

1. 导 论

1.1 研究主旨与研究路线

1.1.1 问题的提出

投资者是证券市场的主体，保护投资者的合法权益是世界各国《证券法》的立法宗旨，也是证券监管工作的首要任务。大量理论与实证研究表明，投资者保护是证券市场能否持续健康发展的关键因素，因而是世界各国证券市场发展中无法回避的重要课题。一国或地区投资者保护越好，投资者就越有信心，从而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。

然而，全球证券市场发展的历史与现实表明，证券市场上长期存在着形形色色的欺诈现象，中小投资者权益因此而遭受严重损害成为一种常态。早在 18 世纪初，证券市场尚处于萌芽阶段的英国发生了严重损害投资者权益的“南海事件”；2001 年，使大量中小投资者蒙受惨重损失的“安然事件”和“世通事件”更是表明，即使证券市场发展已经相当成熟如美国，对中小投资者的侵权行为也是普遍存在的。新兴证券市场上，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，证券市场发展时日虽短，但损害投资者权益的严重程度与其他国

家相较有过之而无不及“，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基本信心。

上述诸多欺诈事件的直接后果是损害了证券市场的统一性，扭曲价格并破坏市场发现价格的功能 严重损害投资者权益 破坏市场的公平性（欺诈者的超额利润大部分源于其他投资者的损失或成本）最终削弱市场信心 而市场信心对保持市场流动性和效率至关重要。监管者如果认识不到甚或漠视投资者保护问题的重要性 不能有效制止市场上非法行为对投资者的损害 将严重挫伤其信心进而退出市场 对资本市场的健康发展造成不良影响 甚至破坏其健康存在之基础。令人欣慰的是 大多数国家或地区的学者与政府官员基本形成这样一种共识：保护投资者利益并维护其长期投资信心是促进资本有效形成和配置，实现证券市场和国民经济持续健康发展的必要条件。国际证监会组织 *IOSCO* 更是将投资者保护列为证券监管的首要目标。因为投资者对市场的长期信心与资本形成之间存在某种正相关关系，缺乏对投资者的有力保护会使其丧失信心 证券市场将失去正常运转的基础 整体经济也将受到严重影响，市场为得到这一经验性结论付出了沉重的历史代价。

在西方国家相对成熟的证券市场上，对证券监管与投资者保护的理论研究正在逐步完善和深入，已经形成了比较完备的制度体系 以 *Stigler* 为代表的对证券监管的研究 以 *Jensen* 和 *Meckling* 为代表的公司治理研究 以及近年颇为活跃的 *La Porta*、*Shleifer* 和 *Vishny* 等学者对全球范围投资者保护理论的研究更成为证券市场研究的热点。与此同时 实务中的行政监管也在不遗余力地强化着对投资者利益的维护 美国 *SEC* 更是成为国际证券界行政监管的典范。相对于国外成熟市场而言 我国证券市场尚处成长初期 市场信心非常脆弱 因此 强化对证券市场违规交易的有序监管 严

厉打击证券欺诈行为 切实保护投资者合法权益不受侵害 更具有特别的迫切性和制度建设意义。

我们对证券市场上投资者保护和监管的理论研究尚处起步阶段，对于投资者保护在证券市场发展中的重要性乃至对国民经济的影响是否充分认识也还是不容乐观。本书的写作正是基于这一现实背景，试图在理论和实践上对这一问题做出一些有益探讨。

1.1.2 研究路线与方法

本书在写作中遵循的一个基本逻辑是：监管理论对于实务中是否需要监管及如何监管具有很重要的影响与指导性；不同的证券监理论会催生不同的监管结构与体制，而不同的监管结构对投资者的保护在效果上存在重大差异 在某一既定监管结构中 如何实施监管以求最大限度地实现投资者保护宗旨，需要在理论上充分认识投资者保护的重要性，避免监管不足的同时也应防止过度监管对投资者可能造成损害；在认识清晰的情况下，就特定期间、特定市场中损及投资者合法权益的违规违法交易 进行针对性 的事前预警和事后稽查与惩处；投资者保护需要有法律的基本支持 监管、稽查与惩处的效果在很大程度上取决于其时立法、司法的基本价值取向及其执行情况。

循此路线 本书采用理论探索与实践运用相结合的研究方式，理论分析与数据实证分析相结合的研究范式，对证券监管与投资者保护的各相关主题，在阐述国内外学术界理论研究和经验分析的基础上 结合中国的实际情况展开具体分析。研究方法基本以传统研究框架为基础 即 提出问题——文献综述——理论模型）分析——实证检验——结论与建议。

1.2 若干基本概念的界定

可靠的理论分析必须建立在对基本概念与相关问题的正确界定和理解之上。欺诈、监管、投资者保护是本书的关键词，为了减少歧义，更清楚地表述我们的理论与观点，有必要对三个概念及相关问题做一梳理性说明，并指明本书使用时的特定内涵。

1.2.1 投资者保护

投资者涵义之界定

实务中，投资者系指投入现金购买某种资产以期获取利益或利润的自然人和法人，其投资行为包括购买公司股份或基金、购买债券或以获利为目的放贷、以获利为目的存款、以获取收益为目的购置房产、贵金属、甚至邮票、字画和文物等。一般意义上通常指企业的借贷人（债权人）和上市公司的股东。

理论界对投资者的定义随着现代公司理论的发展而呈现出多变趋势。*Jensen & Meckling* (1976) 认为公司是一个由物质资本所有者、人力资本所有者及债权人等相关关系人组成的契约型组织^①。因此公司治理结构可以理解为股东、债权人、职工等利害关系人组成的契约组织。无论是股东、债权人或是职工，他们均对公司的营运投入了资产，并且这些资产的价值还依赖于其他相关的资产，任何一方的随意退出或机会主义行为均可以使其他方的利益蒙受损失。由此可见，同实务相较，在新的公司概念范畴内，投资

青木昌彦等：《经济体制的比较制度分析》，魏加宁等译，中国发展出版社1999年版，第175页。

者概念的内涵得到了扩展。

本书讨论的主题是证券监管与投资者保护的关系，以及如何通过对证券市场上欺诈行为的监管，有效保护投资者的利益不受侵害。证券交易实务中 欺诈行为的实施者一般是拥有资金优势和信息优势的机构 包括证券公司、基金、上市公司和控股股东等。与此相应，权益容易遭受侵害而需要保护的则是处于弱势地位的中小股东^①。因而 本书所称之‘投资者’较上述投资者内涵要狭隘得多 特指那些参与证券交易 但身处弱势地位、投资权益易受侵害的中小股东，从而将债权人及控股股东等剔除在投资者定义之外。

将债权人与控股股东排除在外，是基于是否需要给予额外保护的考虑。事实上 做这样的处理也有法律上的考虑。我国《公司法》里有一个突出的矛盾 即应该更多地强调保护股东的利益 还是应该特别注意保护债权人的利益，具体表现在公司清算终止后的法律处理上：公司法人资格的终止是清算后还是吊销营业执照后 按《公司法》 清算后才终止了它的法人资格 按照国家工商行政管理总局的概念 只要吊销了营业执照 即取消了公司的法人资格 然后再进行清算。对公司清算和终止的不同处理 反映了股东利益与债权人利益存在严重冲突的现实。本书无意、亦无力解决这一现实问题 故在论及投资者保护时 并不涉及对债权人的保护。

另外 关于中小 投资者利益与大股东利益的冲突问题 也存在法律上的矛盾。《公司法》和《证券法》明确规定 股东大会有权决定公司的包括合并、分立和重组等的权限。如果股东会合法召开（不仅程序合法 而且实质内容也合法），任何中小股东也没能按照公司法第 111 条 认为股东大会的决议违法 或者董事会的决议

从公司治理的角度看，中小股东的弱势地位源于其与控股股东等优势机构之间信息不对称、搭便车及持股比例小等因素。

违法 从而侵犯了他的利益。在这种情况下应该如何保护中小股东的利益呢？有鉴于此，本书并不认为控股股东是需要保护的投资者 相反 将其视为实施证券欺诈行为的主体之一。

投资者保护 概念及内容

依国际证监会组织（*IOSCO*）的定义，投资者保护（*Investor Protection*）是指投资者应当受到保护以免被误导、操纵或者被欺诈，包括内幕交易（*Inside Trade*）、插队交易（*Front Running or Trading Ahead of Customers*）和滥用客户资产（*Misuse of Client Assets*）等。考虑到本书讨论的主题 我们将投资者保护理解为 由国家立法机关、司法机关、行政机关或其授权的监管机构 以及自律型监管组织等 通过法律、法规、行政或者自律手段对投资者的合法权益进行保护，使投资者能够在证券市场中公平地获得相关信息和投资机会，免于受到公司控股股东和内部人等拥有资金优势和信息优势的机构欺诈行为的伤害，以及过度监管和不当监管所带来的侵害和损害，同时有效降低投资者的投资风险的监管行为。

作为一种监管行为，我国证券市场中的投资者保护主要针对以下方面：

公司控股股东或内部人对中小投资者的侵害 世界各国证券市场发展过程中，都或多或少地存在公司控股股东和内部人对外部中小投资者权益侵害的现象，如控股股东和内部人将公司的利润或者现金流转移 不按照市场价格实施资产置换 在企业管理职位上任人唯亲 建立自己的权利帝国 过高地支付管理者报酬等。从这个意义上说 公司治理在很大程度上是监管者实现外部投资者权利免受内部人侵犯的一套机制（*La Porta*等，1999b）。

证券欺诈行为对投资者的损害 在证券市场中，上市公司

与投资者之间、具有资金优势和信息优势的投资者与其他投资者之间、证券中介机构与投资者之间存在着信息不对称。虽然信息披露可以减轻信息不对称的程度，但真正完全、及时、充分地进行信息披露，在实践中很难做到。信息不对称的存在使得虚假陈述、欺诈客户、内幕交易与市场操纵成为可能。这些行为都会损害投资者的利益，如何避免这些损害成为投资者保护的重要内容。

证券经营机构对投资者利益的侵害 投资者欲进行证券交易只能通过证券经营机构进行，因此投资者必定要与证券经营机构，如证券公司直接发生委托代理关系。由于监管措施不当、信息不对称性等多种因素，投资者一般处于相对不利的地位，有可能发生证券经营机构侵犯客户利益的现象，比如证券商挪用客户资金，不优先处理客户交易指令，或者由于经营机构自身的经营风险带来对客户不能清偿等问题。

过度监管、不当监管对投资者的损害 监管者在实现社会福利最大化时存在着信息不完全和信息不对称问题，监管者也不可能知道真实的、确定的社会福利函数以及政策制定技巧，或者说，社会福利函数的确定和政策制定技巧的获得是有成本的。再者，监管机构本身的影响和重要程度都直接和产业重要程度、机构规模、预算规模以及机构中高层职位薪金等有关，而且监管机构的收入或经费也是被监管产业重要程度的函数，这样就有可能出现过度监管。此外，如“俘获”理论所表述的，不同的利益集团支配了整个监管过程，并最终使得监管机构适应他们的需要。故而，证券监管政策对投资者而言，并非必然适当且能保护其利益，事实上大量存在过度监管和不当监管的现象。

1.2.2 证券欺诈的法律涵义

由于信息不对称的客观存在，证券欺诈 (*Securities Fraud*) 行为自证券市场诞生之时即长伴不断，以至世界各国证券市场都有

一个共性特质，那就是“形形色色的证券欺诈始终是五彩缤纷的证券市场的共生物”^①。我国证券市场上著名如银广夏案、红光实业案等证券欺诈事件从来就不曾中断过而且随新技术的发展欺诈手法演绎翻新更趋隐蔽性和危害性。

一般意义上，通常将相关机构或个人在证券发行与交易活动中，采取欺骗性手段诱使投资者买卖证券或做出其他违背其真实意愿并损害其权益的行为称之为证券欺诈。但作为民事欺诈的一种具体形态，法律给予证券欺诈的界定对于投资者合法权益的保护更具重要意义。

但令人遗憾的是，我国现有证券法规对证券欺诈的界定并不十分科学明确。国务院证券委员会于1993年8月发布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》认定内幕交易、操纵市场、欺诈客户和虚假陈述等为证券欺诈行为；而后由全国人大常委会颁布的《证券法》第5条规定：“证券发行、交易活动必须遵守法律、行政法规；禁止欺诈、内幕交易和操纵证券交易市场的行为。”证券欺诈因而与内幕交易和操纵市场相并列，成为一种特定的证券交易禁止行为，《证券法》第72、73条则从形态上对证券欺诈做了具体界定，包括编造并传播证券交易虚假信息行为、虚假陈述和信息误导行为及欺诈客户行为等。欺诈的主体则在第72条第1款中规定的是国家工作人员、新闻传播媒介从业人员和其他有关人员故意编造传播虚假信息的欺诈行为第72条第2款规定的是证券业有关机构及其工作人员和证券管理部门及其工作人员的欺诈行为第73

宋一欣：《充分利用民事诉讼法律机制建立证券市场民事赔偿制度》，北大法律信息网，2001年9月26日。<http://www.chinalaw.com.cn>。

《禁止证券欺诈行为暂行办法》第二条：“本办法所称证券欺诈行为包括证券发行、交易及相关活动中的内幕交易、操纵市场、欺诈客户、虚假陈述等行为。”

条规定的是证券公司及其从业人员实施的欺诈行为。应该说我国《证券法》将“证券欺诈”与“内幕交易”和“操纵市场”行为并列并不十分恰当。仔细分析内幕交易行为与股价操纵行为的表现，会发现两者都离不开欺诈。因此就性质而言，两者本身就是欺诈性行为的具体表现。

本书重点讨论了证券欺诈行为对投资者权益的侵害，认为内幕交易、操纵市场、欺诈客户和虚假陈述等行为均对中小投资者的合法权益构成了侵害。故于行文中引用“证券欺诈”概念时以《禁止证券欺诈行为暂行办法》中的界定为准。同时认为《证券法》的有关规定是对“暂行办法”中没有涉及的一些欺诈行为的补充。如国家工作人员、新闻传播媒介从业人员和有关人员故意编造传播虚假信息的欺诈行为，发行人及有关机构和人员的证券欺诈行为等。至于证券欺诈的具体内容如内幕交易、操纵市场等将在本书的相应章节予以详尽分析说明。

1.2.3 证券监管

综观各国证券市场的历史轨迹和现状，可以发现政府对于证券市场的监管活动在任何体制背景的国度中都是证券经济及其市场运行的主要组成部分，亦即各国证券市场上无一例外地存在明显的政府管制。反映在理论上，证券经济和证券市场的特殊性使得证券监管几乎成为最少争议的管制范畴：“在所有对经济活动的公共管制中，最受赞扬的也许要属证券交易委员会对证券市场的管制了”^②

一般认为，所谓证券监管不过是政府管制在证券经济和证券

① 指美国证券交易委员会 (Securities and Exchange Commission, SEC)。

② George Stigler: *Public Regulation of Securities Markets*, Journal of Business of the University of Chicago, 37, No. 2 (April 1964).

市场上的运用而已。然而，纵观证券市场中政府行为及其干预痕迹，不难发现政府对证券市场的管制远非一般意义上的公共管制，“证券监管”具有更为丰富的内涵和更为广阔的外延，以至于在海内外各类文献辞典中很难看到对于“证券监管 (*Securities Regulation*)”的精确的经济学界定。在本书中，证券监管被看作是对侵害投资者权益的各类证券欺诈行为的发现与惩处，可定义为：政府监管部门以矫正和改善证券市场内在问题（市场失灵）保护投资者合法权益为目的，政府及监管部门通过法律、经济和行政手段对参与证券市场各类活动的市场主体的违规行为（股价操纵、内幕交易等）进行的监督约束和稽查惩处。

需要说明的是，本书所论之证券监管虽系以保护投资者合法权益为宗旨，但只强调其弥补市场固有之缺陷，杜绝违规交易行为的存在与泛滥，而非以政府行为替代市场机制。对参与证券交易的各类投资者，监管者并不阻止其做出坏的投资决策，只是通过对证券公司及相关人员施加信息披露的强制性义务，要求他们将真实的、全面的、及时、准确的信息传递给投资者，使投资者能够基于真实可靠的信息，自由做出投资与否的决定，从而避免被虚假的、欺诈性的信息所欺骗。

1.3 主要内容与结构安排

本书内容共计七部分，对证券监管与投资者保护问题进行了论证说明，具体结构安排如下：

导论部分，就本书的研究方法、技术路线及贯穿始终的若干重要概念做出界定与说明。

证券监管及其经济学分析。在阐述相关监管理论的基础上，对证券监管进行理论分析。证券监管的必要性源于市场失灵的普遍存在，而监管的根本目标则在于保护投资者权益不受损害，维护其

对市场的永久信心，并深入讨论了实现此目标所应遵守之基本原则、可资采用的监管手段等问题。本章还考察了新兴国家地区证券市场监管的特殊性，在讨论监管制度优化选择的基础上，提出了新兴市场政府监管的基本理念、功能。

证券监管结构模式与选择。讨论了监管结构的基本逻辑功能及其演化历史，分析了不同监管结构对于投资者保护的不同效果，提出一个对投资者利益保护良好的证券监管结构应该是，在横向上由更为独立的证券主管机关作为他律监管主体，在纵向上实行他律和自律的合理分工和有效配合，同时降低地方政府对证券监管的参与程度。

证券监管与投资者保护。全面分析投资者保护问题的渊源、必要性及其相关理论基础，提出实施有效监管对于投资者保护的重大现实意义，同时也讨论了过度监管问题，认为监管不足可能无法有效保护投资者利益，监管过度也可能对投资者造成严重损害。

证券欺诈——基于投资者保护的监管标的。投资者保护是一项全面而复杂的系统工程，但在目前情况下，乃至未来相当长一段时期内，对投资者造成伤害的无疑是各类证券欺诈事件，因此强化对证券欺诈的监管当是投资者保护的有效途径之一。在厘清证券欺诈法律界定的基础上，本章重点分析了对投资者保护影响更大、对市场运行机制破坏也最为严重的股价操纵与内幕交易，分析其存在机理及可能的判别方法。

中国证券市场上的欺诈与监管。分析了我国证券市场上广泛存在的股价操纵与内幕交易问题，以实证数据为基础，讨论其可能的存在形式与特征，进而提出监管者应采取的针对性管制措施，即在事前进行严密的预警监察，事后则施行严厉的稽查监管与惩处，并讨论了可能的预警监察指标和稽查监管方式。

投资者保护的视角。投资者权益保护无法避开法律的基础性作用，正是在拥有相对完善的投资者保护法律体系的国家或

地区 才有实质性的投资者保护机制与措施。迄今为止 我们的投资者保护立法与司法现状均不能适应市场的实际需要，投资者保护问题因法律缺位或错位而日益突出和尖锐。本章就此问题进行了有益的讨论。

2. 证券监管及其经济学分析

2.1 证券监管概述

在现代经济中 监管 *Regulation* 始终处于毁誉参半、褒贬不一的尴尬境况。在发达国家 尽管监管本身可能涉及到很高的执行成本和较大的效率损失，但由于自然垄断(*Natural Monopoly*)^①、外部性 (*Externalities*)^②或内部化 (*Internalization*) 所引起的市场失灵 *Market Failure* 现象普遍存在 因此 即便对监管持极端反对态度的新自由主义经济学者如斯蒂格勒也表示：“容许任何有关的个人或团体一并发来参与监管的执行。”而在发展中国家 由于市场的缺失或不健全 监管显得更为重要。证券市场作为国民经济的市场核心和枢纽 存在相当严重的不完全性和脆弱性 从而自然成为各国政府监管行为最为丛生密集、监管措施最为严厉、也最为制度化的领域。

自然垄断是指由于成本函数有次可加性 (*Subadditivity*) 单个企业比多个企业具有更低的生产成本。(Baumol, Baily, Willig, 1977)

外部性是指经济主体的行为不以市场为媒介而间接地对其他经济主体所产生的附加效应。

内部化是指两个经济主体在市场交易过程中发生的成本或收益超出双方事先约定之限度，其主因在于信息的不对称。

2.1.1 市场失灵与监管必要性

证券监管的定义与范畴

通常意义上的管制 *Regulation* 是指依据一定的规则对构成特定社会之个人和构成特定经济之经济主体活动进行限制的行为。进行管制的主体包括私人和社会公共机构两种形式。经济学意义上的管制主要指后者。政府管制则是由政府对私人经济部门（厂商和家庭）的某些活动进行限制或规定，带有浓厚的产业政策倾向。潘振民分析美国的政府管制（*Government Regulation*）或称公共管制（*Public Regulation*）是政府在微观层面对经济的干预，可分作经济的（如反托拉斯法）对某些部门的价格管制和社会的（如环境保护）两大类。萨缪尔森则指出，管制由政府发布的用以控制价格、销售或厂商生产决定的规定和法律组成。从而，管制（*Regulation*）是指那些为防止有损于“公共利益”的私人决策而通过公开方式以控制厂商的价格、销售和生产决定的政府行为^②。

作为政府管制的一种，相较其他经济管制，证券监管更具明确的目标性和人文关怀色彩。考察世界各国证券监管的相关法律法规，可以发现，其监管之明确目标在于严厉打击证券市场上的违法违规交易，以求保护投资者的合法权益不受侵害，从而维护其对证券市场的长期信心。证券监管的人文关怀色彩则表现在，其目的不同于产业管制对经济效率的重视，而是立足于对证券市场上最弱

潘振民：《产业组织和政府管制》译者前言，上海三联书店，上海人民出版社 1996 年第 1 版，第 2 页。

② Stephew Breyer and Paul W. Macvov: *New Palgraw Dictionary*, P. 128

势群体利益的维护^①。之所以出现这种别具一格的管制特色，一个很重要的原因在于，证券市场不同于由厂商和消费者所组成的一般产品市场，而是一个金融的公开市场，由多方不同的利益主体如上市公司、投资者、金融中介机构、自律管理机构（如证券交易所等）和政府监管部门等共同构成。这其中，维系市场正常运转和健康发展的基础则是投资者对未来市场的信心。如此，这个市场的任何运行及其变动都会敏感地触及国民经济的每一根神经末梢，对于整个经济、金融、政治乃至社会（包括国际社会）产生普通产品市场不可企及的影响力。在这个极其复杂的多方博弈世界中，政府不仅需要制约证券市场中的垄断和不公平竞争行为，而且需要应对由自然垄断和信息非对称所导致的市场失灵问题，不仅需要从证券业的角度针对作为证券交易中介的金融机构实施微观的行业管制，而且需要从维护市场稳定和借助证券市场实现其整体经济目标出发实施对证券市场的宏观调控和管理。更有甚者，一个新兴市场（尤其是转轨经济）中的政府还需要承担起创造、培育乃至完善整个证券市场机制的职责。因此，证券监管的概念必然，也必须具备以维护市场健康发展之基础的内涵与特色。

基于上述分析，证券监管应定义为：以保护投资者合法权益为宗旨，以矫正和改善证券市场的内在问题（市场失灵）为目的，政府及其监管部门通过法律、经济、行政等手段对参与证券市场各类活动的各类主体的行为所进行的引导、干预和管制。本书强调的是，任何对投资者合法权益的侵害行为（如股价操纵、证券欺诈、内幕交易等）均应毫无争议地成为监管对象，并对其进行事前、有效的预警和事后的严厉惩处，切实杜绝各类机构或个人以其拥有之信息优势和资金优势对中小投资者的剥夺与伤害。这一证券监管概

尽管各国在监督的执法力度与效果方面存在较大差距，但其立法初衷并无大的差异。

念既是以一般的管制概念为基础 又具有与之相区别的特殊意义，从而界定了本书研究证券监管问题的内容和范畴。

需要指出的是，虽然本书在有关证券监管的定义及其后的研究内容中明确作为公共机构的政府及其监管部门是组织和实施证券监管活动的主体 也认为本书所提出之监管与惩处措施 能否成功运用并维护中小投资者的合法权益，在很大程度上取决于上述组织作用的发挥。但实践证明 在证券市场发展过程中 尤其在早期阶段 可能出现另一种垄断 即证券交易所等自律管理机构处于自然垄断地位，这种垄断地位往往会派生出系列不利于市场公平和效率的负面影响 进而影响到其正常监管职责的发挥。因此 这类机构或组织自身亦为政府监管之对象，本书的论述也将涉及这一内容 与本节的有关定义并无冲突之处。

证券市场功能及其基础

证券市场是以融通长期资金（通常指一年以上）为目的之有价证券发行与交易关系的总和。证券是资金供需双方融通资金的媒介和资金的载体 本书的定义侧重于其最主要的部分——股票市场。从某种意义上说 高质量的证券可以创造高质量的市场 高质量的市场则能引导经济向最好的方向成长。证券监管的最终目标，就是要通过证券市场功能的实现，使之裨益于整体经济的发展。而证券监管的现实目标 将定位于如何能够促使证券市场的各项功能得到最有效的、最大限度的发挥。据此 对证券市场功能及其内在机理的分析将构成监管问题研究的前奏。从股份制企业到证券市场的产生及其运作机理来看，证券市场应具备如下基本功能。

资源配置从理论上讲，由证券场所实现的所有权在直接市场上的交换本质上就是资源的配置与再配置，这一功能具有

两个层面的含义：一是融资功能或资本集中功能，即证券市场在社会金融体系中，通过在投资者和融资者之间架设直接的通道，实现储蓄投资的成功转化，并低成本地促进社会闲置资金向生产投资领域转移。而证券作为名义资本的特性——在一级市场上的产权分割和二级市场上产权的不间断复合使短期资金沉淀为稳定的长期投资，增强了生产的连续性。因此，证券市场有利于资本的积聚、流动和集中，为市场经济条件下企业的生产和扩大创造了条件，从而促进社会经济的不断发展；二是优化资源配置功能或提高资源配置效率功能。正是资金这种经济资源的相对稀缺性，使得实际的和潜在的筹资者在筹资时存在着直接的和间接的竞争关系，其结果是只有那些经营良好的筹资者方能从证券市场上不断筹集到资金。这一根源于投资者自利动机的市场调节机制通过代表收益率或利息率的证券价格的波动，引导资金流向能够提供高收益或高利率的筹资者，即促使资金有效地由低效益的部门向高效益的部门流动，而流动的本质正是资源或生产要素的优化配置过程。进一步看，基于证券市场公开信息的大量投资者的共同判断，使得投资决策的成本得以降低，决策的准确性和及时性得以提高，从而促使投资结构得以优化，进而优化产业结构和整个经济结构。因此，运作良好的证券市场较准确地反映资金供需结构的变动，从而引导资金合理流动，促进社会经济协调增长。

分散风险促并有效投资 从投资者的角度，证券市场的存在为其提供了将储蓄直接转化为投资的有效渠道，使得个人闲置资金再无须通过金融中介进入生产领域，而使直接投资成为可能，极大地丰富了资金持有者的选择余地，使之通过各类有价证券的买卖成为直接的投资者，建立起同企业之间直接的经济利益关系。欧文·费雪 I - Fisher 在本世纪初讨论了资本市场中的储蓄和投资行为，指出人们的投资行为具有“现时财货优于将来财货的边际偏好”，其投资行为受到“时间偏好”的影响，总是希望现在