出，信息公开是导致投资者受损的主要方式，大部分中小投资者对证券市场的信息缺乏清楚、全面的认识，面对

各种中介机构、评论人发出的不实消息，缺乏辨别能力，因此，从信息的披露和公开方面对中介机构进行评价和约束是十分有必要的。针对目前中介机构缺乏专业性、独立性以及受到上市公司操控，与被审查机构勾结等现象，对其准入资格和年度检查给出了部分指标。

2. 投资者教育

(1) 年度投资者教育投入金额增长率

(2) 投资者参与知识讲座等教育形式后的调查反馈

指标意义：要从根本上提高中介机构的服务质量，确保投资者权益的保护，还需要进行一定的投资者教育，宣传和普及证券投资知识，因为投资者队伍的壮大是证券研究咨询业务发展的基础。

(3) 从业人员资格合格率

指标意义：这部分指标针对了现在我国证券市场中从业人员总体素质不高，结构混乱、复杂等现实情况设定，目的在于规范证券市场，提高从业人员素质，为投资者提供更为专业的服务，加强行业监管和审查，确保从业人员具备专业的证券投资知识、一定的服务经验以及良好的职业道德素养，从而保护中小投资者的权益。

指标解释：每年从业人员审查通过人数/从业人员总数；具有一定从业经验（如三年或五年）的人员数/从业人员总数。

本章主要参考文献

- [1] 北京大学光华管理学院—上海证券有限责任公司联合课题组(郑顺炎等). 证券交易所管理市场职能的法律性质研究. 上证研究·法律专辑, 2003.
- [2] 傅浩, 施东辉, 鹿小楠. 证券交易所国际竞争力比较研究. 上海证券交易所研究中心, 2006-7. <http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/research/research/research20060701a.pdf>
- [3] 上海证券交易所创新实验室报告. 上海证券交易所市场质量报告. 上海证券交易所, 2006-6.
- [4] <http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/research/special/special20060606.pdf>
- [5] 洪伟力. 证券监管：理论与实践. 上海：上海财经大学出版社, 2000.
- [6] 胡汝银, 司徒大年. 投资者保护理论与实践综述. 上海证券交易所“投资者保护系列研究报告”, 2002, 1.

第六章 证券监管机构与中介机构证券投资者保护绩效的合成

一、基于逻辑模型的评价指标内容梳理

在分别对证券监管部门及证券自律管理机构的证券投资者保护职能进行分析并设计出相应的评价指标以后，我们需要考虑如何将这些指标加总合成，以便给出一个描述中国证券投资者保护绩效的整体性的指标。分析的意义在于更为深入更为细致的考察事物的各个方面的属性和特征，以便为更进一步的理解提供可能；而综合的意义在于反映事物的整体面貌和综合表现，是对事物所有属性的抽象和提炼，在减损事物部分信息的同时，也凝练了事物的根本特征，是人们做出评判和进行决策的重要依据。因此，在分析中国证券投资者保护绩效的各个指标模块和绩效维度的基础上，我们需要将所有这些加以综合，最终借助相关统计方法合成为一个综合指数，全面反映证券市场这一系统的绩效表现。

这方面，成熟的绩效评价与管理模型为我们提供了基础。在绩效评价指标的设计过程中，有许多成熟的理论模型可以应用，以满足描述和分析绩效的产生和形成机理的需要。比如，逻辑模型（Logic Model）、平衡计分卡（Balanced Scorecard）、绩效棱镜模型（Performance Prism）、顾客满意度指数模型（Customer Satisfaction Index）等。这些模型提出了对绩效的不同理解，也提供了理解、分析和整合不同对象的绩效的分析框架，有助于人们更形象地理解绩效的产生、形成和最终结果。

综合而言，逻辑模型（Logic Model）为我们的综合评估提供了基本框架。就评估而言，逻辑模型是描述项目或组织的图画。它阐明了一个项目的变革理论，显示日常活动是如何与项目所尝试达到的结果或成果联系在一起的。同流程图类似，它运用方盒表示项目活动与成果，用箭头连接方盒，显示活动与成果是如何联系彼此的。逻辑模型有两个功能，一是能促进评价活动的设计，识别项目是否按照模型的要求进行。其二是在应用评价数据的基础上，成为一种学习的工具。最为重要的是，逻辑模型在直观表现方面具有明显优势。

一般而言，通过逻辑模型的分析，我们可将组织运作的过程看作投入、活动、产出和结果的集合，它们紧密联系在一起，共同构成了组织绩效形成机理的重要环节，同时也是理解和分析组织绩效、设计绩效指标的关键节点。如下面两图所示。

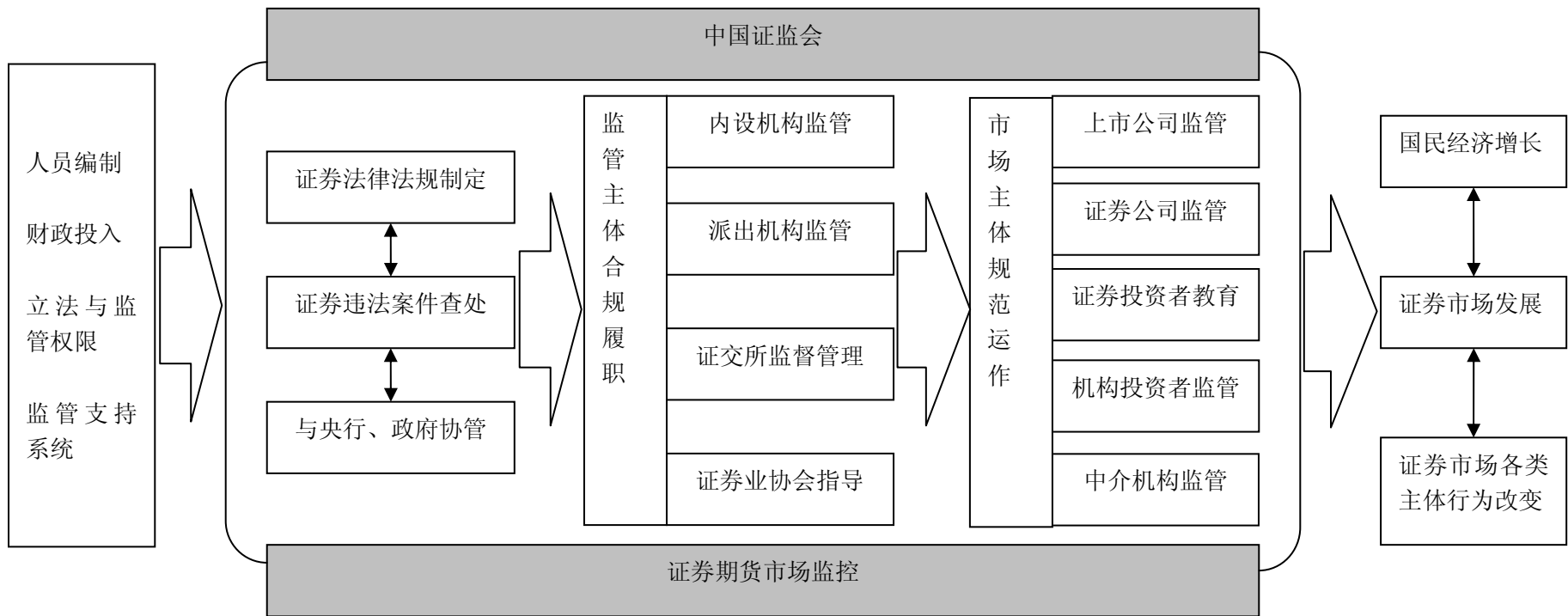


图 7-1：基于逻辑模型的证券投资者保护绩效形成机理（组织分析）

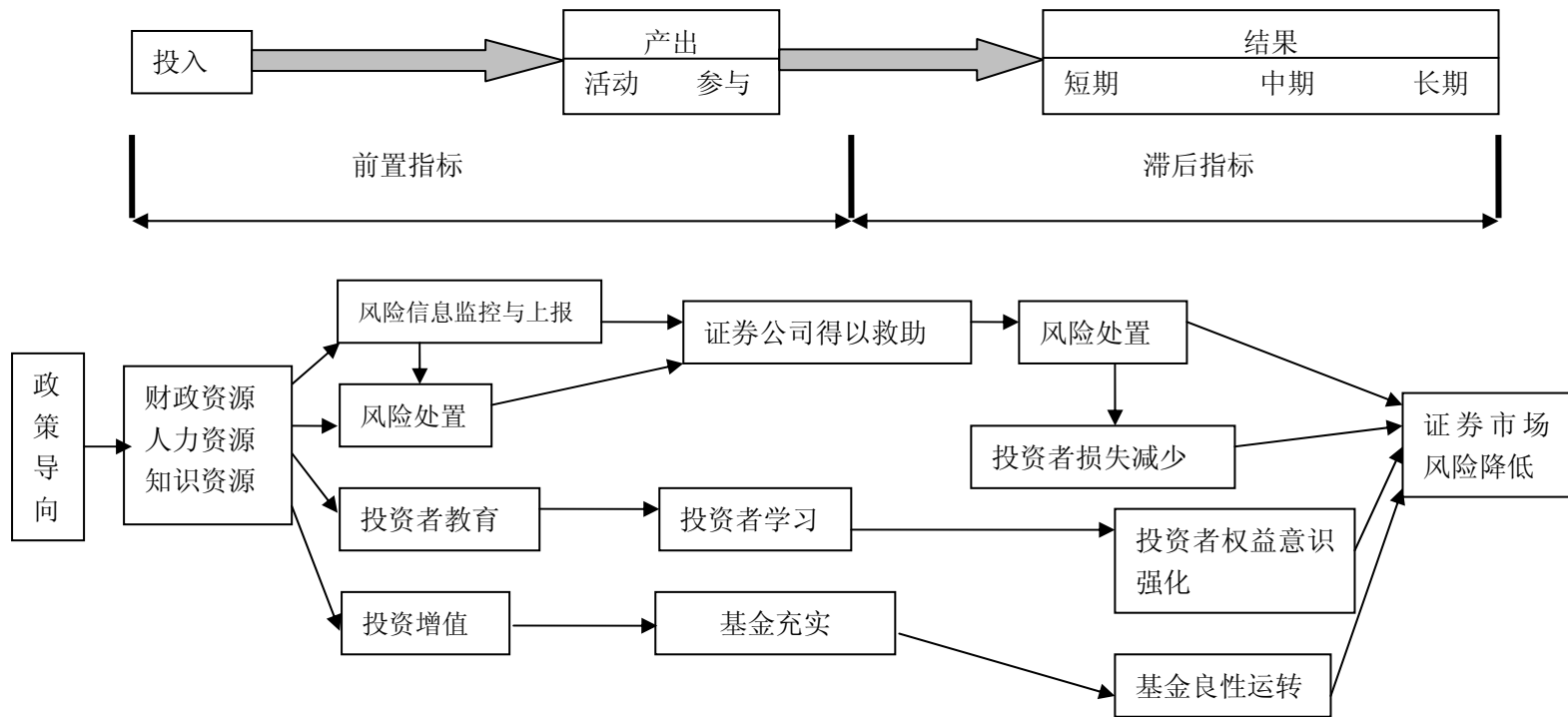


图 7-2：基于逻辑模型的证券投资者保护绩效形成机理（影响因素分析）

这两个逻辑模型分析图，分别从组织角度和绩效影响因素的角度对以中国证监会和证券投资者保护基金公司为核心的证券投资者保护系统进行了剖析，以形象直观的形式为我们展示了各个利益相关主体如何作用于证券投资者，以及各个因素如何影响投资者保护的结果。所以，上文两章中的所有指标都可以纳入到类似的逻辑模型中来，通过汇总合并形成更为综合和抽象的总指标或分指数，为更进一步的提炼和合成作好准备。

二、评价指标模块的横向组合

在第四章中，我们初步介绍了评价指标的合成问题，重点说明了如何进行指标的横向和纵向加总合成问题。其实，从组织的职能定位出发，垂直加总组织在各项指标上的得分，主要是用于组织绩效评价与改进的目的的；而从不同评价维度或指标模块的角度进行水平加总，则是为了计算综合指数的最终结果。因此，指标群的水平加总或横向组合的结果就是中国证券投资基金投资者保护指数的评价结果。因为每个证券投资者保护责任主体都在立法和制度建设、执法监管、投资者教育三个方面有所作为，因此，从这三个方面进行分析，在对评价指进行同向化和同度量化处理以后予以加总，既可以反映各个指标模块的绩效水平，又可综合体现中国证券投资基金投资者保护的整体水平如何。

（一）立法与制度建设

（1）. 证券投资者保护立法沿革

自1990年底、1991年初沪深证交所成立及1992年中国证监会设立以来，为了规范证券市场健康发展，维护市场秩序，证券监管部门和证交所制定了大量法律、法规、规章、规范性文件和业务规则。在这些法律法规不断增加和完善的同时，也开始将保护投资者权益作为立法的根本出发点和基本宗旨，并一直延续到现在。这同世界上其他国家的做法也是一致的^①。文本分析表明，我国证券类法律的立法宗旨几乎都是“保护投资者的合法权益”，而从法律上保护中小投资者利益一直是我国历次证券立法所共同遵守的一项基本原则。比如，中国证监会编写的《投资者维权

^① 吴晓求. 中国资本市场分析要义. 北京: 中国人民大学出版社, 2006.

教育手册》就罗列出了 37 条维护证券投资者权利的主要法律、法规、规章和其他规范性文件。如果加上规范上市公司、证券公司、证券中介机构行为的法律和制度规范，其数目将会更多。

总体上看，我国中小投资者法律保护是随着我国证券市场的规范与发展而逐渐建立与完善起来的，其发展过程大致上可以分为四大阶段^①，分别以 1994 年 7 月 1 日《公司法》开始生效、1999 年 7 月 1 日《证券法》开始生效、2006 年 1 月 1 日修订后的《公司法》和《证券法》同时生效为划分标志。

第一阶段：中小投资者法律保护的初级阶段（1994 年 7 月以前）。1992 年以前，在上海和深圳等证券市场发育较早的城市，中小投资者法律保护的规范和依据主要来自于地方政府或各部委制定的一系列行政法规，主要对中小投资者的基本权利（例如表决权和转让权等）做出暂行规定，均带有明显的地方性和临时性的特点。随着国务院证券委员会和中国证监会的成立，证券立法进入全国性时期，中小投资者法律保护的建设速度明显加快。1993 年 4 月 22 日国务院发布《股票发行与交易管理暂行条例》，成为新中国第一部正式的全国性股票市场法规，该条例同时对上市公司信息披露、公司会计政策与审计制度以及股权的持有与转让等与中小投资者法律保护的相关行为作了详细和具体的规定。此后，一批重要的法律法规相继出台，对《股票发行与交易管理暂行条例》作了重要的补充和充实，使我国中小投资者法律保护得到明显的改善。

然而，囿于新兴市场的初创性和过渡性，这一时期我国中小投资者法律保护仍具有如下几个缺点：第一，中小投资者法律保护的法律法规具有明显的阶段性特征，容易被新的法律法规所替代；第二，行政色彩较为浓厚，缺乏法律法规的严肃性与权威性，尚未能够对中小投资者进行依法保护；第三，各项法律法规之间缺乏严密的立法逻辑，前后解释没有一致性；第四，有关中小投资者法律保护的条款往往仅具有原则性，可操作性较差。

第二阶段：中小投资者法律保护的发展阶段（1994 年 7 月—1998 年 7 月）。1994 年 7 月 1 日，我国《公司法》生效，这是新中国第一部规范公司行为的商事法，它成为规范我国公司股票与债券发行和上市的重要法律渊源，同时《公司法》也将初

^① 这种分阶段原则参考了沈艺峰等的做法，但考虑到 2005 年 10 月 27 日，修订后的《公司法》和《证券法》同时发布并自 2006 年 1 月 1 日起施行，笔者认为中国投资者保护立法的阶段应延展到 2006 年 1 月并将之作为第四阶段的划分标志。见：沈艺峰，许年行，杨熠．我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验．经济研究，2004，（09）．

级阶段的各地方和部委关于中小投资者法律保护的行政法规以完整的全国性立法的形式确定下来。《公司法》所涉及的中小投资者法律保护范围主要包括中小股东的表决权 and 临时股东大会召集权等基本权利，此外还包括公司会计和送配股等政策性规定以及信息披露和审计等制度性办法。《公司法》的施行代表我国中小投资者法律保护开始进入有法可依的阶段。在《公司法》颁布之后，我国又相继发布一系列与中小投资者法律保护有关的法律，这些法律突出显示了这一阶段我国中小投资者法律保护的一大特点，即主要是从信息披露这个角度来规范中小投资者的法律保护。

第三阶段：中小投资者法律保护的完善阶段（1999年7月—2006年1月）。1999年7月1日，我国规范公司证券发行和交易行为，保护投资者合法权益的另一部基本大法——《证券法》正式生效。《证券法》将我国以往的中小投资者法律保护的经验和做法以法律的形式予以肯定，既保持了我国中小投资者法律保护实践的连续性，并根据新的情况和新的问题，充实和确立新的中小投资者法律规范。《证券法》除继续强化上市公司信息披露制度外，开始注意从公司治理角度确保中小投资者的权益能够得到有效的法律保护。2005年7月1日，《证券投资基金管理办法》开始生效，为维护证券投资者权益，赔偿投资者损失提供了条件。

这一阶段中小投资者法律保护呈现如下几个特点：第一，投资者（特别是中小投资者）合法权益的法律保护得到高度的重视；第二，中小投资者法律保护的理念发生重大改变，法律保护重点从信息披露等外部制度建设转到上市公司治理上；第三，认识到董事会在公司治理中至关重要的地位，董事会的重要性和独立性得到重视。

第四阶段：中小投资者法律保护的规范创新阶段（2006年1月至今）。2006年1月1日，重新修订后的《公司法》和《证券法》同时开始生效，标志着我国证券市场的两部根本大法的基本确立。两法的全面修订是我国资本市场法制建设的标志性事件，许多重大条款的修订为从根本上解决影响我国资本市场发展的深层次问题和结构性矛盾创造了条件。两法的修订均以投资者为本，齐头并进、同时修改，从而保证了两法的合理分工和协调一致，有效避免了法律之间的矛盾。此外，伴随着股权分置改革的逐步推进和深化，证券监管部门对打击非法证券活动的大力推动，这些都带来了相关法律法规的完善和出台，为更为全面健全的投资者保护法律框架的构建打下了坚实的基础。

在这一阶段，面临着国外金融机构进入和参与竞争的强大压力，中国证券市场

的改革与规范也已进入攻坚阶段。投资者保护法律在加强信息披露和上市公司治理的同时，开始关注高风险证券公司的治理，并在未来就证券投资者的民事诉讼和赔偿事宜进行更为深入的探索。这些都预示着，在未来的中国证券立法征程中，证券监管部门将进一步填补证券市场法律空白和漏洞，完善法律框架，制定更为严厉的市场管制规则，并更加关注于保护投资者的合法权益。

综合来看，在证券监管部门和各方的积极努力下，中国证券法律法规体系日臻完善，初步形成了包括基本法律、行政法规、部门规章及其他规范性文件、自律规则四个层次在内的法律法规体系。然而，总体而言中国证券法律法规体系仍存在一些重大缺陷和漏洞，如：若干法律责任界定存在重大漏失、某些法律规定可操作性不强、部分法律责任判断标准有待调整、现行法律体系缺乏有效的民事责任追究制度、可诉性不强，等等。这些都结合中国证券市场实际情况，参考英美法体系的某些立法经验，需要相应的调整和完善^①。不过，可以肯定的是，中国证券法律法规的渐进完善和发展在很大程度上保障了投资者权益，也在不断地提升投资者的保护力度。

(2). 证券投资者保护立法绩效的评价

中国证券市场上已经制定了如此多的法律法规和其他制度规范，在未来还将制定和修订更多的法律，并废弃失效的法律。这些立法活动的效果如何？如何评价这些法律在保护投资者权益方面所作的贡献？是否可以给出一个客观、准确的量化评价？对此问题的回答将为形成中国证券投资者法律保护指数，并最终合成中国证券投资者保护指数提供可能。随着“法和金融学”研究的兴起，关于法律如何影响金融市场发展的研究开始增多并逐步推向深入，而法律渊源、法律内容、法律执行等如何影响证券投资者的保护力度的研究也成为金融学界的研究热点。这方面的研究，国外的主要是 LLSV (1998; 1999; 2000)，国内则以沈艺峰 (2004) 等为代表。

沈艺峰等^②从股东权利和其它制度与政策两个方面，确定了上述中小投资者法律保护的具体条款以及加减分原则，然后根据中国证监会发行的《投资者维权教育手册》中列出的“维护证券投资者权益的主要法律、法规、规章和其他规范性文件目录索引”以及其他有关的法律法规文本，建立了一套比较完整的中小股东法

^① 吴晓求. 中国资本市场分析要义. 北京: 中国人民大学出版社, 2006.

^② 沈艺峰, 许年行, 杨熠. 我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验. 经济研究, 2004, (09).

律保护分值。其中，股东权利主要包括LLSV（1998）所提出的与中小股东权利法律保护有关的6项条款：一股一票、“抗董事权”中的通信表决权、代理表决权、累计投票表决权、临时股东会召集权和股东起诉权，另外增加了重大事项的表决方式，共7项条款；其它制度与政策主要包括：信息披露制度、会计和审计制度、送配股政策和现金股利政策、大股东和董事的诚信义务和忠实义务以及外部独立董事等9项条款。

由于法律与行政法规、部委规章的法律效力不同，法律在数量上不能直接相加，因此需要采取合适的法律法规的赋分/赋值方法，通过赋予法律不同的分值，达到真实反映法律效力的效果。沈艺峰等对各类法律法规在前述16项保护条款的规定上分别赋予不同的分值，赋分原则如下。

（1）加分。凡事在法律条文中规定或允许上述投资者权利履行的均作加分处理。以“信息披露”条款中有关《年度报告的内容与格式》的规定为例，1994年至2001年，证监会先后对上市公司年度报告的内容与格式做了4次修订，每次修订都对年报所应披露的信息作了更具体更严格也更有利于中小投资者的规定，故每次新的《年度报告的内容与格式》出台后，均在“信息披露”条款上加0.5分。

（2）减分。凡与上述各条款作相反规定时，各条款则减去相应的分值。以“通信表决权”为例，2000年出台的《上市公司股东大会规范意见》首次明确规定禁止使用通信表决权，该条款不利于中小投资者合法权益的保护，故该条款减值1分。

16项中小投资者法律保护条款的加分或减分为：当某项条款首次由法律或法规作相应规定时，法律加2分，行政法规或部委规章加1分。当某项条款已由法律或法规作了规定，而后出台的法律或法规又对相同条款作了规定时，假如新规定与旧规定相同，则法律加1分，行政法规或部委规章不加分；假如新规定比旧规定在相同条款上作更强更具体规定时，法律加1分，行政法规或部委规章0.5分。

在确定了上述中小投资者法律保护的16条具体条款以及加减分原则的基础上，沈艺峰等^①选取了从1992年5月至2002年6月施行的50部法律法规，然后将全部法律法规文本与16项中小投资者法律保护条款逐一进行对照，并在所涉及的中小投资者法律保护条款上加减相应的分值，从而形成了一套比较完整的中小投资者法律保护分值表。因为我国中小投资者法律保护的历史实践过程可以分为四个阶段，所以将全部样本期间相应分为四个期间，分别计算各个期间中小投资者法律保护分

^①沈艺峰，许年行，杨熠. 我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验. 经济研究，2004，（09）.

值，然后对各个期间的中小投资者法律保护分值进行累加，依次得到各个阶段的累计法律分值。由于在 1992 年 5 月 15 日《股份有限公司规范意见》出台前，我国中小投资者法律保护主要来自地方政府制定的一系列行政法规，带有明显的地方性和临时性特点，故假设在 1992 年 5 月 15 日之前，中小投资者法律保护的分值为 0。

对 1992 年 5 月至 2002 年 6 月施行的 50 部关于证券投资者保护的法律法规进行了历史比较，得出了中国投资者保护立法进程的逐年变化情况，结果显示至 1994 年 7 月，中国投资者保护法律进展指数累计已达 26.5 分，1999 年 7 月 1 日则为 46.5 分，到了 2002 年 6 月，分值为 59.5 分。

沈艺峰等^①利用该系列数据实证研究了中国证券市场不同历史阶段里中小投资者法律保护与公司权益资本成本关系的变化，结果表明，随着中小投资者法律保护措施的加强，上市公司的权益资本成本出现一个逐步递减的过程，两者呈显著负相关关系。陈炜等^②也利用沈艺峰等提出的赋分方法和评价结果研究了中国证券立法进程与投资者保护水平之间的关系，验证了 LLSV (1998) 的部分结论，并指出中国的证券立法的确促进了投资者保护的改善。袁振兴和杨淑娥^③则按照该方法，将其赋分表从时间上延伸到 2004 年，并以此分值作为度量我国中小投资者法律保护程度的评价指标。其计算结果显示，2004 年中国投资者法律保护指数已经达到 65 分。不过，陈炜等的研究发现，至 2003 年末，该分值就已达到了 65 分。考虑到 2000 年以来证券市场立法进程的加快，我们认为袁振兴和杨淑娥的赋分结果可能有误。

上述研究已经对评价中国投资者保护立法的效果进行了初步的研究，但是，这些研究仅涉及从上市公司治理角度考察投资者（股东）保护，而没有考虑作为证券交易人的投资者保护问题，因此，关于规范证券公司、交易结算机构、服务中介机构、机构投资者等的法律法规等也要添加进来，并重新考虑如何遴选和赋值的问题。只有这样，才是全面考虑投资者法律保护问题，也才能全面评估法律对投资者的保护力度。不过，这样的增补应该不会脱离上述研究的基本原理，因为从国内外的相关研究来看，法和金融学的研究已渐成熟，并得到了大部分学者的认可。当然，这些评估仅仅是针对立法的保护，而没有涉及法律是否执行、执行的效率和持久性如何，因为这些是证券执法和监管方面的评价问题，将放到下一个单元考虑。

^① 沈艺峰，肖珉，黄娟娟. 中小投资者法律保护与公司权益资本成本. 经济研究，2005，(06).

^② 陈炜，孔翔，许年行. 我国的法律制度能有效保护中小投资者吗？. 深圳证券交易所综合研究所，深证综研字第 0113 号，2005-09-02. <http://www.cninfo.com.cn/finalpage/2005-09-02/15881491.PDF>

^③ 袁振兴，杨淑娥. 现金股利政策：法律保护的结果还是法律保护的替代——来自我国上市公司的证据. 财贸研究，2006，(05)

（二）执法监管

（1）. 相关研究回顾与借鉴

法律的意义就在于对潜在违法者起到威慑作用，使他们不敢或更少的违法，从而减少违法案件数量，维护法律秩序。这就要求法律需要坚决而有力的执行，否则，一纸空文，违法者逍遥法外，就起不到应有的惩治和以儆效尤作用。因此，证券市场上仅仅制定了完善的法律法规体系还不够，还需要加强法律法规执行的效率，加大处罚力度并提高违法违规成本，才能减少违法违规事件的发生，真正保护投资者的权益免受侵害。所以，我们在对中国证券投资者保护立法的效果进行评估的同时，还要对法律法规的执行效率和效果进行评估，以全面反映法律在保护投资者权益方面的贡献值。

国外研究对一国证券执法效率的评价主要来自《各国风险评估指南》（International Country Risk Guide）对各国法治程度的评估数据。《各国风险评估指南》对拥有股市的各国在 0 到 10 之间进行评分（越高越好），并定期发布评估结果，其所提供的评估已成为从业者普遍接受和参考的权威性指标。但我们认为，这种综合评估并未真正体现一国证券执法的效率和效果，因为这种评估更多的是从证券执法的最终效果感知来考虑的，没有兼顾执法过程中的产出和结果，因而证券监管部门的执法绩效并没有得到全面的反映。我们认为，更一般的评价是从监管部门对违法违规者的惩处力度（如处罚的数量、类型、处罚程度、重犯的惩处加大力度等）进行评估，并结合惩处的效果测量同时进行。这方面，也可以考虑同立法评估的赋值法进行，但须对赋值原则和具体细则作出明确的规定。

目前对我国上市公司违法违规处罚的法律依据主要有《证券法》、上海和深圳证券交易所制订的《上市规则》、《会计法》等。执法部门主要包括中国证监会、上海和深圳证券交易所。处罚的类型主要有公开批评、公开谴责和公开处罚。统计分析显示，在 2001 年之前受到处罚的上市公司和事件并不多，从 2001 年开始上市公司违法违规受处罚事件明显增加，这与 2000 年以来推行的监管风暴有直接关系。

陈国进等^①从理论和实证两个角度讨论了证券执法和投资者保护之间的关系。从理论上讲，加大对上市公司违法违规的处罚力度可以对上市公司内部人起到威慑

^① 陈国进，赵向琴，林辉. 上市公司违法违规处罚和投资者利益保护效果. 财经研究，2005，(08)

作用，达到保护中小投资者利益的目的。然而，对 2001—2003 年间受到处罚的公司 A 股收益率的事件分析表明，加大对上市公司的处罚并没有给投资者带来正的非正常收益，反而在处罚公告日前后投资者遭受了非正常损失。也就是说，对上市公司违法违规的处罚并没有带来投资者利益的更好保护。陈国进等认为对这一结果的两种可能解释是：首先，证券执法部门对上市公司违法违规处罚力度不够，证券执法尚未对潜在违法违规者起到真正的威慑作用，因为考察违法违规案件与违法违规者的对应关系发现，重复、多次受到处罚的上市公司为数不少，这说明违法违规这一犯再犯的情况并不鲜见，这一发现也与人们的一般看法是一致的。其次，我国现行证券法规中缺乏民事责任的规定，对于违法违规行为的处罚一般采用行政处罚的解决办法，十分严重时才会考虑刑事诉讼，但一般受害的投资者得不到必要的民事赔偿，对违法违规者的处罚力度也因而降低。因此，加大证券违法处罚力度、明确证券违法的民事责任应该成为证券执法和监管的重要议题。

陈国进等还发现，在被处罚的上市公司中受过证监会特别处理（ST）的个案不在少数，说明当公司出现财务上的困难时，违法违规的可能性加大。当一个公司健康运行时，出于声誉和未来继续融资的考虑，上市公司内部人会减少违法违规的行为。这说明加强上市公司的声誉机制在提高投资者利益保护度和促进证券市场发展上起到的作用，与法律机制的作用是相辅相成的。

(2)． 证券投资者保护的执法绩效评价：一个整合的模式

然而，陈国进等的研究只是从上市公司治理与投资者保护的角度进行的研究，并没有考虑作为证券交易人的投资者在证券交易中所受到的侵害及对证券公司、中介机构、机构投资者等的处罚；在处罚的类型上，也仅考虑了行政处罚，而没有涉及刑事处罚以及民事诉讼的尝试；此外，也没有考虑各种处罚所依据的法律效力的不同和处罚类型的严重程度的不同。因此，为综合全面地评价中国证券投资者保护的执法监管层面，我们还需要做更细致的研究设计。这包括，清理当前关于保护证券投资者权益的法律法规及其所规定的处罚类型，确定各种处罚类型的赋值方法，以给出中国证券投资者执法监管层面的指数合成方法。

从证券违法的三大行为（虚假陈述和证券欺诈、内幕交易、操纵市场）和证券执法处罚的三种形式（行政处罚，刑事诉讼，民事诉讼）出发，我们可以考虑以证

券市场信息披露和透明度为基础，提出一个整合的证券执法监管模式。众所周知，证券市场的灵魂是信息的公开性、完整性和披露的及时性。它是维系证券市场“三公”原则的基石。没有信息的公开性、完整性和披露的及时性，就不可能形成透明的市场环境，也就不可能建立公正的市场秩序，广大中小投资者的利益也就必然会受到侵害。因此，当前中国证券市场面临的最重要、最迫切、最需要解决的问题，就是建立公正的市场秩序，创造透明的市场环境，加强证券市场的法制建设，从制度和市场环境的角度保护投资者的利益^①。透明度建设一直是证券市场发展的核心，也是各国证券监管部门工作的重点所在^②。

吴晓求分析了资本市场透明度的形成过程，并构建了资本市场透明度的理论分析框架。^③他认为，市场透明度的形成与维护是包括若干个环节的动态过程，其中，上市公司是信息披露的主体，中介机构则负责信息的监督和传输，广大投资者的交易实现了市场信息的整合，并最终反映为资产价格的波动。因此，市场透明度的形成包括：上市公司的信息披露过程，它强调信息披露的真实、准确和完整；中介机构的信息过滤与传输过程，强调严格的规则体系和信息传输效率；众多投资者的信息整合过程，关注投资者的信息解读能力、证券分析水平和投资行为的规范。

《证券法》规定的三大证券违法行为——虚假陈述和证券欺诈、内幕交易、操纵市场——虽然表现形式纷繁多样，采取的手段花招百出，但都可以在市场透明度方面得到体现，都可以看作是对市场透明度原则的违背，以此获取非法收益。比如，信息披露环节，上市公司虚假陈述；信息过滤和发布环节，中介机构与上市公司合谋欺骗；信息整合环节，上市公司、证券公司、机构投资者等参与的内幕交易和操纵市场。因此，我们可以考虑构建一个整合的证券执法监管模式，从信息披露和市场透明度的角度出发，将虚假陈述、内幕交易和操纵市场三大违法行为纳入其中，综合加以考虑和评估。而证券投资者的法律保护、证券市场的规范有序运行也有赖于从市场透明度在这些方面的提升。所以，证券市场透明度的提高既取决于事前的制度建设，又依赖于事后的规制处置。前者有赖于对违法违规事件的认定和法律控制（行政、民事、刑事）；后者有赖于规范的公司治理、尽责的中介机构、符合现代

^① 吴晓求(主笔). 中国人民大学金融与证券研究所证券研究报告(1999): 建立公正的市场秩序与投资者利益保护. 北京: 中国人民大学出版社, 1999.

^② 本研究报告曾经考虑将证券市场中的信息披露与透明度作为评价中国投资者保护绩效的一级指标, 但是考虑到该指标与其他三个指标不是并列关系, 而且证券立法和执法行为也包括了对违反信息披露要求和透明度原则的违法违规事件的惩戒合处罚, 因此, 我们最终决定将信息披露与市场透明度作为证券执法监管指标层下的最重要的一级指标进行设计.

^③ 吴晓求. 中国资本市场分析要义. 北京: 中国人民大学出版社, 2006.

经济活动的会计准则、有效的监管体系以及不断完善的法律体系。

中国证监会可以采取行政处罚的措施对违法违规者进行惩戒，法院和检察院可以通过刑事诉讼加大惩戒力度，而广大投资者则可以通过民事诉讼，提请法院对违法违规者做出裁决。此外，沪深证券交易所可以依据自律管理规则和中国证监会所赋予的部分执法权限对违法违规的会员进行规制；中国证券业协会也能够依据相关法律法规对发生争议纠纷的会员予以调解。这些都是保障证券投资权益的执法主体，而它们对违法违规者的严惩也将进一步严肃证券市场纪律，规范相关利益主体行为，逐步减少违法违规事件的发生及对投资者的利益损害。这样，我们从信息披露和市场透明度出发，整合了现有的证券执法监管活动，据此可以结合证券监管部门和自律管理机构在执法过程中的统计数据，设计更细致的赋值方法，以便给出证券执法监管的绩效评价结果。

（三）投资者教育

（1）. 中国投资者教育的发展状况

提高投资者自我防范和保护意识和能力是从根本上保护投资者权益的措施之一。所谓“授之以鱼不如授之以渔”，只有投资者掌握了证券投资、风险规避、自我保护等方面的知识和技巧，并拥有对证券市场各方面的清醒认识和理解以后，他们才能够更理性地参与到证券投资活动中，并时刻小心保管自己的合法权益，避免受到其他利益主体的伤害。国外发达证券市场的发展经验表明，完善的投资者教育体系是证券市场成熟度的重要标志之一。美国、英国、澳大利亚以及香港等地的证券市场都已建立了包括监管机构、交易所、证券公司、民间投资者教育机构、投资者维权组织等在内的投资者教育体系，形成了互为补充并满足投资者各种层次教育需求的运作模式。

中国证券市场在逐步发展和规范的过程中，也开始将监管防范的工作重点向投资者保护，特别是投资者教育工作倾斜。尤其值得一提的是 2001 年，香港证监会副主席史美伦女士就任中国证监会副主席一职后所大力推进的投资者教育工作。她提出“投资人教育势在必行”的观点，并指出中国的证券市场应努力加强对投资人的教育，使投资者的投资理念日趋理性。而 2001 年 7 月 26 日在哈尔滨市举行的“全

国证券监管系统投资者教育工作会议”，更进一步总结了中国证券投资者教育工作的经验教训，并为投资者教育的开展指明了方向。伴随着中国证监会的强有力推进，中国各地证券监管部门、证交所、证券业协会等纷纷开展形式多样的投资者教育活动，并取得了一定的成效。然而，国内目前关于投资者教育的研究还不够充分，学者们关于此方面的探讨多停留在国外经验介绍和国内试点尝试；投身证券投资者教育活动中的证券监管部门及自律管理组织的工作人员，也仅是采取传统的发放小册子、举办宣讲会、设立教育专栏等进行教育，缺乏系统性、层次性、连贯性，经验总结和学习程度也不够。因此，作为一项长期的社会系统工程，证券投资者教育工作还有很长一段路要走。

(2)． 证券投资者教育绩效评价研究

就目前的投资者教育状况而言，如何评价证券市场上的各个责任主体在投资者教育方面的贡献和成绩？面对各地开展的数量繁多、形式多样的投资者教育活动，如何检验这些教育项目及活动的真实绩效？这是投资者教育方面需要慎重思考的问题。每年中国证监会、中国证券业协会、证券交易所、证券公司、证券服务中介机构等都会采取各种不同的方式对投资者进行教育，教育的知识面涉及到投资与证券市场的基础知识、投资风险防范、证券涨跌规律把握、投资者自我保护和诉讼索赔等。具体而言，关于投资者教育方面的评价应该涉及以下内容。

(1) 教育内容。因为不同层次的投资者需要的知识和信息是不同的，所以应根据投资者的个人情况对其进行相应的教育，才能够提高投资者的自我保护能力。对投资者教育内容一般包括：普及证券投资基础知识，例如股票市场、债券市场、封闭式基金、开放基金等；解释和宣传证券期货监管方面新的政策法规。推行风险提示和风险教育；提高投资者保护权益的意识，包括如何防止证券欺诈、争端解决途径以及普及对证券法律法规的认识；普及金融投资知识。教育内容是否更新，不同的教育内容是否针对合适的投资者人群，教育内容是否容易为投资者所理解和接受，这些都是教育内容方面需要考虑的问题。设计专门的问卷，对不同类型的投资者群体进行抽样调查，了解他们关于此方面的看法和感受，可以很好地评估教育的效果。

(2) 教育方式。目前在国内对投资者教育的方式主要包括：新闻媒体的宣传、有关部门组织编写有关读物、举行讲座、办投资者教育辅导班、相关机构设立投资

者教育网页等。不同的教育途径会在很大程度上影响投资者是否能够接受知识以及接受的信息量，并因而对教育的效率和效果产生影响。教育方式的选择是否恰当，不同的教育方式和途径是否适合投资者群体的需求，是否采用了新的更有效的教育方式，这些方面的评价也可以采取问卷的形式获得数据，并将会在一定程度上反映投资者教育的绩效。

(3) 教育人数及占全部投资者人数的比例。国内的中小投资者占有所有投资者的绝大部分，但是他们中拥有相关投资知识的人却很少。每年通过讲座、辅导班等直接形式接受教育的投资者越多其拥有知识的状况相应提高很多。因此，投资者接受教育的人数及占全部投资者人数的比例，也即投资者受教育的覆盖范围，能够反映整体投资者参与教育的状况。该部分数据可以通过监管部门和证交所的调查获得。

(3) 教育效果。该指标包括两层含义，第一层是教育所带来的投资者知识和信息的拥有度的提高，如果进行了多次讲座、辅导班的教育，但是没有几个人获得了新知识或自己感觉亟需的知识和信息，那么就等于浪费了资源却没有任何收获。第二层意思是，教育应该从根本上改变投资者的投资决策活动和风险防范行为，因为教育的根本意义就在于改变一个人的行为。仅仅获得了相关的知识和信息，但是没有真正将这些所需的东西应用到自己的投资决策行为中，那么教育的效果也没有真正发挥。因此，考察教育对象的行为改变情况，尤其是通过前后对比、历史比较分析投资者群体在投资决策中所反映的理性程度和风险意识。这方面，行为金融学的迅猛发展为测量投资者的非理性行为，考察投资者的成熟度等带来了便利。因此，可以通过选样获取投资者账户及交易信息，通过相关的数据处理技术完成对投资者投资行为的事后比较分析，发现投资者投资理念和成熟度的改变，从而更准确地反映出投资者教育的最终效果。此外，我们在地方证券监管部门的调研过程中了解到一个很重要的现象，即有些投资者清楚投资一些高利率股票、基金是不受法律保护的，但是由于存在侥幸心理往往会以身试法。假如投资者掌握了相关的法律知识并了解一些违法案例的话，这样的事情或许就会减少乃至不发生。因此，除了分析投资者行为的理性程度和成熟度，我们还可以研究投资者的违法违规操作事件的数量及其发生率的变化，以此作为评价投资者教育效果的重要指标。

（四）三个层次的指数合成

指标的合成并非一件简单的事，在理论依据上和实践操作上都还存在着有待探讨的余地。特别是指标的标准化处理（也就是同向化和同度量化处理）和指标间权数的构造问题更是这一研究问题的关键所在。即便是成熟的股票价格指数和若干反映经济社会发展水平的著名指数也不例外，常常不得不退回到等权数计算和压缩指标数量的地步。而就中国投资者保护指数而言，我们在现有文献及社会实践中尚未发现类似的指数或评价指标体系，并且投资者保护问题的复杂系统特性和中国证券市场的过渡色彩，这些都为研究带来了难以预想的困难。因此，具体的合成方法在指标群尚未完全确定以前还无法给出，我们这里所能完成的也仅是对一般指数合成方法的应用价值的探讨。

由评价指标合成为综合指数，必然会涉及到指标的同向化处理和同度量处理，以及指标的权重设计问题，即如何评价各个指标的重要程度并考虑通过某种方法相互加总的问题。这部分的内容需要邀请专家筛选指标并评估指标的重要性、相关性和可行性，在此基础上，通过层次分析法等进行处理，获得上述三个维度的指标体系和分指数合成办法。然后，考虑将三个维度合成为最终的综合评价指数，而这又涉及到赋权的问题。不过，我们认为立法与制度建设、执法监管、投资者保护都是投资者保护活动的重要方面，相互关联、不可偏废，因此，三个分指数应赋予同等权重。这样，将三个分指数经过同向化处理和同度量处理，然后予以加总，就可以得到最终的评价指数，也即中国投资者保护指数了。

三、指数合成方法的进一步探讨

评价即评定事物价值的高低，是指人们按照一定的标准（客观/主观、明确/模糊、定性/定量），对特定事物、行为、认识、态度等等评价客体的价值或优劣好坏进行评判比较的一种认知过程，同时也是一种决策过程。^①统计评价则是依据统计指标的实际水平对事物进行定量描述与评判，它与其它评价活动的最大区别就在于其具有数量性，往往求诸于严格的量化技术进行评价，也因此其评价结果就更为确定。

^① 胡永宏，贺思辉编著. 综合评价方法. 北京：科学出版社，2000.

评价有单项评价与综合评价之分，单项评价只依据一项指标，通过适当对比就可以从某一侧面作出判断；如物理学中的测量与评价，主要是单项指标，如长度、高度、温度等，反映事物某一个方面的水平和状况。而综合评价是根据多项指标、从多个不同侧面对有关现象进行全面的综合判断；社会科学中的测量与评价就没有这么简单，常常需要从多个方面综合反映某一事物的属性和面貌，比如对社会发展水平的评价、对企业绩效的评价，乃至对政府和非营利组织绩效的评价等。随着经济社会的发展，人们对评价的要求也越来越高，单纯的单项评价虽然可以专注于描述和分析事物的某一方面的属性和特征，但往往很难抓住事物的所有特征，因此，评价理论与方法正逐渐从单项评价转向综合评价。

统计综合评价方法或技术指通过对特定社会经济现象的多个方面数量表现进行高度抽象综合，进而以定量形式确定现象综合优劣水平与次序的一种新兴统计分析方法。综合评价问题普遍存在于现实的生产和生活中，具有极高的广泛性。我们常常要评价一个社会的发展水平、一个国家的进步程度、一座城市的生态环境状况、一个企业的经营业绩、一级政府的组织绩效、乃至一个学生的校内表现等，这些都需要综合考虑各方面的因素并将其归纳为单一的结果。

也因此，随着统计学的发展及在各个领域的广泛应用，综合评价理论与方法也在不断地精细化，在发展和应用确定性指标综合评价方法的基础上，出现了非确定性指标综合评价方法。确定性指标综合评价方法包括常规综合评价方法、综合评价的主成分分析与因子分析方法、综合评价的聚类分析与判别分析方法、层次分析法、距离综合评价法、灰色关联度评价法、数据包络分析法等，而非确定性指标的综合评价方法则包括模糊综合评价方法、人工神经网络评价法、综合评价的多维标度法等。如此多的综合评价方法与技术，加上两种及以上种方法之间的联合应用，可以选择采用的方法就更多了。这也为选择合适的综合评价方法，尤其是权数构造和指数合成方法提出了挑战。

本章主要参考文献

- [1] 沈艺峰, 许年行, 杨熠. 我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验. 经济研究, 2004, (09).
- [2] 沈艺峰, 肖珉, 黄娟娟. 中小投资者法律保护与公司权益资本成本. 经济研究, 2005, (06).
- [3] 袁振兴, 杨淑娥. 现金股利政策: 法律保护的结果还是法律保护的替代——来自我国上市公

- 司的证据. 财贸研究, 2006,(05)
- [4] 吴晓求(主笔). 中国人民大学金融与证券研究所证券研究报告(1999): 建立公正的市场秩序与投资者利益保护. 北京: 中国人民大学出版社, 1999.
- [5] 吴晓求. 中国资本市场分析要义. 北京: 中国人民大学出版社, 2006.
- [6] 陈国进, 赵向琴, 林辉. 上市公司违法违规处罚和投资者利益保护效果. 财经研究, 2005, (08)
- [7] 史美伦. “投资者教育是监管工作的重要内容”. 中国证监会《关于印发史美伦、桂敏杰在全国证券监管系统投资者教育工作会议上讲话的通知》, 中国证监会网址, 2001-7-26.
- [8] 何岩. 授之以鱼不如授之以渔 “投资者教育”掀热潮. 中华网, 2001-06-30, http://edu.china.com/zh_cn/1055/20010630/10052535.html
- [9] 苏为华. 多指标综合评价理论与方法问题研究. 厦门: 厦门大学计划统计系博士学位论文, 2000.
- [10] 邱东. 多指标综合评价方法的系统分析. 北京: 中国统计出版社, 1991.
- [11] 陈炜, 孔翔, 许年行. 我国的法律制度能有效保护中小投资者吗?. 深圳证券交易所综合研究所, 深证综研字第 0113 号, 2005-09-02. <http://www.cninfo.com.cn/finalpage/2005-09-02/15881491.PDF>
- [12] LLSV (2006) What Works in Securities Laws? The Journal of Finance 61 (1), 1-32.
- [13] 胡永宏, 贺思辉编著. 综合评价方法. 北京: 科学出版社, 2000.
- [14] 徐浪, 王青华(主编). 描述统计学. 成都: 西南财经大学出版社, 2001.

第七章 中国证券投资基金投资者保护指数运行所需要的基本保障

构造统计指数的目的除了满足人们的好奇心、满足科学研究的需求以外，更为重要的目的在于用于社会经济发展的实际应用中，以满足各方面机构和人士的数据需求。因此，仅仅设计出综合评价指数所包含的指标及权数，构造出指数计算与合成的方法，收集和分析数据资料并得出指数的评价结果，是不能说指数的工作已经完成了。指数的计算、发布与得到社会认可并非易事，而是需要其他的支持或辅助机制。因此，指数的调查、分析、计算、发布、反馈、修正等运行程序都需要某些基本保障的支持，这包括相关制度、政策上的支持，责任机构及专业人员的努力、以及有关方面的协调等。绩效评价是一项复杂的活动，是由若干基本要素构成的有机体，比如评价指标、评价机制等。中国证券投资基金投资者保护指数的运行主要基于两大重要基础，一是指数所构建的评价指标体系，二是指数赖以运行的评价机制或方法，也即我们这里将要谈到的指数运行所需要的基本保障。

一、制度保障

制度的意义在于设定规则（rules），并规定相关利益主体的权利与义务，以满足特定的社会经济秩序需要。其实制度本身就是各种规则的集合。这里涉及的制度主要是对指数合法地位的明确、对有关协调部门责任的规定以及对指数发布专门机构权限的确定。

（一）指数的合法性

一种指数的分析与评价结果能否得到社会的认可，获得人们的广泛尊重，很大程度上取决于指数本身的质量，这包括指数的指标科学性与全面性，指数的数据来源的可靠性与真实性，指数计算结果的稳定性与代表性、指数的信度与效度等。这些问题固然重要，然而，更为重要的则是指数是否受到有关权力机关的认可，这在中国尤其如此。这是因为，在当前中国社会中，公民社会与公共治理的三角稳定结构（政府、市场与企业、公民及非营利组织）尚未建立和成熟起来，一项事物的合法性与否往往取决于行政权力机关的认可或默许。虽然这种状况正在得到缓解和改善，尤其是网络的广泛应用对这一问题的冲击与消解。但是，不可否认，就目前来

说我们仍无法回避这一问题。因此，从法规、行政规章或行政性规范文件上设定中国证券投资基金保护指数的合法地位与重要意义，将对树立和强化指数的合法性地位有关键性的影响。

（二）对有关部门提供数据的义务规定

统计指数的意义就在于其浓缩数据、提炼关键信息的潜力，因此，指数的计算往往需要基于大量的数据资料，尤其依赖于拥有庞大数据信息的专业数据库，并且对数据的真实性、准确性、完整性和及时性等要求严格。所以，对于指数的运行而言，如何连续不间断地获取有关数据资料，满足指数的计算对数据信息的需要是需要重点解决的问题。此外，上文也已指出，证券投资基金保护涉及证券市场上几乎所有的利益相关主体，这既包括证券监管部门，证券交易所、证券业协会等证券自律管理机构，也涉及证券公司、上市公司和种类繁多、数量庞大的证券服务机构；它们自身的运行绩效关乎证券投资基金保护的状况，而其运行之中所产生的数据资料也是指数计算所需要的关键信息来源。因此，如何从上述部门中收集和获取有关数据资料，满足指数运行的需要，是一个基础性的问题。

信息的不间断流动性是证券市场乃至所有市场的重要特征之一，而信息的失真与不对称问题也是证券市场中的主要问题之一，并且是导致市场失灵的关键因素。所以，证券市场对信息的需求是极为惊人的，也因此，证券监管部门的一个关键职能就是有效监督相关机构准确、及时地披露信息，满足监管部门及市场上其他主体的需要。这样，证券市场上其实已经充斥着无法计量的信息，其实际存量与更新量都是惊人的，常常给人一种信息饱和甚至过量的感觉。然而，即便拥有如此巨量的信息，证券市场上仍然是一个信息匮乏乃至稀缺的地方，往往是想要的信息没有或无法获得，不想要的信息却铺天盖地。这造成证券市场上信息的缺失和结构不均衡，其原因部分是由于相关主体出于利益考虑而隐瞒信息或造假，也可能是市场本身功能定位及发展水平的问题。但不管怎样，这都说明了信息的问题在证券市场上是一个极为普遍和严重的问题。

有鉴于这样的市场状况，数据信息的获取就成了研究者需要花费大量精力和时间的一个问题。其实，市场上并非没有信息，而是有关机构拥有这些信息，但却出于某种考虑没有公布，而仅供给少数人获知。加之我国没有相关的《信息公开

法》或其他制度性规定，或者即便存在也执行不力，更加剧了这一问题的严重性。因此，需要从法律法规或相关制度上对有关部门提供数据信息的义务责任做出细致、严格的规定，确保中国证券投资者保护指数运行的数据需要。

具体的制度性规定应当包括如下内容：

1. 中国证券投资者保护指数的重要意义及对相关部门的正面影响。这样做不仅可以提高指数的法律地位或行政级别，引起有关部门的重视，同时指数本身对有关部门的正面影响也会引起该部门的重点考虑，并更可能予以配合；

2. 指数运行所需的数据类型、数量、规格、时限等。这是该部分制度规定的核心内容，需要详尽、具体、完备，以便切实规范数据报送行为，确保数据的数量和质量。同时需要指出的是，其中的绝大部分数据都是自然衍生于部门运作的实际过程中的，也就是说，数据的采集和存储并不占用有关部门额外的更多的资源，这也为有关部门的充分配合提供了可能；

3. 数据报送的要求及法律或行政责任、奖惩措施等。除了上一部分对数据报送所作的有关规定以外，还需要就数据报送的合格与否及奖惩措施作出规定。职责义务的涵义除了需要做什么以外，还有对“该做的不做或做得不合要求、不该做的做了”的规范。并且，一定的奖惩也是激励有关部门认真对待指数的数据报送工作、完成数据报送任务的有效手段。因此，可以规定有关部门的数据报送责任，无法完成或完成的不合格的将作出什么样的惩罚，或者超额或合规完成的需要给与怎样的精神和物质奖励。这些都可以更好地确保数据资料收集工作的完成。

（三）对指数发布专门机构收集数据权限的规定

在规定了证券市场有关部门数据报送的责任以后，仍需要明确指数发布专门机构的数据收集权限。指数发布专门机构是指数分析、计算所需数据资料的枢纽，负责收集、整理、汇总和分析处理所有相关数据资料，因此，需要就其收集数据的权限作出明确规定，以方便数据收集的顺利进行。

指数发布专门机构的权限包括：发布数据收集通知函、相关文件等，督促有关部门报送数据资料；前往有关部门实地调查数据、调阅和收集有关材料；要求有关部门追加、更新数据材料；拥有对所收集数据材料的充分处置权，包括分析、计算、合成等，但不含修饰、修改数据的权利；对最终计算出的指数拥有知识产权，指数

的最终评价结果不涉及相关部门的利益，也不对其负责。

（四）对外发布指数的范围和层级

证券投资者保护是一个敏感问题，而对于年轻的中国证券市场而言，中国证券投资者保护指数也将是一个不小的能够引起广泛争论的议题。并且，指数的发布本身就是一个极为严肃的问题，需要着重加以审慎考虑，以免出现不必要的负面影响。因此在中国证券投资者保护指数构造及首次计算完成以后，可以小规模公开，邀请证券业专家学者就指数的评价结果参与探讨。待到指数完善并进入良性运行时期以后，可以考虑更大范围的公布乃至完全公开。

指数的发布并不代表任何证券市场中的机构单位，也不涉及利益关联，因此，指数的对外发布层级将是学术研究型或第三部门独立评价式的。如果指数发布顺利且能够很好的持续下去，时机成熟并能够获得证券监管部门的认可，则可以将发布层级提升。

二、机构建制

为了保证指数发布的公开性、独立性、公正性，需要专门设立指数发布机构，负责指数的研究、资料收集、分析处理和发布等业务工作。该指数发布机构不宜采取另设政府机构的方式，也不宜注册为公司。最合适的形式应该是独立的非官方、非营利的第三方部门，因为这样可以最大程度地降低机构的利益冲突的可能，避免引起利益纠纷，并提高指数的公正性和独立性。

（一）性质：非官方、非营利的独立性组织

一般认为，与政府部门和企业部门相比，非营利组织更具有某种超然性的地位。非营利组织以实现其所追求的价值为使命，这不同于政府部门所追求的公共利益和企业部门所向往的利润，因而可以保证非营利组织能够作出更为公允的评判。所以，发布研究报告、披露有关信息的机构往往是非营利组织，比如独立研究机构、社会团体等。中国证券投资者保护指数的发布也可以通过成立专门的独立性组织来完成有关工作，这既可以保证指数发布工作的顺利进行，又可以满足指数发布的独立性

和公正性。

（二）能力

多指标综合评价指数的分析、计算与发布工作殊非易事，由于其很高的专业性要求和多学科综合的需要，指数发布专门机构需要吸纳各类专业人员加入，并组成跨学科研究团队，共同完成指数发布的各项工作。此外，还需要专业的运作管理人员，以协调有关各方，满足指数编制需要。如有可能，还可以邀请证券市场上的重要机构（尤其是能够提供关键数据信息的部门领导）作为指数发布的顾问委员会或评委会，以提高指数发布的层级和权威性，同时为指数所需数据的收集提供便利。

具体来说，指数发布专门机构需要掌握以下能力，其组成人员也需要具备相关素质。

1. 经济、金融、法律、公共管理等现实问题的综合分析能力

证券投资者保护是一个涉及多学科的复杂问题，它既是经济金融领域的重要理论问题，也是经济学、法学、管理学等相关学科的重要研究课题，此外，其涉及的政策、政府监管问题等也是公共管理、政治学等学科研究的议题。因此，中国证券投资者保护指数的研究需要拥有多学科知识背景和综合分析能力的专业研究人员，以保持对学术研究课题和现实经济管理问题的敏锐性，满足指数的综合分析合成方面的需要。

2. 还原现实问题的模型构建与分析能力

中国证券投资者保护指数将来自证券市场各利益相关主体的数据资料汇总合成，以指数的形式对中国证券投资者保护的真正水平作出整体评价。其间，数据资料的收集与整理固然是一个关键问题，但更为困难的问题则是指数合成技术的研究和应用。虽然目前已经具备了多指标综合评价指数的相关技术，如指标设计与筛选、权数的构造与协调、指标的转换与无量纲化、指数的合成与计算等，但如何将它们加以修正以应用到中国证券投资者保护指数的分析合成中来，还是一个需要进一步研究和攻克的问题。中国证券投资者保护本身的复杂性为此研究带来了极大的挑战，需要拥有数学、统计学、系统工程等学科背景的研究人员对该问题进行综合研究。

3. 各个利益相关主体数据的收集技术

数据的收集并非仅仅将需要的数据资料拿过来就可以的，而是需要设计和构造

专门存储数据资料的数据库，将有关数据标准化以后录入数据库，才能满足数据分析的需要。因此，数据的收集，一方面既需要能够与证券市场上的各利益相关主体保持通畅的信息沟通渠道，配合数据收集工作的完成；另一方面，则需要设计数据收集工具，以指导数据的收集工作，保证所收集的数据是可以分析、便于计算的。

4. 现实问题的分析解释能力以及绩效改进能力

前面已经说过，中国证券投资者保护指数的意义不仅仅在于对中国证券投资者保护的整体现状作出评价，更重要的是为促进中国证券投资者保护状况的改善和整体保护绩效的改进做出贡献。因此，指数既需要反映证券市场上各方主体对证券投资者保护水平的影响，又可以在指数的结构关系中体现证券投资者保护状况的各种关键影响因素的作用，通过特定方面的调整实现绩效的改进。这就需要指数发布机构对现实问题保持敏感，并能够分析和解释证券市场上的有关问题；联系证券投资者保护问题做出合理的解释，并通过政策建议等形式反映给监管部门，为中国证券投资者保护绩效的改进提供基础。

三、其他需求

除了制度保障和机构建制以外，尚需要如下方面的配合与支持。

（一）有关部门的沟通、协调

这包括中国证券监管部门及其派出机构、中国证券投资者保护基金公司、沪深证券交易所、证券业协会、各类证券服务中介机构、证券业研究机构、证券业新闻媒体等。通过与以上各部门机构的沟通与协调，确保数据报送的及时有效性，满足指数发布的各方面需要。

（二）证券投资者样本库的建立

证券投资者保护的主体是广大的中小投资者群体，他们的受保护状况究竟如何虽然可以通过其他主体的表现得以反映，但更为真实准确的体现则是证券投资者自身状况的改善。因此，建立中国证券投资者样本库，随时跟踪证券投资者群体代表的各方面状况变化，包括其投资决策、收益水平、风险状况及心理感知等，可以更

便捷、更形象地考察证券投资者保护水平的变动。

其实，不仅需要建立证券投资者样本库，而且还需要建立中国证券投资者保护指数数据库，扩充数据来源，丰富数据存储，并实现数据的不断充实和更新。这些都将成为指数的计算与发布以及后续的研究与分析工作带来极大的便利。

（三）内部和外部人员的培训

一方面，指数发布专门机构的内部人员需要专业知识与技术的培训，以使其能够胜任工作的要求；另一方面，外部的其他各部门的有关协调联络人员也需要相应的培训项目，确保其对指数发布有关事宜的充分理解，才能积极配合工作的开展。并且，如果指数发布专门机构运转良好，且指数本身已日渐成熟，则可以将综合评价指数的分析与计算、证券投资者保护等问题作为专题项目加以研究和深度应用，满足社会上其他部门和各界人士的需要，开拓新的业务。

（四）指标的评估和完善

作为新兴市场的典型代表，中国证券市场正处于转轨和过渡时期，各种制度、机构等尚未稳定和成熟，不可避免会有更多动荡与变革。而作为反映其运作的重要方面之一的中国证券投资者保护指数，也需要随之加以调整和完善，否则无法真实体现评价对象的变化。因此，需要在指数构成定型化的基础上，不断跟踪证券市场变动情况，对指数的数据来源、处理与分析技术及指数合成方法等进行更新和完善。

本章主要参考文献

- [1] 罗培新等. 证券违法违规惩戒实效与制度成本研究. 上证联合研究计划第十五期, 2005,
- [2] <http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/research/plan/plan20061024h.pdf>
- [3] 沈春耀等. 证券违法行为处罚制度研究. 上证联合研究计划第五期, 2002-11, <http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/research/plan/plan20021201i.pdf>
- [4] 中国投资者（个人/机构）行为分析. 上证联合研究计划第十期, 2004-3 <http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/research/plan/plan20040201m.pdf>
- [5] 李心丹, 左红. 上市公司投资者关系管理评价指标体系研究. 上证联合研究计划第十一期, 2004-7 <http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/research/plan/plan20040716j.pdf>

第八章 中国投资者保护指数的预期影响

中国证券市场牵动着万千投资者的关注，有关市场的任何指数的公布，都将会引起很强的波动和反应。而为反映投资者保护状况所设计和推出的专门指数——投资者保护指数，则将直接反映证券监管部门对投资者的关怀和实际工作的执行情况，具有特殊的重要性。本章尝试从政治、经济和社会三个方面分析中国投资者保护指数发布后可能带来的诸多影响。

一、政治影响

（一）“群众利益无小事”在证券市场中的体现

从理论角度分析，任何一种权利，若不能得到有效保护，则就失去了存在的意义。胡锦涛同志在“七一”讲话中指出，坚持立党为公、执政为民，不能停留在口号和一般要求上，必须围绕人民群众最现实、最关心、最直接的利益来落实，并特别提出“群众利益无小事”的论断。中小投资者是中国证券市场的“群众”。投资者希望通过灵活运用手中的资本，参与到市场经济活动中，以获取经济利益为需求。实现好、满足好、维护好广大投资者的利益，既是证券监管部门贯彻落实“科学发展观”的必然要求，也是证券监管部门全部工作的出发点和落脚点。作为中国证券市场的最高监管部门，中国证监会一直强调要把保护投资者利益作为自己工作的“重中之重”，通过构建投资者权益保护指数，在一定程度上能够促进对投资者权益的直接保护，这些利益并非投资者的私益，而是整个国家和社会的公益。

在证券市场中活跃多年的投资者队伍，一直为繁荣金融市场、推进金融创新、优化资本结构、支持国企改革和国家建设贡献着自己的力量。然而，由于我国证券市场呈现的散户主导性特征与国外成熟的证券市场机构占主导的态势有所不同，单个投资者在时间、资金、专业知识等方面均处于劣势。通过构建投资者权益保护指数，一方面可以对投资者保护行为作出明确的规定和要求，促进投资者权益保护事业的成长和成熟，另一方面，也可以对投资者提供有关投资者权益保护的反馈信息，以更为及时、迅速的帮助投资者解决和处理权益问题。

（二）彰显私有财产的宪法性地位

财产是生命的物质基础，一个人的财产有了保障，则他的生命也就有了保障。个人的财产有了保障，他的基本自由就有了保障。财产权是在一定范围内对公民个人物品的支配权，同时也设定了公民自由行事的边界。财产权和公民的生命权、自由权一起构成了整个人权的基础。17世纪英国哲学家哈林顿曾经指出，“所有权，即产权是一切国家的基础”。对财产权的尊重和保护能帮助民众建立创业、投资和持久热情，构成了一个国家的立国之本。《中华人民共和国宪法》第13条规定：“公民的合法的私有财产不受侵犯。国家依照法律规定保护公民的私有财产权和继承权……”学界认为，私产入宪虽然有些姗姗来迟，但毕竟使中国日趋接近于主流国家宪政的基本精神。

十六大报告提出要“确立劳动、资本、技术和管理等生产要素按贡献参与分配的原则”，又提出“海内外各类投资者在我国建设中的创业活动都应该受到鼓励。一切合法的劳动收入和合法的非劳动收入，都应该得到保护”，“完善保护私人财产的法律制度”。这些论述，直接打消了在资本市场中通过证券投资所获得的收入的合理性、合法性的疑虑。对于证券市场，因其长期担负着为国有企业改革与脱困筹集资金的功能，证券投资者的私人所有权保护力度不足，是典型的薄弱环节。为此，构建投资者权益保护指数，一方面能否落实党中央的“落实私人财产权保护”的要求，同时，也有助于证券投资者正确认识和进一步关注其自身的财产权状况，强化自我保护的意识。只有在投资者正确明确其自身的合法权益，树立诚信为本、操守为重的观念意识，并使那些不守信用和违背市场秩序的民营企业和民间投资者因受惩罚而丧失产权，才有可能使私有财产得到切实的保护。

（三）坚持推进改革开放的重要举措

《国务院关于推进资本市场改革开放与稳定发展的若干意见》中指出推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想是：以邓小平理论和“三个代表”重要思想为指导，全面落实党的十六大和十六届三中全会精神，遵循“公开、公平、公正”原则和“法制、监管、自律、规范”的方针，坚持服务于国民经济全局，实现与国民经济协调发展；坚持依法治市，保护投资者特别是社会公众投资者的合法权益；坚

持资本市场改革的市场化取向，充分发挥市场机制的作用；坚持改革的力度、发展的速度与市场可承受程度的统一，处理好改革、发展、稳定的关系；坚持用发展的办法解决前进中的问题，处理好加快资本市场发展与防范市场风险的关系；坚持循序渐进，不断提高对外开放水平。

投资者权益保护指数的提出，有助于规范投资市场。扩大直接融资、完善现代市场体系、更大程度地发挥市场在资源配置中的基础性作用为目标，建设透明高效、结构合理、机制健全、功能完善、运行安全的资本市场。要围绕这一目标，建立有利于各类企业筹集资金、满足多种投资需求和富有效率的资本市场体系；完善以市场为主导的产品创新机制，形成价格发现和风险管理并举、股票融资与债券融资相协调的资本市场产品结构；培育诚实守信、运作规范、治理机制健全的上市公司和市场中介群体，强化市场主体约束和优胜劣汰机制；健全职责定位明确、风险控制有效、协调配合到位的市场监管体制，切实保护投资者合法权益。

二、经济影响

（一）限制证券市场相关利益主体的侵权行为

在党的文献中，十六大报告中首次提出要正确处理“虚拟经济和实体经济的关系”，这一理论创新的意义，在于首先是承认在我国社会主义市场经济构成中的虚拟经济的客观存在，同时要求我们应当正确处理两者的关系由于指数具有突出的指示和引导作用，能够在特定的条件下反映有关利益主体的行为变化情况，并且在一定范围内广为公布。证券投资者保护指数，一方面直接反映了政府对投资者权益保护的投入水平，同时也能反映出以往造成投资者权益受到损害的有关主体的抑制/改善情况。

例如，上市公司虚假信息披露；上市公司与其大股东之间进行的、损害自身利益的关联交易；上市公司大股东与二级市场庄家联手操纵股价；上市公司控制人利用知情权进行内幕交易；大股东直接侵占上市公司资金、资产；证券公司挪用客户保证金等行为，其背后都涉及不同的利益相关者，通过利用与投资者的关系，侵害投资者的权益，获得自身利益的扩大。由于证券投资者保护指数直接从监管环节入手，考虑到了可能不法行为信息的收集，在无形中构成了对有关主体的压力，能使

得其行为在公开透明程度进一步加强的前提下，有所约束和收敛。因此，可以得出一个侧面的结论，即在一定程度上，指数也反映了《证券法》的落实和完善情况。

（二）对宏观经济管理的系统影响

证券市场是宏观经济管理体系的重要组成部分，且在当今虚拟金融的时代，对整体的宏观经济管理具有高度的关联性。主要表现在证券市场的融资功能可能给宏观经济带来各种影响方面。宏观经济既需要证券市场健康发展。从证券市场的持续健康发展的动力看，有赖于两个重要因素，一是有赖于宏观经济走势的健康和上市公司完善的治理结构。二是有赖于证券市场交易规则的科学设计和严格的监管。

应辩证看待证券市场与宏观经济二者之间的关系：证券市场可以促进宏观经济，也可以干扰宏观经济，如果证券市场泡沫过多就会将过多的资金引入证券市场，从而冲击实体经济。而如果证券市场过于疲软，就会出现融资困难，同样影响实体经济。宏观调控主要应针对实体经济的运行情况，而不应把证券市场作为调控对象。因为，从理论上说证券市场的走势是由宏观经济的走势决定的，但这是就长期来说的，从短期看，证券市场常常与宏观经济背道而驰，如果针对证券市场的波动制定宏观经济政策，往往会有碍于经济的健康发展。但同时，宏观调控又必须适当考虑证券市场的状况，防止证券市场的过热或过冷。通过证券投资者权益保护绩效指数的公布，既可以为宏观经济管理提供更为充足的信息，同时，也能从反方向为金融市场自身更好的服务与宏观经济服务。

（三）对亚洲发展中国家的示范和带动

中国证监会主席尚福林在 2003 年指出，中国的资本市场，无论从其自身的发展状况还是从其所处的良好社会经济环境来看，都具有广阔的发展前景和巨大的发展潜力；必须按照协调发展、全面发展和持续发展的观点全方位地认识资本市场，形成推进资本市场改革开放和稳定发展的共识；妥善地解决好当前市场中存在的问题，更好地保护投资者的利益，使市场更具吸引力，是当前推进资本市场改革开放和稳定发展的重要任务。投资者权益保护指数的提出为证券市场的利益相关者提供了相应的行为规范，加强了证券市场的监管、纠纷协调和教育的力度，有助于规范证券市场，使其走上健康发展的道路。

中国的经济发展在亚洲发展中国家中处于领先地位，一直起着示范和带头的作用。中国证券市场作为中国经济发展中的重要组成部分，其发展也备受关注。中国证券市场的稳定发展是亚洲其他发展中国家的重要典范，它的一举一动多可能成为其他国家的重要借鉴。中国证券投资者保护指数反映了投资者受保护的状况，投资者权益保护的好坏从侧面反映了该国证券市场的健康发展状况。因此，其他国家应该根据证券投资者保护指数来判断如何借鉴中国的证券市场监管体系。

三、社会影响

（一）增强投资者的信心

2006年，在经济强劲增长、股改基本完成的背景下，股市全面复苏迅速发展，股指和股票市值均创历史新高，证券法制也日臻完善，投资者保护工作向纵深推进并迈上新台阶，通过推出投资者权益保护指数，能够反映出国家和政府对投资者权益保护事业的重视和取得的进步，也能指出今后的改进方向。

由于投资者权益的保护还具有规范提高上市公司质量的作用，因此，指数不仅直接提供给投资者有关权益保护行为的信息，还提供了对外部机构的行为改进压力。例如，在2006年，市场基础建设方面，股权分置改革基本完成、多层次市场正式起步、机构投资者持续壮大、市场产品不断创新。依法促进上市公司全面提升质量取得成效，从刑法修正案严惩公司证券犯罪、会计准则体系与注册会计师审计准则体系相继确立、多部配套法规陆续出台、上市公司掀起清欠风暴、保荐工作深入开展等方面取得了进展。这些方面的努力若能通过投资者权益保护指数的变化的以充分反映，则能从整体上促进投资者的信心，使投资者感受到自身权益的真实变化，并积极参与其中。正如周小川同志指出：保护投资者权益，树立投资者信心关系重大。

（二）进一步建设稳定繁荣的证券市场

在证券市场上任何空洞虚伪的承诺都是站不住脚的，投资者关心的是政府怎样能够还利于民，怎样能够建立一个繁荣、健康、发展的证券市场。2006年9月，国务院推出了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，其中的9条意见都不同程度地体现了对投资者合法权益的保护。在中国资本市场发展的进程中，社

会公众投资者是最大的支持力量,为中国资本市场取得的巨大成就作出了重要贡献。但是,在股权分置等制度缺陷下,社会公众投资者即事实上的中小投资者,其利益往往最容易受到侵害,在目前的制度环境下,社会公众投资者也缺乏足够的自我保护的手段和工具。但是,如果持续地侵害社会公众投资者的利益,就可能打击公众投资者的信心,导致公众投资者的离场,进而使得资本市场功能萎缩。实际上,这正是近年来中国资本市场持续低迷的重要原因。因此,要促进中国资本市场的改革开放和稳定发展,就必须特别强调保护社会公众投资者的合法权益;在下一阶段着手解决资本市场的一系列重大制度缺陷和问题时,也必须强调以保护社会公众投资者的利益为前提。

这一分析表明从保护投资者权益入手,通过构建投资者权益保护指数,能够找到稳定金融市场的最重要的途径,借助这一途径提供稳定和进一步发展证券市场的动力。在一定程度上,指数通过反映投资者权益的保护状况,既是投资者权益保护情况的稳定器,也是反映证券市场的稳定状况的指示器。

（三）维护国家金融安全

金融安全问题的表现形式多种多样,有的表现为局部性风险,有的表现为全局性风险。一般来说,金融风险表现为:货币危机、银行危机、债务危机、经济危机甚至社会危机。金融安全问题的发生往往是由国内经济基础和政策失误所导致,而金融开放是成为金融危机的催化剂,并加速金融危机的形成。一般来说,产生金融安全问题的原因可能来自实体经济、企业逃废债、内控缺位、市场失灵、监管不力、法治不严,国际游资冲击等。外资的大量流入虽然可以部分缓解国内资金短缺问题,但也容易引发频繁的金融危机,因此这提醒我们需要增强对金融风险的警惕性。

目前我国金融安全面临的主要问题在于:风险隐患较为严重,微观经济基础薄弱,金融机构内控不力,金融资产质量较差,金融机构资产抵债的能力较差。这些安全隐患潜藏于国民经济健康发展的背后,不易为人们所发现和觉察。因此,研究和建立运行可靠的金融风险预警指标,实时监控金融系统的运行状况,可以在事前起到预警和防范的功能,减少和避免金融危机的发生。通过对证券投资者保护状况的评估以及指数的发布,可以让人们看到当前证券市场的问题所在;尤其是由于投资者状况的重要指示作用,可以作为金融风险预警指标之一,起到防范风险和稳定

市场的作用。

本章主要参考文献

- [1] 为何要强调保护公众投资者合法权益——解读国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》 <http://www.pbcti.cn/main/show.php?id=8440>
- [2] 2005 年证券市场投资者权益保护年度报告
<http://news1.jrj.com.cn/news/2006-01-09/000001401897.html>
- [3] 2006 年证券市场投资者权益保护年度报告
<http://news1.jrj.com.cn/news/2006-01-09/000001401897.html>
- [4] 周小川:保护投资者权益、树立投资者信心关系重大
<http://www.china.org.cn/chinese/FI-c/164663.htm>
- [5] 杨帆.保护中小投资者利益重在哪里。国际融资 2004/06
- [6] 容君.保护投资者利益是重中之重——访美国证券交易所董事长兼首席执行官、全美证券交易商协会副主席萨尔维托·索丹诺 银行家 2001/01
- [7] 周小川强调:保护投资者利益是重中之重 金融信息参考 2000/06
- [8] 尚福林: 增强股市吸引力是当前重要任务, 2003
- [9] 赵智, 中国国际资本流入的金融安全分析, 社会科学家, 2006 年 5 月第 3 期。
- [10] 中国加入WTO背景下的金融安全问题证券投资论文,
http://lunwen.cnkjj.com/lunwen/82/192/lunwen_105661.html

第九章 结论

一、研究工作总结

本研究通过分析中国证券市场上的各个利益相关主体的行为与影响，研究了中国证券投资者的投资环境和受保护状况，在此基础上提取出若干能够反映证券投资者保护程度的指标，运用多指标综合评价指数的方法与技术进行合成，初步给出了中国证券投资者保护指数的评价指标体系与指数合成方法。这一研究成果是运用统计指数有关理论与方法的实例，为今后其他领域的运用指明了方向。

在系统回顾有关证券投资者保护的研究文献的基础上，本研究较为全面地梳理了涉及证券投资者保护的方方面面的问题，发现投资者保护是一个复杂性的系统工程，是证券市场各个主体各自行为与综合作用的体现。因此，本研究认为，只有全面考察中国证券市场上影响投资者保护水平的所有主体，才能够较为完整地说明中国证券投资者的保护状况究竟如何。

结合绩效评价与管理的有关思想和方法，本研究将证券投资者保护视为中国证券监管部门、自律性管理机构和行业中介机构的基本职责，并认为证券投资者保护水平是上述组织绩效表现的一个重要方面。联系组织绩效评价中常用的逻辑模型等理论分析工具和概念框架，本研究细致剖析了证券市场上各个相关组织机构的绩效形成机理、影响因素和基本表现，借此设计了各个组织的绩效评价指标体系，为合成最终的投资者保护指数打下了基础。

本研究认为，证券投资者保护状况的好坏，主要受到证券监管部门的证券立法、监管执法、投资者教育和信息公开等三个方面行为效果的影响。因此，本研究重点分析了中国证监会、证券交易所等在这些领域的具体做法和可能影响，分模块考察了它们的绩效形成机理，探究中国证券投资者保护水平不高的真正原因和根源提供了可能。

中国证券投资者保护指数的建立为人们评价中国证券市场发展水平提供了一种选择，在理论界和实践界都将具有重要的意义和价值。指数的运行和发布将会为证券投资者提供投资依据，为证券监管部门改进证券市场运行状况提供决策参考，同时也为理论界研究证券市场和投资者保护提供了理立论依据和佐证材料。

二、本研究的若干成果及价值

评价问题是一个带有普遍性的问题。物理学中的测量与评价，主要是单项指标，如长度、高度、温度等，反映事物某一个方面的水平和状况。而社会科学中的测量与评价则没有这么简单，仅靠单个指标往往难以反映事物的全部状况和基本特性，常常需要从多个方面综合考虑某一事物的属性和面貌，这是由社会经济事物的多面性和复杂多变性所决定的。也因此，评价活动正日益从单项评价过渡到综合评价，多指标综合评价方法大有统率整个评价领域的趋势。^①

中国证券投资者保护问题本身就是一个十分复杂和困难的实践问题，如何评价证券投资者保护的好坏优劣也是一个极为棘手的理论问题。统计指数，特别是多指标综合评价指数为该问题的解决提供了契机。以指数的形式，整合所有反映投资者保护水平的指标，通过一定的指标转化和指数合成，最终给出中国证券投资者保护水平的确切数值，也即综合指数，从而取代了模糊判断和靠感觉评判的传统方法，也扩大了多指标综合评价方法的运用领域。

研究中，我们发现目前国内外尚没有针对一国（或地区）证券投资者保护状况的评估研究，仅有部分学术研究对投资者保护指数进行了探讨。因而，中国证券投资者保护指数的构建，一定程度上填补了国内该领域的研究空白，为科学评价中国证券投资者保护水平提供了理论上的支持。在未来，指数的完善、计算和发布也将有助于证券监管部门认识证券投资者保护中的问题和不足，为改进证券投资者保护状况提供依据。

三、存在的问题及未来研究方向

本研究仅仅给出了评价中国证券投资者保护水平的指标体系和指数合成方法，关于指标模块的探讨有待于研究的进一步验证，且尚未收集经验数据实证测量和评估中国证券投资者保护的真正水平。因此，指标的数据获取和指数的计算合成等都是亟待解决的实际问题。并且，尚未经过实践检验和专家研讨的指标体系和指数仍是“纸上谈兵”，究竟是否可操作和可行，还是一个未知数，都还需要进一步的深入研究和反复推敲检验。在研究的过程中，囿于专业知识的不足和文献材料的有限，

^① 苏为华. 多指标综合评价理论与方法问题研究. 厦门: 厦门大学计划统计系博士学位论文, 2000; 邱东. 多指标综合评价方法的系统分析. 北京: 中国统计出版社, 1991.

对国外证券投资者保护评价的实践和研究状况了解不多，未能结合国际经验进行分析和比较，一定程度上增加了研究的难度。

在未来的研究中，一方面要不断调整和创新指标体系，改进和完善指标的合成方法，使指数日臻完善；另一方面则要联合有关部门收集和整理指数评价所需要的数据材料，运用真实的数据真正推出中国证券投资者保护指数的结果，并在适当的时机予以发布。

本章主要参考文献

- [1] 新浪财经网 . 中国发展指数首次公布 . 2007-02-26.
<http://finance.sina.com.cn/focus/zgfz2007/index.shtml>.
- [2] 袁卫、彭非等 . (人大)中国发展指数(RCDI)编制研究报告 . 新浪财经网, 2007-02-26.<http://image2.sina.com.cn/cj/pc/2007-03-01/32/U453P31T32D31347F651DT20070301170058.ppt>
- [3] 苏为华. 多指标综合评价理论与方法问题研究. 厦门: 厦门大学计划统计系博士学位论文, 2000.
- [4] 邱东. 多指标综合评价方法的系统分析. 北京: 中国统计出版社, 1991.
- [5] 刘树梅, 何锦义. 综合评价活动的发展、问题、建议. 统计研究, 2002,(12)

附录：调查问卷

中国证券投资者保护指数研究

调查问卷

尊敬的 xxx 女士/先生：

您好！

我们是西安交通大学绩效管理研究中心的研究人员，目前正在从事“中国证券投资者保护指数”项目研究工作。本研究的基本设想是采用多指标综合评价方法，从证券市场各利益相关者的行为及其绩效的角度出发，构建中国证券投资者保护指数，用于对中国证券投资者保护的整体状况进行评估和比较。该指数的构建、实测与发布将能全面反映中国证券市场发展与投资者保护事业的推进状况，对于各界人士认识中国证券市场、促进相关研究、提升中国证券投资者保护水平等都将起到应有的作用。

为了能够准确把握世界其他国家在证券投资者保护的测量与评价方面的实践进展和研究状况，学习和借鉴其他国家的有关做法和经验，我们设计了这套问卷。请您如实填写您所掌握的信息，并尽可能提供相关资料或链接。作为回馈，我们将及时把研究发现告知您。

西安交通大学绩效管理研究中心

2007年7月

1. 您认为证券投资者保护应该包括以下哪些内容（可多选）？

证券立法； 证券执法； 证券投资者教育； 其他_____

2. 您是否听说过“投资者保护指数”（Investor Protection Index, SIPI）？

是 否

2.1 如听说过，具体是哪个国家（地区）或机构发布的？您能否提供相关资料或网页链接？

2.2 如未听说过，您认为其原因在哪里？是否有必要设立该指数？

3. 您是否听说过“证券投资者保护指数”（Securities Investor Protection Index, SIPI）？

是 否

3.1 如听说过，具体是哪个国家（地区）或机构发布的？您能否提供相关资料或网页链接？

3.2 如未听说过，您认为其原因在哪里？是否有必要设立该指数？

4. 您是否了解针对某国或某地区证券投资者保护水平进行评价的研究？

是 否

如有了解，您能否提供相关资料或网页链接？

5. 您认为中国设立“证券投资者保护指数”的时机是否成熟？

是 否

6. 您认为设立“中国证券投资者保护指数”应注意的问题有哪些？

感谢您的支持！

Securities Investor Protection Performance Index (SIPPI) in mainland China

Dear Colleagues,

Last November, I was invited to be the principal investigator of a research project titled “Securities Investor Protection Performance Index” (SIPPI) in mainland China, which is funded by China Securities Investor Protection Fund Corporation Limited (CSIPFCL).

This research is aimed to design the SIPPI, by methodology of multi-indicator composite evaluation and from the behaviors of 9 stakeholders around the securities market system, (e.g., China Securities Regulatory Commission, Securities Exchange, and so on.) to measure the performance of China securities investor protection comprehensively. The design, measurement, and issuing of CSIPPI will reflect completely the advance of China securities market and improvement of China securities investor protection, which is possible for people from all circles to understand China securities market and to facilitate relevant researches and practice.

To learn internationally the state of art, could any colleagues fill in the following

questions to enlighten us on the practice and research of measurements of securities investor protection performance in different countries and regions. Please provide us with the information you have known, and offer relevant web links if possible. As return, we'll send the findings to you timely.

1. What do you think Securities Investor Protection (SIP) should consist of?
2. In your opinion, what aspects need to be consisted to reflect the status of securities investor protection sufficiently?

Securities lawmaking; Securities law-implementing; Securities investor education; Others, filling in the blank

3. Have you ever heard of "Investor Protection Index" (IPI)?

Yes. No.

3.1 If you have heard, could you tell us which countries or regions or international organizations issued, and may you offer relevant information or web links (We have found World Bank Report on Governing had the indicators of Investor Protection Index)?

3.2 If you haven't heard, what do you think the reason is? Do you think it is necessary to issue IPI?

4. Have you ever heard of "Securities Investor Protection Index" (SIPI)?

Yes. No.

4.1 If you have heard, could you tell us which countries or regions or international organizations issued, and may you offer relevant information or web links?

4.2 If you haven't heard, what do you think the reason is? Do you think it is necessary to issue IPI?

5. Do you know any research on measurement of securities investor protection in some countries or regions?

Yes. No.

If knowing, could you offer relevant information or web links?

6. Do you think it's time to issue "Securities Investor Protection Index" (SIPI) of China ?

Yes. No.

7. The last question: What problems do you think is in central to designing "Securities Investor Protection Index" (SIPI) of China? Could you introduce some scholars, who might help us?

Thank you for your response in advance!