

摘 要

投资者保护制度是现代资本市场健康发展的基石。在经济全球化和金融一体化的大背景下，完善的投资者保护制度对于促进我国资本市场稳定繁荣，更好地发挥资本市场在金融体系和国民经济中的重要作用，从而促进经济持续稳定增长具有重要意义。

近年来，国际金融监管发展出现了一些新的趋势，其中比较重要的就是在监管方面更加强调激励相容，更加注重分析监管的成本收益，更加注重在监管中促进金融创新，从这三个方面来看，投资者保护制度以及投资者保护基金作用还有很大的发挥空间，我们应该从更高的立意和更广的视野来看待投资者保护制度的发展。

投资者保护基金公司的设立是资本市场发展历史上一个里程碑式的事件，是我国建立现代化的、符合国际惯例的资本市场重要探索，它标志着国内证券投资者保护制度的正式建立，并将对促进我国资本市场的健康发展产生深远的影响。

本文持以下基本观点：

第一，投资者保护体系是一个包括从事前预防和事中控制和事后处理三个方面的有机整体。一般而言，事前防范包括相关立法和制度建立、社会风险意识的培育、技术性防范体系的建立和完善。即投资者保护制度的制度、法律环境提高，监管体系的构筑和完善，软件硬件基础设施的建立；事中控制包括信息披露制度的完善、公司治理与内控、现场和非现场监管检查质量的提高等；事后处理包括投资者补偿机制、投资者保护基金的筹集和运作形式。只有把事前、事中、事后的保护措施有效结合起来，才能充分发挥投资者保护体系的作用。目前，我国的投资者保护基金公司的作用主要局限在事后补偿，与事前预防和事中防范的关系还不够密切。在投资者保护基金制度与投资者保护的事前、事中保护制度之间建立更加密切的联系，从而更好地保护投资者利益，促进资本市场健康发展，是投资者保护制度发展的一项重要任务。

第二，发展有中国特色的投资者保护体系应该把完善上市公司法人治理结构、加强证券市场监管和加大证券交易全过程风险管理以及完善投资者补偿机制作为重点。其中完善上市公司治理结构，建立上市公司维护和实现股东利益的自

我约束机制是投资者保护体系的基础，加强证券市场监管，防范、发现、处罚各种侵害投资者利益的行为是投资者利益的有效保障；加强证券交易全过程风险管理，用各种技术手段和制度设计防范不正当、不规范交易给投资者利益带来的潜在损失贯穿与投资者保护体系的一条主线；完善投资者补偿体系，优化投资者参与资本市场的激励约束机制是投资保护体系的最后屏障。

第三，正确看待投资者保护基金公司的定位和作用。投资者保护基金公司应该在投资者保护体系中发挥更加重要的作用。其一，投资者保护基金公司不应该仅仅是一个承载事后补偿机制的主体，而应该是一个把事前防范、事中控制和事后补偿有机结合的整体。其二，投资者保护基金公司应该成为完善投资者保护体系的统筹谋划者。通过加强投资者保护制度的理论研究，政策协调，逐步建立和完善有中国特色的投资者保护体系。第三，投资者保护基金公司应该与中国证券市场完善上市公司法人治理结构、加强现有的功能监管体系建设以及加强证券市场全过程风险管理的要求相适应。特别是应该在上市公司法人治理结构评价体系建设、加强政府监管与市场自律的协调、证券市场中介机构风险等级评价等方面有所作为，将完善投资者保护体系几方面的力量更好的统筹协调起来。

第四，加强投资者保护制度的相关立法。用法律手段规范投资者保护制度是资本市场发育程度比较高的国家和地区的通行做法。现阶段，加强投资者保护制度的相关立法有利于提高投资者保护体系的稳定性和持续性，增强投资者对我国资本市场的信心，从而促进我国资本市场可持续发展。

关键词：投资者保护，全球化，金融风险，公司治理 金融监管

ABSTRACT

The institution of investor protection is increasingly important as our market regulatory mechanism has been developed. Under such circumstances, There is much likelihood that investor can be faced with some market participants' malicious conducts as fraud and embezzlement, and suffer substantial losses as result. Constructing institution of investor protection is both demand and result of development of capital market.

From processing of investor protection, the system of protection will be surely lawmaking. However, the adequacy and completeness of investor protection depend not only on statutory enhancement, but also on regulator's effective administration and self-regulation of market participants and enterprises.

The prospective efforts possibly we can make comprise: constructing competent authority's management goals and strategies, intensifying market regulators' independence and function, establishing complete and integrated enforcement system, enhancing corporation governance, requiring independent directors, cultivating legal and regulation compliance, promoting credit rating, and building up sound market self-regulatory system. It will be realized only with these aspects being evenly and steadily developed, can a thorough investor protection be accomplished.

Under background of globalization, we keep on working for the growth of capital market, and must notice that only a market where investors are effectively protected, can the securities market facilitates the country's economy development. It is our responsibility and top priority to pursue a better investor protection.

Key Words: Globalization, Investor Protection, Corporation Governance, Financial Risk, Regulation

目 录

| | |
|----------------------------------|-----------|
| 导 言..... | 1 |
| 0.1 背景和相关文献综述..... | 1 |
| 0.1.1 研究背景..... | 1 |
| 0.1.2 相关理论和文献综述..... | 4 |
| 0.2 研究主题和内容..... | 5 |
| 0.2.1 投资者保护制度的完善和资本市场的发展..... | 6 |
| 0.2.2 上市公司治理与投资者保护..... | 8 |
| 0.2.3 行政监管与投资者保护..... | 10 |
| 0.2.4 证券公司风险控制和投资者保护..... | 12 |
| 0.2.5 证券投资补偿制度国际比较与经验借鉴..... | 14 |
| 0.2.6 证券投资者保护法律制度的建立及完善..... | 17 |
| 0.2.7 金融全面开放下的投资者保护制度的挑战与应对..... | 18 |
| 0.3 总结..... | 20 |
| 第一章 投资者保护制度完善与资本市场发展..... | 22 |
| 1.1 我国投资者保护制度与资本市场发展关系的历史沿革..... | 22 |
| 1.2 我国投资者保护制度现状..... | 24 |
| 1.2.1 法律体系的建设和完善现状..... | 24 |
| 1.2.2 制度和政策安排现状..... | 25 |
| 1.2.3 证券公司内部风险管理现状..... | 27 |
| 1.3 投资者保护制度与资本市场发展关系的国际借鉴..... | 29 |
| 1.4 完善投资者保护制度，促进资本市场健康发展..... | 32 |
| 第二章 上市公司治理与投资者保护..... | 34 |
| 2.1 上市公司治理结构、公司价值与投资者保护..... | 34 |
| 2.1.1 公司治理结构与公司价值..... | 35 |
| 2.1.2 公司治理结构的扭曲和低效与投资者保护..... | 36 |
| 2.2 我国上市公司治理现状、问题及其对投资者保护影响..... | 38 |
| 2.2.1 公司治理中的问题及其表现形式..... | 39 |
| 2.2.2 公司治理结构的不完善对投资者保护的影响..... | 42 |
| 2.3 公司治理国际发展趋势..... | 45 |
| 2.4 完善公司治理结构，加强证券投资者保护..... | 50 |
| 第三章 证券市场监管与投资者保护..... | 54 |

| | |
|---|------------|
| 3.1 监管的一般理论及证券市场监管 | 54 |
| 3.1.1 有关监管的主要理论 | 54 |
| 3.1.2 证券市场特性及证券市场监管 | 56 |
| 3.1.3 证券市场的典型监管模式 | 57 |
| 3.1.4 国际金融监管趋势及其借鉴 | 58 |
| 3.2 证券市场监管与投资者保护的相互关系 | 59 |
| 3.3 我国证券市场监管现状及存在问题 | 62 |
| 3.4 加强和改善证券监管, 更好地保护投资者利益 | 66 |
| 第四章 证券投资风险控制及投资者保护 | 68 |
| 4.1 证券交易与结算中风险控制及投资者保护 | 68 |
| 4.1.1 证券交易与结算中投资者保护法律依据 | 68 |
| 4.1.2 证券交易风险控制中投资者保护组织和结构安排 | 69 |
| 4.2 证券公司主要业务和风险类型及风险控制 | 71 |
| 4.2.1 证券公司主要业务及其风险类型 | 72 |
| 4.2.2 风险管理职能及风险控制 | 76 |
| 4.2.3 证券业务中风险管理和控制 | 79 |
| 4.3 证券公司风险管理体系的制度安排及完善 | 82 |
| 第五章 证券投资者补偿制度国际比较及借鉴 | 85 |
| 5.1 证券投资者补偿制度的起源及发展 | 85 |
| 5.2 政策实践与制度安排国际比较和经验 | 88 |
| 5.2.1 法律基础和组织模式的国际比较与经验 | 88 |
| 5.2.2 赔偿基金的筹资原则和筹资方式的比较与经验 | 92 |
| 5.2.3 赔偿机制的国际比较与经验 | 95 |
| 5.3 我国证券投资者补偿制度的现状及发展趋势 | 98 |
| 5.4 政策涵义及其启示 | 101 |
| 第六章 投资者保护法律体系的建立和完善 | 104 |
| 6.1 世界各国投资者补偿立法情况 | 104 |
| 6.2 有关投资者保护的法律法规及其完善 | 106 |
| 6.2.1 《公司法》、《证券法》修订及其对投资者保护的影响 | 106 |
| 6.2.2 诉讼制度在投资者保护方面的不足 | 109 |
| 6.3 政策建议 | 112 |
| 第七章 外资金金融机构入市对投资者保护制度挑战与应对 | 114 |
| 7.1 经济全球化及外资证券公司入市对中国资本市场格局的影响 | 114 |
| 7.2 外资金金融机构入市对金融监管的挑战 | 117 |

| | |
|----------------------------|-----|
| 7.3 证券投资者保护制度的国际交流合作 | 121 |
| 结束语 | 125 |
| 主要参考文献 | 127 |

导 言

0.1 背景和相关文献综述

0.1.1 研究背景

证券投资者保护制度是资本市场健康发展的基石。国际经验和我国资本市场发展的实践证明,投资者的认可和积极参与是资本市场发展的根本动力,只有对投资者的利益提供合理有效的保护,才能增强投资者对资本市场发展的信心。

中国的投资者保护制度一直处于不断探索和发展之中。《证券法》、《公司法》以及许多行政法规和部门规章都从不同角度对证券投资者保护加以规范。但是受多种原因限制,我国的证券投资者保护制度并不十分完善,投资者利益被侵害的事件时有发生,对资本市场发展产生了诸多负面影响。保护基金制度的创立,是我国建立现代化的、符合国际惯例的资本市场重要探索,它标志着国内证券投资者保护制度的正式建立,对于我国资本市场的健康发展具有重要意义。2005—2006年,资本市场发生了三件具有深远影响的事件。一是资本市场股权分置改革,二是《证券法》和《公司法》的修订,三是投资者保护基金公司的设立,这三项举措改善了资本市场发展环境,减少了流通股和非流通股股东的利益冲突,增强了投资者的信心,从而为资本市场长期可持续发展奠定了坚实基础。

我们必须认识到,虽然投资者保护基金公司的设立是资本市场发展历史上一个里程碑式的事件,但我国的证券投资者保护制度以及投资者保护基金公司的作用还有诸多可以继续完善的方面。我国投资者保护基金公司的设立在一定程度上是为了应对资本市场长期低迷情况下券商的清理工作和中小投资者补偿工作,因此在职能设计上主要是在证券公司被撤销、关闭和破产或被证监会实施行政接管、托管经营等强制性监管措施时,按照国家有关政策规定对投资者正当权益予以收购,以此来保护投资人的合法权益,但是,从我国的实际情况和国际上金融监管的发展趋势来看,投资者保护基金应该在促进资本市场健康发展方面发挥更大的作用。

近年来,国际金融监管发展出现了一些新的趋势,其中比较重要的就是在监

管方面更加强调激励相容，更加注重分析监管的成本收益，更加注重在监管中促进金融创新，这些新趋势对证券投资者保护制度的发展提出了新的要求。强调激励相容，就是说金融监管不能仅仅从监管的目标来设置监管措施，而应当参照金融机构的经营目标，将金融机构的内部管理和市场约束纳入监管范畴，引导这两种力量来支持监管目标的实现。注重监管的成本和收益，是因为监管资源也是经济资源，在市场经济条件下存在监管资源优化配置问题，对不同经济波动阶段、不同金融市场发展阶段的金融监管来说，监管的重点应该有所不同，应该根据相应的情况对金融监管资源的配置进行调整。金融监管促进金融创新，就是要保持清晰、透明、公开的金融创新监管规则和程序，减少金融创新中的人为干预，促进金融创新和金融需求的良性互动。

国际金融监管发展的这三个重要趋势都与证券投资者保护制度息息相关。从激励相容来看，通过将投资者保护基金的资金筹集与资本市场中介机构的经营行为以及监管部门的监管目标联系起来，可以做到用市场手段约束金融中介机构，提高中介机构遵循监管规则的主动性和积极性。从监管的成本收益来看，通过把行政监管与投资者补偿紧密结合，把投资者补偿与中介机构风险状况紧密结合，把对投资者的事前、事中、事后保护结合起来，可以有效地降低监管成本，提升监管效率。从鼓励金融创新来看，创新就意味着风险，如果没有完善的投资者保护制度，从监管者、投资者到金融中介机构都对在创新方面比较保守，因此投资者保护制度可以成为促进金融创新的有力保障。从这三个方面来看，投资者保护制度以及投资者保护基金作用还有很大的发挥空间，我们应该从更高的立意和更广的视野来看待投资者保护制度的发展。

在经济全球化、金融一体化和我国经济持续快速发展的大格局下，我国的证券投资者保护制度发展还面临着许多挑战。

一是经济全球化的挑战。经济全球化的迅速发展使不同国家和地区的经济逐步走向融合，信息技术的发展使全球资本市场日益成为一个有机整体。但与此同时，不同国家资本市场的相互竞争也日趋激烈，一个国家对投资者保护的相关规定正在成为影响其资本市场全球竞争力的关键因素。一方面，如果对证券投资者保护力度不足，信息欺诈、市场操纵盛行，上市公司质量低劣，对投资者资金保护不力，投资者就会逐渐丧失对该国资本市场发展的信心，该国资本市场发展必将陷入“低水平均衡”的陷阱。另一方面，如果对证券投资者保护过度，就有可

能给上市公司增加许多额外的成本，降低该国资本市场对上市公司的吸引力。例如，在安然公司重大欺诈案件和美国通过《萨班斯—奥克斯利法案》后，一些在美国上市的本土企业和外国公司纷纷表示，他们宁愿让股票下市，也不想按法案要求提交各种报告。许多有潜质的公司也把 IPO 的目的地转向其它市场。因此，在完善我国投资者保护制度时，必须兼顾保护投资者不受非法行为侵害以及降低上市公司运营成本的需要。

二是金融一体化的挑战。当今世界，金融一体化深入推进，不同金融行业的相互融合已经成为大势所趋。《国民经济和社会发展第十一个五年规划》明确提出，要稳步推进金融综合经营试点。在金融综合经营的背景下，金融风险更加容易在不同金融部门之间传递，证券投资者保护制度必须适应金融综合经营不断发展的趋势。同时，由于不同金融行业监管政策的差异很可能引起金融机构在不同行业的监管套利，监管政策和投资者保护政策的差异也会对投资者对金融服务商的选择产生重要影响，证券投资者保护制度的发展，必须综合考虑银行、保险投资者（消费者）保护制度的情况，在为证券投资者提供合理保护的同时，增强证券行业在整个金融市场中的竞争力。

三是完善金融体系和促进经济增长的挑战。目前，我国金融体系整体上还不健全，银行间接融资比例过高，直接融资在社会融资中发挥的作用还比较有限。这种金融结构妨碍了金融创新、不利于提高金融体系效率，同时也导致了金融体系风险过度集中。由于金融结构不合理，金融在媒介储蓄和投资，配置社会资源，促进经济增长方面的作用远远没有得到充分发挥。我国经济在未来很长一段时间内将保持快速增长的势头，这对资本市场发展来讲既是一个机遇，也是一个挑战。资本市场能否随着国民经济的快速增长而快速发展？更进一步说，资本市场能否成为经济增长的重要动力？要提高资本市场支持经济增长的能力，证券投资者保护制度的建设十分重要。要通过证券投资者保护制度建设，提高上市公司质量，使上市公司专心致力于公司发展，夯实经济发展的微观基础。要通过投资者保护制度建设，促进投资者更加理性和专业地投资，提高资本市场配置资源的效率。这些都是未来投资者保护制度建设必须着手解决的问题。

同时，证券投资者保护制度还必须解决许多其它问题。例如，在外资证券公司入市对投资者保护制度有什么影响？未来几十年将是我国法律体系逐步健全的关键时期，证券投资者保护制度如何在逐步实现制度司法化方面有所作为？因

此，如果要很好地发挥投资者保护制度的作用，还有很多问题等待我们研究。

此外，从投资者保护体系来看，很好地发挥投资者保护基金的作用还有很多需要研究的问题。一个完整的投资者保护体系可以从事前预防和事中控制和事后处理三个方面来划分。一般而言，事前防范包括相关立法和制度建立、社会风险意识的培育、技术性防范体系的建立和完善。即投资者保护制度的制度、法律环境提高，监管体系的构筑和完善，软件硬件基础设施的建立；事中控制包括信息披露制度的完善、公司治理与内控、现场和非现场监管检查质量的提高等；事后处理包括投资者补偿机制、投资者保护基金的筹集和运作形式。只有把事前、事中、事后的保护措施有效结合起来，才能充分发挥投资者保护体系的作用。目前，我国的投资者保护基金公司的作用基本上局限在事后补偿，与事前预防和事中防范的关系还不够密切。如何在投资者保护基金制度与投资者保护的事前、事中保护制度之间建立更加密切的联系，从而更好地保护投资者利益，促进资本市场健康发展，是我们必须认真研究的问题。

0.1.2 相关理论和文献综述

投资者保护制度是世界各国普遍建立的保护广大投资者利益的相关政策、法律、程序和制度安排，旨在防范、规避和减少投资者利益遭受上市公司管理层、控股股东以及其他利益相关者侵害。国际证监会组织（IOSCO）也将“保护投资者”列为对证券市场三大监管目标之一。在其《证券监管的目标与原则》的文件中，明确提出了证券监管的三大目标，即：（1）保护投资者；（2）确保市场公平、有效和透明；（3）减少系统风险。投资者保护是全球资本市场发展过程中的一个十分重要的问题。大量理论与实证研究表明，一国或地区投资者保护越好，资本市场也就越发达，抵抗金融风险的能力就越强，对经济增长的促进作用也就越大。因此，在我国建立证券投资者保护制度，既是与国际证券市场接轨的客观要求，也是我国证券市场发展到现阶段的必然结果。

投资者保护制度建立的必要性源于现实经济中的信息不对称所导致的逆向选择和道德风险问题(George Akerlof,1970; Michael Spence, 1974; Joseph Stiglitz, 1975)。20世纪80年代以来，许多学者将信息不对称理论广泛应用于金融领域，研究不完全信息对金融市场的制约以及参与者的市场行为，从而为监管者实施相

应监管提供更为直观的理论依据,指明更为具体的监督目标。由于在一个不完全信息市场中存在着道德风险和逆向选择问题,处于信息劣势地位的广大投资者利益不可避免的遭受管理层和控股股东及其利益相关者的侵害,不仅降低了金融市场的效率,更为严重的会引发体系金融风险滋生。为此,建立系统和有效的投资者保护制度,完善信息披露制度,改善公司治理机制,最大限度地提高资本市场的透明度和有效性,防止造假、欺诈和内幕交易等腐败行为,构建旨在防范和减少体系性金融风险和确保市场公平、有效的投资者风险补偿机制应该成为包括我国在内的证券监管发展方向。

关于投资者保护研究,在理论上主要有两种流派,即契约论和法律论。其中契约论主要代表代表包括 Ronal Coase (1960), Easterbrook 和 Fishel (1991) 等人。契约论的基本观点认为,只要契约是完善的,执行契约的司法体系是有效的,则通过政府干预和其他民间制度,就可以达到理想的投资者保护水平。

法律论的主要代表包括 Laporta, Lopez-De-Silance, Shleifer 以及 Vishny 等人。他们认为法律在投资者保护方面至关重要,是决定投资者保护差异的最重要因素。对于契约论所提出的政府干预,集中的外部所有权,公司信誉和交叉上市等投资者保护机制,法律论认为,政府干预的前提是政府必须是有效和廉洁的,但是,政府是否有效和廉洁又部分地是由法律体系决定的外生变量。根据 (Johnson 和 Mitton, 2001) 的研究结果,1997 年的东亚金融危机中,以大陆法系为主的东亚国家政府的行为表明,政府在经济危机时更倾向抛弃投资者而保护企业家。

契约论和法律论指明了投资者保护机制的不同方面,两者是互为补充的。契约论隐含的假设前提是存在着一个高效的司法体系和规则框架,以便于契约的签订和执行。从这个意义上讲,我们关于投资者保护制度的考察和研究,就必须从经济和法律两个角度进行,在借鉴和吸收先进国家关于投资者保护的政策实践和制度安排过程中,要充分的考虑到其在中国的经济、社会 and 司法环境中的现实应用性。

0.2 研究主题和内容

着眼于全球化的大背景、立足于国内现状,借鉴和吸收国内外关于投资者保

护方面的理论和实践,我们关于全球化背景下的投资者保护制度研究在内容和结构安排上包括七个部分,即投资者保护制度完善与资本市场发展、上市公司治理与投资者保护、行政监管与投资者保护、证券公司风险控制与投资者保护、证券投资者补偿制度国际比较与经验借鉴、投资补偿法制发展及完善以及金融全面开放后的投资者保护制度的挑战和应对。

0.2.1 投资者保护制度的完善和资本市场的发展

资本市场作为现代经济和金融的核心,其在优化资源配置,促进资金有效融通中基础性地位已被实践和理论广为证实。以上海和深圳两个证券交易所相继于1990年12月和1991年7月成立为标志,中国资本市场从无到有,从小到大,历经十多年的风雨兼程,已经发展成为我国社会主义市场经济体系重要组成部分。

我们也清醒地看到,中国资本市场是在计划经济向市场经济转轨条件下发展起来的,是一个典型的新兴加转轨市场。毋庸置疑,与国外相对成熟的市场相比,中国证券市场还存在着诸如规范化程度不够、国际化程度有限、结构不完善等诸多问题和缺陷。由于建立初期改革不配套和制度设计上的局限,资本市场存在一些深层次问题和结构性矛盾,伴随着市场经济体制改革的不断深化,资本市场本身在经济中的地位不断提升,改革和发展中的矛盾和问题也日显突出,甚至已经严重挫伤了投资者的积极性和对市场的信心。建立和完善公平有效的投资者保护机制,促进资本市场健康协调发展,已势在必行。

我国证券市场上侵犯投资者利益的行为主要表现在操纵股价、包装上市、虚假出资、利润包装、内幕交易等方面,这些行为的泛滥严重地打击了投资者的积极性,妨碍了我国证券市场的健康成长。具体体现在如下的几个方面:

其一,参与者所享的信息不对称。和融资者、证券中介机构相比,投资者是相对脆弱的,尤其是广大中小投资者在获取信息和开展交易等方面,处于相对弱勢的地位。实际上,金融市场是一个信息不对称的市场,融资者和投资者占有的信息、所处的地位是不一样的。证券中介机构则由于有比较雄厚的实力,可以比一般投资者获取更多的信息,因此,在各个市场主体中,投资者处于最不利的地位。为了改善这一局面,各国监管当局在发展证券市场的时候,总是将保护投资

者利益放在第一位，其各项法律、规章、制度也都倾向于投资者一方。我国的这一情况更加严重。因为，在我国的投资者构成中，绝大部分仍然是中小投资者即所谓的“散户”，机构投资者的比重较低，这与国外机构投资者为主的证券市场相比，建立和完善投资者保护制度更加必要。

其二，操纵股价。主要是指券商或机构利用资金、信息优势对股票价格进行长时间的控制，达到获取利润的目的，投资者一般称其为“做庄”。

其三，包装上市。包装上市可以说是在发行额度控制下的一个副产品，目前包装上市案基本上都是发生在额度取消之前。一些公司为获取上市资格，一旦上市完成圈钱后，则面目全非。

其四，大股东侵权行为。上市公司的大股东由于握有绝对的控制权，如果没有相应的监督措施，大股东经常会利用这种控制权为自身谋利益而损害上市公司的利益，进而损害投资者的利益，包括大股东要求上市公司为其提供担保、大股东占用上市公司资金、虚假出资等行为。

其五，利润包装和内幕交易。利润包装也是我国证券市场一个普遍存在的现象，尽管有注册会计师的审计，但上市公司的利润包装问题仍然非常严重；内幕信息是未向市场公开但会对股价产生重大影响的信息，利用内幕信息买卖股票来获利属于内幕交易行为，为各国证券场所禁止。

事实上，资本市场上侵害投资者利益行为和现象也并非我国独有，即使在金融发展程度很高、市场发达的先进国家和地区屡见不鲜。20世纪70年代，一些国家（地区）的证券经纪商频频破产、倒闭，投资者保证金损失惨重，信心遭受重创。自此，为维持投资者信心、防止金融风险的传递和扩散，重点保护中小投资者为宗旨的投资者赔偿基金制度，开始启动。美国1970年通过《证券投资者保护法案》，并据此成立了证券投资者保护公司（SIPC）；爱尔兰和澳大利亚也在同时期制定了类似法规。另外，还有一些国家（地区）的相关制度则体现在综合性金融法案中。

随着立法不断提速，相关制度设计也日臻完善。在更为广阔的视野中，投资者赔偿基金制度的建立和完善，是世界各国保护金融市场参与者计划的重要组成部分，甚至在2001年2月，英国就将这三种性质相同的制度统一为新设立的金融服务赔偿计划（FSCS），建立了统一的金融服务赔偿体制。

中国证券投资者保护基金的成立，是我国证券投资者保护制度发展历史上的

一个里程碑，标志着我国证券投资者保护制度的正式确立。基金成立为推进我国资本市场健康有序发展，切实保护投资者利益，不仅具有迫切的现实意义，而且也为我国资本市场长期健康发展提供宝贵的经验和技术支持。站在保护投资者角度，完善法律制度、设计保护、赔付机制，保护投资者权益，加强金融监管力度，提高投资者自我保护意识，为此投资者保护基金可以把自己定位成证券投资者保护制度发展的研究者、规划者和牵头实施者，以便在经济全球化、金融一体化和我国经济持续快速发展的大格局下，为我国的证券投资者保护制度发展和完善做出积极和前瞻性的探索。

0.2.2 上市公司治理与投资者保护

从保护广大投资者利益的角度，规范和提高公司治理质量和水平实质上就是为防范和监控管理层和控股股东因信息不对称而导致的道德风险和逆向选择。公司治理结构不仅对公司价值有着直接影响，更为重要的是具有信息优势的管理层和控股股东还会对中小股东进行利益侵害。公司治理结构的合理与完善，是投资者保护制度中的重要环节。提高上市公司的诚信水平，建立规范的公司治理结构和加强上市公司内部控制是保护投资者的必然选择。

随着公司治理在公司发展中的作用日益凸现，在 20 世纪 90 年代全球兴起了公司治理原则的研究热潮。公司治理原则是介于经济理论和法律之间的、一般不具有法律强制力的务实的实施准则。各国企业的实践表明，良好的公司治理既需要国家对治理结构有强制性的法律法规，又应制定与市场环境变化相适应的、具有约束性和灵活性的公司治理原则。

可喜的是，我国上市公司治理结构改进的工作已经拉开帷幕，上交所的《上市公司治理结构指引》和南开大学的《中国上市公司治理原则》均在国内引起了较大反响。从 2001 年年初开始，中国证监会就开始着手制定《中国上市公司治理的原则与标准》，2001 年 5 月 31 日，在北京举行的“中国上市公司治理研讨会”上，《中国上市公司治理原则与标准（讨论稿）》推出。《中国上市公司治理的基本原则和标准》、《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》等有关法律法规也在紧锣密鼓地制订或相继推出。中国证监会起草制定的《中国上市公司治理准则指引》、《中国上市公司治理准则指引》等系列创新，主要包括以下一些内容：

股东对公司重大事项应具有知情权和参与决定权。制定股东大会议事规则，明确决策程序；股东大会决议应公平、透明，时间、地点的选择应有利于让尽可能多的股东参加会议；完善股东投票制度，包括代理投票、投票权征集、累积投票制；运用现代信息技术手段，扩大股东参与股东大会的比例。

公平对待所有股东，包括中小股东和外资股东。禁止公司股东和内部人员进行内幕交易；关联交易应公平，并充分披露；规范控股集团公司和上市公司之间的关系，集团公司与上市公司应实行资产、人员、机构、财务分开，由直接管理向通过股权的间接管理转变；政府部门与上市公司之间不存在隶属关系。政府作为股东，不得越过股东大会和董事会，对公司的人、财、物进行直接干预。

建立股东诉讼制度。董事、监事、经理执行公司职务时违反法律、行政法规或者公司章程的规定，给公司造成损害的，应承担赔偿责任。董事会决议违反法律、行政法规或者公司章程，致使公司遭受严重损失的，参与决议的董事对公司负赔偿责任。建立股东派生诉讼制度，如果公司怠于通过诉讼追究董事责任，股东可以代表公司提起派生诉讼，这将有利于追究有关董事的责任。

完善董事会结构，建立董事会专门委员会，如战略决策、提名、审计、薪酬与考核等专门委员会，其中审计委员会和薪酬与考核委员会中独立董事应占多数并担任负责人，审计委员会中至少有一名成员必须是会计专业人士。建立独立董事制度，建立健全董事会议事规则和决策程序。建立健全激励约束机制，并强化信息披露，增加公司透明度。

规范的公司治理机制的建立不是一朝一夕能够实现的，需要政府、监管机构、投资者和经营者的共同努力，通过逐步建立有效的公司内部制衡、激励与约束机制，培育有效的治理市场，完善有效的法律法规来完成。针对我国上市公司治理结构存在的问题，本着维护投资者利益出发，我们认为应采取的具体措施包括：

第一，尽快解决股权分置问题，改变“一股独大”的状况，实现股权结构合理化。

第二，完善董事会功能，加强上市公司内部控制。

第三，加强公司外部治理市场的培育和内部治理评价体系的完善。

第四，从保护广大投资者利益出发，从制度设计和政策安排上，鼓励和促进上市公司提高自身的财务和会计透明度，扩大自愿性信息披露的范围和内容。

0.2.3 行政监管与投资者保护

一般来说,监管分为行业内监管和行业监管。行业内监管的出发点有所不同。行业内部的监管更多地是为了保护行业,如行业准入是限制其他人进入行业,对违规者的行业内惩处是为了树立行业的形象,维护行业地位,而行业外部的监管更多的应站在公众利益的角度。因此,相对于行业内部的自律性约束和监管而言,行政监管的是否有效,直接决定着对投资者的保护力度。政府被视为保证制度约束力的实施机制的核心。美国证券法专家、美国海斯·柯利律师事务所管理合伙人史迪夫·柯利曾指出,“美国证券市场的成功在很大程度上要归功于市场信心,即这些规则将会被执行,并且不会由于政治、政策或其他原因而被抛弃或忽视”¹。

在我国的股票市场中,政府在制度实施过程中不能严格地按照制度的强制性要求来执行规则或惩罚违规主体,而是在规则执行中表现出弹性和妥协性,从而弱化了制度对市场主体行为的约束力,即制度实施中的“弱约束”。制度实施中弱约束具体表现在下述四个方面:即制裁机率偏小,制裁力度偏弱,规则执行的非连续性和规则虚置。

制裁机率是指违规行为受到制裁的概率,制裁机率的大小反映了政府制度实施行为的严格程度。政府在制度实施中对违规行为“宽容”的重要表现就是降低违规行为被制裁的机率。由于违规行为在未受到制裁时是隐蔽的行为,人们很难得到关于违规行为整体的确切数据,从而判断出受到制裁的违规行为是违规行为的全部、大部分还是冰山之一角。证明违规行为的频率是困难的,依靠传闻或推测是欠缺说服力的。但是仍然有一些符合逻辑的数据可以作为间接证据证明违规行为的频率,使我们有合理的理由相信存在数量可观的违规行为。

对股市违规行为的制裁方式可分为刑事制裁、民事赔偿和行政制裁。然而在我国股市中,刑事制裁与民事赔偿基本处于虚置或缺位的状态,大量的违规行为仅仅是受到行政制裁,并且行政制裁的力度也由于制裁手段的单一及执行的缺陷而减弱,因此,整体而言,对违规行为制裁的力度偏弱,难以形成有效的约束。

美国证交会近几年来每年查处的股票市场违法案件数量多在 450—500 件之

¹ 史迪夫·柯利:《美国证券法概述》,中国证券监督管理委员会编《证券立法国际研讨会》,第 51 页,法律出版社,1997 年版。

间，只在 2002 年受安然、世通等大公司会计丑闻的影响，执法数量有明显增加。整体而言，美国证交会的执法数量基本保持稳定，每年查处的案件数量少有大起大落现象。反观我国内地股市的违规案件查处，各年度的数量变化较大，有明显的峰值出现。其中每年查处的案件类型也存在一定的“集中度”，表明规则的执行缺乏稳定性和持续性，属于典型的“集中执法”模式。给定违规行为的数量，集中执法模式使一定时期内违规行为的平均制裁机率大大低于持续执法模式；更为重要的是，违法者可以利用经验或自身的信息优势预测集中执法的时期，有针对性地择期或相机违规，进而调低对非集中执法时期违规行为被制裁机率值的估计，同时调低对该时期违规成本的估计，从而助长了“集中执法期”之外违规行为的增多。

规则虚置是指规则中设定了违规责任，但却由于政府在制度实施中的“弹性安排”而使违规责任不能落实，规则失去现实的约束力，实质上被虚置。这种情况的典型表现就是退市制度的虚置。

诚然，一般意义上的金融监管目标主要是维护金融稳定和防范体系性金融风险，并非专门以保护投资者利益为唯一目标。从保护投资者利益这一角度出发，我国行政监管当下最需要解决的是提高和强化政策的执行力度，此其一，其二是完善信息披露制度，提高信息甄别手段，防范包括财务欺诈在内的各种欺诈行为。

毋庸置疑，提高上市公司诚信水平，防范欺诈行为发生是一项系统工程。为此，必须建立与其相适应保障体系，也就是说，应该从信息披露的提供方、使用方和第三方监管者等几个方面来采取措施。针对信息提供方所采取的措施是从上市公司的内部着手，即完善和加强上市公司内部治理结构，这也是防范财务欺诈，提高诚信水平的核心因素，因为信息披露的提供方总是处于行动的先手，消除和减少其从事欺诈的动因和压力，是从源头上提高信息披露透明度的关键所在。同时，针对使用方和第三方所采取的措施和手段主要是从上市公司的外部进行规范和保障的，即规范和完善信息披露的形式和内容，又可称为外部保障机制。这样看来，提高上市公司的信息披露透明度需要内部和外部两个保障机制，其中内部机制是关键，外部机制是条件。如何通过完善和加强信息披露的形式和要求，促进上市公司内部治理结构的改善和诚信水平的提高，实质上就是寻找和利用科学合理的信息甄别手段和机制，对信息披露内容的真实性进行辨识和预测，并在此基础上对信息披露的内容、形式和要求进行评判，为进一步完善内部公司治理结

构和外部信息披露机制提供支持。

这里，我们所谓的信息甄别是指处于信息不对称的劣势方，根据一定的质量规范对信息的提供方所提供的信息质量进行检查和评判的行为和手段。具体到提高上市公司诚信水平，防范财务欺诈行为上，就是指处于信息不对称的投资者和监管者，对上市公司信息披露的内容（财务报表）的真实性进行鉴别的方法和手段。

从技术的角度看，信息甄别手段的提高和实现，就是综合利用经济学、金融学、会计学、理财学以及数学等各个学科的理论 and 知识，借助计算机技术为代表的信息技术，根据上市公司信息披露中所提供的原始数据和信息，进行必要的提取、转换、清洗和装载，建立起完备的数据仓库系统，并在此基础上利用数据挖掘技术分析和提取数据背后所隐藏的知识和信息，辨识和预测上市公司信息披露内容（财务报表）的真实性及其可靠程度，并据此对上市公司的诚信水平、治理结构以及信息披露的内容、形式和要求做出评价，以供投资者、市场提供参考。事实上，这也是投资者补偿机制和投资者保护基金得以顺利运行的前提和基础。

0.2.4 证券公司风险控制和投资者保护

从券商的内部风险管理体系的建立与完善与投资者保护的关系上看，主要体现在券商的内部风险管理体系的问题和缺陷导致各营业部和分支机构为了自身的利益，进行诸如挪用客户保证金等违规操作，导致证券公司关门破产，从而损害投资者利益。另外，证券登记结算过程中的衍生出的各种风险（从保护投资者的角度主要是信用风险和操作风险）也是必须要注意防范和控制。强化外部金融监管，提高证券公司内部风险管理体系，本身就是对投资者利益的保护。

风险管理对于任何一个企业（公司）而言，不仅是其稳健、健康发展的必要条件，同时也是实现公司价值保值增值，维护所有者和利益相关者权益的重要手段。而对于金融行业来说，由于其固有的高负债性和经营方式的内在脆弱性，金融机构的风险管理与控制既是他们保持在激烈的市场竞争中立于不败之地的核心竞争力，也是金融市场中广大投资者和客户保持对它们“信心支持”的关键所在。

通常，一个有效的金融风险管理系统包括风险管理的组织系统，功能系统、

信息系统以及基础性的风险文化、制度和激励等基础设施。其中，风险管理的组织系统和功能系统是具体从事风险管理职能，承担风险管理责任的关键和核心。鉴于风险管理是金融机构的核心竞争力，从现代公司治理结构的角度看，其组织系统一般有四个层次的责任部门和相关支持部门、业务部门构成，每个部门和组织都具有明确的风险管理责任和报告路线。

从作为金融机构的证券公司组织结构和部门设置上看，具体承担风险管理和控制职能最高决策机构为风险管理委员会，风险管理部为具体执行机构。另外，审计部、财务部等等也部分承担了风险管理控制的责任。目前，商业银行风险管理和监控中遇到的主要问题：风险管理中的规范标准还有待进一步完善，此其一；交易系统的不统一，致使有关风险信息的原始数据不完整，此其二；风险监控的预警系统也还有待完善，非现场检查的技术和手段不足，此其三；最后，不能迅速获取经过有效整合的内外部数据，从而阻碍了监控效率。

应该说目前我国证券公司的风险管理的组织和功能系统在总体框架上已趋于科学、合理和完备。但是在制度、标准等软件建设和具体的职能发挥方面仍需要我们进一步的完善和提高。具体的说：

第一，承担风险管理与控制的部门之间，在职能执行中，无论是管理过程还是管理规则没有统一标准。

第二，来源于各业务部门原始风险信息在完整性、真实性和及时性方面亟需提高，这已经成为风险管理系统有效运行的关键制约。也就是说，风险管理的信息系统在沟通交流和监控的技术与能力上的不足，成为我国证券公司风险管理系统的致命因素。

风险管理的信息系统承担着风险管理系统中风险数据和信息的收集、传输、储存、加工和分析功能，通常其传输路线可分为方向相反的两个过程，即自下而上的风险信息传递路线和自上而下的决策信息传递路线。风险信息传递路线起始于各业务单元（前台）经由风险管理的职能部门和相关支持部门（中台）的分析、处理和整合，上达风险管理的最高决策机构（后台），作为制定风险管理战略及相关政策的决策依据。风险管理的决策信息传递路线起始于风险管理的最高决策机构，经由风险管理职能部门和其他相关部门的协作，结合基层业务部门的实际情况，具体分解为可执行和应用的风险管理策略、手段和命令，要求前台在具体业务中予以执行。

从总体上讲,我国证券公司风险管理信息系统的主要问题在于硬件支持平台建设方面的不足。尽管在软件建设方面诸如对各业务单元(前台)的客户基本资料的收集,交易记录的格式和完整性方面还缺乏统一的标准,业务逻辑定义,预警和监控指标设置还有待完善。但这些制度、标准和指标上存在的不足,在很大程度上也是受制于硬件建设上交易系统的不统一,智能化分析功能不高,实时传输能力不足等方面问题。

加强证券公司内部风险管理体系的信息化建设,一方面可以使得现有的风险监控体系建设只专注于风险管理技术和手段、风险管理信息的交流与共享方面的完善和提高,另一方面也为风险管理系统在获取风险信息和必要的内外部数据方面提供了强大的物质和技术支持,从而使得风险管理系统在实现实时监控、风险定价和风险信息传输方面取得更大突破。

通过我们对证券公司业务部门和风险管理系统的分析和考察,我国证券公司的风险管理体系目前现状可归结如下:

风险管理系统的组织和功能系统基本完善,但风险管理技术和手段(尤其是定量化和动态化的风险定价和管理工具)还需进一步的加强和提高。

风险管理的信息系统是目前风险管理水平加强和提高的主要因素,尤其是前台业务部门的原始风险信息和数据在完备性、实时性和一致性方面亟需加强。

必须特别提出的是风险管理系统有效运行和实施的基础是风险管理文化和风险管理的激励机制。风险管理文化作为企业文化的重要组成部分,应该被灌输到整个公司各个层面和每一个员工身上,形成一种体现公司总体风险战略的习惯和持久经营作风。一套稳定和一致的风险管理文化不仅可以使得风险管理系统的决策和职能系统能够采取积极的态度去完成自身的职责,而且也是定量化和动态化风险度量、管理和控制工具有效运行和实施的基础。尤其对那些突发性和灾难性风险事故,风险文化在一定意义上讲,是其避免发生的不二法门。

0.2.5 证券投资补偿制度国际比较与经验借鉴

证券投资者赔偿制度也被称为投资者赔偿计划(investor compensation scheme, ICS),通常有相关的投资者保护立法,并建立了投资者赔偿基金。它出现于 20 世纪 70 年代。战后证券市场得到了快速发展,但 70 年代初期一些国家(地区)出

现了证券经纪商破产倒闭造成投资者现金和股票损失的问题, 证券投资者对证券市场的信心受到打击。为了维持投资者信心, 保证证券市场稳定发展, 各国(地区)开始建立保护中小投资者利益的投资者赔偿制度。建立较早的是加拿大(1969年)和美国(1970年), 80年代是建立投资者赔偿计划的高潮阶段, 90年代有更多的国家(地区)加入进来。欧盟1997年制定了《投资者赔偿计划指引》, 它适应欧盟内部金融市场一体化的需要, 建立了统一协调的欧盟内部投资者赔偿制度。它对于将来国际金融市场一体化条件下投资者保护的国际协调具有重要的参考意义。经过近30年的发展, 投资者赔偿制度已经在世界范围内得到普及。它的意义在于:

1. 保护中小投资者的权益。保护中小投资者权益是证券市场健康发展的重要基础之一, 除了建立严格的信息披露制度, 禁止内幕交易以及相应的民事和刑事救济制度外, 投资者赔偿计划能够向中小投资者提供更为简捷的赔偿渠道(各国和地区投资者赔偿计划均将大型机构投资者排除在外)。从世界各国的情况来看, 各国(地区)投资者赔偿基金规模都较小, 在投资者保护体系中主要发挥着一种补充但却是必不可少的作用。

2. 维持投资者对金融体系的信心。在这方面, 投资者赔偿基金发挥着与存款保险制度相同的作用, 使得中小投资者可以放心地从事证券投资活动, 可以避免在金融市场动荡期间发生投资者“挤兑”, 防止了金融风险的传递和扩散。

3. 自律监管体系的补充。不少国家(地区)的投资者赔偿计划由自律监管组织发起设立, 这表明投资者赔偿计划与自律监管体系之间存在着密切的联系。事实上, 这种计划可以从两个方面来对自律监管体系起到补充作用: 对参加计划的会员机构财务状况实施监控; 在对投资者赔偿后, 取得对会员机构的代位索偿权, 并参与其清算过程。

总的来看, 投资者赔偿基金的运作模式可分为两种: 一种是独立模式, 即成立独立的投资者赔偿(或保护)公司, 由其负责投资者赔偿基金的日常运作, 美国、英国、爱尔兰、德国等证券市场采用了这种模式; 另一种是附属模式, 即由证券交易所或证券商协会等自律性组织发起成立赔偿基金, 并负责基金的日常运作, 加拿大、澳大利亚、香港、台湾等市场采用了此种模式。最典型的独立公司模式是美国的证券投资者保护公司(SIPC)。证券投资者保护公司成立于1970年12月30日, 是一个非赢利性的会员制公司, 其会员为所有符合美国《1934 证券

交易法》第 15(b)条的证券经纪商和自营商。截止 2000 年 12 月 31 日, SIPC 共有 7033 家会员。该公司的董事会由 7 位董事构成。其中 5 位董事经参议院批准由美国总统委任, 在这 5 位董事中, 3 位来自证券行业, 2 位来自社会公众。另外两位董事分别由美国财政部长以及联邦储备委员会指派。董事会的主席和副主席由总统从社会公众董事中任命。证券投资者保护公司共有员 2228 位, 担负了所有与会员清算、邀请受托人及其律师和会计师、检查索赔要求、审计财产分配等相关事宜。

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

根据拟定之中《证券投资者保护基金管理办法》规定, 注册资金全部来自财政部储存的历年认购新股冻结资金利差余额。早在 2000 年 4 月, 证监会、财政部推出证券交易所风险基金和证券结算风险基金时, 已一次性提取了当时新股申购冻结资金利差账面余额的 45%, 金额高达数十亿元。此外, 今年 7 月, 尚在襁褓之中的投资者保护基金公司即已获得央行一笔 100 亿元人民币的专项再贷款。由此看来, 我国投资者保护基金公司的注册资金及启动资金目前还均源自政府。国际上最常见、也是我国证券法(修正案)规定的会员缴纳会费的形式, 还未被启用。

从世界范围看, 投资者赔偿基金尽管筹措渠道各异, 但大多遵循以下原则: 其一, 会员自行负担原则。从本质上说, 投资者赔偿基金相当于各会员公司为自己的客户购买了一笔保险, 有利于增强客户信心、进而吸引潜在的客户。因而, 对于这种由监管当局推行的强制性保险, 绝大多数券商都选择了尊重。

其二, 权利义务相匹配原则。即会员承担的会费与其潜在的赔偿资金需求相匹配。例如, 希腊雅典股票交易所会员担保基金规定, 会员会费的计算公式考虑了会员的风险度, 包括资本金规模和由担保基金衡量的会员自我保护水平(即成员的内控、管理和外部联系)。

其三, 充足与适度原则。赔偿基金在足以赔付投资者的同时, 必须与潜在的

赔偿需求大体保持一致。若资金过多，易造成资金浪费和会员负担过重。

其四，有限赔付原则。如果券商倒闭后，投资者可从基金中获得全额赔付，则他们显然不愿在选择券商方面费时费力，这样，投资者对券商形成的优胜劣汰作用将大为减损，同时也会带来巨大的道德风险。故而，正如保险合同中设定了投保人的自保比例那样，各国（地区）都确定了证券投资赔偿基金的有限赔付原则。

多数国家（地区）在赔偿限额的规定中，除了最高赔偿金额的规定外，还有赔偿比例的限制。例如欧盟《投资者赔偿计划指引》规定，最高赔偿额为每位投资者 20000 欧元，如果实际索赔额小于 20000 欧元，则为索赔额的 90%。葡萄牙的限额为 25000 欧元，瑞典为 28000 欧元。

新成立的中国证券投资者保护基金公司，在国家强力支持、管理决策层的正确领导和公司全体的共同努力下，已以最快的速度步入正轨，各项业务也已顺利展开。目前，需要值得关注的是，我们在吸收和借鉴国外先进经验和做法时，必须要结合中国实际，在资金筹措、运营、赔付等层面上的技术设计和规则制定保持政策和制度的连贯性和各项机制之间的内在兼容性。

0.2.6、证券投资者保护法律制度的建立及完善

证券投资者保护法律制度的建立和完善是一项系统工程。一般而言，证券投资者保护的法律制度散见于不同法律法规之中。在中国，《公司法》、《证券法》、《民法通则》等诸多法律，以及数量更多的法规和部门规章都涉及到证券投资者保护的内容。比如说，证券法中有关信息披露、防止内幕交易和操纵市场的规定，民法中有关侵权的法条，都是构成证券投资者保护制度体系的重要组成部分。

我国资本市场具有典型的新兴加转轨市场的特征，相应地，我国的证券投资者保护制度体系也受到这种市场特征的限制。由于是新兴市场，各种规章制度都在逐步建立过程之中，各种制度的建立有很强的“摸着石头过河”的特性，同时，投资者保护的各种配套制度尚不完善。由于是转轨市场，资本市场在发展之初在很大程度上是为了满足国有企业脱困的需要，因此对投资者保护并没有被提到应有的高度。

值得一提的是，我国的证券投资者补偿制度并没有专门的法律法规加以规

范。投资者保护基金的法律依据主要来源于国务院批准的《证券投资者保护基金管理办法》，在修订的《证券法》中对投资者保护基金及其管理模式也有相应的规定。从国际上看，对投资者补偿计划有的是有专门的法律加以规范，有的是在相关法律中加以规范。但是，世界上两个最大的经济体，美国和欧盟，其投资者补偿制度都有相应的专门法律。美国的证券投资者保护公司（SIPC）是根据 1970 年证券投资者保护法（SIPA）建立的，欧盟的投资者赔偿计划则由“投资者赔偿计划指令”加以规范。从中国的情况看，如果投资者保护基金以法律形式加以规定，则具有较高的公信力，有利于制度的稳定运行和提升投资者对投资者保护基金的信心，但另一方面，以法律形式确立投资者保护基金制度也有灵活性较低的缺点，特别是在我国投资者保护基金制度运行之初，对基金的运行模式，作用定为等很多方面都还处在探索之中，因此，过早地以法律形式确定投资者保护基金制度也不利于充分发挥该制度的作用。一种比较理想的模式是首先用部门规章的形式对投资者保护基金制度的主要方面加以规范，并根据基金运行情况不断调整，待制度运行稳定后，把部门规章上升到法规或者是法律的层次。

要完善我国的证券投资者保护制度体系框架，除了投资者保护基金制度的司法化以外，还必须着手解决以下几个问题：一是全面认识投资者民事诉讼制度的作用，通过对被害人进行救济，对侵权人实施制裁外，通过投资者的诉讼行为形成规范证券市场的强大合力。二是辩证看待投资者群体诉讼与社会稳定的关系，如果能够合理引入团体诉讼和群体诉讼，必将大大降低投资者维权成本。三是代位诉讼制度有待建立。

0.2.7 金融全面开放下的投资者保护制度的挑战与应对

根据中国的入世承诺，到今年底，包括银行业在内的中国金融领域将实现全面开放。经过 5 年的保护过渡期之后，根据 WTO 国民待遇有关条款，外资金金融机构将与中资金融机构实现完全平等的同台竞争。

事实上，随着中国经济发展和金融体制改革的深化，我国政府在金融领域包括诸如国有商业银行的股份制改造，利率市场化进程的加快，以资本充足率为核心的银行监管制度的实施，汇率制度的改革以及资本市场中股权分置改革的顺利推进和投资者保护基金的适时成立等一系列重大举措的出台和实施，既是金融体

制改革深化的必然结果，又何尝不是为金融全面开放所作的准备呢？当然，这并不是说我们为迎接金融全面开放所作的工作已是“万事具备，只欠东风了”。在全球化背景下，金融全面开放条件下，还处于建设和完善阶段的我国投资者保护制度，势必将面临着一系列的挑战和应对：

一是经济全球化的迅速发展使不同国家和地区的经济逐步走向融合，信息技术的发展使全球资本市场日益成为一个有机整体。但与此同时，不同国家资本市场的相互竞争也日趋激烈，一个国家对投资者保护的相关规定正在成为影响其资本市场全球竞争力的关键因素。一方面，如果对证券投资者保护力度不足，信息欺诈、市场操纵盛行，上市公司质量低劣，对投资者资金保护不力，投资者就会逐渐丧失对该国资本市场发展的信心，该国资本市场发展必将陷入“低水平均衡”的陷阱。另一方面，如果对证券投资者保护过度，就有可能给上市公司增加许多额外的成本，降低该国资本市场对上市公司的吸引。因此，在完善我国投资者保护制度时，必须兼顾保护投资者不受非法行为侵害以及降低上市公司运营成本的需要。

二是金融一体化深入推进，不同金融行业的相互融合已经成为大势所趋。《国民经济和社会发展第十一个五年规划》明确提出，要稳步推进金融综合经营试点。在金融综合经营的背景下，金融风险更加容易在不同金融部门之间传递，证券投资者保护制度必须适应金融综合经营不断发展的趋势。同时，由于不同金融行业监管政策的差异很可能引起金融机构在不同行业的监管套利，监管政策和投资者保护政策的差异也会对投资者对金融服务商的选择产生重要影响，证券投资者保护制度的发展，必须综合考虑银行、保险投资者（消费者）保护制度的情况，在为证券投资者提供合理保护的同时，增强证券行业在整个金融市场中的竞争力。

三是完善金融体系和促进经济增长的挑战。目前，我国金融体系整体上还不健全，银行间接融资比例过高，直接融资在社会融资中发挥的作用还比较有限。这种金融结构妨碍了金融创新、不利于提高金融体系效率，同时也导致了金融体系风险过度集中。由于金融结构不合理，金融在媒介储蓄和投资，配置社会资源，促进经济增长方面的作用远远没有得到充分发挥。我国经济在未来很长一段时期内将保持快速增长的势头，这对资本市场发展来讲既是一个机遇，也是一个挑战。要提高资本市场支持经济增长的能力，证券投资者保护制度的建设十分重要。要通过证券投资者保护制度建设，提高上市公司质量，使上市公司专心致力于公司

发展，夯实经济发展的微观基础。要通过投资者保护制度建设，促进投资者更加理性和专业地投资，提高资本市场配置资源的效率。这些都是未来投资者保护制度建设必须着手解决的问题。

此外，证券投资者保护制度还必须解决许多其它问题。例如，在外资证券公司入市对投资者保护制度有什么影响？未来几十年将是我国法律体系逐步健全的关键时期，证券投资者保护制度如何在逐步实现制度司法化方面有所作为？等等。为此，我们认为我国投资者保护制度建设和完善当下最需要解决的是：

一是金融全面开放后投资者保护制度国际接轨和交流合作。在全球金融一体化的背景下，面对境内境外不同的投资者保护机制在制度和技术上的差异可能引致监管套利行为发生，从而造成对国内资本市场的冲击和投资者补偿机制低效和基金本身的不利。如何通过投资者保护制度，发挥外资证券公司对我国资本市场发展的积极作用，限制其消极作用是需要深入研究的问题。

二是规避和防范登记结算体系中投资者资产和资金国际间的流动的国家风险和安全性。

三是国内资本市场与国际资本联系更为紧密，资金跨境流动规模的扩大引致的国内资本市场风险提高和波动加大，如何加强对广大投资者的保护力度，防范体系性金融风险的产生。

0.3 总结

完整意义上的投资者保护制度从过程上看，首先是一系列的包括公司法、证券法以及投资者保护法等在内的旨在保护投资者利益法律体系的建设和完善，然后是在此基础上的制度和政策安排，这其中通常包括公司治理制度，信息披露制度，会计准则以及相应的金融监管政策和手段。如果把法律和制度的建设看作是保护投资者利益的事前防范措施，完善公司治理和强化金融监管看作是事中控制，则投资者补偿制度的建设和投资者保护基金的设立是一个完整的投资者保护制度中的事后处理机制和过程。

投资者补偿机制是否能够起到保护投资者利益的目的，投资者保护基金在实际中是否有效运行，不仅取决于补偿机制和保护基金本身的运作，也依赖于整个投资者保护制度的健全和完善。为此，从保护广大投资者利益出发，在制度设计

和政策安排上，鼓励和促进上市公司提高自身的财务和会计透明度，扩大自愿性信息披露的范围和内容，此其一。改变行政监管中角色权责配置的不对称结构，形成不同角色之间相对独立并相互平衡的有机结构，包括收缩政府角色权责配置、强化制度仲裁人角色权责配置以及消除公司股东权责配置障碍等措施。此其二。在金融监管体系的建设方面，在坚持以维护经济和金融稳定，防范体系性金融风险的基础上，重点关注对投资者利益的保护，以促进公平市场竞争和维护有效市场秩序为原则，依法实施监管，尽量减少直接的行政命令和干预，同时，在监管理念上，注重从基于规则的监管向基于过程的监管转变，此其三。完善投资者的诉讼机制，建设上市公司对大股东，中小投资者对上市公司及其董事会和经理层以及中介机构的诉讼和民事赔偿机制，行政和刑事处罚机制，以强化市场各方责任，此其四。最后，就投资者补偿机制本身而言，其作为投资者保护体系中最后一环的事后处理机制和过程，对投资者利益的保护起最后屏障作用。其中，尤为值得一提的是保护不足和保护过度的取舍和平衡问题。不言而喻，保护不足则投资者补偿机制失去其本身意义，然而，保护过度不仅阻碍投资者保护基金的自身发展和正常运行，更为重要的是不利于投资者风险意识和自我保护的培育和提高。

面对即将来临的金融全面开放局势，加强投资者保护制度国际交流和合作，尽快实现投资者保护制度在技术、方法和理念上的国际接轨。尤其要特别注意，面对境内境外不同的投资者保护机制在制度和技术上的差异可能引致监管套利行为发生，从而造成对国内资本市场的冲击和投资者补偿机制失效；规避和防范登记结算体系中投资者资产和资金国际间的流动的国家风险和安全性。

第一章 投资者保护制度完善与资本市场发展

资本市场作为现代经济和金融的核心，其在优化资源配置，促进资金有效融通中基础性地位已被实践和理论广为证实。我国资本市场经过十多年的成长和发展，取得了举世瞩目的伟大成就，已经成为社会主义市场经济体系的重要组成部分。发展资本市场，扩大直接融资，寻求如何推进我国资本市场健康有序发展，尤其是切实保护广大投资者利益的制度和手段不仅具有迫切的现实意义，而且也为我国资本市场长期健康发展提供宝贵的经验和技术支持。

1.1 我国投资者保护制度与资本市场发展关系的历史沿革

以上海和深圳两个证券交易所相继于 1990 年 12 月和 1991 年 7 月成立为标志，中国资本市场从无到有，从小到大，历经十多年的风雨兼程，已经发展成为我国社会主义市场经济体系重要组成部分。其间不乏跌宕起伏，但向前迈进的步伐从未停止。数十年间，中国资本市场走过了一些发达国家百年的历程，为国有企业、金融市场改革和发展，优化资源配置，促进经济结构调整和经济发展做出了重要贡献。同时也为越来越多的投资者提供了股票、基金等投资品种，扩大了社会资金的投资渠道。

十多来年的跌宕起伏发展，中国资本市场在我国经济生活中的地位，已从发展初期的“替补席”上升到事关国民经济建设全局“助推器”的高度。发展资本市场，扩大直接融资，有利于推动经济增长，有利于创造社会财富，成为全社会的共识。发展资本市场，提升其在社会许以市场经济中的作用和地位，不仅是实现我国社会主义市场经济快速健康发展，优化经济结构，提高经济发展质量的重要手段，而且也具有关系到我国实现本世纪头 20 年国民经济翻两番的战略目标能否实现的战略性意义。事实上，资本市场在我国经济和社会发展中的作用和地位也已在国九条中明确指出，具体的说：一是有利于完善社会主义市场经济体制，更大程度地发挥资本市场优化资源配置的功能，将社会资金有效转化为长期投资。二是有利于国有经济的结构调整和战略性改组，加快非国有经济发展。三是有利于提高直接融资比例，完善金融市场结构，提高金融市场效率，维护金融安全。

我们也清醒地看到,中国资本市场是在计划经济向市场经济转轨条件下发展起来的,是一个典型的新兴加转轨市场。毋庸置疑,与国外相对成熟的市场相比,中国证券市场还存在着诸如规范化程度不够、国际化程度有限、市场层次、品种单一及结构不完善等诸多问题和缺陷。由于建立初期改革不配套和制度设计上的局限,资本市场存在一些深层次问题和结构性矛盾,伴随着市场经济体制改革的不断深化,资本市场本身在经济中的地位不断提升,改革和发展中的矛盾和问题也日显突出,甚至已经严重挫伤了投资者的积极性和对市场的信心。国际经验和我国资本市场发展的实践证明,投资者的认可和积极参与是资本市场发展的根本动力,只有对投资者的利益提供合理有效的保护,才能增强投资者对资本市场发展的信心。

中国的投资者保护制度一直处于不断探索和发展之中。《证券法》、《公司法》以及许多行政法规和部门规章都从不同角度对证券投资者保护加以规范。但是受多种原因限制,我国的证券投资者保护制度并不十分完善,投资者利益被侵害的事件时有发生,对资本市场发展产生了诸多负面影响。保护基金制度的创立,是我国建立现代化的、符合国际惯例的资本市场重要探索,它标志着国内证券投资者保护制度的正式建立,对于我国资本市场的健康发展具有重要意义。2005—2006年,资本市场发生了三件具有深远影响的事件。一是资本市场股权分置改革,二是《证券法》和《公司法》的修订,三是投资者保护基金公司的设立,这三项举措改善了资本市场发展环境,减少了流通股和非流通股的利益冲突,增强了投资者的信心,从而为资本市场长期可持续发展奠定了坚实基础。

中国证券投资者保护基金的成立,是我国证券投资者保护制度发展历史上的一个里程碑,标志着我国证券投资者保护制度的正式确立。站在保护投资者角度,完善法律制度、设计保护、赔付机制,保护投资者权益,加强金融监管力度,提高投资者自我保护意识,为此投资者保护基金可以把自己定位成证券投资者保护制度发展的研究者、规划者和牵头实施者,以便在经济全球化、金融一体化和我国经济持续快速发展的大格局下,为我国的证券投资者保护制度发展和完善做出积极和前瞻性的探索。

但是,我们必须认识到,我国的证券投资者保护制度以及投资者保护基金公司的作用还有诸多可以继续完善的方面。我国投资者保护基金公司的设立在一定程度上是为了应对资本市场长期低迷情况下券商的清理工作和中小投资者补偿

工作,因此在职能设计上主要是在证券公司被撤销、关闭和破产或被证监会实施行政接管、托管经营等强制性监管措施时,按照国家有关政策规定对投资者正当股权予以收购,以此来保护投资人的合法权益,但是,从我国的实际情况和国际上金融监管的发展趋势来看,投资者保护基金应该在促进资本市场健康发展方面发挥更大的作用。

1.2 我国投资者保护制度现状

中国资本市场是在计划经济向市场经济转轨条件下发展起来的,是一个典型的新兴加转轨市场。与国外相对成熟的市场相比,中国证券市场还存在着诸如规范化程度不够、国际化程度有限、结构不完善等诸多问题和缺陷。建立和完善公平有效的投资者保护机制,促进资本市场健康协调发展,已势在必行。

完整意义上的投资者保护制度从过程上看,首先是一系列的包括公司法、证券法以及投资者保护法等在内的旨在保护投资者利益法律体系的建设和完善,然后是在此基础上的制度和政策安排,这其中通常包括公司治理制度,信息披露制度,会计准则以及相应的金融监管政策和手段。如果把法律和制度的建设看作是保护投资者利益的事前防范措施,完善公司治理和强化金融监管看作是事中控制,则投资者补偿制度的建设和投资者保护基金的设立是一个完整的投资者保护制度中的事后处理机制和过程。投资者补偿机制是否能够起到保护投资者利益的目的,投资者保护基金在实际中是否有效运行,不仅取决于补偿机制和保护基金本身的运作,也依赖于整个投资者保护制度的健全和完善。

1.2.1 法律体系的建设和完善现状

证券投资者保护法律制度的建立和完善是一项系统工程。一般而言,证券投资者保护的法律制度散见于不同法律法规之中。在中国,《公司法》、《证券法》、《民法通则》等诸多法律,以及数量更多的法规和部门规章都涉及到证券投资者保护的内容。比如说,证券法中有关信息披露、防止内幕交易和操纵市场的规定,民法中有关侵权的法条,都是构成证券投资者保护制度体系的重要组成部分。

我国资本市场具有典型的新兴加转轨市场的特征,相应地,我国的证券投资者保护制度体系也受到这种市场特征的限制。由于是新兴市场,各种规章制度都

在逐步建立过程之中，各种制度的建立有很强的“摸着石头过河”的特性，同时，投资者保护的各种配套制度尚不完善。由于是转轨市场，资本市场在发展之初在很大程度上是为了满足国有企业脱困的需要，因此对投资者保护并没有被提到应有的高度。

值得一提的是，我国的证券投资者补偿制度并没有专门的法律法规加以规范。投资者保护基金的法律依据主要来源于国务院批准的《证券投资者保护基金管理办法》，在修订的《证券法》中对投资者保护基金及其管理模式也有相应的规定。从国际上看，对投资者补偿计划有的是有专门的法律加以规范，有的是在相关法律中加以规范。但是，世界上两个最大的经济体，美国和欧盟，其投资者补偿制度都有相应的专门法律。美国的证券投资者保护公司（SIPC）是根据1970年证券投资者保护法（SIPA）建立的，欧盟的投资者赔偿计划则由“投资者赔偿计划指令”加以规范。从中国的情况看，如果投资者保护基金以法律形式加以规定，则具有较高的公信力，有利于制度的稳定运行和提升投资者对投资者保护基金的信心，但另一方面，以法律形式确立投资者保护基金制度也有灵活性较低的缺点，特别是在我国投资者保护基金制度运行之初，对基金的运行模式，作用定为等很多方面都还处在探索之中，因此，过早地以法律形式确定投资者保护基金制度也不利于充分发挥该制度的作用。一种比较理想的模式是首先用部门规章的形式对投资者保护基金制度的主要方面加以规范，并根据基金运行情况不断调整，待见制度运行稳定后，把部门规章上升到法规或者是法律的层次。

要完善我国的证券投资者保护制度体系框架，除了投资者保护基金制度的司法化以外，还必须着手解决以下几个问题：一是全面认识投资者民事诉讼制度的作用，通过对被害人进行救济，对侵权人实施制裁外，通过投资者的诉讼行为形成规范证券市场的强大合力。二是辩证看待投资者群体诉讼与社会稳定的关系，如果能够合理引入团体诉讼和群体诉讼，必将大大降低投资者维权成本。三是代位诉讼制度有待建立。

1.2.2 制度和政策安排现状

从保护投资者的角度，政府在制度和政策安排中最为薄弱的环节是制度实施过程中的“弱约束”。亦即在制度的执行和实施中不能严格地按照制度的强制性

要求来执行规则或惩罚违规主体，而是表现出弹性和妥协性，从而弱化了制度对市场主体行为的约束力。制度实施中弱约束具体表现在下述四个方面：即制裁机率偏小，制裁力度偏弱，规则执行的非连续性和规则虚置。

制裁机率是指违规行为受到制裁的概率，制裁机率的大小反映了政府制度实施行为的严格程度。政府在制度实施中对违规行为“宽容”的重要表现就是降低违规行为被制裁的机率。由于违规行为在未受到制裁时是隐蔽的行为，人们很难得到关于违规行为整体的确切数据，从而判断出受到制裁的违规行为是违规行为的全部、大部分还是冰山之一角。证明违规行为的频率是困难的，依靠传闻或推测是欠缺说服力的。但是仍然有一些符合逻辑的数据可以作为间接证据证明违规行为的频率，使我们有合理的理由相信存在数量可观的违规行为。

对股市违规行为的制裁方式可分为刑事制裁、民事赔偿和行政制裁。然而在我国股市中，刑事制裁与民事赔偿基本处于虚置或缺位的状态，大量的违规行为仅仅是受到行政制裁，并且行政制裁的力度也由于制裁手段的单一及执行的缺陷而减弱，因此，整体而言，对违规行为制裁的力度偏弱，难以形成有效的约束。

美国证交会近几年来每年查处的股票市场违法案件数量多在 450—500 件之间，只在 2002 年受安然、世通等大公司会计丑闻的影响，执法数量有明显增加。整体而言，美国证交会的执法数量基本保持稳定，每年查处的案件数量少有大起大落现象。反观我国内地股市的违规案件查处，各年度的数量变化较大，有明显的峰值出现。其中每年查处的案件类型也存在一定的“集中度”，表明规则的执行缺乏稳定性和持续性，属于典型的“集中执法”模式。给定违规行为的数量，集中执法模式使一定时期内违规行为的平均制裁机率大大低于持续执法模式；更为重要的是，违法者可以利用经验或自身的信息优势预测集中执法的时期，有针对性地择期或相机违规，进而调低对非集中执法时期违规行为被制裁机率值的估计，同时调低对该时期违规成本的估计，从而助长了“集中执法期”之外违规行为的增多。

规则虚置是指规则中设定了违规责任，但却由于政府在制度实施中的“弹性安排”而使违规责任不能落实，规则失去现实的约束力，实质上被虚置。这种情况的典型表现就是退市制度的虚置。

诚然，一般意义上的金融监管目标主要是维护金融稳定和防范体系性金融风险，并非专门以保护投资者利益为唯一目标。从保护投资者利益这一角度出发，

我国行政监管当下最需要解决的是提高和强化政策的执行力度，此其一，其二是完善信息披露制度，提高信息甄别手段，防范包括财务欺诈在内的各种欺诈行为。

1.2.3 证券公司内部风险管理现状

从总体上讲，我国证券公司风险管理信息系统的主要问题在于硬件支持平台建设方面的不足。尽管在软件建设方面诸如对各业务单元（前台）的客户基本资料的收集，交易记录的格式和完整性方面还缺乏统一的标准，业务逻辑定义，预警和监控指标设置还有待完善。但这些制度、标准和指标上存在的不足，在很大程度上也是受制于硬件建设上交易系统的不统一，智能化分析功能不高，实时传输能力不足等方面问题。

加强证券公司内部风险管理体系的信息化建设，一方面可以使得现有的风险监控体系建设只专注于风险管理技术和手段、风险管理信息的交流与共享方面的完善和提高，另一方面也为风险管理系统在获取风险信息和必要的内外部数据方面提供了强大的物质和技术支持，从而使得风险管理系统在实现实时监控、风险定价和风险信息传输方面取得更大突破。

通过我们对证券公司业务部门和风险管理系统的分析和考察，我国证券公司的风险管理体系目前现状可归结如下：

风险管理系统的组织和功能系统基本完善，但风险管理技术和手段（尤其是定量化和动态化的风险定价和管理工具）还需进一步的加强和提高。

风险管理的信息系统是目前风险管理水平加强和提高的主要因素，尤其是前台业务部门的原始风险信息和数据在完备性、实时性和一致性方面亟需加强。

必须特别提出的是风险管理系统有效运行和实施的基础是风险管理文化和风险管理的激励机制。风险管理文化作为企业文化的重要组成部分，应该被灌输到整个公司各个层面和每一个员工身上，形成一种体现公司总体风险战略的习惯和持久经营作风。一套稳定和一致的风险管理文化不仅可以使得风险管理系统的决策和职能系统能够采取积极的态度去完成自身的职责，而且也是定量化和动态化风险度量、管理和控制工具有效运行和实施的基础。尤其对那些突发性和灾难性风险事故，风险文化在一定意义上讲，是其避免发生的不二法门。

法律体系的不完善、制度安排中的弱约束以及证券公司内部风险管理体系的

不尽健全集中到一点上就是上市公司管理层、控股股东及其利益相关者（诸如证券公司）对广大投资者利益的各种形式的侵犯行为屡禁不止，甚至曾经发展到危及我国资本市场生死存亡的严重程度。具体体现在如下的几个方面：

其一，参与者所享的信息不对称。和融资者、证券中介机构相比，投资者是相对脆弱的，尤其是广大中小投资者在获取信息和开展交易等方面，处于相对弱势的地位。实际上，金融市场是一个信息不对称的市场，融资者和投资者占有的信息、所处的地位是不一样的。证券中介机构则由于有比较雄厚的实力，可以比一般投资者获取更多的信息，因此，在各个市场主体中，投资者处于最不利的地位。为了改善这一局面，各国监管当局在发展证券市场的时候，总是将保护投资者利益放在第一位，其各项法律、规章、制度也都倾向于投资者一方。我国的这一情况更加严重。因为，在我国的投资者构成中，绝大部分仍然是中小投资者即所谓的“散户”，机构投资者的比重较低，这与国外机构投资者为主的证券市场相比，建立和完善投资者保护制度更加必要。

其二，操纵股价。主要是指券商或机构利用资金、信息优势对股票价格进行长时间的控制，达到获取利润的目的，投资者一般称其为“做庄”。

其三，包装上市。包装上市可以说是在发行额度控制下的一个副产品，目前包装上市案基本上都是发生在额度取消之前。一些公司为获取上市资格，一旦上市完成圈钱后，则面目全非。

其四，大股东侵犯行为。上市公司的大股东由于握有绝对的控制权，如果没有相应的监督措施，大股东经常会利用这种控制权为自身谋利益而损害上市公司的利益，进而损害投资者的利益，包括大股东要求上市公司为其提供担保、大股东占用上市公司资金、虚假出资等行为。

其五，利润包装和内幕交易。利润包装也是我国证券市场一个普遍存在的现象，尽管有注册会计师的审计，但上市公司的利润包装问题仍然非常严重；内幕信息是未向市场公开但会对股价产生重大影响的信息，利用内幕信息买卖股票来获利属于内幕交易行为，为各国证券场所禁止。

事实上，资本市场上侵害投资者利益行为和现象也并非我国独有，即使在金融发展程度很高、市场发达的先进国家和地区屡见不鲜。20世纪70年代，一些国家（地区）的证券经纪商频频破产、倒闭，投资者保证金损失惨重，信心遭受重创。自此，为维持投资者信心、防止金融风险的传递和扩散，重点保护中小投

投资者为宗旨的投资者赔偿基金制度，开始启动。美国 1970 年通过《证券投资者保护法案》，并据此成立了证券投资者保护公司（SIPC）；爱尔兰和澳大利亚也在同时期制定了类似法规。另外，还有一些国家（地区）的相关制度则体现在综合性金融法案中。

随着立法不断提速，相关制度设计也日臻完善。在更为广阔的视野中，投资者赔偿基金制度的建立和完善，是世界各国保护金融市场参与者计划的重要组成部分，甚至在 2001 年 2 月，英国就将这三种性质相同的制度统一为新设立的金融服务赔偿计划（FSCS），建立了统一的金融服务赔偿体制。

中国证券投资者保护基金的成立，是我国证券投资者保护制度发展历史上的一个里程碑，标志着我国证券投资者保护制度的正式确立。基金成立为推进我国资本市场健康有序发展，切实保护投资者利益，不仅具有迫切的现实意义，而且也为我国资本市场长期健康发展提供宝贵的经验和技术支持。然而，投资者补偿机制是否能够起到保护投资者利益的目的，投资者保护基金在实际中是否有效运行，不仅取决于补偿机制和保护基金本身的运作，也依赖于整个投资者保护制度的健全和完善。

1.3 投资者保护制度与资本市场发展关系的国际借鉴

广义的投资者保护制度可以从几个层面来划分：从事前预防和事中控制和事后处理划分，事前防范包括相关立法和制度建立、社会风险意识的培育、技术性防范体系的建立和完善，即投资者保护制度的制度、法律环境提高，监管体系的构筑和完善，软件硬件基础设施的建立；事中控制包括信息披露制度的完善、公司治理与内控、现场和非现场监管检查质量的提高等；事后处理包括投资者补偿机制、投资者保护基金的筹集和运作形式。

从防范和控制不同的风险来源的角度，包括防范上市公司诚信规范问题（包括经营合规性检查、旨在提高信息透明度的信息披露制度的规范和完善）；防范券商在经纪业务和资产管理业务中诸如挪用客户保证金、非法交易过程中的法律风险、操作风险和信用风险等；防范结算参与人风险，即在登记结算过程中衍生的各种风险，其中最重要的是信用风险和操作风险。

从对投资者作为上市公司股东利益的保护和作为证券交易者利益的保护两

个方面讲,如果健全和规范上市公司治理机制,提高信息披露的透明度和质量是针对投资者作为上市公司股东利益的保护,则加强对证券公司的金融监管,鼓励和促进证券公司内部风险管理体系和管理水平的提高和完善就是对投资者作为证券交易人利益的保护。

至于狭义上的投资者保护制度,实际上就是投资者赔偿制度(也被称为投资者赔偿计划(Investor Compensation Scheme, ICS)),其最早出现于 20 世纪 60 年代末和 70 年代初。相较于已经具有 200 多年发展历史的证券市场本身而言,证券投资者补偿制度的产生和发展的历史并不算长。某种意义上讲,它是资本市场及其它相应的投资者保护制度发展到较为完善和高级阶段,进一步强调和重视维护投资者利益,防范体系性金融风险,提升市场信心的必然产物。

随着战后管理全球金融和贸易的布雷顿森林体系的逐步解体,旧的国际金融体系走向终结。相继而来的是各国政府对金融监管的普遍放松,金融风险迅速走向私人化和市场化。金融风险的市场化和私人化过程一方面刺激了追求投机性利润和大量套利收益的资本流动的规模和速度迅速扩大和提升,致使原有的交易和清算体系不能满足投资者交易需求,证券交易和清算过程中违规和违法行为屡见不鲜。另一方面,随着资本流动的加快,投机性机会的增多,券商普遍利用自身的信息优势和交易的主导权,纷纷采用诸如虚报财务信息,操纵股价和违法出售未注册股票等严重侵害广大投资者利益的行为,一则致使券商自身纷纷濒临关门破产,再者造成投资者股票和现金大量损失,严重伤害投资者的市场信心。

为了维持投资者信心,保证证券市场稳定发展,各国(地区)开始建立保护中小投资者利益的投资者赔偿制度。建立较早的是加拿大(1969年)和美国(1970年),80年代是建立投资者赔偿计划的高潮阶段,90年代有更多的国家(地区)加入进来。欧盟1997年制定了《投资者赔偿计划指引》,它适应欧盟内部金融市场一体化的需要,建立了统一协调的欧盟内部投资者赔偿制度,对于将来国际金融市场一体化条件下投资者保护的国际协调具有重要的参考意义。

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

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

根据《证券投资者保护基金管理办法》规定，我国证券投资者保护基金注册资金全部来自财政部储存的历年认购新股冻结资金利差余额。早在 2000 年 4 月，证监会、财政部推出证券交易所风险基金和证券结算风险基金时，已一次性提取了当时新股申购冻结资金利差账面余额的 45%，金额高达数十亿元。此外，今年 7 月，尚在襁褓之中的投资者保护基金公司即已获得央行一笔 100 亿元人民币的专项再贷款。由此看来，我国投资者保护基金公司的注册资金及启动资金目前还均源自政府。国际上最常见、也是我国证券法（修正案）规定的会员缴纳会费的形式，还未被启用。

从世界范围看，投资者赔偿基金尽管筹措渠道各异，但大多遵循以下原则：其一，会员自行负担原则。从本质上说，投资者赔偿基金相当于各会员公司为自己的客户购买了一笔保险，有利于增强客户信心、进而吸引潜在的客户。因而，对于这种由监管当局推行的强制性保险，绝大多数券商都选择了尊重。

其二，权利义务相匹配原则。即会员承担的会费与其潜在的赔偿资金需求相匹配。例如，希腊雅典股票交易所会员担保基金规定，会员会费的计算公式考虑了会员的风险度，包括资本金规模和由担保基金衡量的会员自我保护水平（即成员的内控、管理和外部联系）。

其三，充足与适度原则。赔偿基金在足以赔付投资者的同时，必须与潜在的赔偿需求大体保持一致。若资金过多，易造成资金浪费和会员负担过重。

其四，有限赔付原则。如果券商倒闭后，投资者可从基金中获得全额赔付，则他们显然不愿在选择券商方面费时费力，这样，投资者对券商形成的优胜劣汰作用将大为减损，同时也会带来巨大的道德风险。故而，正如保险合同中设定了投保人的自保比例那样，各国（地区）都确定了证券投资赔偿基金的有限赔付原则。

新成立的中国证券投资者保护基金公司，在国家强力支持、管理决策层的正

确领导和公司全体的共同努力下，已以最快的速度步入正轨，各项业务也已顺利展开。目前，需要值得关注的是，我们在吸收和借鉴国外先进经验和做法时，必须要结合中国实际，在资金筹措、运营、赔付等层面上的技术设计和规则制定保持政策和制度的连贯性和各项机制之间的内在兼容性。

1.4 完善投资者保护制度，促进资本市场健康发展

毋庸置疑，完善投资者保护制度，促进资本市场健康发展是一项系统工程。为此，必须建立与其相适应保障体系，也就是说，应该从事前防范、事中控制和事后处理三个个方面来采取措施。具体的说，面对全球化背景下的中国投资者保护体系的现状，目前亟需解决的问题包括：

第一，积极推进股权分置改革，实现股权结构合理化，完善董事会功能，加强上市公司内部控制和外部治理市场的培育。从保护广大投资者利益出发，在制度设计和政策安排上，鼓励和促进上市公司提高自身的财务和会计透明度，扩大自愿性信息披露的范围和内容。

第二，针对当前行政监管中的制裁力度偏小偏弱以及规则执行的非连续性和虚置问题，完善和强化行政监管中的执行力度。改变行政监管中角色权责配置的不对称结构，形成不同角色之间相对独立并相互平衡的有机结构，包括收缩政府角色权责配置、强化制度仲裁人角色权责配置以及消除公司股东权责配置障碍等措施。政府与市场主体博弈模式的重构则集中在构造现实的制度设计中充分博弈模式方面，包括建立公开参与机制、合理的博弈代表形成机制和有约束力的反馈机制等。

第三，在金融监管体系的建设方面，在坚持以维护经济和金融稳定，防范体系性金融风险的基础上，重点关注对投资者利益的保护，以促进公平市场竞争和维护有效市场秩序为原则，依法实施监管，尽量减少直接的行政命令和干预。在监管理念上，注重从基于规则的监管向基于过程的监管转变。

第四，完善投资者的诉讼机制，建设上市公司对大股东，中小投资者对上市公司及其董事会和经理层以及中介机构的诉讼和民事赔偿机制，行政和刑事处罚机制，以强化市场各方责任。特别是对市场信心产生极大影响的重大侵权行为，一定要及时从严查处，这样，才能让潜在违规者引以为戒，让投资者的信心得到

迅速恢复。

第五，面对即将来临的金融全面开放局势，加强投资者保护制度国际交流与合作，尽快实现投资者保护制度在技术、方法和理念上的国际接轨。尤其要特别注意，面对境内境外不同的投资者保护机制在制度和技术上的差异可能引致监管套利行为发生，从而造成对国内资本市场的冲击和投资者补偿机制失效；规避和防范登记结算体系中投资者资产和资金国际间的流动的国家风险和安全性。

最后，就投资者补偿机制本身而言，其作为投资者保护体系中最后一环的事后处理机制和过程，对投资者利益的保护起最后屏障作用。其中，尤为值得一提的是保护不足和保护过度的取舍和平衡问题。不言而喻，保护不足则投资者补偿机制失去其本身意义，然而，保护过度不仅阻碍投资者保护基金的自身发展和正常运行，更为重要的是不利于投资者风险意识和自我保护的培育和提高。

第二章 上市公司治理与投资者保护

公司治理结构有广义和狭义之分。广义上将公司治理结构全面界定为关于协调企业的所有者、债权人、经营者和职工之间的一系列制度安排。狭义的公司治理结构则着重强调所有者与经营者这两个主要因素，研究企业与其所有者之间的关系，抓住了主要矛盾，而将债权人和职工这两个在公司治理结构中相对次要的因素简略。本文将从广义的公司治理结构概念出发，认为公司治理结构是一系列用以协调股份公司中内部人、管理者和外部投资者之间利益冲突的企业制度安排。由于信息不对称所导致的逆向选择和道德风险问题，公司治理结构不仅对公司价值有着直接影响，更为重要的是具有信息优势的管理层和控股股东还会对中小股东进行利益侵害。公司治理结构的合理与完善，是投资者保护制度中的重要环节。

2.1 上市公司治理结构、公司价值与投资者保护

现代公司的显著特征是财产的所有权和控制权出现了分离，股东、债权人等外部投资者和管理者成为股份公司的主要利益相关者。他们之间由于信息不对称，激励不相容，责任不对等，存在着严重的利益冲突，其行为方式也表现出明显的差异，因而影响到股份公司的经营能力和公司价值。融资结构通过一系列用以协调各利益主体之间冲突的内部制度安排和资本市场这一影响各利益主体行为的外部环境影响经济主体的行为方式，进而影响公司价值。在一个合理的内部制度安排下和一个完善的外部资本市场中，股权及股权结构通过监督控制等公司治理机制影响公司价值，负债及债务结构通过信息效应、监督效应、激励效应和控制权效应影响公司价值。其中，负债的控制权效应将债权、股权和资本市场三者有机地结合起来，管理者通过调节负债水平可以达到控制代理权争夺和并购结果的目的。债权的信息效应发挥作用的前提是债权的监督、激励效应和控制权效应可以有效地发挥作用，如果破产制度不健全，债权的监督控制机制不起作用，负债的信号机制将会大打折扣。

2.1.1 公司治理结构与公司价值

关于公司治理结构与公司价值之间的关系，融资结构是其中最主要的因素。融资结构主要通过三种途径影响公司价值：负债的避税效应；公司治理机制；信号机制。负债避税效应的大小与税收制度有关，这里拟在委托代理理论分析框架中和不对称信息理论分析框架中，重点考察融资结构通过公司治理机制和信号机制对公司价值的影响。

在分析融资结构通过公司治理机制影响公司价值时，需要从债权约束和股权约束两方面进行考察。债权和股权作为两种不同的融资方式，以不同的方式控制约束管理者。就债权的约束作用来说，我国不健全的破产机制和银企之间虚拟的债权债务关系，造成债权约束处于弱化状态，负债对公司价值的正影响还不明显。相比之下，股权约束则显得比较复杂。股权约束可分为内部约束和外部约束，内部约束主要包含监督和激励，外部约束包括代理权争夺和并购。

首先，就股权的内部约束来看，我国上市公司的三类主要持股主体的行为特征决定了股权的监督约束机制失效。由于委托代理链条长，国有股的监督约束机制不健全，对管理者的约束力度很有限；高度分散的社会公众股的持股主体既没有能力也没有意愿监督约束管理者；法人股有监督管理者的能力和意愿，但是法人股中相当一部分由国有产权占控制地位，在这种情况下，由于管理者是由国家任命的，他们既代表国家又代表企业，具有双重的身份和人格，因而在一定程度上弱化了法人股东的约束。三类主要的持股主体的行为特征在一定程度上造成了我国上市公司的控制权残缺：股东大会流于形式，“用手投票”的监督约束机制失灵；董事会功能淡化，董事会不能有效地监督经理人员；监事会功能弱化，监事会从属于或受制于总经理，监督不力的现象广泛存在于上市公司。

其次，就股权的内部激励机制来看，我国高级管理人员持股比例很低，持股体系僵化，并带有福利色彩，没有起到股权激励的作用，因而决定了股权的内部激励机制失效。

最后，非流通股比例过大决定了敌意收购等外部约束机制失效。在我国上市公司中，股权高度集中在国家和国家指定的机构，其它大股东持股与之相差悬殊，不利于代理权争夺和敌意并购等外部治理机制发挥作用。当前，我国上市公司的并购多在二级市场外以协议转让方式进行，存在“黑箱操作”现象，行政干预较

为严重，不能对管理者日常经营产生压力，不利于发挥股权约束对公司价值的提升作用。

就股权约束和债权约束的相互作用来看，国有企业和国有银行之间的产权关系模糊，负债在国有股处于控制地位的公司中还不能有效地发挥治理作用，成熟市场经济条件下股权治理和债权治理之间的互补作用在我国还不存在。

以上分析表明，我国现有的融资结构造成债权约束和股权约束都不能有效地发挥监督约束管理者、提高公司价值的作用。

从信号机制的角度考察，融资结构影响公司价值的关键是需要一个有效的证券市场。有效的证券市场有利于降低资金供给者和资金需求者之间的信息不对称程度，减少由于信息不对称带来的机会主义。我国复杂的股权结构扭曲了信息的交流和传递渠道，主要表现在以下几方面：

以国有股和法人股为主的非流通股占居主导地位，造成“用脚投票”的外部治理机制失效，因为即使投资者获得了上市公司经营不良的信息，也没有能力做出反应，导致信息的交流和反应机制失效；非流通股比例过小，大额资金追逐少量股票，加大了投机行为，造成了信息在一定程度上失真。不畅通的信息传递机制和投机性大的股票市场使股票价格的信息含量很低，信息显示器的功能无法正常发挥作用。有资料表明，我国股票市场中股票价格反映的市场信息较少（约占40%），上海证券交易所60%的股价变动是非信息因素造成的。这些非市场因素，除了不法行为相当严重和政府的过多干预外，主要与我国证券市场容量很小、流通股比例过小、容易造成市场垄断等因素有很大关系。也就是说，复杂的股权结构降低了证券市场的效率，造成股票价格不能反映公司价值，不利于融资结构影响公司价值的信号机制发挥作用。

不管是从公司治理机制分析，还是从信号机制考察，我国上市公司融资结构影响公司价值的渠道都不畅通，上市公司复杂的股权结构和弱化的债权结构是融资结构影响公司价值的渠道和途径在我国不能有效形成的根本原因。

2.1.2 公司治理结构的扭曲和低效与投资者保护

公司治理结构的扭曲和低效不仅严重的阻碍了上市公司的成长和价值增值（这实际上本身就是对广大中小投资者的利益造成严重侵害），而且还直接导致

管理层和控股股东利用自身所掌握的信息优势及控制权通过各种违规甚至违法操作对广大投资者的利益进行侵害。上市公司普遍存在着股权融资偏好就是一个最好的佐证。对此，理论界从不同的角度进行解释：袁国良、郑江淮和胡志乾（1999）、文宏（1999）、黄少安和张岗（2001）认为股权融资成本低于债权融资成本是上市公司偏好股权融资的主要原因；赵守国和王炎炎（1999）认为股权融资偏好是大股东及其代理人凭借掌握的对上市公司的实际控制权做出的最大化自身利益的选择。

我国上市公司的公司治理结构造成了严重的内部人控制现象，内部人控制现象的固化和内部人进一步控制公司的愿望是形成股权融资偏好的直接原因，同时也是侵害广大投资者利益的直接手段。对我国股权结构的分析表明，国家作为第一大股东的监督效率低下；法人股的约束也相对弱化；仅占总股本 1/3 的社会公众股处于流通状态，流通股很分散，既没有能力也没有意愿监督控制管理者，公司的内、外部治理机制都不能有效地发挥作用。在这种情况下，股权融资不能对上市公司管理层构成强有力的约束。诚然，相对于银行或政府主要依据投资项目的预期收益率来发放贷款或审批发行债券，对项目审查比较严格，对企业造成较强的约束而言，公司倾向于不受约束的按照自己的意愿来选择融资方式和安排融资结构，对于过分追求资本控制权的管理者来说，他们会想方设法通过发行股票获得更多的资本。

就监督控制管理者的制度安排来说，股权约束处于弱化状态，致使上市公司复杂的股权结构造成西方成熟市场经济条件下股权结构影响公司价值的机理在我国不成立。典型的例子是，在实证研究股权集中度与公司价值的关系时，只有按第一大股东的持股身份将样本分为国有股为第一大股东和法人股为第一大股东两个次样本后，股权集中度与公司价值成倒 U 型曲线的规律才能表现出来。理论研究和实证研究均表明，适度集中的股权结构有利于提高公司价值，而正是由于国有股一股独大，国有股对公司价值有负影响，掩盖了股权结构影响公司价值的一般规律。融资结构影响公司价值的机制不健全和渠道不畅通，公司价值无法反映公司现有的融资结构是否合理，因此，良莠不齐的上市公司都可以通过在股票市场上发行股票获得资本。

就融资结构影响公司价值的外部环境来说，我国资本市场发育不成熟，股票市场的效率还很低。不少实证研究表明，我国股票市场发展至今仍然处于弱有效

阶段，甚至还不具备弱有效性，股价反映信息的程度很低。我国的投资者多为投机者，他们追求短期差价收益，对公司经营管理没有兴趣，对信息的识别能力也很有限。此外，在供求失衡的情况下，当前我国上市公司股价普遍被高估，投资者很难根据公司的融资结构和融资行为来判断公司价值，按照机会窗口理论和市场时机理论，公司偏好股权融资成为顺理成章的事情了²。

分析表明，不管是从监督控制机制来看还是从信号机制来看，融资结构影响公司价值的渠道都还没有有效形成，公司价值也不能反映融资结构是否合理。因此，良莠不齐的上市公司都可以通过发行股票获得资本。

综上所述，当前我国上市公司不合理的融资结构和不完善的资本市场不仅不利于提高公司价值，而且还在一定程度上助长了上市公司的股权融资偏好。从保护投资者的角度看，无论是上市公司的不受约束股权融资偏好和不规范融资行为，还是扭曲的公司治理结构，其根源在于由于制度和历史的原因，处于信息弱势地位和股权相对分散不利处境的广大中小投资者不能得到有效保护，形成不了对大股东和管理层的有效制约，以至于公司治理结构中没有形成有效的约束和激励机制，促进公司健康成长和包括广大投资者在内的股东权益最大化。由此可见，完善公司治理结构，优化融资结构和资本市场是投资者保护制度中的重要环节和核心内容。事实上，目前正在进行的股权分置改革，正是完善我国上市公司治理结构在制度安排上的积极探索和行动。

2.2 我国上市公司治理现状、问题及其对投资者保护影响

上市公司是国民经济中的主要力量和资本市场形成和发展的核心。由于历史和改革过程中遗留的问题，加之法律和制度方面的不尽完善，我国上市公司本身的股权结构和治理结构方面的缺陷，甚至在不久前演变成关乎我国资本市场生死存亡以诚信危机为核心的空前复合危机，以至于我国上市公司的公司治理问题成为资本市场各种矛盾和问题的根源。

² 机会窗口理论和市场时机理论认为公司根据市场时机来进行融资决策，管理者在公司价值被市场高估时发行股票，在公司价值被市场低估时回购股票。

2.2.1 公司治理中的问题及其表现形式

公司治理结构不仅直接影响着公司的融资结构，进而最终影响公司价值。同时，公司治理结构的完善与否也直接决定了上市公司信息披露的透明度和整个资本市场的信息充分和完全。诚然，就我国上市公司的公司治理结构的现状而言，其核心问题是股权的所有者结构。从一定意义上讲，不合理和不健全的股权所有者结构及其各种规定是导致我国资本市场和上市公司自身治理结构各种问题积重难改的根源所在。

第一，国有股一股独大。国有股在上市公司中处于绝对控股地位，是在特定的历史背景和指导思想下形成的。我国的上市公司绝大多数脱胎于国有企业，在国有资产监督管理委员会成立之前，国家作为持股大户存在着“所有者缺位”问题。³ 国有资产（上市公司中的国有股）理论上归“全体人民”共同所有，但对国有资本行使决策权和管理权的只能是代表全民利益的国家和国家指定的机构，因此，国有股控制的上市公司的治理结构存在着以下几方面的问题：

不能有效地解决经营者选择和激励问题。由于在国有股控股的上市公司中，企业的剩余索取权归国家，企业控制权却掌握在政府官员手中，政府官员有选择公司管理者的权利，但承担选择失误后果的责任却非常有限。换言之，他们在某种程度上行使的是廉价投票权，不一定能够保证有经营才能的人占据经理的位置。另外，由于管理者的任命和更换当前仍然主要是政府的行为而不是市场行为，具有良好经营业绩的管理者并不一定能在经理职位一直干下去，因此，管理者普遍存在着短期行为倾向。

不能形成有效的监督约束机制（内部治理机制）。国家或国家指定的机构在监督约束企业时处于两难境地，一方面，政府官员作为国有股的代言人干预企业生产经营，将降低企业的经营活力；另一方面，如果政府官员放弃对企业的监督和控制，会产生严重的委托代理矛盾，形成事实上的内部人控制现象，其结果经常是过度干预与内部人控制并存，或者政府官员和企业管理者合谋，侵蚀国有资产。

³ 事实上，国资委的成立尽管从理论上解决了国有资产的“所有者缺位”问题，但在实际运作中，由于国资委同时行使出资人和监管人的职能，没有摆脱长期形成的政企不分、所有权与经营权合二为一的局面，其功能定位和功能行使机制还不明确，职责界定也不清晰，缺乏有效的权力约束机制，因此，以下有关国有资产监督控制管理者存在的问题仍然在不同程度上以不同方式存在。

不能通过外部治理机制对管理者形成有效的约束。国家作为大股东，造成我国上市公司的控制权转移多以场外协议转让方式进行，围绕净资产定价，定价水平普遍偏低，而不是按照市场原则进行产权转让和产权交易，西方控制约束管理者的控制权市场在我国不能有效地发挥作用。尽管党的十五大以来，我国在竞争性领域开始实行“国退民进”的政策，国家也开始主动对社会法人和个人实行有偿转让国有股，但由于上市公司国有股的转让必须得到财政部或国有资产管理部门的批准，政府仍然决定着控制权转移的成功与否。处于非流通状态的国有股不能在市场上自由流通转让，削弱了代理权争夺和敌意并购等外部公司治理机制对管理者的监督约束作用。

第二，人为划分流通股和非流通股，造成同股不同权的扭曲现象。股票分置改革前，占我国上市公司总股本 2/3 的国有股和法人股处于非流通状态，大量股票不流通给资本市场和上市公司带来了不良后果。既不利于形成有效的资本市场也阻碍了外部治理机制发挥作用。大量股票不流通，给有一定资金实力的机构投资者带来“狂炒”、“恶炒”小盘股的条件和空间，加剧了股市的震荡和波动，造成了一、二级市场的价格随意性大，股价波动幅度大；非流通股的监督功能不力以及由此导致的“内部人控制”问题，造成股票市场反映的信息不完全，包含股价在内的市场机制功能低下，加大了市场交易成本。上市公司的总市值是按比重较小的流通股的价格来套算的，没有真正代表公司的市场价值，股票市场价格信息严重失真。我国股票市场上 2/3 的股票为非流通股，仅占总股本 1/3 的流通股又以 A、B、H 三种形式存在，股票流通市场彼此分割，不利于外部约束机制发挥作用。那些能够流通的、由社会公众分散持有的股票虽然可以选择“用脚投票”的方式，通过市场机制的外在力量给经理人施加压力，但由于所占比例太小，即使所有的散户股东都抛售手中的股票，即使有人能将某家上市公司的流通股全部买进，也不能取得该公司的控制权，对经理人员也不会造成压力，因此，敌意并购等外部治理机制难以发挥作用。就并购方来说，要约收购的目标公司常常是股票全部上市流通的“三无”概念股票的上市公司，流通股比例很小，接管者很难在二级市场上购买足够的股份实现控制权转移，而且二级市场上的股价很高，加大了要约收购的成本，导致控制权转移只能以协议收购的方式进行。

第三，股权集中度过高，第一大股东与其它大股东持股比例相差悬殊，不利于形成相互制衡的股权结构。我国上市公司的股权集中度大大高于国际平均水

平,在集中度高的股权结构中存在第一大股东持股比例偏高、其他大股东持股比例偏低的问题。根据郭春丽(2004)的研究,在其选择的862个有效样本中,有440家上市公司除第一大股东外甚至没有超过5%的大股东;第一大股东持股比例超过50%的有351家,占总数的41.81%,其中,国家为第一大股东时持股比例高于50%的有174家,占第一大股东持股比例在该区间的公司总数的48.07%;在国有股为第一大股东的362家上市公司中,有232家除第一大股东外,没有超过5%的大股东,占有效样本的64.09%。这样的股权结构产生了我国上市公司基本上由第一大股东尤其是国有股控制整个公司、缺乏其它大股东与其制衡的格局,不利于经理阶层在更大范围内接受多元产权主体对企业经营活动的监督和约束,不利于完善公司治理结构,更不利于提高公司价值。

第四,高级管理人员持股比例过小和持股体系封闭。与国外相比,我国上市公司的高级管理人员持股比例偏低。根据郭春丽(2004)选择的有效样本,高级管理人员持股比例的均值为0.07%。然而据Morck,Shleifer和Vishny(1980)对1980年《财富》杂志评出的最大的500家公司的研究表明,所有样本的董事会持股比例的平均值为10.6%。另外,Friend and Lang(1988)的研究表明,美国公司管理者持股的平均值为19.9%。当前,我国高级管理人员持股制度存在着一系列的问题。首先是管理者持股目标还不明确,高级管理人员持股只是内部职工持股的一个组成部分。由于我国股市一级市场和二级市场之间存在巨大的差价,持有内部职工股的人(包括高级管理人员)不必付出努力就可以获得丰厚的利润,不能起到激励作用。

相对于国外的高级管理人员持股计划旨在为管理人员提供一种长期激励而言,我国的管理人员持股则与西方不同:一方面,内部员工持股尽管也是一种奖励,但它仅仅是作为正式员工的资格而不是表现取得的;另一方面,这种奖励是针对过去的,是一次性的,不能对未来产生激励作用,这种奖励类似于福利,此其二。另外,高级管理人员持股体系封闭,不能通过二级市场买卖本公司股票,也是导致激励不足的一个重要原因。

比例偏小小、定位不明、带有福利色彩、处于封闭状态的高级管理人员持股体系,不仅不能使管理者的利益和股东的利益紧密地联系在一起产生利益趋同效应,达到激励管理者、提高公司价值的目的,而且管理者持股很低在一定程度上弱化了债权的激励效应。在我国管理者持股比例很低、甚至为零的情况下,债权

融资无法起到间接激励管理者的作用，从而弱化了债权治理效应。高级管理人员由于不拥有公司的股权，控制权失去了转移的理由和根据，管理者无法影响公司的控制权争夺结果，则投资者也无法通过管理者的持股水平来推断公司的质量，在一定程度上也削弱了资本结构的信息效应。

2.2.2 公司治理结构的不完善对投资者保护的影响

从保护投资者的角度，完善公司治理结构，提高信息披露制度，降低资本市场的信息不对称性，减少因信息的不对称而导致的道德风险和逆向选择问题，应该说是目前我国上市公司的公司治理结构亟需解决的关键和首要问题。纵观我国资本市场发展过程，因公司治理不健全而导致对广大中小投资者形成直接侵害各种问题，具体表现在以下几个方面：

其一、信息披露滞后，准确性较差。上市公司能否真实、准确、完整、及时地披露信息是其诚信状况的良好体现。根据上市公司年报披露时间的更改次数和推迟公布时间所体现的及时性，从对上市公司 2003 年年报披露及时性的调查中，共有 30 家上市公司更改了年报披露日期，共推迟 416 天，平均推迟 13.87 天。在信息的真实性方面，一部分公司利用上市规则的漏洞或会计技术处理操纵利润，披露的年报中存在大量的公允性瑕疵。在信息披露的准确性和完整性方面，据统计，共有 73 家对年报进行了补充或更正，占全部上市公司数量的 5.79%。其中，有 49 家进行了更正，32 家做了补充，既有补充又更正的公司有 8 家。“财务报告”是年报中非常重要的项目，也是投资者对上市公司进行投资决策时最重要的参考项目。对其进行补充、更正常常有粉饰报表的嫌疑。

其二、关联方资金占用现象较普遍。2003 年中国 1261 家 A 股上市公司中，关联方不占用上市公司资金的公司共有 556 家，占总数的 44.09%；其余 55.91% 的公司均存在或多或少的关联方资金占用情况。关联方资金占用数额共计 209,776,983,145.91 元，占上市公司总资产的 3.46%，占当年净利润的 46.14%，其中资金占用占总资产比重在 0 到 10% 之间的有 565 家，占总数的 44.81%，在 10% 到 50% 之间的有 127 家，占上市公司总数的 10.07%；大于 50% 的有 13 家，占上市公司总数的 1.03%。关联方资金占用现象目前我国上市公司中仍然较为普遍。由于关联方资金占用有将上市公司变为大股东“提款机”的嫌疑，给资本市

场带来很大的不稳定因素。尽管在证监会的《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》中对关联方资金占用进行了限制，但在具体限额和处罚方面没有做出明确规定。

其三、募集资金投向随意变更比例较高。近两年我国上市公司改变募集资金使用数呈逐年下降的态势，从整体看有所改观。但平均到各个公司，比例变化却不大。因此募集资金的使用情况依旧不容乐观，涉及改变的比例数仍在 15% 以上。这说明上市公司在诚信方面还需要做很多工作。

其四、违规运作干扰市场正常秩序。虽然从这些数据上看，大多数企业的运作还是比较规范的，但是依旧有一定数量的企业存在着诸多问题。例如，有的企业重大事项披露不及时，或者干脆不披露，甚至利用假消息混淆视听，干扰了证券市场的正常秩序，给整个证券市场造成了混乱。更有甚者，有的企业刚刚上市就被揭露有虚假陈述，这不仅仅是对市场的干扰，更是对投资者的欺骗。

其五、担保范围扩大，性质也发生异化。据统计数据显示，目前涉及担保的 A 股上市公司有 520 家，占公司总数的 41.24%。披露的担保总额上千亿元，其中仅深市 506 家上市公司中涉及担保的就有 295 家，担保总额就已达 617 亿元。此外，担保金额较大的几十家上市公司占有全部 A 股上市公司担保总额的比例达 25%。有迹象表明，上市公司“担保圈”范围正在不断放大，其性质也在发生异化，主要呈现以下特点 1.担保对象从大股东向控股子公司转变；2.违规担保多，信息披露滞后；3.上市公司护卫担保的地域性特征明显；4.控股股东操纵上市公司违规担保。

其六、诉讼事件与诉讼损失逐年增多。2003 年 A 股上市公司共涉及诉讼事项 1118 项，诉讼损失为 1935.89 亿元，占上市公司总资产的 2.60%，占上市公司当年净利润的 42.58%，占主营业务收入的 5.78%。另外，企业的诉讼损失逐年增多，在 2001 年平均的诉讼损失为 350.11 万元，2003 年高达 15494.23 万元。逐年上升的诉讼损失不仅阻碍了企业的正常发展，影响了企业的正常经营活动，而且诉讼事项的背后往往蕴涵着经营活动和财务运作的风险，并最终在利润表中体现出来。从上市公司诉讼事项的演变过程看，历史遗留问题占有较大的比重。历史遗留问题对上市公司经营活动所产生的影响也是持续的，不利影响也更加明显，这一点应引起投资者、市场和相关部门的重视和注意。

其七、关联交易有“多元化”发展趋势。在中国的资本市场，关联交易历来是

个敏感词。作为一种交易方式，关联交易应为一个中性词。但由于市场的种种不规范操作使得其与交易黑幕、诚信危机联系在了一起。事实上，我国上市公司的关联交易种类近年来确实呈上升趋势，并且关联交易也有“多元化”的发展态势。统计显示，上市公司关联交易种类的平均数 2001 年为 1.69，2002 年为 1.19，2003 年为 3.00；关联交易种类最多的公司，交易的种类 2001 年为 7，2002 年为 5，2003 年达到 9。可见，关联交易在一些上市公司日常交易中占有了一定的比例。

其八、审计意见存在水分。注册会计师对上市公司出具的审计意见应该是对上市公司年报真实性、公允性的公正评价，也是对公司在持续经营能力是否存在的问题的提示。然而，在我国审计意见被人为操纵的情况却屡有发生。在 2001 年上市公司被出具了标准无保留意见的占总数的 86.78%，2002 年为 87.93%，2003 年为 93.34%，相对应的被出示非标准审计意见公司的在 2002 年占到了上市公司总数的 12.07%，2003 年为 6.66%。单从数据上来看，问题公司正在减少，但现实中仍然有一部分会计师事务所降低审计意见的严格程度。在被出具带有说明段保留意见的公司的财务报告中，有许多都产生了巨额或有负债或应收账款无法收回，其持续经营假设的基础已经岌岌可危。同时，在被出具了保留意见的上市公司报表中，也能发现类似的情况。因此，可以说，注册会计师对审计意见标准的把握普遍放松。

上市公司的公司治理中以上存在的问题的极端和集中体现就是财务欺诈，这是对广大中小投资者最为严重的利益侵害行为。财务欺诈典型的是明显违背会计准则和有关法律规章，对财务会计信息进行篡改和虚构的行为。其对财务会计信息的扭曲程度，对投资者的危害性及严重性是不言而喻的。财务欺诈的途径不外乎两种：其一是基于会计盈余目标的对损益表和资产负债表的操纵；其二就是基于对现金流为目标的操纵。诚然，加强社会信用体系建设，培育优信用文化氛围，提高上市公司诚信水平，是消除和减少上市公司财务欺诈行为的根本途径，但是面对上市公司欺诈行为和手段，采用科学合理的甄别方法和技术从纷繁复杂的财务信息中辨识真伪也是亟需和必要的。其中，加强监管，完善信息披露机制，鼓励和扩大自愿性信息披露的内容和范围应该最为重要的一环。

2.3 公司治理国际发展趋势

公司治理结构模式的差异及其相关的政策含义是近年来学术研究的一个重点和热点问题。公司治理结构模式与公司的资本结构、公司内部治理机制、公司外部治理机制存在着广泛的和密切的关联。从保护投资者利益的角度，一个健全和完善的公司治理结构应该有着较高的信息透明度，旨在保证公司价值增值最大化，维护资本市场稳定和投资者利益。

近年来许多研究对公司治理结构进行了比较研究。国外学者对公司治理结构的典型分类是所谓“二分法”。如，埃瑞克·伯格洛夫（Erik Berglöf）⁴把公司治理结构区分为“保持距离模式”（Arm's Length），和“控制导向模式”（Control-Oriented）；莫兰德（Moerland）⁵则用“市场导向型”（Market-Oriented）和“网络导向型”（Network-Oriented）来区分公司治理结构模式。而且都以英美等国家的公司治理结构模式和德日等国家的公司模式为代表进行了比较。

由于他们对公司治理结构模式分类的启示意义，我国学术研究中，在接受这种分类的基础上，对公司治理结构模式给出了“三分法”⁶或“四分法”⁷，即把公司治理模式分为三种或四种：模式 I，是所谓“英美模式”，以美国、英国和加拿大等国家为代表的市场导向型或称为保持距离模式；模式 II，是所谓“德日模式”，以日本、德国等国家为代表的网络导向型或控制导向模式；模式 III，是所谓东南亚、拉美“家族控制模式”；模式 IV，是所谓“内部人控制模式”或称“转轨经济模式”。

模式 I 的特点是存在非常发达的金融市场；公司的股权比较分散；公司控制权市场非常活跃，对经营管理者的行为起到重要的激励约束作用；股东对公司经营管理的影响很弱；对经营者管理不善的惩罚通常是股东卖掉股票（即所谓“用脚投票”），以及随之而来的恶意收购。在美国，政府规定禁止银行、共同基金、养老基金和保险公司以保持资产多样化作为理由持有公司控制性权益。因此在这种

⁴ 埃瑞克·伯格洛夫：《转轨经济中的公司治理结构：理论及其政策含义》，青木昌彦、钱颖一：《转轨经济中的公司治理结构：内部人控制和银行的作用》，第 73-113 页，中国经济出版社，1995 年 4 月版。

⁵ (荷兰)莫兰德：《不同公司体制中的替代性约束机制》，《改革》1999 年第 2 期。

⁶ 参见：陈佳贵、黄群慧：《中国不同所有制企业治理结构的比较与改善》，《公司治理改革：中国与世界》，第 361-376 页，经济管理出版社，2002 年 9 月版；李维安：《现代公司治理研究》，第 80-160 页，中国人民大学出版社，2002 年 4 月版。

⁷ 孔翔：《中国上市公司治理研究》，《研究报告》，第 12-18 页，深圳证券交易所综合研究所，2001 年 10 月 11 日深证综研字第 0039 号。

模式中股东的利益在很大程度上是靠流动的股权投资市场及有关信息披露、内部交易、小股东权益保护的法规等来保护的。

在模式II中，公司的股权相对集中，公司具有主要投资者，他们拥有公司显著的利益或股份，管理层是在这些主要投资者——银行、非银行金融机构或其它公司的严格监督之下的。所有权的集中使得投资者既有激励又有能力去监督和控制管理层。在德国，三家最大的银行拥有上市公司股份的很大一部分，他们还代表其它股东投票。在日本，银行通常是公众上市公司的最大股东，公司间交叉持股的比例比德国更高。

模式III的特点是在资本市场上家族资本占优势，分散的公众持股比例低；公司控制权市场、经理人市场不成熟；存在银行债权相机控制的可能；法制不是很完善。这主要指在除中国和日本以外的大部分东亚及东南亚国家和地区，如韩国、香港、台湾、泰国、新加坡、马来西亚、菲律宾、印尼等。公司股权一般都集中在创业者家族手中，控股家族通常普遍地参与公司的经营管理和投资决策，公司的主要高级经营职位也主要由控股家族的成员担任，因此，主要股东与经理层是合一的。这种公司治理模式使得主要股东与经理层的利益一致，部分地消除了欧美公司由于所有权与经营权分离所产生的委托代理问题。然而，这种公司治理模式普遍存在的问题是主控股股东和经理层侵害公司其他股东的利益，因此，公司治理的核心从控制管理层和股东之间的利益冲突转变为控制大股东与经理层和广大中小股东之间的利益冲突。

模式IV，内部人控制模式。所谓内部人控制是指公司既缺乏股东的内部控制、又缺乏公司外部治理市场及有关法规的监控，从而导致公司的经理层和职工成为企业实际控制人的现象，主要发生在前苏联和东欧等转轨经济国家，在我国部分由原来的国有企业改制而来的上市公司中也有一定程度的表现。前苏联和东欧等转轨经济国家具有某些共同的特点，例如都存在着数量众多、规模庞大的国有企业需要进行重组，同时又继承了原有较为混乱的法律体系。在由计划经济向市场经济转轨的过程中，原来的国有企业普遍存在着所有者缺位的现象，而市场机制的发育还不完善，有效的公司控制权市场和经理人才市场还不能有效发挥作用；再加上法律体系不健全和执行力度微弱，无法对经理层起到有效的控制作用，这些导致经理们利用计划经济解体后留下的真空，对企业实行强有力的控制，在某种程度上成为企业的实际所有者。

通过以上比较可见，与公司治理结构模式密切关联的因素有资本结构、治理机制和相关法律法规规则等，其中资本结构（尤其是股权结构）和公司控制机制是公司治理结构中最为核心的内容。

公司治理结构的形成以一定的资本结构为前提，资本结构的构成除了权益比率（债权与股权之比）外，重要的就是股权结构。

表 3-1 至 3-4 列出了美国、英国、德国、日本、法国、瑞士和中国等国家的上市公司股本结构比较的一些统计数字。

表 3-1 企业资产持有者的分类*（1996 年） 单位：持股的百分比

| 股东 | 美国 | 英国 | 德国 | 法国 | 瑞士 | 日本 | 中国(1995年) |
|--------|----|----|----|----|----|----|-----------|
| 银行 | 6 | 1 | 10 | 7 | 1 | 15 | |
| 退休保险基金 | 28 | 50 | 12 | 9 | 14 | 12 | |
| 投资基金 | 12 | 8 | 8 | 11 | 15 | -- | |
| 其它金融机构 | 1 | 9 | -- | 3 | -- | 15 | |
| 非金融企业 | -- | 1 | 42 | 19 | 11 | 27 | 28.7 |
| 个人 | 49 | 21 | 15 | 23 | 19 | 20 | 31.5 |
| 政府 | -- | 1 | 4 | 2 | 8 | 1 | 30.9 |
| 外国投资者 | 5 | 9 | 9 | 25 | 32 | 11 | 6.1 |

* 英国数字为 1994 年底；日本的退休基金、投资基金统计包括在“其他金融机构”之中。

资料来源：梁能：《公司治理结构：中国的实践与美国的经验》，第 6 页，中国人民大学出版社，2000 年 4 月版。中国数字参见：孔翔：《美国股份公司的内部管理》，《研究报告》，第 9 页，深圳证券交易所综合研究所，1999 年 6 月 3 日深证综研字第 0012 号。

表 3-2 大型非金融公司的股权集中度（1995 年前五大股东持股比例）

| | 美国 | 日本 | 德国 | 中国 |
|------------|-------|-------|-------|--------|
| 平均值(%) | 25.4 | 33.1 | 79.2 | 58.1 |
| 中位值(%) | 20.9 | 29.7 | 98.5 | 58.3 |
| 标准差(%) | 16 | 13.8 | 31.7 | 15.8 |
| 最低(%) | 1.3 | 10.9 | 5 | 3.1 |
| 最高(%) | 87.1 | 85 | 100 | 94.4 |
| 标准离差率** | 62.99 | 41.69 | 40.03 | 27.19 |
| 总资产(百万美元) | 3505 | 1835 | 3483 | 162.4* |
| 股权市值(百万美元) | 1287 | 811 | 1497 | 148.9* |

** 标准离差率=标准差/平均值，它能准确表明离散程度；* 中国数据以 1995 年百万美元为单位，按人民币对美元汇率 1 美元=8.3 元人民币计算得到。

除标准离差率外，其它数据来源：许小年、王燕：《中国上市公司的所有制结构与公司治理》。梁能：《公司治理结构：中国的实践与美国的经验》，第 106 页，中国人民大学出版社，2000 年 4 月版。

3-3 日本六大企业集团相互持股比率* (%)

| | 三井 | 三菱 | 住友 | 芙蓉 | 三和 | 一劝 | 六大企业集团平均 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| 1977 | 22.22 | 30.35 | 34 | 19.11 | 20.98 | 16.47 | 24.18 |
| 1981 | 23.13 | 36.93 | 36.57 | 18.8 | 19.95 | 17.5 | 25.48 |
| 1985 | 21.61 | 39.94 | 29.68 | 17.36 | 18.03 | 16.78 | 23.9 |
| 1987 | 21.35 | 36.04 | 29.4 | 17.11 | 17.05 | 14.92 | 22.65 |
| 1989 | 19.46 | 35.45 | 27.46 | 16.39 | 16.46 | 14.6 | 21.64 |
| 1991 | 19.28 | 38.12 | 28.02 | 17.06 | 16.77 | 14.59 | 22.31 |
| 1992 | 19.29 | 38.21 | 27.95 | 16.88 | 16.88 | 14.24 | 22.24 |

注：* 相互持股比率指集团一个成员公司被集团各成员公司持股率的合计。

王键：《日本企业集团的形成与发展》，第120页，中国社会科学出版社，2001年版。

表3-4 1990年德国银行的持股与代理投票权

| 银行的总投票权(%) | 小于10 | 10--25 | 25-50 | 50-75 | 大于75 | 合计 |
|------------|-------|--------|-------|-------|-------|-----|
| 公司数量 | 17 | 9 | 5 | 9 | 17 | 57 |
| 公司数量的比例(%) | 29.82 | 15.79 | 8.77 | 15.79 | 29.82 | 100 |

资料来源：T·鲍姆斯等：《股东投票与公司支配：德国的经验》，青木昌彦等：《转形经济中的公司支配》，世界银行 1995。

从上面几张表资料可以看出，以美国和英国为代表的模式 I 和以德国和日本为代表的模式 II，在资本结构上也表现出不同的特点。模式 I 的股权结构特征是：(1)以个人和机构投资者持股为主。如美国公司的资产中来自个人的占 49%，来自机构投资者（退休保险基金和投资基金）的占 40%，两者合计 89%；英国公司资产中来自个人的占 21%，来自机构投资者（退休保险基金和投资基金）的占 58%，两者合计 79%。(2)股权较分散。如表 5-2 所示，比较四个国家 1995 年非金融公司前五大股东持股比例，美国公司的股权分散度最高。

模式 II 的股权结构特征是：(1)企业的资产来源以银行和非金融企业。如德国公司中的资产中来自银行的占 10%，来自非金融企业的占 42%，两者合计 52%；日本公司资产中来自银行的占 15%，来自非金融机构投资者的占 27%，两者合计 42%。(2)法人之间相互持股为主，全能银行持股及代理投票制度作用显著。如表 5-3 所示，日本六大企业集团内企业相互持股平均达到 22%-25%。根据帕尔·舍尔德(Paul Sheard)⁸1989 年的调查，在他所调查的东京交易所上市公司中，银行居最大或第二大股东地位的公司占 29%，而银行居前五位股东地位的公司占 72%，在日本的大公司中，大约 50%的股份被银行持有。另据鲍尔斯(Prowse)⁹1990

⁸ Paul Sheard: "Delegated Monitoring Among Delegated Monitors: Principal-Agent Aspects of the Japanese Main Bank System," *Journal of International Economics*. <http://papers.ssrn.com/> 1989.

⁹ Prowse .s: "Institutional Investment Patterns and Corporate Finance Behavior in the U.S. and Japan," *Journal of Financial Economics* 27:43-66. <http://papers.ssrn.com/>, 1990.

年研究发现, 银行在日本公司中既是最大的贷款者又是最大的股东的情况占其研究样本的 57%。德国银行不仅为提供贷款, 认购债券, 帮助发行股票, 还直接持有企业的股权。虽然每家银行的持股都比较分散, 但德国的大部分个人投资者并不直接进入股票市场, 而是利用银行所拥有的信息优势和专业知识, 委托银行作为专业代理人为他们经营股票并行使投票权, 这样, 银行得到了大量的委托投票权, 从而也在很大程度上得到了公司的终极控制权。如表 5-4 所示, 1990 年对德国 100 家大企业中 57 家企业的研究表明, 把银行自身所持有的股权与代理投票权加总之后, 银行在 45.6% 的企业中拥有 50% 以上的投票权。

公司控制机制的“英美模式”和“德日模式”有着明显的不同。一般来说, 为了保证公司不要偏离价值最大化的行为太远, 有许多机制可以使用, 包括直接和间接的控制措施。一般来说, 如果股权集中在少数几个投资者手中, 那么他们就有足够的激励去获取信息和监督公司的管理。大的持股比例也使他们有能力控制管理层。如果所有权的集中是不可能的, 那就必须运用间接的监督和手段, 这包括活跃的企业收购市场, 运行良好、充满竞争的经理人才市场, 以及债权的集中 (在这种情况下, 监督的职能由债权人来完成)。表 5-5 显示了两种模式不同的公司控制机制。

在英美模式中, 间接的公司控制手段被经常使用, 这包括恶意收购、杠杆收购、‘用脚投票’、代理之战、基于表现的激励合同、内部交易及关联交易的法律禁止、以及对小股东权益的法律保护等。而德日模式偏重于直接控制, 包括董事会的控制、任命和撤换主要管理人员、以及大股东的监督。大股东可能是金融机构、其它非金融公司或个人。恶意收购实际上在德国和日本不存在。例如, 在德国, 自二战以来, 到 1992 年为止, 只有四起成功的恶意收购。以收购来替换无效的管理层在日本也不普遍。然而在美国, 1980 年《财富》500 家中的 10% 后来均被恶意收购过。

表 3-5 不同的控制机制在大型非金融公司中的重要性

| 控制机制 | 美国 | 日本 | 德国 |
|----------------------|----|---------------------------|----------------|
| 董事会的独立性 对管理层的权力 | 小 | 正式的很小, 更多的非正式的影响通过总裁俱乐部会议 | 最大 |
| 高层管理人员薪酬 与公司表现的联系 | 较大 | 几乎没有 | 对所有者担任经理的公司很重要 |
| 金融机构股东的监督 | 小 | 很强 | 较强 |
| 非金融机构股东的监督 | 小 | 较强 | 很强 |
| 个人股东的监督 | 小 | 小 | 对所有者担任经理的公司很重要 |
| 恶意收购的频数 | 频繁 | 实际上不存在 | 实际上不存在 |

孔翔：《美国股份公司的内部管理》，《研究报告》，第 10 页，深圳证券交易所综合研究所，1999 年 6 月 3 日深证综研字第 0012 号。

表 3-6 公司控制的法律法规限制

| 机构名称 | 美国 | 日本 | 德国 |
|--------|--|-------------------------------------|--------------------------|
| 银行 | 不允许持有股票，或经批准‘被动’持有一家公司不超过5%的股票 | 87年前可持有一家 公司最多10%的股票， 87年后5%。 | 没有限制，除 出于谨慎的 考虑以外。 |
| 人寿保险公司 | 允许持有一家公司不超 过2%的股票，其财产中 股票的比例不超过20% | 可持有一家公司 最多10%的股票。 | 财产中股票的比例不 超过20% |
| 共同基金 | 持有一家公司超 过10%的股票，有税收 惩罚和法规约束 | 没有限制 | 没有限制 |
| 养老基金 | 投资必须多样化 | 没有限制 | 没有限制 |
| 其它 | 证券交易委员会5%持股 公告要求，防止内部 交易的法律不鼓励机 构‘积极’的持股。 | | 法定25%持 股公告要求。 |

孔翔：《美国股份公司的内部管理》，《研究报告》，第 10 页，深圳证券交易所综合研究所，1999 年 6 月 3 日深证综研字第 0012 号。

究竟是什么因素导致不同的公司治理机制和所有权集中程度呢？鲍尔斯 (Prowse)¹⁰认为两种模式不同的原因在于公司所处的法律及法规环境的截然不同。法律对投资者尤其是机构投资者持有公司大量债权和股权的限制使得英美公司通常都有较为分散的权益。表 5-6 列出了有关公司控制的法律法规限制。英美法律通常对投资者持有大量的、能够对公司产生影响的权益抱有敌意。而金融机构在日本和德国有更大的自由度拥有股份和对公司的管理施加影响和控制。

就我国的情况来说，上市公司治理中一个普遍问题是内部人控制现象严重。造成这种现象的原因在于我国上市公司内部治理机制不健全，外部市场机制没有完全建立起来，以及法制还不完善，当前的股权分置改革正是致力于这一问题的解决的积极探索。

2.4 完善公司治理结构，加强证券投资者保护

规范的公司治理机制的建立不是一朝一夕能够实现的，需要政府、监管机构、投资者和经营者的共同努力，通过逐步建立有效的公司内部制衡、激励与约束机制，培育有效的治理市场，完善有效的法律法规来完成。针对目前我国上市公司

¹⁰ Prowse, S, Corporate Governance in an International Perspective: A Survey of Corporate Governance Mechanisms among Large Firms in the United States, the United Kingdom, Japan, and Germany, Prentice Hall, New York.

治理结构存在的问题，我们认为应采取的具体措施包括：

第一，尽快解决股权分置问题，改变“一股独大”的状况，实现股权结构合理化。

从理论上说，只要公司治理机制设计得当，“一股独大”的现象不会产生很大的问题。但是由于我国的现实情况是公司外部治理市场还处于培育期，无论是公司控制权市场还是经理人才市场都还没有形成对上市公司经营管理者们的有效约束；另外，我国有关公司治理的法律法规还有待完善，特别是有法不依、执法不严的现象还非常严重。在这种情况下，“一股独大”现象的存在就会成为一个严重的问题。为此，应结合国有资产管理体制改革，从以下两个方面作起：一是实现国有股“减持或分持”，尽快改变上市公司一股独大的状况，形成大股东之间的相互制衡；二是发展和完善上市公司独立董事制度，增强“外部人”对大股东、执行董事和管理层的监控。

第二，完善董事会功能，加强上市公司内部控制。一方面增强董事会的独立性和董事会成员中的独立董事的数量；另一方面建立董事会的自我评价体系，董事会对其治理机制原则应形成书面文件，并定期重新评价。另外，强化董事会的战略管理功能与责任，实现投资决策及决策程序的合理化，推动和监督企业内部各个运作环节的制度和组织建设，使这些环节运作程序化、透明化、合理化，推动内部控制机制的制度化、合理化。

第三，加强公司外部治理市场的培育，其一是公司控制权市场，其二是经理人才市场。公司控制权不能市场化是我国上市公司治理存在问题的一个重要根源。解决这一问题的最终办法是打破公司控制权的国家垄断。为此，要结合国有资产管理体制改革的深入，坚持有所为、有所不为的原则，坚决把国有企业从直接竞争性经济领域中退出来，为其它市场主体进入市场创造条件和空间，使公司控制权市场机制最终得以建立。公司控制权市场的建立，必须有经理人才市场体系的建立和完善与之相辅相成。经理作为公司的实际管理者，行使着处置公司财产、管理公司日常经营活动的实际职能，若没有充分效率的经理人才市场机制，很容易产生经营权的垄断并导致内部人控制，衍生经营者道德风险。在这方面政府和有关部门应当采取积极措施，促进经理人才市场的发展。在国有控股的上市公司中，改变行政任命方式，改变企业领导“能上不能下”的状况，将竞争机制引入经理选聘中，加强上岗竞争激励。

第四，建立上市公司内部控制标准体系。随着公司治理在公司发展中的作用日益凸现，在 20 世纪 90 年代全球兴起了公司治理原则的研究热潮。公司治理原则是介于经济理论和法律之间的、一般不具有法律强制力的务实的实施准则。各国企业的实践表明，良好的公司治理结构既需要国家对治理结构有强制性的法律法规，又应制定与市场环境变化相适应的、具有约束性和灵活性的公司治理原则。可喜的是，我国上市公司治理结构改进的工作已经拉开帷幕并取得了积极成果，集中体现在《中国上市公司治理准则指引》¹¹中。

第五，完善信息披露机制，提高上市公司诚信水平。监管者与被监管者的博弈其实贯穿着一切游戏的始终。在被监管者不断找出新的方法钻法律、制度空子的同时，监管方也需要不断发现和堵塞漏洞。这就要求我们不断检讨现有的规章制度，不断进行法制创新，并严格执行，使监管工作日臻完美。完善和强化作为约束和加强市场纪律基本手段的信息披露制度，不仅是提高资本市场信息透明，促进上市公司诚信水平提高的标本兼治方法，同时其本身也是我国投资者保护制度中的重要内容。

第六，在完善和提高信息披露制度的基础上，提高管理者持股水平。提高管理者持股水平，可以将管理人员的利益与股东的利益密切联系起来，防范管理者的道德风险，激励管理者努力工作，以实现股东财富最大化。我国上市公司大多脱胎于国有企业，管理者持股水平普遍很低，管理者持股制度存在一系列的问题，还不能起到激励作用。提高管理者持股水平有两种方法：无偿赠与和强制管理者从二级市场购买。无偿赠与容易引起股民的不满，甚至引起股票价格下降；强制管理者从二级市场购买尽管可以增强股民的信心，引起公司股价上升，但这种做法不太现实，购买一定数量的股票需要十万甚至几十万的现金，我国管理人员的收入水平大多偏低，强制管理者购买勉为其难。相比之下，赋予管理者一定的购股权是一个比较现实可行的思路，由于仅当公司的股票升值时，购股权才有价值，

¹¹ 主要包括以下一些内容：股东对公司重大事项应具有知情权和参与决定权；公平对待所有股东，包括中小股东和外资股东；禁止公司股东和内部人员进行内幕交易；关联交易应公平，并充分披露；规范控股集团公司和上市公司之间的关系，集团公司与上市公司应实行资产、人员、机构、财务分开，由直接管理向通过股权的间接管理转变；政府部门与上市公司之间不存在隶属关系；政府作为股东，不得越过股东大会和董事会，对公司的人、财、物进行直接干预；建立股东诉讼制度；完善董事会结构，建立董事会专门委员会，如战略决策、提名、审计、薪酬与考核等专门委员会；建立健全激励约束机制，并强化信息披露，增加公司透明度。

这种方法可以激励管理者努力工作，同时也不需要管理者筹措现金购买股票。

第七，转变监管理念，提高管理创新。资本市场管理体制创新应从对资本市场的监管入手。当前，我国资本市场监管体系的框架已基本建立，市场监管能力不断增强，防范市场风险的水平有了很大提高，但监管方式还带有行政色彩，对资本市场的监管还存在很大问题，为建立市场化的监管制度，应该尽快完善资本市场监管制度，转变资本市场监管方式，提高市场监管水平。完善资本市场监管制度是资本市场监管机制市场化的基础。我国资本市场监管法律体系由全国人大、国务院和财政部、人民银行、证监会等制定，法律框架已初步确立，但还很不完善，不能满足资本市场发展和国际化的要求。今后，对规范资本市场的相关法律没有到位的，应该抓紧制定，尽快出台，在制定和完善相关法律中要注意法律法规之间的相互配套，并增强相关法律法规的可操作性。

第三章 证券市场监管与投资者保护

在所有的证券投资者保护制度中，行政监管是所有制度的基石。虽然在很多时候保护投资者并不是监管的唯一目的，但是，由于证券市场存在严重的信息不对称，离开行政监管的参与，仅仅靠市场自律和司法体系的支持，很难对投资者提供足够的保护。

研究证券市场监管与投资者保护的关系，需要对有关监管理论、我国证券市场监管体系在保护投资者方面存在的问题、国际金融监管的发展趋势进行研究，并就加强和改善证券市场监管，更好地保护投资者利益做出正确的判断和合理的选择。

3.1 监管的一般理论及证券市场监管

3.1.1 有关监管的主要理论

监管并不仅仅是经济学的研究对象，政治学和法学同样对监管进行了不同角度的分析。政治学把焦点放在政策的形成和执行的行政作用方面，法学则关注执法、市场规则及行政程序。从美国来看，监管的重点逐渐从1970年以前的公用事业、通讯、交通、金融等特殊行业的价格与进入控制转变到其后的环境质量、产品安全及工作场所管制等。虽然经济学对监管的研究取得了很大的成绩，但迄今为止，还没有哪一种理论和观点可以完全解释包括金融市场监管在内的各种形式的监管。在有关监管的经济理论中，公共利益理论(The Public Interest Theory)、监管俘获理论(The Capture Theory)和新监管经济学(The New Economic Theory of Regulation)三个流派有较大的影响。

1、监管的公共利益理论

该理论认为，监管的目的是政府通过提高资源配置效率，以增进社会福利，并假定政府专一地追求这一目标。监管是对公众要求纠正某些社会个体和社会组织的不公正、不公平，以及无效率、低效率的一种回应。如果不实施监管，市场机制失灵就可能导致社会资源错配或社会福利的损失。监管的公共利益理论假定，市场机制是有缺陷的，政府干预可以提高市场运行效率。政府监管是针对私

人行为的公共行政政策,是从公共利益出发而制定的规则,并假定在这一过程中,政府可以代表公众做出促进社会帕累托改进的决策。

2、监管俘获理论

20世纪70年代中后期,监管的公共利益理论的主导地位受到了一定挑战。经济学家开始把注意力从研究市场失灵转向决策的具体过程,并在此基础上产生了监管俘获论。该理论认为,随着实践的推移,监管机构会越来越被监管对象所支配,监管者会越来越倾向于保护监管对象的利益而不是社会公众的利益。还有理论流派认为,监管机构是利益集团为了逃避市场竞争和保护自身的利益而要求政府进行监管的结果。监管者被监管对象所俘获将严重地损害正常的资源配置,损害社会公众的利益。

3、新监管经济学

新监管经济学把监管看成一种商品,这种商品的分配受供求关系支配。乃至有学者认为:监管只是政治建用来向某些利益集团进行收入再分配的一种工具,如果这些利益集团反过来向政治家提供选票和其他好处,那么政治家就可以通过监管向他们输送经济上的好处。¹²正如新监管经济学的开创者斯蒂格勒所说:“我们假定,政治体制是理性建立起来并被理性使用的,也就是说,它是现实社会成员愿望的合适工具。在这个基本观点上,建立了监管经济学并用它来预测哪些产业部门将被监管,以及进行监管所采取的形式。

除了上述三类理论外,也有人提出了其他理论对政府管制进行解释,如法律不完全理论、组织与制度理论、政治过程理论等等。这些理论从不同角度对政府监管进行了解释。总体而言,公共利益理论是目前最为成熟的监管理论,它从市场失灵的原因和后果处罚论述了监管存在的理由、可能的监管范围和监管的总体目标,但是公共利益理论不能说明监管需求是如何转化为监管实际的,也不能说明为什么监管者会与被监管者形成相互依赖的关系。监管福祸论的积极意义在于将人们的注意力从以往仅仅从经济学理论出发研究监管,转向了考察监管者的行为和动机,从一个角度说明了什么导致了监管的需求,但是该理论无法说明监管的供给是如何产生的,以及是什么原因导致的监管机关行为的变异。新监管经济学在公共利益论和俘获论的基础上,将供求关系引入监管,认为监管是市场中

¹² R. Kabir, 1990, “Security Market Regulation: An empirical investigation of trading suspension and insider trading restriction”, Datawyse Publishing House, Maastricht.

政府提供的一种产品，也是通过市场机制来发挥作用，不可避免地会产生失灵，带来高额的成本和对竞争条件的破坏，即产生了政府失灵。

3.1.2 证券市场特性及证券市场监管

证券作为一种特殊商品，其商品特性在很大程度上决定了对证券市场的监管要求。首先，证券价值具有不确定性。证券的价格与人们对价格的预期可能会存在一定的差距，这种差距既有可能来源于人们预期的波动，也有可能来源于证券内在价值的波动。其次，证券是一种虚拟资本，其对人们的价值来源于参与分配的权利和证券的升值。再其次，证券价格的自我实现性。在很大程度上，证券的价格来源于对证券所基于的资产未来盈利能力的预期，或是对决定证券价格的关键环境因素如利率、汇率的预期。证券作为商品的这些特殊性，决定了对证券市场的监管，是防止和纠正某些无意或蓄意的行为扭曲人们对证券价格的预期，这种扭曲，有可能来源于虚假的信息披露，可能来源于内幕交易，也可能来源于对证券价格的操纵。因此，在绝大多数国家，围绕减少各种信息不对称的努力是所有证券监管的核心。

信息问题是证券市场的核心问题，信息失灵是证券市场失灵最主要的表现。信息失灵主要包括信息不完全和信息不对称。所谓信息不完全是指交易者无法获得有关信息或信息成本太高，所谓信息不对称是指证券市场的某些参与者与其他参与者相比存在信息优势。证券市场中的信息不对称主要表现在三个方面：一是融资者与投资者之间的信息不对称，二是证券中介机构之间的信息不对称，三是证券投资者之间的信息不对称。

除了解决信息不对称问题以外，证券监管所必须解决的另一个问题是减少外部性。当证券市场强烈波动蕴涵的风险传导致整个金融部门乃至宏观经济，就会构成相对于社会经济环境和结构的外部经济效果。一般而言，证券市场存在的三种主要风险，一种是由实体经济传递而来的派生风险，如企业在证券市场上筹资后使用效果不佳导致偿还危机；第二种是证券市场中介机构及相关金融机构的经营风险。金融企业在竞争中破产使投资者的资产难以保全，同时局部企业和金融市场的经营失败有可能导致连锁反应，从而危及整个金融市场的安全；第三种情况是在证券经济系统中独立出现的系统性风险。当金融部门和资产价格脱离实

体经济部门的支撑而过度膨胀,虚拟资本的供求关系和价格呈现出一种相关背离的趋势,引发证券市场的强制调整和崩溃。虽然证券市场监管并不可能从根本上杜绝上述三种风险,但是通过加强和改善监管,政府在维持金融体系稳定,防范金融泡沫产生,维护和培育资本市场方面仍然可以发挥积极作用。

此外,证券市场具有高风险性。证券市场中大量投机者的存在会使证券市场的价格长期、普遍、严重地背离正常的价值,并使证券市场动荡不已。而信息不对称所导致的操纵行为会扭曲证券市场的正常价格,造成证券市场的高风险性。现代证券市场的交易大规模、高速度则极大地增加了这种风险。证券市场具有公共性。证券市场与国民经济和公众生活关系密切。一旦证券市场出现问题,整个社会都会有连锁反应。证券市场的高风险性和外部性使得对证券市场的监管成为必然。

3.1.3 证券市场的典型监管模式

由于经济制度、经济发展水平以及不同国家历史文化传统等方面存在巨大的差异,不同国家在证券监管体系方面也存在较大的差异,总体来看,各国监管模式可以大体分为三类:

1、集中立法的监管模式。在这种模式下,政府设立全国性的证券监管机构,制定和实施专门的证券市场管理法规实现对证券市场的统一管理。该模式的主要优势是:一是法规机构超脱于证券市场的参与者,因而能够更加严格的执法,有效发挥监管职能。二是重视证券监管立法,使监管机构对证券市场的监管具有更高的权威性、严肃性和公平性。三是管理者地位相对超脱,注重对投资者利益的保护。由于证券监管涉及面广,监管的任务也十分繁重,随着证券市场发展,实行集中立法监管模式的国家也越来越注重证券交易所和证券行业协会的自律管理。实行集中立法监管模式的国家主要有日本、美国、韩国、法国等国家,其中美国最为典型。在监管主体设置上,又可以分为以财政部为监管主体或由财政部直接监管机构的附属型模式,代表国家是法国、日本,以中央银行为监管主体的附属型模式,如巴西、泰国,以及独立于其他国家机关的专职机构作为监管主体,以美国为典型。

2、自律型监管模式。该种模式下,监管证券市场的职能主要由证券交易所

及证券业协会等组织实施自律,对证券市场集中统一的干预较少。此种模式的优点主要是,有利于保护投资与竞争,促进市场创新;证券交易商参与制定和执行市场规则,提高了市场管理的有效性;监管对证券市场违规行为能够做出快速反应。同时,该模式也有一定缺陷。在这种模式下,保护交易所会员的经济利益在监管者的目标函数中占据比较重要的位置,监管者与被监管者之间的利益关系降低了监管的公信力,相对而言,对投资者的保护力度往往不足。同时,由于没有全国性立法作为后盾,监管的强制力和权威性有所欠缺。英国、新加坡、马来西亚等国属于都实行自律型监管模式的国家,其中英国的情况比较典型。¹³

3、中间型监管模式。中间型监管模式是介于集中型模式和自律型模式之间的一种监管模式,也是这两种监管模式相融合的产物。其既有政府监管的成分,又有自律管制的因素。受不同国家证券市场历史的影响,实行中间型监管制度的国家在集中监管和自律之间的侧重也有所不同。从发展趋势上来看,对集中立法和市场自律两种监管模式扬长避短是一种世界性趋势,越来越多的实施集中立法监管模式的国家更加重视市场自律的作用,同时越来越多以市场自律为主的国家开始探索集中立法。

3.1.4 国际金融监管趋势及其借鉴

我国证券市场监管必须注重借鉴国际金融监管的发展潮流。目前国际金融监管存在以下几个方面的明显趋势:

一是金融监管正在从机构监管向功能监管逐步转变。随着金融综合经营的深入发展,防范金融风险跨行业传递已经成为金融监管的重要任务,传统的以业务领域为监管对象的监管方式已经无法满足需要,越来越多的金融监管机构开始以金融业务而不是金融机构来确定监管机构和监管规则,以减少监管冲突和监管盲区,提高监管效率。与机构监管相比,功能监管更能适应金融综合经营发展趋势,给予相对稳定的金融功能监管之上的金融监管体制也相对更加稳定和连续,有利于被监管对象形成稳定的监管预期。

二是强调激励相容的金融监管。当前,国际上越来越重视激励相容的金融监管,强调不仅仅从监管的目标设置监管措施,而应当参照金融机构的经营目标,

¹³ 1986年英国通过了《金融服务法》,成立了“证券和投资委员会”,以国家立法的形式对证券业进行直接管理,开始向政府监管与市场自律相结合的方向发展。

将金融机构的内部管理和市场约束纳入监管的范畴，引导市场和监管的两种目标共同实现监管目标。如果激励不相容，必然逼迫监管对象为了服从监管付出高额成本，提高被监管对象为了规避监管的动机，从而诱发道德风险。强调激励相容的监管，就是要在金融监管中更多地引入市场化机制，金融监管不是要取代市场机制，而是强化金融机构的微观基础，促进金融体系稳定运行。对监管的激励相容，前美联储主席格林斯潘曾经有一个简要界定，即激励相容的监管应当是与投资者利润最大化目标相一致的监管。

三是注重分析金融监管的成本和收益。与其它经济活动一样，金融监管也会产生成本和收益。主要成本包括金融监管机构的运行成本呢、金融机构为满足各种监管要求所付出的成本，以及金融监管带来的金融市场效率及宏观经济运行效率的损失等等。金融监管的收益主要包括对投资者利益的保护及投资者信心的维护、市场有序稳定运行、金融深化以及金融对宏观经济发展的促进作用等等。对于整个经济体系而言，金融监管同样需要以最小的成本取得最大的收益。例如，在英国的《金融服务与市场法》提出的“好监管”的六条原则中，其中之一就是使用监管资源的效率和经济原则。因此，对于经济和金融市场发展的不同阶段，金融监管的重点是有所区别的，应该根据相关市场发展的特点，对金融监管的重点进行调整。

四是监管鼓励金融创新。由于看到了近些年来金融创新对金融发展的积极促进作用，各国金融监管机构对金融创新的态度也经历了一个从严格限制到积极鼓励的过程。实际上，从金融创新的动机看，降低成本和规避管制往往是金融创新的两个主要动机。另外，金融创新往往反映了金融服务的新需求和金融体系的发展趋势，在监管制度的设计中，保持一套清晰透明的监管规则和监管程序，有利于优化金融创新的环境。

3.2 证券市场监管与投资者保护的相互关系

本文对证券市场监管与投资者保护之间关系的研究是基于对一般监管理论和证券市场监管特性研究的基础之上的。

（一）监管是保护投资者的必要但不充分条件

之所以说监管是保护投资者的必要条件，因为，从证券市场的特性看，虚拟

经济是一种信心经济，投资者很容易因为不对称信息受到损害。如果没有行政监管，上市公司、证券市场中介机构都有可能利用自身的信息优势侵害投资者的利益，同时，一些大的投资者也可能通过市场操纵和内幕交易等手段损害中小投资者的利益。从监管理论的角度来看，维护公共利益离不开公权力的实施。在证券市场上，市场失灵是一种常见现象，在没有行政监管的情况下，某些机构和个人能够通过损害投资者利益为自己谋求巨大的利益。如果仅仅依靠市场自律组织，对相关行为的制裁能力有限，上述行为的收益和风险不对称，会导致损害投资者利益的行为泛滥。同时，由于证券市场专业化水平较高，如果仅仅依靠一般的司法体系对证券市场行为进行约束，很难对投资者进行有效和及时的保护。

之所以说监管并不是保护投资者充分条件，主要有以下几个方面的原因。其一，监管也是一项需要衡量成本收益的行为，即便监管行为在出发点上和执行过程中都是为了公共利益，但是在既定的成本约束下，行政监管不可能杜绝所有的侵害投资者利益的行为。其二，由于监管者有可能被监管对象所俘获，行政监管可能在实际执行过程中与保护投资者利益的要求相去甚远。其三，从新监管经济学对监管供求的角度来看，一个国家投资者力量越强大，其监管机构在保护投资者方面的作用也就越大。但是在任何国家的证券市场中，证券市场中介机构和上市公司的力量都是远远不可忽视的，因此保护投资者利益永远只是监管的目的之一，因此我们不能寄希望依靠行政监管就能够彻底解决投资者保护问题。第四，监管并不能从根本上解决证券市场上存在的信息不对称问题。因此，保护投资者利益，需要一个包括行政监管、市场自律、法制建设以及投资者补偿制度建设的完整体系。

（二）监管对投资者的保护偏重于事前和事中

一个完整的投资者保护体系包括事前防范、事中控制和事后处理等几个方面。事前防范包括相关立法和制度建立、社会风险意识的培育、技术性防范体系的建立和完善等；事中控制包括信息披露制度的完善、公司治理与内控、现场和非现场监管检查质量的提高等；事后处理包括投资者补偿机制、投资者保护基金的筹集和运作，通过诉讼需求对投资者的司法保护等。

从这个分类来看，行政监管对投资者的保护主要集中在事前和事中。要充分发挥行政监管对投资者的保护作用，关键是在两个方面。其一，要通过行政监管，更好地从源头上防范侵害投资者利益的行为，并及时对侵害投资者利益的行为进

行制裁，提高相关人员的违规成本。其二，在监管以及诉讼、投资者补偿之间建议更加紧密地关系，将事前防范、事中控制和事后处理等环节更好地配合起来，提高监管的有效性，降低监管成本。

（三）通过监管保护投资者利益的主要手段是减少证券市场的信息不对称
加强和改善监管，减少证券市场的信息不对称需要从三个主要方面入手：即信息披露、内幕交易和市场操纵。

1、改善信息披露。在资本市场上，特别是对新兴国家的资本市场而言，信息透明度不高会导致信用风险加大，危及投资者利益。通过完善上市公司的强制性信息披露制度、提高会计信息披露的质量，运用信用评级等市场化手段，能够有效地减少信息不对称，提高市场透明度，在保护投资者利益的同时促进资本市场的发育和成熟。

2、控制内幕交易。内幕交易监管是证券市场监管的重要内容，对保护证券投资者特别是中小投资者的合法权益具有重大意义。有观点认为，在证券市场上，80%的违法案件与内幕交易有关，大约 80%的违法交易金额与内幕交易案件有关。¹⁴因此，内幕交易监管在投资者保护的整个体系中占有重要地位。确定内幕交易行为必须从内幕人员开始，从各国实践来看，法律规范的内幕人员范围都在不断扩大，这说明世界各国在控制内幕交易方面的力度在不断加大。

3、打击市场操纵。在证券市场的各种不正当行为中，市场操纵是影响最恶劣的一种行为。市场操纵破坏了市场公平，扭曲了市场机制，增大了市场风险，并且有可能直接损害投资者利益。从世界各国立法的惯例来看，所有规定证券犯罪的国家，都规定有操纵证券交易价格的罪名。在成熟的证券市场上，明目张胆的市场操纵现象已经比较少见，但是随着新产品、新技术的不断产生，市场操纵的手段也在不断演进。金融衍生产品的繁荣，使得操纵基础资产价格变得更加有利可图，互联网的发展为配合市场操纵的虚假信息散布提供了低成本的快捷渠道。特别是随着金融一体化的发展，跨国界和跨市场的操纵行为不断增多。在新兴的证券市场中，由于法律体系以及对法律的执行等方面存在的问题，市场操纵仍然是影响投资利益的一个重要问题。

¹⁴ 参见吴志攀教授为《证券市场不当行为的法律实证》一书所作的序。

3.3 我国证券市场监管现状及存在问题

中国的证券监管体制是伴随着证券市场的产生和发展而逐步建立起来的。1992 年以前，我国证券市场没有集中统一的管理，主要由中国人民银行主管，国家体改委、其他政府机构和上海、深圳两地政府参与管理。1992 年 10 月，国务院决定成立国务院证券管理委员会和中国证监会，统一监管全国证券市场，同时将发行股票的试点从上海、深圳等少数地方推广到全国。从 1996 年 3 月开始，中国证监会授权部分省、自治区、直辖市、计划单列市和省会城市的证券期货监管部门对证券和期货市场行使部分监管职责，至此形成了中央和地方分级监管的全国证券市场监管体系。1997 年，中央决定中国证监会对上海证券交易所、深圳证券交易所和各期货交易所实行垂直管理，并分别在上海和深圳设立了监管专员办事处。1997 年金融工作会议决定对证券监管体制进行改革，完善监管体系，实行垂直领导，加强对全国证券、期货业的统一监管。1998 年，国务院证券委员会撤消，其职能并入中国证监会。考虑到受特殊的政治、经济、文化、市场化进程等条件的限制，中国采用的是集中立法型监管模式，并于 1998 年 10 月正式确立。

（一）我国证券监管的主要内容

随着我国证券市场的快速发展，我国证券监管体系建设取得了长足进步。监管理念日趋成熟，监管体系逐步确立，监管法律框架初步形成，监管手段不断丰富，行政监管在保护投资者利益，维护证券市场平稳运行方面发挥了积极作用。

中国证监会对证券市场的监管主要集中在以下几个方面：一是在市场准入方面，依法核准或审批股票、债券、和基金等证券品种，为投资者提供符合法定条件的合格产品。要求发行人提供真实、准确和完整的信息，确保投资者根据公开披露的信息做出投资判断。二是在中介机构监管方面，依法对中介机构及从业人员的资格进行管理，只有经过认可的中介机构和专业人员才能提供相关服务。三是在上市公司监管方面，依法要求上市公司履行持续信息披露义务，及时纠正上市公司的违规行为。对上市公司治理结构作出强制性要求，进一步推动上市公司治理机构完善。四是在违法违规查处方面，依法立案调查违法违规行为并及时进行行政处罚。

（二）我国证券监管体系存在的主要问题

1、监管定位不清晰

证券监管行为的成效在很大程度上取决于监管的目标。根据国际证监会组织（IOSCO）1998年颁布的《证券监管的目标与原则》的要求，所有的监管原则均应以遵循三个监管目标为基础：第一，保护投资者；第二，确保市场的公平、高效、透明；第三，降低系统风险。国际证监会组织的这三项监管目标都直接间接地与保护投资者利益相关。不论是确保市场公平、高效、透明还是降低系统性风险，都对投资者提供了有效的保护。

国际证监会组织所确立的这三项监管目标在我国的监管实践中有或多或少的体现，但是这三项目标在整个监管体系定位中并没有提升到应有的高度。特别在中国国情下特殊的监管目标多重性妨碍了对投资者利益的保护。虽然我国《证券法》第一条明确规定，证券法的立法宗旨之一是保护投资者的合法权益，但从监管实践来看，保护投资者利益并没有真正成为监管工作的核心，是否能够有效地保护投资者利益也没有真正成为判断监管行为是否合理的标准。服务国企脱困和上市融资、发展机构投资者以及保护机构投资者利益、调控市场指数的波动幅度还很多时候的重要性远远高于保护投资者利益。例如，为了服务于搞活国有大中型企业，造成了市场主体的人为不平等、证券监管的独立性不能保证，公信力受到怀疑。同时，由于要保证和促进国有企业上市，在监管实践中对会计信息真实性等方面的监管难以真正落到实处。

应该说，中国作为发展中国家，其证券监管在目标上与发达国家和成熟资本市场监管的目标应该有所区别。由于资本市场发育滞后，直接融资在整个社会融资中占比过低，引领和促进资本市场发展应该是证券监管目标的应有之义。但正是因为要促进资本市场发展，保护投资者更应该是证券监管工作的重中之重。因为投资者是证券市场发展的基石，是整个证券市场中各种投资产品的需求方，如果一个市场中需求方的利益得不到有效保护，就会大大抑制市场对各种证券产品的需求，从而阻碍证券市场的发展。

2、行政监管与市场自律之间还没有建立有效协调关系

随着金融创新的不断发展和金融产品的日益复杂，依靠单纯的市场监管和单纯的市场自律已经很难满足证券市场发展的需要，特别是在中国这样传统的行政权力占据经济社会主导地位的国家而言，行政权力对社会资源分配有相当大的影响。如果市场自律不能够对行政监管进行有力的补充，监管在分配资源方面着力

过多,就会减少在市场行为监管方面的投入。我国现行证券监管体制中,由政府监管机构进行集中统一监管,自律性组织作用发挥不足,在一定程度上限制了监管工作的效果。

自律组织是资本市场监管体制中不可或缺的一个重要组成部分。我国目前除了两家证券交易所从某种程度上讲属于一种行业自律组织,对其会员机构、场内上市公司行使部分监管职能外,作为行业性民间协会的中国证券业协会仍处于非常薄弱的地位。而证券交易所由于缺乏职责相对应的法律约束机制,表现为过多地追求盈利而忽视其应有的监督职能。其次,社会性的监督组织没有起到应有的作用。其中问题尤为突出的当属证券咨询业的会计师事务所和律师事务所。总的来讲,我国证券资格事务所的执业水平低下,执业道德约束没有发挥应有的作用。

在证券市场监管方面,政府与证券自律监管组织之间可以进行有效协调,主要作用表现在:第一,执法上的协作。双方建立信息交流机制和协调机制,定期举行联合会议以及签订谅解备忘录等。第二,二者互为补充,互相为对方提供监管条件。第三,以政府监管为主导的证券监管体制仍然是目前的主流,有效的自律监管体系必须在政府监管的框架内定义。总之,政府监管机构和自律组织之间应当加强交流和联系,建立良好、密切的合作关系,避免角色冲突和职能重复,以改善监管质量,提高监管效率。

此外,在我国,证券业的自律实际上只有行业协会和证券交易所的自律。而且,目前证券业协会尚不能承担自我管理任务,证券交易所的监管权力也很有限。依照《证券法》的规定,证券业协会主要是会员之间关系的协调性机构,实际上并不具有明显的自律管理性质,协会对会员也缺乏约束力,难以实现自律。同时,证券业协会与证券商的关系并不密切,证券商也不把证券业协会视为自律组织。而政府对证券业协会的活动干预偏多,导致证券业协会的独立性较差。就证券交易所的监管而言,其自律作用也未得到有效的发挥。这是因为,长期以来证券交易所都被置于行政力量主导之下,不具有市场化意义下的自律组织色彩。近年来虽有改变,但其作为监管主体的地位尚不够独立,自律监管职能发育还不够完善。同时,证券交易与证监会"分享监管权",二者之间的权限划分很模糊。这种情况容易导致相互推诿、争权夺利等情况的发生。此外,由于证券交易所在税收和资金上成为地方政府的重要财源,其自律监管功能受到地方政府非规范性干预的挑战,而造成交易所的自律监管作用被削弱。

3、证券监管的外部法律环境不健全

从我国法律环境看，法制不健全以及法规不能协调配合，致使监管部门很难对证券市场违法行为进行定性和查处。特别是我国证券法制框架还存在许多不足。与之相配套的公司法、合同法、税法和破产法等法律法规缺位或不健全。如我国至今没有出台竞争法，对垄断行为的处理无法可依，我国对证券市场的争论解决体系及公正和有效的司法体系的建设存在很大缺陷，投资者的合法权益得不到保证，法院判例受地方保护主义的影响，而且我国法律间的协调存在问题，有时互相矛盾。虽然新的《公司法》和《证券法》的相关规定有了很大的进步，但总体来看全社会的发展环境、法制意识的改变并非一日之功。

4、证券监管重管制、轻监督

二十世纪国际上证券监管从严格监管到放松监管到再监管的过程实质上就是一个放松管制和加强监管的过程。放松管制体现的是金融市场作为一个要素市场的市场化的要求，加强监管体现的是国家防止市场失灵和违法行为的要求。

中国作为一个发展中国家，资本市场发育程度比较低，对市场的严格管制符合一般新兴资本市场发展规律。但是随着资本市场的发展，逐步放松管制，但与此同时加大对各种证券违法违规行为的打击力度已经成为促进资本市场健康发展的必然要求。但是在现有体制下，证券监管更多的是把精力放在管制上。

目前在证券市场上对市场准入、业务创新和产品创新的管制非常严格，实行了最严格的审批制。以证券公司为例，需要审批的事情数不胜数，如开设分支机构、增资扩股、引进或更换股东、聘任高管、开辟新业务乃至具体的产品，都需要相关部门的审批或许可。证券市场管制特点体现最充分的是证券发行市场的管制，这种管制无形之中把证券发行演变成为一种发行特许权制度。在这种制度，证券发行成为一种特权。但是，事实证明，这种制度并不能确保进入市场筹资的主体是优秀的筹资主体。因此，我们必须形成一个证券发行权竞争的市场。发行权竞争是提高证券市场资本配置效率的关键因素。因为发行权竞争实质上是资本边际生产能力的竞争。这样，那些资本边际收入高的企业，就可以进入市场融资。在证券市场上，还存在许多对价格的管制，比如说基金收费标准的管制等等。

另一方面，我们对于上市公司、中介机构、从业人员等的监管却远远还没有到位，内幕交易，虚假信息披露，股价操纵等现象还非常普遍。过度管制和监管不到位并存的后果是：一方面制约了证券市场的创新动能，制约了市场机制发挥

资源配置功能；另一方面造成整个市场投机行为盛行，无法成为真正的投资场所。

因此，强化监管和放松管制应该是加强和改善证券市场监管的两个重点。一方面应该加强立法，特别是进一步加强在信息披露、财务报表准确性、上市公司治理、关联交易、大股东占款、内幕交易、市场操纵等方面的立法力度，并强化执法，提高违规成本，保证市场的“三公原则”，保障投资者的利益，提高投资者的信心。另一方面应该逐步让市场的力量取代行政的力量，逐步取消对市场的过度管制，更多地发挥市场机制在资源配置上的基础作用。

3.4 加强和改善证券监管，更好地保护投资者利益

我国证券市场监管在保护投资者利益方面做了很多工作，也取得了一些成绩，但总体来看，监管对投资者保护力度有待于进一步加大。为了加强和改善证券监管，保护投资者利益，应该处理好以下几种关系。

1、处理好保护投资者和促进资本市场发展的关系

在我国的监管实践中，保护投资者利益和促进资本市场发展都是监管的目标之一，特别是中国证监会作为中华人民共和国中央政府正部级事业单位，在很大程度上承担了与证券市场发展的政府职能，因此，在证监会的目标函数中，促进资本市场稳定发展，以及促进资本市场为国有企业服务都是很重要的目标。

但必须清醒地看到，保护投资和促进资本市场发展两个目标是具有内在一致性的。如果投资者利益得到很好地保护，投资者就会积极参与到证券市场的发展中来，从而推动需求带动型的市场发展。如果投资者对资本市场发展丧失信心，就会逐渐远离资本市场，资本市场发展就会成为无源之水。值得特别指出的是，许多损害投资者利益的行为，虽然有可能暂时维持市场交易的活跃，或者是提升市场的融资功能，但最终必然会以市场功能的萎缩为代价。2003年到2005年间证券市场的极度低迷在很大程度上就是投资者利益得不到保护后集中离场的结果。

2、处理好政府监管与市场自律的关系

我国的证券市场监管实行的是典型集中监管型模式。市场自律在维护市场秩序、保护投资者利益等方面发挥的作用十分有限。但是，中国自上而下的资源分配模式决定了，行政监管把很大的精力放在市场的管制上，从而在加强市场监督

检查等方面投入的力量不足。为了适应金融监管放松管制、加强监管的趋势，有必要更好地发挥各种市场自律组织包括交易所、行业协会、会计师事务所和律师事务所等中介机构的作用形成保护投资者利益的合力。

特别值得指出的是，投资者保护基金公司作为一个国家财政全额出资的，为保护投资者利益而专门成立的公司，应该在保护投资者利益方面承担更大的责任。目前，投资者保护基金公司的主要职责是对发生风险的证券公司中小投资者进行补偿，但是从长远看，在保护证券投资者方面，投资者保护基金公司完全可以成为联结行政监管与市场自律的纽带和桥梁。投资者保护基金公司在一方面可以承担政府行政监管的部分延伸职能，另一方面可以在比较广泛的领域参与市场自律行为，从而更好地发挥行政监管和市场自律两方面的作用。

3、在保护投资者的事前、事中和事后阶段建立有机联系

政府监管对投资者保护的作用主要体现在事前和事中，司法诉讼和投资者补偿对投资者利益的保护主要体现在事后。目前，投资者保护的事前、事中和事后手段在很大程度上割裂开来，在监管中很少有因为严重违法违规行为被转入司法程序，同时，对投资者损失的补偿基本上是一种被动的事后补救，通过投资者保护基金公司参与规范证券公司市场行为的长效机制尚未建立。

为了提高行政监管保护投资者的力度和效率，在行政监管和投资者保护基金公司行为之间应该建立一种有效的互动关系，使投资者保护基金公司主动参与到证券公司风险状况的评估和防范中来，并运用基金收费等经济手段规范和约束证券公司的行为，提高证券市场透明度，降低市场整体风险。

第四章 证券投资风险控制及投资者保护

风险管理对于任何一个企业（公司）而言，不仅是其稳健、健康发展的必要条件，同时也是实现公司价值保值增值，维护所有者和利益相关者权益的重要手段。而对于金融行业来说，由于其固有的高负债性和经营方式的内在脆弱性，金融机构的风险管理与控制既是他们保持在激烈的市场竞争中立于不败之地的核心竞争力，也是金融市场中广大投资者和客户保持对它们“信心支持”的关键所在。强化外部金融监管，提高证券交易和结算中风险管理和控制体系，本身就是对投资者利益的保护。

4.1 证券交易与结算中风险控制及投资者保护

投资者信心是证券市场发展的基础和前提。作为证券市场改革发展的一项基础性工作，证券投资者保护制度建设，必将对保护投资者利益，维护市场稳定和树立投资者信心发挥积极作用。

4.1.1 证券交易与结算中投资者保护法律依据

保护投资者是一个普遍性的世界主题，即使在美国这样发达的资本市场上投资者的利益也会受到侵害，安然事件就是佐证。在我国这样一个新兴加转轨的资本市场上，更要尊重和保护广大投资者的合法权益。市场发展越快，国际化水平越高，其复杂性和解决的难度也就越大。诚然，大小股东的权益都应得到保护，而保护广大中小投资者的合法权益更是重中之重。因为，在资本市场中，中小投资者往往处于弱势地位，其合法权益更易遭受侵害。十届全国人大常委会第十八次会议上表决通过的《证券法》修订案（以下简称“新《证券法》”）尤其强调对投资者特别是中小投资者合法权益进行保护，其中关于证券交易与结算中对投资者保护的内容主要体现在以下几个方面：

第一，确立证券投资者保护基金制度。新《证券法》第一百三十四条规定“国家设立证券投资者保护基金。证券投资者保护基金由证券公司缴纳的资金及其他依法筹集的资金组成，其筹集、管理和使用的具体办法由国务院规定。”中国证券投资者保护基金有限责任公司成立，正是依法具体负责证券投资者保护基金的

筹集、管理和使用，按国家政策使用基金弥补客户证券交易结算资金和收购个人债权。这也是我国首次在法律上确立了要设立证券投资者保护制度，为保护广大证券投资者特别是个人投资者利益奠定了法律基础。

第二、健全和完善对证券公司风险监控。新《证券法》对加强对证券公司风险监控的内容和条款包括：一是加强内控制度，保证客户资产安全。第一百三十六条规定“证券公司应当建立健全内控制度，采取有效隔离措施，防范公司与客户之间、不同客户之间的利益冲突”；第一百三十九条规定“证券公司客户的交易结算资金应当存放在商业银行，以每个客户的名义单独立户管理”，这就明确了投资者的交易资金要由商业银行存管，任何单位和个人都不得挪用客户的证券和资金。二是规定了高级管理人任职资格。第一百三十一条规定“董事、监事、高级管理人员应当在任职前取得国务院证券监督管理机构核准的任职资格”。三是设立了主要股东资格要求。第一百二十四条规定“设立证券公司，主要股东应具有持续盈利能力，信誉良好”。四是补充及完善对证券公司的监管措施。新《证券法》完善了国务院证券监督管理机构的监管权力，增加了监管手段，从而有利于更好地保护公众投资者权益。

第三、建立对投资者的损害赔偿制度。新《证券法》确立了投资者损害赔偿制度，填补长久以来立法上的空白。新《证券法》规定发行人、上市公司的信息披露资料有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，发行人、上市公司应当承担赔偿责任；因内幕交易、操纵证券市场、欺诈客户行为给投资者造成损失的，行为人应当依法承担赔偿责任；投资咨询机构及其从业人员从事证券服务业务买卖本咨询机构提供服务的上市公司股票等行为，给投资者造成损失的，依法承担赔偿责任等。

新《证券法》是在证券市场进入新的发展阶段保护证券投资者权益的根本性保障，它对于改变中小投资者的弱势地位，增强投资者信心，促进证券市场的长期健康发展具有深远的历史意义。

4.1.2 证券交易风险控制中投资者保护组织和结构安排

完整的投资者保护制度可以从几个层面来划分：其一按从事前预防和事中控制和事后处理划分，事前防范包括相关立法和制度建立、社会风险意识的培育、

技术性防范体系的建立和完善，即投资者保护制度的制度、法律环境提高，监管体系的构筑和完善，软件硬件基础设施的建立；事中控制包括信息披露制度的完善、公司治理与内控、现场和非现场监管检查质量的提高等；事后处理包括投资者补偿机制、投资者保护基金的筹集和运作形式。

其二从防范和控制不同的风险来源的角度，包括防范上市公司诚信规范问题（包括经营合规性检查、旨在提高信息透明度的信息披露制度的规范和完善）；防范券商在经纪业务和资产管理业务中诸如挪用客户保证金、非法交易过程中的法律风险、操作风险和信用风险等；防范结算参与人风险，即在登记结算过程中衍生的各种风险，其中最重要的是信用风险和操作风险。

第三是从对投资者作为上市公司股东利益的保护和作为证券交易者利益的保护两个方面讲，如果健全和规范上市公司治理机制，提高信息披露的透明度和质量是针对投资者作为上市公司股东利益的保护，则加强对证券公司的金融监管，鼓励和促进证券公司内部风险管理体系和管理水平的提高和完善就是对投资者作为证券交易人利益的保护。中国投资者保护基金公司主要是对后者权益的保护。

根据我国的《证券投资者保护基金管理办法》，中国投资者保护基金公司作为基金的管理机构，主要是通过以下工作来保护投资者：一是监测证券公司风险，参与证券公司风险处置工作；二是证券公司被撤销、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；三是组织、参与被撤销、关闭或破产证券公司的清算工作，以最大限度地保护债权人利益；四是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，向监管部门提出监管、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。

从风险管理和监控的层面上，对证券交易中投资者的权益进行保护，其前提条件是需要对交易中蕴含的各类风险的来源准确把握和廓清。相对机构投资者而言，广大中小投资者需要委托证券公司作为经纪人代其从事各种类型的交易和结算业务，这事实上也意味着广大中小投资者除其理应承担的证券投资市场风险之外，其所面临的交易结算中的其它风险取决于作为经纪人的证券公司的风险管理和控制水平。由于我国证券交易采取的是三级清算体系，即证券公司与登记结算公司之间进行一级清算，证券公司与其分支机构进行二级清算以及分支机构与投

投资者进行三级清算。因此，登记结算系统的安全性以及登记结算过程中所衍生的各种类型的风险对广大中小投资者同样具有直接影响。至于证券公司内部风险管理与控制，我们将在下节详细讨论和分析。此处，我们针对登记结算系统的风险类型及其控制做一简要讨论。

登记结算系统面临的主要风险的基本类型包括两大类：其一是来源于结算系统本身的各业务流程中的操作风险，其二是来源于资金交收过程中券商的违约风险。因此，从风险度量和评估的角度来看，结算风险管理系统应包括三个基本评估模块，即信用风险度量和评估系统、结算参与人评级系统和操作风险度量评估系统。

信用风险度量评估系统主要由于测算和度量违约概率和损失率以及意外损失，并据此确定处罚金比率和提取结算风险基金（或互保基金）中用于覆盖违约风险的那一部分。结算参与人评级系统一方面作为信用风险度量评估系统的一部分，是正确合理测算和评估信用风险的基础；另一方面，它作为一个独立单元用于区分和定义不同结算参与人的风险等级，继而通过合理评估不同结算参与人的偿还意愿和偿还能力来确定其备付金比率、最低备付金限额以及投资者保护基金费率。至于操作风险度量和评估系统，用于测算结算系统各业务流程中的操作风险的大小，并以此提取结算风险基金中覆盖操作风险暴露的那一部分。

从结算风险管理系统所应实现的功能和目标来看，根据当前的结算制度和登记结算系统的运作模式，其应至少包括以下几个部分：结算风险基金的合理提取和使用提供辅助分析和决策依据，此其一；为投资者保护基金的合理提取、补偿以及费率确定，提供分析和评估工具，此其二；通过对结算参与人进行合理评级，并据此确定其备付金比率和最低备付金限额，此其三。以上部分和内容构成结算风险管理体系的核心体系，诚然为保证这一核心度量管理体系的正常有效运行，则必须辅之以得到严格执行的科学合理的风险管理制度和完善的风险预警和监控体系。

4.2 证券公司主要业务和风险类型及风险控制

从券商的内部风险管理体系的建立与完善与投资者保护的关系上看，主要体现在券商的内部风险管理体系的问题和缺陷，导致其经营不善乃至关门破产，以

及证券公司各营业部和分支机构为了自身的利益,进行诸如挪用客户保证金等违规操作以致损害投资者利益。一定意义上讲,对证券交易中投资者权益进行保护实质上就是加强对证券公司的风险监管,促进证券公司内部风险体系的提高和完善。事实上,这也是相关的法律和规定赋予中国投资者保护基金公司的重要职责。

4.2.1 证券公司主要业务及其风险类型

根据国际证券委员会组织(IOSCO)的《证券公司及其监管者的风险管理和控制指引》报告。国际证券委员会组织将证券公司所面对的风险划分为市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险、法律风险和系统风险等六大类型。

市场风险是指因市场波动而导致证券公司某一头寸或组合遭受损失的可能性,这些市场波动包括:(1)利率、汇率、股价、商品价格及其他金融产品价格的波动;(2)收益曲线的变动;(3)市场流动性的变动;(4)其他市场因素的变动。除股票、利率、汇率和商品价格的波动带来的不利影响外,市场风险还包括融券成本风险、股息风险和关联风险。

信用风险是指合同的一方不履行义务的可能性,包括贷款、掉期、期权交易及在结算过程中因交易对手不能或不愿履行合约承诺而使公司遭受的潜在损失。这些合约包括:(1)按时偿还本息;(2)互换与外汇交易中的结算;(3)证券买卖与回购协议;(4)其他合约义务。证券公司签定贷款协议、场外交易合同和授信时,将面临信用风险。通过风险管理控制以及要求对手保持足够的抵押品、支付保证金和在合同中规定净额结算条款等程序,可以最大限度降低和规避信用风险。

流动性风险是指证券持有者不能以合理的价格迅速地卖出或将该工具转手而导致损失的风险。流动性风险可以用 Askin 管理公司在 1994 年 3 月损失 6 亿美元的案例加以说明。Askin 管理公司擅长投资于按揭保证债务工具,这些工具因具有很高的信用和利率风险,因而在华尔街被称为“有毒垃圾”。当利率猛升时,这些债务工具的交易停止,因没有交易对手,Askin 公司无法以接近当初购买的价格脱手。

操作风险是指因交易或管理系统操作不当或缺乏必要的后台技术支持而引致的财务损失,具体包括:(1)操作结算风险,指由于定价、交易指令、结算和交易能力等方面的问题而导致的损失;(2)技术风险,指由于技术局限或硬件方

面的问题，使公司不能有效、准确地搜集、处理和传输信息所导致的损失；(3) 公司内部失控风险，指由于超过风险限额而未被觉察、越权交易、交易部门或后台部门的欺诈(例如帐簿和交易记录不完整、缺乏基本的内部会计控制)、职员业务操作技能的不熟练以及不稳定并易于进入的电脑系统等原因而造成的风险。1995年2月巴林银行的倒闭突出说明了实行操作风险管理及控制的重要性。英国银行监管委员会认为，巴林银行倒闭的原因是新加坡巴林期货公司的一名职员越权、隐瞒的衍生工具交易带来的巨额亏损，而管理层对此却没有丝毫察觉。该交易员同时兼任不受监督的期货交易、结算负责人的双重角色。巴林银行未能对该交易员的业务进行独立监督，并且未将前台和后台职能进行严格分离等，正是这些操作风险导致了巨大损失并最终毁灭了巴林银行。

法律风险来自交易一方不能对另一方履行合约的可能性，是指因不能执行的合约或因合约一方超越法定权限的行为而导致损失的风险。法律风险包括合约潜在的非合法性以及对手无权签订合同的可能性。

系统风险是指：(1)因单个公司倒闭、单个市场或结算系统混乱而在整个金融市场产生“多米诺骨牌效应”，导致金融机构相继倒闭的情形；(2)引发整个市场运行困难的投资者“信心危机”。系统风险包括因单个公司或单个市场的波动触发连片或整个市场崩溃的风险。对于系统风险来说，场外衍生工具市场是监管的重点。一些金融或证券业务集中在少数金融机构手中，并用以进行非对冲的投机活动。如果一家大公司倒闭，这将成为系统风险所带来的“多米诺骨牌效应”的潜在根源。因市场或交易大量亏损而引起全球交易对手违约的风险已不仅仅是一种潜在的可能了。由于这个市场上机构之间的责任相互交叉，并与现货市场相联系，这种风险因此得以加剧。虽然本地和国际金融市场经受了巴林银行、大和银行巨额亏损事件的严峻考验，但这些孤立的倒闭事件是在市场没有出现大的波动下发生的。在金融市场发生剧烈波动，如股票市场和外汇市场崩盘的情况下，可能会发生前所未有的金融机构倒闭风潮。

相对于证券公司而言，对于监管当局和金融市场，系统风险是最大的威胁和打击。为此，建立一套有效的与资本充足率标准相结合的、统一、灵活的风险管理及控制框架，对全球金融市场的持续、稳健、高效、有序运作是至关重要的。

对于金融机构来说，其所有业务在本质上讲就是经营风险。识别风险，度量风险，控制和化解风险，从风险中发现和“榨取”利润，是金融机构在变幻莫测

的激烈市场竞争中立于不败，寻求发展的本质和动力。自然，对于证券公司来说，也不例外。然而，不同的业务部门，其所经营的产品和为客户提供服务的形式和方式不同，风险的性质和来源当然也有所差异，有关的风险管理与监控部门，由于其行使的管理职能不同，在风险管理与控制中所关注的角度，也会不一样。既然金融机构在本质说就是经营风险，其所存在和承担的风险自然来自于其所开展的经营业务，也就是说金融机构所开展的各项业务/服务中所存在和承担的风险是其整体风险的来源。为此，为了能够对全局性的风险进行有效管理与控制，其前提要求我们首先能够客观和准确的辨识、度量各项业务/服务中基本风险的种类、属性和结构，并在此基础上根据各项业务在实际操作中所存在的问题进行有效的管理和控制。正因如此，下面，我们根据我国证券公司目前所开展的各项业务/服务，结合一般的部门设置，对各项业务在风险管理和监控中所存在的问题进行逐一分析。

第一，经纪业务。经纪业务是目前国内几乎所有证券公司的核心的业务。由于经纪业务是接受客户委托，按照客户要求，代理客户买卖，并收取佣金业务，相对于其它金融产品和服务而言，证券公司并不承担诸如利率、汇率及价格等一般性市场风险。因此，经纪业务中的存在和潜在的风险主要涉及的是与管理与制度有关的操作风险以及与证券业这一特定行业有关的诸如激烈的市场竞争而来的业务性风险。具体的说，经纪业务所包含的基本风险主要包括操作风险、流动性风险、法律风险以及违规向客户透支带来的信用风险等。从目前国内经纪业务的行业发展现状和经纪业务的本身特点来看，经纪业务中的基本风险主要还是来源于制度和监管方面的不足和缺陷，因此对经纪业务中的风险管理与控制，重点还应在于旨在保证制度和法规有效执行的合规性监管。

我国证券公司的股票类经纪业务主要是由经纪业务部和网上交易中心经营和管理，债券类经纪业务由固定收益部经营。目前我国证券公司在经纪业务发展中所主要存在的问题，其一是业务发展中产品和服务的创新受到基本客户资料和市场数据的制约，其二是佣金定价中缺乏必要的交易数据、财务数据和清算数据的支持。从风险管理的角度看，表明经纪业务部门内部一方面要进一步加强和完善各营业柜台对基本客户资料和交易数据的收集和整理，另一方面每笔交易的合规性监管也还有待进一步提高。必须指出的是，经纪业务中普遍存在的诸如违规挪用客户保证金，向客户进行非法融资融券等透支行为，说明经纪业务的风险管

理问题，目前的主要任务还仍然是加强各项业务的合规性检查。

金融产品/服务的创新和定价，本质上就是对风险的重组和定价，所追求的目标就是为用户提供个性化的服务，以便在激烈的市场竞争中保持不败。然而，创新无论是出于合理规避目前法律制度的监管还是满足市场竞争的需要，其合理、合法和有效性一方面取决于对创新中的风险种类和结构的正确度量和辨识，另一方面则也对合规性监管提出了更高的要求。因此，对经纪业务而言，其内部风险管理和控制无论是出于当前的需要，还是满足未来业务创新发展需要，主要针对操作风险，业务风险和法律风险进行监督和管理的合规性风险管理不仅是保持未来业务正常运营的前提条件，同时也是随着产品和服务创新而来的，结构和形式更为复杂的风险进行有效度量和管理的的基础。

第二，投行业务。投行业务与经纪业务和自营业务并称为证券类金融机构的三大基本业务，从事的业务范围主要包括证券承销、兼并和收购、与公司治理、重组有关的咨询服务以及各类金融衍生工具的开发和交易等。投行业务作为一种内容和范围高度综合性的业务，其所包含的风险的形式，种类和结构几乎涵盖金融市场上的所有可能。尤其值得注意的是，投行业务不仅对宏观经济周期、政策的变动性，特定行业和地域风险等战略性和业务性风险具有高度的敏感性，而且投行业务因其内容的丰富，范围的宽泛，其中的风险的类型、种类和结构在一定意义上无法进行准确辨识和刻画，继而更谈不上对其进行精确度量。对投行业务风险进行有效的管理和控制，相对于经纪业务而言更为困难，主要取决于投行经理的行业经验和相关领域的专家知识的主观判断。

第三，自营业务。自营业务是证券类金融机构以自己的名义和资金买卖证券并获取利润的业务。相对于经纪业务而言，自营业务具有自主决策性，交易风险性(主要是指市场风险)，以及伴随风险而来的收益的不稳定性等特点。自营业务除了面临经纪业务风险暴露类型之外，经营和承担市场风险是其基本的业务特点。

对于自营业务来说，对各种类型的市场风险进行有效的识别、度量、管理和定价，与其收益直接相关。我国证券公司自营业务中风险的控制模式，无论是股票类自营业务还是债券类自营业务，采用的主要方式仍然是基于系列定量指标基础上，进行定性判断。诚然，这种方式在市场发展还不完善，基本数据还不能有效地反映市场和投资者真实需求的条件下，不失是一种可靠和保守的方法。但是，

随着中国金融市场的发展和完善,不仅为金融机构进行动态化和量化的风险定价和管理提供了必要的基础数据方面的支持,同时也为面临日益激烈市场竞争的金融机构提出了这方面的要求。

第四,资产管理业务。资产管理业务是证券公司接受客户委托,遵从客户意愿,在尽可能的保证客户委托资产安全的基础上,通过证券市场对客户委托资产进行管理和运作,以实现委托资产保值增值的业务。资产管理除了拥有自营业务中存在的包括市场风险和操作风险在内的所有风险类型之外,由于其固有的委托代理关系中的道德风险所带来的诸如欺诈风险,违约风险和流动性风险等也是风险管理部门对资产管理业务进行重点监控因素。

4.2.2 风险管理职能及风险控制

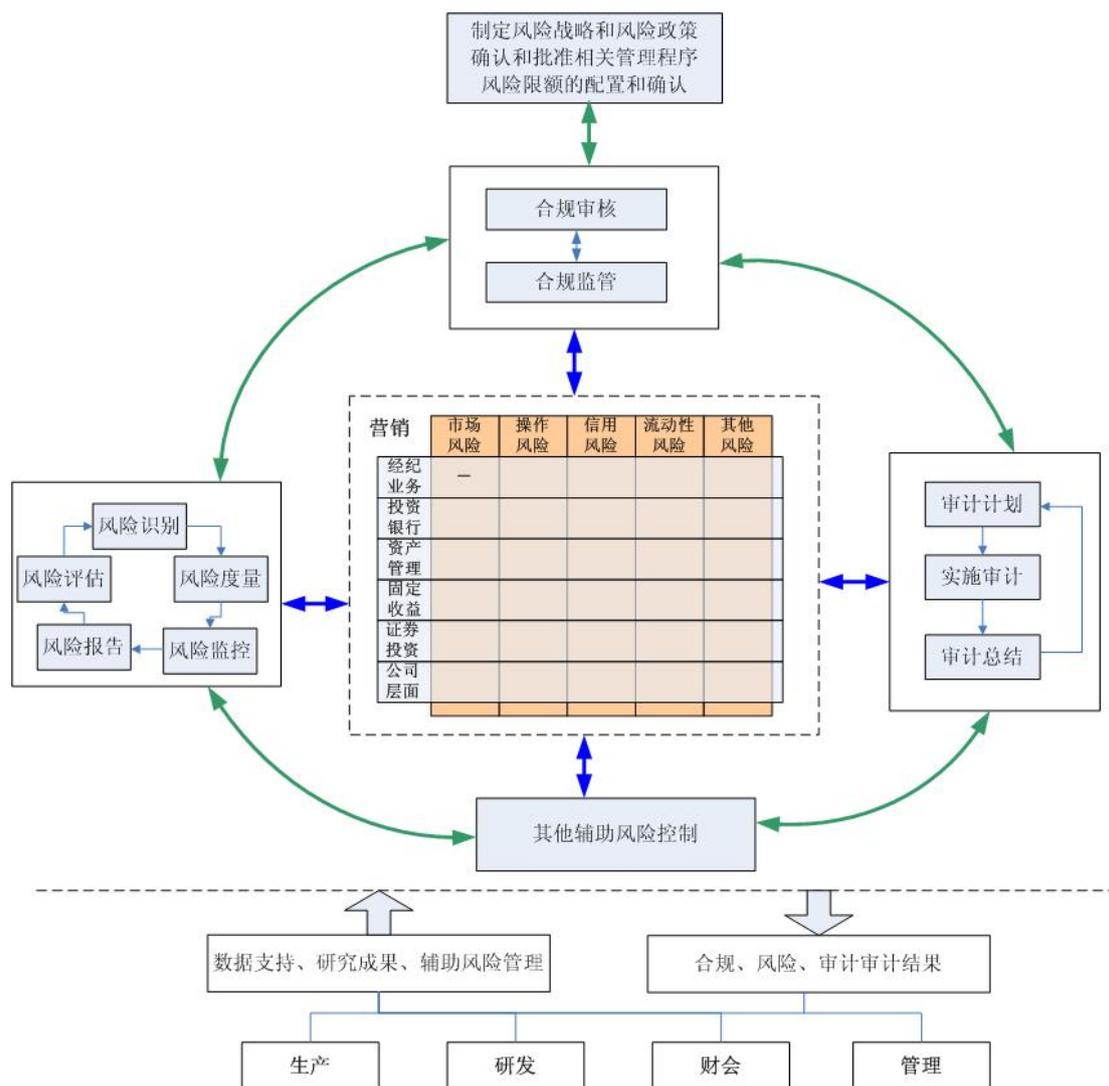
不言而喻,业务部门的内部风险管理既是其正常业务开展的必要保证,也是公司层面上更高层次的风险管理和控制的基础。事实上,一个覆盖全部业务种类和单元的有效风险管理系统既是对各业务部门进行风险监管和辅助支持的需要,也是金融机构整体经营战略的关键驱动力量。

从健全和完善内部风险管理的角度而言,证券公司广义上的风险管理职能主要包括以下几个方面的内容:风险战略与政策的制定,相关风险管理程序的确认批准;合规性检查和监管职能;风险识别、度量和监控职能;制定审计计划、实施事前和事后审计职能;其他辅助风险控制的职能。风险管理职能的主要目标是围绕证券各项业务的营销过程对其经营过程面临的各种风险(市场风险、操作风险、信用风险、流动性风险、其他风险)进行风险控制。完整的风险职能和风险控制关系参见图 5-1

从图 5-1 中我们可以看出,风险职能通过五个主要的环节来共同完成,高层的风险战略与政策的制定,相关风险管理程序的确认批准环节是风险职能高层的、全面的把握的环节。在公司风险战略与政策的指导下,通过合规性检查,风险的度量、管理和控制,内部审计及其他辅助风险控制来共同控制和管理证券业务中各类风险。

一个有效的风险管理系统包括风险管理的组织系统,功能系统、信息系统以及基础性的风险文化、制度和激励等基础设施。其中,风险管理的组织系统和功

能系统是具体从事风险管理职能，承担风险管理责任的关键和核心。鉴于风险管理是金融机构的核心竞争力，从现代公司治理结构的角度看，其组织系统一般有四个层次的责任部门和相关支持部门、业务部门构成，每个部门和组织都具有明确的风险管理责任和报告路线。具体的说，董事会及其下设的风险管理执行委员会是风险管理的最高机构和最终责任承担者，承担风险管理功能系统中的管理战略的制定和确认，业务部门间的经济资本（风险限额）的配置和确认。



4-1 风险职能与风险控制关系示意图

风险管理领导小组是专门负责风险管理的最高管理机构，承担风险管理功能系统中的管理政策、管理标准和管理程序的制定；具体确定各业务部门的最高风险额度；协调，评估和校正各业务部门的定量化风险度量结果，以保证风险评估标准在各业务部门的一致性。事实上，风险管理领导小组也是处于风险管理功能系统中的核心地位。

风险管理职能部门是风险管理领导小组的直接支持者，它在业务上独立并具

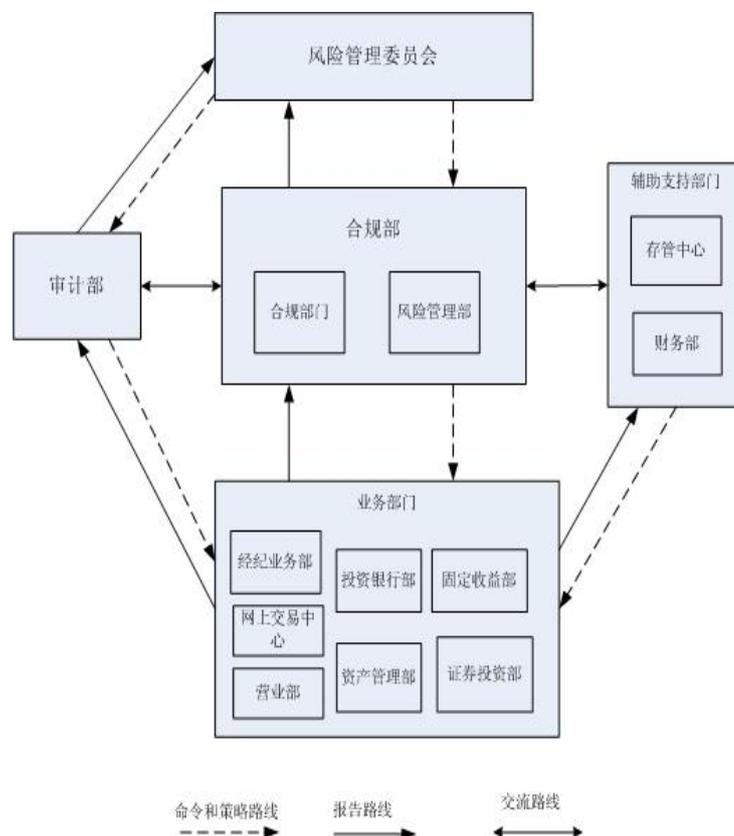
有明确责任，承担风险管理功能系统中的风险管理技术（风险度量、风险监控、风险限额及绩效评估）的实施；风险管理目标的监督和控制；以及收集和分析必要的风险管理信息，向相关部门提供决策依据。

从作为金融机构的证券公司组织结构和部门设置上看，具体承担风险管理和控制职能最高决策机构为风险管理委员会，合规性检查和风险管理部为具体执行机构。另外，审计部、财务部等等也部分承担了风险管理控制的责任。目前，我国证券公司风险管理和监控中遇到的主要问题包括：风险管理中的规范标准还有待进一步完善，此其一；交易系统的不统一，致使有关风险信息的原始数据不完整，此其二；风险监控的预警系统也还有待完善，非现场检查的技术和手段不足，此其三；最后，不能迅速获取经过有效整合的内外部数据，从而阻碍了监控效率。

应该说目前我国证券公司的风险管理的组织和功能系统在总体框架上已趋于科学、合理和完备。但是在制度、标准等软件建设和具体的职能发挥方面仍需要我们进一步的完善和提高。具体的说：

第一，承担风险管理与控制的部门之间，在职能执行中，无论是管理过程还是管理规则没有统一标准。

第二，来源于各业务部门原始风险信息在完整性、真实性和及时性方面亟需提高，这已经成为风险管理系统有效运行的关键制约。也就是说，风险管理的信息系统在沟通交流和监控的技术与能力上的不足，成为我国证券公司风险管理系统的致命因素。



风险管理组织和功能结构示意图

风险管理的信息系统承担着风险管理系统中风险数据和信息的收集、传输、储存、加工和分析功能，通常其传输路线可分为方向相反的两个过程，即自下而上的风险信息传递路线和自上而下的决策信息传递路线。风险信息传递路线起始于各业务单元（前台）经由风险管理的职能部门和相关支持部门（中台）的分析、处理和整合，上达风险管理的最高决策机构（后台），作为制定风险管理战略及相关政策的决策依据。风险管理的决策信息传递路线起始于风险管理的最高决策机构，经由风险管理职能部门和其他相关部门的协作，结合基层业务部门的实际情况，具体分解为可执行和应用的风险管理策略、手段和命令，要求前台在具体业务中予以执行。

从总体上讲，我国证券公司风险管理信息系统的主要问题在于硬件支持平台建设方面的不足。尽管在软件建设方面诸如对各业务单元（前台）的客户基本资料的收集，交易记录的格式和完整性方面还缺乏统一的标准，业务逻辑定义，预警和监控指标设置还有待完善。但这些制度、标准和指标上存在的不足，在很大程度上也是受制于硬件建设上交易系统的不统一，智能化分析功能不高，实时传输能力不足等方面问题。

加强证券公司内部风险管理体系的信息化建设，一方面可以使得现有的风险监控体系建设只专注于风险管理技术和手段、风险管理信息的交流与共享方面的完善和提高，另一方面也为风险管理系统在获取风险信息和必要的内外部数据方面提供了强大的物质和技术支持，从而使得风险管理系统在实现实时监控、风险定价和风险信息传输方面取得更大突破。

4.2.3 证券业务中风险管理和控制

风险防范与风险管理是券商生存和发展的生命线，如果忽视风险控制和风险管理，最终将难逃市场的惩罚。以下，我们根据证券投资业务中风险类型和业务特点逐一试图进行分析。

一、经纪业务的风险管理与控制

经纪业务收入和利润主要受交易量及其结构、市场行情、客户规模与客户结构和佣金标准等因素影响，同样，蕴含于经纪业务中的各类风险及其表现形式也取决于这些因素。

其一，交易规模及其结构决定着券商面临和承担的风险的大小和水平。交易量是影响证券公司经纪业务收入和经纪业务利润的基本因素。后者与前者高度正相关,甚至成同比例变化。但是,由于目前我国证券市场可交易的证券品种较多,有A股,有B股,有基金,还有债券等等,并且随着金融创新的加快,以后市场可交易的证券品种还会越来越多,而不同的证券品种其佣金收费标准是不一样的,因此,对于交易量的结构需要加以分析和优化。

第二，行情好坏一方面决定了交易量的总规模,从而影响各营业部和各公司的经纪业务收入和利润。另一方面，市场行情自身又取决于宏观经济环境、企业投资价值及市场的多空力量对比等基本因素。因此，从风险管理与控制方面看，加强对诸如宏观经济环境、企业价值等因素的预测和分析，做出对行情的准确判断是规避和防范各类风险的重要内容。

第三，从客户规模、客户结构以及佣金收费标准上看，毫无疑问,客户规模和佣金费率高低对证券公司经纪业务收入和利润有着直接影响。然而从客户结构上，开发优质和高端客户，不仅有助于经济业务的利润的稳定增长，而且也是化解和规避证券风险的重要手

二、资产管理业务的风险管理和控制

资产管理业务中存在的风险主要有信用风险、投资风险、操作风险等。操作风险取决于整个风险管理体系的硬件支持和软件环境，在此不作赘述。这里的信用风险主要是指资产管理人利用委托人资产来为自己牟利或者向委托人转嫁风险的行为。而投资风险主要是指单个证券的非系统风险以及证券市场的系统风险，管理人对投资风险的控制能力水平的高低充分体现其投资技巧以及对证券市场宏观面的判断能力。

至于资产管理中信用风险防范和控制，应该从事先防范和事中监督两个方面来进行，其主要体现在以下两个方面：

第一，保证委托资产的独立性。委托人资产的独立性包括三层含义，即委托人资产必须和管理人资产严格区分；不同委托人的委托资产明确区分；不同类型的资产管理应该独立运作，相互间不可混淆。确保委托人资产的独立性主要目的是为了避免委托资产被管理人挪用。要实现委托人资产的独立性需要做到部门分离、职责明确、帐户分立这三点要求。

第二，限定资产管理业务中管理者的投资行为。投资者参加资产管理充分体

现了他们对专家理财和控制风险水平的信任。然而这种信任必须要有相应的制度保障。在完全代理型的资产管理机制下，管理人可能为了获取较高的收益而将委托资产从事高收益伴随高风险的投资。

证券投资风险包括非系统风险和系统风险两部分。由于不同的证券品种之间的微观风险因素各不相同，因此通过设立投资组合可以有效地降低非系统风险。理论上讲，当投资组合就是证券市场组合时，就可以完全化解投资的非系统风险，由此可见，以投资多元化的方式来消除非系统风险却是必不可少的。

三、投资银行业务的风险控制

投行业务作为一种内容和范围高度综合性的业务，其所包含的风险的形式、种类和结构几乎涵盖金融市场上的所有可能。尤其值得注意的是，投行业务不仅对宏观经济周期、政策的变动性，特定行业和地域风险等战略性和业务性风险具有高度的敏感性，而且投行业务因其内容的丰富，范围的宽泛，其中的风险的类型、种类和结构在一定意义上无法进行准确辨识和刻画，继而更谈不上对其进行精确度量。对投行业务风险进行有效的管理和控制，相对于经纪业务而言更为困难，主要取决于投行经理的行业经验和相关领域的专家知识的主观判断。由于投行业务的本身复杂性，对此进行量化的风险管理和监控更为困难，然而这并不意味着投行业务中的风险管理不必或不能使用量化的分析和管理工作。事实上，随着金融体制改革的不断深化，金融监管方式的不断转变，市场竞争的日趋激烈以及各类金融衍生工具相继出现，投行业务的形式和结构对各类金融风险的敏感性，也必将进一步提高。充分借助和利用各种可能的量化的风险管理和分析工具，加强对投行业务中风险的管理和控制，不仅是必要的，而且是可行的。

四、证券投资业务的风险管理与控制

自营业务是券商所有业务中风险最大的经营活动，要求具备完善的风险管理、度量和控制系统。随证券市场的发展与成熟、法律法规的完善、监管工作的加强，券商自营将会象证券投资基金一样，甚至有必要定期向有关方面公布其投资组合，为此，证券公司自营业务的隐蔽性将会大大削弱，上市证券的价值将更为券商所关注。

根据我国证券公司自营业务的发展现状和一般特点，自营投资应重视中短项目投资和组合投资，强调价值发现与价值再造。与此对应的，自营业务可划分为独立项目、中短期项目和组合投资三类。如此，既可以提高资金的使用效率，又

能较好的规避市场风险。

对于自营业务来说，针对各种类型的市场风险进行有效的识别、度量、管理和定价与其收益直接相关。然而，目前证券公司自营业务中风险管理和控制模式无论是股票类自营业务还是债券类自营业务，采用的主要方式仍然是基于系列定量指标基础上，进行定性判断。诚然，这种方式在市场发展还不完善，基本数据还不能有效地反映市场和投资者真实需求的条件下，不失是一种可靠和保守的方法。但是，随着中国金融市场的发展和完善，不仅为金融机构进行动态化和定量化的风险定价和管理提供了必要的基础数据方面的支持，同时也为面临日益激烈市场竞争的金融机构提出了这方面的要求。

4.3 证券公司风险管理体系的制度安排及完善

高风险是证券公司业务的固有特性，也就是说，自从证券公司诞生以来，风险就与之相伴随，并且它已渗透到证券公司业务的各个领域和各个环节。证券公司的基本经营目标，就是在风险一定的情况下，追求收益的最大化；或者在收益一定的情况下，使得风险最小化。如何在经营过程中恰当而有效地识别、测量、评估和控制每一种风险因素，促进这些资源的合理有效配置，提高资源的配置效率，是证券公司都必须认真面对和解答的重要课题。毋庸置疑，风险管理体系和制度的建设和完善是前提和基础。

从风险管理的组织体系上讲：其一是完善法人治理结构，努力降低决策风险。许多风险案例证明，因决策失误而导致的风险比一般的经营风险更为重要，危害更大。因此建立科学的决策运作体制和决策监督体制是券商控制风险的前提。券商必须实行现代企业制度，完善法人治理结构，建立相互平衡，相互制约的股东大会、董事会、监事会体制。如董事会实"独立董事制"、"董事连带责任制"，监事会要独立行使监察权力，每一名监事既可独立行使监察权，同时又可监督董事会和经营班子，这样就能更多地发挥董事会、监事会对经营班子的决策作用。其二是制定完整的决策机制和监督体制。风险管理的组织体系内部必须有一套完整的决策机制和监督体制。从券商发展的历程来看，券商当前最重要的一项决策莫过于对自身业务发展总体定位的决策。因此，对于券商来说，业务总体定位正确与否是风险控制第一关，如果这一条把握不好，将会使后面做的许多风

险管理工作的心血付之东流。

从制度和风险管理的功能体系的角度，证券公司应该有整套的风险管理制度和贯彻和执行各类风险管理技术和手段的实施。随着业务发展，制度内容也在不断增加，主要包括两个方面内容：

第一，分支机构授权管理制度。券商的不良资产很多都是分支机构违规操作或越权经营造成的，证券公司实行一级法人制度，分支机构捅再大的窟窿，都是由总部来背，因此必须对分支机构实行授权经营制度，对分支机构授权明确其业务范围，才能控制分支机构产生的风险。同时，对营业部的经理、财务主管、电脑主管重要职位，从人事组织上进行三权分离，即财务、电脑实、“委派制”，直接对公司的总部负责，其任免、工资、资金与营业部全部脱钩。

第二，加强和完善诸如券商的资金管理制度，自营业务管理制度，证券承销及资产经营业务管理制度，经纪业务管理制度等重要业务管理制度的组织、实施和安排。有了制度不等于就能防范好风险，再好的制度若不执行等于一纸空文。诸多券商制度成编成套，不可谓不全不齐，但风险案例仍频出不穷，关键原因就出在制度的执行上。由此可见，执行制度比编制条文更重要，因此，应把更多精力放在执行制度的检查监督上，真正做到有章可循，违章必究。

从风险管理的信息支撑系统角度，随着计算机和信息技术在证券业务中的广泛应用，信息和计算机技术也愈益成为券商手中的“双刃剑”。一方面证券业务依赖电子技术程度越高，券商面临的操作风险也大大增加；另一方面，电脑技术的广泛使用，不仅为券商业务提供了大量便利和商机，同时从技术上防范人为造成的各类风险提供可能和基础。这就要求风险管理的信息支撑系统的构筑和完善需要做好以下两点：

第一，要确保风险管理的信息支撑体系的安全运行，严格实施中国证监会颁发的证券营业部证券信息系统技术管理规范是实现券商电脑系统安全运行的根本措施。其中核心内容是“三分离一稽审”，即实行业务与技术分离、网络与数据分离、前台与后台分离，并建立相应的技术稽审制度，这是防范风险的关键。

第二，充分利用风险管理的信息支撑系统所提供的各类防范和控制风险的技术手段进行风险管理。在风险管理中，技术控制风险比制度控制风险更加可靠，人为不确定因素可降至最低。目前，券商正在运作的是建立远程实时监控系统，主要做法是利用通信系统将所有分支机构联网，对各联网业务点的交易过程、交

易结果的数据进行采集、处理、提炼，转化为各种风险信息，对下属部门出现的决策风险、管理风险、技术风险、操纵风险、自营风险做到早发现、早报告、早控制、早解决，把风险消灭于萌芽状态。

通过我们对证券公司业务部门和风险管理系统的分析和考察，我国证券公司的风险管理体系目前现状可归结如下：

风险管理系统的组织和功能系统基本完善，但风险管理技术和手段（尤其是定量化和动态化的风险定价和管理工具）还需进一步的加强和提高。

风险管理的信息系统是目前风险管理水平加强和提高的主要因素，尤其是前台业务部门的原始风险信息和数据在完备性、实时性和一致性方面亟需加强。

必须特别提出的是风险管理系统有效运行和实施的基础是风险管理文化和风险管理的激励机制。风险管理文化作为企业文化的重要组成部分，应该被灌输到整个公司各个层面和每一个员工身上，形成一种体现公司总体风险战略的习惯和持久经营作风。一套稳定和一致的风险管理文化不仅可以使得风险管理系统的决策和职能系统能够采取积极的态度去完成自身的职责，而且也是定量化和动态化风险度量、管理和控制工具有效运行和实施的基础。

第五章、证券投资者补偿制度国际比较及借鉴

保护投资者是证券市场监管的核心内容，也是证券市场健康运行的基础。投资者在证券市场上具有双重身份。由于在证券交易中，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可能构成损害，当证券公司破产时，投资者可能会遭受到现金或者有价证券的损失。鉴于此，本着维护广大中小投资者的权益，提高投资者的市场信心，目前，世界主要国家(地区)一方面进一步加强对证券公司的监管来保护投资者在证券交易中的权益，同时，根据自身的法律、制度和市场环境建立起相应的投资者赔偿制度，作为最后的保护措施。

5.1 证券投资者补偿制度的起源及发展

证券投资者赔偿制度也被称为投资者赔偿计划(Investor Compensation Scheme, ICS)，其最早出现于 20 世纪 60 年代末和 70 年代初。相较于已经具有 200 多年发展历史的证券市场本身而言，证券投资者补偿制度的产生和发展的历史并不算长。某种意义上讲，它是资本市场及其它相应的投资者保护制度发展到较为完善和高级阶段，进一步强调和重视维护投资者利益，防范体系性金融风险，提升市场信心的必然产物。从一个更为广阔的视野里，投资者补偿制度之所以起源于 20 世纪六七十年代有着其较为深刻的历史背景。

随着战后管理全球金融和贸易的布雷顿森林体系的逐步解体，旧的国际金融体系走向终结。相继而来的是各国政府对金融监管的普遍放松，金融风险迅速走向私人化和市场化。金融风险的市场化和私人化过程一方面刺激了追求投机性利润和大量套利收益的资本流动的规模和速度迅速扩大和提升，致使原有的交易和清算体系不能满足投资者交易需求，证券交易和清算过程中违规和违法行为屡见不鲜。另一方面，随着资本流动的加快，投机性机会的增多，券商普遍利用自身的信息优势和交易的主导权，纷纷采用诸如虚报财务信息，操纵股价和违法出售未注册股票等严重侵害广大投资者利益的行为，一则致使券商自身纷纷濒临关门破产，再者造成投资者股票和现金大量损失，严重伤害投资者的市场信心。

在 1967 年到 1969 年之间，美国证券市场交易规模和速度的飞涨，日平均交

易量由 1960 年的 3042000 股猛增到 1968 年的 12971486 股。以致到 1969 年 1 月，道琼斯工业指数上升至创纪录的 968 点，同时各区域性交易所和场外市场也经历了迅猛的交易量增长。不幸的是，证券公司面对日益增加的交易需求量，设备、设施方面的建设严重滞后。一方面，证券公司仍然接受越来越多的交易请求，另一方面，交易处理和纪录保存方面的人员与设备严重不足。

迅猛增长的交易量不仅严重的考验了各证券公司的工作能力，而且给交易所的交易和清算带来巨大麻烦，甚至在 1967 年到 1970 年，美国证券交易所不得不直接介入其半数成员公司（将近 200 家机构）与公众的交易活动。然而，各证券经纪公司在它们的基本业务（为客户账户纪录证券交易、纪录股利数量、传递证券与支票等等）上不断出现错误，伴随着大量趁火打劫的欺诈和盗窃行为（根据司法部的统计，仅在 1969、1970 两年，就有超过 400 万美元面值的证券被盗窃失踪，这种状况一直持续到 1971 年）最终导致交易处理和清算体系的瓦解，以致出现大量的交易失败。1968 年 4 月，价值 16.7 亿美元的交易不能顺利完成，这一数字在 1968 年 12 月上升到 41.3 亿美元，甚至在 1969 年，差不多占全部交易量的 12% 的交易不能顺利实现交易和清算。为了应对危机，纽约证交所和其它证交所在和美国证券交易委员会会晤后决定限制交易时间为一周四天。美国证交所还要求发生运营困难的会员公司消减交易量、限制交易范围。全国证券交易商协会也提出了相同的要求。尽管如此，这些应对措施在 1969 年和 1970 年收效不大。

券商和市场煽动起的投机浪潮致使证券市场在 20 世纪 60 年存在着巨大的投机泡沫，最终在 1969 年开始破灭。从 1969 年 5 月到 1970 年 5 月，道琼斯工业指数从 969 点下降到 631 点，损失了三分之一的市值。交易量也严重下降，从 1968 年的日平均 1300 万股下降到 1969—70 年的 1100 万股。同时，证券经纪公司的资产严重缩水，它们在客户中的信誉也是一落千丈。在这种背景下，为了应对财务上的问题，许多公司建立起了保证账户来解决或有负债的影响。但事实证明这种手段效果不大，为此，各公司不得不使用自己的资本金来赔付损失。但是，这种赔付不仅杯水车薪而且是灾难性的。比如，1969 年末，美国第五大经纪公司 Goodbody&Co 公司的保证金账户仅有 150 万美金，却要应对 1800 万美金的赔付。

面对如此情况，在 1968 年至 1970 年，美国证交所动用了 6100 万美元的特

别信托基金协助财务与业务发生困难的会员公司，解决清算与合并的问题，但效果有限。这些举措不仅没有有效的保护广大中小投资者的权益，而且还将纽约证交所特别信托基金消耗殆尽。在此非常时刻，美国国会以罕见的速度通过了《证券投资者保护法》，同时在 1970 年 12 月正式成立证券投资者保护公司。

20 世纪 70 年代初期出现了证券经纪商破产倒闭造成投资者现金和股票损失的问题，并非美国独有。为了维持投资者信心，保证证券市场稳定发展，各国(地区)开始建立保护中小投资者利益的投资者赔偿制度。事实上，1969 年加拿大率先建立了“加拿大投资者保护基金(Canadian Investor Protection Fund, CIPF)”，旨在保护投资者减少因相关证券经营机构破产而遭受损失，培育健康有序的资本市场，增强投资者信心。美国紧随其后，通过《证券投资者保护法》，并同时成立“证券投资者保护公司(Securities Investors Protection Corporation, SIPC)”以专门负责保护投资者因券商遭遇经营危机，财务困难以及市场萎缩的打击而破产倒闭造成的损失。20 世纪 80 年代是建立投资者赔偿计划的高潮阶段，英国、澳大利亚、香港等国家和地区也相继建立了投资者保护计划。20 世纪 90 年代，尤其是亚洲金融危机之后，亚洲新兴市场国家如泰国、菲律宾、印度以及我国台湾地区也纷纷建立起了各具特色的相应机制和机构，以致在加强对投资者的保护。

从更为广阔的视角来看，投资者赔偿制度的建立和完善是世界各国(地区)加强对金融市场参与者保护的一个组成部分，与之相并列的是规模更大的存款保险制度和保险购买人保护制度。2001 年 2 月，英国就将这三种性质相同的制度统一为新设立的金融服务赔偿计划(FSCS)，建立了统一的金融服务赔偿体制。欧盟 1997 年制定了《投资者赔偿计划指引》，它适应欧盟内部金融市场一体化的需要，建立了统一协调的欧盟内部投资者赔偿制度。它对于将来国际金融市场一体化条件下投资者保护的协调具有重要的参考意义。

大力推进风险补偿制度，完善金融市场退出机制。市场化的风险补偿机制是建立金融稳定长效机制的一项基础性制度安排。经过 30 多年的发展，投资者赔偿制度已经在世界范围内得到普及。它的意义在于：

第一，保护中小投资者的权益。保护中小投资者权益是证券市场健康发展的重要基础之一，除了建立严格的信息披露制度，禁止内幕交易以及相应的民事和刑事救济制度外，投资者赔偿计划能够向中小投资者提供更为简捷的赔偿渠道(各国和地区投资者赔偿计划均将大型机构投资者排除在外)。从世界各国的情况

来看, 各国(地区)投资者赔偿基金规模都较小, 在投资者保护体系中主要发挥着一种补充但却是必不可少的作用。

第二, 维持投资者对金融体系的信心。在这方面, 投资者赔偿基金发挥着与存款保险制度相同的作用, 使得中小投资者可以放心地从事证券投资活动, 可以避免在金融市场动荡期间发生投资者“挤兑”, 防止了金融风险的传递和扩散。

第三, 自律监管体系的补充。不少国家(地区)的投资者赔偿计划由自律监管组织发起设立, 这表明投资者赔偿计划与自律监管体系之间存在着密切的联系。事实上, 这种计划可以从两个方面来对自律监管体系起到补充作用: 对参加计划的会员机构财务状况实施监控; 在对投资者赔偿后, 取得对会员机构的代位索偿权, 并参与其清算过程。

5.2 政策实践与制度安排国际比较和经验

证券投资者赔偿制度是世界各国(地区)普遍建立的一种中小投资者保护制度, 它是投资者保护体系的重要组成部分。在此, 我们就各国(地区)投资者赔偿制度的概况、法律基础、组织模式、资金筹集、赔偿范围和赔偿条件以及赔偿程序等主要内容进行比较, 以便为我国的投资者保护制度的未来发展提供经验和参考。

5.2.1 法律基础和组织模式的国际比较与经验

根据具体的历史和制度, 世界各国(地区)投资者赔偿制度的法律基础和组织模式也各不相同。就投资者赔偿制度的法律基础而言, 可分为以下几种类型(详情参见表 1):

第一, 建立在国家(地区)立法基础之上。绝大多数国家(地区)的投资者赔偿制度都建立在明确的国家(地区)立法基础之上。其中, 最早的是美国。美国国会在 1970 年通过了《证券投资者保护法案》, 并据此成立了证券投资者保护公司。爱尔兰于 1998 年制订的《投资者赔偿法》, 澳大利亚 1987 年制订的《国家担保基金法》。另外, 还有一些国家(地区)的投资者保护制度立法包含在综合性的金融法案中, 如英国 2000 年颁布的《金融服务和市场法(FSMA)》中, 对建立综合性的金融服务赔偿计划做出了规定, 由金融服务赔偿计划来合并过去的投资者赔

偿计划(ICS)和存款保护计划(DPS)。德国 1998 年 1 月颁布的《存款保护和投资者赔偿法案》也在同一部法律中对存款保护和投资者保护计划做出了统一的规定。还有一些国家(地区)将投资者赔偿制度在综合性的证券立法中予以规定,例如香港交易所赔偿基金的法律基础就是 1970 年《证券条例》第 10 条,即将推出的新的投资者赔偿安排将根据已于 2000 年 11 月提交立法会审议的《证券及期货条例草案》推行。

第二,建立在部门行政规定基础之上。有一些国家(地区)并没有对投资者赔偿计划制订国家(地区)立法,而是采用监管部门行政立法的形式来为投资者赔偿计划提供法律基础。例如我国台湾,“财政部”证券暨期货管理委员会于 1995 年颁布了《证券投资人保护基金设置及运用办法》,对证券投资人保护基金的设置及运用等相关事宜进行了详细规定。

第三,没有明确的立法。还有一些国家(地区)没有明确的法律基础,如加拿大就没有针对投资者赔偿方面的法律。为了加强投资者的安全和信心,加拿大自律监管组织(SROs,由加拿大投资商协会、加拿大风险交易所、蒙特利尔交易所、多伦多和温尼伯证券交易所组成)早在 1969 年便建立了国家意外基金(the National Contingency Fund)——该基金于 1990 年更名为加拿大投资者保护基金(the Canadian Investor Protection Fund, CIPF)——提供投资者赔偿服务。由于加拿大并没有专门针对投资者保护方面的法律,因此加拿大投资者保护基金的操作主要遵循加拿大破产清算法及其他相适宜的法律。

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

最典型的独立公司模式是美国的证券投资者保护公司(SIPC)。证券投资者保护公司成立于 1970 年 12 月 30 日,是一个非赢利性的会员制公司,其会员为所有符合美国《1934 证券交易法》第 15(b)条的证券经纪商和自营商组成。截止 2000 年 12 月 31 日,SIPC 共有 7033 家会员。该公司的董事会由 7 位董事构成。其中 5 位董事经参议院批准由美国总统委任,在这 5 位董事中,3 位来自证券行业,2 位来自社会公众。另外两位董事分别由美国财政部长以及联邦储备委员会指派。

董事会的主席和副主席由总统从社会公众董事中任命。爱尔兰和英国也属于独立公司模式。根据 1998 年颁布的《投资者赔偿法》，爱尔兰建立了投资者赔偿有限责任公司(ICCL)来负责组织管理投资者赔偿。英国金融服务局(FSA)组建了金融服务赔偿计划有限责任公司负责管理金融服务赔偿计划，该计划包括了原有的投资者赔偿计划和存款保护计划。

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

台湾的情况有所不同，证券投资人保护基金由台湾证券交易所、台北市证券商同业公会、复华证券金融公司、台湾证券集保公司、台湾证券暨期货市场发展基金会、高雄市证券商同业公会等相关证券机构分别缴纳资金组成，并设有缴纳机构联席会议，具体运作主要由台湾证券交易所牵头。台湾证券交易所负责召集机构会议，并处理保护基金相关事宜。证券投资人保护基金对证券投资人未受偿债权的补偿、证券投资人未受偿债权的确认以及保护基金补偿费用支出等事宜，均由缴纳机构联席会议决定。

加拿大投资者保护基金附属于加拿大自律监管组织，由自律监管组织于 1969 年创设。澳大利亚的情况较为特殊，其投资者赔偿计划附属于澳大利亚证券交易所。1987 年，澳大利亚的六家州属证券交易所合并为全国性的澳大利亚证券交易所(ASX)，与此同时，这些证券交易所的担保基金也合并为国家担保基金(NGF)。为具体运作该基金，成立了“证券交易担保公司”(SEGC)作为国家担保基金的托管人，该公司是澳大利亚证券交易所独资公司，具体负责国家担保基金的日常运作。

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

表 1 部分国家和地区投资者补偿制度法律基础和组织结构

| 国家(地区) | 法律形式和依据 | 名称 | 监管主体 | 组织结构 |
|--------|--|-----------------|--------------|--|
| 美国 | 有专门法规，1970年制定的《证券投资者保护法》 | 证券投资者保护公司(SPIC) | 证券交易委员会(SEC) | 证券投资者保护公司成立于1970年12月30日，该公司的董事会由7位董事构成。其中5位董事经参议院批准由美国总统委任，在这5位董事中，3位来自证券行业，2位来自社会公众。另外两位董事分别由美国财政部长以及联邦储备委员会指派。董事会的主席和副主席由总统从社会公众董事中任命。 |
| 欧盟 | 有专门法规，1997年制定的《投资者赔偿计划指引》 | 投资者赔偿计划 | | 由各国自行决定 |
| 澳大利亚 | 有专门法规，1987年制定的《国家担保基金法》 | 证券交易担保公司 | 证券交易所 | 附属于交易所，是证券交易所的独资公司，管理者来自交易所，但运作独立。 |
| 德国 | 有专门法规，1998年制定的《存款保护和投资者赔偿法案》 | 证券交易赔偿基金(EDW) | 联邦银行 | |
| 英国 | 依托于其他金融法案，1986年制定的《金融服务》法和2000年制定的《金融服务和市场法》 | 金融服务赔偿计划(FSCS) | 金融服务局(FSA) | 组建了金融服务赔偿计划有限责任公司(FSCS)负责管理该赔偿计划。管理者由金融服务部任命，分三个委员会，即存款、保险和投资及信贷业委员会，另设审计委员会和财务行政委员会。 |
| 日本 | 依托于1998年制定的《证券交易法》 | 证券投资者保护基金 | 证券经纪商协会 | 内阁总理大臣及财务大臣可以对基金进行监管，基金董事会可以设理事长一人，理事两人以上，监事一人以上。董事的任免须经内阁总理大臣和财务大 |

| | | | | |
|-----|---|-------------------|---|---|
| | | | | 臣的认可。基金业务由理事长及理事过半数决定。 |
| 印度 | 依赖于 1956 年《公司法》，1999 年修改的《公司法》，以及 2001 年《投资者教育和保护法规》。 | 投资者教育保护基金 (IEPF) | 印度储备银行和印度证券交易所共同监管 | 管理者来自印度储备银行，印度证券交易所和投资者教育保护领域的专家 |
| 香港 | 依赖于 1974 年《证券条例》第十条。 | 香港交易所赔偿基金 | 香港证监会 | 香港证监会全资附属公司 |
| 台湾 | 依赖于 2002 年《证券投资人及期货交易人保护法》 | 证券投资人保护基金 | 证券暨期货管理管理委员会 | 证券投资人及期货交易保护中心设有董事会和监事会，管理运作由调处委员会和 总经理负责。法律服务处和管理处对总经理负责，管理处负责资金的曝光和运用，法律服务处受理申诉、咨询、仲裁和集团诉讼。 |
| 加拿大 | 遵循加拿大破产清算法和其他适宜法律 | 加拿大投资者保护基金 (CIPF) | 多伦多股票交易所、蒙特利尔交易所、加拿大风险交易所和加拿大投资经纪商协会共同监管。 | 附属于加拿大自律监管组织 |

5.2.2 赔偿基金的筹资原则和筹资方式的比较与经验

各国(地区)投资者赔偿基金的筹资方式各不相同，但存在一些共同的原则，主要有以下几条：

第一，会员自行负担。所谓会员自行负担，即投资者赔偿所需资金应该由接受该计划的会员机构自行负担。会员负担赔偿资金，相当于各会员公司为自己的客户购买了一笔保险，而且是监管当局规定的强制性保险(一些国家和地区除了强制性的赔偿计划外，还有基于自愿原则的商业性赔偿计划，这相当于证券公司为自己的客户购买了一笔额外的保险)。绝大多数的投资者赔偿计划都接受这一原则。

其二，权利义务匹配。所谓权利与义务匹配，指的是会员公司承担的会费负担需要与其潜在的赔偿资金需求相匹配。一方面，规模大的会员公司应该承担更

高的会费,多数投资者赔偿基金都根据会员机构的客户数目或者资产规模或者营业收入或者利润水平,来确定其所应该承担的费用。另一方面,经营管理良好的公司,发生破产或者财务困难的可能性较小,其潜在的赔偿资金需求也较少,而经营管理差、财务状况糟糕的公司,发生投资者索赔的可能性也较高,其潜在的赔偿资金需求也较多。诚然,根据经营管理状况来实行差别性的会费标准难度较大,但也有部分国家和地区采用了这种方法。例如,法国的投资者赔偿对会员机构征收的年度费用,基本标准是该机构持有的资金和证券金额,但同时也根据它们财务状况的稳健性和成本情况来进行调整。

其三,充足与适度。所谓充足与适度,即投资者赔偿计划的资金应该保持充足,足以承担对投资者的赔偿义务,同时也必须适度,所获资金与潜在赔偿需求规模保持一致。如果资金不足,则难以及时满足投资者的赔偿需要;如果资金过多,又造成资金的浪费和会员公司过大的负担。因此,投资者赔偿计划的资金规模必须做到充足而适度。例如德国投资者赔偿计划规定,如果赔偿基金现有资金足以支付投资者的赔偿,在监管当局同意后,会员机构可以减少或者停止缴纳会费。葡萄牙投资者赔偿计划还对会员的年度会费规定了最高限额,防止会员机构承担过重的负担。事实上,一些国家(地区)的经验表明,投资者赔偿计划的资金需求并不大。例如,台湾证券投资人赔偿基金成立以来,几乎没有动用过。统计显示,至2000年底,美国投资者赔偿基金规模为12.2亿美元,澳大利亚为1.58亿澳元,加拿大为1.68亿加元,台湾为10.3亿新台币。

其四,灵活的备用融资。金融市场的波动是难以避免的,很难非常精确地预测投资者赔偿基金的资金需求。因此,各国(地区)投资者赔偿计划都设计了灵活的备用融资机制。投资者赔偿基金通过固定或浮动的年度会费等正常筹资方式来应对正常的投资者赔偿,但当出现较为严重的金融机构倒闭或者金融危机时,投资者赔偿基金一般都可以向会员征收额外会费,自行或者在相关监管部门的同意后从银行或者其他机构借款。

从具体的资金筹集方式上来看比较各国(地区)的情况,虽然各有具体区别,但大致可归为以下几类:

第一,会员缴纳的会费 这是最主要的一种资金筹集方式,绝大多数投资者赔偿计划均向会员收取费用。具体而言,它包括以下几种形式:即一次性会费,年度会费和临时性最佳会费。一次性会费是证券公司在加入投资者赔偿计划时,

通常要缴纳一笔一次性的会费；年度会费是绝大多数投资者赔偿计划均要求会员缴纳年度费用，可以分为固定年费和浮动年费两种基本形式；至于临时性追加会费，在需要时，大多数投资者赔偿计划均有权向会员机构征收临时性的追加会费。各国(地区)投资者赔偿计划采用了不同的方法来确定会费的征收标准，其基本的原则是权利与义务匹配。

第二，所筹集资金的投资收益。各国投资者赔偿计划都非常重视管理资金的投资收益，投资收益构成了赔偿基金重要的收入来源，在某些国家还成为最主要的收入来源。例如，澳大利亚赔偿资金来自于“国家担保基金”。1987年，澳大利亚的6家州属证券交易所合并为全国性的澳大利亚证券交易所，与此同时，这些州属证券交易所的担保基金也合并为国家担保基金。国家担保基金资产的增加主要得益于其投资的收益。另外，市场参与者组织成员根据《公司法》7.8节存放于澳大利亚证券交易所由其投资的收益，也是国家担保基金资产增加的来源之一，此部分信托存款一般投资于短期证券。受其投资对象所限，利率波动会对国家担保基金的收益造成影响，这些收入是免收入税的。在1987年建立国家担保基金时，其资产规模为6040万澳元。此后，由于投资收益的增加，其资产价值翻了一番多。截至2000年12月31日，国家担保基金的资产价值约为1.58亿澳元。

第三，借款。绝大多数的赔偿计划都规定赔偿基金有权向政府、银行或者其他金融机构借款，并用将来会员缴纳的会费来偿还。有些国家(地区)的赔偿基金可以自行借款，有些国家(地区)规定借款必须得到监管部门的同意，有些国家(地区)的赔偿基金借款时只需要通知监管部门即可。在一些国家(地区)，投资者赔偿计划在需要时还可以向平行的存款担保基金借款。以美国为例，证券投资者保护公司的基金由会员摊派而来，这些资金被用以投资美国政府债券，其利息也作为基金的一部分。作为赔偿基金的补充，证券投资者保护公司还从银行财团获得了一种周转信贷额度。除此之外，如果有必要，证券交易委员会(SEC)有权向美国财政部申请额度高达10亿美元的借款，然后再出借给证券投资者保护公司，用以急需。

第四，罚金。投资者赔偿计划通常有权对违规的会员机构处以罚金，罚金所得归入赔偿基金。例如，法国投资者赔偿计划就规定，违规的投资公司将向基金支付罚金，罚金归入赔偿基金之中。

第五，官方拨款。少数国家(地区)的政府给投资者赔偿计划提供了少量的初期融资，例如荷兰投资者赔偿计划成立时，就是由荷兰金融监管部门提供了初期资金。

第六，其他方式。投资者赔偿基金的资金筹集还有许多其他方式，例如香港联交所赔偿基金的资金来源于交易所会员，会员须就其拥有的每份交易权在香港交易所存放现金5万港元，香港交易所专门设立一个“赔偿基金储备账户”，以处理一切有关赔偿基金的收支款项。

5.2.3 赔偿机制的国际比较与经验

投资者赔偿计划的目的是在面临(为投资者提供投资服务的)中介机构由于经营倒闭无法归还投资者的投资资金时所给予的一定比例的补偿，以弥补其损失。各国(地区)都在赔偿计划中规定了具体赔偿所涉及的范围，一般涵盖下列几方面，即赔偿对象，中介组织(法人机构或者非法人机构)的性质，所涉及的投资工具以及不包括在赔偿范围的例外。

首先，所有的赔偿都是针对投资者而言，这里的投资者在多数国家(地区)的计划中指个人投资者、小型机构投资者。

其次，赔偿所涉及的中介组织都是处在因投资失败而濒临破产的状态，此时该中介组织的客户具有对资金进行索赔的要求。这些中介组织一般具有以下性质：(1)属于为投资者提供投资服务的；(2)受到有关当局监管；(3)可以是法人机构，也可以不是法人机构；(4)投资经营失败而濒临破产。

第三，不同国家(地区)对因何种投资行为导致损失而需要赔偿也有规定。具体到证券投资赔偿而言，多数国家(地区)都包括股票、债券、基金等基础性金融工具的投资，有些还包括期权、期货等金融衍生工具的投资。

另外，每个国家(地区)都明确地规定了不属于赔偿保护范围的事项。从投资者损失原因的角度讲，主要包括：(1)由于错误的投资建议而导致的损失；(2)由于市场价格变动而造成的损失；(3)由于通货膨胀的影响而招致的损失；(4)大型机构投资者的损失；(5)由于股票发行人破产而使投资者持有的股票缩水所造成的损失；(6)由于其他不可抗力因素而导致的损失。在赔偿对象方面，主要包括：(1)中介机构的一般合伙人、董事、监事、高级管理人员；(2)中介机构的大股东；

(3)不为投资者提供投资服务，而只出于自身经营需要的经纪人。

除上述事项外，每个国家(地区)都是根据自身实际制定详细细则的，如“香港交易所赔偿基金”规定只有交易所的会员公司的客户才有资格获得赔偿；而“美国投资者保护公司”对未按《1933 证券法》在 SEC 注册的投资行为(像商品期货合约)，不提供保护。

每个国家(地区)都规定了一个赔偿限额，其金额根据各国(地区)情况而定。影响该限额水平的因素包括：本国(地区)经济与金融市场发展水平；合理保护与减少“道德风险”；个人投资者平均投资金额；不影响金融市场的效率和维持一个成本尽可能低的赔偿计划；赔偿基金的负担能力；历史上的赔偿记录等等。

多数国家(地区)在赔偿限额的规定中，除了最高赔偿金额的规定外，还有赔偿比例的限制。例如欧盟《投资者赔偿计划指引》规定，赔偿计划的最高赔偿额至少为每位投资者 20000 欧元，如果实际索赔额小于 20000 欧元，则为索赔额的 90%。另外，欧盟大多数成员国还规定每位投资者赔偿上限为 20000 欧元。德国、爱尔兰和芬兰还规定了在索赔额低于 20000 欧元时，有 90%赔偿额的限制。葡萄牙的限额为 25000 欧元，瑞典为 28000 欧元，英国是 73000 欧元；法国是 70000 欧元。

有的国家(地区)对现金赔偿和证券赔偿的赔偿限额予以区别对待。欧盟的一些成员国就对现金赔偿和证券赔偿规定了不同的赔偿标准。丹麦对现金赔偿规定的限额是 40000 欧元，而对证券赔偿规定的限额是 20000 欧元。比利时和法国对现金和证券赔偿的限额相同，比利时的规定是 20000 欧元，法国对现金赔偿和金融工具赔偿的限额都是 70000 欧元。另外，比利时和法国还规定，在银行倒闭的情况下，现金赔偿限额也包括对储户的赔偿。

不少国家和地区对赔偿限额的规定包括了两个方面，即对每个投资者的赔偿限额和对单个会员机构所有客户赔偿的总限额。例如，《台湾投资人保护基金设置及运用办法》规定：“保护基金对每家证券经纪商每一证券投资人一次之补助额，以新台币一百万元为上限。保护基金对每家证券经纪商全体证券投资人一次之补助额总数，以新台币一亿元为上限；该证券经纪商全体证券投资人之补助总额总数超过上限者，由全体证券投资人按其得补助金额比率扣减之。”

香港联交所赔偿基金的做法是：“联交所赔偿基金将可以支付予因交易所参与者违责而提出索偿的所有申索者的总金额限于 800 万元，……并规定申索人可

以收取其损失的金额或 15 万元(以较低者为准)。同时,亦规定申索人所收到的赔偿额不得低于其在 800 万元限额安排下所能收到的款项。这意味着申索额较大的申索人在收取第一笔 15 万元的赔偿额后,可能会再收取第二笔赔偿款项。”

由于各国(地区)规定的赔偿限额不同,有时候会涉及到不同的标准。对此,欧盟《投资者赔偿计划指引》对于在欧盟内部的跨境提供投资服务的投资者赔偿问题,提出了以下基本原则:如果一家投资公司参加投资者赔偿计划,该计划也应该覆盖其其他欧盟成员国内的分支机构。但指引同时规定了两个例外条款:(1)“禁止出口条款”(export-ban or export prohibition clause)。至少在转轨期间,母国提供了较高赔偿上限或较广覆盖范围的投资者赔偿计划,在适用于本国投资公司在其他欧盟成员国分支机构时,应该将相关标准调低到与东道国一致。(2)“取优条款”(topping-up clause)。当投资公司分支机构东道国的投资者赔偿计划提供了较为优厚的赔偿条件时,这些分支机构有权参加东道国的投资者赔偿计划。部分国家(地区)情况具体见表 2。

表 2 部分国家(地区)投资者赔偿计划的赔偿限额

| 国家(地区) | 最高赔偿限额 |
|--------|---|
| 欧盟各国 | 《投资者赔偿计划指引》要求各成员国的赔偿限额不得低于 20000 欧元,同时授权成员国可以根据自己的意愿提供更高水平的限额 |
| 爱尔兰 | 赔偿 90%,最高赔偿额为 20000 欧元 |
| 英国 | 30000 英镑金额内 100%赔付,然后赔付另外 20000 英镑的 90%总额最多赔偿 48000 英镑 |
| 美国 | 50 万美元(包括现金 证券,其中现金≤10 万美元) |
| 香港 | 15 万港元(单个会员限额 800 万港币)但有可能追加赔偿 |
| 台湾 | 100 万元台币(单个经纪商限额 1 亿元台币) |
| 德国 | 赔偿 90%,最高赔偿额为 20000 欧元 |
| 日本 | 上限为 1000 万日元 |
| 印度 | 对每个索赔案的赔偿不超过基金总预算的 5%,并且不超过该项索赔案中支出的 80% |

按照各国(地区)投资者赔偿计划的宗旨,赔偿条件大致包括这样几个原则:一是投资者已经完成证券的交易和交割;二是中介机构经营失败;三是只对一些具有特殊身份的会员机构的投资者(或账户)进行赔偿。具体表现为以下几类:有关监管部门认定某中介机构已经面临破产倒闭,因此无法履行对投资者的偿付义务;司法部门根据中介机构的财务状况做出判决,认为投资者不能直接对中介机构提出赔偿要求;投资者的买卖委托已经成交,并对经纪商已经完成交割;只有参与赔偿计划的会员类中介组织的投资者才有权要求赔偿。

鉴于各国(地区)在实施赔偿计划时,具体承担赔偿责任的机构不同,因此具体的赔偿程序也不完全雷同。但一般都经过下述过程:

第一,调查。指中介机构(赔偿计划的会员机构)的上级管辖(监管)部门对该

机构的财务状况进行详细了解,确定其确实处于无法履行对投资者的资金支付义务的状态。但该机构面临倒闭时,监管部门会对其进行清算。此处的上级监管部门以不同国家(地区)有不同情况,有中央银行、司法机关等不同机构承担。

第二,通知有权获得赔偿的投资者:监管机构将通知有权获得赔偿的投资者(通过报纸或信函),并就有关注意事项让客户知悉,包括提出申请的材料准备、提出申请的时效限制等方面。

第三,投资者提出赔偿申请。提出申请时必须准备详细的有关材料,包括破产公司的一切材料、与中介机构的交易事项、以及其他能证明有资格索赔的文件。时间限制一般为3个月、5个月、6个月甚至1年。

第四,审核。在收到投资者的赔偿申请后,赔偿计划的实施者将根据有关法律、规章等对每位投资者的赔偿申请进行审定,判定他们是否符合条件,以决定是否做出赔偿。

第五,确定是否赔偿和赔偿金额。确定是否对申请赔偿的投资者进行赔偿,对审核通过被确认符合赔偿要求的,计算出按规定应予赔偿的金额。

第六,支付赔偿金。一切准备工作完成后,赔偿计划的实施者即可向索赔投资者发放赔偿金额。时间限制一般为3个月。

第七,上诉:如果投资者对赔偿数额或方法不满意,可以向赔偿计划的实施者申请重新裁定,甚至上诉至法庭。

对于投资者赔偿过程中每个环节所需的时间,各国(地区)一般都规定了强制性的时间要求,以便及时地满足投资者的赔偿申请,防止官僚主义作风影响赔偿计划实施机构的工作效率。例如,欧盟《投资者赔偿计划指引》规定:“投资者赔偿计划应该采取适当措施,通知投资者有关其赔偿的监管当局裁决和司法判决,如果应该对其进行赔偿,则应该尽快赔付。赔偿计划应该规定一个投资者提交索赔要求的期限要求,该期限至少为5个月。但不应该援用期限已过为理由拒绝对投资者提供赔偿,而应在投资者索赔的合格性和金额确认后3个月内进行赔偿。”

5.3 我国证券投资者补偿制度的现状及发展趋势

证券投资者赔偿制度,是投资者保护体系的重要内容,是实施投资者保护的

重要依据。以新《证券法》颁布实施和证券投资者保护基金公司成立为标志，我国证券投资者保护制度建设进入一个新的阶段。建立证券投资者保护制度，实施保护基金为核心的投资者赔偿机制是国际惯例，是防范、化解金融风险的必不可少的一项措施。学习、了解国外投资者保护制度，为我们开启了思路，为进一步完善我国的证券投资者保护制度作积极有益的探索。投资者信心是证券市场发展的基础和前提。作为证券市场改革发展的一项基础性工作，证券投资者赔偿制度建设，必将对保护投资者利益，维护市场稳定，树立投资者信心，发挥积极作用。

目前，我国虽然没有专门针对证券投资者保护制度的国家立法，但是，相关的法律、法规及行政规章中却包含了投资者保护的内容。其中，《宪法》第十三条规定，公民的合法私有财产不受侵犯，国家依照法律规定保护公民的私有财产。

《证券法》第一条规定，投资者的合法权益应当予以保护。十届人大常委会第十八次会议审议通过的《证券法》修正案中进一步明确规定，国家设立证券投资者保护基金，证券投资者保护基金的征集、管理和使用的具体办法由国务院规定。为保护当事人的合法权益，维护证券市场正常交易结算秩序，从司法的角度，最高人民法院曾下发了《关于冻结、扣划证券交易结算资金有关问题的通知》，对保护证券投资者权益发挥了重要作用。

中国证监会、财政部、中国人民银行联合发布的《证券投资者保护基金管理办法》，对投资者保护基金运作的相关事宜做出了详细的规定。中国证监会根据《证券法》等法律法规制定并发布的一系列规章和规范性文件，其中对证券投资者利益保护均做出了相关规定。

从证券投资者保护的有效性和规范性来看，采用国家专门立法的方式当属首选。当然，这也取决于一国的法律体系和制度环境现状。与欧美发达国家证券市场相比，我国的证券市场尚处发展初级阶段，包括公司治理、制度建设、市场构架等在内的多方面深层次问题都在实践和摸索之中，以国家立法方式制定专门的投资者保护法尚不具备条件。因此，在基本法律制度下，国务院制定的行政法规和监管部门的专项规章就在事实上发挥着保护投资者的重要作用，如果投资者的权益受到侵害，可以根据这些行政法规和规章请求监管机构或执法机构提供保护。

我国尚缺乏投资者保护的专门立法，从长远看，证券市场是一个依法运作的市场，法律制度的完善与否是证券市场正常、顺畅与健康运作的重要前提。由于

当前还缺少专门立法,加之投资者保护制度还不完善,尽管监管部门一直重视投资者保护工作,制定并发布了一系列相关政策,采取措施保护投资者权益,取得了一定的效果。但是,对违法违规而产生的损害投资者权益的行为缺乏有效的制裁手段,这就有必要将投资者保护提到立法的高度。事实上,当前我国证券投资者保护专门立法已经有了法律依据和现实基础。如新《证券法》明确了证券投资者保护基金的法律地位,并授权国务院规定具体办法。证监会、财政部、人民银行已经颁布《证券投资者保护基金管理办法》,经过实践后也理应上升为行政法规,以强化和规范相关筹集、管理和使用的具体办法。2005年9月29日,中国证券投资者保护基金挂牌运行后,有关部门随即组织了证券投资者保护立法专题小组,已启动相关工作。

我国投资保护基金公司的注册本来为63亿元,注册资金全部来自财政部储存的历年认购新股冻结资金利差余额。早在2000年4月,证监会、财政部推出证券交易所风险基金和证券结算风险基金时,已一次性提取了当时新股申购冻结资金利差账面余额的45%,金额高达数十亿元。此外,今年7月,尚在襁褓之中的投资者保护基金公司即已获得央行一笔100亿元人民币的专项再贷款。由此看来,我国投资者保护基金公司的注册资金及启动资金均源自政府。国外最常见、也是我国证券法(修正案)规定的会员缴纳会费的形式,还未被启用。

我国证券投资者保护基金的筹集方式与国际通行做法既有相似之处,也有不同。根据《证券投资者保护基金管理办法》,我国证券投资者保护基金筹集借鉴了上述国际通行的几种做法,采取了以下方式:一是从证券交易所交易经手费的一定比例提取;二是按境内注册证券公司营业收入一定比例提取;三是发行股票、可转债等证券时申购冻结资金的利息收入;四是依法向有关责任方追偿所得和从证券公司破产清算中受偿收入;五是接受国内外机构、组织及个人的捐赠等。

较之于证券投资者保护基金筹集的国际通行做法,我国投资者保护基金的筹集主要有以下特点:(1)保护基金“取之于市场,用之于市场”,筹集基金的目的是按照国家政策规定,在证券机构撤销、关闭和破产或被监管部门采取行政接管、托管经营等强制性监管措施时,保护债权人的正当权益,进而维护证券市场稳定运行。(2)设定会员机构缴费区间比例,按照经营管理和风险水平确定证券公司基金缴费额,有利于促进证券公司加强内控制度建设,提高风险防范能力;(3)基金筹集采取多种方式并行的模式,同时根据市场变动情况加以调整,保

证了基金来源的相对稳定性和灵活性。

我国证券投资者保护基金的筹集方式紧密结合中国证券市场的现状,为投资者保护基金的有效筹集和运作奠定了良好的基础。保护基金公司负责基金的筹集、管理和使用,其主要职责是在证券公司被撤销、关闭和破产或被证监会实施行政接管、托管经营等强制性监管措施时,按照国家有关政策规定对投资者正当债权予以收购,以此来保护投资人的合法权益。收购一般只针对客户证券交易结算资金和个人债权。按照“依法清偿、适当收购”的原则处理停业整顿、托管经营、被撤销的证券公司中的个人债权及客户证券交易结算资金问题。目前,对个人债权进行收购主要依据是人民银行、财政部、证监会等有关部门联合发布的《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》、《个人债权及客户证券交易结算资金收购实施办法》及《关于证券公司个人债权及客户交易结算资金收购有关问题的通知》等规范性文件。

国家设立保护基金制度是投资者保护体系的重要组成部分。一方面,可以在证券公司出现关闭、破产等重大风险时依据国家政策用于保护投资者权益,通过简捷的渠道快速地对投资者特别是中小投资者予以保护;另一方面,还有助于稳定市场,防止证券公司个案风险的传递和扩散。保护基金公司与现有的国家行政监管部门、证券业协会和证券交易所等行业自律组织、市场中介机构等共同组成了全方位、多层次监管体系,同时,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亦发挥着重要作用。保护基金公司的设立也为我国建立国际成熟市场通行的证券投资者保护机制搭建了平台,为我国资本市场制度建设向国际化靠拢提供了契机。

5.4 政策涵义及其启示

我国证券投资者补偿制度的正式确立以及中国证券投资者保护基金公司的成立,作为一项新生事物,正逐渐显现出其生机与活力。展望未来,面对不断发展变化的内外部环境,证券投资者保护制度还将面临新的机遇和挑战。当前,我国资本市场正处于改革发展的重要时期,按照国家和政府的统一部署,相关政府部门在社会各界的配合下,大力推进股权分置改革,努力提高上市公司质量,积极开展证券公司综合治理。这些政策措施落实到位,我国证券市场将建立起持续

健康发展的长效机制，为投资者保护制度完善创造良好的外部环境。

同时，应当看到，随着经济全球化，我国资本市场对外开放力度加大，越来越多的境外投资者加入到我国资本市场中来，这势必对我国投资者保护体系建立和完善带来新的问题和困难。“十一五”期间我国金融综合经营将迈出实质性步伐，在完善金融体系建设，提供更多金融服务的同时，也加大了不同金融市场、不同金融机构之间风险传递的可能性；另外，资本市场的机制创新、产品创新、业务创新、技术创新和监管创新，将激发资本市场活力，完善市场体系，也会带来新的风险。如何在经济一体化和金融全球化的背景下，在促进金融创新的同时兼顾证券投资者保护是我们面临的新挑战和新任务。

第一，借鉴和吸收国内外及各地区现有的投资者保护立法经验，完善投资者保护制度。在相关立法过程中，既要从中国实际出发，也应遵循国际惯例、考虑金融全球化和经济一体化背景下投资者保护新情况，突出投资者权益保护法的前瞻性、可预期性、严谨性、开放性、实用性和可操作性，对投资者各类权益的行使和救济方式尽可能详细、具体的规定。

第二，大力推进风险补偿制度，完善金融市场退出机制。市场化的风险补偿机制是建立金融稳定长效机制的一项基础性制度安排。国际经验表明，存款保险制度、证券投资者补偿制度和寿险投保者补偿制度，在降低系统性金融风险方面发挥着不可替代的作用。投资者赔偿制度的建立和完善是世界各国(地区)加强对金融市场参与者保护的一个组成部分，与之相并列的是规模更大的存款保险制度和保险购买人保护制度。目前，英国就将这三种性质相同的制度统一为新设立的金融服务赔偿计划(FSCS)，建立了统一的金融服务赔偿体制。从中国金融业发展趋势看，建立包括存款，证券投资 and 投保人保护综合性，市场化的风险补偿机制，不仅是未来混业经营发展的必需，而且也是维护经济和金融稳定，防范体系性金融风险的条件。

第三，投资者保护体系的各环节的协调衔接。充分地认识到投资者补偿机制作为投资者保护体系的事后处理最后环节的制度安排，其对投资者的保护力度以及自身的运行效率不仅取决于完整的保护体系的法律制度的完备性，而且也取决于对券商风险管理和控制状况。从这个意义上讲，投资者补偿机制决不仅仅是一种消极的对投资者的损失进行补偿的计划，还应该是协助行政监管部门和自律性监管机构做好对证券市场风险管理与控制安排。

第四，保护过度和保护不足之间的有效平衡。诚然，保护不足则很难起到对投资者进行有效保护，投资者补偿制度也将失去其本身意义。然而，保护过度，一方面会增大赔偿基金的运作难度，同时也无助于投资者本身自我风险防范意识的提高。一个好的赔偿机制不仅能有效地保护中小投资者的利益，而且也应该能够激励证券公司提高风险管理水平，鼓励投资者风险意识的提高，从而根据券商的经营管理水平择优弃劣，保证证券市场健康发展。

第五，赔偿范围、对象和程序的明确合理，防止赔偿行为的主观判断和人为确定。通常影响赔偿机制的因素包括经济和金融的发展水平，合理保护和防范与减少道德风险和逆向选择，平均投资额以及补偿基金的担负能力等。我国中小投资者数量众多，涉及面广，如果没有明确合理的赔偿机制，不仅会无味增加保护基金运作的工作量，而且也会给投资者带来意想不到的困难和负担。

投资者补偿制度及保护基金公司的设立，承载着化解中国证券市场风险的希望，也承载着建立投资者保护长效机制的重任。我们有理由相信，伴随着证券立法的加强及法治环境的不断进步，我国的证券投资者保护制度将不断完善，投资者的信心将得到鼓舞，证券市场的发展前景将更加美好。

第六章 投资者保护法律体系的建立和完善

证券投资者保护法律制度的建立和完善是一项系统工程。一般而言，证券投资者保护的法律制度散见于不同法律法规之中。在中国，《公司法》、《证券法》、《民法通则》等诸多法律，以及数量更多的法规和部门规章都涉及到证券投资者保护的内容。比如说，证券法中有关信息披露、防止内幕交易和操纵市场的规定，民法中有关侵权的法条，都是构成证券投资者保护制度体系的重要组成部分。

我国资本市场具有典型的新兴加转轨市场的特征，相应地，我国的证券投资者保护制度体系也受到这种市场特征的限制。由于是新兴市场，各种规章制度都在逐步建立过程之中，各种制度的建立有很强的“摸着石头过河”的特性，同时，投资者保护的各种配套制度尚不完善。由于是转轨市场，资本市场在发展之初在很大程度上是为了满足国有企业脱困的需要，因此对投资者保护并没有被提到应有的高度。

6.1 世界各国投资者补偿立法情况

世界不同国家或地区对投资者补偿的立法与该国家（地区）法律传统以及资本市场发育情况息息相关。世界上成立最早的投资者保护基金是 1969 年加拿大的投资者保护基金（CIPF），但迄今为止，加拿大尚未颁布专门针对投资者保护方面的法律，加拿大 CIPF 的操作主要遵循加拿大破产清算法及其他相关法律。

世界上对投资者补偿进行明确立法的两个典范是美国和欧盟。美国的证券投资者保护公司（SIPC）成立于 1970 年，所有符合美国《1934 年证券交易法》第 15（b）条的证券经纪商和自营商都是 SIPC 的会员。同年，美国通过了《证券投资者保护法》，对证券投资者补偿进行规范。欧盟与 1997 年建立了投资者补偿计划，赔偿计划的具体组织模式由各国自行决定，同时，欧盟通过了“投资者补偿计划指令”（Investor Compensation Scheme Directive, ICSD, 97/9/EC）。

香港的证券投资者补偿计划建立于 1985 年，附属于证券交易所成立了由交易所全体会员组成的《香港交易所赔偿基金》，香港没有专门针对投资者补偿计划立法，相关行为由 1974 年《证券条例》第 10 条规范。英国与 1986 年设立了投资者赔偿计划（ICS），并于 1988 年正式运行。2001 年 2 月 1 日，该计划由金

融服务赔偿计划（FSCS）所取代。与之相关，英国有 2000 年《金融服务和市场法》（FSMA）对相关行为进行规范。澳大利亚的投资者补偿计划建立于 1987 年，职能由“证券交易担保公司（SEGC）”承担，赔偿基金可以对涉及与证券经纪商进行的交易要求赔偿，其行为受 1987 年《国家担保基金法》规范。台湾的“证券投资人保护基金”于 1995 年建立，由台湾证券交易所，台北证券交易所、台北证券商同业公会等共 10 家相关机构分别缴纳资金组成，由台湾证管会 1995 年颁布的《证券投资人保护基金设置及运用办法》规范。德国的证券投资者补偿计划建立于 1998 年，名称为证券交易公司赔偿基金，由专门的《存款保护和投资者赔偿法案》进行规范。爱尔兰的证券投资者补偿计划建立于 1998 年，其职能由投资者赔偿有限责任公司承担，并由《投资者补偿法》进行规范。日本有国内券商组成的日本投资者保护基金和国外经济公司组成的证券投资者保障基金，2002 年两个基金合并为证券投资者保护基金[SIPF（J）]。法国的“证券担保计划”建立于 1999 年，之前于 1989 年成立的赔偿计划，是由证券公司建立的，赔偿范围只是其所接受的证券公司。法国的证券投资者补偿计划由储蓄和金融证券法加以规范。

值得一提的是，我国的证券投资者补偿制度并没有专门的法律法规加以规范。投资者保护基金的法律依据主要来源于国务院批准的《证券投资者保护基金管理办法》，在修订的《证券法》中对投资者保护基金及其管理模式也有相应的规定。从国际上看，对投资者补偿计划有的是有专门的法律加以规范，有的是在相关法律中加以规范。从中国的情况看，如果投资者保护基金以法律形式加以规定，则具有较高的公信力，有利于制度的稳定运行和提升投资者对投资者保护基金的信心，但另一方面，以法律形式确立投资者保护基金制度也有灵活性较低的缺点，特别是在我国投资者保护基金制度运行之初，对基金的运行模式，作用定为等很多方面都还处在探索之中，因此，过早地以法律形式确定投资者保护基金制度也不利于充分发挥该制度的作用。一种比较理想的模式是首先用行政的形式对投资者保护基金制度的主要方面加以规，并根据基金运行情况不断调整，待制度运行稳定后，把部门规章上升到法律的层次。

6.2 有关投资者保护的法律体系及其完善

6.2.1 《公司法》、《证券法》修订及其对投资者保护的影响

在有关投资者保护的法律体系中,《公司法》和《证券法》由于其基础性地位,因而对投资者保护有着重要影响。在《公司法》和《证券法》修订以前,由于带有强烈的计划经济烙印和过度色彩,这两部法律对投资者权利的保护存在教导的缺陷,经过 2005 年的修改,这两部法律在很大程度上加强了对投资者权益的保护。

1、《公司法》修改对投资者保护的影响

以《公司法》为例,修改后的《公司法》从三个重要方面加强了对投资者权益的保护。

一是修改完善了公司法人治理结构方面的规定,包括完善了股东会和董事会制度,充实了股东会、董事会召集和议事程序的规定;增加了监事会的职权,完善了监事会会议制度,强化了监事会作用;增加了上市公司设立独立董事的规定;对公司董事和高级管理人员对公司的忠实和勤勉义务以及违反义务的责任,作出了更为明确具体的规定。

二是健全了对股东尤其是中小股东利益的保护机制,包括为保证股东的知情权,增加了有限责任公司股东可以查阅公司财务会计账簿的规定;增加了股份有限公司股东大会选举董事、监事时,可以实行累积投票制的规定;增加了有限责任公司股东退出机制的规定,在公司符合分红条件而长期不向股东分红等情况下,股东可以要求公司收购其出资,退出公司;增加了股东代表诉讼的规定,当公司董事、经理等高级管理人员侵犯了公司权益,而公司不予追究时,股东可以依法向人民法院提起诉讼,以维护公司和自身的权益。

三是增加了“公司法人人格否认”或称为“揭开公司面纱”制度的规定。修订后的公司法在为公司的设立和经营活动提供较为宽松条件的同时,为防范滥用公司制度的风险,增加了“公司法人人格否认”制度的规定。当公司股东滥用公司法人独立地位和股东有限责任,逃避债务,严重损害公司债权人利益时,该股东即丧失依法享有的仅以其对公司的出资为限对公司承担有限责任的权利,而应对公司的全部债务承担连带责任。

2、《证券法》修改对投资者保护的影响

我国资本市场目前的特点是新兴加转轨。它是在经济转轨时期发展起来的,初期的制度设计由于受当初各种条件的约束,在基本制度的建设上有很多缺陷;在市场发展过程中,有需要不断完善的地方。《证券法》是直接规范证券市场行为的法律,其完善与否在很大程度上决定了对投资者保护的力度。新《证券法》根据近年来我国资本市场发展实践,在四个重要方面加大了对投资者保护的力度。

一是提高上市公司质量,进一步规范股票发行上市的行为。上市公司是资本市场的基石,新《证券法》增加了上市公司控股股东或实际控制人以及高管人员诚信义务的规定和法律责任。新法分别规定:上市公司董事、监事、高级管理人员应当保证上市公司所披露的信息真实、准确、完整,发行人、上市公司公告的招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告以及其他信息披露资料,有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失的,发行人、上市公司应当承担赔偿责任,……董事、监事、高级管理人员……承担连带赔偿责任,……控股股东、实际控制人有过错的,应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任。与此同时,新法建立了证券发行的保荐制度和发行申请文件的预披露制度,从制度上进一步保障发行人的质量,提高发行透明度,防范发行人采取虚假手段骗取发行上市。

二是推动证券公司综合治理,防范和化解证券市场风险。新《证券法》要求,证券公司应当建立健全内部控制制度,采取有效隔离措施,防范公司与客户之间、不同客户之间的利益冲突;新《证券法》确立了独立托管制度,禁止任何单位或者个人以任何形式挪用客户的交易结算资金和证券,保证了投资者资金安全。新《证券法》明确了证券公司董事、监事、高管人员任职资格管理制度,加强高管人员任职资格管理。新《证券法》增加了对证券公司主要股东的资格要求,要求主要股东具有持续盈利能力,信誉良好,最近三年无重大违法违规纪录,净资产不低于人民币二亿元。新《证券法》补充和完善对证券公司的监管措施,增加了证券监管机构的权限,在证券公司的净资本或其他风险控制指标不符合规定且逾期未改正,或者其行为严重危及该证券公司稳健运行、损害客户合法权益的,证监机构可区别情况采取限制、暂停、撤消其业务活动,限制分配红利,责令更换高管等措施。

三是健全侵害投资者合法权益损失补偿制度,维护证券市场信心。新《证券

法》规定国家设立证券投资者保护基金，以便于在证券公司被撤销、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，按照有关政策对债权人进行偿付；新《证券法》明确了对投资者造成损害的民事赔偿制度，规定内幕交易、操纵证券市场和欺诈客户的行为给投资者(客户)造成损失的，行为人应当承担赔偿责任。发行人、上市公司因虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，应当承担赔偿责任；发行人、上市公司的董事、监事、高管人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司，要与发行人、上市公司承担连带赔偿责任；上市公司的收购人利用收购损害被收购公司及其股东合法权益并造成损失的，要依法承担赔偿责任。证券公司违背客户的委托买卖证券、办理交易事项给客户造成损失的，依法承担赔偿责任。

四是赋予证券监管机构准执法权，加大证券监管力度。新《证券法》在明确国务院证券监管机构八项职责的同时，进一步完善了执法措施。新《证券法》规定，证券监管机构有权查询当事人和与被调查事件有关的单位和个人的资金账户、证券账户和银行账户；对有证据证明已经或者可能转移或者隐匿违法资金、证券等涉案财产或者隐匿、伪造、毁损重要证据的，经国务院证券监督管理机构主要负责人批准，可以冻结或者查封。可以限制被调查事件当事人的证券买卖。可查阅、复制与被调查事件有关的财产权登记、通讯记录等资料。这些规定在很大程度上扩大了证监会的监管权力，将对及时查处证券市场违法违规行为起到积极作用。

虽然新《证券法》在保护投资者利益方面做出了较大的努力，并在一些重要方面取得了突破，但仍然在几个重要方面存在不足。

首先是在证券发行和退市制度方面。退市属于证券立法必须重点给予制度安排的环节，没有健全的退市制度，上市公司欺诈、造假的成本很难实质性地提高。同样，在公司上市环节，规定由证监会通过下属交易所主导发行审核制度，对证券市场市场化发展路径未予充分考虑，在中国金融产品供给不足的总体格局下，行政力量主导的上市制度将在很大程度出现公司上市的“逆向选择”，即差的公司希望通过上市圈钱，而好的公司不愿意在上市过程中付出过高的成本，从而降低了上市公司的总体质量。这些都会对投资者利益保护产生不利影响。

其次是对欺诈交易的惩罚力度不足。虽然《证券法》规定对于明确了对投资者造成损害的民事赔偿制度，规定内幕交易、操纵证券市场和欺诈客户的行为给

投资者(客户)造成损失的, 行为人应当承担赔偿责任, 但是在实践中的赔偿力度很难得到保证。基于这种情况, 有必要规定凡构成坐庄者, 受到欺诈损害的投资者有权要求撤销交易, 且交易成本由坐庄者承担, 让坐庄者付出高昂的违法成本。对含有欺诈成份的合同, 《合同法》允许当事人请求撤销该合同, 体现了法律公平和正义的理念。而在证券交易中, 由于买卖对手无从知晓, 一项交易虽然含有欺诈, 但是也不能撤销结果。对欺诈者只给予行政处罚, 却未顾及受损者利益, 这是不公平的。在美国证券法上, 投资者可以依据 1933 年《证券法》第 12 节第 1 款要求撤销合同, 被告向原告返还购买证券的款项及利息。

6.2.2 诉讼制度在投资者保护方面的不足

朗咸平认为, 美国证券法律中有两条非常重要的原则值得中国借鉴: 一是辩方举证; 二是集体诉讼。虽然中国与美国在资本市场成熟程度、法制环境等许多方面存在重大差异, 引入辩方举证和集体诉讼制度也存在许多限制条件, 但必须认识辩方举证和集体诉讼制度在投资者保护方面所具有的重要意义。

1、举证制度的缺陷

在我国现行的诉讼法和现行的侵权法理论中, 奉行的是谁主张权利、谁举证的原则。这种举证原则与法律的无罪推定是息息相关的。但是, 证券市场是一个特殊的市场, 证券市场的侵权行为与一般的民事侵权行为有着较大的差距, 因此, 在举证适度上也应该有所区别, 采取辩方举证是一个比较合理的选择。

一方面, 证券市场存在比较明显的信息不对称现象, 限制了中小投资者的举证行为。在上市公司与投资者之间, 证券公司与投资者之间, 不同规模的投资者之间, 获取信息的速度和质量都存在明显差异。由于证券交易价格与相关信息有着极为密切的关系, 相关市场参与者往往利用信息优势进行侵权。举证往往需要对相关信息有充分了解, 由于市场存在严重的信息不对称, 中小投资者往往没有能力对自己所受的侵权行为进行充分举证。另一方面, 证券市场是一个高度专业和复杂的市场, 很多投资者往往缺乏足够的知识和能力进行举证。证券交易在价格形成、信息披露、交易结算方面都十分专业, 涉及到会计、法律、审计等许多领域的知识, 普通的投资者往往缺乏进行有效举证的专业知识。

要设立辩方举证制度首先必须建立与特殊侵权行为相适应的侵权法理论。在

消费者权益保护、病患者权益保护以及投资者权益保护的许多方面,在一些国家采取特殊侵权行为学说。首先对侵权人实行过错推定,在投资者举证说明存在侵权行为和损害事实的前提下,投资者无需证明侵权人是否存在过错,实施过错推定,在美国认为上市公司只要一上市,就是有原罪。所有做法都是有罪的,除非证明清白。而正是因为不能证明无罪,所以就不敢犯罪。只有在这种严苛的法律环境下,股市才能减少内部交易、操纵股价等行为的发生。

2、起诉制度的不足

(1) 集团诉讼制度缺失

证券交易市场中,一旦发生投资者利益受损的现象,涉及人数往往很多。为了解决人数众多的诉讼带来的问题,以及有效地降低诉讼成本,各国在诉讼法律制度都作了一些特殊的设计。如美国的集团诉讼,日本的选定当事人诉讼制度。不论采取哪种方式,目的都是为了方便当事人诉讼。根据我国民事诉讼法规定,代表人诉讼的形式有两种:一种是当事人一方人数众多但在起诉时人数已经确定,由当事人推选代表人参加诉讼,成为选定代表人诉讼;另一种是当事人一方人数众多但在起诉时人数尚不确定,通过公告登记的权利人推选代表人参加诉讼,成为集团诉讼。

集团诉讼始于17世纪末、18世纪初英国的衡平法院,后来被引入美国,并得到进一步完善,其判决对那些不仅仅对未参加审理的民事主体具有法律约束力,而且可能对那些根本料想不到这种审理的主体也具有约束力,被广泛地运用于环境保护诉讼、证券交易诉讼等。在美国,有关证券市场的集体诉讼有几个原则:第一,小股民和上市公司打官司的话,双方各自负担自己的成本,胜诉或败诉都不需要负责对方的;第二,小股民可以不付钱,打胜了之后再付,打败都不付;第三,小股民控告上市公司,只要一名股民控告就可以了。这个股民控告的结果,如果成功的话,利益归于全体股民。对于我国是否存在集团诉讼,学术界存在不同意见。¹⁵最高人民法院《受理通知》第四条规定“对于虚假陈述民事赔偿案件,人民法院应当采取单独或者共同诉讼的形式予以受理,不宜以集团诉讼的形式受理”。该司法解释认为不宜采取集团诉讼的形式,其目的在于限制当事

¹⁵ 有学者认为“从我国的现行法律中却找不到关于‘集团诉讼’的规定。可以说在我国并不存在‘集团诉讼’,它只是美国法中独有的诉讼制度”。(注:宋长海、普翔:《完善代表人诉讼的思考》,载《人民法院报》2002年1月1日,第3版。)但是,我国民事诉讼法第五十五条的规定与美国等国家所规定的集团诉讼基本相同,故有学者将其界定为集团诉讼。(注:齐树洁主编:《民事程序法》,厦门大学出版社2002年版,第118页。)只是我国的集团诉讼与美国的集团诉讼有所不同。

人的人数，要求当事人直接参与诉讼的全过程。

中国股民中小投资者众多，本身的法律意识和维权意识就不强，如果诉讼成本过高，大部门利益受到侵害的中小投资者会放弃维护自己的权力，从而纵容证券市场的违法犯罪行为，对现有的司法资源也是一种浪费。让他们到外地打官司，可能难以承受诉讼成本的支出不情愿地、无可奈何地放弃诉讼的权利。可见，法院作如此的限制，实际上并没有方便当事人的诉讼，更为严重的是，闲置了现行的民事诉讼的立法资源，在本质上这也是司法资源浪费的一种表现形态。“如果大众侵权案件不能继续进行集团诉讼，那么会产生很多不利的后果。个人诉讼成本通常远超出胜诉原告所获得的赔偿。如果没有集团，公司所进行的非法的甚至危险的行为便无法被制止。”¹⁶

（2）股东代表诉讼制度的不足。

股东代表诉讼又叫派生诉讼，是指当公司怠于通过诉讼追究侵害公司利益的人的法律责任时，具备法定资格的股东为了维护公司的利益以其自身的名义代表公司对侵害人提起诉讼，追究其法律责任的活动。该制度对于完善公司的具体治理结构，具有现实性，司法的可操作性，在追究上市公司及其董事、经理、监事等做虚假陈述、内幕交易、操纵市场等产生的民事责任都具有十分重要的意义。英国和美国率先在衡平法上创设了股东代表诉讼制度。法国、日本、新加坡以及我国的台湾都许多国家和地区都规定了股东代表诉讼提起权。

在法律上，能够代表公司提出诉讼的往往是公司的董事或经理，但是当他们的滥用职权后给公司利益造成损失后，不会自愿用公司的名义起诉自己。股东代表诉讼制度的目的就是给公司的投资者提供法律的救济，不仅维护了股东对公司的共益权，还维护了股东的自益权。在我国法律没有明确规定股东代表诉讼，但是司法实践在一定范围内承认了股东代表诉讼制度。1994年最高法院一项司法解释确认，控制公司的股东与合同对方存在利害关系，合同对方违约而公司不行使诉权的，股东得行使本属公司的诉权。2001年浙江嘉兴市中级人民法院在“朱传林诉赵建平”一案正式认可了股东代位诉讼的正当性。

尽管股东代表诉讼制度已经在一定范围内存在，但建立正式的股东代表诉讼制度的要求仍然十分迫切。我国市场经济体制确立时间不长，大多数企业公司治理

¹⁶ [美] 史蒂文·苏本、玛格瑞特：《美国民事诉讼的真谛》，蔡彦敏、徐卉译，法律出版社2002年版，第199页

理结构尚不完善,许多公司存在严重的委托代理问题,控股股东侵害小股东利益,管理层侵害公司利益的现象广泛存在,这种现象很难在短时间内改变。建立正式的股东代表诉讼制度,不仅给股东设立了在权利受到侵害时的救济通道,而且可以给控股股东和管理层的行为设定外部约束,从而有效地保护中小投资者利益。

6.3 政策建议

加强对证券投资者保护是一项系统工程,保护投资者的也涉及到许多法律及诉讼制度的许多方面。为了进一步加强对证券投资者利益的保护,必须从多方面着手,对投资者保护法律体系加以完善。

(一) 投资者补偿制度的司法化。2005年6月30日,中国证监会、财政部和人民银行联合发布了《证券投资者保护基金管理办法》,对证券投资者保护基金的性质、公司的职责、基金的筹集及使用等方面进行了规范。虽然这个办法对于防范和处置证券公司的风险,保护证券投资者利益具有积极促进作用,但是由于仅仅为部门规章,法律效率较低,不利于证券投资者补偿制度的持续稳定发展。因此建议在恰当的时机以行政法规的形式出台《证券投资者保护条例》,并根据投资者补偿计划的实践,在恰当的时候出台《证券投资者保护法》。

对于投资者保护基金公司的性质,除了目前公司章程以外,在《证券投资者保护基金管理办法》中仅仅有以下描述:“设立国有独资的中国证券投资者保护基金有限责任公司,负责基金的筹集、管理和使用。”处于投资者保护制度有效运行的考虑,投资者保护基金公司在筹集、管理和以及《办法》规定的六项具体职责之外,投资者保护基金公司作为保护投资者利益的专门机构,应该在保护投资者利益方面承担更加广泛的责任,对此应该通过行政法规或法律的形式加以明确。

(二) 相关法律制度的健全。投资者保护法律体系的健全,不仅包括投资者补偿计划的司法化,还包括相关法律法规的健全。特别是《证券法》、《公司法》等法律规定对投资者利益保护具有相当大的影响。投资者保护基金公司作为保护证券投资者的专门机构,应该加强对相关立法的研究。

(三) 诉讼制度健全。目前我国民事诉讼法规定,谁主张、谁举证。但是鉴于证券市场存在比较严重的信息不对称,以及中小投资者缺乏进行有效举证的专

业知识和财力,与侵害中小投资者利益的证券诉讼案件应该向辨方举证的方向发展。

此外,为了降低中小投资者诉讼成本,鼓励中小投资者保护自身利益,应该在与证券市场相关的诉讼中引入集团诉讼;为了防止控股股东侵害中小股东,以及管理层侵害股东利益等行为,应该正式引入股东代表诉讼制度。

第七章 外资金融机构入市对投资者保护制度挑战与应对

根据中国的入世承诺，到今年底，包括银行业在内的中国金融领域将实现全面开放。经过 5 年的保护过渡期之后，根据 WTO 国民待遇有关条款，外资金融机构将与中资金融机构实现完全平等的同台竞争。事实上，随着中国经济发展和金融体制改革的深化，我国政府在金融领域包括诸如国有商业银行的股份制改造，利率市场化进程的加快，以资本充足率为核心的银行监管制度的实施，汇率制度的改革以及资本市场中股权分置改革的顺利推进和投资者保护基金的适时成立等一系列重大举措的出台和实施，既是金融体制改革深化的必然结果，又何尝不是为金融全面开放所作的准备呢？当然，这并不是说我们为迎接金融全面开放所作的工作已是“万事具备，只欠东风了”。在全球化背景下，金融全面开放条件下，还处于建设和完善阶段的我国投资者保护制度，势必将面临着一系列的挑战和应对。

7.1 经济全球化及外资证券公司入市对中国资本市场格局的影响

经济全球化的迅速发展使不同国家和地区的经济逐步走向融合，信息技术的发展使全球资本市场日益成为一个有机整体。但与此同时，不同国家资本市场的相互竞争也日趋激烈，一个国家对投资者保护的相关规定正在成为影响其资本市场全球竞争力的关键因素。一方面，如果对证券投资者保护力度不足，信息欺诈、市场操纵盛行，上市公司质量低劣，对投资者资金保护不力，投资者就会逐渐丧失对该国资本市场发展的信心，该国资本市场发展必将陷入“低水平均衡”的陷阱。另一方面，如果对证券投资者保护过度，就有可能给上市公司增加许多额外的成本，降低该国资本市场对上市公司的吸引。因此，在完善我国投资者保护制度时，必须兼顾保护投资者不受非法行为侵害以及降低上市公司运营成本的需要。

目前，我国金融体系整体上还不健全，银行间接融资比例过高，直接融资在社会融资中发挥的作用还比较有限。这种金融结构妨碍了金融创新、不利于提高金融体系效率，同时也导致了金融体系风险过度集中。由于金融结构不合理，金融在媒介储蓄和投资，配置社会资源，促进经济增长方面的作用远远没有得到充

分发挥。我国经济在未来很长一段时间内将保持快速增长的势头，这对资本市场发展来讲既是一个机遇，也是一个挑战。要提高资本市场支持经济增长的能力，证券投资者保护制度的建设十分重要。要通过证券投资者保护制度建设，提高上市公司质量，使上市公司专心致力于公司发展，夯实经济发展的微观基础。要通过投资者保护制度建设，促进投资者更加理性和专业地投资，提高资本市场配置资源的效率。这些都是未来投资者保护制度建设必须着手解决的问题。

从国别角度来看，资本市场的国际化和一体化包括三个方面的内容：一是外国政府、企业、金融机构以及国际性金融机构在本国的证券发行和本国政府、企业、金融机构以及国际性金融机构在外国的证券发行，这是国际证券筹资；二是外国投资者对本国的证券投资和本国投资者对外国的证券投资，这是国际证券投资；三是一国法律对外国证券业经营者（包括证券的发行者、投资者、中介机构）进出本国证券业自由化的规定和本国证券业经营者向外国发展，这是证券商及其业务的国际化。一国证券市场发展的初期，可能更注重证券市场筹资功能突破国界，但从国际化程度高的证券市场看，则更倾向于筹资主体和投资主体的国际化。

面对金融全面开放的形势，根据 WTO 对证券业的市场准入原则、国民待遇原则、以及透明度原则，面对我国证券业系统竞争能力还很薄弱，券商规模较小、创新不足的情况下，外资证券公司的入市对中国资本市场的发展将产生重大影响。

首先，进一步推动券商新一轮的兼并重组。在金融全面开放后更加激烈的市场竞争中，券商拼的主要是实力，我国券商实力弱，抵御金融风险的能力较差，这就使其在与国外券商的竞争中明显处于劣势。因此，近年来，我国券商千方百计扩大资产规模的同时，已经在考虑采取兼并重组、战略联合和集团化运作的方式，实现资本、资产规模的乘数递增。而兼并重组与以前最大的不同在于，重组的动力将来自于重组各方自身的需要，重组行为的市场化色彩更浓，行政色彩将淡化。可以预见，新一轮券商业内的兼并重组将更加猛烈，重组的规模也将大大超过以往，超级大券商将一个一个逐渐浮出水面。这些大型证券公司的设立，将彻底改变国内证券业的竞争格局，强者恒强的现象愈加明显，券商队伍两极分化不可避免。

第二，推动境内券商整体实力再上一个新台阶。我国券商经过近二十来年的发展，在数量、规模、素质等方面有了很大的发展和提高。证券公司在资本市场

直接融资中发挥了重要作用，为国民经济建设和发展做出了应有的贡献。但与境外券商相比，境内券商在经营模式、管理机制、技术手段、人才储备和业务范围上存在明显的不足。主要表现在：业务结构雷同，没有形成自身的经营特色；经营业务单一，创新能力不足，在企业并购、财务顾问、资产证券化、资产管理等业务上远未形成规模；竞争无序而且手段单一，主要的竞争手段是价格竞争和非正当手段竞争；内部管理机制不完善，往往因管理失控而引致经营风险。外资的进入，有利于引进境外券商市场化的运作机制、先进的技术手段、创新能力和管理经验，完善境内券商的管理机制，提高境内券商的经营管理水平，增强境内券商的业务拓展能力的创新能力，推动境内券商整体实力再上一个新台阶。

第三，提升境内券商的国际市场竞争力。随着证券市场国际化进程的加快，境内券商终将走出国门，在国际证券市场一展身手。但目前我国券商国际业务很少开展，少数国内的大券商虽然略有涉及，但因经验不足、实力不济、经营不规范等多方面的因素，也未成大气候。涉足海外业务的券商，业务范围也局限于 B 股的发行，业务量微不足道，一般国际业务量占公司总业务量不到 5%，以至我国许多面向国际市场的投资银行业务只能拱手让给国外券商，如 H 股及红筹股业务以及在国际市场发行债券等巨额利润国内券商无缘分享。面对国际化发展趋势，境内券商应尽早涉足国际金融领域，确立与国际化接轨的经营理念，积极争取与国际知名券商组成战略联盟或进行实质性的战略联合，通过组建中外合资证券公司，利用国外券商的业务渠道，拓展国际市场，积累开展国际业务的经验，提升境内券商国际市场竞争力。

诚然，外资的进入和证券市场的国际化，给中国资本市场不仅带来了机遇，同时也带来了挑战。一方面，外资进入，将进一步扩大市场规模，拓宽融资渠道，大大缓解证券市场发展中供给与需求的矛盾，为企业上市提供更大的机会；新的技术、经验、管理方法及新的金融产品和经营理念也随着开放被引进，我国证券机构也可抓住机遇开拓国际证券市场。开放带来了竞争，这对证券公司、上市公司、证券监督管理部门都将是一个促进和提高。引入外资券商及投资者，从业者的多元化和平等竞争，将促使证券市场有序健康发展，增强市场竞争力。另一方面，证券市场国际化也可能带来一些不利的影 响。一些功能齐全、信誉优良、实力雄厚、手段先进的外资证券公司的进入，证券市场份额争夺将日趋激烈，上市公司也将受到巨大冲击，由于我国仍属新兴市场国家，资源和资金相对贫乏，技

术相对落后，很容易遭受国际投机资本的冲击。因此，面对证券市场国际化的历史趋势时，我们要制订合理的战略选择。

根据中国证券市场的现实情况，中国证券市场的国际化进程既要促进国内资本市场的发展和完善，又要保证国内金融市场的稳定，所以我们必须坚持循序渐进的原则，分阶段实施。我们可以借鉴韩国、印度、台湾和日本等国家和地区的经验，以 B 股市场为起点，分阶段、按比例将外资引入股市，逐步实现 A、B 股的合并，推进中国证券市场国际化的渐进式发展。

大力发展国内证券市场，努力扩大市场规模，提高上市公司质量，这是中国证券市场国际化的基础，也是提高中国证券市场抵御国际资本冲击能力和对投资者进行积极有效保护的重要保证。证券市场规范化是证券市场国际化的前提和基础，我们要对证券市场的法律、会计准则、上市公司进行改革和调整，规范证券发行和证券交易市场，逐步向国际准则靠拢，吸引更多的外国投资者。

7.2 外资金融机构入市对金融监管的挑战

随着金融全球化和一体化深入推进，不同金融行业的相互融合已经成为大势所趋。《国民经济和社会发展第十一个五年规划》明确提出，要稳步推进金融综合经营试点。在金融综合经营的背景下，金融风险更加容易在不同金融部门之间传递，证券投资者保护制度必须适应金融综合经营不断发展的趋势。同时，由于不同金融行业监管政策的差异很可能引起金融机构在不同行业的监管套利，监管政策和投资者保护政策的差异也会对投资者对金融服务商的选择产生重要影响，证券投资者保护制度的发展，必须综合考虑银行、保险投资者（消费者）保护制度的情况，在为证券投资者提供合理保护的同时，增强证券行业在整个金融市场中的竞争力。

相对传统金融监管，全球化在两个方面向传统的国别金融监管¹⁷提出了挑战，并开始突破国别金融监管体系。就“监管主权”而言，现今各国金融当局由于金融全球化的发展而受到日益增多的国际制约。这种国际制约可以分为隐性的和显性的两种。隐性的国际制约主要指金融当局在自主地选择一种货币、汇率和监

¹⁷ “国别金融监管”有两层含义，一是金融监管体制和政策的决定权完全在一国金融当局手中，一国金融当局可以参照也可以不参照别国的金融监管实践及其经验；二是监管当局只对境内发生的金融活动进行监管，没有必要也没有可能对境外发生的金融活动进行监管。

管制度时不得不同时考虑来自国际因素的影响而自动地适应国际和国内环境的变化并调整自己的监管行为和政策。显性的国际制约则表现为国别监管当局通过国际条约明确承担和履行监管义务并遵循预先确定的监管行为规范。有的时候，人们说，隐性的国际制约表明了国别“监管主权”事实上的缩小，而显性的国际制约更表现了国别金融当局对“监管主权”的放弃。

一国金融当局之所以对“监管主权”的缩小和主动放弃的趋势采取认可和适应的立场，从根本上说是金融全球化发展的必然结果。伴随金融全球化，大量金融机构跨境扩张和发展，各种新金融工具层出不穷，传统金融市场之间的分界线变得越来越模糊不清，资本的国际流动在不断加快，各国金融市场相互连结的程度在日益升高，资本流动对各国国际收支平衡和汇率水平的影响越来越大。在这种背景下，有效金融监管提出了采取新监管方式的需要。比如说，在资本市场开放的条件下稳定汇率的努力就需要更多地了解和理解国际金融市场，面对快速的资金国际流动及其可能的不利冲击效应就需要建立起相应的宏观的流动性管理，同时，出于维护本国金融体系稳定的目的，金融当局对本国金融机构的稳健经营和竞争力提出更高的要求，并更多地参照国外金融机构的实践经验。此外，在实现稳定汇率和稳定金融市场目标方面，国别金融当局也可能从传统的单边行动转向多边合作行动，从而通过监管主权的一定“丧失”来换取监管有效性的提高。因此，本质上说，各国经济和金融市场的对外开放以及伴随这种相互开放而来的金融市场一体化和全球化改变了国内金融机构经营方式和经营行为，同时转变金融当局监管方式和监管行为。

根据金融机构和金融市场发展的层次，各国金融监管的基本模式可以概括为三种：一种是限制竞争的金融监管，第二种是允许竞争但国内金融市场并不对外开放的金融监管，第三种允许竞争并面对开放金融市场环境的金融监管。这三种金融监管各自所受到的制约条件和所偏好的监管手段是很不一样的，尽管金融监管的最终目的可能都是一致的，即维护一个国内金融的稳定运行并尽可能利用所有可用金融资源为本国经济增长和发展服务。限制竞争的金融监管模式已被越来越多的国家所放弃，世界上越来越多的国家正处于从第二种金融监管模式向第三种金融模式转变。

基于竞争的金融监管模式有两大理论支柱：一是信息不对称，二是系统风险。信息不对称是出现在金融机构与其交易对象或服务对象之间。信息不对称问题存

在于社会经济的许多领域，并非金融领域中特殊的问题。但是，在金融领域中，信息不对称问题有其特殊性，并可能伴随严重问题。一般地说，各种金融服务或金融产品是一种“复杂物品”，或者说是复杂程度较高的物品。由于这种复杂性，交易者、尤其是金融服务和金融产品的大众消费者通常很难识别其质量，有时甚至不能识别其真假。更重要地是，许多金融服务或金融产品对消费者或投资者来说并不是一件像普通有形商品那样买来就可识别并可立即投入消费的物品，而是一种交易发生在先、交易结果出现在后的事物。这种时间差客观上增加了金融服务业领域中对诈骗活动的诱惑。基于保护储蓄者和投资者、防止金融市场萎缩和大幅度波动的目的，监管当局需要对金融服务和金融产品的提供者进行必要的监管。这种监管建立在监管当局拥有必要的信息和知识的基础上，或者更准确地说，建立在监管当局相对普通消费者来说拥有显著的信息和知识优势的基础上。

系统风险指个别金融机构的经营行为可能对其他许多金融机构的正常经营活动所造成的不利严重影响，并进而可能危及整个金融体系的稳定。系统风险可通过两个途径而出现。一是参加一国支付体系的金融机构出现问题可能影响到整个支付体系中的资金流动性，而所有金融机构的生存都在一定程度上依赖于自身的以及整个体系中的资金流动性。二是个别金融机构的问题可能影响到公众对相关或相似金融机构的基本信心，从而引起公众行为的收缩和无辜金融机构的困难。第二个途径与信息不对称也有关系，因为公众的反应与他们对金融机构缺乏准确的认知有着密切关系。

随着金融的全面开放和外资证券机构的进入，我国资本市场的国际化水平也进一步提高，同时券商的经营方式也将从目前的分业经营向综合性经营发展，这势必对资本市场的金融监管和投资者保护带来新的问题和挑战。

首先，从国内金融业的最新动向来看，近年来，在分业经营—分业监管的体制之下，各金融业之间相互合作、业务联营的趋势已经日益明显，银行与保险公司合作、银行与证券公司合作、保险公司与证券公司合作、金融超市等金融创新业务相继推出。最近一个时期，金融控股公司问题在国内也一再被人们提起，并引起广泛关注。这意味着，在金融全面开放的大格局下，在激烈的市场竞争的外在压力下，金融机构从目前的分业经营方式向各种形式的混业经营发展已是大势所趋。

如何在当前的一行三会的分业监管框架内进行有效协调，以适应证券市场未

来混业经营发展需要,是我国包括证券监管在内的金融监管体系亟需解决的重要课题。一种可行的方式是在银监会、证监会、保监会三个相对独立的监管部门之上,再组建一个金融监管委员会,负责总体协调和跨行业监管,实施所谓的“伞式监管”模式,中央银行则全心全意负责货币政策的制定与实施。一方面,实行“伞式监管”既可以保证伞下三大监管机构分别对进入我国市场的外资银行、外资保险公司、外资证券公司及外资基金公司实行有效的分业监管和业务限制,还可以透过伞顶的金融监管委员会对进入我国的外资金融机构背后的金融控股公司总部提出各种合理的审查要求,或与有关国家的金融监管当局相互配合对外资金融控股公司的总部实施有效监管。另一方面,实行“伞式监管”可以综合考虑各业态中资金融机构的实际情况,对于某一行业中实力较弱的中资金融机构给予适当照顾,通过允许其在其他领域里拓展业务等办法来提高竞争能力,从而在对外开放的条件下实现对中资金融机构的适度合理保护,防止中资金融机构因在某一领域里准备不足而导致全线崩溃。

第二,金融全面开放后,我国金融业将面临着来自国外各种金融机构的种种挑战。尽管继续坚持分业经营和分业监管的体制尚有可能将国外诸如金融控股公司等综合性和全能型金融机构的直接威胁拒之于国门外,但是却无法控制住其所带来的间接冲击。我国的金融系统的经营体制和监管体制如不尽快做出适当调整,那么目前这种各自为战、手脚被束缚的中资金融机构很有可能在外来冲击之下不堪一击,而外资金融机构则有可能乘机长驱直入,迅速占领我国金融市场的各个制高点,控制住优质客户和优质金融资源。在这种背景之下,能否允许国内金融机构之间进一步加强合作,甚至组建金融控股公司作为提供综合金融服务的统一平台,已经成为我国金融决策部门迫切需要解决主题。

第三,证券市场金融监管中的制度建设和机制优化。目前证券监管中计划与市场机制、行政手段与法律手段等运用尚仍不协调。在监管过程中,有时不知不觉地遵循着计划经济的管理模式或行政干预来管理证券市场。加强制度建设和机制优化,提高我国证券业和证券市场的运作绩效,要自觉地以市场机制为基础,恰当地组合使用经济、法律、行政等手段,构建精简高效的证券市场监督管理体制。按照《证券法》的要求,做好机构设置、职责划分和制度建设等工作,为我国证券市场运作绩效的改善和提高提供制度性保障。围绕《证券法》的实施,在对券商进行分业经营、分类管理的同时,创造条件,鼓励券商之间的购并重组,

努力实现规模化经营，构建一个垄断竞争的市场主体结构，以应对海外券商的强力竞争。同时，在券商规范经营上下功夫，加强券商自身的制度建设，提高决策的科学性，构建精简高效的风险防范机制，要在科学研究的基础上，对我国证券市场进行有效的细分，并根据自身的客观条件，以核心能力的培育和发展为中枢，努力开拓符合自身条件的特色业务空间，从而在消除目前我国券商业务雷同的同时，通过结构性的组合，提高我国证券业整体应对外来竞争的能力。

建立和发展金融机构的稳健经营行为，除了需要建立和发展相应的金融机构体制之外，还需要金融当局兼管行为本身的改善，即监管行为必须建立在连贯性和透明性原则的基础上。在市场信息越来越具有快速流动性的背景下，金融当局依赖限制信息流动和“内部处理”的传统办法其效力越来越弱了。全球化对金融监管的理论和实践都提出了许多新的挑战。同时，由于各国金融对外开放和国际金融市场的一体化趋势，各国所面临的金融风险不是减少了而是增大了，金融动荡对各国经济增长可能带来的不利影响也在增大，尤其是对正处于转型过程中的中国而来说更是这样。

7.3 证券投资者保护制度的国际交流合作

投资者保护制度是世界各国普遍建立的保护广大投资者利益的相关政策、法律、程序和制度安排，旨在防范、规避和减少投资者利益遭受上市公司管理层、控股股东以及其他利益相关者侵害。加强与各国监管当局、自律组织和国际组织之间的交流合作，做好监管理念、监管制度、监管方法和手段以及投资者保护制度的国际接轨，防范和规避全球范围内的金融风险和金融危机对国内金融体系的冲击。这既是全球化背景下，金融全面开放的条件下，我国投资者保护制度建设和完善的重要内容，也是投资者保护体系在金融全球化的环境中，投资者保护制度发挥自身功能，有效保护广大投资者权益的重要条件。

事实上，国际证监会组织（IOSCO）也将“保护投资者”列为对证券市场三大监管目标之一。在其《证券监管的目标与原则》的文件中，明确提出了证券监管的三大目标，即：（1）保护投资者；（2）确保市场公平、有效和透明；（3）减少系统风险。投资者保护是全球资本市场发展过程中的一个十分重要的问题。大量理论与实证研究表明，一国或地区投资者保护越好，资本市场也就越发达，抵抗

金融风险的能力就越强，对经济增长的促进作用也就越大。因此，在我国建立证券投资者保护制度，既是与国际证券市场接轨的客观要求，也是我国证券市场国际化发展到现阶段的必然结果。

所谓国际化或全球化，意味着市场、资源和游戏规则都要一体化。具体到证券市场上，是指以证券为媒介的国际间资本流动，即证券发行、证券交易、证券投资超越一国的界限，实现国际间的自由化，致使原来国内证券市场变成了国际性的证券市场。世界各主要证券市场已经呈现出明显的国际化趋势，其中的主要表现为世界各大证券交易所已拥有越来越多的境外上市公司、同时各国证券交易所跨境合作和结盟的趋势日益增强。

2000年，纳斯达克上市的4829家公司中有429家外国公司；纽约交易所上市的2592家公司中有405家外国公司；伦敦交易所上市的外国公司占全部上市公司的20%，外国公司的市值占全部上市公司市值的66%；另外，其他市场外国公司的比例分别为：阿姆斯特丹40%，布鲁塞尔42%，瑞士42%，新西兰34%。欧洲的巴黎、阿姆斯特丹、布鲁塞尔三大交易所一直在寻求结盟；伦敦、法兰克福、斯德哥尔摩证券交易所也在探讨合并；近年来，纳斯达克也在尝试将其市场延伸至日本东京和香港。

诚然，与先进和发达国家相比，我国证券业系统竞争能力尚属薄弱，主要表现在：券商普遍规模较小，抵御市场风险的能力较弱；业务结构雷同，主要集中在一级市场的承销业务、二级市场的经纪业务和自营业务上，券商无自己的经营特色；券商业务单一，创新能力不足，企业并购、资产证券化、财务顾问、创业基金等现代投资银行业务还有待开拓；券商内部管理机制不健全，往往因为管理失控而引致经营风险。为此，采取有效措施，构建并优化我国证券市场的运行机制，培育有竞争力的市场运行主体，主动地面对对外开放后的国内证券市场的国际竞争，进而参与国际资本市场的竞争，适应国际经济一体化趋势，是证券业面对开放的策略。

中国的投资者保护制度一直处于不断探索和发展之中。《证券法》、《公司法》以及许多行政法规和部门规章都从不同角度对证券投资者保护加以规范。但是受多种原因限制，我国的证券投资者保护制度并不十分完善，投资者利益被侵害的事件时有发生，对资本市场发展产生了诸多负面影响。保护基金制度的创立，是我国建立现代化的、符合国际惯例的资本市场重要探索，它标志着国内证券投资

者保护制度的正式建立，对于我国资本市场的健康发展具有重要意义。2005—2006年，资本市场发生了三件具有深远影响的事件。一是资本市场股权分置改革，二是《证券法》和《公司法》的修订，三是投资者保护基金公司的设立，这三项举措改善了资本市场发展环境，减少了流通股股东和非流通股股东的利益冲突，增强了投资者的信心，从而为资本市场长期可持续发展奠定了坚实基础。

随着经济全球化和我国市场经济的发展与开放，我国证券市场也将进一步国际化，使得我国证券市场与国际证券市场的关联程度提高，相互影响更加明显。这无疑也对我国投资者保护制度的建设和完善，增添了新的困难，提出了更高要求。首先，面对进一步国际化的证券市场，保护对象势必将从主要保护国内投资者扩大到保护境外投资者；其次，监管对象和监管范围，也将进一步跨越国界，这在客观上要求我们加强与各国监管当局和国际组织之间的沟通与协调；第三，赔付机制和赔付程序要进一步合理明确，从而保证在国际化环境下的对投资者保护的公开、公平和公正。

在日益全球化的金融世界中，不仅出现了对金融机构行为准则一致性的要求，而且也出现了对金融监管当局行为一致性的要求。这在客观上决定了我们的投资者保护制度的建设和完善，必须遵循国际上通常准则，在法律基础，组织模式和赔偿机制上实现与国际接轨。从根本上说，产生这些要求的主要原因在于伴随金融全球化，各国金融市场出现的金融风险客观上增大了，金融市场和投资者都要求金融机构能够通过努力和改善自身的行为降低经营风险。国民经济的平稳发展也需要相对稳定的金融市场。同时，一国的金融稳定也越来越需要其他相关国家和地区的金融市场保持稳定。而金融市场的稳定与金融机构的行为有着密切关系。金融机构的不当经营行为、过度冒险行为、松弛的内部组织管理行为等都会成为金融危机的祸根或导火线。对这些问题，监管当局因其信息收集的困难和高昂的监管成本而不可能真正做到“防患于未然”，只能越来越多地借助于努力为金融机构建立并维护那些经过国内外实践经验证明有助于稳健经营的行为准则。为此，为了使来自不同国家的金融机构在国际金融市场上或者说各国相互开放的金融市场上展开平等的竞争并降低金融风险，各国金融当局应当在相互平等的基础上，加强交流与合作、沟通与协调。

中国投资者保护基金公司的设立是我国资本市场发展历史上一个里程碑式的事件，但我国的证券投资者保护制度以及投资者保护基金公司的作用还有诸多

可以继续完善的方面。我国投资者保护基金公司的设立在一定程度上是为了应对资本市场长期低迷情况下券商的清理工作和中小投资者补偿工作,因此在职能设计上主要是在证券公司被撤销、关闭和破产或被证监会实施行政接管、托管经营等强制性监管措施时,按照国家有关政策规定对投资者正当股权予以收购,以此来保护投资人的合法权益,但是,从我国的实际情况和国际上金融监管的发展趋势来看,投资者保护基金应该在促进资本市场健康发展方面发挥更大的作用。

结束语

我们关于全球化背景下投资者保护制度研究，从经济和法律两个角度进行，同时，在分析和研究中，重点考察和分析在借鉴和吸收先进国家关于投资者保护的政策实践和制度安排过程中，其在中国的经济、社会和司法环境中的现实应用性和科学可行性。为此，全文从以下几个方面对我国的投资者保护制度的建立和完善进行系统的分析和考察：

1、投资者保护制度完善与资本市场发展。投资者保护制度建设不仅仅要着眼于投资者保护本身，还应该深入研究投资者保护与资本市场发展的互动关系，努力使我国投资者保护制度成为资本市场长期稳定发展的重要基础之一。

2、上市公司治理与投资者保护。加强上市公司治理是投资者保护制度的核心内容之一，应该深入研究借鉴国际资本市场推动公司治理建设的先进经验，加强我国上市公司治理工作，为证券投资者保护提供有力的支撑。

3、行政监管与投资者保护。保护投资者的合法权益，仅依靠市场自律是远远不够的，行政机关的监管对投资者保护起着不可替代的作用。如何在现有的市场制度下更好地发挥行政监管的作用、保护投资者利益的相关探讨已提上日程。

4、证券公司风险控制与投资者保护。

5、投资者保护制度国际比较及经验借鉴。在经济全球化背景下，我国的投资者保护制度应该充分借鉴国际经验，在此基础上，发展出一套适合中国国情的投资者保护制度。

6、投资者保护法律制度的建立及完善。要着眼于我国法律体系逐步完善的趋势，在证券投资者保护的关键方面，逐步推进投资者保护制度的司法化。为此，必须对投资者保护制度司法化进行前瞻性研究。

7、外资证券公司入市后投资者保护制度的挑战与应对。外资证券公司入市后，外资公司要面对境内境外不同的投资者保护制度，同时投资者在接受金融服务时也面临不同的选择。如何通过投资者保护制度，发挥外资证券公司对我国资本市场发展的积极作用，限制其消极作用是需要深入研究的问题。

在经济全球化、金融一体化和我国经济持续快速发展的大格局下，我国的证券投资者保护制度发展还面临着许多挑战。

一是经济全球化的挑战。经济全球化的迅速发展使不同国家和地区的经济逐

步走向融合，信息技术的发展使全球资本市场日益成为一个有机整体。但与此同时，不同国家资本市场的相互竞争也日趋激烈，一个国家对投资者保护的相关规定正在成为影响其资本市场全球竞争力的关键因素。一方面，如果对证券投资者保护力度不足，信息欺诈、市场操纵盛行，上市公司质量低劣，对投资者资金保护不力，投资者就会逐渐丧失对该国资本市场发展的信心，该国资本市场发展必将陷入“低水平均衡”的陷阱。另一方面，如果对证券投资者保护过度，就有可能给上市公司增加许多额外的成本，降低该国资本市场对上市公司的吸引。因此，在完善我国投资者保护制度时，必须兼顾保护投资者不受非法行为侵害以及降低上市公司运营成本的需要。

二是金融一体化的挑战。当今世界，金融一体化深入推进，不同金融行业的相互融合已经成为大势所趋。《国民经济和社会发展第十一个五年规划》明确提出，要稳步推进金融综合经营试点。在金融综合经营的背景下，金融风险更加容易在不同金融部门之间传递，证券投资者保护制度必须适应金融综合经营不断发展的趋势。同时，由于不同金融行业监管政策的差异很可能引起金融机构在不同行业的监管套利，监管政策和投资者保护政策的差异也会对投资者对金融服务商的选择产生重要影响，证券投资者保护制度的发展，必须综合考虑银行、保险投资者（消费者）保护制度的情况，在为证券投资者提供合理保护的同时，增强证券行业在整个金融市场中的竞争力。

三是完善金融体系和促进经济增长的挑战。目前，我国金融体系整体上还不健全，银行间接融资比例过高，直接融资在社会融资中发挥的作用还比较有限。这种金融结构妨碍了金融创新、不利于提高金融体系效率，同时也导致了金融体系风险过度集中。由于金融结构不合理，金融在媒介储蓄和投资，配置社会资源，促进经济增长方面的作用远远没有得到充分发挥。我国经济在未来很长一段时间内将保持快速增长的势头，这对资本市场发展来讲既是一个机遇，也是一个挑战。要提高资本市场支持经济增长的能力，证券投资者保护制度的建设十分重要。要通过证券投资者保护制度建设，提高上市公司质量，使上市公司专心致力于公司发展，夯实经济发展的微观基础。要通过投资者保护制度建设，促进投资者更加理性和专业地投资，提高资本市场配置资源的效率。这些都是未来投资者保护制。

主要参考文献

- [1] [韩]咸台灵：《中国政党政府与市场》，经济日报出版社，2002。
- [2] [美]D.C.诺思：《经济史中的结构与变迁》，陈郁等译，上海三联书店，1994。
- [3] [美]D.C.诺思：《制度、制度变迁与经济绩效》，刘守英译，上海三联书店，1994。
- [4] [美]R.I.麦金农：《经济市场化的次序：向市场经济过渡时期的金融控制（第二版）》，上海三联书店、上海人民出版社，1997。
- [5] [美]Y·熊彼特：《经济发展理论》，何畏等译，商务印书馆，2000。
- [6] [美]哈威尔·E·杰克逊，小爱德华·L·西蒙斯编著：《金融监管》，吴志攀等译，中国政法大学出版社，2003。
- [7] [美]斯蒂格利茨：《政府经济学》，春秋出版社，1988。
- [8] [美]托马斯·李·哈森：《证券法》，张学安等译，中国政法大学出版社，2003。
- [9] [日]植草益：《微观规制经济学》，朱绍文等译，中国发展出版社，1992。
- [10] 安义宽，2002：《发展企业债券市场的若干问题探讨》，《证券市场导报》第11期。
- [11] 陈国富：《契约的演进与制度变迁》，经济科学出版社，2002。
- [12] 陈岩、高翔：《中国证券市场有效开放论》，经济管理出版社，2002。
- [13] 单长宗：《中外证券法期货法研究与案例评析》，人民法院出版社，1997。
- [14] 董屹等：《中国股市“政策效应”新特征》，《财经科学》，2003年第5期。
- [15] 杜焯君：《中国证券市场：监管与投资者保护》，上海财经大学出版社，2002。
- [16] 杜莹、刘立国，2002：《股权结构与公司治理效率：中国上市公司的实证分析》，《管理世界》第11期。
- [17] 樊纲：《渐进式改革的政治经济学分析》，上海远东出版社，1996。
- [18] 傅春红：《美国联邦政府对股票市场的监督与管理》，西南财经大学出版社，1997。
- [19] 耿志民：《中国机构投资者研究》，中国人民大学出版社，2002。
- [20] 公丕祥：《马克思法哲学思想述论》，河南人民出版社，1992。
- [21] 宫玉松：《论股权结构与控股权》，《经济学家》，1998年第2期。
- [22] 郭春丽，2002：《上市公司的股权结构、公司治理与经营绩效》，《经济管理》第6期。
- [23] 郭锋：《证券法律评论》第3卷，法律出版社，2003。
- [24] 国通证券：《软约束，中国股市“逆配置”的根源》，《中国经济信息》，2001年第24期。
- [25] 韩德宗、向凯，2003：《我国上市公司债权融资结构的实证研究——以医药、生物制品

- 行业为例》，《经济科学》第2期。
- [26] 洪银兴：《转向市场经济体制的秩序》，江苏人民出版社，1998。
- [27] 胡继之：《中国股市的演进与制度变迁》，经济科学出版社，1999。
- [28] 胡家勇：《一只灵巧的手：论政府转型》，社会科学文献出版社，2002。
- [29] 黄志忠、白云霞，2002：《上市公司举债、股东财富与股市效应关系的实证研究》，《经济研究》第7期。
- [30] 黄祖辉、胡豹：《经济学的新分支：行为经济学研究综述》，《浙江社会科学》，2003年第2期。
- [31] 季卫东：《法制秩序的建构》，中国政法大学出版社，2001。
- [32] 康晓光：《权力的转移：转型时期中国权力格局的变迁》，浙江人民出版社，1999。
- [33] 乐策：《论WTO基本原则的内部化》，《学术研究》，2003年第10期。
- [34] 类承曜，2003：《我国公司债券市场发展中的几个重要问题》，《财经问题研究》第10期。
- [35] 李朝晖：《证券市场法律监管比较研究》，人民出版社，2000。
- [36] 李茂生、苑德军主编：《中国证券市场问题报告》，中国社会科学出版社，2003。
- [37] 李扬，1999：《金融全球化研究》，上海远东出版社，1999。
- [38] 李扬，1999：《中国金融改革研究》，江苏人民出版社，1999。
- [39] 李扬，2001：《我国金融业未来发展若干趋势研究》，2001年12月国通证券论坛。
- [40] 李扬，2002：《中国需要怎样的金融体系》，《21世纪评论》，2002年8月。
- [41] 李扬，王国刚等，2005：《城市金融生态环境评价》，人民出版社，2005年。
- [42] 李扬，杨思群，2001：《中小企业融资与银行》，上海财经大学出版社，2001年。
- [43] 李扬，殷剑峰，2000：《开放经济的稳定性和经济自由化的次序》，《经济研究》，2000年11期。
- [44] 李樟吉：《终于成功：中国股市发展报告》，世界知识出版社，2001。
- [45] 梁定邦主编：《中国资本市场前瞻》，北京大学出版社，2001。
- [46] 廖志敏：《纠缠于行政与司法：中国股市监管的现状与未来》，《金融法苑》，2003年第1期。
- [47] 林伟萌等：《中国证券市场股票价格操纵与监管研究》，《中国证券市场发展前沿问题研究（2002）》，中国金融出版社，2003。
- [48] 刘光杰、马金良：《中国证券市场的制度特征及其变迁》，《经济学家》，1998年第4期。

- [49] 刘军宁等编：《市场逻辑与国家观念》，生活·读书·新知三联书店，1995。
- [50] 刘昕：《股票市场分割及其消除：理论综述与方案探讨》，《财经研究》，2002年第6期。
- [51] 柳新元：《利益冲突与制度变迁》，武汉大学出版社，2002。
- [52] 卢新波：《中国经济学的若干基本前提和假定》，《经济学家》，1998年第3期。
- [53] 鲁篱：《行业协会经济自治权研究》，法律出版社，2003。
- [54] 吕炜：《经济转轨的过程与效率问题》，经济科学出版社，2002。
- [55] 马江河：《美国 SEC 行政执法机制研究》，《证券市场导报》，2005年第10期。
- [56] 马庆泉主编：《中国证券史》，中信出版社，2003。
- [57] 彭澎：《政府角色论》，中国社会科学出版社，2002。
- [58] 荣兆梓等：《公有制实现形式多样化通论》，经济科学出版社，2001。
- [59] 桑玉成等：《政府角色：关于市场经济条件下政府作为与不作为的探讨》，上海社会科学院出版社，2000。
- [60] 施东晖，2003：《转轨经济中的所有权与竞争：来自中国上市公司的经验证据》，《经济研究》第8期。
- [61] 时和兴：《关系、限度、制度：政治发展过程中的国家与社会》，北京大学出版社，1996。
- [62] 宋功德：《论经济行政法的制度结构：交易费用的视角》，北京大学出版社，2003。
- [63] 孙晓莉：《中国现代化进程中的国家与社会》，中国社会科学出版社，2001。
- [64] 孙艺林、何学杰：《上市公司资产重组绩效分析》，中华工商联合出版社，2001。
- [65] 唐京等：《知识类型和知识管理》，《外国经济与管理》，2000年第2期。
- [66] 汪丁丁：《直面现象：经济学家的实然世界》，生活·读书·新知三联书店，2000。
- [67] 汪辉，2003：《上市公司债务融资、公司治理与市场价值》，《经济研究》第8期。
- [68] 汪建坤：《中国股市的博弈分析》，《财贸经济》，2000年第2期。
- [69] 汪全胜：《立法听证研究》，北京大学出版社，2003。
- [70] 汪增群：《证券投资基金市场功能研究综述——兼对“超常规发展机构投资者”发展战略思考》，《投资与证券》，2004年第9期。
- [71] 王国刚，2003：《上市公司国有股减持应以四个原则为基本前提》，《中国工业经济》第2期。
- [72] 王国刚，2004：《发展公司债券，推进体系完善——二论“中国资本市场体系的改革与发展”》，《资本市场杂志》第1期。
- [73] 王国刚：《上市公司国有股减持应以四个原则为基本前提》，《中国工业经济》2003年第

- 2 期。
- [74] 王华庆：《上海股票市场的运作与发展》，《经济研究》，1993 年第 6 期。
- [75] 王立彦等：《内部监控制度双轨制与公司财务信息质量保障》，《会计研究》2002 年第 12 期。
- [76] 王利明：《我国证券法中民事责任制度的完善》，《法学研究》2001 年第 4 期。
- [77] 王连洲、李诚编著：《风风雨雨证券法》，上海三联书店，2000。
- [78] 王乔、章卫东：《上市公司会计信息操纵行为探析》，载《会计研究》2002 年第 12 期。
- [79] 王善平：《独立审计的诚信问题》，载《会计研究》2002 年第 7 期。
- [80] 王昕主编：《中国直接融资方式的发展》，中国计划出版社，2000。
- [81] 魏明海、刘峰、施鲲鹏：《论会计透明度》，载《会计研究》2001 年第 9 期。
- [82] 吴弘：《中国证券市场发展的法律调控》，法律出版社，2001 年版，第 296 页。
- [83] 吴联生：《会计域秩序与会计信息规则性失真》，载《经济研究》2002 年第 4 期。
- [84] 吴联生：《投资者对上市公司会计信息需求的调查分析》，《经济研究》，2000 年第 4 期。
- [85] 吴淑琨、柏杰等：《董事长与总经理两职的分离与合一》，《经济研究》1998 年第 8 期。
- [86] 吴水澎、陈汉文等：《财务披露管理方式的维度观》，载《会计研究》2002 年第 9 期。
- [87] 席彦群：《会计信息与政府管制》，载《经济管理》2002 年第 2 期。
- [88] 夏冬林：《充分披露、完全信息与国有企业会计监督》，《会计研究》2002 年第 11 期。
- [89] 晓 远：《试论会计信息披露的供给理论》，载《会计研究》1998 年第 6 期。
- [90] 肖海军：《国有股权法律制度研究》，中国人民公安大学出版社，2001。
- [91] 肖作平，2003：《股权结构、资本结构与公司价值的实证研究》，《证券市场导报》第 1 期。
- [92] 肖作平，2004：《股权结构对资本结构选择的影响——来自中国上市公司的经验证据》，《当代经济科学》第 1 期。
- [93] 谢德仁：《会计信息的真实性与会计规则制定权合约安排》，载《经济研究》2000 年第 5 期。
- [94] 谢德仁：《企业剩余索取权重要吗：大股东的流窜匪帮战略与会计信息失真？》，working paper。
- [95] 谢平：《中国金融制度的选择》，上海远东出版社，1996。
- [96] 徐明、李明良：《证券市场组织与行为的法律规范》，商务印书馆，2002。
- [97] 徐晓东等：《第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析》，《经济研究》2003 年第 2

- 期。
- [98] 徐玉德:《财务会计与管理会计融合的理论基础》,载《会计研究》2002年第8期。
- [99] 许成钢:《给你一把钥匙去开启厂商理论的门》,载《经济社会体制比较》,1996年第4期。
- [100] 薛云奎、王志台:《R&D的重要性及其信息披露方式的改进》,载《会计研究》2001年第3期。
- [101] 阎达五、李勇:《也谈美国会计造假事件》,载《会计研究》2002年第9期。
- [102] 阎达五、支晓强:《会计学视野中的经济学》,载《会计研究》2002年第1期。
- [103] 阎达五、支晓强:《论会计管制》,《中国农业会计》,2003年第1期。
- [104] 杨雪冬:《制度移植:一个分析框架》,《学习时报》,第280期。
- [105] 杨再平:《中国经济运行中的政府行为分析》,武汉大学博士论文,1992。
- [106] 杨志华:《证券法律制度研究》,中国政法大学出版社,1995。
- [107] 姚洋:《制度与效率:与诺斯对话》,四川人民出版社,2002。
- [108] 于东智,2003:《资本结构、债权治理与公司绩效:一项经验分析》,《中国工业经济》第1期。
- [109] 余晖等:《行业协会及其在中国的发展:理论与案例》,经济管理出版社,2002。
- [110] 张杰:《制度、渐进转轨与中国金融改革》,中国金融出版社,2001。
- [111] 张杰:《中国金融制度的结构与变迁》,山西经济出版社,1998。
- [112] 张克难:《作为制度的市场和市场背后的制度:公有产权制度与市场经济的亲合》,立信会计出版社,1996。
- [113] 张曙光:《制度·主体·行为:传统社会主义经济学反思》,中国财政经济出版社,1999。
- [114] 张兴胜:《经济转型与金融支持》,社会科学文献出版社,2002。
- [115] 张宇:《过渡之路:中国渐进式改革的政治经济学分析》,中国社会科学出版社,1997。
- [116] 张宇燕:《经济发展与制度选择:对制度的经济分析》,中国人民大学出版社,1992。
- [117] 张育军:《中国证券市场发展的制度分析》,经济科学出版社,1998。
- [118] 张育军:《中国证券市场监管能力和效率分析》,《证券市场导报》,2003年第7期。
- [119] 张育军主编:《深圳证券交易所综合研究所研究报告(2002)》,经济科学出版社,2003。
- [120] 张宗新等:《中国证券市场制度风险的生成及化解》,《经济研究》2001年第10期。
- [121] 郑顺炎:《即将到来的立法博弈》,《金融法苑》,2003年第1期。
- [122] 郑顺炎:《证券内幕交易规制的本土化研究》,北京大学出版社,2002。

- [123] 郑顺炎:《证券市场不当行为的法律实证》,中国政法大学出版社,2000。
- [124] 郑学军:《中国股市的结构与变迁》,人民出版社,2002。
- [125] 郑振龙等编著:《中国证券发展简史》,经济科学出版社,2000。
- [126] 中国证监会法律部,中国证券投资基金业协会,2006:《保护证券投资者立法资料选编(第二辑)》,2006年3月
- [127] 中国证券监督管理委员会编:《证券立法国际研讨会》,法律出版社,1997。
- [128] 钟瑛:《资本的激情与理性》,当代中国出版社,2003。
- [129] 周业安:《中国制度变迁的演进论解释》,《经济研究》,2000年第5期。
- [130] 朱从玖主编,2002:《投资者保护——国际经验和中国实践》,复旦大学出版社,2002年。
- [131] 朱武祥,2002:《企业融资行为与资本结构研究的新发展及启示》,《证券市场导报》第8期。
- [132] 朱武祥:《解开募资频频改投迷局》,《上市公司》,2002年第4期。
- [133] A. M. Khademian: *The SEC and Capital Market Regulation: the politics of expertise*, University of Pittsburgh Press, 1992.
- [134] Akerlof, G. A., 1970: "The market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics* 84(43)。
- [135] Andrei Shleifer and Robert W. Vishny: "A Survey of Corporate Governance," NBER working paper series 5554.
- [136] Andres Almazan, Javier Suarez, Sheridan Titman: "Capital Structure and Transparency," September 18, 2002. SSRN working papers.
- [137] Arthur Levitt: "Financial reporting: The 'numbers game' Insights; the Corporate & Securities Law Advisor; Oct 1998; 12, 10; Academic Research Library pg. 6.
- [138] Arthur Levitt: "Quality information: The lifeblood of our markets," Insights; the Corporate & Securities Law Advisor; Dec 1999; 13, 11; Academic Research Library pg. 20.
- [139] Arthur Levitt: "The Important of High Quality Standards," *Accounting Horizons*, March 1998.
- [140] Arthur Levitt: "The importance of standards: Assuring U.S. markets retain their position in 21st century," *Vital Speeches of the Day*; Jul 15, 1997. 63, 19; Academic Research Library pg. 588.

- [141] ASB, "Statement of Principles for Financial Reporting: Some Questions Answered", 1999.
- [142] B.Arthur: Competing Technologies, Increasing Returns, and Lock-in by Historical Events.,
Economic Journal, 99 (394) .
- [143] Baiman, S. and Verrecchia, R: "The relation among capital markets, financial disclosure,
production efficiency, and insider trading," Journal of Accounting Research 34(1), 1-22.
- [144] Becker, Gary: "A Theory of Competition among Pressure Groups for Political Influence,"
Quarterly Journal of Economics, 1983 v. 98, no.3, pp. 371-400.
- [145] Berglof, Eric and Ernst-Ludwig von Thadden: "The Changing Corporate Governance
Paradigm: Implication for Transition and Development Countries," SSRN working papers. 1999
- [146] D. C. North: Big-Bang Transformations of Economic Systems, Journal of Institutional and
Theoretical Economics, Vol.156, 2000.
- [147] D. C. North: Institutions and Credible Commitment, Journal of Institutional and Theoretical
Economics, Vol.149, 1993.
- [148] D. C. North: The Contribution of the New Institutional Economics to an Understanding of
the Transition Problem, WIDER annual lectures, March, 1997.
- [149] D. C. North: The Process of Economic Change, WIDER working papers, No.128, March,
1997.
- [150] F.A.Hayek: The Use of Knowledge in Society, American Economic Review, 1945 (9) .
- [151] P.David: Clio and the Economics of QWERTY, American Economic Review, Vol. 75.
- [152] Spence M.,1974: "Market Signaling", Havard University Press,1974.
- [153] Stigliz,Joseph E,1975: "Informationg and Economic Analysis", Cambridge University
Press,1975.