

杜煊君 著



中国证券市场： 监管与投资者保护

上海财经大学出版社

产业经济学前沿问题研究丛书

产业经济学前沿问题研究丛书

中国证券市场：监管与投资者保护

杜
煜
君

著



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国证券市场:监管与投资者保护/杜焯君著. —上海:上海财经大学出版社, 2002. 8

(产业经济学前沿问题研究丛书)

ISBN 7-81049-771-5/F · 660

I. 中… II. 杜… III. 证券市场-研究-中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 050190 号

ZHONGGUO ZHENGQUAN SHICHANG; JIANGUAN YU TOUZIZHE BAO HU

中国 证 券 市 场 : 监 管 与 投 资 者 保 护

杜焯君 著

责任编辑 谷 雨 封面设计 周卫民

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷

上海浦江装订厂装订

2002 年 9 月第 1 版 2002 年 9 月第 1 次印刷

850mm×1168mm 1/32 12.625 印张 294 千字

印数: 0 001—1 500 定价: 33.00 元

——| 产业经济学前沿问题研究丛书 |——

编辑委员会

顾问

杨公朴

主编

夏大慰

编委

龚仰军	史东辉	孙经纬	朱舟
张磊	李太勇	陈代云	王伯言

序

杜煊君博士撰著的《中国证券市场：监管与投资者保护》一书，是针对中国证券市场发展中出现的投资者利益受到影响问题，经过潜心研究而写成的。全书立意颇佳，视野开阔，思路严谨，内容丰富，资料翔实，富有新意，是一篇可读的著作。

中国证券市场经过多年、数次的整顿和发展，在经济生活中的作用日益凸现，已有相当数量的居民将部分储蓄投资于证券市场，证券市场已经成为中国经济发展的重要推动力量和资金提供者。伴随着中国证券市场发展的同时也出现了一些问题，其中比较突出的一个是投资者利益受到侵害的问题。比如：公司控股股东或者内部人对外部投资者的侵害；证券欺诈行为对投资者的侵害；证券经营机构对投资者利益的侵害；过度监管、不当监管对投资者利益的损害；等等。这就提出了诸多与投资者保护相关的问题。全面深入地研究这些问题，构筑理论框架，概括实践体系，撰写有观点、有内容的力作，以揭示中国证券市场投资者的保护与监管内涵，充分认识投资者保护在证券市场建设中的重要性，并真正实现对投资者

的保护,确保中国证券市场稳步发展,具有重要的理论意义和现实价值。为此,作者在《中国证券市场:监管与投资者保护》这本著作中,对监管与投资者保护的几个基本问题,作了创新性的研究,提出了创新性的论点,拓宽了中国有关证券市场问题研究的领域,凝聚着作者所进行的有益探索、思考和总结。

本著作融理论性、实践性和操作性为一体,体现了创新性与求实性相统一,力图在一些方面实现创新。(1)提出了具有独立见解的投资者保护概念,并扩大了投资者保护概念的内涵;(2)提出了投资者保护与效率在本质兼容的观点,为实现监管目标的单一化提供了理论参考;(3)提出了中国证券市场中控股股东对外部投资者进行侵害的重要原因在于其持有的股权不能流通的论点;(4)提出了应降低中国《证券法》中设置的一些收购壁垒的建议;(5)建议在协议转让国有股过程中,证券监管机构不再豁免受让方发出收购要约的义务,以达到改善股权结构、进而改善公司治理的目标;(6)针对中国当前一些上市公司信息披露严重滞后、片面甚至不披露,为内幕交易和利用内幕信息进行市场操纵提供很大余地的状况,提出实现信息披露的规模经济性;(7)指出了当前证券市场存在着过度监管倾向,分析了过度监管对投资者利益造成的损害;(8)阐述了证券业利益、国有利益、机构利益与投资者利益的矛盾,并提出了对矛盾进行调和的措施;(9)论证了在当前中国证券业的竞争性市场结构中,价格监管是证券业持续获得高额利润的根本原因;(10)论述了为保护投资者利益而对证券市场的监管者实施监管的必要性,并提出了一个基本的监管框架。

人类已经进入充满希望和挑战的新世纪。中国证券市场

中,监管与投资者保护是证券市场发展主题的一个主题。《中国证券市场:监管与投资者保护》这本著作的出版,给这一研究领域增添了一项可贵成果。因此,我认为此书是值得推荐给广大读者的。

杨公朴
2002年3月

前 言

一、问题的提出

截至 2000 年底,中国沪深两地股票市值达到 5 810 亿美元,居世界第 11 位,2001 年 5 月 25 日,中国沪深两地股票市值达到 5.268 万亿元人民币,首次超过中国香港而成为仅次于日本东京的亚洲第二大证券市场,证券市场在经济生活中的作用日益凸现,并且已经成为中国经济发展的重要推动力量和资金提供者。伴随着中国证券市场的发展,其中也出现了许多的问题。最突出的莫过于投资者利益所遭受的侵害,这主要体现在以下方面:

1. 公司控股股东或者内部人对外部投资者的侵害。

当前以及在各 国证券市场 发展过程中都或多或少地存在公司控股股东和内部人对外部投资者权益侵害的现象,如控股股东和内部人将公司的利润或者现金转移,在关联交易中不按照市场价格实施资产置换,在企业管理职位上任人唯亲,建立自己的权利帝国,过高地支付管理者报酬等。

2. 证券欺诈行为对投资者的损害。

在证券市场中,上市公司与投资者之间、具有资金优势和持仓优势的投资者与其他投资者之间存在着信息不对称,信息不对称的存在使得虚假陈述、欺诈客户、内幕交易与市场操纵成为可能。

3. 证券经营机构对投资者利益的侵害。

当前,投资者欲进行证券交易,只能通过证券经营机构进行,因此投资者必定要与证券经营机构,如证券公司直接发生委托代理关系。有可能发生证券经营机构侵犯客户利益的现象,比如证券商挪用客户资金,不优先处理客户交易指令,或者由于经营机构自身的经营风险所带来的对客户不能清偿等问题。

4. 过度监管、不当监管对投资者的损害。

监管者在实现社会福利最大化时存在着信息不完全和信息不对称问题,监管者不可能完全掌握真实的、确定的社会福利函数以及政策制定技巧,或者说,社会福利函数的确定和政策制定技巧的获得是有成本的。再者,由于通常来说监管机构本身的影响和重要程度都直接和产业的重要程度、机构的规模、预算的规模以及机构中高层职位的薪金有关,而且监管机构的收入或经费也是被监管产业重要程度的函数,这样就有可能出现过度监管。此外,如“俘获”理论所表述的,不同的利益集团支配了整个监管过程,并最终使得监管机构适应他们的需要。因此,证券监管政策对投资者而言并非一定是适当的、能切实保护其利益的,大量的过度监管和不当监管是实际存在的。

在世纪转换之际,以“基金黑幕”、“银广夏造假案”为代表的一系列严重损害投资者利益的事件被相继曝光,同时有关

“中国股市是否是赌场”的争论也一度引起社会广泛关注。在投资者利益遭受严重侵害的同时,有许多相关的问题值得我们深思。比如在投资者利益遭受侵害时是否需要外来的监管为其提供保护?法律体系、政治、历史和文化环境对投资者保护有什么样的影响?控股股东与内部人如何实现对外部投资者的侵害?股息政策、关联交易、募集资金的使用、多元化投资与投资者的利益有什么样的联系?为什么外部投资者在缺乏有效保护的情况下仍然甘心做小股东而承担遭受控股股东或者是内部人侵害的风险呢?如何进行上市公司治理?股权结构与上市公司治理,进而对投资者利益有何影响?如何进行董事会治理?公司控制市场怎样实现对投资者利益的保护?证券欺诈存在的基础是什么?为什么在中国会出现证券欺诈行为泛滥的现象?为什么要进行信息披露监管?怎样对上市公司的信息披露进行监管?怎样对证券市场欺诈行为进行监管?为什么证券市场会出现过度监管倾向?证券市场的过度监管倾向表现在哪里?为什么以及如何对监管者实施监管?可以说,证券市场中与投资者利益息息相关的问题难以尽数,对这些问题进行全面、细致、深入的探讨是非常必要和有着重要意义的。

二、研究监管与投资者保护的意义

在一个缺乏适当监管、可以任意操纵的证券市场中,投资者是非常脆弱的。对投资者保护的重视源于1929年10月美国股票市场的崩溃进而引起的全球性经济危机,危机以及此后的大萧条引发了美国国会对投资者信心的深入思考,美国国会普遍认为,股票市场崩溃的主要原因是投资者在20世纪

20 年代以前就一直被欺骗的后果的爆发,大萧条的持续是由于大部分投资者对市场缺乏信心,这使得即使具有良好发展前景的公司也无法募集到所需资金。证券市场的监管者如果不能认识到投资者保护问题的重要性,或者不能有效地制止对投资者利益的侵害,将严重挫伤投资者的信心,并使潜在的金融风险或者说金融危机迅速扩大,从而影响整个金融体系的安全。

在这样的背景下,美国第一部联邦证券法于 1933 年颁布,它标志着对投资者保护重视的开始。此后,保护投资者利益逐渐成为各国证券市场,特别是西方发达证券市场监管的核心内容和首要问题。20 世纪 60 年代以来,随着世界范围内声势浩大的消费者权益保护运动的兴起,造就了各国对产品和服务责任方面愈加完善的监管体系。同样,在当前证券市场的高速发展过程中,如何保护投资者的利益,也成为各国证券市场监管的核心内容和首要问题。当前大多数国家的证券学者和政府官员都形成了这样的一种共识:维护投资者利益和长期投资信心是促进资本有效形成和配置,实现证券市场和国民经济持续健康发展的必要条件。比较有代表性的证券监管目标是国际证监会组织(IOSCO)提出的:保护投资者;确保市场的公平、有效和透明;减少系统性风险。从中可以看出,IOSCO 确定的证券市场监管的三大目标之间是相互联系的,投资者保护是 IOSCO 确定的证券监管的核心和精髓所在。这是因为投资者的信心与资本的形成之间存在某种正相关关系,缺乏对投资者的保护会使得投资者丧失信心,证券市场将丧失正常运转的基础,整体经济也必将受到严重的影响。这个经验性的结论是在实践中付出了巨大的代价得到的。

在西方发达国家,对证券监管、投资者保护的理论研究也正在逐步深入和完善,并且已经形成了一个比较完备的体系:以 Stigler 为代表的对证券市场监管的研究,以 Fama 为代表的对证券市场效率的研究,以 Jensen 和 Meckling 为代表的公司理论,近年来以 La Porta、Shleifer、Vishny 等学者对投资者保护理论的研究更成为证券市场研究的热点。当前,已经有相当一部分中国居民将部分储蓄投资于证券市场,而且证券投资的比例还在不断提高,证券市场已经成为中国经济发展的重要推动力量和资金提供者,而中国国内对于证券市场中投资者保护和监管的理论研究尚处于起步阶段,为充分认识投资者保护在证券市场建设中的重要性并真正实现对投资者的保护,本书试图在理论和实践上对该问题作出一些探讨。

三、研究方法

为了在更广阔背景下研究中国证券市场中的具体问题,本书没有拘泥于传统的写作框架:即提出问题→文献综述→理论(模型)分析→实证检验→结论与建议,而是根据所要分析问题的实际情况,对传统研究框架作出了改造,采用了针对与投资者保护和监管相关的各个主题分散研究的方式,分别来阐述国外相关的理论研究、经验分析的成果,并结合中国的情况进行具体的分析。这样不仅有利于明晰笔者和读者的思路,避免出现混淆,而且还可以对每个细分的主题展开深入的研究。

本书在研究过程中采用了理论探索与实践运用相结合的方式。理论研究需要有完备的假设,这样才可以严谨地、符合逻辑地推导出相应的结论。同时也应当注意到,科学和有效

的经济理论应该是对现实世界的真实描述,经济理论得出的结论应该能够适用于大多数的可能事件,不切实际的假设条件下得到的结论也是没有实践意义的。本书在研究过程中,时刻遵循着实践是检验真理的惟一标准这一指导思想,更多地关注于经济理论对实践的指导意义以及理论推论与实践间差异的分析。

笔者在对监管与投资者保护主题的研究中较多地采用了博弈论的方法论思想。著名经济学家 Jean Tirole 说:“正如理性预期使宏观经济学发生革命一样,博弈论广泛而深远地改变了经济学家的思维方式。”博弈论是研究参与主体的行为发生相互作用时的决策以及这种决策的均衡问题,博弈论思想在指导规范研究中有着不可替代的作用和价值。投资者、融资者、中介机构以及监管者构成了证券市场参与的主体,监管政策的变化同时也改变了各市场参与者的理性行为,并形成新的均衡,市场参与各方在不同的均衡水平上得到的支付(利益)也各不相同,为了能够洞察市场主体在不同的条件和环境下的行为,本书在理论研究中广泛吸取了博弈论的思想。

四、研究内容与创新点

本书的研究共分为七个部分(即七章):

第一章首先讨论了证券市场监管的必要性,阐述相关的监管理论,介绍了中国证券监管体系和投资者保护的概况,并对投资者保护与经济环境间的相互影响进行了分析。

第二章论述的核心是上市公司中控股股东与内部人对外部投资者侵害的机制。控股股东与内部人可以利用转移定价、资产剥离、转移公司经营机会,在管理职位安置不合格的

亲信人员,过高地支付管理层报酬等合法方式对外部投资者进行侵害,尽管这些行为与窃取类似。此外,本章还分析了控股股东或内部人对外部投资者的其他侵害:不将利润分配给外部投资者,制定不利于外部投资者的股息政策以为自己谋取利益;利用关联交易将公司产品或资产低于市价出售给其他企业,或者高价购入资产或原料;任意改变募集资金的用途;多元化投资以建立自己的权利帝国等。

第三章讨论了有关上市公司治理的问题,包括法律监管、股权结构治理、董事会治理、公司控制市场等四个方面。首先对法律监管在上市公司治理中的决定性作用进行了论证,而后解释了中国上市公司特殊的股权结构对公司治理的影响,此后提出了对董事会治理和发展公司控制权市场的政策建议。

第四章是关于信息披露与监管的分析。投资者需要发行公司可靠的信息,并且以一种相对标准和统一的格式披露,以对各种证券进行比较和选择,这一切都有赖于外部的监管。由于信息不对称是证券欺诈行为存在的基础,因此必须对信息披露进行监管。

第五章讨论了如何对证券欺诈行为进行监管的问题。建立了一个模型来对欺诈行为与监管进行描述,利用其推论提出了降低监管机构稽查成本和提高稽查效率的具体措施,强调了完善证券民事赔偿机制的重要性。

第六章和第七章分析了证券市场中存在的过度监管问题,以及多元利益导向的监管体系对投资者利益的损害;提出了中国在对证券交易所、市场退出机制和证券市场开放的监管问题中存在的过度监管倾向;阐述了国有利益、证券业利

益、机构利益与投资者利益的矛盾；论证了在当前中国证券业的竞争性市场结构中，价格监管是证券业持续获得高额利润的根本原因。这部分内容强调了为保护投资者利益而对证券市场的监管者实施监管的必要性，建立了对监管者实施监管的基本框架。

本书力图在以下几个方面实现创新：

第一，在综合了国内外相关研究文献的基础上，系统地提出了投资者保护的概念，扩大了投资者保护概念的内涵。除了通常投资者保护定义中所包含的使投资者免受来自控股股东和内部人的侵害、证券欺诈行为的侵害，证券经营机构对投资者的侵害以外，还扩展到了过度监管和不当监管对投资者的侵害。

第二，提出了投资者保护与效率在本质上兼容的观点，这为实现监管目标的单一化提供了理论基础。一些传统的观点认为效率是同投资者保护相抵触的，公平是投资者保护的一项重要内容，要提高效率，就不得不牺牲公平，对效率的追求力度不同，导致了投资者保护在各国所受到的重视程度也不相同，即投资者保护与追求效率之间是相矛盾的。本书认为，尽管在经济发展的某些特殊时段或者某些局部区域上，投资者保护和经济运行效率之间可能存在暂时的矛盾，但从总体和长期发展的角度看，二者在本质上是相统一的。

第三，分析了 Gomes 持股比例声誉模型结论在中国证券市场失效的原因，提出了中国证券市场中控股股东大肆对外部投资者进行侵害的重要原因在于其持有的股权不能流通的观点，这个观点对公司治理结构具有一定的参考价值。

第四，在发展公司控制权市场以保护投资者利益的论述

中,提出了应降低中国《证券法》中设置的一些收购壁垒的建议,包括取消收购者在二级市场收购过程中台阶式公告后2个交易日内禁止交易该股票的规定以及免除收购者在二级市场收购比例达到30%时的强制要约收购义务。

第五,建议在协议转让国有股的过程中,证券监管机构不再豁免受让方发出收购要约的义务,以达到改善股权结构,进而改善公司治理的目标。

第六,中国当前的大多数上市公司信息披露严重滞后、片面披露甚至不披露,这为内幕交易和利用内幕信息进行市场操纵提供了很大的余地。结合 Admati-Pfleiderer 信息披露监管模型的一个推论,即公司在选择最佳信息披露精度时是非连续的,存在信息价值的“规模经济性”,少量的信息披露不具有什么价值,因此不会披露;只有当信息的精度超过一定的最低限度(临界点)后才会被披露,本书提出了当前应强制性地提高上市公司信息披露的最低标准,将最低标准设置于无监管状态下上市公司自愿进行披露的“临界点”以上,以实现信息披露的规模经济性。

第七,提出了中国在对证券交易所、市场退出机制和证券市场开放的监管问题中存在着过度监管倾向的观点,分析了过度监管对投资者利益造成的损害。

第八,阐述了证券业利益、国有利益、机构利益与投资者利益的矛盾,并提出了对矛盾进行调和的措施。

第九,论证了在当前中国证券业的竞争性市场结构中,价格监管是证券业持续获得高额利润的根本原因。并用 Peltzman 模型解释了中国证券市场中更偏好证券业监管的是证券业企业所构成的利益集团而非投资者,因为证券业企业可以

从监管中得到更多的利益,当前的监管体系更多的是服务于证券业利益集团而非投资者的。

第十,论述了为保护投资者利益而对证券市场的监管者实施监管的必要性,并提出了一个基本的监管框架。

需要指出的是,投资者保护和监管作为证券市场永恒的主题,在不同的历史时期、文化环境中和经济发展水平上,该主题所包含的内容也各不相同,特别是对于中国这个新兴证券市场而言,这样一个相当“大”的题目要在区区一本书中展开深入的考察是不切实际的,受制于篇幅和研究精力的限制,本书中一些相关论点的研究难以细化,书中缺点和错误在所难免。此外,中国证券市场的发展日新月异,要不断跟随证券市场的变化而对书中的一些观点进行修正并不容易。当然,这些都有待于笔者作出进一步的探索和努力,同时也敬请读者批评指正。