

魏明海 柳建华 刘 峰 著

中国上市公司投资者 保护研究报告

(2006~2008)



经济科学出版社

中国上市公司投资者 保护研究报告

(2006 ~ 2008)

魏明海 柳建华 刘峰 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司投资者保护研究报告 (2006 ~ 2008) / 魏明海、
柳建华、刘峰著. —北京: 经济科学出版社, 2010. 5
ISBN 978 - 7 - 5058 - 9265 - 1

I. ①中… II. ①魏…②柳…③刘… III. ①上市公司 -
投资 - 研究报告 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 066751 号

责任编辑: 文远怀
责任校对: 徐领柱
版式设计: 代小卫
技术编辑: 潘泽新

中国上市公司投资者保护研究报告 (2006 ~ 2008)

魏明海 柳建华 刘峰 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: esp@esp.com.cn

北京联兴盛业印刷股份有限公司印装

880 × 1230 32 开 5.75 印张 150000 字

2010 年 5 月第 1 版 2010 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9265 - 1 定价: 20.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前 言

大量的研究发现：一国资本市场的发展可以推动其经济的增长，而投资者权益保护则是一国资本市场发展的关键因素。资本市场发展水平的高低与一国投资者保护程度的好坏密切相关。如果外部投资者的利益得不到保障而选择离开资本市场时，市场交易就会萎缩，资本市场的资本配置功能丧失。安然、世界通讯、大庆联谊和银广夏等侵害投资者权益的臭名昭著案件引发的资本市场动荡为此提供了强有力的证据。只有外部投资者的权益得到很好的保护，他们才愿意将资本投入企业，资本市场才能持续健康发展。因此，投资者保护成为近年来理论研究者、投资者和监管层广泛关注的焦点。

对单个公司来说，为其提供资本的投资者包括股东和债权人。由于债权人通常都是成熟且有能力自我保护的机构，比如银行等，它们可通过事前的筛选与签约、事中的积极监督与检查、事后的法律诉讼等手段来保护自己的利益，因此，本书只聚焦股东尤其是中小股东的权益保护。股东可以分成具有控制力的股东和中小股东。其中，具有控制力的股东可以通过任命管理层、直接介入董事会等方式来保护自己，甚至可能通过恶意行使控制权直接侵害中

小股东的权益。中小股东是纯粹弱勢的群体，它们不仅自身在行使权益时存在诸多障碍，还可能面临着来自管理层和控股股东的双重侵害。

那么，什么是投资者保护？投资者保护受哪些制度安排的影响？如何对投资者保护水平进行度量？在“法和金融”学派的代表人物拉波特（La Porta）等人看来，当外部中小投资者将大量的资金交给陌生者使用时，会面临公司控股股东或管理层利用其掌握的控制权以牺牲中小投资者的利益来谋取私利的风险。因此，中小投资者需要获得一些权利，比如选举权、知情权、表决权和收益权等，通过公司法、证券法等商法在内的一系列法律法规和公司章程中对中小股东的保护性条款以及这些条款的有效实施对其利益加以保护。在拉波特等人的研究框架中，所有49个经济体按照其法律来源不同，分为英美法系、法国法系、德国法系、斯堪的那维亚法系。他们的研究是从国家层面讨论投资者保护的，其研究发现有助于人们从总体上理解资本市场发展的规律性特征，有助于宏观层面的政策制定。但其研究实际上隐含着同质性假设，即假定同一法律制度下的所有公司投资者保护水平相同。并且，该研究的另一个缺陷是没有可用的具有可比性的时间序列数据。

近年来越来越多的研究发现：仅从立法和执法的视角来保护企业中小股东免受公司控股股东和管理层的利益侵占是远远不够的，证券市场监管、地方政府治理、中介组织发展以及公司治理机制等制度安排的改善可以弥补法律对投资者保护的不足。因此，投资者保护的内涵和制度安排急需进一步拓展，相应地，对投资者保护的测度指标和

方法也需要改进。

对资本市场的投资者而言，既然投资者保护的制度安排不完全是外生的，那么，更相关的研究应当是公司层面的。即具体到每家公司，投资者保护是否存在差异？如果存在差异，如何描述并量化这一差异？将投资者保护具体化到公司层面，对资本市场监管机构来说也是至关重要的。这是因为，证券市场监管的核心目标之一就是保护投资者的权益，指数化、公司层面的投资者保护度量，可以为监管提供直接的帮助；对研究者来说，一个指数化的、公司层面的投资者保护指标，如果能够做到合理、可靠，它可以为后续的资本市场问题研究提供非常重要的条件。

正是基于上述诉求，本研究将影响投资者保护的制度安排分为国家、地区和公司三个层面。我们从这三个层面选择若干指标构建了一个三层的中国上市公司投资者保护指标体系，用指数化的方式来测度不同层面的制度安排对中国上市公司的投资者保护水平的影响。其中，国家层面的投资者保护制度安排包括立法、证券市场监管、法律与监管制度的执行；地区层面的投资者保护制度安排涉及地方政府治理和中介组织发展；公司层面投资者保护制度安排重点是内部公司治理机制。

本研究报告共分10章：第1章主要从国家、地区和公司三个层面分析影响中国上市公司投资者保护的制度安排；第2章确定构建中国上市公司投资者保护指标体系的理论基础和原则，尤其是各个层面所选择的指标；第3章介绍了各项数据的来源、收集方法以及不同类别指标的得分度量方法；第4~6章分别就法律和证券市场监管、地区

治理环境和公司治理对投资者保护影响的结果进行分析和评价；第7～9章从产权、区域和行业分布的角度对上交所上市公司公司治理指数Top100、深交所主板上市公司公司治理指数Top100和深交所中小板上市公司公司治理指数Top50做进一步的分析；第10章是在前面分析的基础上提出若干政策建议。

我们的研究总体上体现出如下特点：第一，指标体系包含的指标比较全面，不仅延续了“法和金融”的立法和执法的视角，还考虑了证券市场监管、地方政府治理、中介组织发展以及公司治理机制等制度安排对投资者保护的影响，从而在横向上拓展了拉波特等人的研究；第二，本研究完全采用客观指标来测度投资者保护水平，并且，年度之间的数据具有可比性，这有利于保证数据的持续更新，使投资者保护的研究避免了仅限截面研究的局限。

尽管我们充分吸收和借鉴了现有国内外相关的研究成果和业界的建议，在此基础上进行了大量的分析和研究，但本研究仍然可能存在一些不完善之处。比如，囿于数据可得性的原因，所选择的一些指标可能相对较为间接；一些指标具有较为明显的时间特性，可能需要适时进行调整。这些因素在一定程度上可能会影响到最终结果的精确性。但是，我们依然认为，本研究报告的结果基本上能够反映出中国上市公司投资者保护的 actual 状况。

本项目的研究历时近3年。在项目的研究阶段，中山大学的谭松劲教授、美国罗德岛大学的林秉旋教授、中欧工商管理学院的陈杰平教授、中国香港城市大学的苏锡嘉教授、美国宾夕法尼亚大学的柯宾教授、美国亚利桑那大

学的李真教授、中山大学的卢锐和路晓燕副教授、暨南大学的黎文靖副教授，以及郑国坚博士、万良勇博士和陈胜蓝博士等参与了本研究的讨论并提出宝贵意见，中山大学管理学院研究生程六兵、黄琮宇、雷倩华、陈敏英、赵黎敏、刘萌、李旒、赵静、李晶晶、窦欢等参与了本研究的数据收集工作，中国注册会计师协会、《中国证券报》、《上海证券报》和《证券时报》等机构为本研究提供了相关数据的帮助。同时，本研究还得到国家自然科学基金委、广东省自然科学基金等机构的资助，在此一并表示诚挚的谢意！

尽管我们以为研究者、投资者和监管部门提供有价值的投资者保护研究报告为目标，并以此来要求我们的研究工作，但囿于学识有限，疏漏和不足在所难免，我们真诚欢迎批评指正，以便我们的研究能不断得以完善。

中山大学中国上市公司投资者保护研究项目组

2010年3月 康乐园

目 录

第 1 章 投资者保护制度安排	1
1.1 投资者保护制度安排 I：法律与证券市场监管	2
1.1.1 法律与投资者保护	2
1.1.2 证券市场监管与投资者保护	4
1.1.3 法律和证券市场监管制度执行与投资者保护	5
1.2 投资者保护制度安排 II：地区治理环境	6
1.2.1 地方政府治理与投资者保护	6
1.2.2 中介组织发展与投资者保护	8
1.3 投资者保护制度安排 III：公司治理	9
1.3.1 企业改善其投资者保护水平的内在需求	9
1.3.2 外部制度环境对公司改善其投资者利益 保护机制的影响	11
1.4 本章小结	12
第 2 章 投资者保护评价指标体系构建	14
2.1 投资者保护评价指标选择的理论基础与原则	14
2.2 投资者保护评价指标的选择	15
2.2.1 投资者保护评价指标选择 I：法律 与证券市场监管	16

2.2.2	投资者保护指标选择Ⅱ：地区治理环境	19
2.2.3	投资者保护评价指标选择Ⅲ：公司治理	21
第3章	投资者保护数据收集与指数设计	27
3.1	投资者保护数据收集	27
3.2	投资者保护指数设计	28
3.2.1	法律和证券市场监管指标得分的度量方法	28
3.2.2	地区治理环境和公司治理指标得分的 度量方法	31
第4章	投资者保护：法律与证券市场监管指数	34
4.1	证券市场立法保护指数	34
4.2	证券市场监管保护指数	37
4.3	法律和证券市场监管制度执行保护指数	40
4.4	本章小结	42
第5章	投资者保护：地区治理环境指数	44
5.1	地区治理环境指数总体状况	44
5.2	地方政府治理指数	49
5.3	中介组织发展指数	57
5.4	本章小结	64
第6章	投资者保护：公司治理指数	66
6.1	公司治理保护指数的总体状况	66
6.2	公平性	74
6.3	透明与合规性	78
6.4	激励性	82
6.5	独立与约束性	85

6.6	本章小结	89
第7章	上交所公司治理指数 Top100 分析	91
7.1	上交所公司治理指数 Top100 总体状况	91
7.2	上交所公司治理指数 Top100 产权分布	93
7.3	上交所公司治理指数 Top100 区域和 省（市、区）分布	94
7.4	上交所公司治理指数 Top100 的行业分布	97
第8章	深交所公司治理指数主板 Top100 分析	102
8.1	深交所公司治理指数主板 Top100 总体状况	102
8.2	深交所公司治理指数主板 Top100 产权分布	104
8.3	深交所主板公司治理指数 Top100 区域和 省（市、区）分布	105
8.4	深交所公司治理指数主板 Top100 行业分布	110
第9章	深交所中小板公司治理指数 Top50 分析	114
9.1	深交所中小板公司治理指数 Top50 总体状况	114
9.2	深交所中小板公司治理指数 Top50 产权分布	117
9.3	深交所中小板公司治理指数 Top50 区域和 省（市、区）分布	119
9.4	深交所中小板公司治理指数 Top50 行业分布	123
第10章	主要建议	127
	主要参考文献	130
	附录	136

附录 1：参考的法律法规与证券市场 监管制度（1992～2008）	136
附录 2：2006～2008 年上交所上市公司公司 治理指数 Top100	151
附录 3：2006～2008 年深交所主板上市公司 公司治理指数 Top100	157
附录 4：2006～2008 年深交所中小板上市公司 公司治理指数 Top50	162

第1章

投资者保护制度安排

资本市场的发展将促进一个国家经济增长，这一观点在学术界已达成普遍的共识。但哪些因素决定着一个国家资本市场的发展水平？学术界试图从不同的视角进行解读。其中，以拉波特等（La Porta et al. , 1997, 1998）为首的“法与金融”学派的观点最有影响。拉波特（1997, 1998）和斯雷菲和沃尔芬森（Shleifer and Wolfenzon, 2002）认为，投资者利益受法律保护的程度是资本市场发展最为重要的因素。然而，目前学术界对投资者保护的内涵尚未取得一致的认识。越来越多的研究发现：除了宏观层面的法律之外，证券市场监管、地方政府治理以及微观层面的公司治理等都会影响投资者保护的水平。显然，对投资者保护制度安排的厘清无论对人们理解投资者保护内涵还是评价投资者保护水平都异常重要。因此，本章将对现有文献进行系统的梳理，并在分析投资者保护制度安排的基础上，深化对投资者保护内涵的认识，并提出投资者保护的框架。

1.1 投资者保护制度安排 I： 法律与证券市场监管

1.1.1 法律与投资者保护

从法律视角研究资本市场的发展经历了一个比较长的理论发展过程。最先，莫迪利安尼和米勒（Modigliani and Miller, 1958）认为，企业是投资项目及其所创造的现金流的集合，企业的价值取决于投资项目创造的现金流，与资本结构无关。股权和债权只是对现金流的一种索取权。但是，莫迪利安尼和米勒（1958）的研究并没有解释经理人为何要将现金流返还给投资者。后来，詹森和麦克林（Jensen and Meckling, 1976）的研究发现，基于理性人的假设，企业的内部人完全可以将这些现金流截留以满足自身私利最大化，正是这种代理成本的存在并不必然导致债权人能够获得固定承诺的现金流，也并不必然使股东能够享有公司的红利分配。在詹森和麦克林（1976）契约分析框架下，用剩余索取权来定义企业的所有权和投资者的权利并不是一种很好的方式，在很多情况下谁是剩余收益的索取者并不清楚（Hart, 1995）。由于合约不完全性的客观存在，哈特（Hart, 1995）提出了剩余控制权的概念，即合同中没有明确规定未来状态的决策权。当投资者将大量的资金交给陌生者使用时，很难预见未来发生何种状况以及企业做出何种决策。因此需要一个事先预定的决策程序，比如，股权投资者需要投票权以选出能代表他们利益的董事会来应对将来的未定状态，债权投资者在企业进入破产程序时，也具有接管公司的权力；股东能获得红利是因为他们有权反对不支付现金流的管理层，债权人能获得利息是因为他

们有权处置抵押物。

正是基于上述分析，股东向公司投资时通常会获得一些权力，比如选举权、知情权、表决权和收益权等。但是，股东被分成具有控制力的股东和中小股东。其中，但在此过程中，具有控制力的股东可以通过任命管理层、直接介入董事会等方式来保护自己，甚至可能通过恶意行使控制权直接侵害中小股东的权益。中小股东是纯粹弱势的群体，它们不仅自身在行使权益时存在诸多障碍，还可能面临着来自管理层和控股股东的双重侵害。因此，需要通过公司法、证券法等一系列法律法规对中小股东的保护性条款以及这些条款的有效实施加以保护（La Porta et al., 1997, 1998）。只有股东的权力得到很好的保护，他们才愿意将资金投入企业，资本市场才能持续健康发展（Modigliani and Perotti, 2000）。

由于不同法律体系对投资者享有的权利具有不同的界定，并提供不同的保护机制，而法源决定了一国法律体系的整体架构。因此，拉波特（1997, 1998）选用了一组指标来比较不同法系国家的投资者保护水平的高低。以股权投资者保护为例，选用的指标包括：一股一票、抗董事权和强制股利。其中，抗董事权包括六项权力，分别是通信表决权、无阻碍出售权、累积投票权、少数股东反对权、优先认股权以及临时股东会召集权。结果发现：在不同法系的国家中，外部中小股东受保护的水平是不一致的。进一步，由于公司的内部人（包括控股股东和经理人）可能运用其掌握的权力通过多种自我交易的方式来谋取私利，比如，管理层在职消费、过度的高额薪酬、转移定价、挤占投资机会、向内部人的私人贷款甚至是直接的利益侵占等，这些交易行为与外部中小股东的利益存在明显的冲突，因此拉波特和他的合作者构建了抗自我交易的指数来测度法律保护小股东免受公司内部人利益侵占的水平。该指数强调自我交易的信息披露、批准以及诉讼等执行机制，结果发现该指数相对于抗董事权指数来说能更好地揭示投资者利益受保护的水平

(Djankov et al. , 2008)。

1.1.2 证券市场监管与投资者保护

尽管“法与金融”学派的支持者极力强调法律对投资者利益保护至关重要的作用，但在任何一个国家和任何时期，立法者很难预见到未来所有可能的事件。法律不可能准确无误并详细地规范所有可能对投资者利益进行侵害的潜在行为，也不能完全反映社会经济环境可能发生的变化。仅仅依赖这种存在固有内在不完备性的法律来保护投资者的利益显然是不够的 (Pistor and Xu, 2002)。

当法律不能完全保护投资者利益免受侵害时，证券市场监管机构及相应监管制度的出现就显得十分重要。证券市场监管机构在规则制定、证券市场的调查和相关规则的执行方面具有强大的力量。尤其是在法律相对较差的新兴市场，证券市场监管制度的出台将是司法不力的有效替代 (La Porta et al, 2000; Glaeser et al. , 2001; Johnson and Shleifer, 2001; Pistor and Xu, 2002; Klapper and Love, 2004; Bushee and Leuz, 2005)。

以我国为例，当前资本市场上的中小投资者面临着利益被公司内部人侵占的风险，甚至一些中介机构也与公司内部人合谋共同侵害其利益，这会严重影响投资者的信心。投资者希望上市公司能够透明、披露真实的信息，并有机构对上市公司和中介组织的机会主义行为进行有效监督和约束 (Chen et al. , 2005)。中国证监会作为证券市场监管的主体，其出台的相关中小投资者利益保护的规章制度表明了政府希望将控股股东的利益与中小股东利益协调一致的意愿 (MacNeil, 2002)。除了证监会以外，证券交易所等其他机构也对投资者利益保护起到非常重要的作用 (Liebman and Milhaupt, 2007)。

一些经验研究为此提供了证据支持。比如，陈等人 (Chen et al. , 2005) 研究发现：作为证券法的执行主体，中国证监会的一

些管制行为会对很多上市公司的股价产生影响；在这些上市公司中，审计师变更的比例更高，收到非标准审计意见的比例更高，CEO 的变更也更多。上述结果表明证券监管市场的监管行为是有效的。贝克曼等（Berkman et al. , 2008）检验了旨在改善中小股东保护水平的三项管制制度变化的财富效应。该文用公司关联交易作为公司治理质量的反向替代指标，结果发现：相对于治理好的公司来说，公司治理弱的公司在管制规则发布日前后会有更大的非正常回报。这表明：在弱法律执行的国家，证券市场监管在保护中小投资者免受侵害方面是有效的。这与拉波特等人（2002）的研究结论是一致的。此外，证券交易所对上市公司违规行为的公开谴责也是资本市场上重要的惩罚和威慑机制。列布曼和米尔霍特（Liebman and Milhaupt, 2007）研究了公开谴责这种声誉机制对上市公司及管理行为的影响。结果发现：公开谴责导致上市公司股价下跌、对外股权融资和债务融资难度增加等，这表明交易所也是保护投资者利益的重要力量。

1.1.3 法律和证券市场监管制度执行与投资者保护

在实践中，仅仅通过立法或证券监管部门制定一些规章制度来保护外部中小投资者的利益显然是不够的。拉波特等人（1998）不仅强调了法律条文在保护外部投资者利益时所起的作用，还强调了对这些法律条文有效执行的重要性。他们认为，“执法的有效性与法律条文至少是同等重要的，如果不是更重要的话”^①。因此，他

^① 德方帝和亨格（DeFond and Hung, 2004）、陈等（Chen et al. , 2005）等的研究更是认为，对法律条文进行有效的执行比立法本身显得更为重要。国内学者肖珉（2008）分别从法的建立和法的实施两个方面研究我国中小投资者法律保护对股权融资成本的影响。研究结果发现，法的建立作用有限，中小投资者保护立法仅在某些特定阶段对权益资本成本产生影响；而法的实施作用明显，有关法律实施的典型事件和地区差异对权益资本成本具有显著的降低作用。