

【面向二十一世纪的高等学校文科教材系列】

办公室工作：

案例、方法与技巧

Office Work :
Cases , Methods and Techniques

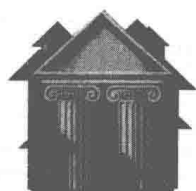
李正春 编著

(第二版)



暨南大学出版社
JINAN UNIVERSITY PRESS





法律保护、 投资者选择与 金融发展

Legal Protection, Investor Choice and Financial Development

邵明波 著



中央编译出版社
Central Compilation & Translation Press

图书在版编目(CIP)数据

法律保护、投资者选择与金融发展 / 邵明波著. —北京:
中央编译出版社, 2017.4

ISBN 978-7-5117-3313-9

I. ①法… II. ①邵… III. ①法律保护-关系-金融
业-经济发展-研究-中国 IV. ①F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 083767 号

法律保护、投资者选择与金融发展

出 版 人: 葛海彦

出版统筹: 贾宇琰

责任编辑: 盛菊艳

责任印制: 尹 珺

出版发行: 中央编译出版社

地 址: 北京西城区车公庄大街乙 5 号鸿儒大厦 B 座 (100044)

电 话: (010) 52612345 (总编室) (010) 52612335 (编辑室)
(010) 52612316 (发行部) (010) 52612346 (馆配部)

传 真: (010) 66515838

经 销: 全国新华书店

印 刷: 河北下花园光华印刷有限责任公司

开 本: 787 毫米×1092 毫米 1/16

字 数: 167 千字

印 张: 13.25

版 次: 2017 年 4 月第 1 版

印 次: 2017 年 4 月第 1 次印刷

定 价: 53.00 元

网 址: www.cctphome.com 邮 箱: cctp@cctphome.com

新浪微博: @中央编译出版社 微 信: 中央编译出版社 (ID: cctphome)

淘宝店铺: 中央编译出版社直销店 (<http://shop108367160.taobao.com>) (010) 55626985

本社常年法律顾问# 北京市吴栾赵阎律师事务所律师 闫军 梁勤

凡有印装质量问题, 本社负责调换。电话: (010) 55626985

自序

金融是现代经济的中心，是经济良序运行的重要支撑。随着金融体系运行效率与经济增长关系研究的深入，以投资者权利的法律保护水平对金融发展的影响为研究内容的法与金融理论成为最充满活力和最具前沿性的研究领域之一。法与金融理论是 20 世纪末期在美国兴起的一门新兴金融学与法学交叉学科。该理论发端于对公司外部融资影响因素的研究，通过对比不同法律环境下的金融发展水平，发现法律制度对投资者（尤其是外部投资者）权利的保护能够有效阻止内部人侵害外部投资者的利益，促进金融发展。法律制度对投资者权利的保护通过影响企业外部融资，进而影响金融发展。随着研究的深入，学者们进一步发现，法律条文和法律制度的具体实施并不能画等号。有法不依有时甚至比无法可依更糟糕。只有当金融体系根植在健全有效的法律制度框架时，金融发展才能成为实体经济健康运行的必要支撑，实现对经济增长的促进效应。

在许多经济学家看来，中国经济发展的实际情况难以在法金融理论框架中获得解释：虽然中国的法律体系对投资者的保护并不充分，金融发展水平也不高，效率还相对低下，但中国却是世界上经济增长最快的国家之一。回顾中国的金融发展历程，国有企

业融资体制的改革是理解中国投资者权利保护与金融发展之间逻辑关系的关键。

改革开放三十多年来，中国金融业改革不断推进，开放程度逐步提高，基本形成了多元化、竞争的格局。银行业经历了从“财政出纳”到“独立核算、自负盈亏”的商业银行改革；证券市场则经历了“从无到有——快速发展——规范发展”的历史过程。中国金融业获得了前所未有的发展，取得了许多重大成就。纵观中国金融体系的发展历程，其改革肇始于国有企业改革，其发展与国有企业投融资方式的变迁息息相关。因此想要理解中国的金融发展，首先要从国有企业融资体制改革的历史着手。

计划经济时期，国家集中掌握金融资源，国有企业的融资体制表现为国家充当投资主体，由财政部门拨款直接对国有企业注入资金（或者以补贴的形式直接弥补国有困难企业的亏空），这一融资体制直到2003年才完全停止。国家既是企业的所有者，又作为企业的投资者，其权利保护大多通过行政命令实现。由财政部直接注入资金的融资体制缺少对资金使用效率的激励，为了提高企业使用资金的效率，1979年8月国务院批准了国家计划委员会、国家建设委员会、财政部《关于基本建设投资试行贷款办法的报告》，同时还批准了《基本建设贷款试行条例》，以及建设银行正式从财政部独立出来。伴随着国有企业融资体制“拨改贷”的改革，我国银行体系拉开了商业银行改革的序幕，工商银行、中国银行和农业银行等主要的国有商业银行相继独立或恢复，成为国家专业银行，人民银行则专门行使中央银行职能。

随着改革步伐的深入，进一步确立了建立现代企业制度的改革目标，这对国有企业“拨改贷”的融资体制提出了新的挑战。十四

了投资者对现金流的要求权，而投资者之所以可以收回现金流，是因为法律赋予他们权利。例如，股票是股东在公司董事会的选举投票权凭证，债券（尤其是担保债券）是债权人在发债公司违约时对抵押品的索取权凭证。法律对投资者权利的保护水平是影响各个国家的金融发展呈现巨大差异的内在原因，薄弱的投资者保护难以形成有效的金融体系。

金融体系的发展和优化是促进经济增长的重要背景。随着经济学家们对金融发展与经济增长的关系认识的深化，研究投资者权利的法律保护对金融发展的影响已成为金融学最充满活力和最具前沿性的研究领域之一。从法律制度对投资者保护水平的视角研究不同国家的金融发展，对中国的金融发展具有重要的理论意义和现实意义。

法与金融理论兴起于 20 世纪末，1998 年 LLSV 发表了论文《法律与金融》被视为法与金融理论开创性的工作，从法律对投资者保护的角度解释了不同国家的金融发展的差异。后来的学者不断完善和丰富理论的内涵，逐渐形成法与金融理论体系。该理论以法律制度对投资者权利保护水平为研究对象，把投资者的机会主义行为倾向引入模型假定，分析投资者权利的法律保护水平对企业家和投资者行为的影响，从而导致不同国家金融发展的差异。该理论的起因和目的是要研究和分析当前不同国家金融发展的差异问题，即有的国家形成有利于经济增长的金融体系，有的国家却没有；有的国家培育出有利于金融发展的投资者保护法律体系和合同实施机制，而有的国家却没有。

金融体系的成熟程度和演化阶段反映了该国的储蓄向投资转化的能力，是一国市场化程度发展的重要标志。改革开放 30 年，中国的金融体系经历了从单一到多元的演变，金融部门经历了从国家财政出纳到成为国家经济的重要组成部分的角色转换。其间，中国金

政策性银行等其他银行业机构并存的多层次的银行体系。除此之外，为了减少地方政府对商业银行的行政干预，中国人民银行撤销了 31 个省级分行，改大区设置分行，从而结束了商业银行对亏损国有企业的资金供给渠道。

通过“债转股”优化国有企业债务结构的改革思路一直指导着中国国企改革步伐。2016 年 10 月 10 日国务院发布《关于市场化银行债权转股权指导意见》指出，“为有效落实供给侧结构性改革决策部署，支持有较好发展前景但遇到暂时困难的优质企业渡过难关，有必要采取市场化债转股等综合措施提升企业持续健康发展能力”，强调要遵循法治化原则、按照市场化方式有序开展债转股，建立债转股对象企业市场化选择、价格市场化定价、资金市场化筹集、股权市场化退出等长效机制。

随着“债转股”国企改革思路的实施，股票市场在国企改革的舞台上扮演的角色越来越重要。“债转股”为证券市场（尤其是股票市场）向国有企业改革提供服务埋下了伏笔。1998 年 12 月全国人大常委会正式发布《中华人民共和国证券法》，成为证券市场发展的重要法律依据，为国有企业改制、上市提供法律参考。

1999 年 11 月国家推出国有股配售试点方案以及 10 家试点上市公司，迈出了通过股票市场减持国有股份的第一步。大量国有企业经过股份制改组上市获得资金，国有企业融资结构由单一的信贷融资发展为股权融资和信贷融资并重的多元化融资结构。通过股票市场融资，国有企业的投资主体呈现多元化的趋势。把国有企业推向股票市场，引入现代企业制度的运行机制，通过公司内部股东大会、董事会、监事会及经理层组成的法人治理结构，从制度上消除了传统国企政企不分、所有权与经营权不分的弊端。上市公司的信息公

开的法定义务，使国有企业面临证监会、证交所、会计师事务所、律师事务所等机构的社会化监督。

然而轰轰烈烈的国有股减持过程中，对股票市场上投资者的权利保护考虑不周全，这直接导致了股票市场的暴跌。2001年6月，国务院五部委联合发布《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》，这标志着国有股减持工作正式启动。该方案一公布，股票市场应声急跌，截至2001年10月，上证指数一口气从2245点跌到1520点，短短四个月跌去了700多点，跌幅超过三成。中国证监会经报告国务院，决定在具体操作办法出台前，暂停执行《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》第五条关于“国家拥有股份的股份有限公司向公共投资者首次发行和增发股票时，均应按融资额的10%出售国有股”的规定，国有股减持告一段落。此后多次国有股减持的事实证明，只有充分尊重投资者的权利，才能带来金融市场的稳健发展。

随着国企改革的深化，中国金融体系在经济发展中的作用越来越重要。未来的制度建构中，我们将如何积极推进金融发展，使其在经济发展中更充分地发挥“金融心脏”的作用？面对这样的问题，我们首先需要理解造成不同国家金融发展水平的差异的内在原因。在此背景下，本书从法金融领域研究出发，从理论研究和实证研究两方面，研究了法律制度及其实施保护投资者权利的程度对金融发展的影响。

按照投资者的投资行为产生的现金流要求权，投资者的权利可以分为股权（购买权益）和债权。法律制度对投资者权利的保护可以分为对股东权利的保护和对债权人权利的保护。因此在系统梳理国内外法与金融领域的文献之后，本书主要从所有者权益和债权人

权益两个角度探讨。考虑到中国的金融体系以银行为主导，本书重点研究信贷市场的法律保护效应。

进入新世纪以来，国有企业改革的步伐仍未止息。虽然我们 cannot 预见中国的金融体系具体会发生怎样的变化，但是如何在金融体系的发展中更好地保护投资者的权利是发展的前提。只有根植于重视保护投资者权利的法治土壤，金融发展才能有效地发挥经济“心脏”的作用。

目 录

自 序	1
一、前 言	1
(一) 本书的写作背景及意义	1
(二) 本书的写作思路及研究方法	4
(三) 本书的主要创新点及有待进一步研究的问题	5
二、司法独立与君权专政之争	7
(一) 大陆法系传统中的王权专政	7
(二) 普通法系限制王权的传统	10
三、法与金融理论的缘起	16
(一) 银行主导型金融体系与市场主导型金融体系之争	16
(二) 法与金融领域研究的兴起	18
(三) 法律制度、投资者保护与金融发展	21
四、法与金融理论的发展	24
(一) 法律保护与股票市场发展	24
(二) 法律保护与借贷市场发展	28
(三) 法律实施与金融发展	30
(四) 法律保护影响金融发展的内在机理：政治机制抑或 适应能力机制	33

(五) 本章小结	35
五、债权人权利保护与借贷市场发展	38
(一) 引言	38
(二) 特征事实：债权人权利保护的国际比较	39
(三) 债权人的行为选择：理论模型分析	47
(四) 不同债权人权利保护水平下的借贷市场发展	52
(五) 实证检验：债权人权利保护水平与借贷市场的发展 ...	61
(六) 本章小结	67
六、股东权利保护与股票市场发展	69
(一) 引言	69
(二) 模型分析：投资者保护与股票市场发展	69
(三) 投资者权利保护的指标体系	80
(四) 特征事实：投资者权利保护的跨国差异	88
(五) 投资者保护与证券市场发展：来自国际的实证检验 ...	95
(六) 本章小结	106
七、信贷市场的法治效应：理论模型及其扩展	113
(一) 引言	113
(二) 模型基本设定	115
(三) 基本模型分析	117
(四) 模型的扩展分析：内生的成功率	123
(五) 本章小结	126
八、信贷市场的法治效应：来自国别数据的实证	127
(一) 特征事实：法律实施效率的国际比较	127
(二) 来自国别横截面数据的分析	131
(三) 本章小结	137
九、信贷市场的法治效应：来自中国的实证	138
(一) 来自省级面板数据的实证	138

(二) 来自环渤海区域的实证	150
(三) 来自上海的实证	165
(四) 本章小结	173
十、结束语	175
(一) 主要研究结论	175
(二) 研究结果对于中国的政策启示	176
(三) 未来发展方向及进一步研究思路	183
参考文献	185
后 记	199

一、前言

（一）本书的写作背景及意义

20 世纪初期熊彼特（Schumpeter, 1911）指出，运行良好的金融中介能够引导资金有效地流向最有机会成功实施创新产品和生产工艺的企业，促进创新，推动经济增长。尽管金融发展与经济增长之间的关系还存在争论^①，自从戈德史密斯（Goldsmith, 1969）开创性地开展金融发展与经济增长的跨国比较分析^②，大量的实证研究表明金融发展能够显著地促进经济增长（King and Levine, 1993; Levine, 1997; Levine and Zervos, 1998; Rajan and Zingales, 1998）。

虽然良好的金融体系对经济增长具有显著的促进作用，但是不同国家之间的金融发展水平和金融结构存在着巨大的差异，金融体系在经济发展中扮演的角色也不尽相同。面对这些问题，理论界从经济学、法学、政治学、哲学和社会学等视角对金融发展的路径和

① 以卢卡斯（Lucas, 1988）为代表的一些经济学家认为，经济发展引致了对金融发展的需求，进而促进金融发展，是经济发展促进金融发展。

② 戈德史密斯于 1969 年在《金融结构与金融发展》一书中对金融结构与经济增长之间的关系进行了跨国比较研究，虽然不能据此确定金融发展与经济增长的因果关系，但其开创了这一领域的研究。

内在机理展开研究。西方许多经济学家早已认识到,研究法律制度和金融体系的演化是理解经济发展的关键(North, 1981; Engerman and Sokoloff, 1997)。当金融体系植根在健全的制度框架中,金融发展才会对经济增长产生巨大的影响(郑志刚, 2007)。20世纪90年代以来,经济学家开始从法律角度研究法律制度对投资者权利的保护水平对金融发展的影响,形成了法与金融理论。该理论认为,有效的投资者权利保护机制是影响金融发展的重要因素;有效的投资者保护法律体系和合同实施机制有利于激励投资者的投资信心,增加资金供给,使企业获得更多的融资便利,促进金融发展。

传统标准认为,“好的”金融体系应具备有效的法律体系、良好的会计标准、透明的金融制度、有效的资本市场和规范的公司治理。按照传统的标准,中国的金融体系是一个“失败的”金融体系。然而,改革开放以来中国已经取得了令世界瞩目的经济增长,经济总量跃居世界第二。一种观点认为,如果中国有一个好的金融体系,将会做得更好。但有些国家虽然具有好的会计体系和法律体系等“好的”金融体系的某些特征,但却一直运作得很差。当中国经济进一步发展时,将如何促进金融发展?要回答上述问题,必须首先回答“金融发展的决定因素是什么”、“这些因素如何影响金融发展”。

划分不同国家金融体系模式的标准,一般是依据金融中介机构(主要是指银行)和金融市场在其金融体系中各自所发挥的不同作用,区分为银行主导型金融体系和市场主导型金融体系。然而研究证明,相比金融体系(银行主导或市场主导)的类型,法律起源更能有效地解释金融发展和长期经济增长的跨国差异。把金融体系区分为银行主导和市场主导“既不符合实际,也缺乏成效”(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny, 2000)。法律体系被理论界认为是对投资者权利界定和保护的重要途径。LLSV(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny的简称, 1998)的研究认为,证券反映

了投资者对现金流的要求权，而投资者之所以可以收回现金流，是因为法律赋予他们权利。例如，股票是股东在公司董事会的选举投票权凭证，债券（尤其是担保债券）是债权人在发债公司违约时对抵押品的索取权凭证。法律对投资者权利的保护水平是影响各个国家的金融发展呈现巨大差异的内在原因，薄弱的投资者保护难以形成有效的金融体系。

金融体系的发展和优化是促进经济增长的重要背景。随着经济学家们对金融发展与经济增长的关系认识的深化，研究投资者权利的法律保护对金融发展的影响已成为金融学最充满活力和最具前沿性的研究领域之一。从法律制度对投资者保护水平的视角研究不同国家的金融发展，对中国的金融发展具有重要的理论意义和现实意义。

法与金融理论兴起于 20 世纪末，1998 年 LLSV 发表了论文《法律与金融》被视为法与金融理论开创性的工作，从法律对投资者保护的角度解释了不同国家的金融发展的差异。后来的学者不断完善和丰富理论的内涵，逐渐形成法与金融理论体系。该理论以法律制度对投资者权利保护水平为研究对象，把投资者的机会主义行为倾向引入模型假定，分析投资者权利的法律保护水平对企业家和投资者行为的影响，从而导致不同国家金融发展的差异。该理论的起因和目的是要研究和分析当前不同国家金融发展的差异问题，即有的国家形成有利于经济增长的金融体系，有的国家却没有；有的国家培育出有利于金融发展的投资者保护法律体系和合同实施机制，而有的国家却没有。

金融体系的成熟程度和演化阶段反映了该国的储蓄向投资转化的能力，是一国市场化程度发展的重要标志。改革开放 30 年，中国的金融体系经历了从单一到多元的演变，金融部门经历了从国家财政出纳到成为国家经济的重要组成部分的角色转换。其间，中国金

融业获得了前所未有的发展，取得了许多重大成就。然而按照传统的标准，中国的金融体系还不够完备，效率相对不高。随着经济的发展，我们将如何积极推进金融发展，使其在经济发展中更充分地发挥“金融心脏”的作用？面对这样的问题，我们首先需要理解造成不同国家金融发展水平差异的根本因素和内在机理。法与金融理论正是以关注法律制度对投资者的保护水平，从而对金融发展的影响为研究内容，从这一视角展开研究对积极推进中国的金融发展具有重要的现实意义。

（二）本书的写作思路及研究方法

法律制度对投资者权利的保护通过影响企业外部融资发展，进而影响金融发展。按照投资者的投资行为产生的现金流要求权，投资者的权利可以分为股权（购买权益）和债权。股东（股权持有者）拥有对公司董事会的选举权，以及对公司重大事件的表决权等权利，债权人（尤其是担保债权人）拥有在发债公司违约时对抵押品的索取权等权利。由此，法律制度对投资者权利的保护可以分为对股东权利的保护和对债权人权利的保护。

基于以上思路，本书首先对该领域相关文献进行梳理，并作评述性回顾，然后分别分析了法律制度对股东和债权人权利提供的保护程度对金融发展的影响。考虑到虽然投资者的权利需要依靠法律制度的界定和保护，但是投资者权利的实现需要法律制度的具体执行和实施，即执法环节是投资者权利从法律条文到事实实现的惊险一跃。因此，本书进一步研究了法律实施效率对金融发展的影响。最后对全文进行总结。

本书的研究方法以方法论上的个人主义和个人行为分析为特征，运用供给—需求分析、成本—收益分析、实证分析与规范分析、定

性分析与定量分析等经济学分析方法,总体来说可以分为理论和实证两个方面。理论上,在法与金融理论相关的模型框架内,结合我国实际经济的现实,加入相应的变量或者假设,从而丰富了理论模型的解释力度。具体来说,引入银行筛选成本 (screening cost),并假设银行筛选成本随着法律制度对债权人权利保护水平的提高而下降。通过理论分析法律对债权人权利的保护在金融发展进程中的作用,本书将证明:在贷方完全竞争的信贷市场上,法律实施效率的提高会放松借款人面临的信贷约束,提高债权人的贷款供给量,对信贷市场贷款平均利率水平的影响不确定;在贷方完全垄断的信贷市场上,法律实施效率的提高会放松借款人面临的信贷约束,提高债权人贷款供给量,提高信贷市场上的贷款平均利率。

在实证上,本书的分析主要集中在两个方面:一方面,用实际数据检验法律对债权人和股东的保护水平对金融发展的影响;另一方面,结合跨国数据和中国经济发展的现实数据来检验理论和模型的结果。所使用回归模型主要有横截面数据回归模型、混合数据模型、面板数据的固定效应模型、随机效应模型、FGLS 估计模型和工具变量估计模型等分析方法。具体来说,首先,借鉴已有文献的指标体系,建立不同国家的投资者权利法律保护水平和金融发展水平的数据库,通过横截面数据回归分析投资者权利保护水平的差异对金融发展的影响。其次,建立中国各省市法律实施效率和金融发展水平数据库,通过面板数据的固定效应模型、随机效应模型、FGLS 估计模型和工具变量估计模型等分析方法,分析法律实施效率对金融发展的影响。

(三) 本书的主要创新点及有待进一步研究的问题

本书的创新主要体现在理论和实证两个方面: