

第一篇 总论

证券交易所与投资者保护

上海证券交易所总经理 朱从玖

一、投资者保护的重要性

投资者是证券市场的主体，保护投资者的合法权益是《证券法》的立法宗旨，也是证券监管工作的首要任务。然而，历史和现实都告诉我们，证券市场中的中小投资者权益很容易受到各种违法违规行为的损害。早在 18 世纪之初，证券市场还处于萌芽阶段时，英国就发生了严重损害投资者权益的“南海泡沫”事件。即便是在证券市场已经相当成熟的美国，去年发生的“安然事件”也让大量中小投资者蒙受惨重损失，美国一些证券分析师因误导投资者更被立案调查。新兴的证券市场上，过去掩盖在繁荣泡沫下的投资者权益缺乏保护问题在亚洲金融危机的冲击下也暴露无遗。在中国，损害投资者权益的事件不乏其例；“中科创业”“股价操纵案件”和“银广夏”等上市公司财务造假案件已经危及到投资者对中国证券市场的信心。上述诸多事件的后果是投资者蒙受非正常损失，影响证券市场健康发展，损害经济健康运行。

大量理论和实证研究的成果表明：投资者保护是证券市场能否持续健康发展的关键因素。投资者保护越好，证券市场就越健全，投资者就越有信心，对资本市场的发展就越有利。中国证监会主席周小川特别指出，“保护投资者特别是广大中小投资者的利益，是市场建设与市场监管诸多工作中的重中之重”。因此，保护投资者特别是广大中小投资者的权益既是我国证券市场持续健康发展的客观要求，也是上海证券交易所的一项长期的、必需坚持的基础性工作。

二、中国证券市场发展与投资者保护

（一）中国证券市场发展的特殊性

中国证券市场走过了近十二年的发展历程，取得了巨大的成就。但是由于中国证券市场既是一个新兴市场，又属于计划经济向市场经济转轨中的市场，因此，它的发展必然具有一定的特殊性。

首先，作为新兴证券市场，存在新兴市场共有的问题，例如法律、法规不够健全，信息披露、会计准则以及会计服务的水平不够高，证券公司、基金管理公司、会计师事务所、律师事务所、评级公司等中介机构的发展不够成熟，投资者结构不理想，投资行为不够理性；上市公司质量和成熟市场相比存在一定差距；公司治理结构存在一些特有的问题；市场监管水平也有待提高。

其次，转轨经济脱胎于计划经济，在这种背景下发展资本市场，会遇到一些特殊问题。第一是行政干预比较多；第二，国有成分在经济中占的比重比较大，容易造成“一股独大”；第三，在法律、会计和投资者成熟程度等方面较为薄弱；第四，在转轨过程中，存在一些历史遗留问题。因此，我们在转轨经济中发展资本市场，必然是一个不断探索前进的过程。

（二）投资者保护方面存在的缺陷

作为转轨经济环境下发展起来的新兴市场，我国证券市场在投资者保护方面尚存在着一些突出问题，这主要表现在以下五个方面。

1. 法规制度不健全

我国的证券法律体系尚未建立起有效的投资者保护机制，克服公司内部治理机制局限的司法保障较为欠缺。我国《公司法》规定了股东的基本权利以及董事的责任，而司法实践尚处于起步阶段，尽管在这方面法院系统、监管系统做了大量积极的努力，但要建立完善的体系尚需时日。

民事赔偿制度不健全。虽然我国证券监管部门加大了对各种侵犯投资者利益行为的处罚力度，但既有的处罚在某种程度上还是一种“内部化”的处罚。在这些案件中，投资者的损失没有得到补偿，因而距离保护广大投资者利益的政策目标尚存在相当的差距。

2. 市场机制不健全

我国证券市场是在计划经济向市场经济转轨的过程中建立和发展起来

的，相当多的非经济因素影响股价的变化，证券市场的定价功能较差，股市较难以股价的升降来评判公司的经营状况；另一方面，国有股、法人股的非流通也使得市场交易无法对上市公司控制权产生影响，从而削弱了市场机制和投资者对上市公司管理层的约束。

3. 中介机构自律意识薄弱

在投资者保护方面，以主承销商为代表的中介机构的角色十分关键。包括证券公司、律师、会计师、验资人员、评估师以及其他专业人士在内的中介机构尽职尽责是投资者保护最重要的基础。

但从我国目前的情况来看，相当部分中介机构的自律意识较为薄弱，有的中介机构帮助上市公司“包装”虚假业绩、骗取上市资格，有的中介机构则配合上市公司进行关联交易、资产重组、债务重组等制造“泡沫利润”，欺骗投资者和社会公众。这些行为严重破坏了社会信用，扰乱证券市场的正常秩序，坑骗广大投资者，影响了股市的健康发展和经济的安全运行。

4. 公司治理机制存在缺陷

由于上市公司股权高度集中，公司产权多元化特征不明显。在这种情况下，许多公司的大股东利用控股地位几乎完全支配了公司董事会和监事会，在公司治理中形成了“超强控制”、“一股难大”，中小股东意愿难以形成有影响力的“声音”。由于我国上市公司改组的特殊性，大股东与其控股的上市公司之间存在许多生产经营方面的联系和非生产性经济往来，在缺乏制衡机制的情况下，大股东和控股上市公司之间通过关联交易、占用资金以及贷款担保等行为，增加了上市公司的财务与经营风险，侵害了广大中小投资者的利益。

5. 投资者的认识存在误区，对权利与责任的认识不清晰（略）

（三）我国市场经济文化发育的不足

市场经济文化是支撑现代市场经济体系和证券市场有序运行的基础。市场经济文化是诚信、公平、透明、规范、独立等理念、行为特征和制度规范的集合。投资者保护必然要受到市场经济文化发育状况的制约。从这一角度来看，我国市场经济文化发育的不足也影响了投资者保护的力度。

1. 社会诚信意识淡漠

诚信是市场经济的灵魂，是合格市场主体基本的道德规范。但在向市场经济转轨的阶段中，在只有近十二年发展历史的我国证券市场中，参与者的诚信意识仍较为淡漠。例如，上市公司和中介机构不遵守法律法规，一部分董事、监事及高管人员不能勤勉尽责等。

2. 股东价值受到漠视

作为公众公司，上市公司的根本目标是实现股东价值最大化。但相当部分人的意识还停留在政府本位或企业本位上，股东价值受到了漠视，股东利益并没有得到相应的尊重。

3. 对待风险的态度欠正确

风险是客观存在的，风险应得到有效管理，市场各主体应有承担风险的能力，对大的风险要有救助机制。

三、上海证券交易所在推动投资者保护方面的工作

（一）交易所的角色

在证券市场上，交易所承担着以下的职能：

作为市场的组织者，交易所提供证券交易的场所和设施；制定证券交易所的业务规则 接受上市申请 安排证券上市 组织证券交易。

作为市场的一线监管者，交易所监督证券交易；对会员、上市公司进行监管；管理和公布市场信息。

作为市场发展的推动者，交易所为市场发展而推动金融产品创新，不断改进交易技术，为投资者提供安全、高效的交易环境，不断推动市场的深化发展。

（二）从监管、服务和教育三个方面推动投资者保护

交易所的角色及其在市场中的作用决定了交易所可以从监管、服务和教育三方面推动投资者保护。证券交易所在我国投资者保护体系中的地位和作用主要体现在以下几个方面：

首先，作为一线监管的承担者，交易所通过证券市场的实时监控，防范内幕交易和操纵市场行为，为投资者提供公平的交易环境；通过对上市公司的监管 强化信息披露的及时性、准确性和完整性 为投资者创造公开、公正的竞争环境；通过对会员公司的监管，减少市场风险，为投资者创造一个稳定的市场环境。

其次，证券交易所是证券市场运行的核心，它通过向各方面的市场参与者提供全面的服务来保障市场稳定运行和持续发展，保护投资者权益。

第三，证券交易所还应大力开展投资者教育工作，帮助投资者认识投资产品，使投资者知权维权，提高投资者的投资素质，促使投资者树立健康的投资

意识和风险防范意识，增强投资者的自我保护能力，为投资者保护工作创造良好的基础条件。

（三）上海证券交易所在投资者保护方面的工作

近年来，上海证券交易所坚定不移地致力于证券市场秩序规范运作、稳健发展，一直把是否有利于保护投资者作为我们各项工作的重要出发点。具体而言，我们主要通过以下八个方面来采取措施，贯彻投资者保护的思路。

1. 强化以信息披露为核心的上市公司监管

上海证券交易所完善了定期报告和临时报告制度，积极推行上市公司预警制度，制定了上市公司信息披露工作核查制度，并开展了对上市公司的风险分类和分类监管工作，即根据上市公司风险的大小，把存在风险隐患的上市公司细分成五个类别，对风险类别低的上市公司实施例行监管，对风险类别高的公司重点关注，在监管职责的范围内尽可能地发现问题。此外，还完善了退市制度，进一步加强了对上市公司的监管。

2001年，上交所共对63家上市公司分别采取了公开谴责、内部通报批评等处理。今年一季度，共向上市公司发出监管关注函35份，监管工作函85份。对14家公司进行内部通报批评，将2家公司提交证监会巡检。

2. 推动公司治理

上海证券交易所大力倡导《上市公司治理准则》，倡导37家公司共同向社会发出了关于完善公司治理结构的倡议书，并将公司治理的有效性纳入信息披露合规性审核范围。上交所计划开展公司治理水准评比，督促上市公司在公司治理方面走在前列，提高上市公司质量，增强市场信心。

3. 加强对会员公司的监管

严密监控会员的财务状况，对会员的风险进行分类划分，对高风险会员公司采取特别措施，重点跟踪、检查，加强现场调研，并加强与有关监管部门和结算公司合作，做到提前掌握情况，争取化风险于未然。

4. 提升实时监控系统，加强市场监察

上海证券交易所开发了先进的新一代市场实时监控系统，对市场实施更严格的监控。与旧系统相比，新系统在处理速度、数据容量和效率、指标体系 and 安全性等方面均有显著改善，增加了追踪监视和数据分析功能，提高了监控的深度和广度。

在日常监管中，上交所更多地运用询问、提醒，积极审慎地运用停牌手段，威慑违规行为，维护证券市场的正常交易秩序。对少数蓄意违法违规案件报证监会进一步调查。

5. 创新产品 完善市场机制

高质量、有效运作的市场是对投资者利益最大的保护。针对中国证券市场产品创新和运作机制建设的不足，上海证券交易所作为市场组织者，把产品创新作为重要的任务，同时大力推动机构投资者的发展。为完善指数类产品，上海证券交易所经过长期准备，于 2002 年 7 月 1 日推出上证 180 指数，为推动机构投资者入市创造有利条件。

6. 完善交易技术、信息挖掘和直通处理

上海证券交易所启动了新一代交易系统项目和新一代信息系统项目的建设，将加大信息挖掘深度，提高交易直通处理能力，为投资者提供更快捷、安全、高效的交易环境。

7. 全面推动上海证券交易所服务大纲

为进一步加强服务工作，从战略高度来整合服务体系，制定了《上海证券交易所服务大纲》改变“朝南坐”的作风，切实为市场服务，为投资者服务。在服务实施方面，根据交易所服务内容，将服务工作项目化，建立了服务项目检查评估办法。目前，已推出了会员会籍服务、全面指定交易服务、双向卫星小站技术服务项目和沪市数据快递服务项目等 7 个服务项目。

8. 大力开展投资者教育工作

2000 年 10 月上交所成立了投资者教育中心，围绕保护投资者利益这个主题，从普及证券知识和揭示投资风险入手，开展了一系列的投资者教育活动。上交所联合银河证券等 19 家会员单位，组建了以我所为轴心覆盖全国的“投资者教育网络”，并向证券界发出开展投资者教育活动的倡议。上交所与各地证管办、特派办合作开展多种形式的投资者教育活动，与有关院校合办“证券节”并积极配合证监会做好上海证券报“投资者教育栏目”的编辑工作。上交所还推出了投资者教育系列丛书，丰富外部网《投资者教育》专栏内容。

四 结束语

投资者保护是一项综合性的系统工程，涉及面广、难度大，需要从不同的层面进行努力。除了严格的立法、执法和政府监管外，还需要证券市场各方面主体的积极参与，建立起完整的投资者保护环境，从而提高整个证券市场的运行效率和监管效力。

中国证券市场是一个新兴的市场，投资者保护的工作任重而道远。作为

市场独特而重要的中枢，证券交易所在我国投资者保护体系中的地位尤为重要，应该而且可以发挥重要的作用。从根本上讲，推动市场高质量、规范发展正是对投资者利益的最大保护。

投资者保护：理论与实践综述

上海证券交易所 胡汝银 司徒大年

一、投资者保护：问题的缘起和意义

投资者保护问题是公司治理的核心问题之一，也是公司治理所要实现的基本目标。它源于代理问题，核心内容是防止内部人（管理层和控股股东）对外部投资者（股东和债权人）的“掠夺”（Expropriation）。“掠夺”在公司股权比较分散的情况下，主要表现为管理层的机会主义；在股权集中于控股大股东的情况下，体现为管理层和控股股东对中小股东与债权人的双重侵害^②。在很大程度上，公司治理和投资者保护就是外部投资者藉以防止权利被内部人剥夺的一套机制。这里的外部投资者指所有的不控制公司的投资者，包括分散的中小股东、非控股的大股东、小债权人和大债权人/主银行。

“掠夺”有以下多种形式：

(1) 转移定价 (Transfer Pricing)，如以高于市场价格向公司出售控股大股东的物业、以低于市场利率向公司借款或以高于市场利率借款给公司。

(2) 转移资产 (Transfer of Assets)，如通过董事的自我交易 (Self-Dealing) 将公司资产转移出去。

(3) 追求非利润最大化目标，如大股东与公司争夺商业机会，占用公司资

代理问题是指委托人和代理人之间的委托—代理关系，即代理的内部关系问题。斯蒂格利兹指出委托—代理关系即是“委托人(如雇主)如何设计一种报酬体系(一份契约)来驱动另一个人(其代理人)为委托人的利益行事”。代理关系主要涉及委托人如何聘选、激励和监督代理人这三个方面。它的产生是与股份公司股权和管理权相分离联系在一起。1932年 Berle 和 Means 最早提出“所有权与控制权相分离”的论点。

控股股东对中小股东侵害问题根源在于中小股东相对处于弱势地位，中小股东弱势地位又是因为小股东和控股股东之间信息不对称、“搭便车”及中小股东持股比例小从而控制权弱。

金，不顾公司现金紧张支付红利。

(4) 定向发行和回购证券 (Targeted Issues and Repurchases of Securities) ，包括将公司的控制性股份售给计划掠夺公司的个人或机构和发行股票稀释小股东的股份价值等。

(5) 在职高消费和管理层高工资，包括装修豪华的办公室，购置昂贵小汽车，一掷千金地招待客人和出行，以及大股东等在公司任职支取过高的薪酬。

(6) 随意决策 公司内部缺乏科学的决策机制 管理层随意决策。

(7) 对小股东权利的限制 如限制小股东的投票权 限制小股东用通讯方式投票等 削弱每小股东在公司治理中的地位 使小股东股份的控制功能受到很大影响 进而影响到股份的收益功能。又如支付不同红利 通过降低小股东股份的市场能力增加大股东股份的市场能力 以及阻止向小股东支付红利 迫使其以低价出售股票给控制者。

实证研究发现 大股东对小股东的“掠夺”在很多国家都很普遍 特别是在公司所有权集中程度较高的国家。Claessens 等人(1998)曾对东亚地区 2 658家公司进行实证研究，发现存在着广泛的掠夺小股东的现象。Zingales (1994)的研究则显示意大利的掠夺问题很突出。Weinstein 和 Yafeh 发现日本存在主银行的公司比其他公司要支付更高的平均利率。Hoshi 和 Scharfstein 等人发现存在主银行的企业从主银行融资的成本超出其收益。Frank 和 Mayer 调查了一些德国银行抵制外部投资者接管其控制企业的案例，认为主要原因是这些银行害怕会失去来自与控制企业关系的利润。这说明在日德以银行控制为核心的治理体制中，存在着银行作为大股东利用控制权地位损害公司利益和其他股东利益的现象。

郎咸平(2001)研究了亚洲上市公司家族控股企业，发现公司的第一大股东和第二大股东串谋一起剥削其他小股东，亚洲家族企业仍存在着掠夺小股

长期以来，研究者认为现代公司主要是 Berle 和 Means 标准的公司 (即股权高度分散、存在所有权与控制权分离的公司)。但 Eisberg (1976)、Demsetz (1983)、Lehn (1985) 和 Morck, Shleifer Vishny (1988) 的研究表明，即使在美国大公司，股权也有相当的集中度。在发展中国家，股权则更为集中 (La Porta et al. . 1998)。Rafael Porta 和 Andrei Shleifer (1999) 等人曾对 27 个富裕国家的大公司的所有权结构进行了实证考察，发现符合 Berle 和 Means 标准的现代公司并非普遍情形，即使在美国和英国，存在大股东的大公司仍然占多数，在这些国家中大部分的大公司仍由家族或国家控制。控制性股东一般通过直接加入管理层或金字塔式股权结构拥有比现金流权利 (即持有股票代表的收益权) 更大的控制权。因此他们认为，对许多国家的大公司来说，投资者保护的主要问题并非限制不负责任的职业经理人扩展企业帝国的行为，而是抑制大股东对小股东的“掠夺” (La Porta et al. . 1998)。投资者保护主要是中小股东利益保护。

东的本质，传统性的公司治理措施无法保护小股民。胡汝银(2000)则分析了中国上市公司现行的公司治理结构，指出中国上市公司治理结构可概括为关键人模式。关键人通常为公司的最高级管理人员或和控股股东代表，具有几乎无所不管的控制权，且常常集控制权、执行权和监督权于一身，并有较大的任意权力。在这种模式下，控股股东严重侵害了中小股东利益。

内部人对小股东掠夺现象的广泛存在，使得投资者保护具有特别重要的意义：

第一，有利于减少公司代理成本，提高公司价值。良好的投资者保护可以提高公司内部人掠夺投资者的成本，减少代理成本，保证公司运行和发展的质量与效率，增强投资者信心，提高公司价值和外部融资能力。

第二，有利于金融体系的发展。良好的投资者保护是金融体系稳定和健全的基础。投资者保护越好，金融体系就越发达，抗风险能力就越大。

第三，有利于实体经济的增长。通过健全公司内部机制，巩固金融体系基础，良好投资者保护提高了资源配置和使用效率，推动实体经济增长。

二、投资者保护的主要理论流派

根据政府立法和执法在投资者保护过程中的作用，投资者保护理论可以分为契约论和法律论两种。

1. 契约论

契约论的学者认为，投资者通过和公司签订契约就可保护自身合法利益，因此，政府只需保证契约执行即可。Ronald Coase(1960)分析了个人和私人公司合意地制订契约的条件。只要执行这些契约的成本为零，个人就不需要法律或可找到规避法律而签订契约的方法。契约学派有以下三个重要的观点：法律不重要、法律重要，但会有其他制度使私人签订有效的契约。当法律和国内制度不健全时，公司和个人可以通过签订国际契约，实现效率。

(1) 法律不重要。Easterbrook和Fishel(1991)认为那些希望外部筹资的公司可以通过一系列机制来善待投资者。法律可能会限制这些机制范围，但公司和投资者总可以找到有效的安排。按照这种观点，在极端情况，如果所有国家都有良好的司法体系，应该会有相近的和有效的公司财务安排。

(2) 法律重要，但还有其他有效的投资者保护机制。持这派观点的学者认为，法律重要，但也可以采取其他政府或民间制度，通过政府干预或公司与投

投资者的私人契约来达到理想的投资者保护水平。具体来说有三种投资者保护机制。

第一，即使法律没有做出要求，政府也可以对公司施加压力，让其善待股东。如果公司“掠夺”股东，则可能受到惩罚，如被取消税收优惠或被勒令停止营业（Berglof 和 Von Thadden, 1999）。

第二，高度集中的外部投资者所有权。高度集中的外部投资者所有权可以构成对管理层的强有力约束，从而保护投资者。Gorton 和 Schmid(1999) 发现在德国大股东持股份额越大，公司价值也就越高。在新兴国家，Lins (1999) 也发现大股东通常增加公司价值。

第三，公司维护自身声誉（Reputation Building）。比如，通过支付红利，公司可建立善待股东的声誉。一般而言，管理层和股东之间的反复博弈可以树立公司值得信赖的形象，从而增强公司外部融资能力。

(3) 签订国际契约，实现投资者保护。随着资本市场国际化，在本国投资者保护不足时，公司可以通过交叉挂牌到投资者保护好的市场上市（如非美国公司采取 ADR 形式在美国挂牌），从而提高投资者保护效率。

概言之，契约论的基本观点是，只要契约是完善的，执行契约的司法体系（法庭）是有效的，那么投资者与公司签订契约就可达到保护自己利益的目的，法律并不重要。

2. 法律论

这派理论主要以 LaPorta、Lopez-de-Silanes、Shleifer 和 Vishny（以下简称 LLSV）为代表，主要观点是法律在投资者保护方面至关重要，是决定投资者保护水平差异的最重要因素。LLSV 分析了 49 个国家投资者保护水平情况，发现法系差异决定了投资者保护水平差异。LLSV 进一步分析了智利、德国、波兰和韩国的投资者保护法律和规则变革情况，发现法律规则的变化提高了投资者保护水平和公司外部融资能力。因此，LLSV 认为必须完善投资者保护的相关法律框架，建立强有力的监管架构。

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这 4 种投资者保护机制，LLSV 分别做出了以下批评。首先，政府干预的前提是政府必须是有效和廉洁的，而政府是否有效和廉洁又是部分地由法律体系所决定的外生变量。LLSV(1999) 研究表明，大陆法系的国家腐败程度较高，政府效率偏低。政府虽然表示要保护投资者，但在经济危机时更倾向于抛弃投资者而保护企业家。1997 年亚洲金融危机中一些以大陆法系为基础的东亚国家政府表现就是明证（Johnson 和 Mitton, 2001）。第二，在外部投资者

所有权集中的公司中 当大股东实际控制管理层时 也存在如何保护中小股东不被“掠夺”问题。捷克的经验表明 在缺乏有效法律保护的情况下 大股东更容易控制公司并“掠夺”公司价值。Hellwig(1999) 指出了在公司外部所有权集中的德国和瑞士缺乏对小股东的足够保护。第三, 公司信誉机制也不可靠。在经济前景好时 公司可能善待投资者 但在经济前景不好时 公司可能置投资者不顾。第四 交叉上市可在一定程度上提高投资者保护水平 但不是所有的公司都会在国外上市, 因此交叉上市不能替代法律规则的变革。

3. 简评

契约论和法律论指出了投资者保护机制的不同方面, 两者相互补充。契约论存在以下几个问题。首先, 契约不完备。契约论隐含的一个假设是投资者有完备的信息, 可制定完善的契约。但在现实生活中, 由于信息不对称和不确定性, 投资者可能没有足够的信息来采取行动以及制定完备的契约。其次, 缺乏高效的司法体系。契约论隐含的另一个假设是有高效的司法体系能够执行产权和契约。但在现实生活中, 法庭也可能因资金或动力不足、缺乏相关经济知识甚至腐败而不能有效地发挥作用。在很多国家, 投资者并不能依靠法庭来执行契约。LLSV(1998 和 1999a) 发现在大陆法系的国家, 司法腐败程度和对契约执行的效率都不如普通法系国家和地区。第三, 恶意欺骗。如果没有法律制止和惩罚恶意欺骗、违约与明火执仗的“抢劫”行为, 仅靠签订契约也无法保护投资者利益。正是由于以上三方面原因, 必须有一个相关的法律规则框架, 制定详细规则(如信息披露标准), 提高公司透明度, 使投资者获得足够信息, 同时保证法庭有效运作。而且还有必要创建一个监管框架和强有力的监管机构来制定相关规则和执法。因此, 法律规则和执法是签订和执行契约的基础。

三、投资者保护：原则与制度

1. 目标与原则

投资者保护的最终目标是要维持投资者信心 实现公司价值最大化 促进资本积累、证券市场发展和经济增长。

投资者保护的原则包括：

第一 公平对待所有股东。

第二 在投资者保护和公司管理层相机抉择、公司效率以及其他利益相关

者利益之间取得合理平衡。

第三，建立保护投资者的法律规则（包括股东表决权制度、股东诉讼制度等）对投资者保护至关重要。

第四，建立强有力的证券执法机构，对侵害投资者利益的违规行为进行严格惩罚。

第五，建立严格的信息披露标准，提高公司运作透明度，保证公司信息完整准确地传递给投资者。

第六，建立对管理层和公司业绩的监督和评价机制。

2. 制度

投资者保护需要一系列制度安排。投资者保护制度的核心是要通过一整套正式的、非正式的规则，包括广泛接受的各种有关做法，建立一套涉及关键“行为人”（“Actors”）的激励与约束机制，使他们利益与投资者一致。投资者保护制度具体涵盖公司和社会两个层面。

（1）公司层面。在公司层面，相关制度安排要使代理成本最低，使代理人只有按照股东或公司最佳利益行事，才能实现最大限度的个人利益（货币收益与非货币收益）。公司层面的制度安排，主要涉及完善公司内部治理，清晰界定管理层和董事会的责权利，建立公司内部控制与监督机制，具体包括：

- 股东投票权和投票程序，包括诸如累积投票权和其他所谓的反对董事权利（Anti-Director Rights），这些对保护相对于控股股东和相对于管理层的少数股东的权利来说极为重要。

- 包括董事会和单个董事在内的公司董事的职责、权力和责任，如“独立”董事的界定，关于董事会构成以及审计、董事提名、董事及管理层报酬等董事会委员会的构成的要求等。

- 对公司内部人的自我交易的禁止，不管自我交易是借助于关联交易，还是通过“管道输送”或采取内幕交易的形式。

- 公司收购规则，即在发生公司购并和公司私有化（公司不再挂牌）时对小股东进行保护。

- 通过派生诉讼和集体诉讼，股东拥有对管理者和董事的法律求偿权。

（2）社会层面。从整个社会的角度来看，要在公司以外的相关层面建立相关制度使这些层面的“行为人”只有按照股东或公司最佳利益行事才能使个人利益最大化。

- 政治层面 要清晰界定的政商关系 政府应避免既是“裁判员”又是“运

动者”的利益冲突。

- 法律层面 要建立保护投资者权益的完善的法律体系 包括公司法、破产法、收购兼并法和证券法等。要制定关于公司股票与债券发行和交易的法规 包括关于证券发行人和诸如证券公司、会计师事务所、投资顾问等市场中介机构的职责和责任的法律。要明确投资者保护措施，主要是事前保护和事后救济两方面。事前保护措施有股东表决权制度 如累积投票制、代理权征集制、表决权限制等)新股发行的优先认购权等 事后的救济措施有派生诉讼、集体诉讼等。此外还应建立与股东诉讼相配套的个人信用制度、收入账户公开和个人破产制度。

- 司法层面 要有足够的政治独立性、足够的司法权、足够而不会导致过度延误的法律实施资源、能做出信息充分而又公正的判决的司法体系。

- 一 执法层面，建立依照证券法运用监督手段和法律实施手段而对公司证券的发行和交易进行监管的政府机构“证监会”。

- 自律层面，如证券交易所的上市规则，即公司证券容许在交易所挂牌和交易而必须达到的条件，证券交易所对上市公司的信息披露要求，投资者协会对投资者的保护等。其中信息披露尤为重要。美国、波兰和德国市场的成功经验表明，证券发行者必须有大量强制性的财务信息披露。信息的准确性，即使在股东无权据此采取诸如集体诉讼行动时，也对股东保护至为关键。关于信息披露的制度涉及，公司财务报告所依据的会计标准及其确定；外部审计及相应的审计机构的选择；以清晰、及时的方式公开披露各种有关信息，包括财务报表（分部的和合并的报表，董事和高层管理人员的报酬水平和奖励手段等）、关联交易、公司治理准则和其他有关的准则、法律、规章和自己公布的公司价值与目标的实施情况或未能实施的理由。

- 市场层面 如约束和激励管理层的公司控制权市场、经理人才市场和产品市场。

- 证券中介机构层面，主要是投资基金和大机构投资者的分析师 和会计师事务所和律师事务所的自律。股票分析师对公司客观价值进行持续性分

股票分析师大致可分为两类，第一类是职业股票分析师，由于他们是经纪公司雇员，而这些公司靠承销、推销股票挣钱，靠投资者买卖股票的佣金挣钱，因此这些证券分析师 (Security Analyst) 有明显的利益冲突，他们有把什么股票都说成“好股”的动机。习惯上，这些职业者在美国被称作“卖方分析师”(Sell-Side Analyst)。另一类是机构投资公司、基金管理公司和对冲基金公司的证券分析师与基金经理，以及为投资者和这些基金公司提供分析报告、但不靠股票交易本身挣钱的证券分析师，他们都被通称为“买方分析师”(Buy-Side Analyst) 显然，买方分析师有充分的激励和动机去对上市公司作客观的分析，因为他们的收入最终是靠其分析报告的准确度而决定 (陈志武 ,2002)。

析，会计师事务所对上市公司财务的审计，起到了监管上市公司和保护投资者的作用。为使中介机构充分发挥监督作用，还应在市场中引入卖空机制，为分析师和媒体监督公司提供一种激励机制，也即卖空机制存在可以使分析师通过追查企业欺诈行为，卖空股票获利。此外还要建立通过成员资格授予、信息共享、同业压力等界定并维持本行业执业标准的专业协会，如会计师协会、证券经纪商协会、公司董事协会等。

● 媒体层面，主要指媒体对公司可能的欺诈和侵害投资者的行为独立地进行分析、报导和揭露。

概言之，投资者保护制度，无论是在公司层面还是社会层面，主要涉及公司的监督和控制、信息披露和公司透明度这两大类，这些制度的着眼点在于最大限度地降低信息不对称程度和道德风险，实现激励相容，保证代理人利益与委托人的利益尽可能地一致，保护投资者利益。

投资者保护是一个系统化的工程，以上这些制度构成了投资者保护的完整机制，缺一不可。立法、执法和政府监管在很多国家是投资者保护改革成功的关键因素。但对政府监管而言，它的资源有限，必须依靠证券市场参与者（交易所、会计和律师中介机构、投资机构、媒体和投资者）公司内部和市场的监管，否则成本太高。如美国立法要求中介机构承担明晰会计准则和信息披露责任，而且美国证监会（SEC）的监管主要集中在这些相对较少的中介机构上。SEC也强调了中介的自律。因此，一旦会计业认识到对其服务需求在上升，它就成为一个独立的私人力量，以确保与信息披露的规则一致。结果，一个小委员会就能够管理一个资源相对较少的大市场。让私人中介参与法规的实施这一原则已都为德国和波兰等很多国家所采纳（LLSV,1999）。投资机构、媒体和市场对公司的监管通常更直接，甚至在事态刚刚发生或正在发生时就可产生效果。在众多的上市公司欺诈案中，如美国的安然（Enron）和中国

以波兰和捷克的证券法改革为例。在这两个转轨经济中，20世纪90年代初的司法一般都被认为是无效的。那时，波兰政府引进了一个严格的证券法，将注意力放在股东保护上。像美国证券法一样，波兰的法规主要关注由新证券发行商和已上市公司披露的重要信息，以及中介机构的执照和密切监管。该法律还建立了一个强大的证券交易委员会，它拥有重要的执行力量，不用依靠法庭。这次改革使得波兰股票市场有了显著发展，新上市和已上市公司在市场上的股票都增加了。相反，捷克政府在私有化的过程中，既没有选择颁布严厉的证券法，也没有创立一个强有力的市场监管者。可能正因为如此，捷克的市场为大量的小股东权利被剥夺所困扰，资产从公司和共同基金中流失。与波兰市场相比，捷克的市场停滞了，成百家公司离开股市并且没有进行实质性的上市证券融资（Coffee,1999；Glaeser,Johnson和Shleifer,2000）。对波兰和捷克的比较特别有启发意义，因为这两个国家的收入和经济政策都大致相似。在这种环境下，波兰对股票市场和上市公司的监管集中在投资者保护上，发挥了非常有益的作用（LLSV,1999）。