

中小投资者保护 法律制度研究

*Zhongxiaotouxizhe Baohu
Falüxìdù Yánjiū*

肖 松◎著

投资者保护，尤其是中小投资者的利益保护是公司治理研究的核心问题，也是各国资本市场监管实践的宗旨与目标。法律制度，作为由国家供给的正式制度，和其他制度相比具有规模经济、预期稳定、广泛适用和强制执行的优势，因而成为中小投资者保护最为重要的制度。本书正是在法与金融交叉研究的背景下展开的对中小投资者法律保护的讨论。



北京师范大学出版集团
BEIJING NORMAL UNIVERSITY PUBLISHING GROUP
北京师范大学出版社

中小投资者保护 法律制度研究

*Zhongxiaotouxixhe Baochu
Fahuxidu Yanjiu*

肖 松◎著



北京师范大学出版集团
BEIJING NORMAL UNIVERSITY PUBLISHING GROUP
北京师范大学出版社

图书在版编目(CIP) 数据

中小投资者保护法律制度研究 / 肖松著. —北京: 北京师范大学出版社, 2012.4

ISBN 978-7-303-14084-8

I. ①中… II. ①肖… III. ①证券法—研究—中国
IV. ①D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 019054 号

营销中心电话 010-58802181 58805532
北师大出版社高等教育分社网 <http://gaojiao.bnup.com.cn>
电子信箱 beishida168@126.com

出版发行: 北京师范大学出版社 www.bnup.com.cn

北京新街口外大街 19 号

邮政编码: 100875

印刷: 北京京师印务有限公司

经销: 全国新华书店

开本: 155 mm × 235 mm

印张: 15

字数: 230 千字

版次: 2012 年 4 月第 1 版

印次: 2012 年 4 月第 1 次印刷

定价: 33.00 元

策划编辑: 李洪波 责任编辑: 李洪波

美术编辑: 毛佳 装帧设计: 毛佳

责任校对: 李茵 责任印制: 李啸

版权所有 侵权必究

反盗版、侵权举报电话: 010-58800697

北京读者服务部电话: 010-58808104

外埠邮购电话: 010-58808083

本书如有印装质量问题, 请与印制管理部联系调换。

印制管理部电话: 010-58800825

编辑委员会

总 主 编：赵秉志

学术顾问：江 平 高铭暄 储槐植

主 任：赵秉志

委 员：（按姓氏音序排列）

柴 荣	韩赤风	黄 风	李希慧	刘广三
刘荣军	刘志伟	卢建平	宋英辉	王秀梅
王志祥	吴宗宪	夏利民	熊跃敏	徐胜萍
薛 虹	张桂红	张远煌		

编辑部主任：张 红

编辑部成员：（按姓氏音序排列）

雷小政 宋 刚 袁 彬 赵英军 周 静

总 序

现代法治是全人类的共同追求。放眼当今世界，通过法律和法治实现正义、维护秩序、保障自由，已经成为共识。依法治国是现代文明社会之大势，也是我国当代能够选择的最佳治国方略。近几十年来，法学逐渐成为“显学”，各著名学府纷纷将法学教育作为学科发展的增长点或重中之重，从而形成了一大批有特色的法律院校，在中国法治发展和法学教育史上谱写着重要的篇章。

为适应国家法治建设和学科发展布局的需要，北京师范大学的“十一五”规划中强调重点建设和发展法学学科。在这一背景之下，北京师范大学继 2005 年 8 月 18 日成立国内首家实体性的刑事法律科学研究院之后，又于 2006 年 4 月 26 日在原法律系的基础上成立法学院。光阴荏苒，岁月催人。北京师范大学法学院转瞬之间已度过六个春秋。六年来，依托北京师范大学这一百年老校的深厚文化底蕴，秉承“学为人师、行为世范”之校训，本着和谐求发展、谋划求发展、奋斗求发展、创新求发展之理念，锐意进取，牢牢抓住机遇，勇敢面对挑战，在全体教师的共同努力下，在各方面的鼎力支持下，尤其是在与刑科院的密切协作和相互支持中，法学院在学科建设、师资队伍、人才培养、学术研究、对外交流等方面都取得了令人瞩目的成绩。

“人才虽高，不务学问，不能致圣。”学术研究是大学教师的立身之本。六年来，我们通过凝练科研队伍，搭建研究平台，完善科研

条件，加大科研投入等措施，鼓励和帮助老师们多出成果，出优秀成果。全体教师则自觉地以创造优秀的科研成果为己任，拼搏奋进。经过六年的耕耘与积累，法学院取得了较为丰硕的科研成果，在法学界和司法实务界正日益产生重要的影响。

健全的法律制度是现代社会文明的基石。法治的进步和法制的完善，一方面取决于社会的客观条件和客观需要；另一方面则取决于法学研究和法学教育的发展状况。法律整体水平的提升，有赖于法学研究水平的提高，有赖于一批法律专家，包括法学家、法律工作者的不断努力。建立一套完善、合理的法律体制，是一项庞大的社会工程。而其中的基础性工作，包括理论的论证、框架的设计等，都有赖于法学研究的进一步深入。这就对我国法学研究、法学教育机构和广大法律理论工作者提出了更高的要求。

在法学院成立六周年之际，我们开始筹划出版“京师法律文库”。这一文库的编辑出版，将是一件长期的工作。我们设想，借出版“文库”这一平台，陆续推出一批高质量、高水准的法学著作，为法学院教师提供一个展示理论研究成果的平台，并逐渐形成法学院的优势学科群。唯有形成自己的学科优势和研究方向，才能将法学院建设成为全国一流、特色鲜明、对国家法治建设贡献高智力成果和高素质人才的重要基地，创造知名法学品牌。

我们期望并相信，通过大家的共同努力，力争经过若干年，“京师法律文库”能不间断地推出有分量、有影响的法学著作，成为中国法学研究领域中的法学著作精品库。

北京师范大学法学院院长
赵秉志教授 谨识

前言

投资者保护，尤其是中小投资者的利益保护是公司治理研究的核心问题，也是各国资本市场监管实践的宗旨与目标。保护中小投资者具有重要的意义。这表现在，从微观上来说，保护中小投资者能减少公司内部的代理成本，提高公司制度的效率；从宏观上来说，保护中小投资者能降低资本市场上的信息不对称，提高资本市场的效率，进而促进经济增长与社会整体福利的改进。对中小投资者进行保护存在多种制度安排的选择。20 世纪末兴起的法与金融学派的交叉研究，将法律制度的因素引入公司治理，强调了法律制度对投资者保护的作用。法律制度，作为由国家供给的正式制度，与其他制度相比具有规模经济、预期稳定、广泛适用和强制执行的优势，因而成为中小投资者保护最为重要的制度。本书正是在法与金融交叉研究的背景下展开的对中小投资者法律保护的讨论。

中小投资者的法律保护是一个法律问题；从制度经济学的视角来看，也是一个制度问题。因为对中小投资者的法律保护在本质上属于国家的正式制度供给。本书从制度供给的视角，运用法经济学的方法进行分析，以期深化和拓展传统法学对投资者保护的研究。区别于传统法学通常遵循的注释的和定性的研究路径，本书运用了成本收益分析、博弈论、统计和计量等经济学方法对投资者保护法进行诠释、量化和验证，相比传统的法学方法更加科学和深入。

本书梳理了法与金融理论既有的研究文献，针对其存在的欠缺，

尝试进行了若干创新，以期完善法与金融的相关理论研究。同时，基于国际学术界对中国样本研究的不足，本书特别研究了中小投资者保护法的中国实践，对中国中小投资者保护法的完善具有积极的意义。

全书分为七章，具体的结构如下。

第一章为导论。导论部分简要地阐明了本书的研究背景与意义、研究问题及方法、全书结构及创新之处。

第二章讨论了法律制度与中小投资者保护的关系。该章比较了投资者保护的契约论和法律论两种对立的观点。契约论强调了投资者保护的非法制度选择，法律论强调了法律制度对投资者保护的重要作用。本书坚持法律论的观点，强调了法律对于中小投资者保护的重要作用，其他非法制度的安排不足以替代法律制度为中小投资者提供充足的保护。

第三章对中小投资者保护法律制度进行了量化研究。目前，关于中小投资者保护法的量化研究已经取得不小进展，但也还存在诸多不足。本章在改进既有的指数设计基础上，尝试设计了中小投资者法律保护指标体系。另外，中小投资者法律保护的国际比较还欠缺中国的样本数据，本章添加了中国数据并进行了国际比较。

第四章讨论了中小投资者保护法律制度的决定因素。本章从法律供给者成本收益的分析出发，构建了中小投资者保护的法律供给者、中小投资者和公司内部人的三方游说竞争博弈模型，并得出结论：中小投资者法律保护程度由供给者的政治成本和法律运行成本等因素共同决定。该模型克服了法与金融理论法系决定论的局限，能够比较科学地解释不同国家以及同一国家不同历史时期中小投资者保护法的差异，对各国投资者保护法的完善具有积极的政策意义。

第五章研究了中小投资者法律保护的效应。中小投资者法律保护具有多方面的效应。本章集中研究了投资者保护法对经济的效应，具体来说，本章从理论和实证两个方面论证了投资者保护法对微观层面上公司治理和宏观层面上金融发展及经济增长的积极影响。

第六章专章研究了中小投资者法律保护的中国实践。首先概括了中小投资者保护法律制度的演进历程，将中国中小投资者保护法律制度大致划分为初始阶段、发展阶段和相对完善阶段三个阶段，并对其历史演进进行了解释。接着，该章对中国中小投资者保护的法律制度进行量化赋值，并选取 1993 年至 2009 年中国上市公司的

样本数据进行了实证研究，验证了中国中小投资者法律保护对中国上市公司价值的正向影响。

第七章就中国中小投资者保护法的完善提出了若干政策建议。这些建议一方面强调通过降低法律供给成本来促进中小投资者法律保护的供给；另一方面强调完善具体的立法与执法制度以提高中小投资者的法律保护水平。

目 录

第一章 导 论	(1)
第一节 研究背景及研究意义	(2)
第二节 研究问题及研究方法	(7)
第三节 全书结构及创新之处	(9)
 第二章 法律制度与中小投资者保护	 (13)
第一节 保护中小投资者的意义	(13)
第二节 契约论与法律论	(19)
第三节 中小投资者保护的法律体系	(25)

第三章 中小投资者保护法律制度的量化研究	(29)
第一节 量化研究的意义与可行性	(29)
第二节 中小投资者保护法律制度的指标体系	(32)
第三节 中小投资者保护法律制度的国际比较	(58)
第四章 中小投资者保护法律制度的决定因素	(75)
第一节 中小投资者保护法律供给的成本收益分析	(76)
第二节 中小投资者保护法律供给的理论模型	(87)
第三节 模型的意义	(99)
第五章 中小投资者法律保护的效应研究	(108)
第一节 中小投资者法律保护的微观效应	(108)
第二节 中小投资者法律保护的宏观效应	(124)
第六章 中小投资者保护法律制度：中国实践	(131)
第一节 中国中小投资者保护法律制度的演进	(131)
第二节 中国中小投资者保护法律供给的决定因素 ——对历史演进的解释	(162)
第三节 中国中小投资者保护法律制度的量化研究	(168)
第四节 中国中小投资者保护法律制度的效应研究	(175)
第七章 完善中国中小投资者保护法律制度的政策建议	(193)
第一节 改变利益集团的力量对比	(194)
第二节 减少法律供给主体的代理成本	(201)
第三节 完善中国中小投资者立法保护的具体制度	(203)
第四节 完善中国中小投资者执法保护的具体制度	(208)
参考文献	(217)
后 记	(227)

第一章

导 论

中小投资者保护是公司治理理论与实践领域的核心主题。在理论上，公司治理研究的学者们一直致力于如何有效地解决公司制度的委托代理问题以维护股东利益；在实践上，各国的法律、政策和规制无不重视中小投资者利益的维护。在资本市场上，保护上市公司广大中小投资者的利益也是各国对资本市场监管的首要目标。但是，究竟应当如何有效地保护中小投资者的利益，使他们免受公司控股股东及管理层的侵害，似乎是一个世界性的难题。法律制度或许不是保护中小投资者的唯一途径，但在事实上已经成为各个国家对中小投资者保护最为重要的制度选择。公司法学者对中小投资者保护法已经进行了相当的诠释，但仍有很大的研究空间。因为无论是发达国家，还是新兴国家，其资本市场上上市公司中小投资者受损的案例仍屡见不鲜。这就暴露了中小投资者保护法还远未达到完

善的程度，法律为中小投资者提供的保护存在诸多不足。那么，应当如何完善中小投资者保护法？要回答这一问题，又必须对中小投资者保护法进行科学的评估，分析中小投资者保护法的欠缺之处以及探寻欠缺的原因。对这些问题，传统的公司法研究并没有给予完全的回答。鉴于此，笔者拟从新的视角，运用新的方法进行深入研究。沿着法与金融理论开辟的交叉研究的思路，本书从法律制度供给的视角，运用法经济学的分析方法研究中小投资者法律保护的相关问题，以深化和拓展传统的投资者保护法研究，从而最终为中小投资者保护法的完善提供积极的政策建议。

第一节 研究背景及研究意义

一、研究背景

在公司治理的理论研究中，中小投资者的保护一直是最重要的研究内容之一。1932年，美国学者伯利和米恩斯在著名的《现代公司与私有财产》一书中提出了公司所有权与控制权分离的论断，被认为是开创了公司治理研究的先河。在那里，如何最大限度地解决高度分散的股东和公司管理者之间的代理问题，维护广大投资者的利益成为公司治理的核心问题。20世纪90年代以来，资本市场发生了相当大的变化，学者们的实证研究发现所有权高度分散的结构并非广泛存在，大量公司的所有权相对集中，存在控制性股东。控制性股东有能力对公司进行实际控制，其存在缓解了伯利和米恩斯提出的股东和公司管理者之间的代理问题，但是新的代理问题也随之而来。控制性股东与中小股东虽然同为股东，但由于前者掌握了公司的实际控制权，就可能为了自身利益而损害中小股东的利益。中小股东按照持股比例享有对公司的终极所有权，却不能行使相应的控制权，这种所有权和对公司实际控制权的分离产生了新的代理问题：即控制性股东与中小股东之间的代理问题。在此情形下，保护中小股东的利益更成为公司治理理论关注的重要问题。2004年，OECD（经济合作与发展组织）修订了公司治理准则，新准则明确将平等对待所有股东（包括少数股东）作为公司治理的基本原则。^①

^① 经济合作与发展组织：《OECD公司治理原则（2004年）》，17～18页，北京，中国财政经济出版社，2005。

新准则要求少数股东应受到保护，使其不受控制性股东滥用权利的侵害，在权利受到侵害时，能够获得有效赔偿。

中小投资者利益的保护存在多种制度选择。20世纪90年代末兴起的法与金融理论^①将法律制度因素引入公司治理的研究，以法律制度保护中小投资者利益成为公司治理理论的前沿。法与金融理论认为公司治理的本质就在于实现对外部投资者权利的保护，防止企业内部人（本书指公司的控股股东和管理层）的掠夺。在法学意义上，公司是独立的法人实体，而从经济学的视角，公司的本质被视为金融契约。即是说，公司这一形式上的商业实体，本质上是由参与公司的各方当事人缔结的金融契约。种种现实情况表明，公司金融契约的自我履行尚不能为投资者提供充足的保护。以法律的手段对中小投资者进行保护，能够增加公司实际控制人（控制性股东和高级管理层）侵占中小投资者的成本，从而有效遏制其侵占行为，保障外部投资者利益。法律制度成为公司治理的重要因素。法与金融学派的大量实证研究支持了这一观点，即法律是重要的。投资者保护的法律制度能够影响公司内部人（控制性股东和高级管理层）侵占、公司绩效及公司融资等诸多方面。投资者法律保护水平越高的国家，其公司内部人侵占越少，公司绩效越高，公司融资就越容易。法与金融学派还发现，不同法系^②国家的投资者法律保护水平存在较大差异，法系是决定一国投资者法律保护程度的重要因素。

法与金融理论开创的法律制度研究启发了经济学家和法学家们后继进行的大量交叉研究。公司契约的性质愈来愈为公司法学者所承认，投资者保护法愈来愈被公司法学者从公司治理的视角进行诠释。时至今日，法与金融理论对投资者保护法的研究已经取得了丰硕的研究成果，这些成果包括：创造性地对投资者保护法以指数的形式进行量化，并展开相应的国际比较与评价；分析各国投资者保护法的差异，探寻法系对投资者法律保护程度的决定作用；评价投

① 法与金融理论是在20世纪90年代涌现的公司金融领域最为前沿的学术潮流。它促进了金融学、公司治理学与法学的交叉研究。其核心观点是：法律是重要的，法律制度决定一国的公司治理、金融发展与经济增长；而法律制度的质量又由不同的法律传统决定。

② 比较法学者认为，世界各国的法律可以归结为不同的法系，世界上的主要法系都是经过几个世纪在欧洲形成并通过征服、殖民、模仿等方式逐渐传播到世界各地的。同一法系的国家有着相同的法律传统。本书中，法系、法律传统、法律起源、法律渊源含义相同。

投资者保护法的效应，验证投资者保护法对上市公司绩效、资本市场发展和实体经济的贡献。但是，法与金融理论对投资者保护法的研究还存在一些局限，有待后继研究进行进一步的完善。这些局限包括：法与金融学派对投资者法律保护制度的量化和评估还存在较大的改进空间；投资者法律保护程度的决定因素有待进一步探讨，因为投资者保护法的法系决定论显然不能解释同一个法系，同一个国家投资者法律保护程度的历史变化与差异；投资者保护法的效应还欠缺纵向数据的检验；特别是，投资者保护法的国别研究还欠缺来自中国的样本数据。中国中小投资者的法律保护程度应当如何评估？法系决定论不能解释中国投资者法律制度的历史变迁，中国中小投资者保护法到底由什么决定？它对中国上市公司的公司治理、企业绩效及资本市场的发展是否起到了促进的作用？这些问题都值得我们去深入探讨。法与金融理论对投资者保护法的上述研究成果与局限形成了本书研究的理论背景。

从现实背景来说，中小投资者的保护仍然属于世界性的难题，在各国资本市场上，公司内部人对中小投资者的侵占仍然比比皆是。即便在我们认为公司治理最为完善的美国，在 21 世纪初仍然发生了诸如安然、世通公司等财务造假丑闻；俄罗斯、捷克、保加利亚等经济转轨国家也较普遍地存在着大股东侵害小股东利益的现象。在中国，上市公司内部人侵害中小投资者利益的现象也是屡见不鲜，屡禁不止。从早期的琼民源、银广夏财务造假案件到近期的杭萧钢构、五粮液虚假披露案件，中小投资者的利益屡屡受到侵害。

2008 年发生的全球金融危机也暴露了金融机构公司治理的自身缺陷。2008 年的金融危机始于美国的次级贷款危机，经过深化和演变迅速蔓延为全球性的国际金融危机。在这场危机中，美国大型金融机构雷曼兄弟公司破产，美林证券公司被收购，房贷融资机构房利美、房贷美和美国国际集团(AIG)被政府接管，美国股票市场大跌，投资者损失惨重。美国金融危机迅速蔓延到欧洲国家，例如，冰岛遭遇了“国家破产”危机，英国政府被迫向本国四大银行紧急注资，乌克兰和匈牙利接受国际货币基金组织(IMF)紧急贷款，全球主要央行也先后两次同步降息以对抗金融危机。关于全球金融危机的成因，学者们已做了诸多探讨。这些探讨偏重于宏观经济、货币政策等宏观上的因素。表面上看，是大批次级贷款的金融风险引发了本次全球金融危机，但实际上，宏观上的金融风险建立在微观

主体的公司治理风险^①上。金融业务的高利润总与高风险相伴而生。金融机构的高管们在自身利益的驱动下，不顾投资者利益，贸然衍生出大量“问题”资产。这些过度创新的高风险金融衍生品交易，给投资者带来了巨额损失，也给金融机构带来了毁灭性的灾难。但是，制造风险的高管们在事前没有受到公司内部治理结构和外部监管机构的有效监督，事后也没有承担应得的赔偿和处罚。冒险的巨大收益和几乎可以忽略不计的成本暴露了公司治理的根本风险。正是微观主体不易被觉察的治理风险鼓励了公司高管为一己之利不断制造金融风险，而最终酿成了全球的金融危机。治理风险没有得到有效的控制，法律在风险控制中没有发挥有效的作用。

中小投资者的利益频频受损，却缺乏与公司实际控制人抗衡的势力，其弱势地位凸显了国家对其进行法律保护的迫切性。但遗憾的是，法律并未能给中小投资者提供充足的保护。特别是在2008年的全球金融危机中，我们发现了法律和监管的缺位。从制度供给的视角来说，我们认为中小投资者的法律保护存在明显的供给不足。那么，此种法律供给为何不足？应当如何增加法律供给？特别是，针对中国资本市场，中国中小投资者保护的法律供给为何不足？应当怎样增加中国中小投资者保护的法律供给？这些问题也值得我们去思考和研究。综上，各国中小投资者保护的现状特别是中国中小投资者利益受损却得不到充分法律保护的现实构成了本书研究的现实背景。

二、研究意义

本书的研究具有以下理论意义。

第一，本书以法与金融交叉研究为背景，从法律制度供给的视角，运用法经济学的分析方法研究中小投资者法律保护的相关问题，深化和拓展了传统投资者保护法的研究。首先，传统法学往往将法律与其他社会制度分别开来，偏重对法律本身的研究。本书基于新的研究视角，将法律镶嵌在更广泛的社会制度中，讨论了投资者保护法的演化，评价了投资者保护法对经济的影响，拓展了传统的投资者保护法研究。其次，传统的投资者保护法研究关注定性的研究和理论的分析，注重概念、规则和法条的注释和逻辑推演。本书在

① 高明华、赵峰：《国际金融危机成因的新视角：治理风险的累积》，载《经济学家》，2011（3）。

承继这些方法的基础上，特别注重经济学分析方法的运用，运用成本收益分析、博弈论、统计和计量等分析方法对投资者保护法进行了诠释、量化和验证，相比传统的研究方法而言，增强了科学性和精确性。

第二，本书通过梳理法与金融学派既有的研究文献，针对其存在的若干缺陷进行了理论创新，完善了法与金融学对投资者保护的相关交叉研究。具体来说，本书探讨了投资者法律保护水平的决定因素，克服了法律渊源决定论在解释个别国家投资者保护程度上的局限性。本书构建了中小投资者保护的法律供给者、中小投资者和公司内部人的三方游说竞争博弈模型，得出结论：法律提供的中小投资者保护水平是由利益集团的力量对比和法律运行成本等因素决定的。这一结论既能解释不同国家投资者法律保护程度的差异，也能解释同一国家投资者法律保护程度的历史差异。投资者保护法律制度的量化，始于法与金融学派开拓性的研究，但是其量化指标的设计仍然存在缺陷，有待改进。本书综合考虑了立法和执法因素，设计了中小投资者保护法律制度的量化指标。法与金融学派从理论上和实证上证明了法律制度对公司效率的正向影响，但对其如何影响的机制未做说明。本书讨论了法律制度如何影响公司效率的机制，提出了法律通过全面改善公司内部治理进而影响公司效率的重要观点。

第三，本书比较全面系统地研究了以中国为样本的投资者法律保护问题，丰富了法与金融学派的国别研究。目前系统研究中国投资者法律保护的文献还不多见，国外的学者因仍将中国看作是计划体制国家，而较少将其纳入研究视野。国内的法学学者多以传统的注释法学的研究方法开展研究，对法与金融交叉研究的方法还不甚熟悉；国内的经济学者对投资者法律保护的研究正积极从法与金融的视角展开，但所取得的成果还十分有限。而作为一个拥有“新兴加转轨”资本市场的国家，对中国样本的研究应该受到更多关注。本书从制度供给的角度详细研究了中国中小投资者保护法，概括了中国法的演进历程，并在此基础上着重讨论了中国中小投资者保护法的决定因素、量化和效应，有针对性地提出了增加法律保护的途径。

本书的研究具有以下现实意义。

第一，从全球来看，各个国家中小投资者的法律保护还存在较