



中小投资者保护的中国实践：创新、成效与企盼

钟 腾

摘 要 保护投资者尤其是中小投资者权益，既牵系亿万家庭的切身利益，也关系资本市场的长远发展，是推动高质量发展与共同富裕的应有之意。中证中小投资者服务中心（简称投服中心）作为具有中国特色的中小投资者保护机构，是我国在中小投资者保护方面一项重要制度创新，围绕持股行权、纠纷调解、提供法律服务、投资者教育四大功能，切实维护了中小投资者的合法权益。结合最新学术研究成果，本文分析了投服中心保护中小投资者利益的主要机制，即作为监管型小股东积极行权改善公司治理、作为诉讼代表人降低中小投资者的维权成本，并从继续完善相关立法、简化特别代表人诉讼启动程序、提高投资者金融素养等方面给出政策建议。

关键词 中小投资者保护 投服中心 特别代表人诉讼 股东积极主义

一、中小投资者保护对于资本市场健康发展的重要性

党中央、国务院一向高度重视资本市场的平稳健康发展。近期股市出现波动，投资者对于资本市场“重融资轻投资”的争论较多。对此，证监会副主席王建军在接受媒体采访时强调^①，“保护投资者特别是中小投资者的合法权益是证监会的法定职责……是监管工作政治性、人民性的直接体现”，“牢固树立以投资者为本的理念，始终把保护投资者特别是中小投资者合法权益作为工作的重中之重”，这体现出监管层对于投资者保护工作的高度重视和加强中小投资者保护的深刻决心。

完善的投资者保护是资本市场健康发展的基石 (La Porta et al., 1997 ; 2000)。

资本市场的运行与发展，离不开投资者的参与，在我国资本市场中，中小投资者更是主力军之一。根据上海证券交易所（以下简称上交所）发布的《上海证券交易所统计年鉴(2023卷)》，截至2022年底，自然人投资者的持股总市值占比约为23.2%，略高于专业机构的持股总市值占比(21.7%)；自然人投资者A股开户总数约为3.2亿，其中持股市值在50万元以下的中小投资者占比达80.2%。因此，无论从数量还是资金规模来看，中小投资者在我国资本市场的发展中起到了重要作用，中小投资者的保护工作不仅关乎资本市场的健康发展，更关系亿万家庭的切身利益。只有广大投资者有切实的获得感，资本市场发展才能根基牢固、行稳致远，真正做

钟腾，对外经济贸易大学中国金融学院副教授、博士生导师。

① 建设以投资者为本的资本市场 中国证监会副主席王建军接受媒体采访[EB/OL].(2024-1-24).http://www.xinhuanet.com/mrdx/2024-01/25/c_1310761978.htm.



到市场稳定、信心坚定。

从市场风格来看，A股呈现“散户主体、机构主导”的特征，即散户人数和持股市值虽大，但以公募基金为主的专业机构主导了市场走势。专业知识的匮乏、资金的充裕，使广大中小投资者成为资本市场的弱势群体，甚至成为各机构乃至上市公司“狩猎”的对象，后者通过虚假陈述、内幕交易、操纵市场等手段，将投资者的财富转移到自己手中。2020—2022年，证券违规处罚案件每年都有多达600~700余起，其中内幕交易、操纵市场、违法信息披露与中介机构未勤勉尽责这四类案件总数占违规案件总数的80%以上（表1），具有充分的代表性。考虑到证券违规行为被发现概率低且取证困难，被监管机构处罚的只占少数，中小投资者的利益极易受损。当中小投资者的利益遭到侵害想要维权时，等待他们的却是高昂的维权成本、繁琐的维权程序，无奈之下只能选择放弃甚至黯然退场。因此，规范上市公司以及中介机构的行为，降低投资者的维权成本，鼓励中小投资者通过法律手段积极维权，在合法权益受损时能获得及时的救济，对于资本市场的平稳健康发展来说迫在眉睫。

表1 2020—2022年证券违规处罚案件总数及处罚类型分布统计

时间	违规案件总数	内幕交易案件数量	操纵市场案件数量	信息披露违法案件数量	中介机构未勤勉尽责案件数量
2020	740	—	—	—	—
2021	609	201	110	163	39
2022	603	170	78	203	44

数据来源：证监会官网。

二、投资者保护制度的横向比较和纵向发展

（一）投资者保护制度的中外对比

我国作为转型经济国家，资本市场发展历程较短，在投资者保护制度方面还处于积极构建的阶段，其他国家和地区的许多措施或可值得我国在发展资本市场过程中予以借鉴。

首先是以信息披露为核心的监管模式。美国自从1933年《证券交易法》颁布开始确立州政府和联邦政府的双重注册制监管体系后，便一直采取强制信息披露以防止欺诈、市场操纵和内幕交易的监管模式。而只依靠信息披露会面临上市公司故意隐瞒、操纵事实，无法有效地保护投资者利益，因此在后来的发展中又逐渐加入了严厉的事后惩处作为补充。我国启动注册制改革之前主要采取核准制，证券监管机构对上市企业进行严格的实质性审查，从而帮助投资者筛选合格上市企业，保护投资者利益，并没有将信息披露置于监管的核心位置；注册制全面推广之后，对信息披露的重视程度也越来越高，对于证券欺诈发行和虚假陈述的处罚力度也有所增加。

投资者适当性管理制度是对投资者权益的最基本保护，其核心是使投资者的投资能力、风险承受能力等与金融产品相匹配。投资者适当性制度最早在1938年起源于美国，而后在欧洲资本市场中发展。欧盟在2012年制定了《金融工具市场指令》的最终报告，使投资者适当性制度在欧盟范围内得到了统一（蔺捷，2013）。我国在2019年第二次修改的《证券法》将投资者适当性制度正式列入，目前已得到了较快



的推广。

通过股东投票制度积极参与公司治理也是保护中小投资者的重要途径。股东投票制度在欧美等成熟资本市场中已经较为完善，包含具有约束力的投票制度和不具有约束力的投票制度（Armsrtong et al., 2013）。然而我国中小投资者投票制度的发展还具有一定局限，源于中小股东在识别、获取和判断信息方面能力不足（郑国坚等，2021）。孔东民和刘莎莎（2017）也持类似观点，在赋予中小投资者参与公司治理权利的同时，必须提升投资者保护，否则可能会引致适得其反的效果。

在防范和处置证券投资机构风险方面，美国设有证券投资者保护公司（Securities Investors Protection Corporation，简称 SIPC），专门在经纪-自营商破产情形下为投资者进行兜底。SIPC 的设立是依据 1970 年美国颁布的《证券投资者保护法》，属于联邦政府授权的非营利性的成员出资的公司，并要求大多数在美国注册的经纪-自营商成为会员。SIPC 的目的是在投资公司破产清算期间加快追回和归还丢失的客户现金和资产。SIPC 的资金来源于证券经纪商等会员机构缴纳的会费所形成的投资者保护基金，该基金一般投资于美国政府债券并通过利息收入增值。类似地，中国证券投资者保护基金成立于 2005 年，是由国务院出资设立，归口中国证监会管理的国有独资企业，其核心任务是防范化解金融风险、保护投资者合法权益。

通过股东诉讼进行维权是投资者约束公司内部人的有效手段，但中小投资者往往存在“集体行动困境”。在股东诉讼方面，美国的证券集团诉讼制度发展较为成熟，普遍采纳“胜诉酬金制”，优厚的胜诉酬

金激励着专业律师积极搜寻诉讼目标，成功克服了股东诉讼的“集体行动困境”（郭雳，2009）。诉讼制度的建立受到一国政治、法律、社会、文化等因素的影响（Lin，2007）。由于诉讼文化和执法体系的差异，我国在现阶段缺少直接移植美国式证券集团诉讼制度的土壤，因此需要探索适合我国国情的诉讼模式，以增强私人诉讼在投资者保护中的作用（辛宇等，2020）。

近些年来，投资者保护公益组织逐渐进入公众视野，在中小投资者保护中发挥重要作用。比较典型的有日本股东权益监督组织（Kabunushi Ombudsman）、韩国参与式民主人民团结会（People's Solidarity for Participatory Democracy）、马来西亚少数股东监察小组（Minority Shareholder Watchdog Group）等，这些都属于能够提起股东代表诉讼的公益性组织，但监管属性相对较弱，诉讼资源和诉讼范围的限制影响实际的行权效果。相比于其他国家和地区普遍采用的独立公益组织，我国从 2014 年开始设立的中证中小投资者服务中心（简称投服中心）具有监管机构背书，同时具有监管属性和公益属性，这种半监管半公益性质可以显著提高中小投资者保护水平，并且投服中心可以降低大股东和中小股东之间的信息不对称，带动中小股东积极参与公司治理（郑国坚等，2021），是具有中国特色的投资者保护制度创新。

考虑我国资本市场的特点，如机构投资者参与不足、中小投资者诉讼困境、赔付机制薄弱等（辛宇等，2020），国外已有的投资者保护制度有可能在我国水土不服，因此需要结合具体国情进行投资者保护制度的借鉴和创新。



（二）中国投资者保护制度历程

我国从 90 年代初资本市场成立以来，对于投资者保护制度不断探索，在制度规则上不断进行完善，积累了不少宝贵经验。何慧华等（2022）对我国中小股东参与公司治理的实践安排及相关文献进行了详细介绍，本文在其基础上按照时间脉络提炼总结^①。我国在资本市场建立之后不久，1994 年开始实施的《公司法》就对一股一票、委托投票权、征集投票权、临时股东大会召集权和提案权等基本股东权利进行了规定，但是由于我国上市公司股权结构高度集中，且部分终极控制人采用金字塔结构或交叉持股方式增强控制权，导致两权分离，“一股独大”现象非常普遍，这些机制没有起到很好的效果，中小股东发声很困难。

2004 年前后，新出台了累积投票制、重大事项分类表决制度、网络投票制度，这些制度有助于增加中小股东行权的分量，阻止损害中小股东利益的提案通过，以及提高中小股东投票的积极性，但这些制度只是在投票的形式和手段上进行了改进，并没有从根本上增强中小股东对公司治理的话语权，也没有对中小股东的事后维权形成支持。2010 年之后兴起的投资者网络交流平台，增强了信息沟通和信息流动速度，扩大了中小股东发声的影响力，但同样没有从根本上改变中小股东的弱势地位。

直到 2013 年，《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》中提出了“完善组织体系，探索建立中小投资者自律组织和公益性维

权组织”的要求，2014 年 12 月投服中心正式成立。投服中心作为中国特色的投资者保护机构，是证监会丰富投资者保护体系、加强中小投资者权益保护的重要举措，是中国资本市场向法治化、成熟化迈进的重要标志。

三、投服中心：四大核心职能

投服中心是中国证监会批准设立和直接管理的证券金融类公益机构，于 2014 年 12 月 5 日成立，为公司制法人单位，由深圳证券交易所、上交所、上海期货交易所、中国证券登记结算有限公司和中国金融期货交易所共同注资 30 亿元成立。投服中心具有政府背景，但与证券监管部门相比，在作用发挥上有较大区别，是具有中国特色的中小投资者保护机构。这是我国在中小投资者保护方面的重要制度创新，其创新之处体现投服中心在针对中小投资者和上市公司两大工作对象的四大核心职能。

①公益性持有上市公司股份，以股东身份行权和维权

投服中心持有上市公司 1 手（100 股）股票，以普通股股东的身份行使股东权利。2016 年 2 月 19 日，投服中心在上海、湖南、广州（不含深圳）三省设立持股行权试点，买入三省所有上市公司的 1 手股票。栢中股份股东大会于 2016 年 5 月 11 日召开，投服中心首次作为股东出席。持股行权模式于 2017 年 4 月 14 日经证监会准许后在全国铺开，截至 2023 年 2 月底，投服中心共计持有 5 075 家上市公司股票^②，几

① 我国中小股东参与公司治理的机制汇总，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

② 投服中心启动 500 场年度股东大会行权[EB/OL].(2023-3-31).https://www.investor.org.cn/information_release/market_news/202303/t20230331_657017.shtml.



乎涵盖了 A 股所有的上市公司。

投服中心行使股东权利的形式包括 7 种，参加股东大会、参加重组说明会、发送股东建议函、网上行权、公开发声、走访、诉讼等。每年，投服中心都选择部分公司在其年度股东大会上出席，以带动广大中小投资者积极使用股东权利。而当上市公司涉嫌虚假陈述、内幕交易、操纵市场时，投服中心就可以通过行使建议、质询、表决和诉讼等股东权利，及时制止上市公司的不法行为，或要求上市公司对投资者进行合理赔偿。2020 年 3 月 1 日起施行的新《证券法》中，新增加了“投资者保护”一章，明确规定了基于投服中心公益属性，赋予投服中心“特殊普通股权利”，投服中心诉讼、征集投票等权利不受其持股期限和持股比例的限制，进一步便利了其持股行权的流程。

截至 2023 年 2 月底，投服中心累计行权 3 488 场，累计行使股东权利 4 413 次，覆盖建议权、质询权、投票权、临时股东大会召集权等^①。投服中心通过持股行权，形成了股东自治的一股力量，促进了上市公司董监高履行职责、加强与股东的沟通、构建良好的治理机制和内控体系，有助于实现上市公司价值创造和健康发展的目标。

②受中小投资者委托，提供纠纷调解服务

随着投服中心的进一步完善，证券期货纠纷调解已成为投服中心的核心职责之一，是资本市场纠纷化解的主渠道。中证资本市场法律服务中心（以下简称法律服

务中心）于 2020 年 5 月 15 日在上海成立，其作为投服中心的下设机构，是证监会批准设立的证券期货纠纷调解组织。法律服务中心建立后，投服中心的纠纷调解工作全部由其承担。

2020 年底，投服中心的纠纷调解工作基本实现了工作网点、市场主体、纠纷类型、调解员四个全覆盖。首先，全国主要省市都设立了调解工作站并配备专门工作人员，方便投资者就近申请调解；其次，投资者与证券、期货、基金、上市公司、投资咨询公司的纠纷均可调解；第三，资本市场各类型证券期货纠纷都纳入调解范围，例如证券期货交易代理合同、上市公司虚假陈述、私募基金纠纷等；第四，调解员全覆盖，以大学教授、退休法官、执业律师等为主体的调解员遍布 36 个辖区，确保调解工作及时有效开展。

证券纠纷多样且复杂的特点使得证券纠纷调解具有较强的专业性，投服中心利用专业人才和专业知识的天然优势，将纠纷调解工作赋予自愿性、灵活性、协商性等特点，使证券市场参与主体各方的矛盾和纠纷得到快速有效的解决。

③为中小投资者维权提供法律服务

公益律师团可通过投服中心官网为中小投资者提供在线帮助。如果经证实上市公司存在违法行为，投服中心就可以根据《中华人民共和国民事诉讼法》第 15 条即“支持起诉原则”，接受中小投资者委托，发起证券支持诉讼，以便投资者获得相应赔偿。

2020 年 3 月 1 日新《证券法》实施后，

① 投服中心启动 500 场年度股东大会行权[EB/OL].(2023-3-31).https://www.investor.org.cn/information_release/market_news/202303/t20230331_657017.shtml.



对“支持起诉原则”做了进一步的延伸和细化，推出特别代表人诉讼制度。如果上市公司或者某金融机构的行为触犯了广大投资者的利益，这些投资者（50名以上）便可向投服中心提出委托，投服中心作为代表人参与证券民事诉讼，以维护投资者的合法权益。作为所有原告的代表人，投服中心有权参与开庭审理，与被告和解或达成调解协议，增加、改变或放弃诉讼请求，提起或申请撤诉，申请执行等。

④面向中小投资者开展公益教育

随着互联网的进一步发展，投服中心同时在线上和线下展开对投资者的宣传和教育工作。投服中心为了解中小投资者在行权方面的热点、难点问题，建立了遍布全国的投资者联络点，定期举办投资者教育服务活动（如投教大讲堂）。如果投资者对金融行业政策、热点等有相关疑问，可以去投服中心线下联络点咨询工作人员。

投资者可以通过中国投资者网投资者互动平台、企业微信、微信公众号等渠道实时学习金融投资相关知识。另外，投服中心设有投资者教育部，主要面向中小投资者开展公益性宣传和教育，向投资者宣传“知权、行权、维权”理念，普及证券期货基础知识，引导投资者理性投资。

四、投服中心保护中小投资者利益的主要机制及成效

在投服中心四大职责的基础上，本文将进一步聚焦探讨持股行权和特别代表人诉讼两个保护中小投资者利益的重要机

制。在事前和事中，以股东身份行权，和市场化、法治化改革方向更为兼容，通过持股行权起到示范作用，带动广大中小股东主动维权、参与公司治理。而在事后救济方面，投服中心承担诉讼代表人角色，大大降低了小股东集体诉讼的协调成本。

（一）作为监管型小股东积极行权改善公司治理

投服中心采用的是一种监管型小股东行权的模式对中小投资者进行保护，其主要运行机制为持有上市公司少数股权，以小股东身份行使参与股东大会、发送股东建议函、对公司进行现场检查等权利，是一种“事前监管”和“事中监管”，能够弥补现有事后监管制度的不足，有效激活股东积极主义^①。

股东积极主义的概念在公司治理领域早已存在，即投资者以股东的身份积极参与公司决策和公司治理，体现了股东积极主动参与价值创造的理念（陈冲，2019）。股东积极主义的理念逐渐成为全球范围内公司治理的新动能，能够引领投资者从用脚投票变成用手投票，使得上市公司开始重视中小投资者的利益，并努力建立良好的投资者关系。实证研究也证明股东积极参与公司治理能提高经营业绩和股价表现（Denes et al., 2017）。全球范围内，80%以上的股东积极主义都是由对冲基金引导的，机构投资者构成发挥股东积极主义的主要力量，但我国资本市场以个人投资者为主体，将国外经验直接嵌入较为困难。

^① 比如对于启迪药业溢价收购名实药业的议案，投服中心认为被并购方核心竞争力不足，怀疑其是否能实现高业绩承诺，并呼吁中小投资者积极参加股东大会、审慎投票。资料来源：启迪药业高溢价收购资产合理性存疑投服中心呼吁中小股东积极行权[EB/OL].(2024-1-25).<https://news.cnstock.com/news/bwxx-202401-5182737.htm>.



由于行权成本和收益冲突、股权比例低等原因，中小投资者股东积极主义行为不足。作为中小投资者的引导者，投服中心给中小股东行权提供了很好的示范，随着网络投票和代理权征集的推广，探索出一条适合我国国情的股东积极主义新模式，对于从深层次上影响公司治理结构、实现公司民主将大有裨益。

全球资本市场都关心如何做好上市公司监管和中小投资者保护这一重要议题。成熟资本市场主要依靠的是私人实施机制，以股东参与投票和股东发起诉讼等市场力量来推动上市公司规范运作，新兴资本市场则更多依靠公共实施机制，通过政府机构揭露并惩罚证券市场违法违规行为。长时间以来，我国资本市场的监督手段主要是公共实施机制，即证监会的行政监管，但公共实施机制本身存在处罚力度不够、监管覆盖面较小的问题。由于我国市场上中小投资者占比很高，其中很多是非专业人士，缺乏足够的时间精力和专业能力去监督上市公司，再加之有效的个人诉讼方式的缺失，私人实施机制的效力较低。成立具有监管性质的投服中心则是具有创新性的监管尝试。通过象征性持有上市公司1手股票，投服中心采用市场化手段为小股东发声，是独特的半公共-半私人实施机制（陈运森等，2021）。投服中心一方面是监管机构批准设立和直接管理的非营利公益组织，另一方面又是具备专业能力的普通小股东。这种双重属性赋予其行政力量 and 市场化手段有机结合的治理优势，也是投服中心相较于其他投资者保护制度能够有效发挥股东积极主义的关键。

新近的学术研究证实，投服中心作为

监管型小股东行权能够有效改善治理、保护中小投资者权益。投服中心倾向于向曾经受到监管机构问询或处罚、收到非标准审计意见、大股东掏空动机较强等潜在危害中小股东利益的企业行权，上市公司在受到行权后更容易受到媒体关注监督，并且监管机构也会跟进处罚（陈运森等，2021）。何慧华和方军雄（2021）发现，投服中心的设立和行权显著降低了上市公司财务重述的可能性，并且能够增加上市公司法律诉讼风险从而产生威慑效应，还发现投服中心行权的示范效应提高了股东“用手投票”的积极性。Ge et al.（2021）关注到投服中心在降低上市公司盈余管理方面的有益作用，且该作用对于内部和外部治理机制较差的公司更显著。陈克兢等（2022）发现投服中心行权通过内部和外部信息治理渠道促进公司负面信息披露，显著降低了股价崩盘风险。

概言之，投服中心属于隶属于证监会的投资者保护组织，具有较大的影响力与话语权，以普通股东身份采用市场化手段为小股东发声，是独特的半公共-半私人实施机制，通过监管型中小股东行权这一具有创新性的弹性监管模式，能够较好地作为现有投资者保护制度的补充。

（二）作为诉讼代表人降低中小投资者的维权成本

从事后角度，投服中心可以在中小投资者合法权益受到侵害时对其进行权利救济。证券领域有关虚假陈述、操纵市场等随之带来的往往是大量的投资者民事诉讼请求赔偿的案件。辛宇等（2020）采用案例分析的方式，对投服中心在证券支持诉讼中的角色进行了阐述，发现投服中心提起的证券支持诉讼改善了虚假陈述案件的



表 2 特别代表人诉讼和普通代表人诉讼的主要区别

	特别代表人诉讼	普通代表人诉讼
诉讼代表人	投服中心	投资者
参与原则	默示加入，明示退出	明示加入
诉讼效果	巨额赔偿，公司破产风险大	赔偿金额较低

利益补偿机制，对参与诉讼中小投资者的利益能够更有效地进行保障，同时还带动了民间股东诉讼的兴起。但该案例研究只考虑了 2020 年之前的情况。2020 年 3 月新《证券法》的出台，开创了中国特色集体诉讼制度的先河，以适应证券发行注册制改革下加强投资者保护和权利救济的需要。当对同一投资标的提起民事诉讼的投资者人数众多时，投服中心就可以接受委托作为投资者的代表参与诉讼，弥补了以往事后救济不足的问题，保障了中小投资者的合法权益。

康美药业普通代表人诉讼转换为特别代表人诉讼，是我国首单证券纠纷特别代表人诉讼^①，投服中心代表 52 037 名康美药业证券投资者共获赔 24.59 亿元。这是我国资本市场发展历史上的一个标志性事件，无论是对资本市场健康发展，还是对维护中小投资者合法权益，都具有重要意义并将产生深远影响。特别代表人诉讼由投服中心参与推动，通过代表人机制、专业力量的支持以及诉讼费用减免等制度，能够大幅降低中小投资者的维权成本和诉讼风险，有利于解决受害者众多分散情况下的起诉难、维权贵的问题（钟腾等，2023）。投服中心在公告期间受 50 名以上投资者的特别授权，可以依法作为代表人参加证券民事赔偿诉讼。

如表 2 所示，特别代表人诉讼与普通代表人诉讼在诉讼代表人、参与原则、诉讼效果等方面都存在区别，特别是“默示加入、明示退出”的安排，为众多分散的受损中小投资者维权提供了便利。投服中心接受 50 名以上投资者特别授权并且启动特别代表人诉讼后，经过证券登记结算机构确认的受损害投资者都默认纳入诉讼原告范围，此为“默示加入”。如果投资者认为自己单独起诉可能会有更好的诉讼结果，不想通过特别代表人诉讼维权，就需要在规定期限内明示退出。除了明确表示不愿意参加诉讼的投资者，其他投资者都能自动加入诉讼程序，分享诉讼成果，此为“明示退出”。这种方式有效避免了冗长烦琐的推选和授权过程，有助于提高诉讼效率。

中小投资者分散且势单力薄，相对于被告上市公司和地方法院而言处于弱势地位，投服中心的政府背景使得其相对于普通投资者而言更具优势，无疑在诉讼主体上解决了中小投资者的维权难题。由此一来，不仅保护了投资者私人利益、降低了投资者诉讼成本，同时还起到了维护资本市场秩序、提供消解纠纷公共服务的作用。另外，投服中心利用特别代表人诉讼制度提起民事诉讼还可以产生示范效应，对侵害中小投资者合法权益的机构和个人具有

① 康美药业案的简要介绍，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。



较强的威慑作用。在此过程中，作为证券集体诉讼代表人的投服中心，在规范证券市场秩序、维护投资者合法权益等方面，发挥了自身的专业优势，起到了中流砥柱的作用。

五、总结与企盼

随着中国经济进入高质量发展的新阶段，资本市场亟需转型，从纯粹的融资市场转变为融资与投资协调平衡的市场。投资和融资是一体两面，投资者是资本市场的根本，只有保护好中小投资者，市场才能繁荣发展。从现实看，股票市场已经成为我国居民资产配置的重要渠道，一涨一跌直接关系普通民众的“钱袋子”。和机构投资者相比，个人投资者特别是中小投资者，在信息和金融知识等方面处于劣势，很容易受到欺诈发行、财务造假、操纵市场等证券违法行为的侵害。保护投资者尤其是中小投资者权益，既牵系亿万家庭的切身利益，也关系资本市场的长远发展，是推动高质量发展与共同富裕的应有之意。建设以投资者为本的资本市场，要在制度机制设计上更加体现投资者优先，让广大投资者有回报、有获得感。

投资者保护制度在发达市场有一套成型的模式，但由于投资者成熟度和制度环境均存在差异，要直接移植到我国可能存在水土不服。考虑到中小股东监督意愿与监督能力的局限性，投服中心作为具有中国特色的中小投资者保护机构，可以说是我国中小投资者保护的重要制度创新。自2014年成立以来，投服中心作为投资者保护专门机构，以持股行权、纠纷调解、提供法律服务、投资者教育四大功能为工作重点，有效维护了中小投资者的合法权益。

进一步，本文结合最新学术研究成果，分析了投服中心保护中小投资者利益的主要机制，即作为监管型小股东积极行权改善公司治理、作为诉讼代表人降低中小投资者的维权成本。

资本市场改革是深层次系统性改革，不可能一蹴而就。展望未来，应坚持市场化、法治化的改革方向不动摇，持续推进投资者保护制度创新，建设以投资者为本的资本市场。第一，需要进一步完善相关立法，尽管新《证券法》一定程度上提升了对证券欺诈和违规的惩处力度，但由于调查取证困难、被发现概率较低，上市公司容易滋生侥幸心理，需要严刑峻法方能起到威慑作用，惩罚力度仍有进一步加强的空间。第二，特别代表人诉讼的启动程序仍然较为严格，有必要进一步简化启动程序。目前的程序下，投服中心会先对案件展开预研，认为确有必要参与的，对其启动重大案件评估，然后根据重大案件评估会的意见，决定是否参与特别代表人诉讼，投资者目前无法直接申请投服中心启动特别代表人诉讼。第三，需要多渠道加强投资者教育，提高投资者金融素养。可尝试利用高校资源开发一站式投资者教育平台，推动高校社会服务职能的充分发挥。既要增强投资者对金融基本常识的理解，也要增强其股东参与意识和法律意识，推动其积极参与公司治理，有利于塑造理性、稳定、负责任的资本市场。总之，要将投资者为本的核心理念贯穿于资本市场制度设计和监管执法各个方面，加快完善投资者保护的制度机制，营造公开公平公正的市场秩序和法治环境，让广大投资者真切感受到市场的公平正义。

学术编辑：韦燕春



参考文献:

- [1] 陈冲.中国证券市场中小投资者私权利保护研究[D].华东政法大学,2020.
- [2] 陈克兢,熊能,杨国超等.投服中心行权与投资者信息劣势缓解:基于股价崩盘的视角[J].世界经济,2022,45(09):204-228.
- [3] 陈运森,袁薇,李哲.监管型小股东行权的有效性研究:基于投服中心的经验证据[J].管理世界,2021,37(06):142-158.
- [4] 郭雳.美国证券集团诉讼的制度反思[J].北大法律评论,2009,10(02):426-446.
- [5] 何慧华,方军雄.监管型小股东的治理效应:基于财务重述的证据[J].管理世界,2021,37(12):176-195.
- [6] 何慧华,陈婧,方军雄.如何让中小股东有力量?——中国实践与文献梳理[J].当代会计评论,2022,15(02):1-31.
- [7] 孔东民,刘莎莎.中小股东投票权、公司决策与公司治理——来自一项自然试验的证据[J].管理世界,2017,(09):101-115.
- [8] 蔺捷.论欧盟投资者适当性制度[J].法学评论,2013,31(01):60-66.
- [9] 辛宇,黄欣怡,纪蓓蓓.投资者保护公益组织与股东诉讼在中国的实践——基于中证投服证券支持诉讼的多案例研究[J].管理世界,2020,36(01):69-87.
- [10] 郑国坚,张超,谢素娟.百股义士:投服中心行权与中小投资者保护——基于投服中心参与股东大会的研究[J].管理科学学报,2021,24(09):38-58.
- [11] 钟腾,刘展,王鹜然.利刃出鞘——特别代表人诉讼制度“亮剑”康美药业案[R].中国金融专业学位案例中心,2023.
- [12] Armstrong C S, Gow I D, Larcker D F. The efficacy of shareholder voting: Evidence from equity compensation plans[J].Journal of Accounting Research,2013,51(5):909-950.
- [13] Denes M R, Karpoff J M, McWilliams V B. Thirty years of shareholder activism: A survey of empirical research[J].Journal of Corporate Finance,2017,44:405-424.
- [14] Ge W, Ouyang C, Shi Z, et al. Can a not-for-profit minority institutional shareholder make a big difference in corporate governance? A quasi-natural experiment[J].Journal of Corporate Finance,2022,72:102125.
- [15] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Legal determinants of external finance[J]. The Journal of Finance,1997,52(3):1131-1150.
- [16] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Investor protection and corporate governance[J].Journal of Financial Economics,2000,58(1-2):3-27.
- [17] Lin Y H. Modeling securities class actions outside the United States: The role of nonprofits in the case of Taiwan[J].NYU Journal of Law and Business,2007,4(1):143-190.

China's Practice of Small Investor Protection: Innovation, Effectiveness and Prospects

ZHONG Teng

(China School of Banking and Finance, University of International Business and Economics)

Abstract Protecting the rights and interests of investors, especially small investors, is not only related to the vital interests of hundreds of millions of families, but also the long-term development of the capital market. It is the proper meaning of promoting high-quality development and common prosperity. China Securities Investor Services Center (CSISC) is an important institutional innovation with Chinese characteristics in the protection of small investors. Since its establishment, CSISC has effectively safeguarded the legitimate rights and interests of small investors around the four major functions of shareholding exercise, dispute mediation, provision of legal services, and investor education. Based on the latest academic research, the study analyzes the main mechanisms of the CSISC to protect the interests of small investors, namely, as a regulatory small shareholder actively exercising rights to improve corporate governance, and as a litigation representative reducing the rights protection costs of small investors. And it proposes continuing to improve relevant legislation, simplifying the special representative litigation initiation procedures, and improving investors' financial literacy.

Keywords Small Investor Protection, China Securities Investor Services Center (CSISC), Special Representative Litigation, Shareholder Activism

JEL Classification G18 G38 K22