



证券市场投资者 利益保护

——理论与实践

文淑惠 著

 云南大学出版社

本书受云南省教育厅高校学术著作出版基金资助

证券市场投资者利益保护

——理论 与 实践



云南大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券市场投资者利益保护: 理论与实践/文淑惠著.
昆明: 云南大学出版社, 2003
ISBN 7-81068-623-2

I. 证... II. 文... III. 证券交易—资本市场
—市场管理—研究—中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 072009 号

证券市场投资者利益保护——理论与实践

作 者: 文淑惠

责任编辑: 张丽华

封面设计: 金 梅

责任校对: 何传玉 宋 武

出版发行: 云南大学出版社

社 址: 云南省昆明市翠湖北路 2 号云南大学英华园内 (650091)

发行电话: 0871-5033244

网 址: [Http://www.ynup.com](http://www.ynup.com)

E-mail: service@ynup.com

印 装: 昆明宏成彩印有限公司

开 本: 850 × 1168 1/32

印 张: 8.625

字 数: 190 千

版 次: 2003 年 10 月第 1 版

印 次: 2003 年 10 月第 1 次印刷

印 数: 1-1000

书 号: ISBN 7-81068-623-2/F·298

定 价: 17.50 元

摘 要

本书的研究立足于证券市场的微观结构——投资者结构，研究在新兴证券市场上如何从制度上完善对投资者的保护，并说明这种保护本身如何通过建立公正、有效和透明的市场秩序来增进证券市场的效率和完善证券市场的基本功能。这一关于新兴证券市场投资者利益保护的经济学分析框架由三个部分构成：第一，证券市场投资者行为及投资者结构分析；第二，对投资者利益进行保护的涵义、目标和理论依据；第三，如何建立完善的投资者保险制度。

在第一章中，本书首先定义了证券市场投资者，对投资者行为的有关研究进行理论上的回顾，分析了新兴证券市场区别于成熟证券市场的投资者结构特征，对机构投资者与个人投资者进行区分。在此基础上，本书对中小投资者做出理论上的界定：“投资金额较少，信息搜寻的平均成本较高，在信息不对称中处于劣势地位的证券市场上的非专业个人投资者，是完全的价格接受者”，并具体分析了中小投资者的投资行为特征和投资风险。由此确立本书的

研究对象——从事正常投资活动，追求利润最大化的投资者，既包括机构投资者，也包括个人投资者，而在个人投资者中，主要是以中小投资者为主。

在第二章中，本书对新兴证券市场政府干预的理论依据进行了综述，然后指出投资者利益包括两个部分：一是信息获取权；二是平等交易权，并以此为基础对投资者利益保护进行了界定：“为维护证券市场的正常秩序，矫正证券市场失灵给投资者带来的实际损失和潜在损失，由政府及其监管部门对证券市场上各类活动的各类主体的行为进行的监督、管理和引导”。由此明确对这一问题的研究属于证券监管的范畴。接着，本书阐述了投资者利益保护的涵义、目标和理论依据，指出只有建立公正、有效和透明的资本市场秩序，才能从根本上保护投资者的利益。投资者利益保护的内容具体包括以下两个部分：一是对信息披露、内幕交易和禁内操纵的监管；二是建立中国投资者保险制度和证券业的保险体系。本书随后各章即围绕这四个方面展开。

第三章主要围绕信息披露制度展开。本书首先通过介绍证券市场的两种信息反应模型，揭示出信息与市场效率之间的理论关系，然后从信息有用性、披露质量、披露渠道和披露技术这四个方面对信息与信息披露之间的关系进行了说明。接着开始对信息披露的两种制度（自愿披露制度与强制披露制度）

的理论依据进行讨论。针对世界各国普遍存在的以强制披露为主，自愿披露为辅的信息披露制度，以及发达国家鼓励自愿披露的趋势，本书从经济机制设计理论出发，提出在新兴证券市场上市场力量和自利本性不能代替强制披露的观点。为改进信息披露效率，在信息披露的机制设计上要重视上市公司作为代理人激励相容的约束，加强对违反信息披露义务的惩罚。通过增加证券价格变动中对披露信息的反映成分，减少操纵成分，来增强证券市场的透明度，保护投资者利益。

第四章的主要内容是内幕交易监管，这是证券监管中最难驾驭的一个领域。本书首先对内幕人、内幕信息和内幕交易行为进行界定，对内幕信息在不同效率（弱型、半强型和强型）证券市场上可能产生的不同影响进行了分析。在此基础上，本书对内幕交易监管做了法学意义和经济学意义上的分析，对前者的分析主要围绕内幕人士的“信用责任”和“私有内幕信息”进行，而对后者主要是依据市场效率和公众信心展开分析。本书由此指出基于中小投资者利益保护的内幕交易监管，除加强披露之外，应当建立民事赔偿制度。

第五章是禁止操纵监管。证券市场操纵行为包括直接操纵和间接操纵。对禁止操纵监管的理论依据主要是从市场结构理论出发，分析以垄断为本质

的证券价格和数量的操纵对证券市场有效竞争的损害。就中小投资者利益来看，操纵者凭借资金与规模优势来支配市场价格与数量，必然要侵害中小投资者的利益，人为增大市场风险。同时本书还讨论了小股东权益问题：在新兴证券市场上，价格操纵与对小股东权益的侵害是比较突出的两个问题。要通过公正、有效和透明的资本市场秩序的建立来保护广大中小投资者的合法利益，需要得到法律环境与产权制度的配合。

作为最后一部分，第六章主要探讨建立中小投资者保险制度的问题。本书首先分析了证券市场国际化、信息化与投资者行为。随着证券市场国际化与信息化的发展，投资者的投资风险和投资收益的构成，以及投资行为都会发生变化。证券市场的逐步开放，将加剧证券业有效竞争程度，投资者利益的保护也应该得到不断完善。借鉴美国的证券投资者保护公司、客户整体资产保护制度和市场化的共同基金行业保险，本书提出了关于建立中国的证券投资者保护制度和市场化的证券业保险体系的构想，并且指出证券保险一方面能保护中小投资者利益，另一方面可以为证券市场放松管制与鼓励创新提供条件，从而使投资者能够在更高层次上获得服务并得到保护。

目 录

导 论	(1)
一、问题的提出和选题的意义	(1)
二、本书的基本假设与分析框架	(4)
三、本书的主要内容	(6)
四、本书的研究特点和研究方法	(15)
 第一章 证券市场投资者、投资者行为及 投资者结构分析	(16)
第一节 证券市场投资者概述	(16)
第二节 证券市场投资者行为分析	(28)
第三节 证券市场投资者结构概述	(40)
 第二章 投资者利益保护分析	(63)
第一节 新兴证券市场的政府干预	(63)
第二节 投资者利益保护概述	(67)
第三节 证券市场投资者利益保护的 涵义与目标	(71)
第四节 中国证券市场投资者利益 保护现状分析	(84)

第三章 信息披露监管	(91)
第一节 证券市场中的信息	(91)
第二节 信息与信息披露	(100)
第三节 信息披露与市场效率	(107)
第四节 证券市场信息披露制度	(115)
第五节 激励相容的信息披露机制设计	(121)
第六节 基于投资者保护的信息披露	(129)
第四章 内幕交易监管	(137)
第一节 内幕交易界定	(139)
第二节 内幕交易经济学分析	(148)
第三节 内幕交易监管的理论分析	(154)
第四节 内幕交易监管国际比较	(158)
第五节 基于中小投资者利益保护的 内幕交易监管	(165)
第五章 禁止操纵监管	(172)
第一节 证券市场价格操纵界定	(172)
第二节 禁止操纵的理论分析	(177)
第三节 小股东权益	(187)
第四节 基于中小投资者利益保护的禁止操纵	(196)
第六章 投资者保护制度	(213)
第一节 证券市场国际化、信息化与投资者	(213)

第二节 投资者保护制度	(226)
第三节 建立中国投资者保护制度的构想	(235)
参考文献	(254)
后 记	(263)

导 论

一、问题的提出和选题的意义

证券市场在一国经济发展中起着重要作用,这是因为它具备直接融资、提高投资流动性、减少投资风险以及促进上市公司效率等基本功能。证券市场的这些经济功能是互相关联的,例如企业的融资方式不可避免地会影响企业的经营机制。在以美国为代表的发达国家,证券市场的有效性程度高,证券市场不仅较好地发挥了直接融资的作用,在监督公司治理以及分散投资风险方面也起到积极的作用。在发展中国家,由于资本形成是决定其经济发展的关键因素,这使发展中国家的新兴证券市场成为储蓄转化为资本的一条主要渠道,而证券市场对企业监控以及分散投资风险的作用相应较弱^①,证券市场的有效性较低。

除证券市场的功能定位不同以外,不同国家证券市场的有效性与其证券市场基本功能的实现,还与该国证券市场的投资者结构密切相关。资金要配置到利润较高的投资项目上,市场要形成对企业有效的监控,这些优胜劣汰与筛选配置的功能都是通过投资者的决策来实现的,投资者的价值取向与

^① Ross Levine. 1996. *Stock Market Development and Long - Run Growth*. Working Paper 2447. [www. worldbank. org](http://www.worldbank.org).

行为模式将直接影响证券市场实现这些功能的效率。在发达国家,证券市场的投资者结构以共同基金、养老基金、保险公司、投资公司(银行)和商业银行等机构投资者为主,证券市场的机构化较好地促进了证券市场基本功能的实现^①。而在发展中国家,受经济发展水平、人均国民收入、证券市场规模以及证券投资工具的影响,证券市场的投资者结构以中小投资者为主,证券市场的有效性程度较低,且表现出明显的非理性特征。

证券市场微观结构理论作为西方金融经济学的一个新的分支,主要研究证券市场交易过程的组成要素。它的一个重要研究对象是包括非专业投资者在内的各类市场参与者。对新兴证券市场来说,这一研究视角尤其重要。以中国为例,证券市场的特征是以个人投资者为主。1997年(深、沪证券交易所)A股开户总数3316.55万户中,个人投资者为3304.06万户,占开户总数的99.62%;机构投资者为12.49万户,占开户总数的0.38%。而在个人投资者中,有72%以上的投资者的投资金额小于10万元^②。这种以个人投资者为主的证券市场具有市场规模小、投机盛行和机会主义倾向严重的高风险特征,中小投资者的利益得不到应有的保护;另一方面,在广大中小投资者的价值取向、行为模式与市场价格的波动之间,又存在很强的互动性。它使证券市场

① 莫迪尼亚尼. 资本市场: 机构与工具. 经济科学出版社, 1998. 第12页

② 王开国. 中国证券市场跨世纪保护研究. 上海财经大学出版社, 1999. 第276页

基本功能的发挥受到较大影响。中国股票市场表现出来的股票价格波动剧烈、换手率高与市场有效性呈弱型有效，是与这种以中小投资者为主的投资者结构密切相关的。在新兴证券市场上，干预是必须的，伴随市场的成熟与市场机制的完善，从长期看政府管制的范围会逐步缩小。近期中国证券市场从规模与信息的市场力量上看，个人投资者中的中小投资者属于弱势群体，对这部分投资者的合法利益进行保护，从效率上讲是证券市场的帕累托改进。另一方面，这种保护作为对证券市场投资者主体的培育，可以为证券市场的规范与发展奠定理性的微观基础。

对证券市场投资者利益保护隶属于证券监管范畴。作为一个务实性较强的课题，海外的研究往往倾向于就某项具体的监管政策进行细致探究，以及在法学范畴中对有关政策和法规做出评价。近年来，国内理论界在讨论证券市场监管时，已开始关注投资者利益保护问题，但从总体上看，受政策导向的影响^①，相关的研究较为肤浅和零散，对有关投资者利益保护的理论及其发展的介绍很不完备，尤其缺乏一个全面的理论框架。基于此背景，本书运用资本市场理论、金融市场微观结构理论、交易费用与信息经济学、管制经济学以及会计学 and 法学的一些基本理论和较为简单的博弈论分析工具，对该问题进行研究，力图建立一个关于证券市场投资者利益保护的较为全面的经济学分析框架，以期对中国证券

① 在中国，证券市场的功能定位主要是为企业筹集资金，以及配合国有大中型企业转化经营机制。由于过分强调证券市场的融资功能，在很大程度上投资者的利益并没有得到真正的重视。

市场的效率提高、功能完善和市场化进程的加快提供一些可行的思路。

二、本书的基本假设与分析框架

本书的研究立足于证券市场的微观结构——投资者结构，研究在新兴证券市场上如何从制度上完善对投资者的保护，并说明这种保护本身如何通过建立公正、有效和透明的市场秩序来增进证券市场的效率和完善证券市场的基本功能。所有的研究问题源于一个中心假说：新兴证券市场具有区别于成熟证券市场的投资者结构——证券市场机构化程度低，中小投资者为数众多，影响广泛。在证券流通市场和公司治理结构中，中小投资者（小股东）的利益易受侵害。通过信息披露、禁止内幕交易和禁止操纵这三个方面的政府监管，以及投资者保险制度的设计，可以较好地实现对投资者利益的保护；而基于投资者利益保护的政府干预，有助于增进新兴证券市场的效率，促进新兴证券市场功能的实现并推进其市场化的进程。

为检验这一假说，研究围绕以下问题展开：

1. 什么是证券市场的投资者？在证券市场上，中小投资者区别于大投资者的行为特征与投资风险分别是什么？
2. 证券市场上投资者利益保护的涵义以及中小投资者利益保护的涵义和目标？
3. 什么样的信息披露制度设计能够致力于投资者利益的保护？
4. 如何防范与禁止内幕交易使投资者免受侵害？
5. 如何禁止证券流通市场上的操纵行为以及如何在公

公司治理中保护小股东权益？

6. 关于建立中国投资者保险制度的构想。

围绕这些问题，本书力图建立一个关于新兴证券市场投资者利益保护的较为全面的经济学分析框架。该框架由三个部分构成：第一，证券市场投资者行为及投资者结构分析；第二，对投资者利益进行保护的涵义、目标和理论依据；第三，如何建立完善的投资者保险制度。如图 1 所示。

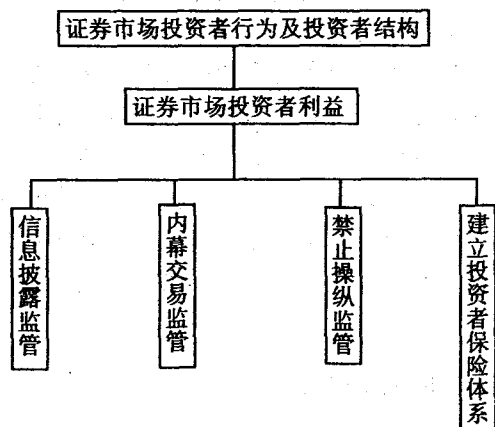


图 1 本书逻辑结构图

在具体内容上，按研究的专题设置，全书共分为六章。这六章可以概括为三个部分：第一部分是本书的立论部分，分别对证券市场投资者和投资者利益保护这两个概念进行了定义，并对投资者行为和投资者结构进行了分析；第二部分从证券监管的信息披露监管、内幕交易监管和禁止操纵监管

这三方面内容来分析对投资者利益的保护；第三部分分析了证券市场国际化、信息化对投资者投资行为的影响，在此基础上，对建立中国的证券投资者保险制度和证券业保险体系进行了构想。

必须指出，贯穿本书的一个重要假设是：证券市场当中存在的问题，并不是市场本身造成的。证券市场的表现（或者说特征）在很大程度上反映的是证券市场参与者的行为特征。从微观经济学对市场结构的分析，例如对完全竞争市场或是寡头竞争市场的分析可以看出，不同市场特征的形成实际上是由作为市场参与者的企业的行为来决定的，结构不同的市场，绩效各异。与此相似，本书假定，不同证券市场表现出来的不同特征与该市场的参与者——投资者主体及投资者结构密切相关，以机构投资者为主的证券市场有效性较强，而以中小投资者为主的证券市场则表现出明显的非理性特征。明确这一基本假设对理解本书的主要观点是非常重要的。

三、本书的主要内容

本书的第一部分是立论部分，包括第一章和第二章。在第一章中，本书对证券市场投资者进行如下定义：“证券市场上的经济行为体，根据所获取的相关信息决策，追求风险既定下的最大收益或者收益既定下的最小风险，并承担由此选择带来的后果”。此定义主要参考了阿罗的经济行为体及其决策的有关内容。然后，对投资者作为证券市场参与主体的主要类型进行了一般性介绍，并对个人投资者的类型进行了理论上的区分：信息驱动与价值驱动；知情交易与未

知情交易。在第二节中，本书对投资者行为的有关研究进行理论上的回顾。主要包括凯恩斯基于心理预期提出的投资者受“动物血性”驱动的投资行为；20世纪70年代以夏普集大成的建立在理性预期假定上、使用方差风险收益方法计算的资本资产定价模型，这是一般均衡的投资者行为模型；以及在此之后，以席勒为代表通过对股票价格的实证研究所揭示的投资者一些非理性特征；最后介绍了20世纪80年代开始的行为金融（behavior finance）研究中的两个模型对投资者的过分自信、非贝叶斯预测、回避损失和心理会计、减少后悔和推卸责任，以及合成谬误这些特征对投资行为的影响。在第三节中，本书对证券市场的投资者结构进行了阐述，对机构投资者与个人投资者进行了区分，在此基础上，对中小投资者进行了理论上的界定：“投资金额较少，信息搜寻的平均成本较高，在信息不对称中处于劣势地位的证券市场上的非专业个人投资者，是完全的价格接受者。”并分析了中小投资者所面临的在专业的机构投资者面临的投资风险之外的风险，以及他们在进行投资决策时区别与大投资者的行为特征。由此指出，本书的研究对象是从事正常投资活动，追求利润最大化的投资者，既包括机构投资者，也包括个人投资者。而在个人投资者中，主要是以中小投资者为主。

在第二章中，本书首先对新兴证券市场政府干预的理论依据进行了综述。本书指出，投资者利益包括两个部分：一是信息获取权；二是平等交易权。以此为基础，本书对证券市场的投资者利益进行了界定：“合法地获得有关上市公司、政府的证券监管部门和其他市场主体可能引起证券价格变动