

投资者法律保护与 中国资本市场 发展研究

张璐璐◎著

法律保护对上市公司及资本市场发展的影响

构建中国反关联交易指标体系

股东权利与融资结构变迁的关系

TOUZIZHE FALÜ BAOHU YU
ZHONGGUO ZIBEN SHICHANG
FAZHAN YANJIU

黑龙江人民出版社

投资者法律保护与 中国资本市场发展研究

TOUZIZHE FALÜ BAOHU YU
ZHONGGUO ZIBEN SHICHANG
FAZHAN YANJIU

责任编辑：魏杰恒 封面设计：王 刚

ISBN 978-7-207-08387-6

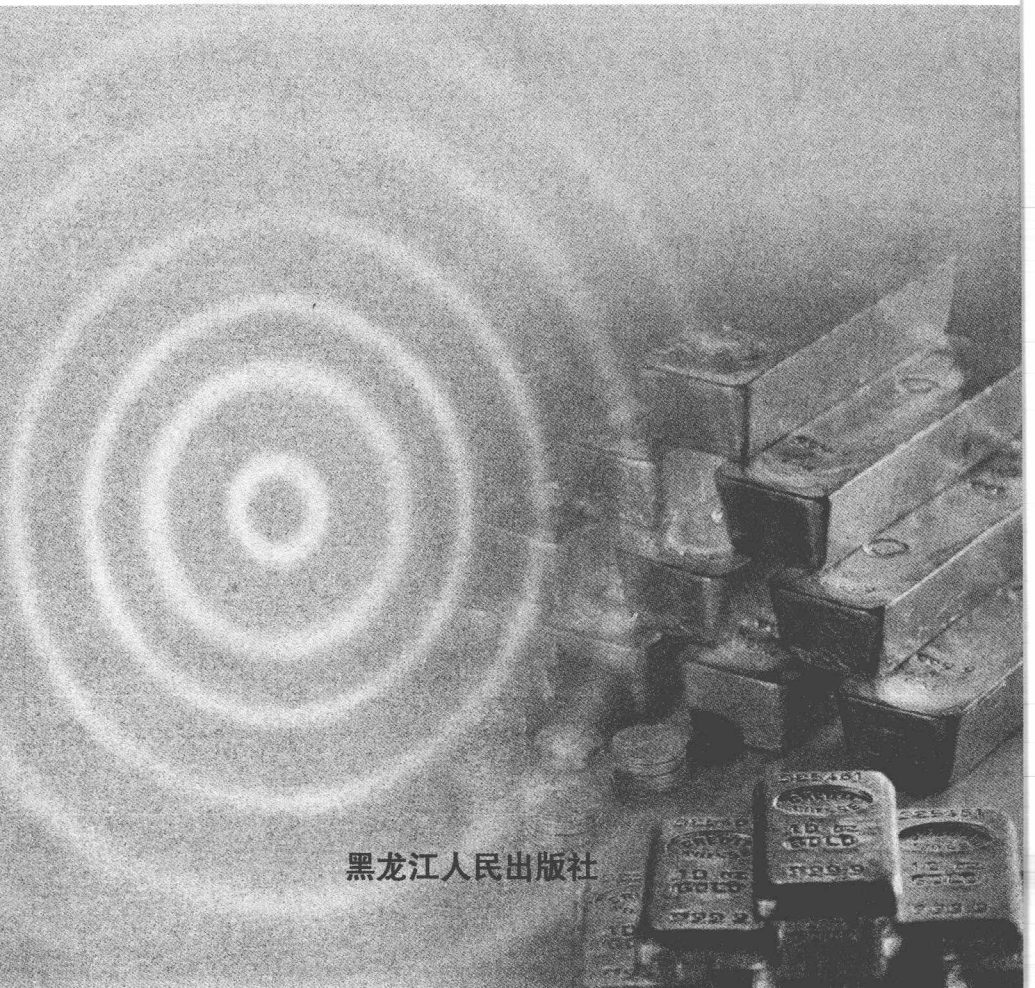


9 787207 083876 >

定价：16.00元

投资者法律保护与 中国资本市场发展研究

张璐璐◎著



黑龙江人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

投资者法律保护与中国资本市场发展研究 / 张璐璐著.
哈尔滨: 黑龙江人民出版社, 2009.7
ISBN 978-7-207-08387-6

I. 投… II. 张… III. ①证券法—研究—中国②资本市场—经济发展—研究—中国 IV. D922.287.4 F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 133196 号

责任编辑: 魏杰恒

装帧设计: 王 刚

投资者法律保护与中国资本市场发展研究

张璐璐 著

出版发行 黑龙江人民出版社
通讯地址 哈尔滨市南岗区宣庆小区 1 号楼
邮 编 150008
网 址 www.longpress.com
电子邮箱 hljrmchs@yeah.net
印 刷 黑龙江神龙联合制版印务有限公司
开 本 880 × 1230 毫米 1/32
印 张 8
字 数 160 千
版 次 2009 年 7 月第 1 版 2009 年 7 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978-7-207-08387-6/F·1363
定 价 16.00 元

(如发现本书有印制质量问题, 印刷厂负责调换)

本社常年法律顾问: 北京市大成律师事务所哈尔滨分所律师赵学利、赵景波

摘 要

La Porta、Lopez - de - Silanes、Shleifer 和 Vishny (下文简称 LLSV)(1998,2000)基于跨国比较的开创性研究表明,法律起源决定了一国投资者保护的立法水平与执法效率,从而对金融发展与经济增长产生了重要影响。本书旨在突破传统研究以国别和法律起源为起点分析法律与金融间发展关系的研究视角,通过对中国投资者法律保护指标体系的构建,探究在只拥有一部法律的国家之内,其在不同时间、不同阶段对投资者保护的力度的不断变化,并分析这种变化对一国资本市场乃至金融水平的发展产生了怎样的重要影响,以期为中国法律制度与金融发展的理论提供铺垫,为中国法律制度的完善与资本市场的规范提供有用的政策建议。

首先,本书分析了投资者法律保护对上市公司价值及资本市场发展的影响机理。通过对中国投资者法律保护与资本市场发展的纵向回顾及国际间的横向比较,归纳中国投资者法律保护与资本市场发展的演进特点与现实水平,继而在中国的现实背景下,基于理论分析与模型构建,提出本文的基本理论假设。

其次,首次构建中国反关联交易指标体系,通过对 1992 年以来,由中国反关联交易、反管理者股东权利和执法效率构成的投资者法律保护体系所有相关变化的逐一赋分,检验其与中国股票市场发展间的关系,结果发现,投资者法律保护水平的提高显著促进了股票市值的增加,股票市场规模的扩大以及反映在首发新股价值上的投资者信心的提升;在投资者法律保护的起步、发展与完善

阶段,随着关联交易规制力度的增强,股票市场的发展水平经历了先下降后上升的过程。

再次,检验股东权利保护与中国融资结构变迁之间的关系。结果发现,投资者法律保护水平的提高分别提升了直接融资与间接融资的规模与水平,同时融资结构得到明显改善,资本市场化率显著上升,资本配置效率得以提高。投资者法律保护的起步、发展与完善阶段,随着关联交易规制力度的增强,直接融资的水平与融资结构的发展经历了先下降后上升的过程。

然后,检验债权人权利保护与债权市场发展之间的关系,通过首次构建中国债权人权利指标体系,对 1986 年以来,债权人权利的每个衡量指标的变化逐一赋分,检验其与中国债权融资市场之间的关系。结果表明,债权人权利保护显著影响我国企业债权融资水平,随着法律对债权人权利保护的增强,银行贷款水平提高,企业债权融资规模扩大;但债权人权利保护的增强并没有显著影响我国企业的债券融资水平。

最后,得出本文的总括性结论并从企业内部治理结构、外部法律与金融制度环境三方面提出相应的政策建议。

本书是在法与金融这个新兴领域里对 LLSV 基于跨国横截面分析的一个尝试性突破,相较于 LLSV 认为不同的法律起源决定投资者保护水平进而影响金融发展,本书试图说明,即使在同一法系的国家间,由于其法律、政治与经济的历史的演进不尽相同,其对投资者的保护也不尽相同;即使在只拥有一部法律的国家之内,其不同时间、不同阶段对投资者保护的力度也在不断变化,从而可能对一国资本市场乃至金融水平的发展产生直接的重要影响。

相较于获取各国对某一时点上法律保护的评定,一国随时间变化的动态的法律演变更为复杂和难于把握,具有浓烈的法学与金融学的交叉色彩,这也是基于一国的纵向研究在国内外文献中难以获得的原因,这一方面为本书的创新性研究提供切入点,另一

方面也昭示着大量艰难工作的开始。首先,我们首次对该项研究以中国实证予以涉猎,为确保指标设计的科学性以及刻画不同时间点我国法律的变化,我们在国内四家知名律师事务所的协助下,历时近三年时间构建了囊括关联交易规制、反管理者权利、债权人权利以及证券市场执法效率的一套完整的中国投资者法律保护指标体系,并从1986年追踪至2007年,历经22年50个时点1500多个相关法条的变化,最终确立中国投资者法律保护的随时间演进的分值体系。同时,我们将研究对象拓展到衡量资本市场发展水平的多个表现方面,不仅考虑IPOs的变化水平,同时考虑股票资本市值、上市规模、债权融资水平以及融资结构变化对投资者法律保护水平的反应,以期对中国资本市场发展与投资者法律保护的演变之间的关系得出一个更为全面的观测。进一步地,本书深入探究中国资本市场发展特性,突破前人对投资者保护的划分标准,通过阶段性的比较检验,找到了中国法律保护与资本市场关系变化的拐点,并结合中国资本市场的实际情况,给出了分析与解释。

关键词:关联交易规制 投资者法律保护 资本市场

Abstract

The pioneering study by La Porta, Lopez – de – Silanes, Shleifer 和 Vishny (henceforth LLSV) (1998, 2000) based on cross – country comparisons shows that the legal origin determines the legislative level and law enforcement efficiency on protection to investors in a country, which had a major impact on the financial development and economic growth. This paper aims to break through the traditional research perspective that analyses the relationship between law and the development of finance, and builds an index system on the legal protection of Chinese investors to explore the constant changes of intensity of the investor protection at different times and stages in countries with only one law. What's more, it analyses how such changes influenced greatly the country's financial level and capital market development, in order to lay a foundation for China's theory of legal system and financial development and provide useful policy recommendations for the improvement of China's legal system and capital market regulations.

First of all, we elaborate the mechanism of how the legal protection of investors impacts the value of listed companies and the development of capital market. Through the vertical recalling on China's legal protection of investors and development of the capital market as well as the horizontal comparison between nations, we generalize China's evolution features of legal protection on investors and development level of capital mar-

ket. And then, in the context the China's reality, we propose the basic theoretical assumptions based on theoretical analysis and construction of models.

Secondly, we construct China's first anti-affiliated transactions index system by assigning values to relevant changes of the system of legal protection of investors since 1992 composed by China's anti-affiliated transactions, the rights of shareholders against managers and law enforcement efficiency, and tests the relations between the changes and China's stock market development. The result shows that obvious rise of the legal protection level makes a significant increase in the value and scale of the stock market, and the investors' confidence reflected in the value of first issued shares, at the stage of legal protection's starting, developing and perfecting, as the regulation of the transactions strengthened, the development level of the stock market declined first and then rose.

Thirdly, we test the relationship between the protection of the shareholders' rights and the changes of Chinese financing structure. The results show that the rise of investors' legal protection level increased the size and level of direct financing and indirect financing with the financing structure improving obviously, the market rate of capital rising significantly, and the efficiency of allocation improving. At the stage of legal protection's starting, developing and perfecting, as the regulation of the transactions strengthened, the level of direct financing and the development of the financing structure declined first and then rose.

Then, we test the relationship between the protection of the creditors' rights and the development of the credit market. We construct China's first creditor's rights index system, and assign values to the change of each index measuring creditor's rights since 1986, and then examine its relationship with China's credit market. The results show that protection of

the creditors' rights had a significant impact on China's enterprises credit financing level. And with the strengthening of legal protection of creditors, the level and the scale of corporate debt financing and bank loans both improved, but there was no noticeable change on enterprises' level of bond financing in China.

Finally, we draw the conclusions of this paper and provide corresponding policy recommendations in three aspects: the internal control structure of enterprise, the external legal environment and the financial system environment.

The paper aims to break through the research based on cross - country study by LLSV in the new epoch of Law and Finance. Compared to the point made by LLSV that the legal origin determines the level of legal protection to investors which affects the development of financial market, we try to illustrate that even with the same legal origin, there existing difference of investors' legal protection in countries because of their various political and historical process. What's more, there still existing constant changes of intensity of the investor protection at different times and stages in countries with only one law which would have a major impact on the financial development and economic growth.

Compared to get the assess of legal protection of countries at some time, it's more complicated and confusing to catch the changes of law with time passing by in one country, which combines the two separated subjects of law and finance. That may be the reason why we could hardly find the related research home and abroad. The blank in one hand provides the possibility of our innovation, in another hand it indicates the beginning of pretty hard work. We do the research using empirical study in China for the first time. With the help of four famous domestic law firms, using about 3 years we construct a complete index of China's investors'

legal protection including the regulation of anti – affiliated transactions, the rights of shareholders against managers and law enforcement efficiency, and trace the process from 1986 till 2007 going through 22 years at 50 points and 1,500 related laws and regulations to establish the system of legal protection scores. At the same time, we expand the range of research object at different aspects, except for the various levels of IPOs, we consider the reaction of stock capital value, the size of stock market, the credit market and the financial structure to the investors' legal protection in order to have a overall look at the relationship between development of capital market and investors' legal protection in China. Further more, we explore the speciality of Chinese capital market. By do the comparison of legal protection at different stages, we find the inflection point of the change between the relationship of legal protection and capital market in China, and give our explanation and analysis with the transitional back ground of China.

Keywords: Investors' legal protection; the regulation of anti – affiliated transactions; Capital market

目 录

第一章 导论	1
1.1 问题的提出	1
1.2 研究意义	2
1.3 研究方法与数据来源	3
1.4 基本框架与本文创新	4
1.4.1 基本框架	4
1.4.2 本文创新	6
1.5 进一步研究的方向	8
第二章 投资者保护与资本市场:文献述评	10
2.1 法律论	12
2.1.1 研究线索	12
2.1.2 作用机制	17
2.1.3 经验研究	20
2.1.4 理论拓展与前沿讨论	24
2.2 政治文化论	27
2.2.1 政治决定论	27
2.2.2 文化-宗教论	29
2.2.3 禀赋论	31
2.3 替代机制论	32
2.3.1 政府监管与法官执法	32

2.3.2	股权集中度	34
2.3.3	市场声誉机制	36
2.3.4	交叉挂牌上市的制度	37
2.3.5	证券市场自律	38
2.3.6	产品市场的竞争程度	38
2.4	小结及评论	39
第三章	投资者法律保护与资本市场发展的经济学分析	41
3.1	基本概念界定	41
3.1.1	投资者	41
3.1.2	关联交易与非公平关联交易	41
3.1.3	资本市场	42
3.1.4	债权融资	42
3.2	中国的投资者法律保护与资本市场发展	43
3.2.1	投资者法律保护相关法律法规的历史演进 与现状分析	43
3.2.2	中国金融市场水平与发展	52
3.3	理论模型	58
3.3.1	上市公司对投资者损害原因分析	58
3.3.2	上市公司控制者的利润通道——“隧道挖 掘”	62
3.3.3	投资者法律保护对上市公司及资本市场影 响的作用机制	64
3.4	小结	69
第四章	股东权利保护与中国股票市场发展的实证研究	72
4.1	研究背景	72
4.1.1	理论背景	72
4.1.2	制度背景	73
4.2	研究定位	78

4.3	样本选择与研究假说	79
4.3.1	样本选择	79
4.3.2	研究假说	80
4.4	研究设计	82
4.4.1	指标设计	83
4.4.2	指标赋分	86
4.4.3	变量定义与回归模型	89
4.5	检验结果	93
4.5.1	描述性统计分析	93
4.5.2	关联交易的事前控制与事后控制对股票市 场影响检验	98
4.5.3	关联交易规制与股票市场关系检验	102
4.5.4	投资者法律保护与股票市场发展检验	104
4.5.5	分阶段检验	108
4.6	小结	109
第五章	股东权利保护与融资结构变迁的实证研究	112
5.1	研究定位	112
5.2	样本选择与研究假说	113
5.2.1	样本选择	113
5.2.2	研究假说	113
5.3	研究设计	114
5.3.1	变量定义	114
5.3.2	研究程序与回归模型	116
5.4	检验结果	123
5.4.1	描述性统计分析	123
5.4.2	关联交易规制对融资结构影响检验	126
5.4.3	投资者法律保护对融资结构影响检验	131
5.4.4	分阶段检验	142

5.5	小结	147
第六章	债权人权利保护与中国债权融资市场发展的实证研究	150
6.1	研究背景	150
6.1.1	债权人权利保护的法律制度背景	150
6.1.2	债权人权利保护的理论与实证研究背景	153
6.2	样本选择与研究假说	155
6.2.1	样本选择	155
6.2.2	研究假说	155
6.3	研究设计	157
6.3.1	指标设计与赋分原则	157
6.3.2	指标赋分	159
6.3.3	变量定义与回归模型	160
6.4	实证检验结果与讨论	163
6.4.1	描述性统计分析	163
6.4.2	债权人权利保护对债权融资市场影响检验	164
6.4.3	分阶段检验	168
6.5	小结	169
第七章	研究结论与政策建议	171
7.1	研究结论	171
7.2	政策建议	173
7.2.1	完善公司内部治理结构,增加上市公司真实价值	173
7.2.2	增强投资者保护立法水平,提高证券市场执法效率	174
7.2.3	推进资本市场改革进程,促进资本结构优化	178

参考文献	181
附录	203
附录 1 中小投资者法律保护项目总汇	203
附录 2 关联交易规制赋分的法律依据	205
附录 3 反管理者权利赋分的法律依据	217
附录 4 债权人权利赋分的法律依据	222
附录 5 攻读博士学位期间的主要科研成果	234
后记	236

表 目 录

表 3.1	中国投资者法律保护与 LLSV 样本国家的比较	48
表 3.2	中国与其他新兴国家法律体系的比较	50
表 3.3	中国投资者法律保护与其他转型经济国家的比较 ...	51
表 3.4	中国与 LLSV 样本国家的金融体系比较	53
表 3.5	世界最大股票市场比较	54
表 4.1	股东一般权利加分原则	87
表 4.2	中小投资者保护分值	87
表 4.3	主要变量一览表	90
表 4.4	股票市场发展指标的描述性统计分析	93
表 4.5	股票市场发展四阶段的描述性统计	97
表 4.6	股票市场发展的均值差异检验	98
表 4.7	股票市场发展水平与关联交易事前控制的检验结果	99
表 4.8	模型(I)的残差单位根检验	99
表 4.9	股票市场发展水平与关联交易事后控制的检验结果	100
表 4.10	模型(II)的残差的单位根检验	101
表 4.11	股票市场发展水平与关联交易规制的检验结果 ...	102
表 4.12	模型(III)的残差的单位根检验	103
表 4.13	股票市场发展水平与投资者法律保护的检验结果	105
表 4.14	模型(IV)的残差的单位根检验	105