



湖北经济学院学术文库

全流通时代投资者利益保护研究

——基于我国上市公司股权分置改革实践效应的检验

QUAN LIU TONG SHI DAI TOU ZI ZHE LI YI BAO HU YAN JIU
JI YU WO GUO SHANG SHI GONG SI GU QUAN FEN ZHI GAI GE SHI JIAN XIAO YING DE JIAN YAN

徐慧玲◎著



湖北经济学院学术文库

全流通时代投资者利益保护研究

——基于我国上市公司股权分置改革
实践效应的检验

徐慧玲◎著



图书在版编目(CIP)数据

全流通时代投资者利益保护研究：基于我国上市公司股权分置改革实践效应的检验/徐慧玲著.

武汉：湖北人民出版社,2015.5

(湖北经济学院学术文库)

ISBN 978-7-216-08557-1

I.全… II.徐… III.上市公司—监管制度—研究—中国 IV.F832.51

中国版本图书馆CIP数据核字(2015)第076354号

出品人：袁定坤

责任部门：高等教育分社

责任编辑：陈晓东

封面设计：张弦

责任校对：范承勇

责任印制：杜义平

法律顾问：王在刚

出版发行：湖北人民出版社

印刷：武汉市籍缘印刷厂

开本：710毫米×1010毫米 1/16

版次：2015年5月第1版

字数：156千字

书号：ISBN 978-7-216-08557-1

地址：武汉市雄楚大道268号

邮编：430070

印张：8.75

印次：2015年5月第1次印刷

插页：2

定价：25.00元

本社网址：<http://www.hbpp.com.cn>

本社旗舰店：<http://hbrmcbs.tmall.com>

读者服务部电话：027-87679656

投诉举报电话：027-87679757

(图书如出现印装质量问题，由本社负责调换)

总 序

说起大学，许多人都会想起教育家梅贻琦校长的名言：“所谓大学者，非谓有大楼之谓也，有大师之谓也。”大楼是一砖一瓦盖起来的，大师是如何成长起来的呢？

大师的成长，当然离不开种种主客观条件。在我看来，在诸多的因素中，一个十分重要甚至是不可或缺的就是学术思想、学术观点的充分展示与交流。纵观历史，凡学术繁荣、大师辈出时期，必有一个做学问者有可以互相炫技、彼此辩论、各显神通的大舞台。古代春秋战国时代诸子百家争鸣，离不开当时的客卿、门客制度，为不同的观点、流派彼此公开竞争并得到君主的采纳搭建了平台；学者阿英在论及晚清以来中国新思想、新艺术的繁荣时，列举了三条原因，其中的第一条原因“当然是由于印刷事业的发达，没有前此那样刻书的困难；由于新闻事业的发达，在应用上需要多量的产生”。北京大学之所以能成为中国新思想新文化的发源地，社团与杂志在其中发挥了巨大作用：1918年，《北京大学月报》成为中国最早的大学学报，加之《新青年》、新潮社等杂志、社团为师生搭建了一个有声有色的大舞台，开启了自己近一个世纪的辉煌。国外名牌大学的发展，无不伴随着一次又一次思想的激烈交锋、学术的充分争鸣，并且这些交锋和争鸣的成果都得到了最好的展示与传播，没有这些交锋与争鸣，就没有古老的牛津、剑桥，也没有现代的斯坦福、伯克利。近代以来的印刷技术、新的出版机制、文化传播业的发达，为新的思想、学术之间彼此的炫技和斗法提供了可能的舞台：伟大的舞台造就了伟大的演员。

在现代的大学中，如果说大楼是基础、大师是灵魂，那么大舞台就应该是机制——它意味着研究冲动的促动、言说欲念的激发、交流碰撞的实现。在这样的机制中，精神、灵魂得到孕育！思想、学术实现成长！大学本身就应该成为一个众声喧哗的大舞台，一个为大师成长提供基础和机制的场所。因此，大学出版自己的学术文库，运用现代传媒、现代出版为自己的教师提供思想碰撞、学术交流的平台，其意义绝不仅限于资金的支持和个人成果的

发表，它的意义更在于通过这种方式营造学术氛围、彰显学术精神，在学校形成言说、表达、交流的习惯和风尚，激励教师为了“台上一分钟”，做好“台下十年功”，凝聚大学理念、大学精神、大学风格。

湖北经济学院是一所年轻的大学，湖北经济学院的教师大多都还年轻，正逢为一所初创不久的大学承担奠基、开拓之责的难得人生机遇。我们中还没有大师，或者说在我们这里产生大师还有很长的路要走。然而，这并不等于我们不期待大师的产生，更不意味着我们不去为大师的成长做出努力、不去为大师的产生构筑平台。大师的成长是大学成长的永恒动力，对学术的追求是大学能够逾千年而长青的不竭源泉。现在，我们的平台也许还不够高，还不够大，但我们坚信：这个小平台也许就是未来大师的第一次亮相！因此，我们在这里鼓励每个人以充分的自信发出自己的声音，可以在众声喧哗中更加大声喧哗，在交流与碰撞中实现批判、被批判与自我批判，能够在这个平台上得到成长，收获乐趣，实现价值！

“湖北经济学院学术文库”就是这样一个为大师成长搭建的交流与对话的平台。每一本著作，都是我们的教师在各自学术领域中富有心得而最想表达的内容——他们渴望得到承认，也不怕获得批评；他们充满自信地言说，也将谦虚自谨地倾听。

愿“湖北经济学院学术文库”和湖北经济学院一同成长，愿它能成为一个大师初成的舞台，从中诞生出不朽的学术和永恒的大学精神！

湖北经济学院院长：



前言

投资者利益保护程度直接关系到一国证券市场发展的广度和深度，是现代监管体系的重点，也是国际社会关注的热点和难点问题。只有有效地保护了投资者的利益，投资者才会广泛地参与到证券市场，从而使得证券市场可以持续健康地发展，整体经济方可实现稳定繁荣。

股权分置改革实现了同股同权同利，打破了制约股份顺畅流转的制度性和非制度性障碍，纠正了我国上市公司原本扭曲的内部治理结构，理论上对投资者的利益会起到好的保护作用，但是这并未消除我国证券市场原本存在的各方利益差别，各种损害投资者特别是中小投资者利益的现象依旧存在。在股权分置时代，非流通股股东只有业绩损益而没有股价差异，控股股东由于发行市场和流通市场的“天然壁垒”，只能侵占公司或集团内部资产。而在全流通时代，控股股东由原来的利益相关者成为资本市场的实际参与者，他们会由原来对上市公司的单独控制转变成对上公司和二级市场双重控制，同时股权分置改革改变了以往“一股独大”的局面，却在一定程度上导致了公司股权的分散，使上市公司“内部人控制”和经理人卸责的可能性增大，也因此增加了代理费用。

股权分置改革是否改善了投资者利益保护状况，又是什么影响了其效应的发挥，紧随而来的全流通环境下，我们又面临哪些困难和挑战？全书遵循“提出问题——相关理论基础与文献回顾——投资者利益保护的内涵、目标及评价指标构建——股权分置改革对投资者利益保护的影响：理论与实证分析——全流通环境下投资者利益保护面临的新挑战：三方博弈模型——全流通时代投资者利益保护机制的进一步完善对策”的主线展开，形成以下主要研究内容和结论：

从投资者利益保护的目标和内涵出发，构建了投资者利益保护的评价指标体系。首先界定本书研究所指投资者利益保护主要是对公司股权投资者即股东尤其是中小股东的利益保护，然后深入分析投资者利益受损的机理，认为投资者利益受到的侵害主要来自于两个方面：第一个方面是股东与经理之间的利益冲突，第二个方面是控股股东与中小股东之间的利益冲突，为此构建了包括管理费用率、营业费用率、资产周转率、控股股东占用上市公司资金的金额、非公允关联交易的金额、提供违规担保的金额和上市公司由于隧道行为在当年受到交易所谴责或处罚的次数等在内的公司层面基于“事后检验”的投资者利益保护评价指标体系。

理论与实证分析相结合，系统研究了股权分置改革对投资者利益保护的影

响机制及效应,对改革的效果在不同的公司中存在差异这一现象给出理论上的解释和实证上的印证。股权分置改革解决了我国资本市场上长期存在的流通股与非流通股利益割裂的问题,有利于保护中小投资者的利益。然而现实却显示,改革的效果并没有理论预期的那么乐观。笔者借鉴 Aghion 和 Tirole (1997) 的模型分析得出,股权分置改革能够促进投资者利益的保护,但是改革的边际效应受到股权集中度和控股股东性质的影响。当股权比较分散,控股股东持股比例较低,或者控股股东是与上市公司利益关系密切的企业集团时,股权分置改革的边际效应较弱,对投资者利益保护改善的程度较低。基于我国上市公司样本数据的结构方程模型检验也证实了这一结论。保护投资者的利益急需其他配套的改革措施。

深入剖析全流通时代投资者利益新格局及面临的挑战,以委托—代理理论为基础,在理性经济人和风险中性的假设下建立了基于控股股东、中小股东和经理的三方博弈模型。随着上市公司控制权的转移,投资者利益保护在全流通环境下有了新的内涵。笔者首先从理论上分析股权分置改革对投资者利益格局产生的影响,对全流通时代中小投资者利益侵害的可能渠道进行分类总结,然后基于我国上市公司实际,构建控股股东、中小股东与经理人的三方博弈模型,结果显示:股权的集中在一定程度上可以抑制公司的“内部人控制”;为保护投资者利益,应该对控股股东和经理人员的违规操作严厉惩罚,降低投资者监督稽查的成本,健全上市公司的治理机制。

根据已有分析结论,借鉴国际成熟经验,提出全流通时代进一步完善投资者利益保护机制的相关对策。股权分置改革奠定了大小股东利益取向一致的基础,通过完善资本市场,促使上市公司治理结构得到改善,但它并不是万能良方,要使股权分置改革的积极意义在后续的全流通市场环境下得到有效的发挥,需要一系列配套举措,主要包括:建立有效的投资者利益保护法律体系,提高监管效率;健全上市公司治理结构,提高公司治理绩效;创新监管方式,规范大股东及高管行为;强化信息及时性充分性要求,不断完善信息披露制度等。总之,在保护投资者利益尤其是中小投资者利益的道路上,我们仍然任重而道远。

本书突出的创新之处表现在以下几个方面:一是界定投资者概念,从投资者利益保护的内涵和目标出发,构建了基于公司层面能够进行“事后检验”的投资者利益保护评价指标。二是规范分析和实证分析相结合,研究股权分置改革对投资者利益保护的影响,对改革的效果在不同的公司中存在差异这一现象给出了理论与实证上的解释。三是引入结构方程模型,较好地处理了投资者利益保护效果这一潜在变量,又能同时检验股权分置改革的直接影响和间接影响。四是构建了全流通环境下多方博弈模型,深入分析上市公司内部利益关系,为投资者利益保护提供理论依据。

目 录

第一章 绪论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	3
1.2 相关研究综述	6
1.2.1 契约论与投资者利益保护	6
1.2.2 法与金融视角的投资者利益保护研究	8
1.2.3 公司治理视角的投资者利益保护研究	10
1.2.4 全流通与投资者利益保护	14
1.2.5 对现有研究的简单评述	15
1.3 研究目标、内容及主要创新点	16
1.3.1 研究目标	16
1.3.2 研究内容	17
1.3.3 主要创新点	18
第二章 投资者利益保护及评价 指标体系的构建	21
2.1 投资者与投资者利益保护的界定	22
2.1.1 投资者保护的对象界定	22
2.1.2 投资者利益保护的内容界定	23
2.1.3 投资者利益保护的概念界定	24
2.2 现行投资者利益保护评价指标及其存在的问题	26
2.2.1 法与金融视角的投资者利益保护评价指标	26
2.2.2 公司层面的投资者利益保护评价指标	30
2.2.3 现行评价指标存在的问题	34

2.3 公司层面基于“事后检验”的投资者利益保护评价指标的构建	36
2.3.1 构建投资者利益保护评价指标体系的指导思想和原则	36
2.3.2 投资者利益受损的原理及表现结果	38
2.3.3 公司层面基于“事后检验”的投资者利益保护评价指标的构成	43
第三章 股权分置改革与投资者利益保护：理论与实证	47
3.1 股权分置改革的时代背景	47
3.1.1 股权分置的市场表现	48
3.1.2 股权分置的主要弊端	50
3.2 股权分置改革及其对投资者利益保护的影响	51
3.2.1 股权分置改革的历史进程	51
3.2.2 股权分置改革的功能及预期效果	54
3.2.3 股权分置改革中的投资者保护	56
3.3 基于我国国有上市公司结构方程模型的实证检验	59
3.3.1 结构方程模型简介	61
3.3.2 理论假设—借鉴 Aghion 和 Tirole (1997) 的研究成果	67
3.3.3 样本与变量定义	70
3.3.4 结构方程模型的构建	73
3.3.5 实证结果及分析	74
第四章 全流通时代投资者利益保护面临的困难与挑战	79
4.1 上市公司大股东侵占行为将更加隐蔽和多样化	79
4.1.1 大股东操纵市场行为将明显增多	80
4.1.2 利用信息优势进行内幕交易	81
4.1.3 关联交易复杂化和隐蔽化	82
4.1.4 违规信息披露侵占利益	83
4.1.5 “重组并购”活动中的违规行为	84

4.1.6	整体上市和资产注入衍生新的大股东侵害	84
4.2	经理人“道德风险”问题更为严峻	85
4.2.1	“内部人控制”问题可能强化	86
4.2.2	股权激励机制助长公司经理人短期和财务舞弊行为	86
4.2.3	公司经理人与机构投资者联合进行违法违规行为	87
4.2.4	上市公司经理人变相管理层收购现象会增多	88
4.3	基于控股股东、中小股东与经理人的三方博弈分析	89
4.3.1	模型的构建	89
4.3.2	模型求解	91
4.3.3	控股股东、中小股东和经理人员三方博弈的结果分析	93
4.3.4	政策指导意义	94
第五章	全流通时代投资者利益 保护机制的进一步完善对策	96
5.1	建立有效的投资者保护法律体系	97
5.1.1	建立针对中小股东利益的保护机制	97
5.1.2	进一步完善股东诉讼救济机制	98
5.1.3	明确和完善投资者受损的民事补偿机制	98
5.1.4	明晰责任主体, 提高处罚上限	99
5.1.5	设立表决权信托, 增强中小股东联合的便利性	99
5.1.6	改进监管方式, 提高监管效率	100
5.1.7	建立风险监管预警系统, 完善证券市场的监管体系	100
5.2	健全上市公司治理结构	101
5.2.1	优化股权结构, 建立上市公司的制衡机制	101
5.2.2	加强董事会、监事会制度建设	102
5.2.3	进一步完善独立董事制度	102
5.2.4	强化强制分红政策, 回报股东投资	103
5.2.5	加强投资者关系管理	103

5.2.6	科学推进整体上市	104
5.2.7	适当引入机构投资者	104
5.3	监督规范大股东及高管行为	105
5.3.1	加强大股东行为监管，严厉打击内幕交易和 非公允关联交易	105
5.3.2	积极防范大股东操纵上市公司财务舞弊	106
5.3.3	加强对大股东和一致行动人的现场查证	106
5.3.4	制定高管行为准则，激励约束相容，防范内部人控制	107
5.3.5	建立投资者保护局，加强投资者教育	107
5.4	不断完善信息披露制度	108
5.4.1	加强分部信息和预测性财务信息以及其他与投资者密切相关的 信息披露	108
5.4.2	提高公司信息披露的质量和及时性	109
5.4.3	增加不确定性信息披露	109
5.4.4	切实加强上市公司审计，完善注册会计师审计制度	110
5.4.5	加大会计信息披露违规的处罚力度	110
5.4.6	构建多维度的信息披露社会监督体系	111
5.4.7	充分学习和借鉴国际间发达的信息披露制度	111
第六章	结论与展望	112
6.1	主要研究结论	112
6.2	研究局限及研究展望	116
参考文献		119
后 记		130

第一章 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

我国资本市场在设立之初，采取了股权分置的方式保证国家对国民经济的控制，即在上市公司中同时设置非流通股与流通股。这一制度设计严重损害了我国资本市场的可持续发展，是导致上市公司资金使用效率低下、业绩不断下滑、关联交易盛行、内幕交易频频的重要原因（吴晓求，2006）。2005年4月29日，中国证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，拉开了股权分置改革（简称股改）的序幕。截至2006年12月31日，累计完成或进入股改程序的公司数达1303家，总市值约为60504.47亿元，约占沪、深A股总市值的98.55%，标志着股权分置改革基本完成。2006年6月19日，股改第一股——G三一原限售股份开始流通，随后，伴随着“大小非”解禁的阵痛，流通股股本和市值占比不断攀升。2009年7月7日，沪深A股市场历史上首次流通股股本超过非流通股股本数，流通股市值达到10.3万亿元，占A股全部市值的48.8%，距限售股10.8亿元的市值也仅一步之遥，A股全流通进程过半。至2011年年底，沪深A股市场流通股市值占总市值比例达到80%，我国证券市场昂首阔步进入全流通时代。

理论界一致认为股权分置改革实现了同股同权同利，奠定了大小股东利益取向一致的基础，有利于保护中小投资者的利益。然而改革之后，在一些上市公司内，类似“杭萧钢构”^①事件的内幕交易行为依然频频发生。来自万国测评的一项

① 我国第一例“泄露内幕信息罪”的判例。杭萧钢构全称浙江杭萧钢构股份有限公司，1994年12月成立，2003年11月上市。2006年主营业务收入为18.78亿元，2006年与2007年一季度的净利润均出现大幅下降，降幅分别达到48.20%、20.53%。这样一家业绩并不起眼的上市公司，从2007年2月12日到6月13日，股价从4.24元暴涨至28.30元，上演了4个月股价上涨近7倍的“神话”。支撑杭萧钢构股价疯涨的主要因素，是公司对外宣称得到了一份总价金额达344亿元的“天价订单”。2007年2月15日，杭萧钢构发布公告称正在洽谈一个约300亿元的境外建设项目。然而，在杭萧钢构首次公告即2月15日之前，其股票已经连续三天涨停。经查证，确定为一起内幕交易案，同时涉嫌未按规定及时披露合同信息，以及误导性陈述。

调查报告显示股权分置改革中受益最大的是公司控股股东，中小投资者利益的保护并没有得到多大改善。现实告诉我们股权分置改革在改善保护投资者利益上所发挥的作用可能并没有理论预期的那么乐观。

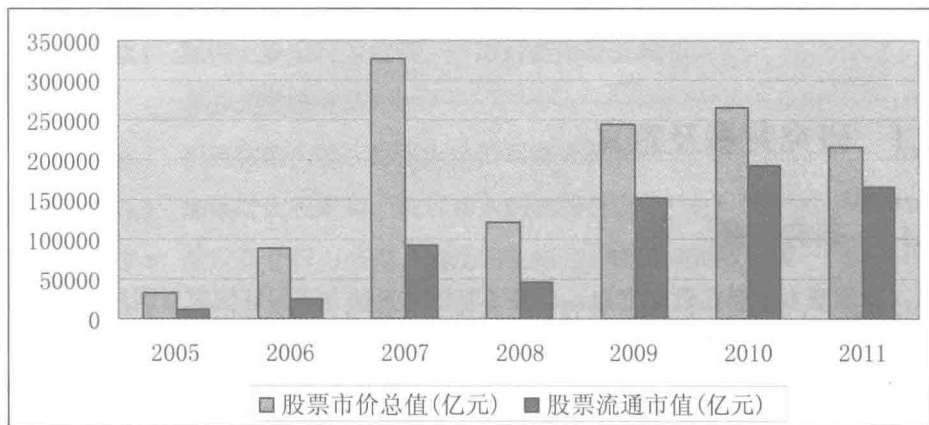


图 1.1 2005—2011 年股票总市值与流通股市值^①

保护投资者的利益，维护投资者对于市场体系的信心，是资本市场和上市公司可持续发展的核心，是任何资本市场制度变革的第一要义，股权分置改革亦是如此。股权分置改革虽然打破了制约股份顺畅流转的制度性和非制度性障碍，纠正了我国上市公司原本扭曲的内部治理结构，对投资者的利益起到了很好的保护作用，但现实并不如理论预期的那么乐观，改革的效应并非在所有公司中都是一样的。一个简单的数理模型（Aghion 和 Tirole, 1997）便能证明，股权分置改革能够促进投资者利益的保护，但是改革的边际效应受到股权集中度和控股股东性质的影响。同时，股权分置改革改变了投资者之间的利益格局，将引发新的代理问题。在股权分置时代，非流通股股东只有业绩损益而没有股价差异，控股股东由于发行市场和流通市场的“天然壁垒”，只能侵占公司或集团内部资产。而在全流通时代，控股股东由原来的利益相关者成为资本市场的实际参与者，他们会由原来对上市公司的单独控制转变成对上市公司和二级市场双重控制，股权分置改革改变了以往“一股独大”的局面，却在一定程度上导致了公司股权的分散，使上市公司“内部人控制”和经理人卸责的可能性增大，也因此增加了代理费用。

综上，对股权分置改革全面完成后紧跟而来的全流通时代投资者利益保护问题的研究显得十分重要。为此，本书将定性与定量分析相结合，对股权分置改革

^① 资料来源：根据中国证券监督管理委员会（简称：证监会）官方网站公布的统计数据整理获得。

前后的投资者利益保护情况进行理论和实证上的研究，对制约投资者利益保护的因素进行分析和挖掘，以便于吸取改革中有利于投资者利益保护的各项制度和办法，为全流通时代的投资者利益保护提供实践经验。同时，对全流通时代投资者利益格局进行深入分析，进而有针对性地给出相关对策建议，使得投资者权益得到更好地保护，增强投资者信心，吸引更多的资金进入到资本市场，促进资本市场发展，提高抵御风险的能力，发挥资本市场融资和资源配置的功能。

1.1.2 研究意义

保护投资者利益尤其是中小投资者的利益，增强投资者对证券市场的信心，是证券市场稳定发展的前提，是市场立法的基本宗旨，同样也是证券监管工作的最重要任务。现有大量研究成果表明，保护投资者的利益对上市公司的发展和实体经济的增长都有着非常重要的意义，有助于证券市场的稳定健康发展。

(1) 保护投资者利益有利于优化公司的股权结构。实证研究发现，一个国家或地区上市公司的股权分散度与其对中小投资者利益的保护程度是正相关的。投资者利益保护较好的国家和地区，中小投资者更愿意出高价购买股票。因为中小投资者认为他们的投资会受到好的法律的保护，哪怕他们不能直接影响公司的决策，但法律可以保障他们的利益不被大股东所侵害。因此，中小股东会更愿意投资，与此同时，控股股东有更强烈的意愿利用股票进行融资，他们会适当地减持股份，从而实现公司股权的多元化。

(2) 保护投资者利益有利于提高公司的价值。衡量公司价值的主要指标是公司的市场价值，而公司的市场价值=股权价值+债券价值。当投资者的利益受到侵害时，他们便会“用脚投票”在市场上卖出其所持有的公司的股权，或者是调低对公司股票价格的预期，这些都会影响公司的股票的交易状况，导致其价格下降甚至被低估，从而使得公司的市场价值大幅度缩水。另外，由于投资者控制权的差异，同一个公司的投资者之间也会有利益冲突的现象出现，当公司的大股东有利益侵占的行为时，中小投资者的投资积极性就会大受打击，从而也会影响到公司经理人经营管理的积极性。现代公司制度中，经理人的激励方案常常与公司的股票价格密切相关，大股东的侵占行为通常使得公司的股价无法如实反映他们的工作业绩，因而会降低其工作的积极性。这些均会给公司价值的市场表现带来负面的影响。

(3) 保护投资者利益有利于资本市场的健康可持续发展。如果一个证券市场给予中小投资者利益有效的保护，便会吸引大量的投资者进入该市场，从而可以

为公司融资提供极大的便利,最终实现资本市场的健康可持续发展。反之,如果市场存在大股东侵占行为,导致中小股东的利益出现损失,便会极大地影响潜在股东的投资愿望,他们将不愿意投资或者是要求更为苛刻的条件,那么公司只能以相对较低的价格发行股份,最终会降低其外部融资的数量,提高其融资的成本。LLVS的研究结果证实,一个国家(或地区)对投资者利益保护得越好,其资本市场的规模、深度和广度就越领先,其经济的增长速度也越快。

另外,站在资本市场整体的角度分析,如果市场上出现严重的代理问题,而市场上的投资者又观察到了大股东对中小投资者的利益侵占行为,那么他们就会对融资者提出更为苛刻的条件,如降低其购买股票的价格,要求更好的分红政策等等。给予投资者的利益较好保护的公司企业显然不会接受这样的条件,他们会选择离开市场,而对投资者的利益保护较差的企业却会欣然接受这样的融资条件。如果市场上大股东的利益侵占行为严重到一定程度,最终资本市场便会变成“柠檬化”^①的市场。

(4)保护投资者利益有利于资源的优化配置和国民经济的健康发展。在经济学中,最优资源配置是一个十分理想化和抽象化的概念。我们常常并不知道什么样的配置是最优的,但是却能肯定资本市场的规范发展有利于经济向最优的资源配置发展。

证券市场上,投资者的选择直接决定了资金的流向和社会资源的配置格局。理论告诉我们,如果市场是有效率的,即公司凡是涉及投资者利益相关的信息能够准确、及时、全面地披露,那么理性的、追求利益最大化的投资者所做出的投资决策便会使市场资源配置实现高效率。《福布斯》杂志曾公布的一项国际比较研究就表明,一个国家(或地区)的证券市场上,投资者利益保护程度越高,市场的运行效率就会越高,而市场发展得也就越好。通过上述的分析即可知,如果市场上投资者利益保护得比较好,那么上市公司从市场上融资的成本就会比较低,其配置资源的效率自然就越高,而资源配置效率的改善又会直接提高GDP总量及其增长速度。因此,对投资者的利益保护不力会影响一个国家(或地区)资源的优化配置能力,从而阻碍其整个国民经济的健康可持续发展,反之则反是。

(5)当前环境下投资者利益保护的紧迫性。显然,投资者利益保护是一个均衡的概念,我们既要保护大股东的利益,同时更要保护中小股东的利益。然而,

①“柠檬化”是指由于大股东利益侵占问题过于严重,使得外部投资者认为所有公司都存在侵占问题,因而不管公司采取多大的折扣价招股,市场上都没有人愿意购买其股票,连那些提供了较好中小投资者利益保护的公司都难以幸免,最终资本市场就会萎缩乃至消亡。

自 20 世纪 90 年代我国证券市场成立以来,中小投资者始终都是证券市场上的“弱势群体”,在“一股一票”的表决机制下,中小投资者在股东大会中没有发言权,更谈不上维护自己利益;由于信息不对称,中小投资者不能有效察知董事会的履职情况和自身利益是否受损;再说,在当前的法律体系下,对中小投资者来说诉讼成本高,即使利益受损后也不愿追回,而出于保护中小投资者利益目的引入的各种制度建设在实际运行中也存在很多问题。因此,出现了大量损害中小投资者利益的行为和现象,有的甚至十分恶劣^①,这些行为和现象严重违背了资本市场运行需要遵循的“公开、公平、公正”的原则,保护投资者尤其是中小投资者的利益这一问题引发了人们的广泛重视,一度成为“两会”代表和委员的热门话题^②。股权分置改革正是顺应市场需求,改善中小投资者弱势地位,保护中小投资者利益的一项伟大举措。

股权分置改革后,伴随着股份的全流通,上市公司所处环境发生了巨大的变化,控股股东的侵占行为也会随之改变,而更趋向复杂化和多样化。例如,控股股东可能利用股改或并购重组的时机进行内幕交易,而公司的内部控制人也可能利用其信息优势来操纵市场上的股票价格而获利等。据统计,2005 年、2006 年股权分置改革实施期间,违规上市公司的数量比较多,这说明一部分上市公司借股权分置改革的契机侵害了市场上公众投资者的利益。但随着股权分置改革的基本完成,证监会公布的被查处处的违规上市公司的数量有所下降,2006 年公布了 98 家,到 2009 年就减少至 53 家,占当年上市公司总数的比例下降了 50%多^③。因此我们基本可以肯定,股权分置改革所带来的全流通市场可以缓解控股股东的利益侵害行为,更好地保护其他投资者的利益。但数据同时又反映 2009 年违规被查处处的上市公司数量相比较 2008 年有所上升,这意味着全流通环境并不能完全杜绝侵害投资者利益的现象产生,保护投资者尤其是中小投资者的利益,我们任重而道远。只是,在全流通市场上,大股东和经理人侵害中小投资者利益的方式及手段将更加复杂和多样化。一句话,股权分置改革没有也不可能完全消除侵害中小投资者利益的现象,很多侵害投资者利益的行为悄悄地从“水面”沉到了“水底”。

随着我国证券市场的发展壮大,投资者人数持续增长,保护证券市场中小投资者利益这个问题,已经是当务之急。近期,在多方的共同努力下,中国证监会

① 纵观我国资本市场,侵害中小投资者利益的事件似乎从未停止过,从“老三案”(深圳原野、海南中水国际、长城机电)到“新三案”(琼民源、红光实业、东方锅炉),再到“银广厦事件”,都使投资者蒙受了巨大的损失。

② 详见 2003 年 3 月新浪财经两会热门话题专栏。

③ 引自孙燕东、潘月云:《论股份全流通后我国公众投资者的权益保护》,《经济纵横》,2011(02)。

于 2011 年 12 月 31 日批准设立了投资者保护局^①，全面负责投资者保护工作的统筹规划、组织指导、监督检查、考核评估；推动建立健全投资者利益保护相关法律法规政策体系；统筹协调各方力量，推动完善投资者利益保护的体制机制建设；督导促进派出机构、交易所、协会以及市场各经营主体在风险揭示、教育服务、咨询建议、投诉举报等方面，提高服务投资者的水平；推动投资者受侵害权益的依法救济；组织和参与监管机构间投资者保护的国内国际交流与合作。但是，仅仅依靠监管的力量是远远不够的，况且制度也难以在短时间内发挥巨大的作用，投资者利益保护亟待法律、制度、公司治理等多方面的同步完善，在投资者特别是中小投资者利益保护的道路上，我们依然任重而道远。

1.2 相关研究综述

保护投资者利益具有重要的实际意义，它不仅关系到中小投资者能否有效地参与到证券交易活动当中，而且会影响到上市公司的运营绩效和市值，对证券市场的整体稳定发展起到重要的作用。自 Berle 和 Means (1932) 提出两权分离理论以来，学界开始研究管理层和股东之间的代理冲突所引发的投资者利益保护问题。但是，近年来的一些研究表明，集中的股权结构是一种普遍现象并保持相对的稳定 (Holderness, 2003; La Porta et al., 1999; Shleifer 和 Vishny, 1986; Morck et al., 1988)。而在一些投资者法律保护比较弱的发达国家和发展中国家，这种股权集中的程度更高。在这种集中的股权结构下，企业的代理冲突主要体现为大股东与中小股东之间的利益冲突 (Shleifer 和 Vishny, 1997)，即大股东可能会利用自己的控制权，通过各种方式来侵害中小股东的利益。为此，国内外学者围绕着股东与管理者、大股东与小股东利益冲突所引发的投资者利益保护问题展开了大量研究，形成了成熟的理论体系与丰富的实证研究成果。这里，笔者将首先从契约论、法与金融以及公司治理这三个视角梳理有关投资者利益保护的文献，然后对股权分置改革和全流通时代的投资者利益保护研究做整体回顾。

1.2.1 契约论与投资者利益保护

最早提出契约理论的是诺贝尔经济学奖的获得者科斯。该理论的前提认为，企业是一组长期的不完备的合约。Modigliani 和 Miller (1958) 认为，企业是一

^① 详见中国证监会网站 <http://www.csrc.gov.cn/>。