

现代资本市场研究丛书

证券市场个人投资者 权益保护制度研究

ZHENGQUAN SHICHANG

GEREN TOUZIZHE QUANYI BAOHU ZHIDU YANJIU

孙曙伟 著



 中国金融出版社

现代资本市场研究丛书

证券市场个人投资者 权益保护制度研究

孙曙伟 著



中国金融出版社

责任编辑：古炳鸿

责任校对：李俊英

责任印制：张 莉

图书在版编目 (CIP) 数据

证券市场个人投资者权益保护制度研究 (Zhengquan Shichang Geren Touzizhe Quanyi Baohu Zhidu Yanjiu) / 孙曙伟著. —北京：中国金融出版社，2006.6

(现代资本市场研究丛书)

ISBN 7-5049-4033-X

I. 证… II. 孙… III. 证券交易—资本市场—法规—研究—中国 IV. D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 042527 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京华正印刷有限公司

尺寸 148 毫米×210 毫米

印张 4.75

字数 120 千

版次 2006 年 6 月第 1 版

印次 2006 年 6 月第 1 次印刷

印数 1—3000

定价 15.00 元

如出现印装错误本社负责调换

【作者简介】

孙曙伟，1960年出生于黑龙江省，现任
职于中国证监会办公厅。

【内容提要】

本书从理论分析入手，首先探究个人投资者权益保护与证券市场资源配置功能、证券市场规模、上市公司价值的关系，并结合中国证券市场的实际情况，分析个人投资者存在的特殊价值及意义，进而研究个人投资者权益保护的制度需求问题。以此为基础，系统分析中国证券市场个人投资者保护的现状，并提出包括完善有关投资者权益问题的法律框架和监管机制等在内的对策建议。中小个人投资者在我国证券市场发展中具有特殊而重要的意义，系统探讨这一主题具有现实意义，对证券理论研究和证券业管理人员有一定的参考价值。

内容摘要

科斯开创的企业理论被称为“企业契约理论”（the contractual theory of the firm）（Course, 1937），这一理论的要义可以概括为如下三个方面：（1）企业的契约性（the contractual nature of the firm）；（2）契约的不完备性（the incompleteness of the contracts）；（3）以及由此导致的所有权的重要性（relevance of ownership）。契约的不完备性是指契约不能够准确描述与交易相关的所有未来可能出现的状况以及每种状况下契约各方的权利和责任，正由于此，经济学家将企业剩余索取权与剩余控制权的分配称为企业的所有权安排。所有权安排就是为了最小化“两权分立”后产生的代理成本，实现企业价值最大化的目标。

代理成本的产生实际上侵占了股东的利益，对于公众股份公司来讲，大量中小股东的存在使得所有权安排显得格外重要。股东作为剩余风险的最后承担者，其利益不能像债权人、公司雇员的利益那样通过签订较为完备的契约得到保障。因此，如何确保股东的利益，特别是作为弱势群体的中小股东的利益，是 20 世纪 70 年代以来经济学家致力研究的课题。总体来看，经济学家沿着两条主线对投资者保护（investor protection）的路径进行了深入研究。一是公司治理结构的安排，首先应当让剩余索取权与控制权尽可能对应，即拥有剩余索取权和承担风险的人应当拥有控制权；其次经理的补偿收入应当与企业的经营绩效挂钩，而不应当是固定合同支付。二是法律体系的安排，法律论者认为所有权安排是投资者保护的内部治理机制，而法律体系则是投资者保护的外部治理机制。法律论有效地解释了不同国别之间公司治理的差异，法系的不同决定了投资者权益的保护程度不同，进而成为影

响资本市场效率与公司绩效的一个新变量。

与西方市场经济国家不同，我国证券市场是建立在政府主导或行政性力量基础之上的。这种自上而下的强制性变迁具有明显的路径依赖性，这一方面反映在中国股市主要服务于国有企业的改制脱贫上；另一方面集中体现在为保证国有经济的控股地位或主导地位，上市公司股份被人为分割为流通股与非流通股，有约三分之二的股份（即国有股和法人股）不能流通。上市公司治理结构存在严重的缺陷：大股东在“资本多数决”的原则下获得了扩大的控制权，而且这种控制权因股权的不可流通性而不会受到外来监督的压力；小股东在公司所有权安排中遭到歧视，过于分散的股权使大量中小股东倾向于“搭便车”。我国证券市场错误的路径选择不仅将证券市场“锁定”在低效率的状态，而且对制度创新形成了障碍。由于股权分置和所有者缺位，我国上市公司内部人控制严重，投资者合法权益受到侵害的现象突出：一是内部人侵害股东利益；二是大股东侵害中小投资者利益。

从法系来看，我国是大陆法系的国家，对任何案件的审判均以法律明确规定为依据。许多侵犯投资者权益的案件都因法律的空白而无法处理，现实中也曾出现了最高人民法院以“受目前立法及司法条件局限，尚不具备受理及审理这类案件的条件”为由，通知各级法院对股价操纵、欺诈等案件“暂不受理”的情况。法律制定和执行的脱节及法院司法环节的“软化”，是造成中小投资者权益无法律保障的最根本原因。

国内外的研究已经表明，投资者保护水平不同是各国证券市场发展程度存在差异的重要原因之一。近几年，我国证券市场陷入困境，其根本原因是我国证券市场投资者权益未受到有效保护，个人投资者对市场失去信心。虽然管理层自 2001 年以来一直致力于监管体系建设，打击操纵股价、证券欺诈、虚假信息等违规行为，但个人投资者权益仍然受到长期的、持续的、广泛的损

害。我国证券市场个人投资者权益受到严重损害有其制度性根源。我国证券市场是在计划经济向社会主义市场经济转轨时期建立起来的，目前仍处于新兴市场向成熟市场转轨时期，市场化程度低，市场化基础薄弱，尤其是公司产权制度、证券市场股权结构、法律制度不完备等制度性缺陷以及诚信体系、股权文化尚未建立等因素，导致我国投资者保护体系至今尚未真正建立起来。建立我国投资者保护制度应从完善法律和制度入手，着重解决基础性、根本性问题，包括加强证券市场化，修改《公司法》、《证券法》、《刑法》、《民事诉讼法》，制定投资者保护法，改革证券发行、交易、信息披露制度，完善上市公司股权结构等。在我国，建立投资者保护制度任重而道远，还有很长的路要走。

目 录

1 导论	1
1.1 选题的背景及意义	1
1.2 分析框架及主要内容	8
1.3 本书的创新和不足	9
2 个人投资者权益保护理论综述	11
2.1 法律体系与投资者权益保护	13
2.2 公司治理结构与投资者权益保护	18
2.3 投资者权益保护与资本市场发展	20
2.4 投资者权益保护与公司市场价值	24
2.5 投资者行为理论	27
2.6 投资者权益保护的国内理论研究综述	29
3 我国证券市场制度变迁与投资者结构研究	32
3.1 我国证券市场的制度变迁	33
3.2 我国证券市场的制度缺陷剖析	38
3.3 我国证券市场投资者结构及行为分析	45
4 个人投资者权益保护一般性分析	50
4.1 个人投资者权益保护的内涵及目标	50
4.2 个人投资者权益保护的制度需求	53
4.3 个人投资者在证券市场中的价值分析	60
4.4 各类投资者利益均衡的实证分析	62
5 我国个人投资者权益侵犯问题现状及制度根源	67

5.1	我国个人投资者权益侵犯问题现状	67
5.2	我国个人投资者权益侵犯问题的制度根源	76
6	国外投资者权益保护制度的比较与启示	87
6.1	国外投资者权益保护的法律制度及启示 ——以美国为例	88
6.2	国外投资者赔偿制度的比较与启示	96
6.3	国外证券市场监管制度的比较与启示	101
7	完善我国个人投资者权益保护制度体系	111
7.1	完善个人投资者权益保护制度	112
7.2	完善上市公司治理结构	116
7.3	完善证券市场信息披露制度	122
7.4	完善证券市场监管体制	124
7.5	加强证券市场诚信建设与投资者教育工作	127
	参考文献	132

1

导 论

1.1 选题的背景及意义

证券市场投资者是指投资于股票、债券等证券市场金融产品的主体。以股权多少为标准，证券市场投资者一般分为控股股东、大股东、中小股东；以主体性质为标准，可分为机构投资者和个人投资者。中小股东是与控股股东、大股东相对而言的，主要指对公司不享有控制权、无法对公司决策实施影响的那一部分股东。个人投资者是与机构投资者相对而言的，也称为个人股东，在我国，具体是指依据有关法律法规及其他有关规定可以进行证券投资的自然人投资者。本书的研究对象是个人投资者。由于中小股东在大多数情况下与个人投资者一样，其权益也受到侵害，因此，本书将中小股东与个人投资者视为同一范畴。在资本市场中，投资者权益指的是契约中个人、团体或机构作为“经济人”所享有的一切权益。投资者权益涵盖的内容比较广泛，缔约权、知情权、管理权等均是权益的一部分。其核心是财产权，包括以占有、使用、收益、处分为要素的所有权和以请求权为基础的债权。在现代社会，投资者拥有法律、企业契约中所约定的一

系列权利,但是其主观权利却经常受到排挤或侵犯。尤其是在“资本多数决”的原则下,大量分散的中小投资者将其拥有的剩余控制权让渡给控股股东,从而无法对公司治理形成有效的监督,在公司中处于弱势地位,实际上受控股股东的支配。很显然,保护中小股东的重要性是不言而喻的:一是股东不论大小均应受到法律的同等保护,这是股东平等原则的根本要求;二是通过加强对中小股东的保护可以对控股股东和公司管理层形成有效的制约,保障公司在合理的力量制衡下健康运营。在我国现阶段的市场经济中,由于中小股东在公司治理中处于明显的劣势地位,董事会和经理层在公司治理中的透明度、负责性和诚实性普遍较差,使得大股东滥用其控股地位侵害公司财产、侵犯中小股东利益的问题屡见不鲜。当然,权利被侵犯是一种难以根除的社会现象。从一定意义上可以说,权利正是遭受侵犯才显示出它的价值和尊严。^①不过,中小股东权益被侵犯的问题必须引起高度的重视。

保护投资者特别是中小投资者的合法权益,是资本市场稳定发展的前提,是证券监管的宗旨,我国《证券法》第一条即明确了以保护投资者的合法权益为宗旨。十多年来,我国在这方面采取了一系列措施,完善监管立法并严格执法,严格监管证券市场,打击造假和内幕交易等违法违规活动。同时,在强化信息披露、增强透明度以及发展机构投资者等方面也有明显进展。但是,随着证券市场的发展和改革的不断深化,经济体制转轨过程中的深层次问题日益凸显,我国证券市场的投资者保护问题在实践中遇到了诸多困难,突出表现为“制度缺失”下的股权分置和内部人控制等问题一直得不到有效解决。上市公司的治理结构并没有随着证券市场的发展而得到完善,上市公司往往“重筹资、

① 郭锋:《投资者权益与公司治理》,2页,北京,经济科学出版社,2003。

轻改制，重上市、轻回报”，并且出现了大量侵犯中小股东合法权益的现象，使得广大中小股东的合法权益得不到保障。我国股票市场的筹资功能、投资功能、优化资源配置及资本定价功能正在逐渐弱化。从2001年到2004年，我国GDP从9.59万亿元上升到13.65万亿元，上市公司（A、B股）数量由1160家增加到1377家，但市价总值却从4.35万亿元下降到3.71万亿元。也就是说，4年时间里，GDP增长了42.3%，上市公司数量增长了18.71%，但是市值却缩水了14.71%，总市值占GDP的比重仅为19.06%^①。中国股市与整个国民经济的快速增长不相适应，不仅没有与国民经济同步发展，成了“反晴雨表”，而且减少了社会财富。从某种意义上讲，我国的证券市场目前正面临着边缘化的困境。

其主要特点是：从市场运行来看，与国外成熟的资本市场相比较，我国证券市场“政策市”特征明显且投机性强，其二级市场的表现是股指波幅过大和换手率过高。从波动率来看（见表1-1），1992—2004年，上海证券交易所证券市场的波峰谷底相差竟达500%以上，而同期美国证券市场的波峰谷底仅相差200%，新加坡仅相差110%。

表 1-1 中国股市波动表（上证综合指数）

年份 指数	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
最高	1 429	1 558	1 052	927	1 258	1 509	1 422	1 756	2 125	2 245	1 748	1 650	1 783
最低	292	750	325	524	512	870	1 042	1 047	1 361	1 514	1 311	1 307	1 259
波幅	389%	107%	223%	76%	145%	73%	36%	67%	56%	48%	33%	26%	42%

注：波幅 = (全年最高指数 - 全年最低指数) / 全年最低指数。

① 国家统计局：《国民经济和社会发展统计公报》（2001年、2004年），《国家统计局公报》。

再从年换手率来看,包括美国在内的国际成熟证券市场换手率一般只有 50%~80% (东京股市在 20%~30% 之间);而我国股市换手率相当高,且起伏很大,最高达 760.05%,最低为 208.74% (见表 1-2)。近年来,随着股市规模越来越大,换手率有所下降,但最近两年换手率也在 250% 左右^①。过高的换手率不仅表明我国市场过度的投机特征,同时也透露出广大投资者对上市公司信心不足。

表 1-2 上海、深圳证券交易所 A 股平均换手率 (%)

年份	上海	深圳
1992		265.45
1993		324.44
1994		691.79
1995	591.41	309.56
1996	760.05	949.68
1997	534.99	662.32
1998	355.30	411.14
1999	421.55	371.61
2000	504.07	396.47
2001	216.67	189.97
2002	208.74	200.65
2003	268.58	216.97
2004	308.31	311.78

从投资者结构来看,我国证券市场是一个以中小投资群体为主的市场。截至 2004 年 12 月底,深沪两个证券交易所的账户总数达 7 055.48 万户,其中机构为 33.96 万户,个人为 7 021.52 万

① 中国证监会:《中国证券期货统计年鉴》(2005 年),24 页,上海,学林出版社。

户^①。个人投资者交易和持股市场份额均超过 80%，其中中小投资者比重约占一半^②。中小投资群体是我国证券市场资金供给的主要群体。这个群体人数多、涉及面广、组织分散，通常通过公开信息来获知上市公司信息。由于信息不对称，他们对公司内部的真实状况了解非常有限。而且，与其他投资者相比，这个群体由于持股数量相对较少，对上市公司的经营决策没有决策权，基本上成为局外人，不能直接参与管理上市公司。由于我国目前保护中小投资者合法权益的有关制度还很不完善，使得广大中小投资者利益长期处于无保障的状态，这已经对我国资本市场的健康发展带来负面影响。近几年来，我国证券市场个人投资者增长缓慢，2003 年股票市场开户数出现负增长，充分表明由于长期缺乏制度保障，广大中小投资者对证券市场缺乏信心。

面对证券市场的现实状况，市场各方逐步认识到投资者权益保护是证券市场发展的重要课题，如何切实保护投资者利益成为证券市场监管的核心内容。与此同时，管理层也陆续出台了多项保护个人投资者的政策及法规，如独立董事制度、信息披露制度，以及 2004 年 12 月颁布的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》，要求上市公司再融资、重大资产重组等在上市公司发展中对流通股股东利益有重大影响的事项需要启动分类表决机制等。市场其他各方，包括理论界、舆论界都对个人投资者保护问题给予了高度关注。但现实情况是多项保护个人投资者权益的政策、措施并未取得预想中的效果，侵害个人投资者权益的行为仍然不断发生。

资本市场的基本功能是优化资源配置，而优化资源配置在相当程度上是通过投资者的“用手投票”或“用脚投票”来最终实

① 中国证监会：《中国证券期货统计年鉴》（2005 年），92 页，上海，学林出版社。

② 中国证监会：《中国证券期货统计年鉴》（2005 年），266 页，上海，学林出版社。

现企业的优胜劣汰,但是,这需要一个基本前提——股东的话语权。目前我国上市公司 2/3 的股权不可流通,流通股股东“用手投票”或“用脚投票”难以制约大股东,大股东经常侵害流通股股东的利益。中小投资者的外部监督由于成本较高而失效,投资者的合法权益得不到保障。据初步估算,深沪两市非流通股股东的平均收益是流通股股东的 2.8 ~ 37 倍^①。中小投资者合法权益得不到保障,受损的不仅是投资者的信心,同时也大大影响了资本市场的效率。目前国内外大量的研究已经达成共识,即投资者保护水平的程度是各国证券市场发展程度差异的最主要原因之一,如 LLSV (1997) 通过各国证券市场之间的比较表明,投资者保护越差的国家,金融市场就越不发达。

2004 年 1 月国务院出台了《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》,明确提出要切实“保护投资者特别是社会公众投资者的合法权益”,这对于促进我国证券市场的健康发展,推动上市公司搞好投资者关系管理工作具有重要的指导意义。

由此可见,中小投资者的保护与资本市场的健康发展密不可分,也对防范我国金融风险具有重要的意义。大量事实表明,中小投资者活跃在证券市场上,直接或间接的贡献与作用支撑着证券市场和上市公司的发展,这些投资者支付了迄今为止资本市场上上市公司上市改制所应该支付的成本,承担了相应的风险。此前有专家统计指出,1991 年到 2004 年 3 月,中国股市境内筹资额为 1.06 万亿元(含 A、B 股),投资者支付的印花税总额超过 2 218 亿元,佣金超过 2 883 亿元。然而,他们的贡献与作用并没有得到相应的回报,市值大幅缩水(从 2001 年 6 月到现在,证券市场持续下跌,到 2004 年底跌到 1 266 点,到 2005 年 7 月 19 日

① 蔡慎坤:《中国股市,路在何方》,载《证券导报》,2005 年 4 月 2 日,第 8 版。

跌到 1 014.35 点,已经是长达四年的熊市^①。据保守估计,4 年来国内 A 股原有股票流通市值的总体损失为 8 000 亿元^②),证券市场功能衰竭,广大投资者损失惨重(90% 以上投资者亏损)^③。近十年来,我们对保护中小投资者倾注了心血,无论是管理者、组织者,还是公众舆论,都从各自的职能出发,做出了力所能及的努力。但由于种种原因,至今未见明显成效。中国证券市场的上述现状足以说明:保护中小投资者这一世界性话题在中国也是十分棘手的问题。也正因为如此,深入研究我国的中小投资者权益保护问题就有着重要的理论和现实意义。

近年来,投资者保护问题引起了国内各方面的广泛关注。理论界和证券市场各方都做了不同程度、不同角度的探索和研究,各种研究、看法和争论也时时见诸报端。作为一个实践性较强的课题,国外往往倾向于就某项具体的监管政策和操作方式等进行细致研究,并且在法学范畴中对有关政策和法规做出评价。受市场环境、发展状况和政策导向的影响,国内的相关研究相对较为零散,真正符合学术规范的研究成果不多,从制度角度的系统研究则更为少见。其原因:一是监管部门、理论界给予的重视程度还不够;二是投资者权益保护问题涉及经济、法律、会计等诸多学科,要进行全面、深入且规范的研究相对较难;三是个人投资者权益保护问题成因极为复杂,涉及方方面面,解决的难度极大。但是,问题本身的重要性迫切需要我们进行深入、系统的研究。本书运用制度经济学的基本理论,基于我国证券市场的发展现状,对我国中小投资者权益保护问题进行尝试性探讨,以期有助于推动对个人投资者权益的保护,促进投资者权益保护制度的

① 上海证券交易所:《上证综合指数统计月报》(2001 年至 2005 年 7 月)。

② 中国人民大学:《证券导刊》,2005 年 3 月 21 日,第 10 期,5 页。

③ 中国人民大学:《证券导刊》,2005 年 3 月 21 日,第 10 期,5 页。