

工商管理学术文库

中小投资者利益保护研究

ZHONGXIAO TOUZIZHE
LIYI BAOHU YANJIU

魏成龙◎著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

国家社科基金课题（12BGL033）成果

中小投资者利益保护研究

魏成龙 著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

中小投资者利益保护研究 / 魏成龙著.

北京: 中国经济出版社, 2016. 4

ISBN 978 - 7 - 5136 - 4095 - 4

I. ①中… II. ①魏… III. ①投资者—权益保护—研究—中国 IV. ①F832. 48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 297477 号

责任编辑 严 莉

责任审读 贺 静

责任印制 马小宾

封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京艾普海德印刷有限公司

经销者 各地新华书店

开 本 880mm × 1230mm 1/32

印 张 11.75

字 数 260 千字

版 次 2016 年 4 月第 1 版

印 次 2016 年 4 月第 1 次

定 价 60.00 元

广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68330607)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68355416 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390) 服务热线: 010 - 88386794

前言 ● ● ● ● ●

2015年的“股灾”再一次展现了中国式证券市场的特色,即“以下跌为核心,以暴涨暴跌为特色,以圈钱为己任”。更有人这样描述中国现在的股市:“权、审、跌、圈、散是中国股市的五字真经。机构在做散户的事,追涨杀跌;散户在做政府的事,整天想市场治理;政府在做机构的事,研究股票估值过高或过低。”这样的市场不仅损害了广大中小投资者的权益,而且使得稀缺的资本资源没有得到更有效率的配置,阻碍了中国资本市场长期、健康和规范的发展。本书从融资偏好视角,研究了中小投资者利益保护机制与对策;从政府监管视角,研究了投资者利益保护的信息披露、内幕交易和禁止操纵等的监管。

一、基于融资偏好的中小投资者利益保护

以“控制人剥夺其他投资者利益”为特征的企业强烈股权融资行为,已经成为制约中国资本市场发展的瓶颈之一。本书在研究中小投资者利益保护机制对公司融资行为作用机理的基础上,对中国企业股权融资偏好的特征、发展趋势、形成机理和影响因素展开全面系统的理论研究;实证分析了中国上市公司股权融资偏好与中小投资者利益保护之间的关系;从矫正与治理企业强烈股权融资偏好的角度,研究了企业资本结构的优化

机制、企业控制人行为的制衡机制和企业融资行为的市场监管机制,从完善股东大会制度、改进董事会治理、加强管理层激励约束、重视股权融资的标准及价格规制、提高强制信息披露质量、强化事后监管惩罚和加强外部细分市场体系建设等方面,提出了中小投资者利益保护的理念、制度和对策建议。

(1)中小投资者利益保护机制对公司融资行为的作用机理。在分析外部投资者法律保护的影响因素的基础上,通过构建在中小股东受保护非常薄弱的环境中上市公司的基本模型,依据 Jensen 和 Mecking(1976)公司金融环境研究理论、Tversky 和 Kahneman(1979)前景理论等相关理论,应用 Becker(1968)的“犯罪与惩罚”的分析框架,探讨了中小投资者受保护水平与企业融资行为之间的市场均衡,论证了规范的投资者保护机制与公司融资行为的正相关性及其作用的机理。我们认为规范的投资者保护机制能够通过影响上市公司的融资方向和融资规模,提高市场资源配置的效率,上市公司不仅能够更多融资,而且这些资金也会更多地流入效率较高的项目。

(2)强烈股权融资偏好对中小投资者利益的侵害。通过研究中国企业资本结构变迁的历史进程,阐明了企业融资结构的形成基础与时代特征,揭示了中国企业融资偏好的形成机理以及相关影响因素。借鉴 DEA 模型理论的相关研究成果,选取 59 个上市公司决策单元作为研究对象,确定研究主题相关的输入和输出指标,利用 DEA 模型理论构建 CRS 和 VRS 模型,通过模型获取对各个决策单元有效性评价的数据,进而对上市公司融资偏好的有效性和对中小投资者利益关注情况进行分析,从而揭示了强股权融资偏好普遍的低效率,以及强股权融资行为对中小投资者利益会造成侵害的必然性。

(3) 融资偏好视角下中小投资者利益保护机制及对策建议。以融资的有效性为主线,基于融资偏好角度重点研究中小投资者利益保护机制的构建,主要包括四个方面的内容:①公司资本结构的优化机制;②公司控制人行为的制衡机制;③公司行为的市场监管机制;④中小投资者股东权益的保障机制。从矫正与治理企业强股权融资偏好的角度,提出中小投资者利益保护六个方面的对策与建议:①完善股东大会制度、改进董事会治理;②加强管理层激励约束;③重视股权融资的标准及价格規制;④提高信息强制披露质量;⑤强化事前预防监管,加大事后惩罚力度;⑥加强外部细分市场体系建设。

二、基于中小投资者保护的政府监管

从政府监管的视角,投资者利益保护的内容主要包括信息披露、内幕交易和禁止市场操纵等监管。政府只有加强对违反信息披露义务的惩罚,严禁内幕交易和市场操纵,建立公正、有效和透明的资本市场秩序,才能从根本上保护投资者的利益。

(1) 信息披露监管。证券市场上的信息是指证券市场上一切可能引起证券价格变动的事件,包括各种价格信号和非价格信号。信息具有减少不确定性的功能,投资者对信息的搜寻要付出成本,由于信息具有准公共产品的特征,决定了它区别于私人产品的供求关系,在投资决策中,大投资者信息搜寻有规模效应,搜寻成本较低,而中小投资者的信息搜寻成本相对较高。运用价格决定的存货模型和序贯交易模型,从信息的性质和知情交易者的数量直接影响价格决定的视角,揭示了信息与市场效率之间的关系;从信息有用性、披露质量、披露渠道和披露技术四方面分析了信息与信息披露之间的关系,讨论了自愿披露制度与强制披露制度的理论依据。从博弈的角度解释了上市公司

进行自愿披露的激励,即竞争市场的价格表现机制和业绩优良的上市公司,可以通过自愿披露这个行动来进行信息传递,证券市场如果是一个完全竞争市场就不需要强制披露;而强制披露制度主要是由证券市场的信息不对称引发的道德风险和逆向选择证券等市场失灵的情况下,为了节约交易成本和保护投资者利益必须由政府来执行,以弥补作为公共产品信息的供应不足。针对世界各国普遍存在的以强制披露为主、自愿披露为辅的信息披露制度,以及发达国家鼓励自愿披露的趋势,从经济机制设计理论出发,我们提出了在新兴证券市场上市场力量和自利本性不能代替强制披露的观点。因此,要改进信息披露效率,在信息披露的机制设计上要重视上市公司作为代理人激励相容的约束,加强对违反信息披露义务的惩罚。通过增加证券价格变动中对披露信息的反应成分,减少操纵成分,来增强证券市场的透明度,保护投资者利益。

(2)内幕交易监管。内幕交易行为是指内幕人士在信息公示之前利用该信息所进行的赢取利润或规避风险的交易行为。通过对内幕信息在不同效率(弱型、半强型和强型)证券市场上可能产生的不同影响,分析了证券市场微观结构理论中关于内幕交易的几个模型。我们的基本结论是,知情交易者对私人信息的垄断会降低市场效率,由于可以通过选择交易策略来最大化其私人收益,因此交易量和交易时间的选择会影响信息在价格中的反映,在交易过程中对信息的揭示是不确定的,而且知情交易者数目的增加会减少未知情交易者的福利。而对中小投资者来说,内幕人的获利与避损是以他们利益为代价的(其中并不排除有少量中小投资者也因此获利,但数目甚少可忽略不计),同时内幕人的行为在公开后对中小投资者会形成示范效

应,这是因为他们的行为特征决定他们会做出趋利避害的理性决策,从而他们倾向于成为信息驱动型投资者而不是价值驱动型投资者。这不利于理性价值观念的形成。由于内幕交易的隐蔽性,对其实际行为界定成本很高,监管难度很大,因此,对内幕交易监管除了加大惩罚力度之外,应当建立民事赔偿制度。与此同时,监管部门在进行监管时,要提高透明度,减少中小投资者为避免与内幕人士交易而产生“逆向选择”以及为克服这种“内幕信息走势”而产生额外的交易成本,通过建立共同的道德准则来树立投资者信心。

(3) 市场操纵监管。证券市场的价格操纵行为是指利益主体通过人为、有意识地抬高、压低或稳定证券价格来影响与诱使其他交易者交易证券,从而为自己牟取利益的行为。操纵行为包括直接的价格操纵和间接的价格操纵。在直接操纵中,既包括大投资者与中小投资者之间的博弈,也包括大投资者之间的博弈,前者可以用“智猪模型”来进行说明,只是中小投资者所处的信息不对称使他们远不如完全信息下的小猪幸运,只有少量有分析能力的中小投资者才能盈利,而绝大多数是屡屡上当受骗,血本无归;后者类似于寡头垄断市场结构中潜在进入者和在位者之间的博弈,博弈结果是制造股市泡沫。间接的价格操纵,是指如通过“调节利润”等方法来影响公司红利、股息政策从而影响证券价格走向。从市场结构理论出发,我们认为以垄断为本质的证券价格和数量的操纵,对证券市场有效竞争有很大的损害,即市场价格信号失灵或无法反映真实证券价值,阻断证券价格对真实信息的吸收从而降低市场有效性,进而误导资金的配置。就中小投资者利益来看,操纵者凭借资金与规模优势来支配市场价格与数量,必然要侵害普通投资者的利益,人为

增大市场风险,降低二级市场的流动性。所以中小投资者的利益损失除了实际的亏损外,还包括因流动性降低带来的潜在损失。维护中小股东(投资者)权益,将使公司更加关注股东利益,促使管理层形成创造长期效益的理念,使资金的使用更为有效。同时,也有利于提高企业外部融资能力,促进一国资本市场的发展。通过分析如何对股东权益进行保护的不同法律及其执行效果,进一步解释了为什么各国资本市场的深度与广度会存在很大差异。而对中小股东权益保护的制度性安排,有赖于公司治理结构中剩余控制权和剩余索取权的对应安排,以及更为广泛的财产所有权的明确。在新兴证券市场上,价格操纵与对中小投资者权益的侵害比较突出,要通过公正、有效和透明的资本市场秩序的建立来保护广大中小投资者的合法利益,需要得到法律环境与产权制度的配合。

本书是魏成龙教授负责的国家社科基金课题的主要成果,参加该课题研究的主要有郭璐、魏荣桓、周士元、张绍辉、施媛、胡海峰、刘占军、杨松贺和郑志等,尤其是郭璐和魏荣桓做了大量的文献收集、资料整理、模型的构建和实证分析等工作。本书参阅了大量的相关研究成果,一并表示感谢。

作者

2015年10月

| CONTENTS | 目 录

上 篇 基于融资偏好的中小投资者利益保护

第1章 上篇导论 | 003

1.1 研究背景 / 003

- 1.1.1 研究背景 003
- 1.1.2 理论意义 007
- 1.1.3 应用价值 009

1.2 研究思路、方法及分析框架 / 011

- 1.2.1 研究思路 011
- 1.2.2 研究方法 013
- 1.2.3 研究内容 015

第2章 国内外文献综述 | 017

2.1 相关概念的界定 / 017

- 2.1.1 中小投资者 017
- 2.1.2 机构投资者 018
- 2.1.3 中小投资者利益 019
- 2.1.4 融资偏好 020
- 2.1.5 融资效率 020

2.2 国外理论文献综述 / 020

- 2.2.1 中小投资者利益保护问题研究的

理论基础	020
2.2.2 中小投资者利益保护问题研究的 内部理论拓展	037
2.2.3 中小投资者利益保护问题研究的 外部理论拓展	042
2.3 国内理论研究文献 /	045
2.3.1 基于公司治理的中小投资者利益保护	046
2.3.2 基于法律法规制度的中小投资者 利益保护	052
2.3.3 证券市场监管与中小投资者 利益保护	053
2.3.4 基于股权分置改革的中小投资者 利益保护	055
2.3.5 基于机构投资者发展的中小 投资者保护	056
2.3.6 中小投资者受损的根源与保护对策	058
小结 /	064

第3章 规范中小投资者利益保护机制下的公司融资行为 | 066

3.1 外部投资者法律保护的相关因素 /	067
3.2 中小投资者利益保护机制与企业融资行为的关系 /	069
3.3 中小投资者利益保护机制与融资行为关系的模型分 析 /	072
3.3.1 投资者利益保护水平不同制度背景下公司融资 决策的模型分析	072
3.3.2 基于中小投资者利益保护的公司 融资均衡分析	079

小结 / 085

第4章 中国上市公司的强股权融资偏好 | 086

- 4.1 中国上市公司融资结构的形成基础与特征 / 087
 - 4.1.1 中国上市公司融资结构的形成基础 087
 - 4.1.2 中国上市公司融资结构的特征 095
- 4.2 中国上市公司强股权融资偏好的形成机理及影响因素 / 098
 - 4.2.1 中国上市公司强股权融资偏好的形成机理 098
 - 4.2.2 中国上市公司强股权融资偏好形成的影响因素 103
- 4.3 中外上市公司融资偏好比较分析 / 107
 - 4.3.1 国内外上市公司融资结构的比较 108
 - 4.3.2 国内外上市公司融资模式的比较 109
- 小结 / 112

第5章 公司强股权融资偏好对中小投资者利益的侵害 | 113

- 5.1 DEA 方法介绍 / 114
- 5.2 模型构建 / 117
 - 5.2.1 数据包络 DEA 分析法的应用步骤 117
 - 5.2.2 建构 DEA 模型 118
- 5.3 变量选取与数据来源 / 119
 - 5.3.1 设置指标的原则 119
 - 5.3.2 确立评价指标 120
 - 5.3.3 评价数据的收集与处理 122
- 5.4 实证分析 / 127
 - 5.4.1 DEA 模型相关数据基于强股权融资偏好的整体分析 134

5.4.2	DEA 模型输出指标分析	140
小结 /		142

第6章 中小投资者利益保护机制的构建 | 144

6.1	企业资本结构的优化机制 /	146
6.1.1	规范股票市场行为,优化上市公司 股权结构	147
6.1.2	大力拓展债券市场,优化上市公司 负债结构	148
6.1.3	优化公司治理结构,健全对经理层的 激励和内部监督	149
6.1.4	规范融资监管体系,加强融资行为 外部监督	150
6.2	企业控制人行为的制衡机制 /	150
6.2.1	公司内部制衡机制	151
6.2.2	公司外部制衡机制	154
6.2.3	构建发挥利益相关者职能的监督机制	156
6.3	企业行为的市场监管机制 /	156
6.3.1	建立完善的监管评估体系	156
6.3.2	建立完善的再融资监管实施机制	157
6.3.3	构建激励与约束并举的再融资市场机制 ...	157
6.4	中小投资者股东权益的保障机制 /	158
6.4.1	构建维护中小投资者个人本位的证券 市场制度	158
6.4.2	完善股份回购制度,健全异议股东股份 回购请求权的相关制度	158
6.4.3	发挥网络优势,实施网络投票制度	159

6.4.4 构建维护中小投资者权益的高质量信息披露机制	160
6.4.5 建立投资者的自我保护机制	161
小结 / 162	

第7章 中小投资者利益保护的对策及建议 | 163

7.1 完善股东大会制度,改进董事会治理 / 163	
7.1.1 完善独立董事制度,构建专业化的董事会	164
7.1.2 健全监事会制度,协调独立董事与监事会之间的职能关系	165
7.1.3 引入“股东实质平等”和中小股东行权的便捷性原则	167
7.2 制定融资行为的考核标准,加强管理层激励与约束 / 168	
7.2.1 国有资本适当退出,完善公司治理结构	169
7.2.2 设计合理的薪酬制度,建立多指标考核制度	169
7.2.3 提升违规行为的风险成本	170
7.3 重视股权融资的标准及价格规制 / 170	
7.4 提高信息强制披露质量 / 172	
7.4.1 构建信息披露质量评价体系,提供标准、规范的信息编报指南	172
7.4.2 提升审计准则的可操作性	173
7.4.3 改进信息采集途径和方式,发挥监事会和利益相关者的监督作用	173
7.4.4 加大信息违规处罚力度,制定诉讼救济制度	173

7.4.5 推动和引导自愿性披露	174
7.5 强化融资事前监管,加大事后惩罚力度 / 174	
7.5.1 健全证券市场基础制度、加快市场转型	175
7.5.2 健全监管体制,注重监管效率	177
7.6 加强外部细分市场体系建设 / 180	
7.6.1 加快资本市场建设	180
7.6.2 大力发展商品市场	181
7.6.3 培育职业经理人市场	181
7.6.4 发展债券市场,优化公司的融资结构	182
小结 / 182	

上篇结语 | 183

下篇 基于中小投资者保护的政府监管

第8章 下篇导论 | 193

8.1 研究背景 / 193	
8.2 文献综述 / 195	
8.3 研究内容 / 211	
8.3.1 信息披露监管	212
8.3.2 内幕交易监管	213
8.3.3 市场操纵监管	214
小结 / 216	

第9章 信息披露监管 | 217

9.1 证券市场中信息的性质 / 217	
9.1.1 证券市场信息	217

9.1.2 证券市场信息反应的理论模型	221
9.2 信息与信息披露 / 225	
9.2.1 信息有用性	226
9.2.2 信息披露	228
9.3 信息披露与市场效率 / 231	
9.3.1 自愿披露	231
9.3.2 强制披露	233
9.3.3 关于信息披露监管的不同观点	235
9.4 证券市场信息披露制度 / 237	
9.4.1 证券市场信息披露制度的历史演进	237
9.4.2 现行主要信息披露监管制度	238
9.5 激励相容的信息披露机制 / 243	
9.5.1 强制性信息披露机制	244
9.5.2 自愿披露机制	248
9.6 基于中小投资者保护的信息披露 / 250	
小结 / 254	

第10章 内部交易监管 | 256

10.1 内幕交易的性质 / 258	
10.1.1 内幕人	258
10.1.2 内幕信息	262
10.1.3 内幕行为	265
10.2 内幕交易的理论分析 / 266	
10.2.1 内幕交易与不同效率类型的证券市场 ...	266
10.2.2 内幕交易的微观结构分析	267
10.3 内幕交易监管的理论分析 / 270	
10.4 不同内幕交易监管比较分析 / 274	

10.4.1	内幕交易法律责任比较	274
10.4.2	禁止与防范内幕交易的其他制度	279
10.5	内幕交易监管对中小投资者利益的保护 / 281	
10.5.1	内幕交易与中小投资者利益	281
10.5.2	基于中小投资者利益保护的内幕交易监管	283
	小结 / 285	

第11章 证券市场操纵监管 | 287

11.1	证券市场操纵的性质 / 287	
11.1.1	操纵主体	288
11.1.2	操纵行为	289
11.2	禁止市场操纵的理论分析 / 292	
11.2.1	禁止操纵的市场结构与行为分析	292
11.2.2	操纵行为的绩效分析	294
11.2.3	操纵行为与中小投资者利益	298
11.3	中小股东权益 / 300	
11.3.1	股东权益保护	301
11.3.2	中小股东权益及其保护	303
11.4	证券市场操纵监管对策 / 307	
11.4.1	证券流通市场操纵行为的监管	307
11.4.2	中小股东权益受侵害的防范对策	311
11.4.3	中小股东权益的维护	319
	小结 / 321	

下篇结语 | 323

参考文献 | 326