

暨南金融文库 · 博士论丛

主编 王 聪 副主编 蒋 海 黎平海

投资者保护与我国资本市场 发展的省际差异研究

TOUZIZHE BAOHU YU WOGUO ZIBEN SHICHANG
FAZHAN DE SHENGJI CHAYI YANJIU

倪泽强 著



中国金融出版社

暨南金融文库·博士论丛

主编 王 聪 副主编 蒋 海 黎平海

投资者保护与我国资本市场 发展的省际差异研究

倪泽强 著



中国金融出版社

责任编辑：戴早红

责任校对：李俊英

责任印制：程 颖

图书在版编目 (CIP) 数据

投资者保护与我国资本市场发展的省际差异研究 (Touzizhe Baohu
yu Woguo Ziben Shichang Fazhan de Shengji Chayi Yanjiu) /倪泽强
著. —北京：中国金融出版社，2011. 12

(暨南金融文库·博士论丛)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6173 - 0

I. ①投… II. ①倪… III. ①投资者—法律保护—研究—中国
②资本市场—研究—中国 IV. ①D922. 280. 4②F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 229860 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

尺寸 170 毫米×228 毫米

印张 9.5

字数 135 千

版次 2011 年 12 月第 1 版

印次 2011 年 12 月第 1 次印刷

定价 25.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6173 - 0/F. 5733

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

暨南大学金融研究所和
金融系经费资助

序

金融作为现代经济运行的神经中枢，其体系结构及运行质量对一国经济发展和居民生活的影响越来越重要。相应地，金融学作为经济学科桂冠上一颗最耀眼的明珠，已经成为上至国家领袖、下至平民百姓的必修课程。

中国在迈向市场经济的进程中，面临着经济体制的转轨和发展模式的转型，金融体制的改革与发展成为这个过程中重要的核心环节。这既需要我们认识并顺应经济系统和金融体系的演进理性，又需要决策者的调控与规制建设。全方位、多层次的问题摆在我们面前，其广度，其深度，其复杂性，远比发达经济体成长过程中所经历的要深刻。

成立于1906年的暨南大学是中国最高华侨学府。始有暨大，便有商科。1918年，应南洋华侨的需要，暨南大学开设商科。马寅初、王亚南等经济学家曾先后执教于此。1958年暨南大学在广州重建，汇集蔡馥生、赵元浩、黄德鸿、张元元等一批在经济学和金融学界颇有名望的专家学者。

伴随着中国的改革开放，依托地缘优势和侨校优势，暨南大学的金融学科不断成长、不断壮大。暨南大学金融学科点历史悠久，其前身是1925年创办的银行理财学。1978年暨南大学复办后即受香港中国银行集团委托在国内率先开办了国际金融专业，并于1979年开始招收本科生，此后又陆

续设置货币银行学专业、证券投资学专业、保险学专业,1998 年根据教育部的统一要求并称为金融学专业。1983 年开始招收硕士研究生,1998 年获博士学位授予权,1999 年开始接收博士后进站科研人员,2003~2006 年连续被评为广东省重点学科,2003 年成为广东省名牌专业,货币银行学课程和国际金融学课程先后于 2003 年和 2006 年被评为广东省精品课程,2005 年校金融研究所被评为广东省人文社科重点研究基地,2007 年被评为国家重点学科,为学校金融学科的进一步发展提供了新的、更高的平台。暨南大学金融学科点自建立以来,始终全面贯彻党的教育方针,坚持“从严治校,从严治教,从严治学”的办学思想,从侨校的特色出发,不断深化科研与教学改革,在科研管理、课程体系、教学管理、教学手段等方面为造就适应经济发展的高素质金融人才进行了有益的探索。经过二十多年的建设和发展,本学科在学术队伍、科学研究、人才培养、学术交流、为政府决策提供咨询服务、为地方经济及企业发展提供服务等各方面都取得了显著成就,学术水平和研究成果在全国有着重要影响,在全国金融学科中具有较强的影响力,在华南居于领先地位,被《金融时报》誉为“华南地区金融教学科研的一个重要基地”。

金融学在近三十年来发展迅猛,正在形成宏观金融理论和微观金融理论并行发展的趋势。一方面,金融的宏观问题或宏观金融问题越来越复杂,传统的金融基础理论可能面临着深刻的挑战,需要重新思考和研究这些基础性理论。具体到我国金融学当前的发展,存在如下一些重要研究方向:比

如以规范研究与实证研究相结合,研究我国货币政策问题,包括货币政策的目标、货币政策传导机制、货币政策效应等;研究我国实体经济与金融市场发展是否协调,金融市场、金融技术的发展如何促进或制约实体经济的发展,从而为金融市场建设提供政策决策支持。

另一方面,金融研究越来越呈现出微观化的趋势。具体到我国金融学当前的发展,存在如下一些重要研究方向:例如,从制度缺陷入手研究投资学和金融资产定价问题;从金融制度层面研究金融机构的成本、效率和风险问题,进行制度创新;又例如,法和金融结合的研究,使得金融体系的形成与发展具有突破性进展,深化了金融学研究内涵,拓展了金融学研究的外延等。也就是研究新兴市场的理论,将心理学、社会学、法学等多学科的研究成果纳入金融学的研究框架中,从而形成新的金融理论。相关研究在国内尚处于起步阶段,还需要结合中国经济金融发展的实际,深入地进行大量的基础理论和实证研究。

与此同时,从金融学研究方法的发展趋势来看,呈现出数理分析化和交叉性两大主要趋势。数理分析化趋势以理工领域的最新发展很快应用到金融领域为标志;交叉性趋势则以制度分析、行为分析和心理分析在金融领域的广泛应用为标志。另外,工程与实验方法也被引入金融学,金融工程与金融实验得以快速发展。

暨南大学金融学人在全方位、多层次地研究与探索。为了记录暨南人把握时代机遇、迎接现实挑战的努力与汗水,为了反映暨南园金融学科的建设水平,为了记录暨南人面对

改革与发展所展现的经济学智慧、创新意识与开拓精神，为了反映暨南园对我国经济金融发展、粤港澳经济金融繁荣所作的贡献，我们特此设立了《暨南金融文库·博士论丛》并予以出版。该文库涉及国际金融与金融产业组织、资本市场与公司金融、微观金融理论与实证、现代金融理论与政策等方面的内容，结合金融全球化和我国金融改革开放的实际，在探索中国货币、金融理论体系和政策体系方面出版了一批研究成果。力争在国际金融理论、华人华侨资本与国别金融、国际金融热点和前沿问题的研究方面，结合中国实际，探索中国涉外金融理论、制度及运作问题；力争从微观层面研究资本市场运行规律，研究资本市场定价、交易成本、流动性与资产定价之间的理论与经验关系，为规范与发展我国证券市场提供重要的理论与实证依据；力争在上市公司的竞争优势、长期绩效和成长能力方面，为推动我国上市公司的持续健康发展提供重要的理论和经验依据。

暨南大学校长 胡 军

2009年2月

前 言

聚焦法律制度与金融发展关系问题的“法与金融学”理论，是近年来现代金融研究中最活跃的研究领域之一。其中，La Porta、Lopez - de - Silanes、Shleifer 和 Vishny（LLSV）的研究论证了投资者法律保护是影响资本市场发展的重要因素。本书选取投资者保护角度，对我国资本市场发展的区域差异作出了法律层面的解释。通过理论分析和实证研究发现：在统一的立法环境中，区域层面上投资者保护程度的不同，是资本市场区域发展差异的重要影响因素。投资者保护的不同，是由对法律执行的差异和以地方性法规为代表的剩余公司治理的差异共同引起的，现阶段法律执行对资本市场区域发展差异的影响显著为正，而省际剩余公司治理的正向影响并不显著。本书的研究为我国现有区域金融发展领域的理论探索增添了一个新的思路，特别是针对投资者保护构成中的立法因素，本书充分考虑了地方性法规的可能影响，因而拓展和丰富了 LLSV 的研究范畴。

除导论外，全书由以下三个部分构成：

第一部分即第 2 章“文献综述和评论”。本章详细介绍了投资者保护和区域资本市场的相关研究，并作了重点评述。通过文献梳理，发现国外的研究集中论证了投资者保护对资本市场发展产生重要的影响，但这些结论多是采用国别比较而得出的，缺乏对一国范围内二者关系的研究。而国内的研究，主要是从经济和金融发展、政府行为以及制度因素等方面来解释区域资本市场的发展差异，尚无从投资者保护角度进行的研究。在文献综述的基础上，本章着重论述了资本市场发展的特殊性，强调可以从投资者保护角度开展更有针对性的研究。

第二部分包括第 3 章至第 6 章的内容，重点对我国各省、自治区、

直辖市投资者保护与资本市场发展区域差异的相互影响进行了理论分析和实证检验。

第3章构建了一个投资者保护与资本市场发展区域差异的理论分析框架。市场失灵的客观存在,使得资本市场功能的完全发挥单纯依靠市场本身不足以实现,需要引进法律制度因素来加以完善。较之其他金融市场而言,资本市场自身的特质性,使得对投资者利益的法律保护尤为重要。但是投资者保护构成因素中的立法和法律执行的不同,会引起投资者保护程度的差异,特别地,在一个既定的地理空间范围内,以地方性法规为代表的省际剩余公司治理和对现有法律法规的具体执行在不同地区间会产生差异,从而使得投资者保护程度在空间上存在不同。这些差异通过各自不同的作用机制,引起资本市场发展在区域层面上参差不齐。

第4章具体分析了我国各省、自治区、直辖市资本市场发展状况。通过对我国各省、自治区、直辖市资本市场发展状况的定量描述,发现三十多年来各省在资本市场规模上均有不同程度的增长,但也表现出各省资本市场发展总体规模偏小,并且省际间存在显著差异的特征,从发展趋势看,这种差异保持相对稳定。深入探讨造成我国资本市场区域发展差异的原因,经济水平地区间的差异是根本因素,而包括经济制度、金融制度和法律制度在内的非均衡性制度安排则是影响差异的直接因素。此外,地理区位、人口素质和历史传统也对差异起到一定程度的影响,市场本身的波动对差异的影响同样不可避免。

第5章对我国投资者保护省际差异进行了具体分析。首先从历史演进和国际比较两个方面对我国投资者保护整体状况进行了定量描述,然后定量比较了投资者保护省际间的差异,进而对各省、自治区、直辖市投资者保护的特征进行了定性分析,并重点分析了法律执行差异和省际剩余公司治理的不同对各省、自治区、直辖市投资者保护的影响。最后进一步深入分析了各省、自治区、直辖市不同的经济、社会、法律环境、地理区位、人口文化素质等因素对各地法律执行和地方性法规建设的影响。

基于前三章的理论分析,在第6章中首先提出了投资者保护影响资

本市场发展省际差异的五个假设，然后分别构建了各地区资本市场发展、法律执行、省际剩余公司治理和投资者保护综合指数等变量，在利用各省、自治区、直辖市 1992 ~ 2007 年的相关数据，并控制住经济发展、市场波动、人口文化素质、地理区位和时间趋势的影响之后，证明了投资者保护是促进资本市场区域发展的积极影响因素。而在投资者保护的构成中，对法律的具体执行较之省际剩余公司治理而言，对资本市场的区域发展起着主要的作用。经稳健性检验和对内生性的讨论，上述结论保持不变。

在阐明我国各省、自治区、直辖市投资者保护与资本市场发展区域差异的关系之后，第 7 章从司法制度改革、地方性法规建设、加强投资者教育、各项制度建设、更新落后观念等角度提出了加强投资者保护、促进资本市场均衡发展的政策建议，这构成了本书第三部分的主要内容。

倪泽强

2011 年 9 月 13 日

目 录

1 导论	1
1.1 研究背景	1
1.1.1 现实背景	1
1.1.2 理论背景	2
1.2 研究意义	3
1.3 研究目的和研究方法	4
1.3.1 研究目的	4
1.3.2 研究方法	4
1.4 分析框架和主要内容	5
1.5 书中主要创新与有待进一步研究的问题	9
1.5.1 书中主要创新之处	9
1.5.2 未来拓展研究的可能方向	9
2 文献综述和评论	10
2.1 投资者保护与资本市场发展	10
2.1.1 投资者保护研究缘起	10
2.1.2 投资者保护对资本市场发展的影响	11
2.1.3 投资者保护构成的具体影响	13
2.1.4 简要评论	14
2.2 区域资本市场发展差异的原因分析	15
2.2.1 区域资本市场及其发展差异	15

2 投资者保护与我国资本市场发展的省际差异研究

2.2.2 形成区域资本市场发展差异的具体原因	17
2.2.3 简要评论	20
2.3 对投资者保护与区域资本市场发展文献的综合评述	20
2.4 本章小结	22
3 投资者保护与资本市场区域发展：一个分析框架	23
3.1 法律与资本市场发展	23
3.1.1 资本市场在国民经济发展中具有重要而又特殊的作用	23
3.1.2 限制资本市场功能发挥的因素	26
3.1.3 法律是实现资本市场功能的重要制度保证	28
3.2 投资者保护的内涵及对资本市场发展的意义	29
3.2.1 投资者保护的一般界定	30
3.2.2 投资者保护对资本市场发展的重要意义	31
3.3 区域视角下的投资者保护	32
3.3.1 投资者保护的再界定	32
3.3.2 法律执行对投资者保护的影响	34
3.3.3 省际剩余公司治理对投资者保护的影响	35
3.4 法律执行作用于资本市场区域发展的机制分析	36
3.4.1 法律执行对资本市场区域发展的影响	36
3.4.2 法律执行对资本市场区域发展的作用机制	37
3.5 省际剩余公司治理对资本市场区域发展的作用机制	39
3.6 本章小结	41
4 我国资本市场的区域发展分析	43
4.1 相关概念界定	43
4.1.1 资本市场内涵	43

4.1.2	区域的内涵和界定	44
4.1.3	资本市场发展的区域差异	45
4.2	我国资本市场区域发展概况	46
4.2.1	衡量指标和数据来源	46
4.2.2	各省、自治区和直辖市发展状况	47
4.2.3	我国东部、中部、西部发展现状	50
4.3	我国资本市场区域发展的主要特征	54
4.3.1	总体规模相对较小：与 LLSV 数据的比较	54
4.3.2	区域间差异显著，但有逐步稳定的趋势	55
4.4	资本市场区域发展差异解释：基于对市场构成影响的 分析	58
4.4.1	经济发展水平的差异是影响市场供求和资本流动的 根本影响因素	58
4.4.2	非均衡性制度安排对我国资本市场发展地区差异的 影响	60
4.4.3	环境因素的影响	63
4.4.4	资本市场波动的影响	65
4.5	本章小结	66
5	我国投资者保护省际差异分析	67
5.1	投资者保护的度量	67
5.1.1	法律执行概念的进一步界定	67
5.1.2	度量指标的选择	68
5.2	我国各省、自治区、直辖市投资者保护状况分析	72
5.2.1	我国投资者保护总体发展状况	72
5.2.2	我国各省、自治区、直辖市投资者保护状况	77
5.2.3	各省、自治区、直辖市投资者保护差异的特征	79

5.3 投资者保护省际差异的引致原因分析	82
5.3.1 司法的地区性差异是造成投资者保护区域差异的主要原因	82
5.3.2 省际剩余公司治理也是影响投资者保护的重要原因	83
5.4 对引致原因的进一步分析	84
5.4.1 影响司法差异的因素分析	84
5.4.2 影响地方性法规的因素分析	86
5.5 本章小结	87
 6 投资者保护和资本市场发展：基于我国省际差异的实证分析	88
6.1 研究假设	88
6.2 研究设计	90
6.2.1 研究变量和样本选取	90
6.2.2 实证模型和方法选择	96
6.3 实证结果	99
6.3.1 变量的基本描述	99
6.3.2 计量检验结果	102
6.4 稳健性检验	106
6.5 内生性问题	108
6.6 实证结论和分析	110
6.7 本章小结	111
 7 结论与政策建议	112
7.1 主要结论	112
7.2 政策建议	113
 参考文献	117

1 导 论

1.1 研究背景

1.1.1 现实背景

以 1990 年上海证券交易所和深圳证券交易所成立为标志,我国的资本市场近三十年来走出了一条超常规发展道路。据统计,截至 2010 年 2 月末,沪深股市总市值 23.66 万亿元,流通市值 15.05 万亿元,在全球股市中排名第三;上市公司从 1991 年年底的 14 家发展到 2010 年的 1775 家,19 年间增长 126 倍;境内资本市场累计为企业股票融资 3.0 万亿元,企业债券融资 2.9 万亿元^①。三十多年来,中国资本市场的快速发展推动了市场作为资源配置的主要手段的不断完善,促进了社会资源整体配置效率的不断提高,为我国的经济建设和市场化改革作出了重要贡献,已经成为中国市场经济不断发展壮大的重要标志之一。

尽管我国资本市场整体规模呈不断加速扩张的发展趋势,但从区域发展的角度看,还存在明显的不平衡性。根据对现有资料的统计,全国 31 个省、自治区和直辖市在 1992~2007 的 16 年间,平均年股票总市值

① 数据均来源于中国证监会发布的统计数据,2009 年 7 月底之前的数据转引自中金在线, <http://news.cnfol.com/090825/101,1591,6412067,00.shtml>,其后更新数据来源于中国证监会网站, <http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/sjtj/>。

为1 498.27亿元,^①而达到和超过平均水平的仅有5个省份,总市值最高的省份是最低省份的197倍;从上市公司家数看,16年间全国各省年平均水平为31.5家,超过这一平均水平的也只有9个省份,最高上市公司数的省份和最低数的省份相比,相差近30倍;而从资本市场融资规模指标看,也表现出明显的地区性差异:全国平均水平为45.93亿元,只有5个省份超过了全国平均水平,该项指标数值最高的省份比最低水平的省份高出近111倍。这些数据集中反映出我国资本市场发展在区域层面上还存在着显著的结构性的差异,通过资本市场进行配置的社会资源有向少数几个省份集中的趋势,这种集中加剧了区域间经济发展的不平衡,因而从长远看不利于中国经济的均衡平稳发展。

1.1.2 理论背景

国外对金融发展差异的研究已较为深入,在早期单纯从经济的视角进行分析的基础上,近些年来学者们已经开始从政治、社会、法律、文化、地域等更广义的层面进行阐释(Levine, 2004)。其中,以LLSV^②为代表的法与金融学流派将法律因素引入资本市场研究中,开创了法与金融关系的研究先河。他们发现法律对资本市场发展有着重要影响,对投资者的保护是造成资本市场差异的重要影响因素之一。

针对中国资本市场空间发展上的不均衡,究竟是什么因素导致区域间存在差异呢?目前国内的研究主要从金融政策变迁、区域经济和金融发展水平、区域社会信任程度、区域要素禀赋结构以及地理区位等不同角度分别展开,也有学者沿着法与金融学的思路探讨了我国的法律与金融发展之间的关系,但尚未有学者从投资者保护的角度来探讨资本市场发展的区域差异。受LLSV和国内研究的启发,本书试图从投资者保护

^① 此处的年股票总市值是各省、自治区、直辖市16年间股票总市值算术平均值的再平均,目的是将16年的时间跨度压缩于一年来看待,反映的是一种集中的趋势,因此与各年全国总数以及各省、自治区、直辖市的实际统计数据存在一定程度的差异。后文的上市公司数和股票市场融资总额数也按照同样方法计算得出。

^② LLSV指法与金融学研究领域内“四剑客”,即La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer和Vishny四位学者,后文均以此简称表示。